

# 不実開示責任の追及における 機関投資家および個人投資家の役割（1） ——アメリカ私的証券訴訟改革法における主任原告条項 （Lead Plaintiff Provisions）の構造——

金 康 浩

はじめに

第1章 私的証券訴訟改革法における主任原告条項の内容

第1節 主任原告条項の概要

第2節 主任原告条項を構成する各規定の内容

第1款 クラス構成員に対する告知手続きに関する規定

第2款 主任原告の選任方法に関する規定

第3款 主任原告の選任に係る開示手続きに関する規定

第4款 主任弁護士を選任方法に関する規定

第3節 小 括

第2章 私的証券訴訟改革法における主任原告条項の沿革および同条項の制定後の展開

第1節 主任原告条項の沿革

第1款 証券訴訟の濫用

第2款 1995年の Weiss および Beckerman の論稿における提言

第3款 私的証券訴訟改革法の制定

第2節 主任原告条項の制定後の展開—Weiss の分析を中心として—

第1款 クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者  
またはグループの判断基準 (以上、本号)

第2款 Weiss および Beckerman の予想通りの展開

第3款 Weiss および Beckerman が予想していなかった展開

第3節 小 括

第3章 私的証券訴訟改革法における主任原告条項に関する学説

第1節 主任原告条項に対する学説上の批判

第1款 零細な投資者が被る不利益および私的訴訟の意義の低下

第2款 機関投資家の主任原告としての適格性に対する批判

第2節 主任原告の選任方法に関する学説

第1款 主任原告の選任方法に関する Weiss の改善案

第2款 主任原告グループの選任において裁判所が考慮すべき要素に関する  
見解

第3節 小 括

おわりに

## はじめに

金融商品取引法上の開示書類に虚偽記載があった場合に発行者および関係者が負う民事責任には、①被害者の受けた損害を填補する機能（損害填補機能）、および、②違反行為を抑止する機能（違反行為抑止機能）<sup>(1)</sup>がある。そして、そのような民事責任の効果は、私人が訴訟を実際に提起することにより達成される<sup>(2)</sup>のであるが、そのような効果のために法のエンフォースメントにおける私人の役割を拡大する場合には、つぎの点について留意する必要がある。すなわち、その場合には、一方において、私人の権利行使に対する種々の法律上および事実上の障害を除去することが必要であるが、他方において、原告および原告の弁護士に対して、経済的な利益という形でインセンティブを付与しなければならないという点に留意する必要がある<sup>(3)</sup>。

他方で、アメリカの連邦証券諸法には、以下で検討するように、証券クラス・アクション<sup>(4)</sup>における機関投資家の役割を高めることを趣旨とする規定がおかれている。すなわち、1995年私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）（本稿においては、「私的証券訴訟改革法」と表記する<sup>(5)</sup>）により連邦証券諸法に追加された主任原告条項（lead plaintiff provisions）<sup>(6)</sup>は、証券クラス・アクションによる請求について最も大きな経

済的な利害関係（financial interest）を有する者またはグループ（person or group of persons）が、主任原告（lead plaintiff）<sup>(7)</sup>としてクラスを代表し、クラスを代理する主任弁護士（lead counsel）<sup>(8)</sup>を雇用することができる（後述するように、主任原告条項の下で裁判所により選任された主任原告は、裁判所の承認の下で、クラスを代理する主任弁護士を選任し雇用することができる）旨について規定している。そして、私的証券訴訟改革法における主任原告条項は、それにより、訴訟の結果に対して大きな経済的な利害関係を有する機関投資家が、主任弁護士による証券クラス・アクションの追行を監督するように促している<sup>(9)</sup>。

そのため、私的証券訴訟改革法における主任原告条項について検討することは、機関投資家の持株比率が高い上場会社において、不実開示にもとづく民事責任の実効性を高める方策を検討するうえで、1つの参考になると考えられる。もっとも、私的証券訴訟改革法における主任原告条項に関する従来<sup>(10)</sup>の研究は、同条項を規定する条文の内容の紹介を中心とするものであった<sup>(11)</sup>。そのため、主任原告条項の沿革および同条項の制定後の展開、ならびに、同条項に関する学説については従来十分に検討されてこなかった。そこで、本稿においては、主任原告条項の内容を確認した後に（第1章）、主任原告条項の沿革および同条項の制定後の展開（第2章）、ならびに、同条項に関する学説の内容（第3章）を明らかにする。

## 第1章 私的証券訴訟改革法における主任原告条項の内容

本章においては、私的証券訴訟改革法における主任原告条項の内容を確認する。具体的には、まず第1節において、主任原告条項の概要を確認する。そして、つぎに第2節において、主任原告条項を構成する各規定の内容を確認する。

## 第1節 主任原告条項の概要

私的証券訴訟改革法は、後述する規定により、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係（financial interest）を有する者またはグループ（person or group of persons）に、主任原告としてクラスを代表して主任弁護士を雇用させることを通じて、機関投資家が主任弁護士による証券クラス・アクションの追行を監督するように促すことを趣旨とする主任原告条項を、連邦証券諸法に追加した<sup>(12)</sup>。具体的には、私的証券訴訟改革法は、それぞれ同一の内容の主任原告条項を、1933年証券法（Securities Act of 1933）27条(a)項(3)号および1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）21D条(a)項(3)号に規定した<sup>(13)</sup>。

主任原告条項は、連邦民事訴訟規則にもとづき提起される証券クラス・アクションに対して適用される。すなわち、1933年証券法<sup>(14)</sup>11条および同法12条(a)項(2)号<sup>(15)</sup>、ならびに、1934年証券取引所法10条(b)項にもとづく救済を請求する投資者は、主として、そのような救済を求めて連邦民事訴訟規則にもとづき証券クラス・アクションを提起するところ、主任原告条項は、そのような連邦民事訴訟規則にもとづき提起される証券クラス・アクションに対して適用される<sup>(17)</sup><sup>(18)</sup>。

## 第2節 主任原告条項を構成する各規定の内容

1933年証券法27条(a)項(3)号および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号が規定する主任原告条項は、同条項の考案者の1人である Weiss によれば、主としてつぎの4つの規定により構成される。すなわち、主任原告条項は、①クラス構成員に対する告知（notice）手続きに関する規定<sup>(20)</sup>、②主任原告の選任方法に関する規定<sup>(21)</sup>、③主任原告の選任に係る開示（discovery）手続きに関する規定<sup>(22)</sup>、④主任弁護士の選任方法に関する規定<sup>(24)</sup>を中心として構成される<sup>(25)</sup>。以下では、これらの主任原告条項を構成する各規定の内容を確認する<sup>(26)</sup>。

### 第1款 クラス構成員に対する告知手続きに関する規定

主任原告条項には、第1に、証券クラス・アクションを提起した者に対して、訴訟が係属中であること等についてクラス構成員（members of the purported class）に早期に告知（notice）することを要求する規定がおかれている。<sup>(27)</sup>

具体的には、1933年証券法27条(a)項(3)号(A)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(A)(i)は、原告に対して、訴状の提出後20日以内に、広く読まれているビジネス系出版物（widely circulated national business-oriented publication）またはワイア・サービスを通じて、①訴訟が係属中であること、請求の内容およびクラス期間（class period）、ならびに、②クラス構成員は、クラスの主任原告たる地位を求める申立てを、当該告知後60日以内に行うことができる旨を告知しなければならないと規定する。<sup>(28)</sup>

また、1933年証券法27条(a)項(3)号(A)(ii)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(A)(ii)は、実質的に同一の請求（claim or claims）を主張する訴訟が複数提起された場合には、最初に訴えを提起した原告のみが、そのような告知手続きをとらなければならないと規定する。<sup>(29)</sup>

### 第2款 主任原告の選任方法に関する規定

主任原告条項には、第2に、裁判所に対して、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループが最も適切な原告であると推定したうえで、主任原告を選任することを要求する規定がおかれている。<sup>(30)</sup>

具体的には、まず、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(i)は、裁判所は告知（notice）<sup>(31)</sup>の後、90日以内に、告知に応じてなされた申立てを検討して、最も適切な原告（most

adequate plaintiff) すなわち裁判所がクラス構成員の利益を最も適切に代表することができる者と判断する者 (member or members of the purported plaintiff class) を、主任原告として選任しなければならないと規定する<sup>(32)</sup>。

つぎに、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(ii)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(ii)は、実質的に同一の請求 (claim or claims) を主張する訴訟が複数提起され、当事者がトライアル前手続 (pretrial) またはトライアル (trial)<sup>(33)</sup> のために、それらの訴訟を併合することを請求する場合には、裁判所は、当該併合に関する決定がなされるまで、上述した最も適切な原告を決定してはならないと規定する<sup>(34)</sup>。また、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(ii)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(ii)は、当該併合に関する決定がなされた後には、裁判所は、併合された訴訟のために、速やかに最も適切な原告を主任原告として選任しなければならないと規定する<sup>(35)</sup>。

そして、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iii)(I)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)は、裁判所は、①訴状を提出したか、または、告知手続きに応じて申立てを行い<sup>(36)</sup>、②クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係 (financial interest)<sup>(37)</sup> を有しており、かつ、③連邦民事訴訟規則23条の要件を満たす者またはグループ (person or group of persons)<sup>(38)</sup> が、最も適切な原告であると推定しなければならないと規定する<sup>(39)</sup>。また、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iii)(II)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(II)は、①最も適切な原告であると推定された者が、クラスの利益を公正かつ適切に (fairly and adequately) 保護しないということ、または、②その者がクラスを適切に代表することを不可能とする抗弁があるということが、クラス構成員 (member of the purported plaintiff class) により立証される場合には、そのような推定は覆されると規定する<sup>(40)</sup>。

### 第3款 主任原告の選任に係る開示手続きに関する規定

主任原告条項には、第3に、クラス構成員が最も適切な原告であるのかという点に関する開示（discovery）手続きを開始する要件を定める規定がおか<sup>(41)</sup>れている。

具体的には、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iv)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iv)は、クラス構成員（member or members of the purported plaintiff class）が最も適切な原告（most adequate plaintiff）であるのかという点に関する開示手続きは、原告が、最も適切な原告であると推定されている者がクラスを適切に代表することができない旨<sup>(42)</sup>について最初に立証した場合に開始されると規定する。

### 第4款 主任弁護士の選任方法に関する規定

主任原告条項には、第4に、クラスを代理する主任弁護士の選任方法を定め<sup>(43)</sup>る規定がおかれている。

具体的には、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(v)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(v)は、最も適切な原告（most adequate plaintiff）が、裁判所の承認の下で、クラスを代理する弁護士を選任し雇用<sup>(44)</sup>しなければならないと規定する。

### 第3節 小 括

以上のように、1933年証券法27条(a)項(3)号および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号におかれている主任原告条項は、主として、①クラス構成員に対する告知手続きに関する規定、②主任原告の選任方法に関する規定、③主任原告の選任に係る開示手続きに関する規定、および、④主任<sup>(45)</sup>弁護士の選任方法に関する規定により構成される。

これらの規定は、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係（financial interest）を有する者またはグループ（person or group of

persons)に、主任原告としてクラスを代表して主任弁護士を雇用させることを通じて、機関投資家が主任弁護士による証券クラス・アクションの追行を監督するように促すことを趣旨としている。そして、これらの規定は、連邦民事訴訟規則にもとづき提起される証券クラス・アクションに対して適用<sup>(46)</sup>される。

## 第2章 私的証券訴訟改革法における主任原告条項の沿革および同条項の制定後の展開

本章においては、私的証券訴訟改革法における主任原告条項の沿革および同条項の制定後の展開を検討する。具体的には、まず第1節において、主任原告条項の沿革を検討する。そして、つぎに第2節において、主任原告条項の制定後の展開を検討する。

### 第1節 主任原告条項の沿革

#### 第1款 証券訴訟の濫用

私的証券訴訟改革法の立法理由について説明する両院協議会報告書<sup>(47)</sup>によれば、議会が同法を制定した背景には、つぎのような事情が存在した。すなわち、私的証券訴訟改革法が制定された背景には、証券訴訟に関して、①株価に大きな変動が生じた場合に、開示(discovery)手続きにより、もっともらしい(plausible)訴訟原因(cause of action)が得られるという期待の下で、会社の責任(culpability)の有無が考慮されることなく訴訟が提起されるという問題<sup>(48)</sup>、②実際の責任の有無が考慮されることなく、会計士および引受証券会社等の資力のある被告(deep pocket defendants)が、訴訟の標的とされるという問題、③被告が、開示手続きの濫用により生じる負担を回避するために経済的な観点から和解に応じる場合があるという問題<sup>(49)</sup>、ならびに、④弁護士が自らが代理する原告を仕立て上げるという問題<sup>(50)</sup>が生じていたという事情が存在した<sup>(51)</sup>。

また、両院協議会報告書においては、根拠がなく（baseless）膨大な費用のかかる（extortionate）証券訴訟が提起されるために、最適な人材が取締役会の構成員となり、また、会社が将来の見通しを公にすることが妨げられることにより、一般の投資者およびアメリカ経済全体が損害を被ってきたという事情が、議会が私的証券訴訟改革法を制定した背景として言及されている<sup>(52)</sup>。

## 第2款 1995年の Weiss および Beckerman の論稿における提言

以上の事情が私的証券訴訟改革法が制定された全般的な背景であるが、同法における主任原告条項の制定には、特に、1995年の Weiss および Beckerman による共著の論稿（本稿においては、「1995年の Weiss および Beckerman の論稿」<sup>(53)</sup>）における提言が影響している<sup>(54)</sup>。1995年の Weiss および Beckerman の論稿における主張の主眼は、証券クラス・アクションの結果に対して大きな経済的な利害関係を有している機関投資家が、主任原告<sup>(55)</sup>（lead plaintiff）としてクラスを代理する主任弁護士を雇用し監督するように促すことにより、証券クラス・アクション<sup>(56)</sup>におけるエージェンシー費用<sup>(57)</sup>が削減されるため、機関投資家が主任原告となることを妨げている制度上の障害を取り除くべきであるというものである<sup>(58)</sup>。Weiss および Beckerman の問題意識<sup>(59)</sup>および提言の内容は、以下のとおりである。

### 1 Weiss および Beckerman の問題意識

#### （1）弁護士による証券クラス・アクションの追行に対する監督の不足

Weiss および Beckerman はまず、弁護士による訴訟クラス・アクションの追行についてつぎのように指摘する。すなわち、多くの証券クラス・アクションは、投資者ではなく、原告の弁護士により追行されている。具体的には、弁護士は、会社の株価に大きな変動が生じた場合に、そのような情報が公開されてから大抵数日以内に、わずかな調査にもとづき訴状を作成し、クラスを「代表する」原告（“representative” plaintiff）を探し出して、証券

クラス・アクションを提起する<sup>(60)</sup>。そして、そのようにして提起された証券クラス・アクションのうち、訴え却下の申立て(motions to dismiss)<sup>(61)</sup>およびサマリー・ジャッジメント(summary judgment)<sup>(62)</sup>の申立て後になお進行する証券クラス・アクションのほとんどすべてが、和解により終結している<sup>(63)</sup>。

この点、Weiss および Beckerman によれば、証券クラス・アクションにおける原告の弁護士は、投資者の利益ではなく、自身の経済的な利益を追求する可能性があるのに対して、訴訟の結果に対する経済的な利害関係(financial interest)がわずかしかない原告は、弁護士による訴訟の追行または弁護士が推奨する和解の条件を効果的に監督する可能性が低い。また、連邦民事訴訟規則23条にもとづく裁判所による和解の承認および弁護士報酬の裁定は、弁護士による訴訟の追行を十分に規制していない<sup>(64)</sup>。

### (2) 証券クラス・アクションの結果に対する機関投資家の利害関係の大きさ

Weiss および Beckerman は、以上の現状認識にもとづき、つぎの根拠により機関投資家が証券クラス・アクションの結果に対して大きな利害関係を有していると指摘する。すなわち、Weiss および Beckerman が調査した82件の証券クラス・アクション<sup>(65)</sup>における権利主張者(claimants)のうち、多額の請求権を有していた上位50名の権利主張者の請求額が、平均して、それらの訴訟における全請求額(dollar value of all claims filed)の57.5%を占めている<sup>(66)</sup>。また、Weiss および Beckerman が調査した20件の和解が成立した証券クラス・アクション<sup>(67)</sup>における権利主張者のうち、多額の請求権を有していた上位10名の権利主張者の請求額が、平均して、それらの訴訟における全請求額の40.5%を占めている<sup>(68)</sup>。そして、そのような多額の請求権を有していた権利主張者の多くが、<sup>(69)</sup>ミューチュアル・ファンドおよび<sup>(70)</sup>年金基金等の機関投資家である<sup>(71)</sup>。

### (3) 機関投資家が弁護士を監督しない原因

Weiss および Beckerman は、以上の根拠にもとづき、証券クラス・ア

クシヨンの結果に対して大きな利害関係（large stakes）を有している機関投資家は名目的な原告（figurehead plaintiffs）よりも弁護士による訴訟の追行を効果的に監督することができると指摘する。しかし、Weiss および Beckerman によれば、機関投資家は、弁護士による訴訟の追行を十分に監督していない<sup>(72)</sup>。彼らによれば、その主な原因は、裁判所が証券クラス・アクションにおいてとる手続きに関する以下の3つの障害にある<sup>(73)</sup>。

第1の障害は、裁判所が、最初に訴えを提起した弁護士を主任弁護士に選任するという手続きであり、これが最も重大な障害である<sup>(74)</sup>。すなわち、機関投資家は、訴訟を提起することが自身にとって有利であるのかを慎重に検討することを望むと考えられるため、機関投資家の弁護士は、主任弁護士となるための「裁判所への競争（race to the courthouse）」<sup>(75)</sup>において勝利する可能性が低い<sup>(76)</sup>。

そして、裁判所は、主任原告が最善のクラス代表者（best available class representative）である必要はなく、単にクラスの利益のために訴訟を追行しうる者であれば足りると判示している。また、裁判所は、原告が他のクラス構成員と同様の損害を被ったということ、原告が有能な（competent）弁護士により代理されているということ、および、原告とクラスとの間に利害の対立がないということのほかに、原告が適切な原告である<sup>(77)</sup>ということの証明を求めている。

そのため、機関投資家は、自身およびクラスの利益を最も誠実に（faithfully and diligently）代理すると自らが判断した弁護士を、主任弁護士とすることができる可能性が低い。また、弁護士は、機関投資家を自身の顧客として探すインセンティブを有していない<sup>(78)</sup>。

第2の障害は、証券クラス・アクションが係属中であること、および、証券クラス・アクションに関する情報の詳細が、適時に告知（notice）されないことである。すなわち、原告の弁護士は、機関投資家に対して訴訟に関する情報を提供するインセンティブを有していない。また、機関投資家が訴訟

に関する情報を被告から得る可能性も低い。他方で、会社には、当該訴訟が会社の財務状況 (financial condition) に対して重大な影響を及ぼさない限り、自社に対して訴えが提起されているということを公表する義務がない。また、会社は、一般的に、そのような情報を公表することがさらなる訴えを提起させる契機となることを恐れると思われるため、証券クラス・アクションに関する情報を公表しようとしな<sup>(79)</sup>い。そして、クラス構成員は、証券クラス・アクションが係属中であることを、訴えが提起された直後に告知により知ることがほとんどない。

このような適時の告知 (timely notice) の欠<sup>(80)</sup>は、機関投資家が証券クラス・アクションに参加することを困難にしている。

第3の障害は、典型性 (typicality) の要件および適切性 (adequacy) の要件<sup>(81)</sup>に関する開示 (discovery) 手続き<sup>(82)</sup>である。典型性の要件および適切性の要件は、出廷しないクラス構成員 (absentee class members) の利益を保護するための要件であるが、裁判所は、一般的な、そのようなクラス構成員は原告 (putative named plaintiffs) の適格性 (credentials) に対して異議を唱えることがないと推定している。そして、その結果として、裁判所は、被告が原告の適格性に対して異議を唱えることを許容している。しかし、被告は、開示手続きの脅威 (threat of discovery) を、原告に訴訟の追行を思いとど<sup>(83)</sup>まらせるために用いる。また、被告は、裁判所による証券クラス・アクションの認証 (certification) <sup>(84)</sup>を妨げるための情報を引き出すために、開示手続き<sup>(85)</sup>を用いる。

このような典型性の要件および適切性の要件に関する開示手続きは、機関投資家に、証券クラス・アクションにおける主任原告となることを思いとど<sup>(86)</sup>まらせる。なぜなら、当該証券クラス・アクションに関連する数年間の取引に関する資料等を提出するために必要な費用は膨大であるためである。

## 2 Weiss および Beckerman の提言

Weiss および Beckerman は、以上の検討に鑑み、つぎのように指摘す

る。すなわち、証券クラス・アクションの結果に対して大きな利害関係（large stakes）を有する機関投資家は、原告のクラスとおよそ共通の利害関係を有している。そのため、裁判所は、機関投資家の監督の下で交渉される和解は、そのような監督の下でなされない和解よりも、「公正かつ合理的」（“fair and reasonable”）であるとより確信を持って判断することができるであろうし、また、機関投資家と弁護士との間で定められた弁護士報酬は合理的であるとおそらく確信を持って推定することができる。したがって、裁判所は、機関投資家が主任原告となることを妨げている障害を取り除かなければならない。<sup>(87)</sup>

### （1）主任原告および主任弁護士の選任方法

具体的には、Weiss および Beckerman は、第 1 に、裁判所は原告のクラスの主任弁護士を選任する手続きをつぎのように改める必要があると主張する。すなわち、複数のクラス構成員が主任弁護士を雇用する主任原告となることを求めている証券クラス・アクションにおいて、裁判所は、連邦民事訴訟規則23条における適切性の要件を、クラス構成員の利益を「最も適切に」（“most adequately”）代表することができる原告を主任原告として選任することを裁判所に対して要求する規定であると解さなければならない。この点、訴訟の結果に対して最も大きな経済的な利害関係（financial stake）を有する原告または原告のグループ（plaintiff or group of plaintiffs）は、クラスの弁護士の活動を効果的に監督する最も強い経済的なインセンティブ（economic incentive）を有している。そのため、裁判所は、そのような原告または原告のグループが、「最も適切に」クラス構成員の利益を代表すると推定しなければならない。<sup>(88)</sup>

ただし、裁判所は、他の潜在的な原告（putative plaintiffs）に対して、そのような推定を覆す機会を提供しなければならない。もっとも、そのような推定は、「最も適切な」（“most adequate”）原告であると推定されている者とクラス構成員とが重大な利益相反（significant disqualifying conflict

of interest) 関係にあるということ、または、その者がクラスを適切に代表することを不可能とする抗弁があるということが、他の潜在的な原告により立証された場合にのみ覆されるべきである<sup>(89)</sup>。

Weiss および Beckerman は、裁判所は以上のように連邦民事訴訟規則23条を解することにより、証券クラス・アクションの態様をつぎのような形で劇的に変えることになると指摘する。すなわち、価値のある請求(meritorious securities fraud claim)の根拠となりうる事実の存在に気付いた原告側の弁護士は、もはや「裁判所への競争」に参加することなく、公開されている情報にもとづき、当該請求に関するさらなる調査をおそらく最初に行うことになる。そして、原告側の弁護士は、いかなる投資者が訴訟に対して最も大きな利害関係(stakes)を有しており、そのような投資者が自らに対して訴訟の追行を指示する意向があるのかを確かめることとなる可能性がある。また、原告側の弁護士は、多額の請求を行うことができるクラス構成員が自身を雇用するという期待の下で、名目的な原告(figurehead plaintiff)を代理して精査された訴状(well-researched complaint)を裁判所に対して提出することとなる可能性がある<sup>(90)</sup>。

さらに、Weiss および Beckerman は、以上の主任原告および主任弁護士の選任手続きにより、機関投資家は、証券クラス・アクションが開始する前に、原告の弁護士と弁護士報酬に関して交渉することが可能となると指摘する<sup>(91)</sup>。

## (2) 多額の請求を行うことができるクラス構成員に対する早期の告知

Weiss および Beckerman は、第2に、裁判所は、証券クラス・アクション(putative class action)が係属中である旨の早期の告知(early notice)を、多額の請求を行う可能性のあるクラス構成員に対してつぎのような形で行うべきであると主張する。すなわち、裁判所は、証券クラス・アクションが提起された直後に、当該訴訟に関する証券の発行者に対して、訴状において主張されたクラス期間(class period)に、証券を最も多く購入または販

売した100名の投資者、および、そのような投資者またはそのノミニーの連絡先を特定するリストを作成するように命じなければならない。また、裁判所は、証券の発行者に対して、最初に訴えを提起した弁護士（lawyer or lawyers）<sup>(92)</sup>に、そのようなリストを提供するように命じなければならない。

そして、最初に訴えを提起した弁護士には、①証券の発行者に対してそのようなリストを作成するのに要した費用を支払うこと、②クラス構成員に対して訴訟が係属中であることおよび主張されている請求を知らせる告知のための準備をすること、③証券の発行者が作成したリストに記載されている投資者等に対してそのような告知を発すること、ならびに、④そのような告知を「ウォールストリート・ジャーナル」またはそれに相当する刊行物に掲載することが要求されるべきである。<sup>(93)</sup>

Weiss および Beckerman によれば、以上の告知は、係属中のクラス・アクションに大きな利害関係（substantial stakes）を有している機関投資家および他の投資者に対して、単独でまたは他の投資者と共に主任原告として訴訟に参加するののかという点を判断する機会を提供する。また、最初に訴えを提起した弁護士に以上の告知を行わせることにより、当該弁護士に対して、主任弁護士として雇用される機会の増加という形で、訴状を作成するのに必要な調査を十分に行うインセンティブが与えられる。<sup>(94)</sup>

### （3）典型性の要件および適切性の要件に関する開示手続きの規制

Weiss および Beckerman は、第 3 に、典型性（typicality）の要件および適切性（adequacy）<sup>(95)</sup>の要件に関して実施される開示（discovery）手続きがつぎのように改められるべきであると主張する。すなわち、機関投資家による証券クラス・アクションの追行を妨げないために、これらの点に関する開示手続きを実施する権利を有する者は、原告のクラスの構成員に限定されるべきである。また、クラス構成員が、最も適切な原告であると推定されている者がクラスを効果的に代表することができないということを立証することができた場合にのみ、典型性の要件および適切性の要件に関する開示手続

きの実施が認められるべきである。<sup>(96)</sup>

### 第3款 私的証券訴訟改革法の制定

議会は、聴聞<sup>(97)</sup>(hearings)を行うことなく、以上の1995年のWeissおよびBeckermanの論稿における提言を採用することにより、同論稿における提言が反映された法案を私的証券訴訟改革法として制定した。<sup>(98)</sup>

私的証券訴訟改革法の立法理由について説明する両院協議会報告書においては、1995年のWeissおよびBeckermanの論稿を根拠として、主任原告条項の趣旨は、機関投資家が証券クラス・アクションにおいて主任原告となる可能性を高め、その役割を拡大することにより、株主および裁判所に対して利益をもたらす点にあると述べられている。<sup>(99)</sup>

このように、私的証券訴訟改革法における主任原告条項は、1995年のWeissおよびBeckermanの論稿を根拠として、訴訟の結果に対して大きな経済的な利害関係を有する機関投資家が、主任原告としてクラスを代表して主任弁護士を雇用するように促すことを通じて、機関投資家に証券クラス・アクションの追行を監督させること趣旨として制定された規定であった。<sup>(100)</sup>

### 第2節 主任原告条項の制定後の展開—Weissの分析を中心として—

主任原告条項の考案者の1人であるWeissは、2008年の論稿<sup>(101)</sup>において、同条項の制定後の展開を、1995年のWeissおよびBeckermanの論稿<sup>(102)</sup>の著者が予想していた通りの展開ならびに予想していなかった展開の2つに分類し分析している。そこで、以下では、そのようなWeissの分析を中心として主任原告条項の制定後の展開を検討する。もっとも、主任原告条項の制定後の展開は、裁判所により一般的に採用されている主任原告の選任基準を前提<sup>(103)</sup>としている。そのため、以下では、まず第1款において、この点に関して裁判所により一般的に採用されている基準を検討する。そして、つぎに第2款および第3款において主任原告条項の制定後の展開を、Weissの分析を中心

として検討する。<sup>(104)</sup>

第1款 クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループの判断基準

第1章第2節第2款において確認したように、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(i)は、裁判所は告知(1933年証券法27条(a)項(3)号(A)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(A)(i)が規定する告知)の後、90日以内に、告知に応じてなされた申立てを検討して、最も適切な原告(most adequate plaintiff)すなわち裁判所がクラス構成員の利益を最も適切に代表することができる者(member or members of the purported plaintiff class)を、主任原告として選任しなければならないと規定する。そして、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iii)(I)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)は、裁判所は、①訴状を提出したか、または、告知手続きに応じて申立てを行い、②クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係(financial interest)を有しており、かつ、③連邦民事訴訟規則23条の要件を満たす者またはグループ(person or group of persons)が、最も適切な原告であると推定しなければならないと規定する。

もっとも、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iii)(I)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)は、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループの具体的な判断基準について規定していない。<sup>(105)</sup>そこで、裁判所は、一般的に、そのような者またはグループの判断において、以下で検討する1997年のLax v. First Merchants Acceptance Corp事件判決により示された基準を採用している。<sup>(106)</sup>Lax事件の事案、および、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループの判断基準に関する判旨の概要は、以下のとおりある。<sup>(107)</sup><sup>(108)</sup>

[事案の概要]

First Merchants 社は、1997年4月16日に、同社の財務記録 (financial records) の記載に関する不正を発見したため、1996年度の業績 (financial results) を修正する旨等について発表した。そして、当該発表の後に、1996年4月19日においては1株当たり26.375ドルであった First Merchants 社の株価が、1株当たり2.75ドルに下落した。<sup>(109)</sup>

本件の原告である Lax は、First Merchants 社による1997年4月16日の発表の後に、同社ならびに同社の役員 (officers) および取締役に対して、1934年証券取引所法10条(b)項の違反等を根拠として、クラス・アクションを提起した。<sup>(110)</sup> そして、Lax の弁護士は、1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(A)(i)が規定する告知手続きを実施した。結果として、Jacobs/Lax グループおよび Castillo グループという2つのグループが、主任原告への選任を求めて競合することとなった。<sup>(111)</sup>

[判旨の概要]

Jacobs/Lax グループの原告は、〔1934年証券取引所法〕21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)(aa)が規定する要件を満たす。<sup>(112)</sup>

〔また、〕 Jacobs/Lax グループの原告は、本件クラス・アクションにおける原告のうち、〔クラスによる請求について〕最も大きな経済的な利害関係 (financial interest) を有する「者またはグループ (person or group of persons)」である。<sup>(113)</sup> 私的証券訴訟改革法は、裁判所が、〔クラスによる請求について〕最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループを判断する方法について規定していない。しかし、4つの要素、すなわち、(1)〔クラス期間に〕購入された株式の数、(2)〔クラス期間に〕購入された実質的な株式の数 (number of net shares purchased)、(3) クラス期間に原告により支出された実質的な資金の総額 (total net funds)、および、(4) 原告が被ったおおよその損害 (approximate losses) が、そのような者またはグ

ループの判断において重要である（surely relevant<sup>(114)</sup>）。

本件において、Jacobs/Lax グループの構成員は、1994年9月23日から1997年4月16日までのクラス期間中に、120,820株を購入した。〔そして、〕 Jacobs/Lax グループの構成員は、当該クラス期間中に13,150株を売却した。これは、Jacobs/Lax グループの構成員は実質的に107,670株（その価値は1,908,467ドル）を購入したということの意味する。〔また、〕 Jacobs/Lax グループの構成員は、おおよそ1,406,376ドルの損害を被ったと主張されている<sup>(115)</sup>。

〔他方で、〕 Castillo グループの構成員は、1996年1月25日から1997年4月16日までの間に約163,000株を購入した（1994年9月23日から開始するクラス期間に購入された株式の数については明らかにされていない）。〔また、〕 Castillo グループは、1994年9月23日から1997年4月16日までのクラス期間に、おおよそ1,123,214ドルの損害を被った。そして、（Jacobs/Lax グループによると、） Castillo グループは、クラス期間に、同グループが保有していた First Merchants 社の証券の約70%を、詐欺（alleged fraud）により高騰した価格で売却した。これは、Castillo グループの実際の損害を減少させると考えられる。〔これに対して、〕 Jacobs/Lax グループは、同一の期間に、同グループが保有していた First Merchants 社の株式の約11%のみを売却した。これらの結果は、Jacobs/Lax グループを構成する原告が最も大きな損害（largest alleged losses）を被ったため、同グループが、本件訴訟において、〔クラスによる請求について〕最も大きな経済的な利害関係を有している<sup>(116)</sup>ということを示している。

そして、Jacobs/Lax グループは、〔連邦民事訴訟〕規則23条が規定する要件を満たす<sup>(117)</sup>。〔以上の理由により、〕当裁判所は、Jacobs/Lax グループが本件訴訟における最も適切な主任原告（most adequate lead plaintiff）であると結論付ける<sup>(118)</sup>。

以上のように、Lax 事件判決は、①〔クラス期間に〕購入された株式の数、②〔クラス期間に〕購入された実質的な株式の数<sup>(119)</sup>、③クラス期間に原告により支出された実質的な資金の総額、および、④原告が被ったおおよその損害という4つの要素を基準として、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループを判断している。Lax 事件の後に、同事件により示された以上の基準を採用する裁判所は、以上の基準における各要素の算定結果が比例していない場合には、第4の要素である原告が被ったおおよその損害という要素を重視する傾向にあるとされる。<sup>(120)</sup>

(1) 黒沼悦郎『金融商品取引法』203頁(有斐閣、2016)参照。

なお、情報開示制度の意義については、神崎克郎『ディスクロージャー』1頁以下(弘文堂、1978)、龍田節「開示制度の目的と機能」論叢110巻4・5・6号112頁以下(1982)を参照。また、日本およびアメリカの先行研究を踏まえた情報開示制度の必要性の理論的根拠に関する近時の包括的な研究として、湯原心一『証券市場における情報開示の理論』133頁以下(弘文堂、2016)を参照。

(2) 山田廣己「米国 SEC 規則10b-5 にもとづく私的訴訟について(一) 一判例法の展開を中心として」民商80巻1号19頁(1979)。

(3) 田中英夫＝竹内昭夫『法の実現における私人の役割』177頁(東京大学出版会、1987)参照。

この点、開示違反を理由とする証券訴訟が少ない原因として、①開示書類の虚偽記載を発見することが困難であること、②虚偽記載と損害との間の因果関係の立証が困難であること、および、③一投資者当たりの被害額が少額であるため、訴訟を提起しても費用倒れに終わるおそれがあることが挙げられている(黒沼・前掲注(1)204頁。なお、この点については、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(一)」法協105巻12号1620-1622頁(1988)を参照)。

(4) クラス・アクションにおいては、原告または被告たりうる利害関係者がクラス代表者(class representative)として名乗り出て、自分自身のためだけでなく、あらかじめ画定される他の利害関係者(クラス構成員[class member])のためにも原告または被告として訴訟を進行する。そして、クラス・アクションにおいては、そのような訴訟の進行の結果としての判決および和解等の効果が、クラス・ア

クシヨ ンから離脱する選択（opt-out）をしなかったクラス構成員に対して及ぶ。クラス・アクションのほとんどは、判決に至ることなく終結するとされる。以上につき、溜箭将之『英米民事訴訟法』133頁（東京大学出版会、2016）、浅香吉幹『アメリカ民事手続法〔第3版〕』35頁（弘文堂、2016）を参照。

- (5) Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat.737 (1995) (hereinafter PSLRA).
- (6) 本稿においては、後掲注（7）において後述するように、“lead plaintiff”の訳語として「主任原告」という用語を用いることから、“lead plaintiff provisions”の訳語として「主任原告条項」という用語を用いる。この点、主任原告条項は、アメリカにおいて、“lead plaintiff provisions”のほかに、“lead plaintiff provision”とも表記される。See, e.g., Stephen J. Choi et al., *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act*, 83 WASH. U. L. Q. 869 (2005). もっとも、後述する主任原告条項の考案者の1人である Weiss は、前者の“lead plaintiff provisions”という用語を用いる。See, e.g., Elliott J. Weiss, *The Lead Plaintiff Provisions of the PSLRA After a Decade, or “Look What’s Happened to My Baby”*, 61 VAND. L. REV. 543 (2008)（これは、第1章第2節において後述するように、Weiss は主任原告条項を主として4つの規定により構成される条項であると捉えるためであると考えられる）。そのため、本稿においては、“lead plaintiff provisions”を主任原告条項の原語として扱う。
- (7) この点、“lead plaintiff”の訳語は統一されていない。具体的には、“lead plaintiff”には、「主任原告」（浅香・前掲注（4）43頁）という訳語のほかに、たとえば、「代表原告」（中村聡「米国証券民事責任訴訟改革法の概要〔中〕」商事1415号15頁（1996）、江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早法92巻1号104頁（2016））および「指導的原告」（黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』280頁（有斐閣、2002）〔初出は同「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸47巻3号444頁（1997）〕）という訳語が当てられている。本稿においては、後述する“lead counsel”の定訳が「主任弁護士」である（田中英夫編集代表『英米法辞典』504頁（東京大学出版会、1991）参照）こととの兼ね合いから、浅香吉幹教授にならい、“lead plaintiff”の訳語として「主任原告」という用語を用いる。

後述するように、主任原告条項の下で裁判所により選任された主任原告は、裁判

- 所の承認の下で、クラスを代理する主任弁護士を選任し雇用することができる。主任原告の選任方法および権限については、第1章第2節第2款、第4款を参照。
- (8) 主任弁護士 (lead counsel) とは、当事者のために訴訟の進行を指揮し、責任を持つ弁護士を意味する (田中編集代表・前掲注(7) 504頁)。
- (9) ただし、以下で検討するように、主任原告条項の下で、個人投資家が主任原告に選任される場合もある。
- (10) 日本の上場会社においては、1990年代後半以降に、銀行危機を契機として機関投資家の持株比率が増加した (宮島英昭「日本企業の株式保有構造—歴史的進化と国際的特徴」商事2007号17頁、19-20頁 (2013))。ただし、機関投資家 (特に外国の機関投資家) による株式保有は、知名度の高い大規模な上場会社に集中する傾向にある (田中亘「株式保有構造と会社法—『分散保有の上場会社のジレンマ』を越えて」商事2007号31頁 (2013))。なお、田中亘『会社法〔第2版〕』62-64頁 (東京大学出版会、2018) においては、日本の上場会社の株式の保有構造の変遷およびその内容が概観されている。
- (11) 私的証券訴訟改革法における主任原告条項は、中村・前掲注(7) 14-15頁、海老名聖子「アメリカにおける私的証券訴訟改革の意義とその成果 (二)」早稲田大学大学院法研論集99号50-60頁 (2001)、黒沼・前掲注(7) 280-282頁、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』146頁 (弘文堂、2004) において紹介されている。
- (12) 詳細については、第2章第1節を参照。
- (13) See PSLRA § 101(a), (b); 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3), 78u-4(a)(3); Elliott J. Weiss, *Comment: The Impact to Date of the Lead Plaintiff Provisions of the Private Securities Litigation Reform Act*, 39 ARIZ. L. REV. 561, 563-64 (1997); 2 THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION § 7:87 (7th ed. rev. vol. 2016); 4 THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION § 12:125 (7th ed. rev. vol. 2016). なお、私的証券訴訟改革法により連邦証券諸法に追加された規定の全体的な内容については、黒沼・前掲注(11) 143-152頁を参照。
- (14) 1933年証券法11条は、登録届出書 (registration statement) における重要な事実の不実表示または不開示に係る証券の取得者の当該登録届出書に署名したすべての者および発行会社の取締役等に対する損害賠償請求権について規定している。15 U.S.C. § 77k. この点については、JOHN C. COFFEE, JR. ET AL., SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS 937-39 (13th ed. 2015); 山中利晃『上場会社の

経営監督における法的課題とその検討—経営者と監督者の責任を中心に』193頁（商事法務、2018）を参照。

(15) 1933年証券法12条(a)項(2)号は、目論見書 (prospectus) または口頭の通信 (oral communication) における重要な事実の不実表示または不開示に係る証券の購入者の証券を売り付けた者に対する損害賠償請求権等について規定している。15 U.S.C. § 771(a)(2)。この点については、COFFEE ET AL., *supra* note 14, at 1015; 黒沼・前掲注 (11) 79頁を参照。

(16) 1934年証券取引所法10条(b)項は、証券の購入または販売に関して、公益または投資者の保護のために必要または適切であるとしてSECが規定する規制の違反となるあらゆる相場操縦的な (manipulative) または詐欺的な (deceptive) 方策を用いることは違法である旨について規定している。15 U.S.C. § 78j(b)。そして、SEC 規則10b-5は、1934年証券取引所法10条(b)項を受けて、①詐欺を行うための方策を用いること、②重要な事実について不実表示をすること、または、誤解を避けるために必要な重要な事実の表示を省略すること、および、③詐欺もしくは欺瞞 (fraud or deceit) となるか、または、そのおそれのある行為等を行うことは違法である旨について規定している。17 C.F.R. § 240.10b-5。

以上のSEC 規則10b-5は、判例法上、黙示の訴権 (implied cause of action) として認められた (Superintendent of Ins. of State of N.Y. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n.9 (1971); COFFEE ET AL., *supra* note 14, at 1040 [SEC 規則10b-5は、同規則が私人による訴権の根拠となる旨について明示的に規定していない]) ことから、発行会社の取締役等の不実開示にもとづく民事責任を追及する根拠として援用することが可能となっている。以上につき、COFFEE ET AL., *supra* note 14, at 1039; 黒沼・前掲注 (11) 114頁以下; 藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法63巻4号1901頁以下 (2011); 山中・前掲注 (14) 193頁を参照。

なお、SEC 規則10b-5により不実開示にもとづく民事責任を追及するためには、原告は、①重要な事実に関する不実表示または不開示、②欺罔の意図 (scienter)、③不実表示または不開示と証券の売買との関連性、④不実表示または不開示に対する信頼 (reliance)、⑤経済的な損害 (economic loss)、および、⑥損害因果関係 (loss causation) について立証しなければならない。この点については、MARC I. STEINBERG ET AL., *SECURITIES LITIGATION LAW, POLICY, AND PRACTICE* 168 (2016); 黒沼・前掲注 (11) 116-124頁を参照。

(17) STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 573 (1934年証券取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5にもとづく証券クラス・アクションが最も多く提起されている), 590 (証券クラス・アクションは、一般的に、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづき提起される)。なお、この点については、藤林・前掲注(16)1900頁を参照(アメリカにおいて、不実開示に対する民事責任は、主として、1934年証券取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5、ならびに、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづくクラス・アクションにより追及されている旨について指摘されている)。

この点、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづくクラス・アクションに関しては、同条(c)項(2)号(B)にもとづき、クラス構成員に対して告知(notice)をし、離脱の機会を与えることが求められる。FED. R. CIV. P. 23(c)(2)(B)。そして、クラス構成員に該当しながらも離脱の意思を伝達しなかった者には、クラス・アクションの効果が及ぶこととなる。FED. R. CIV. P. 23(c)(3)(B)。これらの点については、浅香・前掲注(4)40-41頁を参照(ただし、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづき提起される証券クラス・アクションにおいて、離脱はほとんどなされないとされる。See Theodore Eisenberg & Geoffrey Miller, *The Role of Opt-Outs and Objectors in Class Action Litigation: Theoretical and Empirical Issues*, 57 VAND. L. REV. 1529, 1532-33 (2004); David H. Webber, *The Plight of the Individual Investor in Securities Class Actions*, 106 NW. U. L. REV. 157, 182 (2012))。

なお、クラス・アクション全般における利害関係者のインセンティブおよび弁護士がとる戦略については、田中=竹内・前掲注(3)83-85頁、浅香吉幹「アメリカ弁護士のクラス・アクション戦略」東京大学法科大学院ローレビュー3号135頁以下(2008)を参照。また、証券クラス・アクションにおける利害関係者のインセンティブについては、藤林・前掲注(16)1926-1931頁を参照。

証券クラス・アクションにおける被告については、Bernard Black et al., *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1077 (2006)を参照(会社が投資者の判断を誤らせたという根拠にもとづき損害賠償が請求されるという典型的な証券クラス・アクションにおいて、被告は、一般的に、会社、最高経営責任者[CEO]、および、最高財務責任者[CFO]を含むその他の会社の経営者[company executives]であるとされる。また、社外取締役が被告とされる場合もあるとされる)。

(18) See 15 U.S.C. §§77z-1(a), 78u-4(a); Russell Kamerman, *Securities Class*

*Action Abuse: Protecting Small Plaintiffs' Big Money*, 29 CARDOZO L. REV. 853, 861 (2007).

- (19) 主任原告条項の考案者は、Weiss および Beckerman の 2 名である。See Jill E. Fisch, *Class Action Reform: Lessons from Securities Litigation*, 39 ARIZ. L. REV. 533, 537 (1997). この点の詳細については、第 2 章第 1 節を参照。
- (20) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(A), 78u-4(a)(3)(A).
- (21) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(i)–(iii), 78u-4(a)(3)(B)(i)–(iii).
- (22) 開示手続き全般の詳細については、溜箭・前掲注 (4) 165頁以下、浅香・前掲注 (4) 81頁以下を参照。また、特にクラス・アクションにおける開示手続きについては、樺博行『クラス・アクションの研究—アメリカにおける集団的救済の展開』125-134頁 (丸善プラネット、2018) を参照。
- (23) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iv), 78u-4(a)(3)(B)(iv).
- (24) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(v), 78u-4(a)(3)(B)(v).
- (25) See Weiss, *supra* note 13, at 563-64. また、この点については、Weiss, *supra* note 6, at 544 & n.3も参照。
- (26) 以下の主任原告条項を構成する各規定の内容の翻訳に際しては、中村・前掲注 (7) 14-15頁、黒沼・前掲注 (7) 280-281頁、黒沼・前掲注 (11) 146頁を参考にした。
- (27) See Weiss, *supra* note 13, at 563-64 & n.17.
- (28) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(A)(i), 78u-4(a)(3)(A)(i). なお、そのような告知手続きにもとづき実際に実施された近時の告知の例について、STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 593を参照。
- (29) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(A)(ii), 78u-4(a)(3)(A)(ii).
- (30) See Weiss, *supra* note 13, at 564 & n.18.
- (31) 本節第 1 款において確認した1933年証券法27条(a)項(3)号(A)(i)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(A)(i)が規定する告知手続きである。
- (32) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(i), 78u-4(a)(3)(B)(i).
- (33) 現代のアメリカにおける民事訴訟手続きの特徴は、トライアル前手続きとトライアルとを明確に区分する点にあるとされる。すなわち、アメリカにおいては、トライアルが行われるまでに、開示 (discovery) 手続き等のトライアル前手続きが時間、労力および費用をかけて行われる。そして、提起された事件の95%以上は、トライアル前の段階において、和解等により終結している。以上については、浅

香・前掲注(4)4頁を参照。

なお、トライアル前手続きの詳細については、溜箭・前掲注(4)83-84頁、102頁以下、浅香・前掲注(4)99-107頁を参照。また、トライアルの詳細については、溜箭・前掲注(4)209-210頁、211頁、222頁以下、浅香・前掲注(4)109頁以下を参照。

(34) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(ii), 78u-4(a)(3)(B)(ii).

(35) *Id.*

(36) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I)(aa), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(aa).

(37) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I)(bb), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(bb). クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループの判断基準については、第2章第2節第1款を参照。

(38) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I)(cc), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(cc).

すなわち、主任原告として選任されるためには、クラス代表者の請求または抗弁がクラス全体において典型的なものであるという典型性 (typicality) の要件 (FED. R. CIV. P. 23(a)(3))、および、クラス代表者がクラス全体の利益を公正かつ適切に (fairly and adequately) 保護することができるという適切性 (adequacy) の要件 (FED. R. CIV. P. 23(a)(4)) が満たされている必要がある。Craig C. Martin & Matthew H. Metcalf, *The Fiduciary Duties of Institutional Investors in Securities Litigation*, 56 BUS. LAW. 1381, 1386 (2001); STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 594.

この点、典型性の要件は、原告が、被告が連邦証券諸法に違反したことにより高騰した市場価格で会社の株式を購入し、その結果として損害を被っている場合には、通常満たされる。Singer v. Nicor, Inc., No. 02-C-5168, 2002 WL 31356419, at \*3 (N.D. Ill. Oct. 17, 2002); STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 595. また、適切性の要件が満たされるためには、①他のクラス構成員の請求と対立しておらず、②訴訟の結果に対して十分な利害関係 (sufficient interest) を有していなければならない、かつ、③有能、経験豊富かつ適任であり、訴訟を精力的に (vigorously) 追行することができる弁護士により代理されていなければならない。Johnson v. Tellabs, Inc., 214 F.R.D. 225, 228-29 (N.D. Ill. 2002); STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 595. なお、連邦民事訴訟規則23条が規定する要件の一般的な内容については、STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 590-91; 浅香・前掲注(4)38-41頁; 樫・前掲注(22)45頁以下を参照。

(39) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I).

(40) *Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(II), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(II).

なお、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(vi)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(vi)は、裁判所が許可する場合を除いて、いかなる者も、3年間に5回を超えて、主任原告または主任原告の役員、取締役もしくはフィデューシャリー (fiduciary) となることができないと規定する。*Id.* §§ 77z-1(a)(3)(B)(vi), 78u-4(a)(3)(B)(vi). ただし、裁判所は、適格な機関投資家 (qualified institutional investors) に対しては、このような回数制限を通常適用しないとされる。*Iron Workers Local No.25 Pension Fund v. Credit-Based Asset Servicing & Securitization, LLC*, 616 F. Supp. 2d 461, 467 (S.D.N.Y. 2009); *STEINBERG ET AL.*, *supra* note 16, at 594. また、この点については、H.R. REP. No. 104-369, at 35 (1995), *reprinted in* 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 734 [hereinafter HOUSE CONFERENCE REPORT] を参照 (1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(vi)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(vi)の趣旨について説明されている)。

(41) *See Weiss*, *supra* note 13, at 564 & n.19.

(42) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iv), 78u-4(a)(3)(B)(iv).

(43) *See Weiss*, *supra* note 13, at 564 & n.20.

(44) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(v), 78u-4(a)(3)(B)(v). この点、複数の主任原告が、共同主任弁護士 (co-lead counsel) として、複数のロー・ファームを雇用することもできる。*In re Merck & Co., Inc. Securities Litigation*, 432 F.3d 261, 267 n.4 (3d Cir. 2005); *STEINBERG ET AL.*, *supra* note 16, at 596 n.164.

(45) 各規定の内容については、本章第2節を参照。

(46) 本章第1節参照。

(47) HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40.

(48) この点については、黒沼・前掲注(11) 142頁を参照。

(49) この点、両院協議会報告書においては、濫用的な証券訴訟により、膨大な額による和解がなされる場合に、最終的に損害を被るのは会社の投資者である旨について指摘されている。HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40, at 32.

(50) この点、多くの公開会社 (public companies) の株式をそれぞれわずかに保有し、対価を得て弁護士がクラス・アクションを直ちに提起することを可能にさせる職業的な原告 (professional plaintiffs) が現れていたとされる。この点については、*id.* at 32-33; *Fisch*, *supra* note 19, at 536; *Kammerman*, *supra* note 18, at 858-60を参照。

- (51) HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40, at 31. なお、以上の点については、John F. Olson et al., *Pleading Reform, Plaintiff Qualification and Discovery Stays Under the Reform Act*, 51 BUS. LAW. 1101, 1103 (1995); 中村聡「米国証券民事責任訴訟改革法の概要〔上〕」商事1414号5頁(1996)を参照。
- (52) HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40, at 31-32.
- なお、Seligman は、私的証券訴訟改革法が成立した背景について、つぎのような2つの異なる見解が存在すると指摘する。すなわち、Seligman は、私的証券訴訟改革法の成立には、①証券クラス・アクションの機能不全(dysfunction)が会社および株主に対して損害をもたらしたことが影響したと説明する見解、ならびに、②政治的な事情が影響したと説明する見解が存在すると指摘する。Joel Seligman, *Rethinking Private Securities Litigation*, 73 U. CIN. L. REV. 95, 95 (2004).
- (53) Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 YALE L.J. 2053 (1995).
- (54) See S. REP. No. 104-98, at 11 & n.32 (1995), *reprinted in* 1995 U.S.C.C.A.N. 679, 690 & n.32 [hereinafter SENATE REPORT]; Weiss, *supra* note 6, at 543-44.
- (55) 1995年のWeiss および Beckerman の論稿において、「主任原告(lead plaintiff)」という用語は、主任弁護士を雇用するクラス構成員という意味で用いられている。See Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2057-58, 2096. そのため、以下の1995年のWeiss および Beckerman の論稿の内容の検討に際しては、そのような同論稿における「主任原告」という用語の意味が適宜反映されるように翻訳を行った。
- (56) 1995年のWeiss および Beckerman の論稿における「クラス・アクション(class actions)」という用語の定義については、*id.* at 2054 n.1を参照。
- (57) Weiss および Beckerman が指摘する証券クラス・アクションにおけるエージェンシー費用に関する問題については、本款1(1)を参照。なお、エージェンシー費用の厳密な定義については、湯原・前掲注(1)401-403頁を参照。
- (58) See Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2121-23 (この点、Weiss および Beckerman は、機関投資家が主任原告として証券クラス・アクションを監督することにより生じる最大の利益として、和解の条件が原告のクラスにとってより有利となることを想定していた)、2126-27; Weiss, *supra* note 6, at 547.
- なお、1995年のWeiss および Beckerman の論稿の著者の1人であるWeissは、

自身および Beckerman が、証券クラス・アクションおよび証券クラス・アクションにおける機関投資家の役割について関心を持つに至った背景として、①機関投資家は公開会社（publicly held corporations）の株式の多くを保有しかつ取引しているにもかかわらず、証券クラス・アクションにおいて大きな役割を果たしていないこと、②証券クラス・アクションが投資者の利益に適うものであるのかという点に関して当時なされていた議論、および、③証券クラス・アクションが和解されることに対して反対した株主の代理人として活動した Weiss の経験（この点の詳細については、Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2067-71を参照）を挙げている。Weiss, *supra* note 6, at 544-46.

(59) なお、Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2056-58; Weiss, *supra* note 6, at 546-48においては、以下で検討する1995年のWeissおよびBeckermanの論稿の内容が、同論稿の著者により要約されている。また、1995年のWeissおよびBeckermanの論稿の内容の概要については、Fisch, *supra* note 19, at 537-38も参照。

(60) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2059-60.

(61) 訴え却下の申立て（motion to dismiss）については、浅香・前掲注（4）78頁を参照。

(62) サマリー・ジャッジメントについては、溜箭・前掲注（4）199-202頁、浅香・前掲注（4）107頁を参照。

(63) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2064.

(64) *Id.* at 2064-74. この点に関して、Weiss および Beckerman は、裁判官は証券クラス・アクションのような大規模で複雑な事案を深く審査するインセンティブを有しておらず、かつ、そのような審査を行うのに必要な時間および情報を有していないため、証券クラス・アクションを和解により終結させるインセンティブを有しているということを、Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 STAN. L. REV. 497, 566 (1991) を引用し指摘する。Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2067 & n.72. また、証券クラス・アクションにおける弁護士とクラス構成員との間の利害の対立については、藤林・前掲注（16）1926-1927頁を参照。

(65) 当該調査において Weiss および Beckerman が参照した資料については、Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2089を参照。

(66) *Id.* at 2056, 2089.

(67) 詳細については、*id.* at 2089-90, 2090-91 n.200を参照。

(68) *Id.* at 2056, 2089, 2090 tbl.2.

なお、Weiss および Beckerman によれば、彼らが調査した20件の和解が成立した証券クラス・アクションにおける権利主張者のうち、最も多額の請求権を有していた者の請求額は、平均して、それらの訴訟における全請求額の13.1%を占めている。また、2番目に多額の請求権を有していた者の請求額は、平均して、それらの訴訟における全請求額の6.7%を占めている。*Id.* at 2056, 2090 tbl.2.

(69) ミューチュアル・ファンド (mutual fund) とは、狭義ではオープン・エンド型投資会社 (open-end investment company) (オープン・エンド型投資会社は、会社型投資信託の一種で償還可能な形態の株式を発行するものであり、投信信託の投資者である株主は、会社の純資産額を基準とした価額で、会社に対して、その株式の買戻しをいつでも請求することができる) を意味し、広義では投資信託 (investment trust) 一般を意味する (鴻常夫=北沢正啓編修『英米商事法辞典〔新版〕』623頁 (商事法務研究会、1998))。なお、投資信託については、大村敬一=俊野雅司『証券論』344頁以下 (有斐閣、2014) を参照。

(70) アメリカにおける年金基金については、宮川昭義「米国企業年金制度の基礎的概念—公的年金制度導入と企業年金制度との史的分析—」札幌大学総合論叢33号87頁以下 (2012)、大村=俊野・前掲注 (69) 360頁以下を参照。

(71) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2089-94.

(72) *Id.* at 2095.

(73) *Id.* at 2098. なお、Weiss および Beckerman が挙げる以下の原因以外の原因については、*id.* at 2103-05を参照。

(74) *Id.* at 2098.

(75) 「裁判所への競争」については、HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40, at 33; Jill E. Fisch, *Aggregation, Auctions, and other Developments in the Selection of Lead Counsel under the PSLRA*, 64 LAW & CONTEMP. PROBS. 53, 56-57 (2001) を参照。

(76) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2098.

(77) *Id.* at 2098-99.

(78) *Id.* at 2099-2100.

(79) *Id.* at 2100.

(80) *Id.* at 2100-01.

- (81) 典型性の要件および適切性の要件については、前掲注（38）を参照。
- (82) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2101.
- (83) *Id.*
- (84) 裁判所は、クラス・アクションが提起されると、当該訴えをクラス・アクションとして認証 (certify) するののかについて速やかに判断しなければならない。FED. R. CIV. P. 23(c)(1)(A)。そして、その際には、連邦民事訴訟規則23条(a)項および同条(b)項が規定するクラス・アクションの成立要件の充足性が審査される。以上につき、*In re Hydrogen Peroxide Antitrust Litigation*, 552 F.3d 305, 320 (3d Cir. 2008); 溜箭・前掲注（4）134頁；樫・前掲注（22）119頁以下を参照。また、証券クラス・アクションにおけるクラスの認証については、STEINBERG ET AL., *supra* note 16, at 591-92; 高橋脩一「証券詐欺規制を動かすクラス・アクション—実体法理と民事手続の『相互作用』—」立教90号178-186頁（2014）を参照。
- (85) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2101. なお、以上の点については、Weiss, *supra* note 13, at 570を参照。
- (86) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2101-03.
- (87) *Id.* at 2105.
- (88) *Id.* この点に関する提言が採用され、1933年証券法27条(a)項(3)号(B)(iii)(I)および1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)に、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係 (financial interest) を有する者またはグループ (person or group of persons) が主任原告として推定される旨の規定 (15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I) (規定の内容については、第1章第2節第2款を参照)) がおかれることとなった。See Weiss, *supra* note 6, at 543-44, 562.
- ただし、Weiss は、後に、「グループ」という文言が正確な意味を有していないということに気付くべきであったと省みている。以上の点に関する詳細については、本章第2節第3款2を参照。
- (89) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2105-06.
- (90) *Id.* at 2106.
- (91) *Id.* at 2107.
- (92) *Id.* at 2108.
- (93) *Id.*
- (94) *Id.*

- (95) 典型性の要件および適切性の要件については、前掲注(38)を参照。
- (96) Weiss & Beckerman, *supra* note 53, at 2109.
- (97) 聴聞(hearing)とは、立法機関が、立法活動の一部として、利害関係人の意見を広く聴取することを意味する。聴聞は、公聴会(public hearing)の形をとる場合もある。また、聴聞においては、具体的な法案の審理に際し、議員を含む専門的見地からの関係人の意見陳述が行われる場合もある(田中編集代表・前掲注(7)404頁)。
- (98) See SENATE REPORT, *supra* note 54, at 11 & n.32; Weiss, *supra* note 6, at 543-44, 569.

1995年のWeissおよびBeckermanの論稿の著者の1人であるWeissによれば、議会が同論稿における提言を採用するに至るまでに、つぎのような経緯が存在したとされる。すなわち、WeissおよびBeckermanは、1995年のWeissおよびBeckermanの論稿における提言を検討してもらうために、同論稿のゲラ刷りを、上院銀行委員会の部会のスタッフ、および、同委員会のチーフ・カウンスル(Chief Counsel)であったRobert Giuffraに対して送付した(この点、Weissは、Giuffraがイェール・ロージャーナルの編集を担っていた時期に、彼と何度か会話したことがあったとされる)。そして、WeissおよびBeckermanの提言を評価したGiuffraは、論稿のコピーを上院銀行委員会の構成員に配布し、担当スタッフに対して同論稿における提言を反映した法律を起草するように指示した。また、WeissおよびBeckermanは、証券部会(Securities Subcommittee)のスタッフからの要求に応じて、起草中の法律の文言について意見を述べた。Weiss, *supra* note 6, at 549(以上の点に関するより詳細な背景については、*id.* at 548-50を参照)。ただし、WeissおよびBeckermanは、裁判所が、連邦民事訴訟規則23条の解釈を通じて1995年のWeissおよびBeckermanの論稿における提言を実施すべきであると主張したのに対して、同論稿における提言は、最終的に私的証券訴訟改革法として立法化された。See *id.* at 547-48, 551.

なお、議会が私的証券訴訟改革法を成立させるまでの経緯の詳細については、中村・前掲注(51)2-3頁を参照。また、黒沼・前掲注(7)307頁においては、私的証券訴訟改革法の制定の目的について、「直接には、被告に和解を強いるような証券クラス・アクションの濫用を抑止することを目的とし、それを通じて究極的には、会社による情報開示の促進と投資家の保護を達成しようとするものであった」と述べられている。

- (99) HOUSE CONFERENCE REPORT, *supra* note 40, at 34.
- (100) この点、裁判所は、主任原告条項の解釈に際して、1995年の Weiss および Beckerman の論稿を重視するとされる。Johnson v. Elk Lake School Dist., 283 F.3d 138, 154 n.10 (3d Cir. 2002).
- (101) Weiss, *supra* note 6.
- (102) 1995年の Weiss および Beckerman の論稿の内容については、本章第1節第2款を参照。
- (103) たとえば、本節第3款2を参照。
- (104) 本節第2款および第3款においては、2008年の Weiss の論稿における分析を中心的に扱いながらも、Weiss が引用または参照する文献、および、Weiss の分析と関連するその他の文献を脚注において適宜取り上げる（その際に Weiss が引用または参照する文献を扱う場合には、その旨を明記する）。
- なお、私的証券訴訟改革法の制定後の同法の影響については、以下で引用または参照する文献のほかに、Michael A. Perino, *Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?*, 2003 U. ILL. L. REV. 913 (2003); Stephen J. Choi, *Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?*, 23 J.L. ECON. & ORG. 598 (2007) を参照。また、私的証券訴訟改革法の制定後に制定された1998年証券訴訟統一基準法 (Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105-353, 112 Stat. 3227 (1998)) について、黒沼・前掲注(11) 153-155頁を参照。
- (105) See 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I).
- (106) Lax v. First Merchants. Acceptance Corp., No. 97 C 2715, 1997 WL 461036 (N.D. Ill. Aug. 11, 1997).
- (107) Lax 事件判決により示された基準の内容については、海老名・前掲注(11) 53頁において触れられている。
- (108) Weiss, *supra* note 6, at 568; Webber, *supra* note 17, at 189-90. また、この点に関して指摘されている近時の裁判例として、たとえば、Balestra v. ATBCOIN LLC, 380 F. Supp. 3d 340, 361 (S.D.N.Y. 2019); Born v. Quad/Graphics, Inc., 19-CV-10376 (VEC), 2020 WL 994427, at \*1 (S.D.N.Y. Mar. 2, 2020) を参照。
- (109) Lax, 1997 WL 461036, at \*1.
- (110) *Id.* at \*1 & n.1.
- (111) *Id.* at \*1-3.

- (112) *Id.* at \*5. 1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)(aa)は、訴状を提出したか、または、同号(A)(i)が規定する告知手続きに応じて申立てを行っていることを、裁判所による主任原告の選任基準の1つとして規定している。15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(aa). この点について第1章第2節第2款を参照。
- (113) *Lax*, 1997 WL 461036, at \*5. 1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)(bb)は、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係 (financial interest) を有していることを、裁判所による主任原告の選任基準の1つとして規定している。15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(bb). この点については、第1章第2節第2款を参照。
- (114) *Lax*, 1997 WL 461036, at \*5. なお、以上の基準における □ による補足は、Weiss, *supra* note 6, at 568にならったものである。
- (115) *Lax*, 1997 WL 461036, at \*5. また、この点については、*id.* at \*5 n.10を参照。
- (116) *Id.* at \*5.
- (117) *Id.* at \*6-7. 1934年証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(iii)(I)(cc)は、連邦民事訴訟規則23条が規定する要件を満たしていることを、裁判所による主任原告の選任基準の1つとして規定している。15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I)(cc). この点については、第1章第2節第2款を参照。
- (118) *Lax*, 1997 WL 461036, at \*7. なお、*Lax* 事件判決は、以上の判示にもとづき、Jacobs/*Lax* グループが雇用したロー・ファーム (David B. Kahn & Associates, Ltd. および Milberg Weiss Bershad Hynes & Lerach LLP) が共同主任弁護士 (co-lead counsel) として選任されることを承認した。*Id.* at \*7-8.
- (119) *Lax* 事件判決は、原告により購入された実質的な株式の数の算定において、クラス期間中に原告により購入された株式の数から同期間中に原告が売却した株式の数を控除している。*See id.* at \*5.
- (120) Weiss, *supra* note 6, at 568. なお、以上の点に関しては、COFFEE ET AL., *supra* note 14, at 928 n.16; 本節第3款6を参照。