

日本取引所金融商品取引法 研究

第 7 号

2016年4月22日 開催

米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向 —証券クラスアクション—

関西学院大学法学部教授 石田 真得

1

2016年5月27日 開催

IPO以外の資金調達手段に関する研究 —米国におけるクラウドファンディング規制—

大阪大学大学院法学研究科准教授 松尾 健一

63

2016年6月24日 開催

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(1) —アメリカ—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授 加藤 貴仁

107

2016年7月22日 開催

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(2) —ヨーロッパ、特にイギリスを中心に—

立教大学法学部教授 松井 秀征

137

2017年1月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2016年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭 弘	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向
—証券クラスアクション—

2016年4月22日(金) 15:00~16:54

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向

—証券クラスアクション—

関西学院大学法学部教授

石 田 眞 得

目 次

- | | |
|--|--|
| I. はじめに | 2. 米国の状況の概要 |
| II. 最近の最高裁判例 ～Omnicare 判決の
検討～ | 3. SOX 法 308 条 a 項 (15 U. S. C. § 7246) |
| 1. 事実の概要と判旨 | 4. JPMorgan 事件の例 (In the Matter of
JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No.
34-70458 (Sept. 19, 2013)) |
| 2. 検討 | 5. Fair Fund の利用実態 |
| III. SEC の公正基金 (Fair Fund) による投
資家の被害救済 | 6. Fair Fund 制度の意義と課題 |
| 1. 我が国の状況 | 討 論 |

○山下 本日は、石田先生に「米国のクラスアクション・代表訴訟の最近の動向」ということで、証券クラスアクションについての最新の動向をご報告いただくことになっております。

石田先生、よろしくお願ひいたします。

○石田

I. はじめに

関西学院大学の石田でございます。どうぞよろしくお願ひいたします。

本日の報告では、米国における最近の証券クラスアクションの動向として、不実の意見表示についての 1933 年証券法 11 条の責任が問われた Omnicare 最高裁判決と、被害者救済に関して 2002 年に導入された Fair Fund を取り上げることといたします。

前者の Omnicare 判決は、既に確定している事実の虚偽記載ではなくて、意見表示の虚偽が問題と

なった事件であり、それが厳格責任を定める 11 条に基づいて追及された事件です。この判決の射程がどこまで及ぶのか定かではありませんが、とりわけミスリーディングな記載の責任について具体的な判示をしている部分が特徴的であり、我が国の金融商品取引法（以下「金商法」という）21 条などの民事責任規定あるいは 157 条 2 号に見られる「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」という部分の解釈の参考になるものと考えます。

II. 最近の最高裁判例 ～Omnicare 判決の検討～

1. 事実の概要と判旨

(1) 事実の概要

Omnicare 社（以下「O社」という）は、介護施設の長期入所者のために調剤サービスを提供する国内最大規模の会社です。2005 年 12 月、O社は、普通株式の公募を行い、SEC に登録届出書を提出

しました。本件で問題となった記載は次の2点です。

- ①我々は、他の医療サービス提供者との契約の定め、我々の薬剤提供者及び我々の調剤業務が、適用される連邦法及び州法を遵守していると考えます。
 ②我々は、製薬業者との契約の定めが、我々がサービスを提供する医療サービス制度及び患者に価値をもたらすこととなる法的かつ経済的に有効なものであると考えます。

このような記載が登録届出書になされていました。

なお、O社は、上記の法的意見に次のような警告を付していました。①の記載と同ページには、州が着手した製薬業者に対する何件かの法執行活動(enforcement actions)に言及し、調剤薬局への支払いに関する諸法は、将来、O社の解釈及び適用とは異なる方法で解釈され得るとの警告がなされ、②の記載のそばには、連邦政府が製薬業者による薬局へのリポートについて重大な懸念を示していることを述べるとともに、このような値引きがなされなければ事業は難しくなるかもしれないとの警告が記載されていました。

2006年1月、O社の施設において、製薬業者からのリポートの受取りに関して複数の強制捜査が行われました。クラスアクションの主導的原告であるFundsは、上記の公募に応じて普通株式を取得した者です。Fundsは、O社がキックバックを禁止する諸法に違反したことから、O社の法令遵守についての上記①と②の記載が重要な虚偽記載に該当し、また記載が誤解をもたらさないために必要な重要な事実の記載を省略したと主張して、O社及びその役員らを相手方として、1933年法11条に基づき損害賠償を請求しました。

第一審の連邦地方裁判所は、O社がその内容を実際に信じていなかった意見表示を行ったことをFundsが主張していないとして、O社による却下申立てを認めました(2012 WL 462551 (E. D. Ky. Feb. 13, 2012))。これに対し、原審の第6巡回

区控訴裁判所では、Fundsは意見表示の客観的な虚偽を主張すれば足り、O社の誰かが意見を信じていなかったことまで訴答・証明する必要はないとして、この点について地裁の判断を破棄する判決が下されました。

(2) 本件原審の判断(719 F. 3d 498 (6th Cir. 2013))

本件原審の判断について少し補足をしておきますと、原審が強調した点は、a) 11条が発行者につき厳格責任を課す規定であり、SEC規則10b-5のように被告の欺罔の意図を訴訟要件としていないこと。b) Virginia Bankshares事件の法廷意見もスカーリア判事の意見も、1934年証券取引所法14条a項や規則10b-5の意見表明の要件としては異論がないとした上で、c) 11条は表示者の内心(state of mind)の立証を要求しないから、Virginia Bankshares判決の主観的要件、すなわち表示者が表示の当時、その表示が虚偽であると知っていたことは、厳格責任を定める11条の要件として採用できない、というものでした。

これに対し、連邦最高裁判所は次のように判示して、原審の判断を破棄し、差し戻しとする判決を下しています。

(3) 判決の要旨(Kagan判事執筆)

レジュメの(イ)からまいります。

(イ) 意見表示が事実表示の責任を生じさせ得る場合について

いずれの意見表示も一つの事実を明白にあらわしている。すなわち、表示者がその述べた考えを実際に有していることである。製品の品質についてのCEOの表示(「私は、我々のTVが市場で利用し得る最高の解像度を備えていると考える」)は、そのTVが2番目であることを当該CEOが知っていたならば、事実、つまり自己の考えという事実についての不実の表示となるであろう。そして、法令遵守(「私は、我々の販売業務が合法であると考える」)についての表示も同様に、その会社が法を犯していると考えていたならば、内心の状態

を偽って述べたことになるであろう。このような場合、発行者は 11 条の前半部分の責任を負うであろう。

さらに、CEO が「我々は競合他社が利用できない特許技術を用いているので、私は、我々の TV が利用可能な最高の解像度を備えていると考える」と述べた場合、かかる表示は、表示者の内心だけでなく、同社が特許技術を利用しているという基礎的事実をも述べていると理解し得る。よって、11 条の責任は、表示者が表明した考えを有しない場合だけでなく、提示した裏付けとなる事実が真実でない場合にも生ずるのである。

Funds が問題にする 2 つの文は、純粋な意見の表示である。Funds は、O 社が意見を誠実、正直に有していたかを主張していない。O 社の考えが誤りであることが判明したという Funds の主張は、それだけでは 11 条前半の責任を生じさせない。

(ウ) 意見表示が事実についての誤解をもたらす表示となる場合について

表示が誤解を生じさせるか否かは、合理的な投資家の立場によって決せられる。合理的な投資家は、状況によっては、表示者がその意見をどのように形成したのかについての事実、換言すると、そのような見解を持つ表示者の根拠についての事実を伝えるものであると意見表示を理解するかもしれない。「我々は、我々の行為が合法であると考える」という法令遵守に関する簡単な例でいえば、弁護士に相談しないで発行者がそのような表示をするならば、その表示は誤解を生じさせるような不完全なものである。投資家は、結果的に法的意見が誤りとなり得ることは認識しているが、このような表明が何らかの意味のある法的な調査に依拠することを期待する可能性が高い。同様に、弁護士の反対の助言にもかかわらず、または連邦政府の異なる立場を知りつつ、発行者がそのように表示をした場合、投資家は、発行者がその意見を信じていることだけでなく、その当時発行者が有していた情報に当該意見が完全に整合的であることを期待する。よって、登録届出書が、意見表

示に関して発行者の調査や知識についての重要な事実を省略しており、かつ、それらの事実が合理的な投資家はその表示から受け取ることと矛盾する場合、11 条の省略の責任が生ずる。

合理的な投資家は、意見が相対立する事実の比較検討に基づくこともあると理解する。例えば、法令遵守についての意見を述べる際に、年上の 6 人の弁護士が承認したのに対し、若手の弁護士 1 人が業務の合法性について疑念を表明したことを開示しなかった場合、たとえ少数者の立場が最終的に正しかったとしても、その省略は誤解をもたらす意見表示とはしないだろう。合理的な投資家は、発行者が知っている全ての事実がその意見表示を裏付けることを期待していない。

さらに、省略が意見表示に誤解をもたらすものとするか否かは常に文脈に左右される。投資家は、SEC に提出される公式な書類である登録届出書に含まれる意見が、根拠のない、思いつきの判断を反映するものであるとは期待しないし、期待しないことは正当である。同時に、投資家は、事実であれ、意見であれ、間接的表現 (hedges) や免責文言、そして明らかに矛盾する情報を含む全ての周辺の記載に照らして、書類の各表示を読む。そして投資家は、関係する業界の慣行や実務を考慮に入れる。11 条は、このような適切な読解と一致しない重要な事実についての省略に対してのみ責任を生じさせるのである。

(エ) 意見表示への萎縮効果について

投資家は、その省略により、適正かつ文脈の中で記載を読む合理的な者にとって誤解を生ずる意見表示となるような、発行者の意見の根拠となる特定の (かつ重要な) 事実、すなわち、発行者が行いまたは行わなかった調査や、発行者が有しまたは有していなかった認識についての事実を明示しなければならない。これは投資家にとって小さな負担ではない。11 条の省略の責任を免れるため、発行者は、意見の根拠を明らかにするだけで、あるいはその考えについての真の躊躇を明確にするだけで十分である。

(オ) スカーリア判事の一部同意及び結論同意意見

法廷意見は、私またはコモンローが考えるよりもはるかに多くの意見表示が追加の事実を伝えると考えているので、一部のみ同意する。

法廷意見の 11 条の省略条項の意見表示への拡大的な適用は、不実表示の広範な領域をつくり出し、実際にコモンローのルールと反対の結果を生ずる。裁判所は、合理的な投資家は登録届出書の全ての意見について合理的な根拠を正当に期待すると判示する。しかし、このような考え方はコモンローに合致しない。

少し飛びまして、最後の段落です。

意見表示が合理的な調査を暗示することを両当事者が知っていたとしても、調査の内容につき両当事者の意見が実際のところ異なる場合、話し手は、主観的に欺罔を意図していないならば、詐欺的不実表示の責任を負わない。

なお、トーマス判事は、具体的にさらに検討すべき点の判断は原審裁判所に委ねるべきであるという内容の結論同意意見を述べています。

2. 検討

(1) 1933 年法 11 条の規定の概要

11 条は、登録届出書の虚偽記載に関する証券取得者に対する民事責任を規定しています。同条の責任対象者は、a 項各号に定められており、具体的には、発行者を含む登録届出書に署名をした者、取締役、会計士等の専門家、引受人がこれに当たります。どのような記載が責任を発生させるかについては、レジюмеに以下のとおり英文で書いています。

… … registration statement, … … , ① contained an untrue statement of a material fact or ② omitted to state a material fact

required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, … …

①重要な事実についての虚偽の記載を含むこと、
②記載しなければならない重要な事実または記載が誤解を生じさせないものとするために必要な重要な事実の記載を省略 (omit) すること、とされています。

11 条の責任では、発行者以外の者に認められているデュー・ディリジェンスの抗弁が発行者には認められていません。したがって、原告は、重要な虚偽記載または省略を主張・立証すれば足り、1934 年法 10 条 b 項で要求されるような被告側の欺罔の意図 (scienter) を主張・立証する必要はないというのが判例の立場です。この点で、11 条の定める発行者の責任は、絶対責任あるいは厳格責任と言われています (Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U. S. 683, 687 (1983))。

(2) 重要な事実についての真実でない表示 [判旨 (イ)]

[判旨 (イ)] では、意見表示が 11 条①の責任を生じさせる場合について論じています。法廷意見が注目したのは、11 条①の責任については、規定の文言上、「事実 (fact)」が用いられている点です。

そこで、[判旨 (ア)] では、言葉の意味においては「意見」と「事実」の違いがあったとした上で、[判旨 (イ)] において「意見」の表示が「事実」についての表示と言える場合を 2 つ挙げています。

第 1 に、a. 意見表示は、表示者がその表示した考えを実際に有しているという「事実」を示しているというものです。そこから、表示者がその考えを実際に有していないときは、①の責任が生ずるとされています。

第 2 に、b. 意見表示の中で意見の裏付けとなる事実を提示するものであるとき。判示では、特許取得済みの技術を用いた TV の例がこれに当た

ります。この場合、表示者の内心、つまり表示した考えを実際に有しているという事実と、特許取得済みの技術を利用した TV であるという2つの事実を含むということです。そして、その事実が真実でないときは、①の責任が生ずるとしていません。裏付けと根拠だけに虚偽があった場合も、そのように考えているのではないかと思います。

本判決は、脚注2で、内心では表示したとおりのことを考えていなくても、結果的に表示内容が当たった、正確であった場合について言及しています。ここでは、このような場合に1934年法14条a項の責任を生じさせないと判示した Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083, 1095-96 (1991) 事件の判決を引用し、11条においても同様であるとして、①の責任は否定されると述べています。これは、11条においても、主観的虚偽だけでは責任は発生しないという趣旨だと思われま

す。本件では、O社の表示した2つの意見は、裏付けとなる事実を述べていない単純な意見であるので、aの責任が問題となるところ、O社の考えが honest、正直・誠実でなかったという主張を Funds 側がしていないので、11条①の責任は生じないと結論づけました。

(3) 重要な事実についての省略 [判旨 (ウ)]

次に、[判旨 (ウ)] では、意見表示が11条②の責任を生じさせる場合として、重要な事実についての省略について論じています。

(i) 11条①の要件との違い

法廷意見は、11条①の要件との違いに着目して、①は「事実についての表示 (statement)」であるのに対し、②の「表示 (statement)」は、①のように修飾を受けていないので、「事実」と「意見」の両方を含むものであって、事実や意見が誤解を生じさせないようにするために必要な重要「事実」の省略について責任が生ずると脚注4で述べています。

(ii) 合理的投資家基準の採用

ここでは、合理的投資家基準が採用されています。誤解をもたらす (misleading) か否か、合理的な投資家を基準として判断するというものです。したがって、文面上は正確であっても、合理的な投資家にとって事実を省略したことで誤解をもたらすような意見表示となっていれば、②の責任が生ずることとなりますが、それはどういう場合なのでしょう

か。この点、O社は、合理的な投資家であれば、意見は内心を伝えるものにすぎないと考えるはずであり、表明した意見を確実なものとして理解しないはずだ、表示者が正直・誠実に意見を持ったのであれば免責されるべきだと主張しましたが、本判決はこの主張を斥けています。

(iii) 合理的投資家の意見表示の受けとめ方

最高裁判所として、(iii) (iv) のように具体的な判示をした点は注目すべきではないかと思われま

す。法廷意見は、状況によって、合理的な投資家であれば、意見表示は意見形成についての事実や見解の根拠を伝えると理解するだろうと述べています。真の事実は違っているのに、それが提供されないなら、誤解をもたらすものとなる。そして投資家は、発行者が表示した意見を信じるだけでなく、表示された意見が表示の当時に有していた情報とかなり整合する (fairly align) 意見であると期待すると述べま

す。このような整理の仕方が正しいのかどうかわかりませんが、私の理解では、法廷意見が②の責任を生ずると考えているのは、次の2つの場合ではないかと思われま

す。第1に、a. 意見表示に関する調査や知識についての重要事実を省略した場合、第2に、b. 合理的投資家が意見表示から受け取ることと当該事実が相反する場合です。aに書いたように積極的開示義務を課す趣旨であるのかは明確ではありませんが、そのような開示義務を課す考えであろうというように読み取りました。

本判決の評釈の中には、原告が誤解をもたらさないために必要な事実が欠けていることについて、発行者が気づいていたことまでは証明する必要はないという見解を主張するものがあります。

(iv) 上記 (iii) を検討するうえで留意すべき事項

さらに、法廷意見は、上記 (iii) を検討する上で留意すべき事項に言及しています。ポイントは2つです。一つは、合理的投資家であれば、a. 意見表示が競合する事実の比較検討・評価に基づくものであることを理解しているので、発行者の知る全ての事実が意見表明の裏付けとなっていることは期待しないということです。

もう一つは、b. 意見表示は文脈のなかで理解されるべきであるから、登録届出書はSECに提出される公式書類であるので、投資家は根拠のない思いつきの判断が含まれているとは考えないこと。これは11条では責任加重の要素となるというふうに考えているのかもしれませんが。さらに、間接的表現 (hedges) や断り書き (disclaimers)、明らかに矛盾する情報などを含むその前後の文の全てに照らして、合理的投資家は、全体の文脈から意見表示を理解するということです。

(4) 意見表示への萎縮効果 [判旨 (エ)]

この点は、被告〇社の主張に対する反論です。まず、原告の立証負担は小さくないこと、そしてコモンローのもとでも、証人の意見表示に萎縮効果が出ているとは認められないことを挙げています。

(5) 本判決の位置づけ

まだ本判決への評釈が少ない状況ですので、不明な点が幾つかありますが、疑問点も述べながら報告をさせていただきます。

まず、全体的に見て本判決は、「法令遵守」についての「意見」の虚偽につき、「11条」の責任を判断した事例であるということが出来ます。

(i) 11条①の責任について

本判決の [判旨 (イ)] に述べられた意見表示と11条①の責任について、意見表示が事実の虚偽記載となる場合があることは、本判決が初めて肯定したわけではなくて、連邦最高裁判決である Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, (1991) 判決において、1934年法14条a項の文脈で肯定的判断が既に下されています。

そこでは、多数意見が「客観的証拠による証明なしに、信じていないこと (disbelief)、考えまたは動機の不開示だけでは、14条a項のもとで訴訟を維持する十分な根拠があるのか」という問題がある。我々は、信じていないことや動機の不開示それだけでは、14条a項のもとで要求される事実の要素を満たさないと判断する」と判示し、レジューム7ページのスカーリア判示の一部同意意見は、多数意見の内容を補足する形で、「私は、法廷意見を、『取締役の意見では、これは株式の高い価値である』という表示は、実際には高い価値でなく、かつ、取締役がそれを知っていた場合に責任を生じさせるものと理解する。実際には価値は高くなかったが、取締役が誠実に (honestly) 高いと信じていたならば責任は生じない」と述べています。

a) Virginia Bankshares 判決の判示は、表示者の主観的虚偽、すなわち、そうであると信じていないことを表示したというだけでは訴訟の対象とならず、表示者の主観的虚偽と意見の内容に矛盾する客観的証拠、すなわち意見で述べた対価の42ドルが実際には高い価値ではなかったという証拠があれば訴訟対象となるという趣旨であると解されているようです。

本判決は、11条①の責任について、意見表示が事実の表示となり得る場合があることを確認した上で、虚偽記載の責任が生じる要件として主観的虚偽と客観的虚偽を要求した点で、Virginia Bankshares 判決と立場は異ならないように思われます。「事実」だけではなく、「意見」だということになると、虚偽記載の判断において主観的虚偽性が考慮されるという違いがあるということが

言えようかと思えます。

b) 学説では、Virginia Bankshares 判決の定式は、発行者の厳格責任を定める 11 条には整合しないという見解があります。下級審裁判例では、11 条・12 条の責任についても、Virginia Bankshares 判決の考え方を踏襲して、主観的虚偽と客観的虚偽の両方が認められる場合に限り、意見や考えの表示は虚偽記載責任を生じさせるものがあります。例えば、Fait v. Regions Financial Corp., 655 F. 3d 105 (2d Cir. 2011) 事件では、原告は、住宅市場及びモーゲージ市場の深刻な悪化の状況下で、のれんの額が過大計上されており、それとは異なる額を計上すべきであったと主張しましたが、第 2 巡回区控訴裁判所は、Virginia Bankshares 判決を引用しながら、2 つの要件のうち、被告が表示の当時ののれんに関する表示を信じていなかったことを説得的に主張していないとして主張を斥けています。原告が少なすぎたと主張していた貸倒引当金についても、同判決を引用して、被告の意見につき主観的虚偽を主張していないとして、これを斥けました。

このような裁判例が多数ある一方で、本件原審は客観的虚偽のみで足りるとする考え方を示して、巡回区控訴裁判所の間で見解の相違が見られる状況でした。本判決により、11 条①の責任に関しては、巡回区控訴裁判所間での対立が解消されたと言えそうです。

c) Virginia Bankshares 判決の示した要件は、その後、虚偽の意見表示を争う規則 10b-5 上の訴訟で採り入れられて、多くの下級審裁判所は、①表示者が実際に自己の表示意見を実際は信じておらず、かつ、②客観的に虚偽である場合に限り、意見表示が詐欺的であるという立場を採用したと言われます。ただし、少数の下級審裁判例には、明らかに Virginia Bankshares 判決の 2 要件を採用せずに、主観的虚偽のみを要求するものもあったと指摘されています。そこでは、予測や考えの表示には、①表示内容を誠実に信じていた、②その考えに合理的な根拠がある、③表示者が表示の正確性を著しく損なうこととなる不開示の事実

について気づいていない、という 3 つの事実に関する黙示的表明が含まれるとして、これらのうちの 1 つが欠けていれば訴訟対象になると述べていました (In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F. 2d 1109 (9th Cir. 1989) ; Kaplan v. Rose, 49 F. 3d 1363 (9th Cir. 1994))。規則 10b-5 も、虚偽記載について同様の文言を用いていますので、論者の中には、本判決の射程が 1934 年法 10 条 b 項にも及ぶものと広く捉えて、前述のような下級審裁判所の立場の対立が本判決によって解消されると指摘する見解があります。

d) Virginia Bankshares 事件でも、本件の TV の例でも、表示された意見の内容は、いずれ真偽が判明するものでした。学説では、例えば決定的でないデータに基づく医薬品と病状の関連に関する意見などのように、本質的に結論・結果が不確実にならざるを得ない、真実か虚偽か判明し得ない事柄もあるので、客観的虚偽には、意見の中で述べられた事項が明らかに虚偽である場合のほか、客観的に見て不合理であった場合も含まれるように解釈すべきであると主張する見解も見られます。

(ii) 11 条②の責任について

本判決は、たとえ表示者が真に自己の意見内容を信じていたとしても、11 条②の責任発生の可能性を残ることを明らかにしたと評釈で述べられています。そして、ミスリーディングかどうかは、合理的投資家の観点から評価すると判示しています。

Sale 教授と Langevoort 教授の共著論文によると、<発行者の免責>に関して、本判決は、誤解をもたらす意見表示とならないよう、追加的情報提供が必要となる場合もあり得ることを示すものであり、この要件は新しいものであると評釈されています。同論文によれば、発行者は、意見を補強する何らかの事実を明示するか、意見が仮定的なものであることを明示する必要が生じ得るとして、本判決は、発行者が意見表示をする前に、その根拠やその存在・合理性に関する調査をしなけ

ればならないことを明らかにしたという意義を指摘されています。

〈原告の訴答〉に関しましては、合理的投資家の受けとめ方を変えていたような、意見の前提となった調査や認識を特定し、かつ、それが重要であったことを主張・立証しなければならないことは、原告にとってかなり厳しいと見られています。もっとも、一口に合理的投資家といっても、疑い深い目で明確な事項しか信用しない者もいれば、経営者を信用して間接表現が用いられている内容でさえも信用する者もいるわけで、複数の見方があるのではないかという指摘もなされているところではあります。

a) 本判決が 11 条の責任を論じつつ虚偽の意見表示について一般的な考え方を示したのか、それとも 11 条のみに限定した理解を示したのかは定かではないと思われまます。

b) 学説では、厳格責任を定める 11 条のもとでは、上級役員が法律上のリスクを知っていたか、知らなかったかに関係なく、誤解をもたらす表示をすればそれで責任が生ずるのに対し、規則 10b-5 のもとでは、原告は被告の欺罔の意図を立証しなければならない点で、やはり違いがあると主張する見解があります。11 条のもとで責任②が問題になる場合、デュー・ディリジェンスによって登録届出書の正確性確保が強化されている点は、合理的投資家はその意見表示をどう理解するかに影響するのではないかと考えられています。言い換えると、より確度の高い根拠や調査結果があると期待されるのではないかということです。厳格責任、そしてデュー・ディリジェンスに基づく責任の目的は、組織内に散在する重要事実を収集させることにあるという Sale 教授と Langevoort 教授の見解によるならば、たとえ規則 10b-5 においても同様の基準を用いたとしても、11 条の責任との比較では、合理的投資家の部分の解釈で、表示者が行うべき調査や根拠の程度に違いが生じることにならうかと思われまます。

(iii) Puffery Defense との関係

最後は、Puffery Defense との関係について簡単に述べさせていただきます。

楽観的意見の表示が意味をなさないほど曖昧である場合、それは「puffery (誇張)」として、法律上重要ではない (immaterial) ものと解されています。近年になって、裁判所が抗弁としての puffery を認めるケースがあると言われています。

例えば、「当社では品質が第一である。……」というようなプレス・リリースをしたものの、その製品の事故が発生したという場合です。下級審裁判例には、「かかる表示は、合理的な投資家であれば、利用可能な情報の全体的な主旨を著しく変更するものとみなさないであろう単なる誇張 (puffery) または誇大表現 (hyperbole) にすぎない。したがって、たとえミスリーディングであるとしても、重要ではない」(In re Ford Motor Co. Sec. Litig., 381 F.3d 563, 570 (6th Cir. 2004)) と述べて、責任を否定するものがあります。

ただ、puffery は意見表示と同じように、省略に基づく推論を生じさせるので、本判決は従来の puffery defense の範囲に影響を与えるのではないかという指摘がなされているところではあります。

III. SEC の公正基金 (Fair Fund) による投資家の被害救済

証券訴訟の目的は、違法行為によって被った投資家の損害を回復するという点にあります。ところが、被害回復が十分に行われない状況では、投資家の証券市場への参加意欲が低下する悪影響も生じかねません。我が国でも、証券取引の世界以外のところでは、例えば「組織的な犯罪の処罰及び犯罪収益の規制等に関する法律」で刑事裁判を通じて犯人から没収・追徴した資金を被害回復給付金として被害者に給付する制度や、最近では、「不当景品類及び不当表示防止法」において、被害者に返金措置を行った事業者に対して課徴金の額を減額するなどの立法があります。

1. 我が国の状況

金商法では、平成 16 年改正により、課徴金制度

が導入されました。課徴金の法的位置づけは、違反行為の抑止のために一定の金銭的負担を課す行政上の措置であり、金銭的負担の水準は利得相当額とするものとされています。そして、課徴金は国庫に納付されることと規定されています（金商法 172 条～175 条の 2 「……課徴金を国庫に納付することを命じ……」）。

学説では、徴収した金銭が国庫に帰属することとは関係なく、違反者に金銭的負担をさせることで違反行為の抑止という目的は達成されるはずであるという見解が主張されています。学説の状況を見ると、投資家の被害救済が不十分なケースにおいて、徴収した課徴金を被害者救済に利用すべきであるとする見解、またはそのような制度の可能性を示唆する見解は少なくないように思われます。

被害者の救済を充実させるには、さまざまな方法があろうかと思えます。本日の報告では、米国の 2002 年サーベンス・オクスレー（SOX）法により導入された Fair Fund 制度による投資家被害救済の手続、内容や課題を見ていきたいと思えます。

2. 米国の状況の概要

米国では、SEC のエンフォースメント手段は多様であり、そのうち金銭的賦課を行うものとして、利得剥奪・吐出し（disgorgement）と民事制裁金（civil penalty）があります。利得吐出しは、不正に得た利益を違反者に保持させないことを主たる目的とするものであり、これによって違反行為の抑止を図ろうとするものです。しかし、利得吐出しだけでは十分な抑止効果が期待できないという理由で、従来、海外腐敗行為防止法違反とインサイダー取引規制違反についてのみ認められていた民事制裁金の制度が、1990 年証券執行救済及びペニーストック改革法により設けられました。民事制裁金は、自然人・法人のそれぞれにつき、違反行為を 3 類型に分けて、各違反に対する民事制裁金額の上限を定めています（1934 年法 21 条 d 項(3)(B)・21B 条 b 項）。

利得の吐出金も民事制裁金も、これを被害投資

家の損害の填補に用いることができる点で、我が国とは制度が大きく異なります。まず、米国では、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir. 1971) 事件判決において巡回区控訴裁判所として初めて、裁判所のエクイタブル上の権限により、SEC の利得吐出し及び返還（restitution）の請求が付随的救済の一つとして認められました。SEC が、インサイダー取引事件や他のポンジー・スキームのような悪質な詐欺的行為に吐出しを積極的に利用するようになったのは、1990 年改革法において、明文規定（1934 年法 21C 条 e 項）でもって SEC に吐出しを求める権限を与え、被害投資家に対する分配金に関する規則制定権限を与えてからであると言われています。なお、利得の吐出し額は、日本のように詳細なルールに基づいて算出されるわけではなく、違反行為と一般に関連する（casually connected）利得の合理的な概算額で足りるとされているようです。もっとも、SEC は、虚偽記載等を行った発行者に対して、当該発行者が証券の売付けをしていない場合、利得を特定することが困難であるため、吐出しを求めなかったと指摘されています。

その後、SOX 法 308 条の制定により、ある違反者に利得吐出し命令をした場合、同一人に課した民事制裁金を吐出金と合わせて Fair Fund に組み入れることが可能となりました。つまり、従来の吐出し基金にとどまらない、吐出金プラス民事制裁金の基金を設けることが可能になったわけです。利得額の算出が難しい場面やそうでない場面でも、実務では、民事制裁金を基金に組み込むため、利得額を名目的に 1 ドルにするケースがあったと言われています。2010 年 Dodd-Frank 法 929B 条は、SOX 法 308 条を改正して、かつて SEC が要望していたとおり、民事制裁金のみ Fair Fund 創設を許容するに至りました。SOX 法 308 条の制定まで、民事制裁金は抑止目的のエンフォースメント手段として位置づけられていましたが、同法以降は損害填補の機能をも有するようになったということができると思えます。

補足となりますが、1990 年改革法では、連邦証

券諸法・規則・レギュレーション・停止命令等の違反につき、SECが、①裁判所への申立てにより、すべての違反者に対し(1934年法21条d項(3))、または、②行政手続により、ブローカー・ディーラーや投資顧問等の一定の規制対象者に対してのみ民事制裁金を課すことが認められていました。その後、Dodd-Frank法929P条では、②の適用対象者を「全ての者」に拡大しましたので、行政手続により、発行者や取締役らへの民事制裁金の賦課が可能となりました(1934年法21B条a項(2))。

3. SOX法308条a項(15 U.S.C. §7246)

308条a項は次のように規定しています。「証券諸法に基づき委員会によって提起された裁判上もしくは行政上の訴訟において、委員会が証券諸法の違反について何人かに対する民事制裁金を得た場合、または、この者がかかるいずれかの訴訟の和解において民事制裁金に同意した場合、当該民事制裁金の金額は、委員会の申立てまたは裁量により、当該違反行為の被害者の利益のために設けられる吐出し基金もしくは他の基金に加えられ、その一部となるものとする」。

具体的な手続は、お手元の資料の「SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans (17 CFR 201.1100~201.1106)」に規定されています。その概要は次のとおりです。

- ①SECは命令により吐出金及び民事制裁金をファンド創設に利用できる。
- ②被審人の金銭等の支払後60日以内にSEC執行部門が分配プラン案を策定する。分配プラン案には、追加の金銭の受領手続、金銭の受領資格者の範囲、受領資格者にファンドの存在と受領資格がある旨を知らせる手続、請求と承認の手続及び請求の締切日、ファンドの終了予定日、ファンドの管理の手続、その他の事項を定める。
- ③係争中の事件については裁判所管理部署(registry)または裁判所が指定する管財人への支払いを定めることができる。プランの管理コストから見て分配が正当化されない場合に吐出金及

び民事制裁金を国庫に納めることを定めることができる。

- ④プラン案をSECウェブサイト等で公表する。
- ⑤プラン案公表から30日経過以降、SECはその承認、修正、不承認をする。
- ⑥SECはSECの職員を含む何者かをプラン管理人に指名する。管理人がSECの職員でない場合の管理サービス手数料の支払いに関する事項、管理の手数料・費用は原則としてファンドから拠出すること等を定める。
- ⑦上記④に際してコメントを提出できること以外、行政手続への参加やファンド創設の命令、プランの承認等について異議を述べることはできない。

②のように、まず、SECのEnforcement Divisionが受領資格者や投資家の請求手続、ファンドの管理方法などを定めた分配プラン案というのを策定して、④のようにウェブサイト等で公表した後、SECがこれを承認するという流れになっています。分配プランは、SECによって指名されたプラン管理人が行うものとされています。また、分配プランには、プランの管理コストから見て分配が正当化されない場合には吐出金及び民事制裁金を国庫に納めることを定めておくことができます。

4. JPMorgan事件の例(In the Matter of JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No. 34-70458 (Sept. 19, 2013))

レジュメと順序が違って申しわけありませんが、JPMorgan事件の例を先に見てみようと思います。

「PLAN OF DISTRIBUTION」のFile No. 3-15507を資料としてお付けしています。

この事件は、臨時報告書と四半期報告書においてクレジット・デリバティブ取引による損失の過少計上をする虚偽記載があったこと、それから開示統制・手続が有効でない旨の開示があったとして、2013年9月にSECがJPMorganに対して違法行為の停止と2億ドルの民事制裁金を命じた行政処分事例です。

流れとしましては、2013年9月に行政処分が下

されて、2014年3月にSECがFair Fund創設を承認。同年12月に分配プラン案の公表とコメントを受け付け、2015年2月にSECが分配プラン案を承認したというものです。

【分配プランの内容】

資料の3ページのAのところ、①ファンド管理者の設置について定めています(5~8)。それによると、外部の会社がファンド管理者となり、ファンドの管理、基金の分配にかかる費用は直接、被審人に請求するという事になっています。

続いて、資料6ページのIVのところですが、Aでは、②資格者の特定方法、情報提供方法が定められています(12~21)。特に12番では、請求の有資格者を特定するために、管理者が被審人やブローカー・ディーラーなどから提供される取引記録や口座情報をもとに調査することが定められています。そして14番では、60日以内に知れたる有資格者に郵送による通知を行うことや、ウェブサイトを立てることが定められています。

8ページのBですけれども、22番以降は、③分配請求の手続、有資格者の確定手続、有資格者への決定通知などに関する内容です(22~37)。

少し飛びまして11ページのCでは、④具体的な有資格者の範囲、損害額の算定方法などが定められています(38~43)。15ページのDに⑤支払代理人の設置(44~49)、16ページのEには⑥分配の手続があります(50~60)。そして、52番に記載されていますように、分配額が基金の額を上回る時は、プロラタで配分するという方法をとっています。また、18ページ以降では、⑦分配後のチェック不達等への対応(61~67)、⑧ファンドの資金状況の報告等(68)、⑨ファンドの終了に関する手続(69~72)、⑩プランの変更(73~74)などが定められています。

5. Fair Fundの利用実態

それでは、レジユメの12ページの4に戻ります。

現在のところ、Fair Fundの年度ごとの利用状況などを継続して取りまとめた公的な統計資料は

見当たりません。実施中の分配プランや終了したプランは、SECのウェブサイトに個別のプランごとに掲載されています。

【SECの公表したデータ】

まず、SECがAnnual Reportの中で言及した数値があります。それによると、SECが徴収した吐金と民事制裁金の合計のうち、2006年度には、国庫に1億2,200万ドル納付、被害投資家に1億850万ドルを分配、2007年度には、国庫に1億7,680万ドル納付、被害投資家に5億8,050万ドルを分配しています。

【Velikonjaの分析】

続いて、Urska Velikonja准教授のデータ分析を簡単にご紹介します。分析対象期間は、2002年7月から2013年12月末までの状況です。

吐金のみから成るファンド、被告が自主的に設置した分配ファンド、創設されたものの分配が実施できないといった理由で閉鎖されたファンドは分析から除外されています。

①Fair Fundの件数と分配総額については、期間中、243のFair Fundが創設され、そのうちの143件が裁判手続で、100件がSECの行政手続で創設されました。そして、SECが求めた被害投資家への分配総額は146億6,000万ドルでした。

②Fair Fundの大きさに関しては、最大規模のものは、AIGの会計詐欺事件で創設された8億1,650万ドルのファンド、最小規模はインサイダー取引事件で創設された2万4,959ドルのものでした。

③243件のFair Fundの違反行為のタイプ別による内訳を見ますと、ブローカー・ディーラー51件、インサイダー取引15件、投資顧問・投資会社65件、発行者の報告・開示71件、相場操縦9件、証券募集21件、その他4件ということです。発行者の報告・開示違反だけでなく広い範囲に及んでいることから、Fair Fundが、筆者が後述で述べますCircularityの問題を生じる証券クラスアクションと似た制度であるという批判をかわ

そうと試みています。

④私的訴訟と Fair Fund の並行の状況につきましては、SEC が Fair Fund を創設した事例のうち、64.7%で連邦証券諸法に基づく私的訴訟が提起されています。発行者の報告・開示違反の事件では、創設された71件の Fair Fund の全てで私的訴訟が提起されていますが、被害投資家の総回復額に占める Fair Fund からの分配金の割合は15.1%と小さいようです。なお、71件の発行者の報告・開示義務違反のうち、発行者からの制裁金が Fair Fund に組み込まれていないのは29件ということです。発行者の報告・開示違反以外のタイプでは、Fair Fund による分配が唯一の損害填補となったものが71.3%となっていて、筆者は、そのような違反類型の被害者にとっては有力な被害填補手段として機能していると評価しています。

2000年代半ばに、プランの実施完了まで時間がかかり過ぎているという GAO (米国会計検査院: U.S. Government Accountability Office) からの批判がありました。最近では、2015年度の実績によると、約8割の Fair Fund・吐出しファンドで、分配プランの承認から2年以内に基金の80%の分配を済ませているということのようです。なお、Fair Fund の分配完了時に残高がある場合は、それは国庫に納められるようです。

6. Fair Fund 制度の意義と課題

(1) 分配プラン実施の判断基準

SOX 法制定前の吐出しファンドについて、少額しか徴収できなかった場合や特定し得る被害投資家の数がファンドの額に対してかなり多い場合、SEC は裁判所に対し吐出金を国庫に納めるよう求めていたと言われています。同法制定後も、規則17 CFR 201.1102(b)では、分配の実現可能性や経済合理性が低い場合は、ファンドの基金を国庫に納めることを分配プランで定めておくことができると規定しています。

ただし、SEC は Fair Fund を必ずしも創設する必要はなく、その創設は SEC による裁判所への申立てまたは裁量に基づくものとなっていますので、

どのような場合に国庫に納められ、どのような場合に分配プランが実施されるのかというより明確な基準は定かではないようです。

(2) Circularity の問題

私的訴訟において、投資家の分散投資を前提にすれば、発行者の虚偽記載によって流通市場で取引を行った投資家は、全体的に見れば損をしていないので、そのような投資家に対する発行者の損害賠償責任を認めることは違法行為の抑止にならない、という富の循環 (Circularity) の問題が有力に指摘されています。

同様に、発行者から徴収した利得吐出金・民事制裁金を Fair Fund を通じて被害投資家に分配する場合も、社会的に見て無駄な富の移転であるとして、Circularity の問題を指摘する有力な見解が見られます。この点は、先ほどの Urska Velikonja 准教授の研究成果でも、発行者の報告・開示義務違反のケース71件で被害投資家に支払われた63億4,000万ドルのうち51億ドルが発行者の支払った金銭制裁によるものであり、その額を Fair Fund 全体で見ると、Fair Fund が被害投資家に分配した総額のうちの35.2%に当たるとして、Fair Fund 制度が Circularity の問題を含んでいることを否定していません。

もっとも、SEC は、私的訴訟では認められない幫助者・教唆者への責任追及が可能であることから、これらの者や個人からの利得吐出金・民事制裁金を Fair Fund を通じて被害投資家に分配すれば、Circularity の問題に抵触しないで投資家の被害救済を補完することができると指摘しています。ただし、幫助者・教唆者や個人から損害填補に十分な救済資金を徴収できる可能性は高くないかもしれないという点では、実際上の問題として残ると思われま

(3) 私的訴訟と Fair Fund の重複

学説では、私的訴訟と SEC の執行訴訟・分配プランが並行することによって、被害投資家への損害填補のメカニズムが重複し、これに伴うコスト

の重複が生じ得ることから、両者は重複すべきではなく、その調整メカニズムが必要であると主張する見解があります。現在のところ、分配プランと私的訴訟の提起・結果を調整する仕組みは明確でないとされています。論者の中には、両制度が並行する場合、SEC は多額の資金返還に時間をかける必要があるのかと疑問視する見解や、既に私的訴訟が利用可能となっている場合には SEC は損害填補を選択すべきでないという見解が見られる状況です。

SEC も裁判所も、並行する Fair Fund と私的訴訟による賠償が被害額を越えることとなる損害填補を否定しています。例えば、私的訴訟において、マーケットタイミングの被害投資家が SEC から Fair Fund を通じて受け取った金額を超える損害を受けたことを証明していないとして、被告に有利な略式判決を下した事例があります (In re Mutual Funds Inv. Lit., 608 F. Supp. 2d 677 (D. Md. 2009))。

なお、SEC の行政訴訟における同意審決では、分配プランに組み込まれる民事制裁金を支払ったことをもって、私的訴訟において賠償金との相殺を主張したり減額請求をしたりしないことに同意する旨の条項 (Penalty Offset) が盛り込まれています。最近の例では、SEC の行政訴訟の最終的なオーダーの中で、Penalty Offset 条項を盛り込み、さらに、「民事制裁金の抑止効果を確保するため」として、裁判所が私的訴訟で相殺を認めた場合、被審人は SEC にその旨を通知し、相殺された支払いの減額分を国庫または Fair Fund のために支払うことに同意する旨の条項も定められていることは、調整に関連する興味深い点です (前掲 JPMorgan の同意審決、In the Matter of TD Bank, N. A., SEC Rel. No. 33-9453 (Sept. 23, 2013) 等)。

(4) 裁判所の関与

SEC が裁量により分配プランを設ける場合、分配プラン案は公表され、コメント期間を経て、SEC によって承認されます。そこでは、裁判所は関与

しません。一方、SEC が申立てをして裁判手続で Fair Fund が創設される場合、裁判所は SEC の提出した分配プランを審査しますが、その場合の審査基準は、SOX 法制定前の吐出しプランについて採用されていた「公正かつ合理的」基準と同じであるようです。すなわち、プランが全体として公正かつ合理的であれば、どのような分配をするかについては SEC の経験と専門性が尊重されると言われています。例えば WorldCom の事件では、対象期間中の売買全体で利益が生じているものや、債券保有者のうち倒産手続で一般の無担保債権者の回復率に相当する 1 ドルにつき 36 セント以上の払戻しを既に受けた者などを分配プランの受領資格者から除外する内容のプランでありましたが、裁判所は、Fair Fund の基金には限りがあり、SEC が経験と専門性をもって他の投資家の Fair Fund の利用可能性を考慮した結果であるから、その判断を尊重するとして、プランを承認しています (Official Comm. of Unsec. Cred., WorldCom v. SEC, 467 F. 3d 73, 82-83 (2d Cir. 2006))。

(5) 発行者に対する民事制裁金

1990 年改革法以降、SEC の民事制裁金の賦課権限は拡大しています。民事制裁金は、公益に照らして課す必要があるか判断されますが、その際の公益性の判断要素としては、ALJ (行政法審判官) については、1934 年法 21B 条 c 項が規定しており、裁判所においても同項と類似の判断要素が採用されているようです (SEC v. Librand, 281 F. Supp. 2d 726, 730 (S.D.N.Y. 2003))。

問題は、発行者に対する民事制裁金の賦課についてです。発行者から多額の民事制裁金を徴収することは、被害者救済に寄与するようにも思われます。しかし、一方では、発行者の何者かの違法行為により既に金銭的被害を受けた株主が、その後発行者に民事制裁金が課せられることによってさらに最終的な金銭的負担をするという「二重の犠牲」構造が生じ得るという問題です。SEC v. Bank of America Corp., 653 F Supp. 2d 507 (S.D.N.Y. 2009) 事件において裁判所は、Bank of America

に対する 3,300 万ドルの民事制裁金は公正ではない、結局のところ同社の株主が負担するものであり、「犠牲者にさらに犠牲を強いる」こととなる点などを批判して、SEC が求めた行政制裁の同意判決を拒否したことがあります。

1990 年改革法の制定時、上院の銀行住宅都市委員会は、株主が違反行為の主たる犠牲者である場合、SEC が個々の違反行為者に対して民事制裁金を課すことを期待すること、そして裁判所は、発行者への民事制裁金を課すか否か、その程度を判断する際に、被害を受けた株主が最終的に負担することを適切に考慮し得ると述べて、このような問題への懸念を報告書で述べていました (S. Rep. No. 337, 101th Cong., 2d Sess. at 17 (1990))。

(6) 私的訴訟の代替手段としての Fair Fund?

Fair Fund は、私的訴訟を実際に利用しない、または法的に利用できないケースでの損害填補に意義が認められるという見解が主張されています。例えば、時価総額の比較的小さい会社に対する私的訴訟は提起されない傾向にあることから、SEC が行政執行を行って Fair Fund を通じて被害救済をすることは、私的賠償制度を補完する役割として意義があると言われていました。また、前述のように、教唆者・幫助者に対する SEC の責任追及は、私的訴訟の及ばない部分であるので、これらの者から徴収した吐出金・民事制裁金を被害救済に用いることができる点にも、Fair Fund 制度の補完的意義が認められると言えそうです。

Fair Fund の大きなメリットであると指摘されている点は、私的訴訟とは違い、弁護士費用が分配可能な基金から差し引かれない点です。例えば、私的訴訟の和解額が 500 万ドル以上の事件で、弁護士費用の和解額に占める割合は約 30% と言われています。弁護士費用が高額であることを考えると、その負担がないことの意味は小さくないと思われれます。さらに、そもそも私的訴訟を提起しなくても損害填補を受けられるという点でも、被害投資家にとって魅力的なメリットがあると言えます。

Fair Fund による分配は、私的訴訟による被害回復にとって代わるものとなり得るのか。これについては、難しいと見るのが学説の大勢のようです。2002 年、吐出しファンドに民事制裁金を追加し得ることとなりましたが、それでも発行者の虚偽記載事例のように被害総額が巨額となる場合、私的訴訟の和解金、投資家の損失に対する和解金額の割合の中央値で言うと、2014 年は 1.9%、2015 年は 1.6% というように非常に少ない上、Fair Fund による填補額も被害額に比べてわずかとなる場合が少なくないことから、十分な被害救済とはならないであろうと考えられているようです。また、SEC 自身も認めるように、SEC のエンフォースメント活動の資源に限界がある点からも、私的訴訟にとって代わるものとして期待することは難しいと考えられているようです。

学説の中には、損害填補を SEC の執行活動の主たる目的とすべきではなく、SEC は規制の発展や違法行為の抑止に努めるべきであり、被害投資家のために民事制裁金の徴収への取組みを強めると、SEC の執行案件の選択に歪んだ影響が生ずるのではないかと危惧する見解もあります。

以上、簡単ではございますが、米国の Fair Fund の状況と指摘されている意義や課題をご紹介しました。証券クラスアクション全般についてご報告するものとなっていない点をおわび申し上げますとともに、大変雑駁な報告ですが、ご指導賜りますようよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○山下 ありがとうございます。

ご報告は、大きく前半は Omnicare 判決について、後半が Fair Fund についてのご報告であったかと思えます。議論を錯綜させないために、前半の Omnicare 判決についてまずご質問、ご意見をいただければと思います。いかがでしょうか。

#### I. Omnicare 判決

【意見とは何か、当事者の主張・立証】

○片木 直接のこの事件については、私はよくわからないのですけれども、今の例えば財務諸表について、その内容というのは、単なる事実の記述ではなくて、かなりの部分は経営者の将来に対する見通しというか、評価になるわけですね。貸倒引当金でもそうでしょうし、子会社の評価でもそうでしょうし、あるいは、例えば繰延税金資産でもそうであろうと思います。これが結果的に誤りであって、例えば子会社がつぶれてしまった、あるいは貸付先が倒産したときに、当然、結果的に一種の虚偽記載になると。会社の経営者は、現在では会社自身も、注意義務違反はなかったということで免責が認められるわけですが、すると、実はこれを聞いていて非常にわかりにくかったのは、何が虚偽記載であって、何が無過失、過失がなかったということになるのか。つまり、そういう主観的要素が相当強いような項目において、虚偽記載というのは、結果的に会社がつぶれたら全部虚偽記載になるというのではなくて、いわば正当な根拠なく、例えば子会社の評価はこうである、あるいは将来的に利益が生じるだろうから繰延税金資産をつけますとか、この会社はある程度もつはずだからといって貸付について貸倒引当金を計上しなかったという、その時点から見て、明らかにこの時点での合理的に取得できる事実からすれば、この予想は不合理であったというのが虚偽記載で、そして、そういう不合理な判断をしたということについての無過失を立証するという、そういう作業になるということになるのでしょうか。

そうなってくると、原告サイドは、虚偽記載の事実を主張・立証するわけであって、被告サイドは、多くの場合には、自分が無過失であるということ立証する必要があるわけですが、原告の主張と被告の無過失の主張の境界線というのがどこにあるのかが、事案によっては非常にわかりにくくなるという気はしているのですが、いかがでしょうか。

○石田 最初に、のれんや引当金について、米

国の裁判例を見てみますと、これは意見であると言われることが多いようです。幾つかの判決では、のれんとか引当金というのは客観的に決まらない価値に関する判断をしているのだと述べられています。そして、のれんや引当金は、ファクトではなくてオピニオンなのだ、ジャッジをしているのだと、そういう理由で意見として位置づけているようです。

それで、先生が最後に、合理的根拠がないのか、あるのかということについての無過失の話がされていましたが、それは恐らく、本日の報告でいう11条②のほうの話に近い議論なのかなと思います。11条②の責任を追及するという場面においては、どれぐらい合理的な根拠を持っていたのか、どれぐらい調査をしたのかというようなことが問題になり得るのではないかと、Omicareの判決から言うところ、そういうふうに取り得ると理解しています。

○片木 ということは、原告サイドがそもそも虚偽記載であったということを主張する場合には、その主張の根拠となる事実といたしまして、どういう根拠でそういう判断をしたのかというのは、全部何らかの形で書類を取得して証明しなきゃいけないということになるわけですか。

○石田 判決を読んでいますと、「投資家は発行者の意見の根拠となった特定かつ重要な事実、すなわち、発行者が行った調査または行わなかった調査、有していた知識または有していなかった知識についての事実を明示しなければならない。」と述べていることからみて、学説では批判的な見解もありますが、そのような重い負担が原告には課せられることになるのではないかと思います。

【意見が法定の開示事項であった場合の責任】

○前田 ○社の事件では、会社が登録届出書に記載した法令遵守に関する表示の部分が、「遵守したと考えます」という意見の形で表示されました。このように意見の形で「何々と考えます」という表示をするのか、それとも意見の形ではなくて、端的に「遵守しています」と表示するのか、それは開示の対象となる事柄によって決まってく

るものなののでしょうか、それとも発行会社がどちらの表示をするかを選択できるものなののでしょうか。

○石田 お答えになっていないかも知れませんが、本件の表示事項というのは、開示義務が課せられてはいない事項でした。ですので、どういう形で記載をするかというのは選べたと思うのです。法令遵守を「しています」であろうと、「していると思います」であろうと、発行者はどちらを選択することもできたと思います。

○前田 法定の開示事項であれば、発行会社が選択できるものではないのでしょうかね。単に「何々と考えます」と書くだけで責任が軽くなるのは不合理だと思いますので。

○石田 なるほど。ありがとうございます。

#### 【意見表示と注意文言】

○行澤 本件では、○社は①、②の発行登録届出書に対し警告文言を付していたということですね。片木先生のご質問ともちょっと関連するのですが、いわゆる事実ではなくてオピニオンということにつき、たとえば将来予測ということがあります。将来私たちはこうなると考えます、と。それに対して、本件における文言というのは、現在私たちは法令遵守していると考えている、というのですね。ところで将来予測文言が不実表示になるかどうかという問題については、ご存じのように、Bespeaks Caution Doctrine 等の一定の法理が発展しているのですが、本件のような警告文言を付すだけでは、11条が意見にも適用される以上、やはり免責されないということになるのでしょうか。

○石田 Bespeaks Caution Doctrine の判例法理の中では、適切な注意文言を付しておけば、それは重要な虚偽の記載にはならないとして、虚偽記載の責任を免れるようにしています。本件では、このような警告文言があったということについて、恐らくこれは差し戻した後に議論になってくるとは思うのですけれども、判決の中で、ヘッジとかディスクレマー、こういうのを総合的に見て判

断するべきであるというふうに述べているので、こういった警告というのは無意味ではないのではないかと裁判所は考えているのだと思います。

○行澤 無意味ではないということですね。ただ、それがどういう形で利いてくるか。特に石田先生が指摘された①のいわゆる主観的虚偽あるいは客観的虚偽のレベルで利いてくるのか、それともオMISSIONのほうの合理性に利いてくるのか、そこはちょっとまだよくわからないということですかね。

○石田 そうですね、はい。

○行澤 わかりました。

○伊藤 今、行澤先生のおっしゃった警告文言のことは、基本的に差し戻した後はオMISSIONのほうを検討する文脈に含まれるように思います。この判決自体は、Funds のほうが実際に信じていなかったとは主張していないので、前半のほうはだめですと。他方で、後半のほうは、これを審議するために差し戻すと言っているようですので、基本的には、そちらで利くのではないのでしょうか。オMISSIONしていると、それはつまり、これは考えにすぎないということをもうはっきりと言っていますから、それを実際にそういう考えを信じていなかったと言ふことは難しいと思います。

○行澤 わかりました。

#### 【金商法の「重要な事項」との比較】

○伊藤 この Omnicare 判決というのは、日本の金商法のこの辺の責任を考えるとときには、どういう形で参考にできるものなののでしょうか。日本の金商法の文言は、一般的に「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」という文言を使っています。最初から米国法とは文言が違うのですよね。「重要な事項」ですので、「ファクト」というほどは狭くないようにも思われます。どういう形でこの辺を参考にすべきなのかということについて、お聞かせ願えればと思います。

○石田 金商法 21 条などの民事責任規定では、

今伊藤先生にご指摘いただいたとおり、「事実」という言葉と「事項」という言葉を使い分けています。ただ、この「事項」という言葉は、事柄という意味で捉えると、「事実」、過去に確定したものというよりは広い意味を含んでいると考えられます。Omnicare 判決では「意見」と「事実」がどのような場合に重なるのかという議論をしていましたが、もし「事項」という文言に「意見」が含まれると考えることができるならば、私はそのように考えているのですけれども、Omnicare の(ア)のところで議論していたところは、少なくとも日本では議論する必要はないであろうというふうに思われます。むしろミスリーディングな部分についての責任を議論するときに、原告と被告の間でそれぞれどういう立証負担をするのか、どのような場合に免責が認められるのかという議論をするときに参考になる判決でないのかなと考えました。

#### 【発行者以外の者の相当な注意の抗弁との関係】

○松尾 最初に片木先生がお尋ねになったことですが、会計事項のうち評価というか見直しを含むようなものについては、日本でもやはり虚偽記載にあたるかどうかというところで問題とされるのでしょうか。そうすると、今般、継続開示に係る責任が過失責任化されたことで、やはり過失の有無の話が、発行会社との関係でも出てくるのですよね。虚偽記載該当性と過失の有無との切り分けはどうなるのかというのを知りたいのですけれども。

11 条の責任も、発行会社以外については、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められていると思うのですけれども、それと虚偽記載該当性の切り分けはどうなのでしょう。意見にかかわるような記述で虚偽の記載はあったけれども、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められるという余地はあるのでしょうか。

○石田 それは条文上、11 条 a 項に載る虚偽記載であれば、発行者以外の者について 11 条 b 項の免責が問題になるということですので、意見についても同じようにデュー・ディリジェンスの抗弁

というのはいり得るのではないのでしょうか。

○松尾 具体的に考えますと、合理的な根拠に基づいていない意見で、結果的に虚偽だと認定されてしまったところに、さらにデュー・ディリジェンスの抗弁で免責が認められるというのは、どのようなケースがあるのでしょうか。

○石田 例えば役員の免責の抗弁でしたら、私はよく調べました、十分な調査を行いました、だけれどもこの意見が虚偽であるということを知ることができませんでしたと、このような主張をして免責されることになると思います。

○松尾 ですが、その前段階の虚偽かどうかのところで、その意見が合理的な根拠に基づいていないと、これは原告の側が立証責任を負うのですね。多分日本でもそうなるのではないかと思うのですけれども。それとデュー・ディリジェンスの抗弁として主張すべき内容はかなり重なってきそうな気がするのですが。

○石田 意見の場合は、合理的な根拠に基づいて意見表示をしたというところまで役員の調査義務が及ぶと。役員はそのことを抗弁あるいは反論として主張することとなっていくのですね。

○松尾 といいますか、虚偽であるという立証と、私たちは相当な注意を用いたという立証がかなり重なってしまっていて、虚偽であるということ立証されてしまうと、事実上デュー・ディリジェンスの抗弁の余地はないのでしょうか。それともまた別の観点からあり得るのでしょうか。

#### 【虚偽責任が問題となる意見表示】

○行澤 その点の関連質問をよろしいですか。

先ほど石田先生は、日本の「事項」というのは広いから、米国のような議論をしなくてもいいということをおっしゃいましたが、その点はそのとおりで、当然、意見も虚偽表示の対象に含まれると解してよいと思うのです。ただ、判断の構造ですよね。意見が虚偽であるかどうかというのは、例えば先生のレジュメの 7 ページでも、規則 10b-5 でも、それが詐欺的であるかどうかということを考える場合には、主観的に信じていないことを言

っているから、言っていることが違っていたという仕方では判断しているわけですね。そこには、基本的にあまり合理的根拠とかということとはかかわっていないように思うのですね。

そうすると、私なりの切り分けですけれども、今の松尾先生のご質問との関連で言うと、虚偽かどうかという点で見れば、やはりその人が本当には考えてもいない、信じてもないことを表示して、しかもそれは事実ではなかったということになれば虚偽ですよ、と。ただ、その際にミスリーディングであることを防ぐべく合理的根拠をきちんと調査したかどうかということが何かデュー・ディリジェンスにかかわってくるという、そういう判断の仕方を、まさに本日ご紹介されたOmnicare ケースなどを応用して、定式化できないのかなという印象を持ったのですけれども、どうでしょうかね。

○伊藤 今の点ですが、合理的な根拠がなければ虚偽になるかどうかは、それは意見と言われることが具体的に何なのかによると思うのですね。会計の処理の方法に幅があるような場合とか、将来の予測が入ってくるような場合については、私はこう思っているというだけではやはりだめで、何らかの合理的な根拠に基づいてこの処理をとっていますということが、虚偽にならないために必要なようにも思います。でも、そういうのではなくて、本当に純然たる意見を述べているものというのがあるとしたら、それは合理的な根拠という話にはならないようにも思います。やはり、意見ということで思い浮かべる内容によるのではないのでしょうか。具体的な記載事項を考えて、それごとに考えなければいけないように思います。

○松尾 私が考えていたのは、三洋電機の子会社株式評価のような事例で、子会社株式の価値が下がっていて、回復の見込みがあるかどうかというところで、会社は回復の見込みがあるだろうと考えて減損処理をしなかった。ところが、結果的には回復せずに処理しないといけなくなって、さかのぼってみれば、あの時点で減損処理をしないといけなかったというケースは、多分片木先生が

おっしゃったことの典型例かと思います。そのときに、日本の場合は、減損処理しないということについて何か付加的な記載というのは要らないのですよね。

○片木 あれはたしか平成 17 年改正前商法で無過失責任を前提に虚偽表示はないという……。

○松尾 あの事件は結果的には、その部分は虚偽だったとされたのですけれども、回復可能性があるかをどう判断したかという根拠を開示しろということまでは求められので、そうすると、ある意味、意見だけ述べているようなものになるのですかね。

○伊藤 むしろ、それは意見というものでないように思います。評価が入ってくる事実なのだけでも、やはりそれは合理的な根拠に基づく評価を行わなければいけない事柄ですので、例えばこのOmnicare 判決で問題になっている意見とは、ちょっと違うように感じます。

○松尾 先ほどの石田先生のご回答の中では、会計事項も意見の方に振り分けられているということだったので。

○伊藤 なるほど。

○松尾 もちろん、日本ではそのように解する必要はないということは、そのとおりだと思うのですけれども。

○加藤 Omnicare 判決について、自分の理解が正しいのか確認したいのですけれども、先ほどの松尾先生の例をお借りして、例えば「減損しません」という情報開示は、「減損する必要はありません」という意見ですよ。そういった意見を受けた投資家は、会社がそのような判断をしたのであるから、多分その前提として合理的な調査をしているだろうということを期待するはずだと。この場合、会社が合理的な調査をしていなかったら、それはミスリーディングなステートメントになる、このような理解でよろしいでしょうか。

○石田 おっしゃるとおりです。

○加藤 わかりました。

一点、金商法ではないのですけれども、関連するように感じたのが、シャルレのMBOに関する株

主代表訴訟で問題となった情報開示義務の話です。情報開示義務違反が問題とされたのは、MBO について弁護士事務所からアドバイスを得ているという内容の情報開示であったと思います。ただ、弁護士事務所から MBO が公正な手続で行われたというお墨付きのようなものはもらえなかったという事案です。第一審では、弁護士事務所からアドバイスを受けていますと開示したことが情報開示義務違反に該当すると判示されました。アドバイスを受けている以上、弁護士事務所は公正な手続で MBO が行われたとお墨付きを与えたのだろうと投資家が考えるのが当然だったということかと思えます。ところが控訴審では、情報開示義務違反は否定されたわけです。M&A の場合でも、投資家は会社などが開示した意見を見たときに、これは先ほど伊藤先生がおっしゃったとおりですが、それは合理的な根拠に基づく意見だと思う場合とそうではない場合とがあるのだと思います。このように、シャルレの MBO に関する株主代表訴訟と本日のご報告には何か関連することがあるように思ったのですが、もし何か石田先生にご意見があれば伺いたいと思って質問させていただきました。

○石田 投資家が合理的に何を期待するののかというようなところでは、話は共通するかと思います。合理的な投資家であれば、そのようなアドバイスを受けていますという記載を重要な記載と考えて何らかの根拠があるはずだというように考えるでありましょうし、本日の話でも同じように、合理的な投資家であればどう考えるかという視点から、虚偽とかミスリーディングを判断しましょうという点では共通しているかと思います。

#### 【Omnicare 判決の位置づけ】

○黒沼 皆さんの議論を聞いていて思ったのですが、本判決は、純粋な意見の表示については、厳格責任は実質的には過失責任と同じになっているというふうに言ったものなのか、それとも、先ほど来議論をしているように、虚偽表示というふうに認められたら、無過失であるということとを証明する余地がないとするならば、その両者

は違うことになるわけですね。本判決の意義としては、この点はどちらなのですかね。

○石田 いや、それはわかりません。厳格責任であるとかという言葉を使っているが、何か過失責任に近いような責任を発行者に課しているようにも読めたのですけれども、そういう見方は間違っているのでしょうか。

○黒沼 いや、判決に書いてあることから多分読み取れないとは思いますが、記載が虚偽であるために、原告の側で立証をしなければならない事実を言ったときに、なおそれでも被告の側で、取締役なんかはデュー・ディリジェンスをしていけば責任を免れるような場合に、なお発行者が責任を免れる余地があるかという形で問題にはなると思います。ただ、この判決からは、それはどう読み取れるかはよくわからないなあというのが、皆さんの議論を聞いていての感想です。

## II. SEC の公正基金 (Fair Fund)

### 【Fair Fund の分配を受ける者の特定】

○山下 よろしいでしょうか。それでは、後半の Fair Fund のほうについてもご自由にご意見、ご質問をいただければと思います。

○船津 制度の理解の確認のためにお聞きしたいのですが、Fair Fund で分配を受けられる者というのは誰なのかという質問です。虚偽記載であるとか、あるいはとりわけインサイダーの場合、どういう人なのかということをお聞かせいただければと思います。

○石田 インサイダー取引の場合、たしか同時期に反対の売買をした者を被害者とするという規定があったと思います (1934 年法 20A 条)。虚偽記載のケースなどでは、被害投資家を確定しにくいので、まずその受領資格のある被害者の特定作業といいますか、確定作業からプランの管理者が行わないとならないようです。ただ、それは非常にコストがかかるので、幾つかの分配事案では、SEC の分配プランをそのままクラスアクションのほうに統合して分配を行っているようです。

そうすると、クラスアクションの結果で、それぞれ誰が被害者であるかということも決まってくるので、そのルートを使って特定作業を行うということもあるようです。一方、本日ご紹介しましたケースでは、まさにそれぞれに通知を出して、この人は資格があるかどうかとか、それからウェブサイト載せてプランを紹介するというようなことをやって特定作業を行っています。

**【発行者への民事制裁金による株主の二重の犠牲】**

○船津 その関係で、16 ページで二重の犠牲の構造が生じると書かれておられるのですが、それは、被害を受けたけれども、どうやってもファンドで分配を受けられない株主がいるから二重の犠牲が生じると、そういうことになるのでしょうか。

○石田 それは分配をする前の段階までの話だと思います。つまり、経営者の違法行為によって株主が損失を被る。その後、SEC から民事制裁金が課される。そうすると、会社のお金がさらに出て行く。これで2段階目の犠牲が生じると、こういうことを言っているのだと思います。

○船津 民事制裁金をファンドに入れるということであれば解決するのではないかという気がするのですが。

○片木 ただ、不実表示の前から株主である人は被害者ではないので、そのファンドのお金を会社から出させていたら、不実表示の前の株主はその分だけ損をすることにはなりませんね。

○石田 1段階目の損害の話はどうなるのですか。

○片木 本来よりも高いお金で買わされた人は、まさにファンドで救済を受ける。そういう考えですよね。

○石田 はい。

○片木 恐らく二重の何とかと言っているのは、例えばその人が、仮に株主であり続けた場合に、本来よりも高い値段で株を買わされたと言って救済を受けても、それが会社の金であれば、結局その分だけその会社の株価は下がるわけですから、何の意味もないでしょうということをお願いしたいの

ではないかなと思うのですけれども。

○石田 この点は、レジメでは省略しましたが、SEC も、民事制裁金の賦課を発行者に行う場合は、1回目の犠牲と、それから民事制裁金でさらに金銭を取ることが株主に対して過重な負担になっていないかという点に注意が必要であるということを経営者に発表しております。

○北村 そうしますと、ここで言っているのは、全ての株主に負担となるということであって、この民事制裁金から救済を受けられる者と受けられない者がいるという問題ではないようですね。日本でも、発行会社から投資家である株主が損害賠償を得るということは、その他の株主から救済を得た株主へ富が移転するのだという議論がありますが、それと同じようなことを言っているのか、あるいは、救済を受けられない人と受けられる人がいるということ以前の問題として、発行会社に民事制裁金を課すことは株主全員に犠牲を強いるので抑制的に考えようということなのか、どちらなのでしょう。

○石田 どちらかというとおっしゃったほうに重点が置かれていると思います。誰に還元するかとか、そういう話ではなくて、会社に金銭制裁を課する場合には、株主が二重に負担することがあり得ることに注意が必要だと、そういうステートメントだったと思います。

そもそも2006年のこのステートメントは、SECの金銭制裁の透明性や一貫性、このようなものを確保すべきであるというSECの考えによって発表されたものであると言われております。

○北村 わかりました。

**【ファンド創設の方法の違い】**

○川口 Fair Fundの創設について、SECが裁量によってできるものと、裁判所に命じて行うものがあるようなのですが、その使い分けはどうしているのでしょうか。また、そもそも、なぜ、このような2つの制度があり、また、効果として何か違うものがあるのでしょうか。

○石田 その使い分けの理由は明らかではないです。実施状況を見ましたところ、件数がどちらかに偏っているというわけでもなく、似たような件数になっています。ただ、裁判所を通さず SEC が行政手続でプランを設けると、裁判所の公正な基準というフィルターを通さず SEC がプランを実施できるという点で違いがありますし、もしかしたら手続が迅速になるのかもしれませんが。

○黒沼 今の点は、行政手続による場合は SEC の裁量でできるけれども、利得の吐出し訴訟をしていたり、民事制裁金で裁判所に行ったりする手続のときは、裁判所の許可が必要という話ではないのですか。

○石田 裁判所に利得の吐出しや民事制裁金の申立てをする際に、その金銭をどうするかというのでプランを設置しますという申立てをして、そこで裁判所が審査をするということだと思います。

○川口 黒沼先生がおっしゃったのは、民事制裁金について、SEC が裁量でできるものと、裁判所に命じてやらせるものとの二つがあるので、これによって Fair Fund にも違いがあるのではないかということであったかと思いますが。

#### 【私的訴訟で救済されていないケース】

○洲崎 今のところにも関連するかもしれないのですが、レジユメの 13 ページの Fair Fund の利用実態の⑤のところで、発行者の報告・開示違反以外のタイプでは、Fair Fund による分配が唯一の損害填補になったものが 71.3%もあったとされています。とすると、発行者の報告・開示違反のタイプでは、私的訴訟で処理されるケースも多いということになりそうですが、その違いはどこから来ているのでしょうか。

○石田 発行者の報告・開示違反以外の事件というのは、たとえば、ブローカー・ディーラーに対する訴訟であったり、投資顧問に対する訴訟であったりというものが含まれています。大型の事件にならない、クラスアクションを起こすインセンティブがあまりないというようなケースなのではないかと思います。

○洲崎 なるほど、わかりました。

#### 【日本との状況の違い】

○伊藤 レジユメの注 23 に記されていますように、日本の場合、課徴金を被害者に分配できるようにしたほうが良いという見解が多く主張されていますよね。他方で、注 37 に書かれているとおり、米国の場合、Fair Fund を通じた分配に批判的な見解も有力なようです。それで、ここがどのように違う背景なのですかけれども、これは、例えば米国であれば、民事制裁金の金額がそもそも大きいとか、米国の場合は日本よりもはるかに私的訴訟が盛んであるというあたり、つまり、米国であればもう民事制裁金と私的訴訟の調整を云々できるようなレベルにあるということにあると考えればよいでしょうか。

○石田 私が見た文献では、Fair Fund 制度を真正面から否定するような論者はいませんでした。おっしゃるように、日本とは違って、民事制裁金が多いことは制度の背景にあると思います。ただ、最後のところで幾つか挙げたような問題があるといった指摘がたくさんありまして……。

○伊藤 米国では、まさに問題があると言えるほどのレベルにあるということなのかなと思ったのです。日本は課徴金が少ないですし、訴訟は米国ほど起こってもいけませんので、割と素朴に被害者救済のためにもっとお金を回そうよという話もできるのかなと思いましたので。

#### 【ファンド創設の手続、ファンドの財源】

○龍田 Fair Fund が設定されるのは、裁判手続や SEC の審決など、正規の手続で吐出しが命じられた場合に限るのでしょうか。近頃は、正規の手続に入る前に、司法取引とか和解のような形で (pleading) 決着する事件が多いようですね。そういうときも Fair Fund を設定して救済に充てているのではないかと想像しますが、そう考えてよいのでしょうか。

最近はまだ内部通報によって摘発される例が多いようですね。通報者には多額の報奨金が支払わ

れるようです。そういう場合、違反者から取り立てたお金は報奨金に回すのか、まず救済に充てたうえで残りがあればそうするのか、そのあたりについて、もしおわかりでしたらお教え願います。

○石田 1つ目のご質問については、裁判上または行政上の手続で和解した場合も、ファンドの創設が可能となっています。ほかに、例えば刑事手続を行う際に、restitution を先に行って、そうやって被害者への救済を行っているというケースがあるようです。それは、分配プラン以外の制度として被害者に金銭を支払ったというケースのようです。

それから、自主的に分配プランというのを被告会社が設けて、SEC のプランにのっとらない形で被害者への救済を行うというケースもあるようです。これが1つ目ですけれども、よろしいでしょうか。

○龍田 別のプランというのはどういうものでしょうか。インサイダー取引の場合ですと、その取引をした当事者から取り立てるのであって、会社は関係ないのではないのでしょうか。

○石田 被告会社が自主的に被害者への損害填補を行う。それを SEC の Fair Fund の制度ではない形で被害者への被害填補として先にやっておくということはあるようです。

ホイッスルブローアーに関しては、民事制裁金をホイッスルブローアーへの報奨金の基金に充当するという制度があったと思います。本日はちょっと調べておりませんので、そこはわかりません。申しわけありません。(注：通報者への報奨金は、Dodd-Frank 法 922 条により新設された投資家保護基金から支払われる(1934 年法 21F 条 g 項(2)(A))。SEC が徴収した民事制裁金は、国庫に納付される例外として、SOX 法 308 条の公正基金に充当される場合と、投資家保護基金に充当される場合がある(1933 年法 20 条 d 項(3)(A)、1934 年法 21 条 d 項(3)(C)(i))。投資家保護基金の残高が 3 億ドルを超えるまで、SEC は徴収した民事制裁金、利得吐き出しもしくは利息のうち、SOX 法 308 条の基金に追加されないもの、または別の方法で被害者に

分配されないものを投資家保護基金に預託することとされている(1934 年法 21F 条 g 項(3)(A)(i))。なお、SEC “Fair Fund” の 2015 年度年次報告書 106 頁によると、同年末時点で投資家保護基金の残高は約 4 億ドルに達している。)

○川口 最後の点は、国庫に納めるのか、被害者に回すのか、どちらを優先するのかということにも関係しそうですね。国庫へ納めたら、そこから密告者にお金が支払われることが容易になりそうです。もっとも、両者の区別といいますか、棲み分けはどうなっているのでしょうか。ご報告では、実現可能性や経済合理性が低い場合は国庫に納めることを分配プランで決めておくことができるということでしたが……。あるいは、まずは、救済に充てることが第一で、は残ったお金は国庫に行く、そういう話なのでしょうか。

○石田 いや、その原則がどちらなのかがはっきりとわからなくて、どういう場合にファンドを設けているのか。それは余裕がある場合なのだけでも、それでは、設けていない場合は余裕がないのかということ、そうとは言い切れないかもしれない。つまり、ファンド設置義務という形では定めていないので、ファンドを設置するか否かの判断基準が不明確だということか、よくわからないなという印象を受けました。

#### 【被害救済における SEC の役割】

○船津 レジュメの最後のところに、「損害填補を SEC の執行活動の主たる目的とすべきではなく」と書かれています。ご存じだったら結構なのですが、民事制裁金だけでファンドができるようになったりというような形で拡大をしているということがあると思いますけれども、SEC としては、損害填補の方向に行きそうだと、制度の趣旨が変わっていきそうだという話なのか、それとも、あくまで抑止のほうが重点であり続けて、損害填補は副次的なものにとどまるのかというあたりはいかがでしょうか。

○石田 SEC 自身は、2003 年のレポートの中で、私的訴訟にとって代わるような制度にはなり得な

いというようなことは述べています。ただ、そのような民事制裁金とかがたくさん取れるようになってきて、ファンドの財源が増えたことは確かだけど、そちらのほうへ傾斜していくのは、SECの本来のあるべき姿、規制機関としてのやるべき姿ではないのではないかというのが、Black教授の批判です。

○松尾 損害の填補ということになりますと、当然、損害の基準にして制裁金の額を算定するという方向に行くと思うのですが、現在はたしか、被害の大きさというのは、民事制裁金を課すかどうか、あるいは民事制裁金の額を算定する際の一要素にはなっていましたけれども、必ずしも損害額を基準に制裁金の額を決めることにはなっていないと思うのです。

それで、インサイダー取引等も含めると、損害を填補するに足る制裁金が課されているケースが多いのか、それとも、填補されても一部ということなのか。足りない場合が多いとすると、結果的に一部填補に回っているけれども、填補が目的になっているとは、制度上は評価できないのではないかと思うのですけれども。

○石田 被害回復額に占める割合で言いますと、15%ぐらいと言われているので、それぐらいの填補にしかなくなっていないということです。ただ、一方では、SECのFair Fundのみが救済資金となったという、そういう事例もありますので、全く焼け石に水かと言われると、そういうわけでもなくて、被害者にとって非常に有益な制度となっている場面もあるという評価ができると思います。

#### 【日本でのFair Fund制度の可能性】

○山下 先ほども言及がありましたが、10ページの注23で、日本でもこういう米国の制度を参考にすべきであるというふうな見解を述べられている先生方の論文等が引用されているのですが、引用されている川口先生、黒沼先生、本日のご報告を聞かれてどんな感想でしょうか。(笑)

○川口 かなり前のことで……。 (笑) 当時、虚偽記載などがあった場合でも、民事責任の追及

が難しい状況のもとで、有効な救済の方法がないのかということを考えていました。課徴金も国庫に入ってしまう、被害者の救済に直接には役立たないわけです。他方で、課徴金は国庫に入るものの、それは、監督官庁による、市場監視機能の強化に対するコスト負担を市場参加者として分担していると考えれば、一応の説明はつくのかもしれませんが。いずれにせよ、民事責任の追及が困難な状況で、何か打開策はないのか、そのような考えで、立法論として、投資者への損害賠償金に充てる制度の創設を提唱していたように思います。

○黒沼 私は、2010年ころにSECに調査に行ったことがありまして、そのときにいろいろな話を聞いた限りでは、このFair Fundは非常にうまくいっているという印象でした。ただ、本日ご報告があつて、手続なんかも詳しくご紹介いただきましたけれども、日本でも同じようにすべきだというのは、言うのは簡単ですけども、ファンドの分配プランをつくったり、実際に分配手続を執行したりするというのはなかなか大変なことで、SECや裁判所の監督がうまくいかなければマネジメントが非常に難しいなあという印象も同時に感じています。

○山下 ほかにありませんか。前半の判例のほうもよろしいですか。

それでは、若干早いですが、本日はこれで終了したいと思います。

石田先生、どうもありがとうございました。

JFX 金融商品取引法研究会 2016年4月22日  
アメリカのクラスタクション・代表訴訟の最近の動向－証券クラスタクション

関西学院大学 石田真得

はじめに

### I. 最近の最高裁判例 ～Omnicare 判決の検討～

Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S. Ct. 1318 (2015)

#### 1. 事実の概要と判旨

##### (1) 事実の概要

O 社は、介護施設の長期入所者のために調剤サービスを提供する国内最大規模の会社である。2005年12月、O 社は、普通株式の公募を行い、SEC に登録届出書を提出した。本件で問題となった記載は次の2点である。①我々は、他の医療サービス提供者との契約の定め、我々の薬剤提供者、および我々の調剤業務が、適用される連邦法および州法を遵守していると考ええる。②我々は、製薬業者との契約の定めが、我々がサービスを提供する医療サービス制度および患者に価値をもたらすこととなる法的かつ経済的に有効なものであると考える。」

なお、O 社は、上記の法的意見に次のような警告を付していた。すなわち、①の記載と同頁には、州が着手した製薬業者に対する何件かの法執行活動(enforcement actions)に言及し、調剤薬局への支払いに関する諸法は、将来、O 社の解釈および適用とは異なる方法で解釈されうるとの警告がなされ、②の記載の傍には、連邦政府が製薬業者による薬局へのリベートについて重大な懸念を示していることを述べるとともに、このような値引きがなされなければ事業は難しくなるかもしれないとの警告が記載されていた。

2006年1月、O 社の施設において、製薬業者からのリベートの受け取りに関して、複数回の強制捜査が行われた。主導的原告である Funds は、上記公募に応じて普通株式を取得した者である。Funds は、O 社がキックバックを禁止する諸法に違反したことから、O 社の法令遵守についての上記①②の記載が、重要な虚偽記載に該当し、また記載が誤解をもたらし、また必要でない重要な事実の記載を省略したと主張して、O 社およびその役員ら相手方として、1933年証券法 11 条に基づき、損害賠償を請求した。

第一審の連邦地方裁判所は、O 社がその内容を実際に信じていなかった意見表示を行ったと Funds が主張していないとして、却下申立を認めた(2012 WL 462551 (E. D. Ky. Feb. 13, 2012))。これに対し、原審の第6巡回控訴裁判所は、Funds は意見表示の客観的な虚偽を主張すれば足り、O 社の誰かが意見を信じていなかったことまで断言・証明する必要はないとして、この点についての地裁の判断を破棄した。

### (2) 本件原審の判断 (719 F.3d 498 (6th Cir. 2013))

a) 11 条が発行者につき厳格責任を課す規定で、規則 10b-5 のように被告の欺罔の意図を要求していない点を強調。

b) Virginia Bankshares 事件の法廷意見もスカーリア判事の意見も、14 条 a 項や規則 10b-5 の意見表明の要件としては、異論ない。

c) 11 条は表示者の内心(state of mind)の立証を要求しないから、Virginia Bankshares 判決の主観的要件(表示当時、その表示が虚偽であると知っていた)は、厳格責任を定める 11 条の要件として採用できない。

### (3) 判決の要旨 (Kagan 判事執筆)

(ア) 事実と意見の相違について

Funds は、「我々は法を守っていると考ええる。」という表示が、「我々は実際に法を守っている」ことを伝えるものであるという。事実の表示(そのコーヒーは熱い)は、あるものについての確実さを表すのに対し、意見の表示(そのコーヒーは熱いと思う)はそうではない。議会は、「真実でない表示」ではなく、「事実についての真実でない表示」についてのみ発行者に責任を負わせて、11 条の前半部分においてまさにその違いを効果的に用いたのである。

(イ) 意見表示が事実表示の責任を生じさせる場合について

いずれの意見表示も 1 つの事実を明白に表している。すなわち、表示者がその述べた考えを実際に有していることである。製品の品質についての CEO の表示(「私は、我々の TV が市場で利用しうる最高の解像度を備えていると考ええる。」)は、その TV が 2 番目であることと当該 CEO が知っていたならば、事実、つまり、自己の考えという事実についての不実の表示となるであろう。そして、法令遵守(「私は、我々の販売業務が合法であると考ええる。」)についての表示も同様に、その会社が法を犯していると考えたならば、内心の状態を偽って述べたことになるであろう。このような場合、発行者は 11 条の前半部分の責任を負うであろう。

さらに、CEO が「我々は競合他社が利用できない特許技術を用いているので、私は、我々の TV が利用可能な最高の解像度を備えていると考ええる。」と述べた場合、かかる表示は、表示者の内心だけでなく、同社が特許技術を利用しているという基礎的事実をも述べていると理解しうる。よって、11 条の責任は、表示者が表明した考えを有しない場合だけでなく、提示した裏付けとなる事実が真実でない場合にも生ずるのである。

Funds が問題にする 2 つの文は、純粋な意見の表示である。Funds は、O 社が意見を実に有していたかを主張していない。O 社の考えが誤りであることが判明したという Funds の主張は、それだけでは 11 条前半の責任を生じさせない。

p. 1

p. 2

いは、その考えについての真の躊躇を明確にするだけで十分である。

(オ) スカーリア判事の一部同意および結論同意意見  
 法廷意見は、私またはコモロンローが考えるよりもはるかに多くの意見表示が追加の事実を伝えると考えているので、一部のみ同意する。

法廷意見の 11 条の省略条項の意見表示への拡大的な適用は、不実表示の広範な領域を創り出し、実際にコモロンローのルールと反対の結果を生ずる。裁判所は、合理的な投資家は登録届出書のすべての意見についての合理的な根拠を正当に期待すると判示する。しかし、このような考え方はコモロンローに合致しない。

また、「我々は、我々の行動が合法であると考える。」という意見表示が、「我々はこの意見を発表する前に意味のある法的調査を行った」という事実の黙示的な表明を伝えると理解するのは、私には奇異に思える。会社の行動が合法であると結論づける際に、意味のある法的調査よりもむしろ、取締役は業界の慣行や従来の経験または規制当局からの助言などに依拠することもあるという現実を無視するのはおかしい。当該判所のルールは、登録届出書に目的で行ったすべてのトピックにつき専門性の推定を採用するものである。

登録届出書への記載義務がある事項については経営者が専門家であり、このような推定の採用は合理的である。しかし、法令遵守は届出書への記載が特に要求されおらず、経営者が自発的な情報提供において「我々は〜と考える」を前置したときは、これは我々の専門分野ではないという事実を警告する。

意見表示が合理的な調査を暗示することを両当事者が知っていたとしても、調査の内容につき両当事者の意見が実際のところ異なる場合、話し手は、主観的に欺罔を意図していないならば、詐欺的不実表示の責任を負わない。

※ トーマスマ判事の結論同意意見 <略>

## 2. 検討

### (1) 1993 年証券法 11 条の規定の概要

登録届出書の虚偽記載に関する証券取得者に対する民事責任規定  
 責任対象者 (11 条 a 項各号)：登録届出書の署名者 (発行者含む)、取締役、会計士等の専門家、引受人)

… registration statement, …, ① contained an untrue statement of a material fact or ② omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading. …

※ 発行者以外の者：免責事由、デュー・ディリジェンスの抗弁 (11 条 b 項)  
 ※ 発行者：免責事由の定めなし。原告は、重要な虚偽記載または省略を主張・立証すれば足りる。善意 (innocent) の虚偽記載についても責任を負う。1994 年法 10 条 b 項で要求される被告の欺罔の意図 (scienter) の主張・立証が不要。絶対責任 or 厳格責任といわれる

(ウ) 意見表示が事実についての誤解をもたらす表示となる場合について

表示が誤解を生じさせるか否かは、合理的な投資家の立場によって決せられる。合理的な投資家は、状況によっては、表示者がその意見をどのように形成したのかについての事実、換言すると、そのような見解をもつ表示者の根拠についての事実を伝えるものであると意見表示を理解するかもしれない。「我々は、我々の行為が合法であると考える。」という法令遵守に関する簡単な例でいえば、弁護士に相談しないで発行者がそのような表示をするならば、その表示は誤解を生じさせるような不完全なものである。投資家は、結果的に法的意見が誤りとなりうることは認識しているが、このような表明が何らかの意味のある法的調査に依拠することを期待する可能性が高い。同様に、弁護士の反対の助言にもかかわらず、または連邦政府の異なる立場を知りつつ、発行者がそのように表示をした場合、投資家は、発行者がその意見を信じていることを期待する。よって、登録届出書が有していた情報に当該意見が完全に整合的であることを期待する。よって、登録届出書が、意見表示に関して発行者の調査や知識についての重要な事実を省略しており、かつ、それらの事実が合理的な投資家がその表示から受け取ることに矛盾する場合、11 条の省略の責任が生ずる。

合理的な投資家は、意見が相対立する事実の比較検討に基づき、合理的な理解をする。たとえれば、法令遵守についての意見を述べる際に、年上の 6 人の弁護士が承認をしたのに対し、若手の弁護士 1 人が業務の合法性について疑念を表明したことを開示しなかった場合、たとえ少数者の立場が最終的に正しかったとしても、その省略は誤解をもたらす意見表示を裏付けすることを期待してはいない。

さらに、省略が意見表示に誤解をもたらすものとするか否かは常に文脈に左右される。投資家は、SEC に提出される公式な書類である登録届出書に含まれる意見が、根拠のない、思いつきの判断を反映するものであるとは期待しないし、期待しないことは正当である。同時に、投資家は、事実であれ、意見であれ、間接的表現 (hedged) や免責文言、そして明らかに矛盾する情報を含む、すべての周辺の記載に照らして、書類の各表示を読む。そして投資家は、関係する業界の慣行や実務を考慮に入れる。11 条は、このような適切な誤解と一致しない重要な事実についての省略に対してのみ責任を生じさせるのである。

(エ) 意見表示への萎縮効果について

投資家は、その省略により、適正かつ文脈の中で記載を読む合理的な者にとって誤解を生ずる意見表示となるような、発行者の意見の根拠となる特定の (かつ重要な) 事実、すなわち、発行者が行いましめたは行わなかった調査や、発行者が有しまたは有していなかった認識についての事実を明示しなければならぬ。これは投資家にとって小さな負担ではなない。11 条の省略の責任を免れるため、発行者は、意見の根拠を明らかにするだけで、ある

(Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U. S. 683, 687 (1983)).

(2) 重要な事実についての真実でない表示【判旨 (イ)】

一 意見表示が 11 条①の責任を生じさせる場合

11 条①は「事実」についての表示を問題にする

「意見」と「事実」の違い【判旨 (ア)】

→ 本判決は、「意見」が「事実」についての表示といえる場合を 2 つ挙げる

- a. 意見表示は、表示者がその表示した考えを実際に有しているという「事実」を示すもの ⇒ 表示者がその考えを実際に有していないとき、①の責任
- b. 意見表示のなかで意見の裏付けとなる事実を提示するもの（特許取得済みの技術を用いた TV の例） ⇒ 2 つの事実を含む（表示者の内心+技術利用した TV）。その事実が真実でないとき、①の責任。裏付けとなる根拠だけに虚偽があった場合も？

cf. 内心では表示した通り考えていなくても、結果的に表示が正確であった場合は？

→ 11 条①責任は生じない。誰かに損害を与えるものでないし、内心の不純な点を争えるなら、取締役は嫌がらせ(strike)訴訟に脅かされるので、1934 年法 14 条 a 項の責任を生じさせないと判示した Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083, 1095-96 (1991) を引用して、11 条においても同様であるとした（本判決・脚注 2）。⇒ 主観的虚偽だけでは責任発生しない趣旨と思われる。

本件：O 社の表示した 2 つの文は単純な意見。Funds は O 社の考えが誠実でなかったという主張をしていないので、①の責任は生じない。

(3) 重要な事実についての主観【判旨 (ウ)】

一 意見表示が 11 条②の責任を生じさせる場合

(i) 11 条②の要件との違い

①は、「事実」についての表示 (statement) であるのに対し、②の「表示(statement)」は、①のように修飾を受けていないので、「事実と意見」の両方を含み、事実や意見が誤解を生じないようにするために必要な重要な「事実」の省略について責任が生じる（本判決・脚注 4）。

(ii) 合理的投資基準の採用

誤解をもたらす (misleading) か否か…合理的な投資家を基準

文面上は正確でも、合理的な投資家にとって、事実を省略したことと誤解をもたらすような意見表示となるのは、どのような場合か？

cf. O 社の主張：合理的な投資家であれば、意見は内心を伝えるものに過ぎないと考えるはず、表明した意見を確実なものとして理解しないはず。誠実に意見を持ったのであれば、免責されるべき。→ 本判決は O 社の主張を斥ける。

(iii) 合理的投資家の意見表示の受け止め方

状況によって、合理的な投資家であれば、意見表示は意見形成についての事実や見解の根拠を伝えると理解するだろう。本当の事実が違っているのに、それが提供されなければ、誤解をもたらすものとなる。投資家は、発行者が表示した意見を信じるだけでなく、その当時有していた情報とかなり整合する (fairly align) 意見であると期待する。

- { a. 意見表示に関する調査や知識についての重要事実を省略
- b. 合理的投資家が意見表示から受け取ることと当該事実が相反する

→ 11 条②の責任が生ずる。

◆原告は、誤解をもたらさなければならない必要はないとの見解。  
が気づいていないと証明する必要はないとの見解。

(iv) 上記 (iii) を検討するうえで留意すべき事項

a. 意見表示が適合する事実の比較検討・評価に基づくものであることを理解している。 → 発行者の知るすべての事実が意見表明の裏付けとなっているとは期待していない。

b. 意見表示は文脈のなかで理解されるべき

・登録届出書は SEC に提出される公式書類。投資家は、根拠のない思いつきの判断が含まれているとは考えない。(11 条では責任加重の要素?) それと同時に、間接的表現 (hedges)、断り書き (disclaimers)、明らかに矛盾する情報など含む、その前後の文すべてに照らして、そのような書類の表示を読む。合理的投資家は、全体の文脈から意見表示を理解する。

(4) 意見表示への萎縮効果【判旨 (エ)】

- ・原告の立証負担は小さくない。
- ・コモロロにおける、意見表示は、表示者がその意見形成を正当化するに十分な事実を知っているか、または、少なくとも意見と矛盾するような事実を知らないことを暗示的に表示として合理的に理解される (Restatement (second) of Torts §539) との考えのもとでも、弊害はみられない。

(5) 本判決の位置づけ

◆本判決は、「法令遵守」についての「意見」の虚偽につき、「11 条」の責任を判断した。

(i) 11 条①の責任について

Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U. S. 1083, (1991) 判決との関係  
「客観的証拠による証明なしに、信じていないこと (disbelief)。考えまたは動機の不開

<sup>1</sup> James D. Cox, "We're Cool" Statement after Omnibus: Securities Fraud Suits for Failures to Comply with Law, 68 SMU L. Rev. 713, 718 (2015).

<sup>2</sup> 黒沼克郎「委任状説明書における重要事実と因果関係の立証」商事法務 1446 号 (1997) 32 頁。締め出し合併を受ける会社の株主が、当該会社の取締役会による委任状説明書類に、対価が公正かつ高いと記載したことが 1934 年法 14 条 a 項および規則 14a-9 に違反する重要な事実についての虚偽記載または誤解を生ずる記載であるとして、当該取締役らに対し、損害賠償請求した事実。

ここでは、予測や考えの表示は、①表示内容を誠実に信じていた、②その考えに合理的な根拠がある、③表示者が表示の正確性を著しく損なうこととなる不開示の事実について気づいていない、という3つの事実に関する黙示的表明を含む。そして、これらのうちの1つが欠けていれば、訴訟対象になると述べられていた (In re Apple Computer Sec. Litig., 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989) ; Kaplan v. Rose, 49 F.3d 1363 (9th Cir. 1994))。論者のなかには、本判決の射程が10条b項にも及ぶものと広く捉えて、上のような下級審裁判所の立場の対立が本判決によって解消されると指摘する見解がある<sup>8</sup>。

d) Virginia Bankshares 事件でも、本件のTVの例でも、表示された意見の内容は、真偽が判明するものであった。学説では、たとえば、決定的でないデータに基づく医薬品と病状の関連性などのように、本質的に結論が不確実ならざるをえず、真実か虚偽かと判明しえない事柄もあるので、客観的虚偽には、意見の中で述べられた事項が明らかに虚偽である場合のほか、客観的にみても不合理であった場合も含まれるよう解釈すべきと主張する見解がある<sup>9</sup>。

<参照:主観的虚偽の立証成功事例> Reese v. Malone, 747 F.3d 557 (9th Cir. 2014)

British Petroleum の一連の原油漏れに関連するクラスアクション。BP社の2005年の年次報告書で、「経営者は、グループの活動が適用される環境に関する諸法およびレギュレーションをすべての重要な点において遵守している」と記載されていた部分の虚偽記載が争点の1つとなった。裁判所は、「考えの表示は、①表示が実際には信じていない、②その考えに合理的根拠がない、または、③表示者が表示の正確性を著しく損なうこととなる不開示の事実について気づいていないならば、10条b項のもとで訴訟可能な事実に関する(factual)不実表示となる。」としたうえで、本件訴訟で、BP社の環境に關する諸法令の數多くの違反の証拠を挙げており、また違反の重大性からみて主要經營者が法令遵守の信念を弱めるような事実が気づかなかったとは言いがたいことなどから、BP社の經營者がどのように同社が法令を遵守していたと考え、その違反を重大でないと考えていたのか不明であるとして、原告が訴答に成功した判断した<sup>10</sup>。

(ii) 11条②の責任について

たとえ表示者が真に自己の意見内容を信じていたとしても、11条②の責任の可能性が残ることを明らかにした<sup>11</sup>。

<発行者の免責>

→ 誤解をもたらす意見表示とならないよう、追加的情報提供が必要となる場合もありうる。この要件は、新しいものであり、発行者は、意見を補強する何らかの事実を明示するか、意見が仮定的なものであることを明示する必要があるかもし

<sup>8</sup> Wendy Gerwick Couture, False Statements of Belief as Securities Fraud, 43 Sec. Reg. L. J. 351, 356 (2015).  
<sup>9</sup> Couture 前掲 43 Sec. Reg. L. J. at 356-57.  
<sup>10</sup> Sale & Langevoort 前掲 10頁。

示だけでは、14条a項のもとで訴訟を維持する十分な根拠があるのかという問題がある。我々は、信じていなかったことや動機的不開示だけでは、14条a項のもとで要求される事実の要素を満たさないと判断する。」「多数意見」

「私は、法定意見を、『取締役の意見では、これは株式の高い価値である。』という表示は、実際には高い価値でなく、かつ、取締役がそれを知っていた場合に責任を生じさせるものと理解する。実際には価値は高くなくかつ、取締役が誠実に(honestly)高いと信じていたならば責任は生じない。」「スカーリア判事の一部同意意見」

a) Virginia Bankshares 判決：表示者の主観的虚偽(そうである)と信じていないことを表示した) だけでは訴訟の対象とならず、表示者の主観的虚偽と意見の内容に矛盾する(実際に高い価値ではなかった) 客観的証拠があれば訴訟対象となるという趣旨。本判決は11条①の責任について、意見表示が事実の表示となりうる場合があることを確認したうえで、主観的虚偽と客観的虚偽の要件を課した点で、Virginia Bankshares 判決と立場は異ならないように思われる。

b) 学説では、Virginia Bankshares 判決の定式は、発行者の厳格責任を定める11条には整合しないという見解がある<sup>3</sup>。下級審裁判例では、11条・12条の責任についても、Virginia Bankshares 判決を踏襲して、主観的虚偽と客観的虚偽の両方が認められる場合限り、意見や考えの表示は責任を生じさせるとするものがある。たとえば、Fait v. Regions Financial Corp., 655 F.3d 105 (2d Cir. 2011) では、原告は、住宅市場およびモーター車市場の深刻な悪化の状況下で、慶應の異なる額の計上をすべきであったと主張したが、裁判所は、Virginia Bankshares 判決を引用しながら、被告が表示の当時に慶應に關する表示を信じていなかったことを説得的に主張して拒否し、これを斥けた。貸倒引当金についても、同判決を引用して、原告は被告の意見につき主観的虚偽を主張していないとして、これを斥けた。一方、本件原告は、客観的虚偽のみで足りるとして、本判決により、11条責任に關しては控訴裁判所間の争いが解消されたといえる。

c) Virginia Bankshares 判決の示した要件は、その後、虚偽の意見表示を争う規則 10b-5上の訴訟で採り入れられた<sup>4</sup>。多くの下級審裁判例は、①表示者が実際に自己の意見内容を信じておらず、かつ、②客観的に虚偽である場合に限って、意見表示が詐欺的であるという立場を採用した<sup>5</sup>。ただし、少数の下級審裁判例には、明らかに Virginia Bankshares 判決を無視して、主観的虚偽のみを要求するものもあつたと指摘されている<sup>6</sup>。

<sup>3</sup> James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 642 (7th ed. 2013).  
<sup>4</sup> Cox 前掲 716頁。  
<sup>5</sup> Donna M. Nagy, Richard W. Painter & Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 44 (3d ed. 2012).  
<sup>6</sup> Wendy Gerwick Couture, Opinions Actionable as Securities Fraud, 73 La. L. Rev. 381, 393-94 (2013) ; Hillary A. Sale & Donald C. Langevoort, "We Believe": Omnibus, Legal Risk Disclosure and Corporate Governance, Washington University in St. Louis School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Paper No. 16-08-03, at 5 (Mar. 2016).  
<sup>7</sup> Couture 前掲 73 La. L. Rev. at 392-93.

樂觀的意見の表示が意味をなささないほど曖昧である場合、それは「puffery (誇張)」として、法律上重要ではない(immaterial)ものとされる<sup>18</sup>。近年になって、裁判所が抗弁としてのpufferyを認めるケースがあるという<sup>19</sup>。

<ex.> 『当社では品質が第一である。…』

「かかる表示は、合理的な投資家であれば、利用可能な情報の全体的な主旨を著しく変更するとみなさないうる単なる誇張(puffery)または誇大表現(hyperbole)にすぎない。したがって、たとえミスリーディングであるとしても、重要ではない。」(In re Ford Motor Co. Sec. Litig., 381 F.3d 563, 570 (6th Cir. 2004))

pufferyは意見と同じように省略に基づく推論を生じさせるので、本判決は従来のpuffery defenseの範囲に影響を与えるのではないかという指摘がある<sup>20</sup>。

## II. SECの公正基金(Fair Fund)による投資家の被害救済

### 1. 我が国の状況

課徴金の法的位置づけは、違反行為の抑止のために一定の金銭的負担を課す行政上の措置であり、金銭的負担の水準は利得相当額とするものとされている<sup>21</sup>。そして課徴金は国庫に納付されることと規定されている(172条~175条の2「…課徴金を国庫に納付することを命じ…」)。

学説では、一定の金銭的負担による違反行為の抑止が目的であるならば、徴収した金銭が国庫に帰属することとは関係なく、金銭的負担をさせることで目的は達成されるはずであるとする見解がある<sup>22</sup>。投資家の被害救済が不十分なケースにおいて、徴収した課徴金を被害者救済に利用すべきであるとする見解、またはそのような制度の可能性を示唆する見解は少なくない<sup>23</sup>。

### 2. 米国の状況の概要

米国では、SECのエンフォースメント手段は多様であり、そのうち金銭的賦課を行うものとして、利得剥奪・吐出し(disgorgement)と民事制裁金(civil penalty)がある。利得吐出

<sup>18</sup> Naxy, Painter & Sachs 前掲 63 頁、龍田節「発行者の会社情報開示」証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』(日本証券経済研究所、1996) 34-35 頁。

<sup>19</sup> Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, Fundamentals of Securities Regulation Vol. 2, at 1266 (6th ed. 2011).

<sup>20</sup> Sale & Langevoort 前掲 11 頁(注) 35。

<sup>21</sup> 三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任』(金融財政事情研究会、2005) 13 頁。

<sup>22</sup> 黒沼健郎「投資者保護のための法執行」商事法務 1907 号(2010) 47 頁。

<sup>23</sup> 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務 1736 号(2005) 18 頁、梅本剛正「現代の証券市場と規制」306 頁(商事法務、2005)、証券取引法研究会編『簡法・証券取引法の諸問題』平成 16 年の証券取引法等の改正』列冊商事法務 290 号(2005) 121 頁(『労資良発言』、黒沼健郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金—」金融研究 25 巻(2006) 93 頁-94 頁、川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同志社法學 61 巻 2 号(2009) 282 頁、黒沼・前掲、商事法務 45 頁等。

れない<sup>11</sup>。本判決は、発行者が意見表示をする前に、その根拠や、その存在・合理性に関する調査をしなければならぬことを明らかにしたとの見解<sup>12</sup>。

<原告の訴答>

→ 合理的投資家の受け止め方を変えていたような、意見の前提となった事実(調査や認識)を特定し、かつ、重要であったことを主張・立証する。本判決も述べるように、これは原告にとっでかたがたみられられている<sup>13</sup>。もともと、合理的投資家には、疑い深い目で明確な事項しか信用しない者もいれば、経営者を信用して間接表現された内容でさえ信用する者もいるわけで、複数の見方があるのではない<sup>14</sup>。

a) 本判決の射程は明らかでない。本判決が 11 条の責任を論じつつ虚偽の意見表示について一般的な考え方を示したのか、11 条のみに限定した理解を示したのか定かではない。

cf. 本判決の 11 条の趣旨に関する言及：

「募集届出書は、公衆に証券を売らつけるための法が前提要件とする SEC に提出される公式書類の類いのものである。」「議会は投資家への完全な真実開示を発行者が行うことを確保するため、11 条を規定した。そのため、文面上の正確性だけでは不十分である。発行者は、あることを述べて別のことを隠すことにより投資家に誤解をもたらしなくてはならない。O 社の立場は、『私たちは～考える』や『私たちは～思う』で始まるすべての文について制定法の要求を無意味にする。」「O 社の主張が正当なら、会社は 11 条の心配から解かれて募集届出書に意見表明を事実上完全に自由にしようであろう。このような結果は、厳格責任(strict liability)を設けた議会の意図に合わない。」

b) 学説では、厳格責任を定める 11 条のもとでは、上級役員が法律上のリスクを知っていたか、知らなかったかに関係なく、誤解をもたらし表示をすればそれで責任が生ずるのに対し、規則 10b-5 のもとでは、原告は被告の欺罔の意図を立証しなければならぬ点で、やはり違いがあると指摘されている<sup>15</sup>。さらに、デュー・ディリジェンスによって募集届出書の正確性確保が強化されている点は、合理的投資家がその記載(意見表示)をどう理解するかに影響するのではないかと考えられている<sup>16</sup>。厳格責任、そしてデュー・ディリジェンスに基づく責任の目的は、組織内に散在する重要事実を収集させることにあると考えるならば<sup>17</sup>、規則 10b-5 と 11 条とでは、行うべき調査や根拠の程度の違いを生じることになるのだろうか。

### (iii) Puffery Defense との関係

<sup>11</sup> Sale & Langevoort 前掲 6~7 頁。

<sup>12</sup> Sale & Langevoort 前掲 18 頁。

<sup>13</sup> Sale & Langevoort 前掲 7 頁。

<sup>14</sup> Sale & Langevoort 前掲 9 頁。

<sup>15</sup> Sale & Langevoort 前掲 12 頁~13 頁。

<sup>16</sup> Sale & Langevoort 前掲 13 頁。

<sup>17</sup> Sale & Langevoort 前掲 9 頁、12 頁。

機関等)、民事制裁金の支払いを求めることができることとされた。その後、Dodd-Frank 法 929P 条が、②につき、適用対象者を「すべての者」に拡大したことにより、発行者や取締役らへの行政手続きによる民事制裁金の賦課が可能となった(1934 年法 21B 条 a 項②)。

**3. SOX 法 308 条 a 項 (15 U.S.C. §7246)**

「証券法に基づき委員会によって提起された裁判上もしくは行政上の訴訟において、委員会が証券法に基づき委員会によって何人かに対する民事制裁金を得た場合、または、この者がかかるいずれかの訴訟の和解において民事制裁金に同意した場合、当該民事制裁金の金額は、委員会の申立てまたは裁量により、当該違反行為の被害者の利益のために設けられる吐出し基金もしくは他の基金に加えられ、その一部となるものとする。」

→ 具体的な手続きは、SEC Rules on Fair Fund and Disengagement Plans (17 CFR 201.1100~201.1106) に規定されている。

- ①SEC は命令により吐出金および民事制裁金をフェアンド創設に利用できる。
- ②被害者の金銭等の支払後 60 日以内に SEC 執行部門が分配プラン案を策定する。分配プラン案には、追加の金銭の受領手続き、金銭の受領資格者の範囲、受領資格者にフェアンドの存在と受領資格がある旨を知らせる手続き、請求と承認の手続きおよび請求の締切日、フェアンドの終了予定日、フェアンドの管理の手続き、その他の事項を定める。
- ③係争中の事件については裁判所管理部署 (registry) または裁判所が指定する管理人への支払いを定めることができる。プランの管理コストからみて分配が正当化されない場合に吐出金および民事制裁金を国庫に納めることを定めることができる。
- ④プラン案を SEC ウェブサイト等で公表する。
- ⑤SEC は SEC の職員を含む何者かをプラン管理人に指名する<sup>29</sup>。管理人が SEC の職員でない場合は管理サービス手数料の支払いに関する事項、管理の手数料・費用は原則としてフェアンドから拠出すること等を定める<sup>30</sup>。
- ⑥上記④に際してコメントを提出できる以外、行政手続きへの参加やフェアンド創設の命令、プランの承認等について異議を述べることとはできない。

<sup>29</sup> Verity Winship, Fair Fund and the SEC's Compensation of Injured Investors, 60 Fla. L. Rev. 1103, 1135 (2009)によると、典型的な Fair Fund では、SEC に雇われた「独立コンサルタント (Independent Distribution Consultants: IDCs)」が分配プランの策定を行い、被害投資家への支払いの監視を「フェアンド管理者」が行っている。このほか、コンサルティング会社、法律事務所、税金の管理者、支払代理人などが関与する。  
<sup>30</sup> Fair Fund の管理費用の負担は明確に決まっていけないようであり、2007 年の GAO レポートによると、約 3 分の 2 の Fair Fund が管理費用をフェアンドで負担しているとの分析があり、管理費用が増大すると被害投資家への分配が減少すると指摘されている。GAO, Rep. No. GAO-07-830, 29 (2007).

しは、不正に得た利益を違反者に保持させないことを主たる目的とし、これによって違反行為の抑止を図ろうとするものである。しかし、利得吐出しだけでは十分な抑止効果も期待できない理由で<sup>24</sup>、1990 年証券執行救済およびベニーストック改革法により民事制裁金の制度が設けられた(ただし、海外腐敗行為防止法違反に対する 1934 年法 32 条 c 項(1)(B)・(2)(B)、インサイダー取引に対する 1934 年法 21A 条 a 項(1)(A)に基づく民事制裁金は、1990 年以前から置かれていた)。民事制裁金は、自然人・法人それぞれにつき、違反行為を 3 類型に分けて、各違反に対する民事制裁金額の上限を定めている(1934 年法 21 条 d 項(3)(B)・21B 条 b 項)。

利得の吐出金も、民事制裁金も、これを被害投資家の損害の填補に用いることができる点で、我が国とは制度が大きく異なる。すなわち、米国では、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1310 (2d Cir. 1971)判決において初めて裁判所のエクイタル上の権限により、SEC の利得吐出しおよび返還(restitution)の請求が付随的救済の一つとして認められた。SEC が、インサイダー取引事件や他のポンジ・スキームのような悪質な詐欺的行為に吐出しを積極的に利用するようになったのは、前掲の 1990 年改革法において、明文規定(1934 年法 21C 条 e 項)でもって SEC に吐出しを求める権限を与え、被害投資家に対する分配金に関する規則制定を授權した後であるといわれる<sup>25</sup>。もともと、SEC は、虚偽記載等を行った発行者に対して、当該発行者が証券の売付けをしていない場合、利得を特定することが困難であるため、吐出しを求めなかったと指摘されている<sup>26</sup>。

その後、2002 年 SOX 法 308 条の制定により、民事制裁金も吐出金と合わせて Fair Fund に組み入れることが可能となり<sup>27</sup>、2010 年 Dodd-Frank 法 929B 条による SOX 法 308 条の改正では、民事制裁金のみの Fair Fund 創設も許容されるに至っている<sup>28</sup>。SOX 法 308 条の制定まで、民事制裁金は、抑止目的のエンフォースメント手段として位置づけられていたが、同条制定により、損害填補の機能をも有するようになったといえるよう。

なお、前掲の 1990 年改革法では、連邦証券法・規則・レギュレーション(1934 年法 21 条 d の違反につき、SEC が、①裁判所への申立てにより(すべての違反者)(1934 年法 21 条 d 項(3))、または、②行政手続きにより(一定の規制対象者のみ：証券会社・投資顧問・清算

<sup>24</sup> Senate Report No. 101-537, at 1, 10 (1990).  
<sup>25</sup> Adam S. Zimmerman, Distributing Justice, 86 N.Y.U. L. Rev. 500, 528 (2011).  
<sup>26</sup> Barbara Black, Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?, 63 Bus. Law. 317, 332 (2008). なお、吐出し額の算定のルールは、適法な利得と正権に区分けすることが場合によっては不可能な作業であると認識しなければならぬ。吐出しの額は、違反行為と一般に関連する(casually connected)利得の合理的な推定額で足りる」とする裁判例がある (Schedule 13D 違反につき、書類を提出していた場合よりもより安い価格で証券を取得したとして、SEC が裁判所に吐出し命令を求めた事例：SEC v. First City Financial Corp., Ltd., 890 F.2d 1215, 1231 (D. C. Cir. 1989)).  
<sup>27</sup> 吐出金を撤回するには SEC は特定の被告の違反行為による利得を証明しなければならなかったが、この点実務では、SEC は、違反者の利得金額を立証できる場合であっても、名目的に利得額 1 ドルの吐出しを求めることで SOX 法 308 条の制限を回避し、民事制裁金を分配フェアンドに組み入れて被害投資家への分配を行ってきたといわれる。Black 前掲 330 頁。  
<sup>28</sup> SEC は、吐出命令の利無に關係なく、民事制裁金を被害投資家の分配に利用できるよう、SOX 法 308 条の改正を要求していた。SEC, Report Pursuant to Section 308(c) of The Sarbanes Oxley Act of 2002, 34 (2003).

#### 4. Fair Fund の利用実態

【SECの公表したデータ<sup>31)</sup>】

- SBCが徴収した吐出現と民事制裁金のうち、  
 2006年度 国庫に1億2,200万ドル納付、被害投資家に1億850万ドルを分配  
 2007年度 国庫に1億7,680万ドル納付、被害投資家に5億8,050万ドルを分配  
 【Valikoniaの分析<sup>32)</sup>】(対象期間：2002年から2013年までの間)  
 ①Fair Fundの件数と分配総額：243件(創設：裁判手続き143件、行政手続き100件)、被害投資家への分配総額は146億6,000万ドル(350-01頁)。  
 ③Fair Fundの大きさ：最大規模は、AIGの会計詐欺事件で創設された8億1,650万ドル、最小規模はインサイダー取引事件で創設された2万4,959ドル(351頁)。  
 ④違反行為のタイプ別によるFair Fundの件数：プロカー・ディーラー-51件、インサイダー取引15件、投資顧問・投資会社65件、発行者の報告・開示71件、相場操縦9件、証券募集21件、その他4件と広い範囲に及ぶ(354頁)。  
 ⑤私的訴訟との並行の状況：SECがFair Fundを創設した事件のうち、64.7%で私的訴訟が提起されている。発行者の報告・開示違反の事件では、創設された71件のFair Fundのすべてで、私的訴訟が提起されているが、被害投資家の総回復額に占めるFair Fundからの分配金の割合は15.1%と小さい(373-74頁)。発行者の報告・開示違反以外のタイプでは、Fair Fundによる分配が唯一の損害填補となったものが71.3%であり、有力な被害填補手段となっている(360頁)。  
 cf. プラン実施完了の状況：約8割のFair Fund・吐出しファンドで、分配プラン承認から2年以内に基金の80%を分配済み<sup>33)</sup>。Fair Fundの分配完了時に残高がある場合、それは国庫に納められる<sup>34)</sup>。

#### 5. JP Morgan 事件の例 (In the Matter of JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No. 34-70458 (Sept. 19, 2013))

臨時報告書と四半期報告書においてクレジット・デリバティブ取引による損失の過少計上をすする虚偽記載および開示統制・手続きが有効でない旨の開示があったとして、SECがJP Morganに対し違法行為の停止と2億ドルの民事制裁金を命じた事例。  
 2014年3月5日 SECがFair Fund創設を承認  
 2014年12月11日 分配プラン案の公表とコメント受付  
 2015年2月12日 SECが分配プランを承認

<sup>31)</sup> SEC, 2007 Performance and Accountability Report, 18 (2007).  
<sup>32)</sup> Urška Velikonja, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions, 67 Stan. L. Rev. 331 (2015).  
<sup>33)</sup> SEC, FY 2017 Congressional Justification & FY 2015 Annual Performance Report and FY 2017 Annual Performance Plan, 39 (2016).  
<sup>34)</sup> たとえば, In the Matter of Zurich Capital Markets Inc., SEC, Rel. No. 34-74154 (Jan. 27, 2015).

p. 13

【分配プランの内容】 ①ファンド管理者の設置(5~8)、②資格者の特定方法、情報提供方法(12~21)、③分配請求の手続き、資格者の確定手続き(22~37)、④資格者の範囲(38~43)、⑤支払代理人の設置(44~49)、⑥分配の仕組み(50~60)、⑦分配後のチェック不達等への対応(61~67)、⑧ファンドの資金状況の報告等(68)、⑨ファンドの終了に関する手続き(69~72)、⑩プランの変更(73~74)

#### 6. Fair Fund 制度の意義と課題

##### (1) 分配プラン実施の判断基準

SOX法制定前の吐出しファンドについて、少額しか徴収できなかった場合や特定しうる被害投資家の数がファンドの額に對してかなり多い場合、SECは裁判所に対し吐出現を国庫に納めるよう求めていた<sup>35)</sup>。同法制定後も、分配の実現可能性や経済合理性が低い場合は、ファンドの基金を国庫に納めることを分配プランで定めておくことができる(17 CFR 201.1102(b))。

SECはFair Fundを必ずしも創設する必要はなく、その創設はSECによる裁判所への申立てまたは裁量に基づくものとなっている。どのような場合に国庫に納められ、どのような場合に分配プランが実施されるのか、明確な基準は明らかでないようである。

##### (2) Circularityの問題

私的訴訟において、投資家の分散投資を前提にすれば、発行者の虚偽記載によって流通市場で取引を行った投資家は、全体的にみれば損をしていないので、そのような投資家に対する発行者の損害賠償責任を認めることは違法行為の抑止にならない、という當の循環(Circularity)の問題が有力に指摘されている<sup>36)</sup>。

同様に、発行者から徴収した利得吐出現・民事制裁金をFair Fundを通じて被害投資家に分配する場合も、社会的にみても無駄な富の移転であるとして、Circularityの問題を指摘及が可能であることからすると(Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164 (1994)) 1934年証券取引所法20条e項)、これらの者や個人からの利得吐出現・民事制裁金をFair Fundを通じて被害投資家に分配することは、Circularityの問題に抵触しないで、投資家の被害救済を補完する方法であるといえる<sup>37)</sup>。ただし、幫助者・教唆者や個人から損害填補に十分な救済資金を徴収できる可能性は高くないかもしれない。

<sup>35)</sup> SEC, Report 前掲14頁。  
<sup>36)</sup> Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, "Optimal Damages in Securities Cases, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 639-44 (1985)等。  
<sup>37)</sup> Black, 前掲331頁、Winship 前掲1128頁、William W. Bratton & Michael L. Wachter, The Political Economy of Fraud on The Market, 160 U. Pa. L. Rev. 69, 139 (2011).  
<sup>38)</sup> Black, 前掲344頁、Winship 前掲1130頁。

p. 14

### (3) 私的訴訟と Fair Fund の重複

学説では、私的訴訟と SEC の執行訴訟・分配プランが並行することにより、被害投資家への損害填補のメカニズムが重複し、これに伴うコストの重複が生じることから、両者は重複すべきではなく、その調整メカニズムが必要であると主張する見解がある<sup>39</sup>。現在のところは、分配プランと私的訴訟の提起・結果を調整する仕組みは明確でない<sup>40</sup>。論者のなかには、両制度が並行する場合、多額の資金返還に SEC は時間をかける必要があるのかと疑問視する見解や<sup>41</sup>、すでに私的訴訟が利用可能となっている場合には SEC は損害填補を選ばずべきでないという見解がみられる<sup>42</sup>。

SEC も裁判所も、並行する Fair Fund と私的訴訟による賠償が、被害額を越えることとなる損害填補は否定している<sup>43</sup>。たとえば、マーケットタイミングの被害投資家が SEC から Fair Fund を通じて受け取った金額を超える損害を受けたことを証明していないとして、被告に有利な略式判決を下した事例がある (In re Mutual Funds Inv. Lit., 608 F. Supp. 2d 677 (D. Md. 2009))。

SEC の行政訴訟における同意審決では、分配プランに組み込まれる民事制裁金を支払ったことをもって、私的訴訟において賠償金との相殺を主張したり減額請求をしたりしないことに同意する旨の条項 (Penalty Offset) が盛り込まれている<sup>44</sup>。最近の例では、SEC の行政訴訟の命令のなかで、上記の Penalty Offset 条項を盛り込み、さらに、「民事制裁金の抑止効果を確保するため」として、裁判所が私的訴訟で相殺を認めた場合、被審人は SEC にその旨を通知し、相殺された支払いの減額分を国庫または Fair Fund のために支払うことに同意する旨の条項も定められている点は興味深い(前掲 JP Morgan の同意審決、In the Matter of TD Bank, N.A., SEC Rel. No. 33-9453 (Sept. 23, 2013)等)。

### (4) 裁判所の関与

SEC が裁量により分配プランを設ける場合、分配プラン案は、公表され、コメント期間を経て、SEC によって承認される。そこでは、裁判所は関与しない。一方、SEC が申立てをして裁判手続で Fair Fund が創設される場合、裁判所は SEC の提出した分配プランを審査する。その場合の審査基準は、SOX 法制定前の吐出しプランについて採用されていた「公正かつ合理的」基準と同じであり、プランが全体として公正かつ合理的であれば、どのように分配するかについては SEC の経験と専門性が尊重される。裁判所がそのような態度を示した例として、対象期間中の売買全体で利益が生じている者や、債券保有者のうち更生手続で 1 ドルにつき 36 セント (一般の無担保債権者の回復率) 以上の払戻しを受けた者などを受領資格者から除外するプランであっても、他の投資家の Fair Fund の利用可

<sup>39</sup> Black 前掲 342 頁、Winship 前掲 1132 頁、1142 頁、Zimmerman 前掲 505 頁。

<sup>40</sup> Winship 前掲 1141 頁、Zimmerman 前掲 544 頁。

<sup>41</sup> Zimmerman 前掲 540 頁。

<sup>42</sup> Winship 前掲 1141 頁。

<sup>43</sup> Velikonja 前掲 365 頁。

<sup>44</sup> Black 前掲 330 頁 (注) 88、Winship 前掲 1120-21 頁。

能性を考慮したものであるとして、許容したものが挙げられる (Official Comm. of Unsec. Cred., WorldCom v. SEC, 467 F. 3d 73, 82-83 (2d Cir. 2006))。

### (5) 発行者に対する民事制裁金

1990 年改革法以降、SEC の民事制裁金の賦課権限は拡大している。民事制裁金を課す際の公益性の判断要素として、ALJ：行政審判官については、1934 年法 21B 条 c 項が規定しており、裁判所においても同項と類似の判断要素が採用されている (SEC v. Librand, 281 F. Supp. 2d 726, 730 (S.D.N.Y. 2003))。

問題は、発行者に対する民事制裁金の賦課である。発行者からの多額の民事制裁金は、被害者救済に寄与するようにも思われるが、発行者の何者かの違法行為により、すでに被害を受けた株主が、さらに発行者への民事制裁金の賦課により最終的に金銭的負担をするという「二重の犠牲」の構造も生じうる。SEC v. Bank of America Corp., 653 F. Supp. 2d 507 (S.D.N.Y. 2009) 事件で裁判所は、Bank of America に対する 3,300 万ドルの民事制裁金は公正ではない、結局のところ同社の株主が負担するものであり、「犠牲者にさらに犠牲を強いる」こととなる点などを批判して、SEC が求めた行政制裁の同意判決を拒否した。

1990 年改革法の制定時、上院の銀行住宅都市委員会は、株主が違反行為の主たる犠牲者である場合、SEC が個々の違反行為者に民事制裁金を課すことを期待することを、そして裁判所は、発行者への民事制裁金を課すか否か、その程度を判断する際に、被害を受けた株主が最終的に負担することを適切に考慮しうる、と述べて、かかる問題への懸念を報告書に明記していた (S. Rep. No. 337, 101th Cong., 2d Sess. at 17 (1990))。

なお、2006 年 1 月 4 日、SEC は、「財産上の制裁に関する SEC の声明」を発表し、発行者への民事制裁金の妥当性につき、(1) 違反による会社への直接的な利益の有無、(2) 民事制裁金が被害を受けた株主への補償またはさらなる損失となる程度、を主たる考慮要素とし、さらに、特定の違反類型を防止する必要性、罪のない当事者への損失の程度、組織ぐるみの違反か否か、加害者の意図の程度、特定の類型の違反を摘発する困難性、会社による是正対応の有無、SEC 等への協力の程度という 7 つの考慮要素を挙げている (SEC Press Rel. No. 2006-4, “Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties”)

### (6) 私的訴訟の代替手段としての Fair Fund?

Fair Fund は、私的訴訟を実際に利用しない、または、法的に利用できないケースでの損害填補に意義が認められるという見解が主張されている<sup>45</sup>。たとえば、時価総額の比較的小さい会社に対する私的訴訟は提起されない傾向にある<sup>46</sup>ことから、SEC が行政執行を行っ

<sup>45</sup> Winship 前掲 1132-33 頁。

<sup>46</sup> John C. Coffee, Jr., Reforming The Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its

て Fair Fund により被害救済をすることは、私的賠償制度を補完する役割として意義があるといえる。また、前述のように、幫助者・教唆者に対する SEC の責任追及は、私的訴訟の及ばない部分であるから、これらの者から徴収した吐出金・民事制裁金を被害救済に用いることができる点にも私的賠償制度を補完する意義があるといえようである。

私的訴訟とは違い、弁護士費用が分配可能な額から差し引かれたい点は、Fair Fund のメリットであると言われている<sup>47</sup>。弁護士費用が高額（たとえば、私的訴訟の和解額が 500 万ドル以上の事件で、弁護士費用の和解額に占める割合は約 30%といわれる<sup>48</sup>）であることを考えると、その負担がないことの意味は小さくない。さらに、そもそも私的訴訟を提起しなくても、損害填補を得られる点で、被害投資家にメリットがある。

Fair Fund による分配は、私的訴訟による被害回復にとって代わるものとなるか。これについては、難しいとみるのが学説の大勢である。吐出しファンドに民事制裁金を追加することとなったが、それでも発行者の虚偽記載事例のように被害総額が巨額となる場合、私的訴訟の和解金（投資家の損失に対する和解金額の割合の中央値は、2014 年は 1.9%、2015 年は 1.6%であった<sup>49</sup>）がわずかなうえ、Fair Fund による填補額も被害額に比べてわずかな場合が少なくなく、十分な被害救済とはならないであろうと考えられている<sup>50</sup>。また、SEC 自身も認めるように、SEC のエンフォースメント活動の資源には限界がある点からも、私的訴訟の代替性を期待することは難しいとされる<sup>51</sup>。

学説のなかには、損害填補を SEC の執行活動の主たる目的とすべきではなく、規制の発展や違法行為の抑止に努めるべきであり、被害投資家のために民事制裁金の徴収への取り組みを強めると、SEC の執行案件の選択に歪んだ影響が生ずるのではないかと危惧する見解もある<sup>52</sup>。

—以上—

Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1543 (2006); Black 前掲 344 頁。

<sup>47</sup> Black 前掲 335 頁。

<sup>48</sup> Svetlana Starykh & Stefan Boetrich, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2015 Fall Year Review (NERA), 36 (2016)。

<sup>49</sup> Starykh & Boetrich, 前掲 34 頁。

<sup>50</sup> James D. Cox & Randall S. Thomas, with Dena Kiku, SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry, 53 Duke L. J. 737, 755-56 (2003); Winship 前掲 1131 頁。

<sup>51</sup> Cox & Thomas 前掲 756 頁、SEC, Report 前掲 20 頁、Black 前掲 337-38 頁。

<sup>52</sup> Black 前掲 342 頁。

F-3d at 336 (noting that “*Dorsey* itself disfavors [retroactive application of the Fair Sentencing Act] in the context of § 3582”).

Finally, the majority contends that “it cannot seriously be argued that race does not play a role in the failure to retroactively apply the Fair Sentencing Act.” Maj. Op. 488. To the contrary, the failure to retroactively apply the Fair Sentencing Act is solely due to a faithful interpretation of the statutory scheme and a recognition of the rule of stare decisis. Congress is of course free to amend the Fair Sentencing Act to make it fully retroactive, but that is a legislative prerogative and not appropriate for this court to do simply by decree. For all of the reasons set forth above, I respectfully dissent.



**INDIANA STATE DISTRICT COUNCIL OF LABORERS AND HOD CARRIERS PENSION AND WELFARE FUND, on behalf of itself and all others similarly situated, Plaintiff,**

**Cement Masons Local 526 Combined Funds; Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, Plaintiffs—Appellants,**

v.

**OMNICARE, INC.; Joel F. Gemunder; David W. Frosel, Jr.; Cheryl D. Hodges; Edward L. Hutton; Sandra E. Lancy, Defendants—Appellees.**

No. 12–5287.

United States Court of Appeals, Sixth Circuit.

Argued: Jan. 15, 2013.

Decided and Filed: May 23, 2013.  
Rehearing and Rehearing En Banc Denied July 23, 2013.

**Background:** Investors brought securities fraud class action against corporation and

its officers and directors, alleging defendants made material misstatements and/or omissions in a registration statement filed with the Securities and Exchange Commission (SEC) in connection with a public stock offering. The United States District Court for the Eastern District of Kentucky, William O. Bertelsman, J., 2012 WL 462551, dismissed the complaint. Investors appealed.

**Holdings:** The Court of Appeals, Cole, Circuit Judge, held that:

(1) a plaintiff is not required to plead knowledge of falsity to state a claim for a material misstatement in a registration statement;

(2) investors pled fraud with requisite particularity on their claim that defendants made misleading statements in the registration statement indicating compliance with the law, but

(3) investors failed to plead fraud with requisite particularity on their Securities Act claim for Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)-based misstatements and omissions.

Affirmed in part, reversed in part, and remanded.

Gwin, District Judge, filed a concurring opinion.

**1. Federal Courts** ¶776

Whether the district court properly dismissed a complaint for failure to state a claim is a question of law subject to *de novo* review. Fed.Rules Civ.Proc.Rule 12(b)(6), 28 U.S.C.A.

**2. Federal Civil Procedure** ¶636

In order to meet the requirement of pleading fraud with particularity, a plain-

tiff must allege the time, place, and content of the alleged misrepresentations on which he or she relied, the fraudulent scheme, the fraudulent intent of the defendants, and the injury resulting from the fraud. Fed.Rules Civ.Proc.Rule 9(b), 28 U.S.C.A.

**3. Securities Regulation** ¶25.21(2)

Securities Act provision imposing liability for material misstatements or omissions in registration statements provides for strict liability, and does not require a plaintiff to plead a defendant’s state of mind. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

**4. Securities Regulation** ¶60.28(10.1)

Under § 10(b) and Rule 10b–5 there is no duty to disclose soft information, which includes matters of opinion and predictions, unless it is virtually as certain as hard facts; additionally, because there is generally no duty to disclose soft information for purposes of § 10(b) and Rule 10b–5, a defendant corporation that chooses to keep completely silent regarding soft information cannot be held liable for a material omission under those provisions. Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); 17 C.F.R. § 240.10b–5.

**5. Securities Regulation** ¶25.21(2)

A plaintiff is not required to plead knowledge of falsity to state a claim under the Securities Act for a material misstatement in a registration statement; the Securities Act provides for strict liability when a registration statement contains an untrue statement of a material fact. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

**6. Federal Civil Procedure** ¶636

Investors pled fraud with sufficient particularity, as required to state a Securities Act claim against corporation and its officers and directors for making mislead-

ing statements in the registration statement indicating compliance with the law, despite relying on qui tam complaints against the corporation; instead of relying on the mere existence of qui tam complaints or investigations, the investors comprehensively discussed how the details were relevant to their own complaint, and gave extensive rationale for that support. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

**7. Federal Civil Procedure** ¶2769

Rule 11 sanctions are a question of whether the attorney’s conduct was reasonable under the circumstances. Fed. Rules Civ.Proc.Rule 11, 28 U.S.C.A.

**8. Federal Civil Procedure** ¶686

Investors failed to allege how or when any of corporations’ alleged violations of Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) rules occurred, as required to plead fraud with particularity, in stating a Securities Act claim for GAAP-based misstatements and omissions in the registration statement. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

**9. Securities Regulation** ¶60.47

“Loss causation,” as an element of a securities fraud claim under § 10(b) and Rule 10b–5, refers to the causal connection between the defendant’s material misrepresentation or omission and the plaintiff’s loss. Securities Exchange Act of 1934, § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); 17 C.F.R. § 240.10b–5.

See publication Words and Phrases for other judicial constructions and definitions.

**10. Federal Civil Procedure** ¶1752.1

When an affirmative defense is evinced on the face of a complaint, the complaint may be subject to dismissal for failure to state a claim. Fed.Rules Civ.Proc. Rule 12(b)(6), 28 U.S.C.A.

### 11. Federal Courts ¶947

When attention has been focused on other issues, or when the court from which a case comes has expressed no views on a controlling question, it may be appropriate to remand the case rather than deal with the merits of that question.

**ARGUED:** Eric Alan Isaacson, Robbins Geller Rudman & Dowd LLP, San Diego, California, for Appellants. Harvey Kurzweil, Winston & Strawn LLP, New York, New York, for Appellees. **ON BRIEF:** Eric Alan Isaacson, Henry Rosen, Jennifer L. Gmitro, Amanda M. Frame, Robbins Geller Rudman & Dowd LLP, San Diego, California, for Appellants. Harvey Kurzweil, Richard W. Reinthaler, John E. Schreiber, Winston & Strawn LLP, New York, New York, Wm. T. Robinson III, Michael E. Nitarud, Frost Brown Todd LLC, Florence, Kentucky, for Appellees.

Before: COLE and GRIFFIN, Circuit Judges; GWIN, District Judge.\*

COLE, J., delivered the opinion of the court in which GRIFFIN, J., and GWIN, D.J., joined. GWIN, J. (pp. 510–11), delivered a separate concurring opinion.

### OPINION

COLE, Circuit Judge.

Plaintiffs, all Omnicare investors, appeal the dismissal of their securities suit under § 11 of the Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77k (2010), against Defendants Omnicare, Inc., its officers, and directors. Plaintiffs allege that Defendants made material misstatements and/or omissions in a

Registration Statement filed with the Securities and Exchange Commission in connection with a December 2005 public stock offering. The district court held that Plaintiffs had not adequately pleaded knowledge of wrongdoing on the part of Defendants and dismissed the complaint for failure to state a claim upon which relief can be granted. Plaintiffs seek reversal of the district court's dismissal order on the grounds that § 11 is a strict liability provision. For the following reasons, we REVERSE and REMAND in part and AFFIRM in part.

### I.

Defendant Omnicare is the nation's largest provider of pharmaceutical care services for the elderly and other residents of long-term care facilities in the United States and Canada. *Ind. State Dist. Council v. Omnicare Inc.*, 583 F.3d 955, 938 (6th Cir.2009) (hereinafter "*Omnicare I*"); *Ind. State Dist. Council v. Omnicare Inc.*, 527 F.Supp.2d 698, 700–01 (E.D.Ky. 2007). During the relevant time period, Defendant Joel Gemunder was Omnicare's Chief Executive Officer; Defendant David Proesel was Omnicare's Chief Financial Officer and a Senior Vice President; Defendant Cheryl Hodges was Omnicare's Secretary and a Senior Vice President; Defendant Edward Hutton was Chairman of the Board of Directors;<sup>1</sup> and Defendant Sandra Laney was a Director.

Plaintiffs are investors who purchased Omnicare securities in a December 15, 2005, public offering. In conjunction with the public offering, Omnicare offered 12.8 million shares of common stock and made related filings with the Securities and Exchange Commission. These filings were incorporated into a Registration Statement

which is central to the current litigation. Plaintiffs did not hold the stock long. They sold all of these securities by January 31, 2006.

Plaintiffs seek relief under § 11 of the Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77k. Section 11 provides a remedy for investors who have acquired securities under a registration statement that was materially misleading or omitted material information. It imposes liability on issuers and signers of registration statements containing untrue statements or omissions of material fact. 15 U.S.C. § 77k(a). Section 11 also imposes liability on the directors of the issuer. *Id.* at § 77k(a)(2).

According to the Third Amended Complaint,<sup>2</sup> Omnicare was engaged in a variety of illegal activities including kickback arrangements with pharmaceutical manufacturers and submission of false claims to Medicare and Medicaid. Plaintiffs allege that representations in the Registration Statement were material, untrue and misleading because they effectively concealed Omnicare's illegal activities from its investors. According to the Plaintiffs, the Registration Statement stated "that [Omnicare's] therapeutic interchanges were meant to provide [patients with] . . . more efficacious and/or safer drugs than those presently being prescribed" and that its contracts with drug companies were "*legally and economically valid arrangements that bring value to the healthcare system and patients that we serve.*" Plaintiffs claim that given Omnicare's alleged illegal activities, these and other statements indicating compliance with the law were misleading. Specifically, Plaintiffs allege that these statements of "legal compliance" made in the Registration

Statement were material, false and misleading, and therefore in violation of § 11.

Furthermore, Plaintiffs allege that Omnicare failed to comply with Generally Accepted Accounting Principles ("GAAP"), such that the financial statements filed in connection with the December 2005 public offering substantially overstated the company's revenue. Therefore, according to Plaintiffs, the financial statements contained material misstatements and omissions in violation of § 11.

Plaintiffs filed this case in the United States District Court for the Eastern District of Kentucky in February 2006 as a putative securities class action, alleging claims for violations of § 10(b), Rule 10b–5 and § 20(a) of the Securities and Exchange Act of 1934. *Omnicare I*, 583 F.3d at 939. A class was never certified. Plaintiffs later amended the complaint, adding a claim under § 11 for material misstatements and omissions in the Registration Statement. That § 11 claim is the basis of the instant appeal.

Defendants moved to dismiss the complaint on a variety of grounds. On October 12, 2007, the district court granted Defendants' motion and dismissed the complaint in its entirety. *Omnicare*, 527 F.Supp.2d at 712. With respect to the § 10(b), Rule 10b–5 and § 11 claims, the district court determined that Plaintiffs had failed to plead loss causation—the causal connection between a defendant's misconduct and the plaintiff's loss. *Id.* at 704–05. The claim made under § 20(a) was dismissed as well. *Id.* at 711. Plaintiffs appealed.

On October 21, 2009, this Court affirmed the judgment of the district court with respect to all claims except the § 11 claim.

2. Although the Third Amended Complaint is titled "Second Amended Consolidated Complaint," it is the third amendment to the original complaint in this litigation. The parties

and the district court have consistently referred to it as the "Third Amended Complaint."

We held that “loss causation” is not an element of a § 11 claim but is instead an affirmative defense. *Omnicare I*, 583 F.3d at 947. Accordingly, we determined that the district court had erred by requiring Plaintiffs to plead loss causation in order to state their § 11 claim. We remanded the case to district court for further analysis. *Id.* at 948.

Plaintiffs pursued a writ for certiorari, which they later dismissed, and then moved for leave to amend the complaint in order to re-plead the § 11 claim. The motion was granted. The Third Amended Complaint encompasses two types of § 11 allegations: (1) material misstatements and omissions made with reference to the statements of “legal compliance”; and (2) material misstatements and omissions in reference to GAAP. Defendants filed a motion to dismiss the Third Amended Complaint.

On February 13, 2012, the district court granted Defendants’ motion, concluding that because the Plaintiffs’ § 11 claim “sounds in fraud,” it was subject to but failed to meet the heightened pleading standard of Federal Rule of Civil Procedure 9(b). The court furthermore held that, for both claims asserted under § 11, Plaintiffs were required, but failed to plead, knowledge of falsity on the part of the Defendants. Because the court found that the complaint failed to satisfy the pleading standards of Rule 9(b), and because Plaintiffs had not sufficiently pleaded Defendants’ knowledge of falsity, the complaint was dismissed. Plaintiffs again appealed.

## II.

[1] Whether the district court properly dismissed a complaint pursuant to Federal Rule of Civil Procedure 12(b)(6) is a question of law subject to *de novo* review. *Kottmeyer v. Maas*, 436 F.3d 684, 688 (6th

*Rel. Sys. v. Chubb Corp.*, 394 F.3d 126, 160 (3rd Cir.2004) (“[A]n examination of the factual allegations that support Plaintiffs’ section 11 claims establishes that the claims are indisputably immersed in . . . fraud. The one-sentence disavowment of fraud contained [in] . . . the . . . [c]omplaint does not require us to infer” otherwise) (footnote omitted). The basis of Plaintiffs’ allegations has not changed since *Omnicare I*, and therefore the heightened pleading standard of Rule 9(b) still applies to the § 11 claims.

[2] Complaints subject to Rule 9(b) must plead “with particularity the circumstances constituting fraud or mistake.” Fed.R.Civ.P. 9(b). In order to meet the “particularity” requirement of Rule 9(b), “a plaintiff [must] allege the time, place, and content of the alleged misrepresentations on which he or she relied; the fraudulent scheme; the fraudulent intent of the defendants; and the injury resulting from the fraud.” *Stardarson v. HCA—The Healthcare Co.*, 447 F.3d 873, 877 (6th Cir.2006) (internal quotation marks and citation omitted); see also *Omnicare I*, 583 F.3d at 942–43. “Malice, intent, knowledge, and other conditions of a person’s mind may be alleged generally.” Fed. R.Civ.P. 9(b).

## III.

Plaintiffs have brought two separate § 11 claims in their Third Amended Complaint: one for material misstatements and/or omissions of legal compliance and one for Defendants’ alleged failure to comply with GAAP such that the Registration Statement contained material misstatements and/or omissions. We address each of these claims in turn.

### A.

#### 1.

Plaintiffs allege that Omnicare’s statements of legal compliance led investors to

believe that Omnicare—which was allegedly engaged in illegal activities—was in compliance with the law. Plaintiffs assert that these statements of legal compliance made in the Registration Statement were therefore material, untrue, and misleading, in violation of § 11.

The district court held that Plaintiffs were required to plead that Defendants knew that the statements of legal compliance were false at the time they were made. Because the court found that Plaintiffs failed to plead knowledge of falsity, it dismissed the complaint for failure to state a claim. On appeal, Plaintiffs argue that § 11 provides for strict liability and it was therefore inappropriate for the district court to require them to plead knowledge in connection with their § 11 claim. We agree.

[3] Section 11 provides for the imposition of liability if a registration statement, as of its effective date, “contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading.” 15 U.S.C. § 77k(a). It provides a remedy for investors who have acquired securities pursuant to a registration statement that was materially misleading or omitted material information. See *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 381–82, 103 S.Ct. 683, 74 L.Ed.2d 548 (1983). Section 11 provides for strict liability, and does not require a plaintiff to plead a defendant’s state of mind. See *id.* at 382, 103 S.Ct. 683. Plaintiffs contend that the argument should end here and that the district court erred by requiring them to plead state of mind.

[4] Defendants respond, however, that the issue is not so simple. Section 10(b) of

the Securities and Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78j(b), and Rule 10b-5, 17 C.F.R. § 240.10b-5, have elements parallel to § 11, prohibiting “fraudulent, material misstatements or omissions in connection with the sale or purchase of a security.” *Miller v. Champion Enters. Inc.*, 346 F.3d 660, 671 (6th Cir.2008) (internal quotation marks and citation omitted). This Court held in *Omnicare I*—for purposes of § 10(b) and Rule 10b-5—that legal compliance statements are “soft information.” *See Omnicare I*, 583 F.3d at 945 (citation omitted). Soft information includes matters of opinion and predictions. There is no duty to disclose soft information unless it is “virtually as certain as hard facts.” *In re Sofamor Danek Grp. Inc.*, 123 F.3d 394, 401–02 (6th Cir.1997) (internal quotation marks and citations omitted). Because there is generally no duty to disclose soft information for purposes of § 10(b) and Rule 10b-5, a defendant corporation that chooses to keep *completely silent* regarding soft information cannot be held liable for a material omission under those provisions. *See id.*

A thornier issue arises when a defendant chooses to disclose some soft information, as occurred in the instant case. Defendants were not completely silent, but instead spoke on issues of legal compliance. With regard to § 10(b) and Rule 10b-5, this Court has reasoned: [T]he protections for soft information end where speech begins. . . . [H]ow can a rule of non-disclosure apply to a company’s disclosure? If—as defendants contend—the protection for soft information remains intact even after a company speaks on an emerging issue, the speaker could choose which contingencies to expose and which to conceal. On any subject falling short of reasonable certainty, then, a company could offer a patchwork of honesty and omission. This proposition is untenable. . . .

*Helwig v. Vencor, Inc.*, 251 F.3d 540, 560 (6th Cir.2001) (en banc), *abrogated on other grounds by Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 561 U.S. 308, 127 S.Ct. 2499, 168 L.Ed.2d 179 (2007).

In *Omnicare I*, this Court addressed Plaintiffs’ § 10(b) and Rule 10b-5 claims regarding statements of legal compliance. The Court reasoned, citing *Kushner v. Beverly Enterprises, Inc.*, 317 F.3d 820, 831 (8th Cir.2008), and *Helwig*, that Plaintiffs could not stop at pleading that Defendants’ disclosures were untruthful. *See Omnicare I*, 583 F.3d at 945. We held that in order for § 10(b) and Rule 10b-5 liability to attach to Omnicare’s general assertions of legal compliance, the complaint must “adequately plead[] that the defendants knew the statements were untruthful” at the time they were made. *Id.* at 945 (internal quotation marks and citation omitted). The *Omnicare I* panel found that Plaintiffs had not adequately pleaded any allegation that Defendants knew that the legal compliance statements were false when made and accordingly held that Plaintiffs had failed to state a claim. *Id.* at 946–47.

The *Omnicare I* panel relied heavily on *Kushner*, which had in turn relied heavily on our *Helwig* and *Sofamor* opinions. *See Omnicare I*, 583 F.3d at 945 (citing *Kushner*, 317 F.3d at 831.). *Kushner* frames the knowledge of falsity pleading requirement as one of disclosure. *Kushner* does not appear to have distinguished between material misstatements and omissions under § 10(b) and Rule 10b-5. Although the primary issue in *Kushner* was whether defendants were liable for a material misstatement, the court began by commenting: “Before liability for non-disclosure can attach, the defendant must have violated an affirmative duty of disclosure.” *Kushner*, 317 F.3d at 831 (internal quota-

tion marks and citation omitted). Citing *Sofamor*, the court noted that there is generally no duty to disclose soft information. When knowledge of falsity is shown, however, “[o]pinions cease to be soft information” and become hard facts. *Id.* At that point, the duty to disclose and liability for disclosure of false information under § 10(b) and Rule 10b-5 attach. *See id.* Although the court agreed that “even absent a duty to speak, a party who voluntarily discloses material facts in connection with securities transactions assumes a duty to speak fully and truthfully,” it held that “[a]bsent a clear allegation that the defendants knew of the scheme and its illegal nature at the time they stated the belief that the company was in compliance with the law, there [was] nothing further to disclose.” *Id.* (internal quotation marks and citation omitted). According to *Kushner*, under § 10(b) and Rule 10b-5 a defendant may only be liable for a material misstatement if she knew the statements were false and therefore knew there was something further to disclose.

Language in *Helwig* supports the view taken by the Eighth Circuit in *Kushner* for purposes of § 10(b) and Rule 10b-5. In *Helwig*, this Court stated: “With regard to future events, uncertain figures, and other so-called soft information, a company may choose silence or speech elaborated by the factual basis *as then known*. . . .” 251 F.3d at 561 (emphasis added). In other words, a company that chooses to disclose soft information assumes the duty to do so fully and truthfully, but only to the extent that facts are known at the time the statements are made. *Helwig*, *Kushner* and *Omnicare I*, therefore appear to indicate that, in § 10(b) and Rule 10b-5 cases, a plaintiff must plead knowledge of falsity because there can be no liability for a material misstatement if a defendant was not aware there was anything further to disclose in order to correct the misstatement.

[5] Defendants now argue that the same reasoning should apply under § 11 to the case at hand. We do not agree. Section 10(b) and Rule 10b-5 require a plaintiff to prove scienter, § 11 is a strict liability statute. It makes sense that a defendant cannot be liable for a fraudulent misstatement or omission under § 10(b) and Rule 10b-5 if he did not know a statement was false at the time it was made. The statement cannot be fraudulent if the defendant did not know it was false. Section § 11, however, provides for strict liability when a registration statement “contains[] an untrue statement of a material fact.” 15 U.S.C. 77k(a); *see Huddleston*, 459 U.S. at 382, 103 S.Ct. 683. No matter the framing, once a false statement has been made, a defendant’s knowledge is not relevant to a strict liability claim.

It is immaterial that this issue has been framed as a disclosure requirement. Disclosed information can nevertheless be indisputably wrong. Under the language of § 10(b) and Rule 10b-5, a defendant may take shelter in the fact that she did not know there was anything further to disclose; it was not *fraudulent* for the defendant to fail to disclose anything further. A plaintiff therefore fails to state a claim if she has not pleaded knowledge of falsity. Under § 11, however, if the defendant discloses information that includes a material misstatement, that is sufficient and a complaint may survive a motion to dismiss without pleading knowledge of falsity.

Finally, Defendants urge us to follow *Fait v. Regions Financial Corp.*, 655 F.3d 105 (2d Cir.2011). In *Fait*, a case similar to the instant one, the Second Circuit held “when a plaintiff asserts a claim under section 11 . . . based upon a belief or opinion alleged to have been communicated by a defendant, liability lies only to the extent

that the statement was both objectively false and disbelieved by the defendant at the time it was expressed.” *Id.* at 110 (citing *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1095-96, 111 S.Ct. 2749, 115 L.Ed.2d 929 (1991)). Defendants argue that in *Fruit* the Second Circuit correctly interpreted and applied the Supreme Court opinion *Virginia Bankshares*, 501 U.S. 1083, 111 S.Ct. 2749, 115 L.Ed.2d 929 (1991), and this Court is bound to follow suit. See also *Rubke v. Capital Bancorp Ltd.*, 551 F.3d 1156, 1162 (9th Cir.2009) (citing to *Virginia Bankshares* and holding that opinions can “give rise to a claim under section 11 only if the complaint alleges with particularity that the statements were both objectively and subjectively false or misleading”).

While Defendants are correct that we are bound by Supreme Court precedent, we see nothing in *Virginia Bankshares* that alters the outcome in the instant case, and we decline to follow the Second and Ninth Circuits as a result. Resolving the question of whether scienter is necessary to make out a § 14(a) claim, the Supreme Court held in *Virginia Bankshares* that a plaintiff may bring a claim under § 14(a) of the Securities and Exchange Act of 1934 for a material misstatement or omission even if the statement is vague and conclusory. *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1093, 111 S.Ct. 2749 (“[S]uch conclusory terms in a commercial context are reasonably understood to rest on a factual basis that justifies them as accurate, the absence of which renders them misleading.”); 15 U.S.C. § 78b(a). The Court furthermore held that a defendant’s disbelief in his own statement is not enough, on its own, for a plaintiff to make out a claim for a material misstatement under § 14(a). *Id.* at 1090, 1095-96, 111 S.Ct. 2749. In other words, under § 14(a) a plaintiff is required to plead objective falsity in order to state a claim; pleading belief of falsity alone is not

enough. *Id.* at 1095-96, 111 S.Ct. 2749 (“proof of mere disbelief or belief undisclosed [standing alone] should not suffice for liability under § 14(a)”). In the instant case, the Plaintiffs have pleaded objective falsity. The *Virginia Bankshares* Court was not faced with and did not address whether a plaintiff must additionally plead knowledge of falsity in order to state a claim. *Id.* It therefore does not impact our decision today.

The Court, at the same point that it declined to discuss scienter, also explicitly limited its discussion to statements of opinion and belief that it presumed were made with knowledge of falsity: “[W]e interpret the jury verdict as finding that the directors’ statements of belief and opinion were made with knowledge that the directors did not hold the beliefs or opinions expressed, and we confine our discussion to statements so made.” *Id.* at 1090, 111 S.Ct. 2749. A footnote to this sentence reserves “the question whether scienter [is] necessary for liability . . . under § 14(a).” *Id.* at 1090 n. 5, 111 S.Ct. 2749. The connection of these two statements Court itself tied the knowledge of falsity requirement to scienter but explicitly declined to address the issue further. Instead, it assumed the jury in the case had already found knowledge of falsity—whether necessary or not—and proceeded from there. See *id.* at 1090, 111 S.Ct. 2749.

The Second and Ninth Circuits have read more into *Virginia Bankshares* than the language of the opinion allows and have stretched to extend this § 14(a) case into a § 11 context. Since the Supreme Court assumed knowledge of falsity for the purposes of the discussion in *Virginia Bankshares*, § 14(a) was effectively treat-

ed as a statute that required scienter.<sup>3</sup> The *Virginia Bankshares* discussion, therefore, has very limited application to § 11; a provision which the Court has already held to create strict liability. See *Huddleston*, 459 U.S. at 381-82, 103 S.Ct. 683.

The Second Circuit reads Justice Scalia’s concurring opinion as support for their interpretation of *Virginia Bankshares*. See *Fruit*, 655 F.3d at 111 (citing *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1108-1109, 111 S.Ct. 2749). Justice Scalia

## 2.

[6] We construe facts alleged in the complaint in the light most favorable to the Plaintiffs and accept all factual allegations as true. *Kotlmyer*, 436 F.3d at 688; see *Tellobis, Inc. v. Malcor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308, 322, 127 S.Ct. 2499, 168 L.Ed.2d 179 (2007). But complaints subject to Rule 9(b) must plead “with particularity the circumstances constituting fraud or mistake.” Fed.R.Civ.P. 9(b). Defendants argue that Plaintiffs have not met their burden under Rule 9(b) due to their reliance on *qui tam* complaints and confidential sources. We disagree.

[7] Defendants first argue that Plaintiffs’ citations to *qui tam* complaints are insufficient to sustain their claim. In order to support this argument, Defendants first contend that Plaintiffs have failed to conduct a “reasonable investigation” as required under Rule 11. See *Albright v. Uppjohn Co.*, 788 F.2d 1217, 1220 (6th Cir. 1986); see also Fed.R.Civ.P. 11. This argument, however, was also raised in district court, and the court, at its discretion, did not issue sanctions or strike the relevant portions of the Third Amended Complaint. See *Mich. Div.-Monument Builders of N. Am. v. Mich. Cemetery Ass’n*, 524 F.3d 726, 739 (6th Cir.2008) (“We re-

Standard Knitting Mills, Inc., 623 F.2d 422, 430 (6th Cir.1980).

3. In this Circuit § 14(a) does in fact require proof of scienter to state a claim. *Adams v.*

deny a district court's decision to grant or deny sanctions . . . arising from . . . Rule 11, under the abuse-of-discretion standard"). Rule 11 sanctions are a question of "whether the . . . attorney's conduct was reasonable under the circumstances." *Id.* (internal quotation marks and citations omitted). We see no reason to conclude that the district court abused its discretion for purposes of Rule 11.

Defendants next argue that allegations based on *qui tam* complaints nevertheless cannot withstand a motion to dismiss under Rule 9(b). Defendants cite to several cases in which courts, after noting reliance on third-party actions, have dismissed complaints under Rule 9(b). We do not believe this case necessitates such action.

The only Sixth Circuit opinion cited by Defendants, *Konkol v. Diebold, Inc.*, 590 F.3d 390 (6th Cir.2009), *abrogated on other grounds by Frank v. Dana Corp.*, 646 F.3d 954 (6th Cir.2011), is inapposite. In *Konkol*, this Court began by determining that the complaint, in a § 10b and Rule 10b-5 case, was insufficient to state a claim—on grounds that had nothing to do with third-party complaints.<sup>4</sup> *Id.* at 397-400. We then proceeded to address the plaintiffs' list of defenses to that holding, finding each of them insufficient. *Id.* at 400-04. One of these defenses was the existence of government investigations into the defendants' actions. *Id.* at 401-02. We stated that "[a]lthough a government investigation is not altogether irrelevant to the . . . analysis . . . [g]overnment investigations can result from any number of causes, and the investors have not pointed to any facts suggesting that the SEC investigation" supports their claim. *Id.* at 402.

The same is not true in the instant case. Plaintiffs do not simply cite to the *exis-*

CV-00520-H, 2012 WL 443461, at \*4 (W.D.Ky., Feb. 10, 2012) (holding that some GAAP allegations were soft information because the allegations in plaintiffs' complaint focused on defendants' beliefs about accounting numbers, not on the actual data they reported). We disagree that Plaintiffs' GAAP allegations qualify as soft information. Plaintiffs' allegation is that Defendants' hard numbers were incorrect. These are allegations of hard facts and do not require pleading knowledge of falsity under any standard. Even if we were to hold that the GAAP allegations are soft information, however, plaintiffs are not required to plead knowledge of falsity under § 11 to make out a claim for a material misstatement. Therefore, the district court erred in requiring Plaintiffs to plead knowledge of falsity with regard to the GAAP violations.

[8] However, Plaintiffs still have to meet the particularity requirements of Rule 9(b) in pleading that GAAP violations occurred. As this Court noted in *Omnicare I*, Plaintiffs' GAAP allegations appear to contain some factual holes. In assessing Plaintiffs' 10(b) and 10b-5 claims, the *Omnicare I* Court stated:

Although Plaintiffs list numerous alleged violations of GAAP rules, the complaint nowhere suggests how or when any of these alleged accounting improprieties were disclosed. Rather, Plaintiffs argue that they were implicitly disclosed because Omnicare's allegedly illegal conduct (drug recycling, etc.) translated into accounting violations. Thus, when news of the government raids appeared, the accounting statements were thrown into question by extension. This causation theory, however, rests entirely on speculation and is substantially undercut both by the lack of any financial restatements on Omnicare's part and by the willingness of third-party auditors to

continue to certify Omnicare's GAAP compliance.

*Omnicare I*, 583 F.3d at 945.

While that analysis concerned whether Plaintiffs had adequately alleged "loss causation" with particularity, it is applicable to whether they have pleaded a GAAP violation at all. Plaintiffs' Third Amended Complaint alleges many GAAP-based violations, but as the Court noted in *Omnicare I*, the details of the accounting violations remain unclear. Although Plaintiffs' complaint has been amended since our previous opinion, Plaintiffs have not pointed to any updated information that would resolve these issues.

C.

[9, 10] Defendants urge us to affirm the district court on the alternative ground that the affirmative defense of loss causation is evident on the face of the complaint. "Loss causation" refers to the causal connection between the defendant's material misrepresentation or omission and the plaintiff's loss. See *Omnicare*, 527 F.Supp.2d at 704-05. When an affirmative defense is evident on the face of a complaint, the complaint may be subject to dismissal under Rule 12(b)(6). *Jones v. Book*, 549 U.S. 199, 215, 127 S.Ct. 910, 166 L.Ed.2d 798 (2007). Furthermore, this Court held in *Omnicare I* that the complaint did not adequately plead loss causation for the 10(b) and Rule 10b-5 claims. *Omnicare I*, 583 F.3d at 943-47.

Loss causation is an element of a § 10(b) and Rule 10b-5 claim but only an affirmative defense to a § 11 claim. The *Omnicare I* panel reversed the district court on the § 11 claim on exactly that basis. Had the Court determined that the affirmative defense of loss causation was evident from the face of the pleadings, it would have affirmed and dismissed the case. Instead, it chose to remand to the

4. We also note that plaintiffs in *Konkol* were not only subject to Rule 9(b) but also to the higher more exacting pleading standards of

B.

Plaintiffs also appeal the dismissal of their § 11 claim for GAAP-based misstatements and omissions. The district court held that Plaintiffs failed to plead knowledge of falsity and therefore failed to state a claim. Defendants argue that we should affirm because the GAAP allegations are based on "soft information." *Cf. In re Almost Family, Inc. Sec. Litig.*, No. 3:10-

district court for further analysis. *Id.* at 948. The district court, having declined to reach this issue on remand, has not yet addressed the merits of the argument. Although the complaint has been amended since *Omnicare I* was decided, the Defendants urge us to find loss causation on the basis of language in the outdated complaint. We therefore have no more information on this issue now than we had at the time of the *Omnicare I* opinion.

[11] “When attention has been focused on other issues, or when the court from which a case comes has expressed no views on a controlling question, it may be appropriate to remand the case rather than deal with the merits of that question in this Court.” *Dandridge v. Williams*, 397 U.S. 471, 476 n. 6, 90 S.Ct. 1153, 25 L.Ed.2d 491 (1970); see also *Lewis v. Philip Morris Inc.*, 856 F.3d 515, 534 (6th Cir.2004) (remanding due to the fact-intensive nature of the review required). The district court in this case has had many years to familiarize itself with the facts of this case and is in a stronger position than this Court to conduct the fact-intensive analysis this ruling requires.

IV.

For the foregoing reasons, we REVERSE the district court with regard to Plaintiffs’ legal compliance claims and REMAND for further proceedings consistent with this opinion; and AFFIRM with respect to Plaintiffs’ GAAP-based claims.

GWIN, District Judge, concurring.

I concur in the majority’s thoughtful and comprehensive opinion. I write separately to make clear that the district court retains the statutory and inherent discretion to resurrect previously dismissed claims and previously dismissed parties should later discovered evidence warrant it. See *Rodriguez v. Tenn. Laborers Health & Welfare Fund*, 89 Fed.Appx. 949, 959 (6th

Cir.2004) (“District courts have authority both under common law and Rule 54(b) to reconsider interlocutory orders and to reopen any part of a case before entry of final judgment.”).

Rule 54(b) of the Federal Rules of Civil Procedure provides the statutory vehicle for such revision. If a court decides fewer than all the claims presented, as is the case here, dismissed claims can be revived until the entry of final judgment. Fed. R.Civ.P. 54(b) (“[A]ny order . . . that adjudicates fewer than all the claims or the rights and liabilities of fewer than all the parties does not end the action as to any of the claims or parties and may be revised at any time before the entry of a judgment adjudicating all the claims and all the parties’ rights and liabilities.”). The district court’s ability to reconsider past rulings must be tempered by “the sound public policy that litigation be decided and then put to an end.” *Petition of U.S. Steel Corp.*, 479 F.2d 489, 494 (6th Cir.1973).

In deciding whether to revisit previously dismissed claims or parties, a district court may consider “(1) an intervening change of controlling law; (2) new evidence available; or (3) a need to correct a clear error or prevent manifest injustice.” *Rodriguez*, 89 Fed.Appx. at 959. (citing *Reich v. Hall Holding Co.*, 990 F.Supp. 955, 965 (N.D. Ohio 1998)). Simple reargument of evidence that had been available at the time of the earlier decision is usually not enough to warrant reconsideration. *Id.*

Rule 54(b) is particularly relevant in suits subject to the Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA). The PSLRA, passed in 1995 after considerable lobbying by corporate and investment interests, mandates heightened pleading requirements to avoid dismissal. As one scholar notes, the PSLRA “created a super-heightened pleading standard for certain aspects of securities claims and deferred discovery until after resolution of an

inevitably protracted motion to dismiss. . . .” Arthur Miller, *From Conley to Twombly to Iqbal: A Double Play on the Federal Rules of Civil Procedure*, 60 *Duke L.J.* 1, 11 (2010). Such motions to dismiss, as is the case here, often include questions of “scienter, loss causation, reliance, and materiality—questions that formerly would have been considered trial worthy.” *Id.* Remarkably, the PSLRA imposes what amounts to a probabilistic pleading standard for scienter. See *Tellabs v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308, 314, 127 S.Ct. 2499, 168 L.Ed.2d 179 (2007) (defining the “strong inference” of scienter under the PSLRA as “more than merely plausible or reasonable—it must be cogent and at least as compelling as any opposing inference of nonfraudulent intent”).

If newly-found evidence in a PSLRA case supports a previously dismissed claim’s scienter (or materiality, or reliance, or loss causation) allegation, the district court could allow the claim to be revived. District courts are charged with enforcing rules “to secure the just, speedy, and inexpensive determination” of an action. Fed. R.Civ.P. 1. There’s a reason that “just” precedes “speedy.”



UNITED STATES of America,  
Plaintiff–Appellee,

v.

Marvin Charles GARRION, II,  
Defendant–Appellant.

Nos. 02–1386, 02–1461, 02–1570.

United States Court of Appeals,  
Sixth Circuit.

Argued: June 6, 2012.

Background and Filed: May 28, 2013.

**Background:** Defendant was convicted in the United States District Court for the

Western District of Michigan, Robert Holmes Bell, J., 2006 WL 2478978, of first-degree capital murder within special maritime and territorial jurisdiction of United States. Court imposed sentence of death. Defendant appealed. The Court of Appeals, 517 F.3d 839, affirmed. Parties then filed supplemental briefs and, after a second oral argument, Court was prepared to decide other issues on the merits. The Court granted government’s petition to rehear the case en banc.

**Holdings:** The Court of Appeals, Kethledge, Circuit Judge, held that:

- (1) murderer’s location in state that lacked death penalty could not count as mitigating factor in sentencing phase of capital trial as that term was used under Eighth Amendment;
- (2) murderer’s location in state that lacked death penalty could not count as mitigating factor in sentencing phase of capital trial as that term was used under Federal Death Penalty Act;
- (3) exclusion of defendant’s argument from sentencing phase of his trial, claiming that there was residual-doubt about whether victim had been murdered within National Forest, was harmless beyond reasonable doubt;
- (4) defendant’s right to impartial jury drawn from venire that had not been tilted in favor of capital punishment by selective prosecutorial challenges for cause had not been violated by excluding generally anti-death penalty veni- perpersons;
- (5) requirement for jury to weigh mitigating and aggravating factors when considering whether defendant should be sentenced to death did not have to be based on reasonable doubt standard;

Declined to Extend by *Firefighters Pension & Relief Fund of the City of New Orleans v. Bulmahn*, E.D.La., August 14, 2015

135 S.Ct. 1318  
Supreme Court of the United States

OMNICARE, INC., et al., Petitioners  
v.

LABORERS DISTRICT COUNCIL CONSTRUCTION  
INDUSTRY PENSION FUND et al.

No. 13–435.

Argued Nov. 3, 2014.

Decided March 24, 2015.

**Synopsis**

**Background:** Investors brought securities fraud class action under § 11 of the Securities Act of 1933 against corporation and its officers and directors, alleging defendants made material misstatements and/or omissions in a registration statement filed with the Securities and Exchange Commission (SEC) in connection with a public stock offering. The United States District Court for the Eastern District of Kentucky, William O. Bertelsman, J., 2012 WL 462551, dismissed the complaint. Investors appealed. The United States Court of Appeals for the Sixth Circuit, Cole, Circuit Judge, 719 F.3d 498, affirmed in part, reversed in part, and remanded. Certiorari was granted.

**Holdings:** The Supreme Court, Justice Kagan, held that:

[1] investors failed to state a claim for an untrue statement of material fact in the registration statement, but

[2] omission of material facts about inquiry into or knowledge concerning a statement of opinion could be actionable.

Vacated and remanded.

Justice Scalia filed an opinion concurring in part and concurring in the judgment.

Justice Thomas filed an opinion concurring in the judgment.

as amicus curiae, and issuer had not objected in its Supreme Court briefs or at oral argument that purchasers' omissions theory had been forfeited or was not properly before the Supreme Court. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

1 Cases that cite this headline

[4] **Securities Regulation**

Pleading

Allegation of purchasers of common stock in public offering, that issuer, which provided pharmacy services for residents of nursing homes, turned out to be wrong with respect to its stated belief, in its registration statement, that it was obeying applicable federal and state laws concerning its contractual arrangements with other health care providers, its pharmaceutical suppliers, and its pharmacy practices, failed to state a claim for an untrue statement of material fact in a registration statement, in action for damages under § 11 of Securities Act of 1933. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

2 Cases that cite this headline

[5] **Securities Regulation**

False Statements or Omissions; Accuracy  
A sincere statement of pure opinion, in a registration statement for a public offering of securities, is not an untrue statement of material fact, as basis for liability to investors under § 11 of the Securities Act of 1933, regardless of whether an investor can ultimately prove the belief wrong; such liability, limited as it is to factual statements, does not allow investors to second-guess inherently subjective and uncertain assessments. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

8 Cases that cite this headline

[6] **Securities Regulation**

False Statements or Omissions; Accuracy  
A statement of opinion in a registration statement for a public offering of securities is not

misleading, as basis for liability under § 11 of the Securities Act of 1933 for omitting a statement of material fact necessary to make other statements nonmisleading, just because external facts show the opinion to be incorrect, since reasonable investors do not understand such statements as guarantees, and § 11's omissions clause therefore does not treat them that way. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

14 Cases that cite this headline

[7] **Securities Regulation**

False Statements or Omissions; Accuracy  
If a registration statement for a public offering of securities omits material facts about the issuer's inquiry into or knowledge concerning a statement of opinion, and if those facts conflict with what a reasonable investor would take from the opinion statement itself as conveying facts regarding how the issuer formed the opinion, then liability is created under § 11 of the Securities Act of 1933 for omitting a statement of material fact necessary to make other statements nonmisleading. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

28 Cases that cite this headline

[8] **Securities Regulation**

False Statements or Omissions; Accuracy  
An opinion statement in a registration statement for a public offering of securities is not necessarily misleading, as basis for liability under § 11 of the Securities Act of 1933 for omitting a statement of material fact necessary to make other statements nonmisleading, when an issuer knows, but fails to disclose, some fact cutting the other way, since reasonable investors understand that opinions sometimes rest on a weighing of competing facts; indeed, the presence of such facts is one reason why an issuer may frame a statement as an opinion, thus conveying uncertainty. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

12 Cases that cite this headline

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

[9]

**Fraud**  
 **Matters of Fact or of Opinion**

For the common-law tort of misrepresentation, a statement of opinion as to facts not disclosed and not otherwise known to the recipient may in some circumstances reasonably be interpreted by him as an implied statement that the speaker knows facts sufficient to justify him in forming the opinion, or that he at least knows no facts incompatible with the opinion. *Restatement (Second) of Torts* § 539.

2 Cases that cite this headnote

[10]

**Securities Regulation**

 **False Statements or Omissions; Accuracy**  
 Congress adopted § 11 of the Securities Act of 1933, concerning registration statements for public offerings of securities, to ensure that issuers tell the whole truth to investors, and for that reason, literal accuracy is not enough; an issuer must as well desist from misleading investors by saying one thing and holding back another. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(b).

Cases that cite this headnote

[11]

**Securities Regulation**

 **Pleading**

An investor cannot state a claim under § 11 of the Securities Act of 1933, that an issuer's statement of opinion in the registration statement for a public offering of securities was misleading because it omitted material facts about the issuer's inquiry into or knowledge concerning the statement of opinion, by simply alleging that the issuer failed to reveal the basis for its opinion; the buyer must identify particular and material facts going to the basis for the issuer's opinion, i.e., facts about the inquiry the issuer did or did not conduct or the knowledge it did or did not have, whose omission makes the opinion statement misleading to a reasonable person reading the statement fairly and in context. Securities Act of 1933, § 11(a), 15 U.S.C.A. § 77k(a).

Held:

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

1. A statement of opinion does not constitute an "untrue statement of ... fact" simply because the stated opinion ultimately proves incorrect. The Sixth Circuit's contrary holding wrongly conflates facts and opinions. A statement of fact expresses certainty about a thing, whereas a statement of opinion conveys only an uncertain view as to that thing. Section 11 incorporates that distinction in its first clause by exposing issuers to liability only for "untrue statement[s] of ... fact." § 77k(a) (emphasis added). Because a statement of opinion admits the possibility of error, such a statement remains true—and thus is not an "untrue statement of ... fact"—even if the opinion turns out to have been wrong.

But opinion statements are not wholly immune from liability under § 11's first clause. Every such statement explicitly affirms one fact: that the speaker actually holds the stated belief. A statement of opinion thus qualifies as an "untrue statement of ... fact" if *that fact* is untrue—i.e., if the opinion expressed was not sincerely held. In addition, opinion statements can give rise to false-statement liability under § 11 if they contain embedded statements of untrue facts. Here, however, Omnicare's sincerity is not contested and the statements at issue are pure opinion statements. The Funds thus cannot establish liability under § 11's first clause. Pp. 1325–1328.

2. If a registration statement omits material facts about the issuer's inquiry into, or knowledge concerning, a statement of opinion, and if those facts conflict with what a reasonable investor, reading the statement fairly and in context, would take from the statement itself, then § 11's omissions clause creates liability. Pp. 1327–1333.

(a) For purposes of § 11's omissions clause, whether a statement is "misleading" is an objective inquiry that depends on a reasonable investor's perspective. Cf. \*1322 73C *Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 445, 96 S.Ct. 2126, 48 L.Ed.2d 757. Omnicare goes too far by claiming that no reasonable person, in any context, can understand a statement of opinion to convey anything more than the speaker's own mindset. A reasonable investor may depend on the circumstances, understand an opinion statement to convey facts about the speaker's basis for holding that view. Specifically, an issuer's statement of opinion may fairly imply facts about the inquiry the issuer conducted or the knowledge it had. And if the real facts are otherwise, but not provided, the opinion statement will mislead by omission.

An opinion statement, however, is not misleading simply because the issuer knows, but fails to disclose, some fact cutting the other way. A reasonable investor does not expect that every fact known to an issuer supports its opinion statement. Moreover, whether an omission makes an expression of opinion misleading always depends on context. Reasonable investors understand opinion statements in light of the surrounding text, and § 11 creates liability only for the omission of material facts that cannot be squared with a fair reading of the registration statement as a whole. Omnicare's arguments to the contrary are unavailing. Pp. 1327–1333.

(b) Because neither court below considered the Funds' omissions theory under the right standard, this case is remanded for a determination of whether the Funds have stated a viable omissions claim. On remand, the court must review the Funds' complaint to determine whether it adequately alleges that Omnicare omitted from the registration statement some specific fact that would have been material to a reasonable investor. If so, the court must decide whether the alleged omission rendered Omnicare's opinion statements misleading in context. Pp. 1332–1333.

719 F.3d 498, vacated and remanded.

KAGAN, J., delivered the opinion of the Court, in which ROBERTS, C.J., and KENNEDY, GINSBURG, BREYER, ALITO, and SOTOMAYOR, JJ., joined. SCALIA, J., filed an opinion concurring in part and concurring in the judgment. THOMAS, J., filed an opinion concurring in the judgment.

**Attorneys and Law Firms**

Kannon K. Shammugam, Washington, DC, for Petitioners.  
 Thomas C. Goldstein, Washington, DC, for Respondents.  
 Nicole A. Saharsky for the United States as amicus curiae, by special leave of the Court, supporting the Respondents.  
 Linda T. Coberly, Winston & Strawn LLP, Chicago, IL, Harvey Kurzweil, Richard W. Reinbaler, John E. Schreiber, Winston & Strawn LLP, New York, NY, Andrew C. Nichols, Winston & Strawn LLP, Washington, DC, Kannon K. Shammugam, Counsel of Record, Joseph M. Terry, John S. Williams, Sarah K. Campbell, A. Joshua Podoll, Williams & Connolly LLP, Washington, DC, for Petitioners.  
 Thomas C. Goldstein, Kevin K. Russell, Goldstein & Russell, P.C., Washington, DC, Kevin L. Murphy, Graydon Head &

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

Citing lawsuits that the Federal Government later pressed against Omnicare, the Funds' complaint maintained that the company's receipt of payments from drug manufacturers violated anti-kickback laws. See *id.*, at 181-186, 203-274. Unlike both courts below, we see those allegations as presenting different issues.<sup>1</sup> In resolving the first, we discuss when an opinion itself constitutes a factual misstatement. In analyzing the second, we address when an opinion may be rendered misleading by the omission of discrete factual representations. Because we find that the Court of Appeals applied the wrong standard, we vacate its decision.

II

The Sixth Circuit held, and the Funds now urge, that a statement of opinion that is ultimately found incorrect—even if believed at the time made—may count as an “untrue statement of a material fact.” 15 U.S.C. § 77k(a); see 719 F.3d, at 505; Brief for Respondents 20-26. As the Funds put the point, a statement of belief may make an implicit assertion about the belief’s “subject matter”: To say “we believe X is true” is often to indicate that “X is in fact true.” *Id.*, at 23; see Tr. of Oral Arg. 36. In just that way, the Funds conclude, an issuer’s statement that “we believe we are following the law” conveys that “we in fact are following the law”—which is “materially false,” no matter what the issuer thinks, if instead it is violating an anti-kickback statute. Brief for Respondents 1.

But that argument wrongly conflates facts and opinions. A fact is “a thing done or existing” or “[a]n actual happening.” Webster’s New International Dictionary 782 (1927). An opinion is “a belief[.] a view,” or a “sentiment which the mind forms of persons or things.” *Id.*, at 1309. Most important, a statement of fact (“the coffee is hot”) expresses certainty about a thing, whereas a statement of opinion (“I think the coffee is hot”) does not. See *ibid.* (“An opinion, in ordinary usage ... does not imply ... definiteness ... or certainty”); 7 Oxford English Dictionary 151 (1933) (an opinion “rest[s] on grounds insufficient for complete demonstration”). Indeed, that difference between the two is so ingrained in our everyday ways of speaking and thinking as to make resort to old dictionaries seem a mite silly. And Congress effectively incorporated just that distinction in § 11’s first part by exposing issuers to liability not for “untrue statement[s]” full stop (which would have included §1326-ones of opinion), but only for “untrue statement[s] of ... fact.” § 77k(a) (emphasis added).

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

Section 11 thus creates two ways to hold issuers liable for the contents of a registration statement—one focusing on what the statement says and the other on what it leaves out. Either way, the buyer need not prove (as he must to establish certain other securities offenses) that the defendant acted with any intent to deceive or defraud. *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 381-382, 103 S.Ct. 683, 74 L.Ed.2d 548 (1983).

This case arises out of a registration statement that petitioner Omnicare filed in connection with a public offering of common stock. Omnicare is the nation’s largest provider of pharmacy services for residents of nursing homes. Its registration statement contained (along with all mandated disclosures) analysis of the effects of various federal and state laws on its business model, including its acceptance of rebates from pharmaceutical manufacturers. See, e.g., App. 88-107, 132-140, 154-166. Of significance here, two sentences in the registration statement expressed Omnicare’s view of its compliance with legal requirements:

- “We believe our contract arrangements with other healthcare providers, our pharmaceutical suppliers and our pharmacy practices are in compliance with applicable federal and state laws.” *Id.*, at 95.
- “We believe that our contracts with pharmaceutical manufacturers are legally and economically valid arrangements that bring value to the healthcare system and the patients that we serve.” *Id.*, at 137.

\*1324 Accompanying those legal opinions were some caveats. On the same page as the first statement above, Omnicare mentioned several state-initiated “enforcement actions against pharmaceutical manufacturers” for offering payments to pharmacies that dispensed their products; it then cautioned that the laws relating to that practice might “be interpreted in the future in a manner inconsistent with our interpretation and application.” *Id.*, at 96. And adjacent to the second statement, Omnicare noted that the Federal Government had expressed “significant concerns” about some manufacturers’ rebates to pharmacies and warned that business might suffer “if these price concessions were no longer provided.” *Id.*, at 136-137.

Respondents here, pension funds that purchased Omnicare stock in the public offering (hereinafter Funds), brought suit alleging that the company’s two opinion statements about legal compliance give rise to liability under § 11.

Opinion

\*1323 Justice KAGAN delivered the opinion of the Court. Before a company may sell securities in interstate commerce, it must file a registration statement with the Securities and Exchange Commission (SEC). If that document either “contain[s] an untrue statement of a material fact” or “omit[s] to state a material fact ... necessary to make the statements therein not misleading,” a purchaser of the stock may sue for damages. 15 U.S.C. § 77k(a). This case requires us to decide how each of those phrases applies to statements of opinion.

I

[1] The Securities Act of 1933, 48 Stat. 74, 15 U.S.C. § 77a *et seq.*, protects investors by ensuring that companies issuing securities (known as “issuers”) make a “full and fair disclosure of information” relevant to a public offering. *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 646, 108 S.Ct. 2063, 100 L.Ed.2d 658 (1988). The linchpin of the Act is its registration requirement. With limited exceptions not relevant here, an issuer may offer securities to the public only after filing a registration statement. See §§ 77d, 77e. That statement must contain specified information about both the company itself and the security for sale. See §§ 77g, 77aa. Beyond those required disclosures, the issuer may include additional representations of either fact or opinion.

[2] Section 11 of the Act promotes compliance with these disclosure provisions by giving purchasers a right of action against an issuer or designated individuals (directors, partners, underwriters, and so forth) for material misstatements or omissions in registration statements. As relevant here, that section provides:

“In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security ... [may] sue.” § 77k(b).

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

Consider that statutory phrase's application to two hypothetical statements, couched in ways the Funds claim are equivalent. A company's CEO states: "The TVs we manufacture have the highest resolution available on the market." Or, alternatively, the CEO transforms that factual statement into one of opinion: "I believe" (or "I think") "the TVs we manufacture have the highest resolution available on the market." The first version would be an untrue statement of fact if a competitor had introduced a higher resolution TV a month before—even assuming the CEO had not yet learned of the new product. The CEO's assertion, after all, is not mere puffery, but a determinate, verifiable statement about her company's TVs; and the CEO, however innocently, got the facts wrong. But in the same set of circumstances, the second version would remain true. Just as she said, the CEO really did believe, when she made the statement, that her company's TVs had the sharpest picture around. And although a plaintiff could later prove that opinion erroneous, the words "I believe" themselves admitted that possibility, thus precluding liability for an untrue statement of fact. That remains the case if the CEO's opinion, as here, concerned legal compliance. If, for example, she said, "I believe our marketing practices are lawful," and actually did think that, she could not be liable for a false statement of fact—even if she afterward discovered a longtime violation of law. Once again, the statement would have been true, because all she expressed was a view, not a certainty, about legal compliance. That still leaves some room for § 11's false-statement provision to apply to expressions of opinion. As even Omnicare acknowledges, every such statement explicitly affirms one fact: that the speaker actually holds the stated belief. See Brief for Petitioners 15–16; W. Keeton, D. Dobbs, R. Keeton, & D. Owen, Prosser and Keeton on the Law of Torts § 109, p. 755 (5th ed. 1984) (Prosser and Keeton ("A]n expression of opinion is itself always a statement of ... the fact of the belief, the existing state of mind, of the one who asserts it"). For that reason, the CEO's statement about product quality ("I believe our TVs have the highest resolution available on the market") would be an untrue statement of fact—namely, the fact of her own belief—if she knew that her company's TVs only placed second. And so too the statement about legal compliance ("I believe our marketing practices are lawful") would falsely describe her own state of mind if she thought her company was breaking the law. In such cases, § 11's first part would subject the issuer to liability (assuming the misrepresentation were material).<sup>2</sup>

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

opinion on legal compliance "not misleading." App. 273; see § 77k(a).<sup>3</sup> As all parties accept, whether a statement is "misleading" depends on the perspective of a reasonable investor: The inquiry (like the one into materiality) is objective. Cf. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 445, 96 S.Ct. 2126, 48 L.Ed.2d 757 (1976) (noting that the securities laws care only about the "significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor"). We therefore must consider whether, if ever, the omission of a fact can make a statement of opinion like Omnicare's, even if literally **\*1328** accurate, misleading to an ordinary investor. Omnicare claims that is just not possible. On its view, no reasonable person, in any context, can understand a pure statement of opinion to convey anything more than the speaker's own mindset. See Reply Brief 5–6. As long as an opinion is sincerely held, Omnicare argues, it cannot mislead as to any matter, regardless what related facts the speaker has omitted. Such statements of belief (concludes Omnicare) are thus immune from liability under § 11's second part, just as they are under its first.<sup>4</sup>

[6] That claim has more than a kernel of truth. A reasonable person understands, and takes into account, the difference we have discussed above between a statement of fact and one of opinion. See *supra*, at 1325 – 1326. She recognizes the import of words like "I think" or "I believe," and grasps that they convey some lack of certainty as to the statement's content. See, e.g., *Restatement (Second) of Contracts* § 168, Comment a, p. 456 (1979) (noting that a statement of opinion "implies that [the speaker] ... is not certain enough of what he says" to do without the qualifying language). And that may be especially so when the phrases appear in a registration statement, which the reasonable investor expects has been carefully wordsmithed to comply with the law. When reading such a document, the investor thus distinguishes between the sentences "we believe X is true" and "X is true." And because she does so, the omission of a fact that merely rebuts the latter statement fails to render the former misleading. In other words, a statement of opinion is not misleading just because external facts show the opinion to be incorrect. Reasonable investors do not understand such statements as guarantees, and § 11's omissions clause therefore does not treat them that way.

[7] But Omnicare takes its point too far, because a reasonable investor may, depending on the circumstances, understand an opinion statement to convey facts about how the speaker has formed the opinion—or, otherwise put, about

the speaker's basis for holding that view. And if the real facts are otherwise, but not provided, the opinion statement will mislead its audience. Consider an unadorned statement of opinion about legal compliance: "We believe our conduct is lawful." If the issuer makes that statement without having consulted a lawyer, it could be misleadingly incomplete. In the context of the securities market, an investor, though recognizing that legal opinions can prove wrong in the end, still likely expects such an assertion to rest on some meaningful legal inquiry—rather than, say, on mere intuition, however sincere.<sup>5</sup> Similarly, if **\*1329** the issuer made the statement in the face of its lawyers' contrary advice, or with knowledge that the Federal Government was taking the opposite view, the investor again has cause to complain: He expects not just that the issuer believes the opinion (however irrationally), but that it fairly aligns with the information in the issuer's possession at the time.<sup>6</sup> Thus, if a registration statement omits material facts about the issuer's inquiry into or knowledge concerning a statement of opinion, and if those facts conflict with what a reasonable investor would take from the statement itself, then § 11's omissions clause creates liability.<sup>7</sup>

[8] An opinion statement, however, is not necessarily misleading when an issuer knows, but fails to disclose, some fact cutting the other way. Reasonable investors understand that opinions sometimes rest on a weighing of competing facts; indeed, the presence of such facts is one reason why an issuer may frame a statement as an opinion, thus conveying uncertainty. See *supra*, at 1325 – 1326, 1328. Suppose, for example, that in stating an opinion about legal compliance, the issuer did not disclose that a single junior attorney expressed doubts about a practice's legality, when six of his more senior colleagues gave a stamp of approval. That omission would not make the statement of opinion misleading, even if the minority position ultimately proved correct: A reasonable investor does not expect that *every* fact known to an issuer supports its opinion statement.<sup>8</sup>

**\*1330** Moreover, whether an omission makes an expression of opinion misleading always depends on context. Registration statements as a class are formal documents, filed with the SEC as a legal prerequisite for selling securities to the public. Investors do not, and are right not to, expect opinions contained in those statements to reflect baseless, off-the-cuff judgments, of the kind that an individual might communicate in daily life. At the same time, an investor reads each statement within such a document, whether of fact or of

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

whole truth" to investors. H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess., 2 (1933) (quoting President Roosevelt's message to Congress). For that reason, literal accuracy is not enough: An issuer must as well desist from misleading investors by saying one thing and holding back another. Omnicare would nullify that statutory requirement for all sentences starting with the phrases "we believe" or "we think." But those magic words can preface nearly any conclusion, and the resulting statements, as we have shown, remain perfectly capable of misleading investors. See *supra*, at 1328 – 1329. Thus, Omnicare's view would punch a hole in the statute for half-truths in the form of opinion statements. And the difficulty of showing that such statements are literally false — which requires proving an issuer did not believe them, see *supra*, at 1326 – 1327 — would make that opening yet more consequential: Were Omnicare right, companies would have virtual *carte blanche* to assert opinions in registration statements free from worry about § 11. That outcome would ill-fit Congress's decision to establish a strict liability offense promoting "full and fair disclosure" of material information. *Pinter*, 486 U.S., at 646, 108 S.Ct. 2063; see *supra*, at 1323. Omnicare argues, in response, that applying § 11's omissions clause in the way we have described would have "adverse policy consequences." Reply Brief 17 (capitalization omitted). According to Omnicare, any inquiry into the issuer's basis for holding an opinion is "hopelessly amorphous," threatening "unpredictable" and possibly "massive" liability. *Id.*, at 2; Brief for Petitioners 34, 36. And because that is so, Omnicare claims, many issuers will choose not to disclose opinions at all, thus "depriving [investors] of potentially helpful information." Reply Brief 19; see Tr. of Oral Arg. 59–61.

But first, that claim is, just as Omnicare labels it, one of "policy"; and Congress gets to make policy, not the courts. The decision Congress made, for the reasons we have indicated, was to extend § 11 liability to all statements rendered misleading by omission. In doing so, Congress no doubt made § 11 less cut-and-dry than a law prohibiting only false factual statements. Section 11's omissions clause, as applied to statements of both opinion and fact, necessarily brings the reasonable \*1332 person into the analysis, and asks what she would naturally understand a statement to convey beyond its literal meaning. And for expressions of opinion, that means considering the foundation she would expect an issuer to have before making the statement. See *supra*, at 1328 – 1329. All that, however, is a feature, not a bug, of the omissions provision.

[9] These principles are not unique to § 11: They inhere, too, in much common law respecting the tort of misrepresentation.<sup>9</sup> The Restatement of Torts, for example, recognizes that "[a] statement of opinion as to facts not disclosed and not otherwise known to the recipient may" in some circumstances reasonably "be interpreted by him as an implied statement" that the speaker "knows facts sufficient to justify him in forming" the opinion, or that he "at least knows no facts "incompatible with [the] opinion." *Restatement (Second) of Torts* § 539, p. 85 (1976).<sup>10</sup> When that is so, the Restatement explains, liability may result from omission of facts—for example, the fact that the speaker failed to conduct any investigation—that rebut the recipient's predictable inference. See *id.*, Comment *a*, at 86; *id.*, Comment *b*, at 87. Similarly, the leading treatise in the area explains that "it has been recognized very often that the expression of an opinion may carry with it an implied assertion, not only that the speaker knows no facts which would preclude such an opinion, but that he does know facts which justify it." Prosser and Keeton § 109, at 760. That is especially (and traditionally) the case, the treatise continues, where—as in a registration statement—a speaker "holds himself out or is understood as having special knowledge of the matter which is not available to the plaintiff." *Id.*, at 760–761 (footnote omitted); see *Restatement (Second) of Torts* § 539, Comment *b*, at 86 (noting that omissions relating to an opinion's basis are "particularly" likely to give rise to liability when the speaker has "special knowledge of facts unknown to the recipient"); *Smith v. Land and House Property Corp.*, [1884] 28 Ch. D. 7, 15 (App. Cas.) (appeal taken from Eng.) (opinion of Bowen, L.J.). (When "the facts are not equally known to both sides, then a statement of \*1331 opinion by the one who knows the facts best ... implicitly states that [the speaker] knows facts which justify his opinion".)<sup>11</sup>

[10] And the purpose of § 11 supports this understanding of how the omissions clause maps onto opinion statements. Congress adopted § 11 to ensure that issuers "tell[] the

basis, or else make clear the real tentativeness of its belief. Such ways of conveying opinions so that they do not mislead will keep valuable information flowing. And that is the only kind of information investors need. To the extent our decision today chills *misleading* opinions, that is all to the good: In enacting § 11, Congress worked to ensure better, not just more, information.

B

Our analysis on this score counsels in favor of sending the case back to the lower courts for decision. Neither court below considered the Funds' omissions theory with the right standard in mind—or indeed, \*1333 even recognized the distinct statutory questions that theory raises. See *supra*, at 1324 – 1325. We therefore follow our ordinary practice of remanding for a determination of whether the Funds have stated a viable omissions claim (or, if not, whether they should have a chance to replead).

In doing so, however, we reemphasize a few crucial points pertinent to the inquiry on remand. Initially, as we have said, the Funds cannot proceed without identifying one or more facts left out of Omnicare's registration statement. See *supra*, at 1331 – 1332. The Funds' recitation of the statutory language—that Omnicare "omitted to state facts necessary to make the statements made not misleading"—is not sufficient; neither is the Funds' conclusory allegation that Omnicare lacked "reasonable grounds for the belief" it stated respecting legal compliance. App. 273–274. A oral argument, however, the Funds highlighted another, more specific allegation in their complaint: that an attorney had warned Omnicare that a particular contract "carrie[d] a heightened risk" of legal exposure under anti-kickback laws. *Id.*, at 225 (emphasis omitted); see Tr. of Oral Arg. 42, 49; *supra*, at 1324. On remand, the court must review the Funds' complaint to determine whether it adequately alleged that Omnicare had omitted that (purported) fact, or any other like it, from the registration statement. And if so, the court must determine whether the omitted fact would have been material to a reasonable investor—*i.e.*, whether "there is a substantial likelihood that a reasonable [investor] would consider it important." *TSC Industries*, 426 U.S., at 449, 96 S.Ct. 2126.

Assuming the Funds clear those hurdles, the court must ask whether the alleged omission rendered Omnicare's legal compliance opinions misleading in the way described earlier—*i.e.*, because the excluded fact shows that Omnicare lacked

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

basis, or else make clear the real tentativeness of its belief. Such ways of conveying opinions so that they do not mislead will keep valuable information flowing. And that is the only kind of information investors need. To the extent our decision today chills *misleading* opinions, that is all to the good: In enacting § 11, Congress worked to ensure better, not just more, information.

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

the basis for making those statements that a reasonable investor would expect. See *supra*, at 1328 – 1329. Insofar as the omitted fact at issue is the attorney's warning, that inquiry entails consideration of such matters as the attorney's status and expertise and other legal information available to Omnicare at the time. See *supra*, at 1329. Further, the analysis of whether Omnicare's opinion is misleading must address the statement's context. See *supra*, at 1330. That means the court must take account of whatever facts Omnicare did provide about legal compliance, as well as any other hedged, disclaimers, or qualifications it included in its registration statement. The court should consider, for example, the information Omnicare offered that States had initiated enforcement actions against drug manufacturers for giving rebates to pharmacies, that the Federal Government had expressed concerns about the practice, and that the relevant laws "could" be interpreted in the future in a manner that would harm Omnicare's business. See App. 95–96, 136–137; *supra*, at 1323 – 1324.

\*\*\*

With these instructions and for the reasons stated, we vacate the judgment below and remand the case for further proceedings.

*It is so ordered.*

Justice SCALIA, concurring in part and concurring in the judgment.

Section 11 of the Securities Act of 1933 imposes liability where a registration statement "contain[s] an untrue statement of a material fact" or "omit[s] to state a material fact necessary to make the statements therein not misleading." 15 U.S.C. § 77A(b). I agree with the Court's discussion of what it means for an expression of § 1334 opinion to state an untrue material fact. But an expression of opinion implies facts (beyond the fact that the speaker believes his opinion) only where a reasonable listener would understand it to do so. And it is only when expressions of opinion do imply these other facts that they can be "misleading" without the addition of other "material facts." The Court's view would count far more expressions of opinion to convey collateral facts than I—or the common law—would, and I therefore concur only in part.

The common law recognized that most listeners hear "I believe," "in my estimation," and other related phrases as *disclaiming* the assertion of a fact. Hence the (somewhat

overbroad) common-law rule that a plaintiff cannot establish a misrepresentation claim "for misstatements of opinion, as distinguished from those of fact." W. Keeton, D. Dobbs, R. Keeton, & D. Owen, Prosser and Keeton on Torts § 109, p. 755 (5th ed. 1984) (Prosser & Keeton). A fraudulent misrepresentation claim based on an expression of opinion could lie for the one fact the opinion reliably conveyed: that the speaker in fact held the stated opinion. Restatement of Torts § 525, Comment c, p. 60 (1938). And, in some circumstances, the common law acknowledged that an expression of opinion reasonably implied "that the maker knows of no fact incompatible with his opinion." *Id.* § 529(1), at 91. The no-facts-incompatible-with-the-opinion standard was a demanding one: it meant that a speaker's judgment had to "var[y] so far from the truth that no reasonable man in his position could have such an opinion." Restatement of Contracts § 474(b), p. 902, and Comment b (1932). But without more, a listener could only reasonably interpret expressions of opinion as conveying this limited assurance of a speaker's understanding of facts.

In a few areas, the common law recognized the possibility that a listener could reasonably infer from an expression of opinion not only (1) that the speaker sincerely held it, and (2) that the speaker knew of no facts incompatible with the opinion, but also (3) that the speaker had a reasonable basis for holding the opinion. This exceptional recognition occurred only where it was "very reasonable or probable" that a listener should place special confidence in a speaker's opinion. Prosser & Keeton § 109, at 760–761. This included two main categories, both of which were carve-outs from the general rule that "the ordinary man has a reasonable competence to form his own opinion," and "is not justified in relying [on] the ... opinion" of another. Restatement of Torts § 542, Comment a, at 95. First, expressions of opinion made in the context of a relationship of trust, such as between doctors and patients. Second, expressions of opinion made by an expert in his capacity as an expert (for example, a jeweler's statement of opinion about the value of a diamond). These exceptions allowed a listener to deal with those special expressions of opinion as though they were facts. As the leading treatise put it, "the ordinary man is free to deal in reliance upon the opinion of an expert jeweler as to the value of a diamond [or] of an attorney upon a point of law." Prosser & Keeton § 109, at 761. But what reasonable person would assume that a lawyer's assessment of a diamond or a jeweler's opinion on a point of law implied an educated investigation?

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

The Court's expansive application of § 11's omissions clause to expressions of opinion produces a far broader field of misrepresentation: in fact, it produces almost the opposite of the common-law rule. The Court holds that a reasonable investor is right to expect a reasonable basis for *all* opinions in registration statements—for example, the conduct of a "meaningful ... § 1335 inquiry,"—unless that is sufficiently disclaimed. *Ante*, at 1328 – 1329, 1330 – 1331, 1332 – 1333. Take the Court's hypothetical opinion regarding legal compliance. When a disclosure statement says "we believe our conduct is lawful," *ante*, at 1328, the Court thinks this should be understood to suggest that a lawyer was consulted, since a reasonable investigation on this point would require consulting a lawyer. But this approach is incompatible with the common law, which had no "legal opinions are different" exception. See Restatement of Torts § 545, at 102.

It is also incompatible with common sense. It seems to me strange to suggest that a statement of opinion as generic as "we believe our conduct is lawful" conveys the implied assertion of fact "we have conducted a meaningful legal investigation before espousing this opinion." It is strange to ignore the reality that a director might rely on industry practice, prior experience, or advice from regulators—rather than a meaningful legal investigation—in concluding the firm's conduct is lawful. The effect of the Court's rule is to adopt a presumption of expertise on all topics volunteered within a registration statement.

It is reasonable enough to adopt such a presumption for those matters that are required to be set forth in a registration statement. Those are matters on which the management of a corporation are experts. If, for example, the registration statement said "we believe that the corporation has \$5,000,000 cash on hand," or "we believe the corporation has 7,500 shares of common stock outstanding," the public is entitled to assume that the management has done the necessary research, so that the asserted "belief" is undoubtedly correct. But of course a registration statement would never preface such items, within the expertise of the management, with a "we believe that." Full compliance with the law, however, is another matter. It is not specifically required to be set forth in the statement, and when management prefaces that volunteered information with a "we believe that," it flags the fact that this is not within our area of expertise, but we think we are in compliance.

Moreover, even if one assumes that a corporation issuing a registration statement is (by operation of law) an "expert"

with regard to all matters stated or opined about, I would still not agree with the Court's disposition. The Court says the following:

"Section 11's omissions clause, as applied to statements of both opinion and fact, necessarily brings the reasonable person into the analysis, and asks what she would naturally understand a statement to convey beyond its literal meaning. And for expressions of opinion, that means considering the foundation *she would expect an issuer to have before making the statement.*" *Ante*, at 1332 (emphasis added).

The first sentence is true enough—but "what she [the reasonable (female) person, and even he, the reasonable (male) person] would naturally understand a statement [of opinion] to convey" is not that the statement has the foundation *she* (the reasonable female person) considers adequate. *She* is not an expert, and is relying on the advice of an expert—who ought to know how much "foundation" is needed. She would naturally understand that the expert has conducted an investigation that *he* (or she or it) considered adequate. That is what relying upon the opinion of an expert means.

The common law understood this distinction. An action for fraudulent misrepresentation based on an opinion of an "expert" was only allowed *when the expression of the opinion conveyed a fact*—the "fact" that summarized the expert's knowledge. Prosser and Keeton § 109, at 761. And a fact was actionable only if the speaker *knew* it was false, if he *knew* he did not know it, or if he *knew* the listener would understand the statement to have a basis *that the speaker knew was not true*. Restatement of Torts § 526, at 63–64. Ah! the majority might say, so a speaker is liable for knowing he lacks *the listener's reasonable basis*? If the speaker *knows*—is actually aware—that the listener will understand an expression of opinion to have a specific basis that it does not have, then *of course* he satisfies this element of the tort.

But more often, when any basis is implied at all, both sides will understand that the speaker implied a "reasonable basis," but honestly disagree on what that means. And the common law supplied a solution for this: A speaker was liable for ambiguous statements—misunderstandings—

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

theory, they have been reluctant to commit to it. See *MHC Mt. Conversion Fund, L.P. v. Sandler O'Neill & Partners, L.P.*, 761 F.3d 1109, 1116 (C.A.10 2014) (“[I]t is difficult to find many [courts] actually holding a security issuer liable on this basis, ... and ... the approach has been questioned by others on various grounds”); see also *ibid.*, n. 5.

We should exercise the same caution. This Court rarely prides itself on being a pioneer of novel legal claims, as “[o]urs is a court of final review and not first view.” \*1338 *Zivotofsky v. Clinton*, 566 U.S. —, —, 132 S.Ct. 1421, 1430, 182 L.Ed.2d 423 (2012) (internal quotation marks omitted). Thus, as a general rule, “we do not decide in the first instance issues not decided below.” *Ibid.* (internal quotation marks omitted). This includes fashioning innovative theories of liability as much as it includes applying those theories to the circumstances of the case.

The Court has previously relied on a lower court’s failure to address an issue below as a reason for declining to address it here, even when the question was fairly presented in the petition and fully vetted by other lower courts. See, e.g., *CSX Transp., Inc. v. Alabama Dept. of Revenue*, 562 U.S. 277, 284, n. 5, 131 S.Ct. 1101, 179 L.Ed.2d 37 (2011); see also *id.*, at 303, n. 3, 131 S.Ct. 1101 (THOMAS, J., dissenting). Surely the feature that distinguishes this case—a novel legal theory

#### All Citations

135 S.Ct. 1318, 191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411, 15 Cal. Daily Op. Serv. 2873, 2015 Daily Journal D.A.R. 3315, 25 Fla. L. Weekly Fed. S. 139

#### Footnotes

\* The syllabus constitutes no part of the opinion of the Court but has been prepared by the Reporter of Decisions for the convenience of the reader. See *United States v. Detroit Timber & Lumber Co.*, 200 U.S. 321, 337, 26 S.Ct. 282, 50 L.Ed. 499.

1 In his concurrence, Justice THOMAS contends that the lower courts’ erroneous conflation of these two questions should limit the scope of our review: We should say nothing about omissions, he maintains, because that issue was not pressed or passed on below. We disagree. Although the Funds could have written a clearer complaint, they raised a discrete omissions claim. See, e.g., App. 191 (“[T]he Company’s 2005 Registration Statement ... omitted material information that was ... necessary to make the Registration Statement not misleading”); *id.*, at 273 (“The Registration Statement ... omitted to state facts necessary to make the statements made not misleading, and failed to adequately disclose material facts as described above”). The lower courts chose not to address that claim separately, but understood that the complaint alleged not only misstatements but also omissions. See App. to Pet. for Cert. 38a (describing the Funds’ claims as relating to “misstatements/omissions” and dismissing the lot as “not actionable”); 719 F.3d, at 501 (giving a single rationale for reversing the District Court’s dismissal of the Funds’ claims “for material misstatements and omissions”). And the omissions issue was the crux of the parties’ dispute before this Court. The question was fully briefed by both parties (plus the Solicitor General), and omissions played a starring role at oral argument. Neither in its briefs nor at argument did Omnicare ever object that the Funds’ omissions theory had been forfeited or was not properly before this Court. We therefore see no reason to ignore the issue.

2 Our decision in *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 111 S.Ct. 2749, 115 L.Ed.2d 929 (1991), qualifies this statement in one respect. There, the Court considered when corporate directors’ statements of opinion in a proxy solicitation give rise to liability under § 14(e) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. § 78n(e), which bars conduct similar to that described in § 11. In discussing that issue, the Court raised the hypothetical possibility that a director could think he was lying while actually (*i.e.*, accidentally) telling the truth about the matter addressed in his opinion. See *Virginia*

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

common-law requirements for misrepresentation is meant to show that a typical listener assumes that the speaker’s reasonable basis controls. That showing is not contradicted by § 11’s absence of a *mens rea* requirement.

Not to worry, says the Court. Sellers of securities need “only divulge an opinion’s basis, or else make clear the real tentativeness of [the]r belief[s].” *Ante*, at 1332. One wonders what the function of “in my estimation” is, then, except as divulging such hesitation. Or what would be sufficient for the Court. “In my highly tentative estimation?” “In my estimation that, consistent with *Omnicare*, should be understood as an opinion only?” Reasonable speakers do not speak this way, and reasonable listeners do not receive opinions this way. When an expert expresses an opinion instead of stating a fact, it implies (1) that he genuinely believes the opinion, (2) that he believes his basis for the opinion is sufficient, and (most important) (3) that he is not certain of his result. Nothing more. This approach would have given lower courts and investors far more guidance and would largely have avoided the Funds’ attack upon Omnicare’s opinions as though Omnicare held those opinions out to be facts.

I therefore concur only in part and in the judgment.

Justice THOMAS, concurring in the judgment.  
I agree with the Court that the statements of opinion at issue in this case do not contain an untrue statement of a material fact. 15 U.S.C. § 77k(a); *ante*, at 1325 – 1327. I write separately because I do not think it advisable to opine, as the majority does, on an additional theory of liability that is not properly before us.

The question whether and under what circumstances an omission may make a statement of opinion misleading is one that we should have left to the lower courts to decide on remand. As the majority acknowledges, that question was never passed on below. See *ante*, at 1332 – 1333. With good reason: Apart from a few conclusory allegations in their complaint and some *pro forma* references to “misleading statements and omissions” in their briefs, respondents did not elaborate on the omissions theory of liability before either the District Court or the Court of Appeals. They certainly did not articulate the theory the majority now adopts until they filed their merits brief before this Court. And it was not until oral argument that they identified a factual allegation in their complaint that *might* serve to state a claim under that theory. See *ante*, at 1332 – 1333. This delay is unsurprising given that, although various Courts of Appeals have discussed the

as fraudulent misstatements *only* where he both knew of the ambiguity *and* intended that the listener fall prey to it. *Id.* § 527, at 66. In other words, even assuming both parties *knew* (a prerequisite to liability) that the expression of opinion implied a “reasonable investigation,” if the speaker and listener honestly disagreed on the nature of that investigation, the speaker was not liable for a fraudulent misrepresentation unless he *subjectively intended* the deception. And so in no circumstance would the listener’s belief of a “reasonable basis” control: If the speaker subjectively believes he lacks a reasonable basis, then his statement is simply a knowing misrepresentation. *Id.* § 526(a), at 63. If he does not know of the ambiguity, or knows of it, but does not intend to deceive, he is not liable. *Id.* § 527, at 66. That his basis for belief was “objectively unreasonable” does not impart liability, so long as the belief was genuine.

This aligns with common sense. When a client receives advice from his lawyer, it is surely implicit in that advice that the lawyer has conducted a reasonable investigation—reasonable, that is, *in the lawyer’s estimation*. The client is relying on the expert lawyer’s judgment for the amount of investigation necessary, no less than for the legal conclusion. To be sure, if the lawyer conducts an investigation that he does not believe is adequate, he would be liable for misrepresentation. And if he conducts an investigation that he believes is adequate but is *objectively unreasonable* (and reaches an incorrect result), he may be liable for malpractice. But on the latter premise he is not liable for misrepresentation; all that was implicit in his advice was that he had conducted an investigation *he* deemed adequate. To rely on an expert’s opinion is to rely on the expert’s evaluation of *how much time to spend* on the question at hand.

The objective test proposed by the Court—inconsistent with the common law and common intuitions about statements of opinion—invites roundabout attacks upon expressions of opinion. Litigants seeking recompense for a corporation’s expression of belief that turned out, after the fact, to be incorrect can always charge that even though the belief rested upon an investigation \*1337 the corporation thought to be adequate, the investigation was not “objectively adequate.”

Nor is this objective test justified by § 11’s absence of a *mens rea* requirement, as the Court suggests. *Ante*, at 1330 n. 10. Some of my citation of the common law is meant to illustrate *when* a statement of opinion contains an implied warranty of reasonable basis. But when it does so, the question then becomes *whose* reasonable basis. My illustration of the

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

*Bankshares*, 501 U.S., at 1095–1096, 111 S.Ct. 2749. That rare set of facts, the Court decided, would not lead to liability under § 14(a). See *ibid*. The Court reasoned that such an inadvertently correct assessment is unlikely to cause anyone harm and that imposing liability merely for the “impurities” of a directors’ “unclean heart” might provoke vexatious litigation. *Id.*, at 1096, 111 S.Ct. 2749 (quoting *Stedman v. Stover*, 308 F.Supp. 881, 887 (S.D.N.Y.1969)). We think the same is true to the extent this scenario ever occurs in real life) under § 11. So if our CEO did not believe that her company’s TV’s had the highest resolution on the market, but (surprise!) they really did, § 11 would not impose liability for her statement.

3 Section 11’s omissions clause also applies when an issuer fails to make mandated disclosures—those “required to be stated”—in a registration statement. § 77k(a). But the Funds do not object to Omnicare’s filing on that score.

4 In a different argument that arrives at the same conclusion, Omnicare maintains that § 11, by its terms, bars only those omissions that make statements of fact—not opinion—misleading. See Reply Brief 3–5. The language of the omissions clause, however, is not so limited. It asks whether an omitted fact is necessary to make “statements” in “any part of the registration statement” not misleading; unlike in § 11’s first clause, here the word “statements” is unmodified, thus including both fact and opinion. In any event, Omnicare’s alternative interpretation succeeds merely in rephrasing the critical issue. Omnicare recognizes that every opinion statement is also a factual statement about the speaker’s own belief. See *supra*, at 1326 – 1327. On Omnicare’s view, the question thus becomes when, if ever, an omission can make a statement of *that fact* misleading to an ordinary investor. The following analysis applies just as well to that reformulation. In some circumstances, however, reliance on advice from regulators or consistent industry practice might accord with a reasonable investor’s expectations.

5 The hypothetical used earlier could demonstrate the same points. Suppose the CEO, in claiming that her company’s TV had the highest resolution available on the market, had failed to review any of her competitors’ product specifications. Or suppose she had recently received information from industry analysts indicating that a new product had surpassed her company’s on this metric. The CEO may still honestly believe in her TV’s superiority. But under § 11’s omissions provision, that subjective belief, in the absence of the expected inquiry or in the face of known contradictory evidence, would not insulate her from liability.

6 Omnicare contends at length that *Virginia Bankshares* forecloses this result, see Brief for Petitioners 16–21, relying on the following sentence: “A statement of belief may be open to objection ... solely as a misstatement of the psychological fact of the speaker’s belief in what he says,” 501 U.S., at 1095, 111 S.Ct. 2749. But Omnicare’s argument plucks that statement from its context and thereby transforms its meaning. *Virginia Bankshares* concerned an expression of opinion that the speaker did not honestly hold—*i.e.*, one making an “untrue statement of fact” about the speaker’s own state of mind. § 77k(a). See *id.*, at 1090, 111 S.Ct. 2749 (“[W]e interpret the jury verdict as finding that the ... directors did not hold the beliefs or opinions expressed, and we confine our discussion to statements so made”). The Court held that such a statement gives rise to liability under § 14(a) when it is also “false or misleading about its subject matter.” *Id.*, at 1096, 111 S.Ct. 2749. Having done so, the Court went on to consider the rare hypothetical case, described in this opinion’s second footnote, in which a speaker expresses an opinion that she does not actually hold, but that turns out to be right. See *supra*, at 1326 n. 2. The sentence Omnicare cites did no more than introduce that hypothetical; it was a way of saying “someone might object to a statement—even when the opinion it expressed proved correct—solely on the ground that it was disbelieved.” And the Court then held, as noted above, that such an objection would fail. See *ibid*. The language thus provides no support for Omnicare’s argument here.

7 We note, too, that a reasonable investor generally considers the specificity of an opinion statement in making inferences about its basis. Compare two new statements from our ever-valuable CEO. In the first, she says: “I believe we have 1.3 million TVs in our warehouse.” In the second, she says: “I believe we have enough supply on hand to meet demand.” All else equal, a reasonable person would think that a more detailed investigation lay behind the former statement.

8 Section 11 is, of course, “not coextensive with common-law doctrines of fraud”; in particular, it establishes “a stringent standard of liability,” not dependent on proof of intent to defraud. *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 381, 388–389, 103 S.Ct. 683, 74 L.Ed.2d 548 (1983); see *supra*, at 1323; *infra*, at 1331, n. 11. But we may still look to the common law for its insights into how a reasonable person understands statements of opinion.

9 The Restatement of Contracts, discussing misrepresentations that can void an agreement, says much the same: “[T]he recipient of an assertion of a person’s opinion as to facts not disclosed” may sometimes “properly interpret it as an assertion (a) that the facts known to that person are not incompatible with his opinion, or (b) that he knows facts sufficient to justify him in forming it.” Restatement (Second) of Contracts § 168, p. 455 (1979).

10 In invoking these principles, we disagree with Justice SCALIA’s common-law-based opinion in two crucial ways. First, we view the common law’s emphasis on special knowledge and expertise as supporting, rather than contradicting, our view of what issuers’ opinion statements fairly imply. That is because an issuer has special knowledge of its business—

Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry..., 135 S.Ct. 1318 (2015)  
191 L.Ed.2d 253, 83 USLW 4187, Fed. Sec. L. Rep. P 98,411...

including the legal issues the company faces—not available to an ordinary investor. Second, we think Justice SCALIA’s reliance on the common law’s requirement of an intent to deceive is inconsistent with § 11’s standard of liability. As we understand him, Justice SCALIA would limit liability for omissions under § 11 to cases in which a speaker “subjectively intend[s] the deception” arising from the omission, on the ground that the common law did the same. *Post*, at 1336 (opinion concurring in part and concurring in judgment) (emphasis deleted). But § 11 discards the common law’s intent requirement, making omissions unlawful—regardless of the issuer’s state of mind—so long as they render statements misleading. See *Herman & MacLean*, 459 U.S., at 382, 103 S.Ct. 683 (emphasizing that § 11 imposes liability “even for innocent” misstatements or omissions). The common law can help illuminate when an omission has that effect, but cannot change § 11’s insistence on strict liability. See *supra*, at 1330, n. 9.

\* At the time of the Act’s passage, the common law did not permit suit for negligent misrepresentation under the circumstances here. An action for negligent misrepresentation resting upon a statement of opinion would lie only if the opinion—a professional opinion—was “given upon facts equally well known to both the supplier and the recipient.” Restatement of Torts § 552, Comment b, at 123 (1938). That is of course not the situation here. The typical opinion “given upon facts equally known to both the supplier and the recipient” is a lawyer’s legal advice on facts described by his client.

End of Document

© 2016 Thomson Reuters. No claim to original U.S. Government Works.

**UNITED STATES OF AMERICA**  
 Before the  
**SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION**  
**ADMINISTRATIVE PROCEEDING**  
 File No. 3-15507

**In the Matter of**

**JPMorgan Chase & Co.,**

**Respondent.**

**PLAN OF  
 DISTRIBUTION**

**I. OVERVIEW**

The Division of Enforcement submits this Plan of Distribution (the “Distribution Plan”) to the United States Securities and Exchange Commission (the “Commission”) pursuant to Rule 1101 of the Commission’s Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans (“Rules”), 17 C.F.R. § 201.1101. As described more specifically below, the Distribution Plan proposes to utilize civil money penalties paid by JPMorgan Chase & Co. (“Respondent” or “JPM”) to compensate investors harmed when JPM failed to disclose accurately in public filings made with the Commission the true amount of trading losses it suffered in the first quarter of 2012, and the effectiveness of its disclosure controls and procedures.

Beneficial owner investors who will be eligible for a distribution must have purchased and/or held eligible securities, defined in Paragraph 11.i. below, during the time period delineated in the Plan of Allocation described in Paragraphs 38-43 below, and met all other requirements of the Distribution Plan.

The Distribution Plan is subject to approval by the Commission and the Commission retains jurisdiction over its implementation.

**II. BACKGROUND**

1. On September 19, 2013, the Commission issued an Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 21C of the Securities Exchange Act of 1934, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order (“Order”).<sup>1</sup> In the Order, the Commission found that the Respondent violated federal securities laws when it made material misstatements in its public filings with the Commission. Specifically, the Commission found that JPM made misstatements in its public filings regarding: a) the true amount of its losses in the first quarter of 2012 from positions held in the JPM Chief Investment Office’s (“CIO”) Synthetic Credit Portfolio; and b) the effectiveness of its disclosure controls and procedures. Respondent filed a Form 8-K on April 13, 2012, containing its earnings release for the first quarter of 2012. A misstatement concerning Respondent’s trading losses suffered during the first quarter of 2012 resulted in reported earnings being overstated. On May 10, 2012, after trading had closed, Respondent filed a Form 10-Q for the first quarter and held an analyst call. Respondent disclosed it had suffered approximately \$2 billion in trading losses since the start of the second quarter on the CIO’s Synthetic Credit Portfolio positions, and that there could be additional losses. However, the May 10 disclosures were not fully effective as corrective disclosure because the 10-Q (a) understated the size of the losses as of quarter end and b) failed to disclose that JPM’s disclosure controls and procedures were not effective.
2. The Commission ordered JPM to pay a civil money penalty in the amount of \$200,000,000. Respondent timely paid the total \$200,000,000 ordered by the Commission on September 19, 2013. In addition, JPM agreed to pay all reasonable administrative costs and expenses of any distribution, including the fees and expenses of a tax administrator, within thirty (30) days after receipt of an invoice for such services.<sup>2</sup>
3. The Commission established a Fair Fund in the amount of \$200,000,000 on March 5, 2014 pursuant to Section 308(a) of Sarbanes-Oxley for distribution to injured investors.<sup>3</sup>
4. The Fair Fund has been deposited at the United States Treasury Department’s Bureau of the Fiscal Service (“BFS”) for investment. Other than potential interest income from the BFS investment, the Commission does not anticipate that the Fair Fund will receive additional funds. All BFS fees will be paid from the Fair Fund.

<sup>1</sup> See Exchange Act Rel. No. 70458 (September 19, 2013).

<sup>2</sup> *Id.*

<sup>3</sup> See Order Establishing a Fair Fund, Exchange Act Rel. No. 71654 (March 5, 2014).

all income tax related reporting requirements including the preparation and filing of tax returns. The Administrator will cooperate with the Tax Administrator in providing any information necessary for income tax compliance.

10. Tax compliance fees and costs will be paid by JPM as part of the cost of the administration of the Fair Fund. Any taxes on interest earned by the Fair Fund will be paid by the Fair Fund.

### III. DEFINITIONS

11. As used in this Distribution Plan, the following definitions will apply:
- a. **“Claim Form”** means the form designed by the Administrator for the filing of claims in accordance with the terms of this Distribution Plan. The claim form will require, at a minimum, sufficient documentation reflecting any Potential Claimant’s purchases and dispositions of Eligible Securities during the Relevant Period, and the tax identification number of the Potential Claimant.
  - b. **“Claims Packet”** means the materials relevant to submitting a claim that may be provided to Potential Claimants known to the Administrator or to those who request such materials through a website or other appropriate delivery mechanisms. These materials will include a copy of the Fair Fund Notice and Claim Form (together with instructions for completion of the Claim Form).
  - c. **“Days”** means calendar days, unless otherwise specified herein.
  - d. **“Determination Notice”** means the notice sent by the Administrator to all Potential Claimants that submitted a Claim Form. The Determination Notice will state the Administrator’s determination of the validity (eligible, partially or wholly deficient, or ineligible) and amount of the claim of the Potential Claimant. The Determination Notice will provide to each Potential Claimant whose claim is deficient, in whole or in part, the reason(s) for the deficiency, notify the Potential Claimant of the opportunity to cure such deficiency, and provide instructions regarding what is required to do so. In the event the claim is denied, the Determination Notice will state the reason for such denial and notify the Potential Claimant of their opportunity to request reconsideration of their claim.
  - e. **“Distribution Payment”** means a payment to an Eligible Claimant in accordance with the terms of this Distribution Plan.
  - f. **“Distribution Plan”** means this Distribution Plan in the form approved by the Commission.
  - g. **“Eligible Claimant”** means a Potential Claimant who is finally determined by the Administrator to be eligible for a Distribution Payment from the Fair Fund

#### A. Fund Administrator

- 5. The Commission has appointed RCB Fund Services, LLC as the fund plan administrator (the “Administrator”).<sup>4</sup>
- 6. The Administrator has obtained a bond in the manner prescribed in Rule 1105(c) in the amount of \$200,000,000.
- 7. The Administrator will be entitled to reasonable administrative costs and expenses in connection with the administration and distribution of the Fair Fund (including any such costs and expenses incurred by agents, consultants or third parties retained, after consultation with and approval of the Commission staff, by the Administrator in furtherance of its duties). The Administrator will invoice all costs and expenses for the administration and distribution of the Fair Fund directly to the Respondent. A copy of the invoice will be provided to the Commission staff.
- 8. The Administrator will be responsible for administering the Fair Fund in accordance with the Distribution Plan. This will include, among other things, taking reasonable steps to identify and contact Potential Claimants as defined in Paragraph 11.p. below; obtaining accurate mailing information for Potential Claimants; establishing a website and staffing a call center to address inquiries during the claims process; developing a claims database; preparing accountings; cooperating with any tax administrator appointed by the Commission to satisfy any tax liabilities and to ensure compliance with income tax reporting requirements; advising Potential Claimants of deficiency in claims and providing an opportunity to cure any documentary defects; taking antifraud measures, such as identifying false, ineligible and overstated claims; making determinations under the criteria established herein as to Potential Claimant eligibility; advising Potential Claimants of final claim determinations; and disbursing the Fair Fund in accordance with this Distribution Plan.

#### B. Tax Administrator

- 9. The Commission has appointed Damasco & Associates, LLP as the Tax Administrator of the Fair Fund (the “Tax Administrator”).<sup>5</sup> The Tax Administrator is required to administer the Fair Fund as a Qualified Settlement Fund under Section 468B (g) of the Internal Revenue Code, 26 U.S.C. §468B (g), and related regulations, 26 C.F.R. §§1.468B-1 through 1.468B-5. The Tax Administrator is responsible for

<sup>4</sup> See Exchange Act Rel. No. 71825 (March 27, 2014).

<sup>5</sup> See Order Appointing Tax Administrator, Exchange Act Rel. No. 70615 (October 4, 2013).

- as a result of transactions in Eligible Securities during the Relevant Period. Eligible Claimants do not include:
- i. Respondent and any person who served from January 1, 2012 through the end of the Relevant Period as an officer or director of JPM<sup>6</sup>, and any assigns, creditors, heirs, distributees, spouses, parents, dependent children or controlled entities of any of the foregoing persons or entities;
  - ii. Any defendant in *SEC v. Martin-Artajo & Groat*, 1:13-cv-05677-GBD (SDNY);
  - iii. Any Person who, as of the claims filing deadline, has been the subject of criminal charges related to the violations found in the Order or any related Commission action;
  - iv. The Administrator, its employees, and those persons assisting the Administrator in its role as the Administrator;
  - v. Any affiliates<sup>7</sup>, assigns, creditors, heirs, distributees, spouses, parents, dependent children or controlled entities of any of the foregoing persons or entities described in g.ii.-g.iv. hereof; and/or
  - vi. Any assignee of another Person's right to obtain a recovery in the Commission's action against JPM, provided, however, that this provision shall not be construed to exclude those Persons who obtained such a right by gift, inheritance or devise.
1. **"Final Determination Notice"** means the Administrator's written reply to each Potential Claimant who timely responded to the Determination Notice in an effort to cure a deficiency or seek reconsideration of a rejected claim. The Final Determination Notice will constitute the Administrator's final ruling regarding the status of the claim.
- m. **"Net Fair Fund"** means the assets of the Fair Fund, less any amounts expended by the Fair Fund, plus any investment income.
  - n. **"Person"** means natural individuals as well as legal entities such as corporations, partnerships, or a limited liability company.
  - o. **"Plan of Allocation"** means the methodology by which a Potential Claimant's Eligible Loss Amount is calculated. The Plan of Allocation is located in Paragraphs 38 through 43 below.
  - p. **"Potential Claimants"** means those Persons, or their lawful successors, identified by the Administrator as having possible claims to recover from the Fair Fund under the Distribution Plan, or Persons asserting that they have possible claims to recover from the Fair Fund under the Distribution Plan.
  - q. **"Relevant Period"** means the period of time commencing on April 13, 2012 and continuing through May 20, 2012.

#### IV. ADMINISTRATION OF THE FAIR FUND

##### A. Identification of and Notification to Claimants

12. The Administrator will, insofar as practicable, use its best efforts to identify Potential Claimants from a review of trading records, account information provided by the Respondent, registered broker-dealers and investment advisors, and any other source available to them. The Administrator may also engage a third-party firm, after consultation with and approval of the Commission staff, to assist in identifying Potential Claimants to maximize the participation rate of JPM investors in the Fair Fund.
13. The Administrator will design and submit a Claims Packet, including a Fair Fund Notice and Claim Form, to the Commission staff for review and approval.
14. Within sixty days (60) after Commission approval of the Distribution Plan, the Administrator will send an initial mailing of the Fair Fund Notice to all Potential Claimants known to the Administrator. Each Fair Fund Notice will notify the Potential Claimant of the Fair Fund, generally describe the Fair Fund's claim and distribution processes, explain how to obtain a copy of the approved Distribution Plan

- h. **"Eligible Loss Amount"** means the amount of loss an Eligible Claimant has incurred through the investment in Eligible Securities during the Relevant Period, to be calculated in accordance with the Plan of Allocation.
- i. **"Eligible Securities"** refers to shares of JPM common stock listed on a U.S. exchange and registered with the Commission. Transactions in JPM common stock during the Relevant Period that are pursuant to, or in connection with, a swap, an option or other derivative will not be eligible for a recovery.
  - j. **"Fair Fund"** means the \$200,000,000 fund created by the Commission for the benefit of investors harmed by Respondent's violations discussed in the Order, plus any interest accrued from the BFS or escrow investments.
  - k. **"Fair Fund Notice"** means a written notice from the Administrator to Potential Claimants informing them of the Fair Fund and its eligibility requirements, and explaining how to submit a claim. The notice will both be mailed and published pursuant to Paragraphs 14 and 15, below.

<sup>6</sup> An "officer" excluded under this paragraph is any officer of JPM (not including any JPM subsidiaries or affiliates) required to file a Form 3, 4, or 5 with the Commission pursuant to Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934 to report transactions in Eligible Securities during the 2012 calendar year.

<sup>7</sup> As used herein, "Affiliate" shall have the meaning described in Section 101(2) of the United States Bankruptcy Code, 11 U.S.C. § 101 et seq.

Period. The Administrator will request that these entities, to the extent that they were record holders for beneficial owners of the Eligible Securities:

- a. notify the respective beneficial owners within fourteen (14) days of receipt of the Administrator's notice so that beneficial owners may timely file a claim; and/or
- b. provide the Administrator a list of last known names and addresses for all beneficial owners for whom the record holders purchased Eligible Securities during the Relevant Period so that the Administrator can communicate with them directly.

21. The Administrator will attempt to locate any Potential Claimant whose mailing is returned as "undeliverable" and will document all such efforts. The Administrator will utilize all means reasonably available, including LexisNexis, to obtain updated addresses in response to undeliverable notices, and forward any returned mail for which an updated address is provided or obtained. The Administrator will make available, upon request by the Commission staff, a list of all Potential Claimants whose Fair Fund Notices have been returned as "undeliverable" due to incorrect addresses and for which the Administrator has been unable to locate current addresses.

#### B. Claims Process

22. In all materials that refer to the claim filing deadline, the claim filing deadline will be clearly identified as the calendar date one hundred twenty (120) days from the date of the first publication of the Fair Fund Notice, as described in Paragraph 15 above. To avoid being barred from asserting a claim, each Potential Claimant must submit to the Administrator a Claim Form reflecting such Potential Claimant's claim postmarked on or before the deadline. The burden will be upon the Potential Claimant to ensure that his or her Claim Form has been properly and timely postmarked. A claim that is postmarked after the final deadline will not be accepted unless the deadline is extended by the Administrator after consultation with the Commission staff. Any extension will be published on the Fair Fund website.

23. The burden to prove receipt of the claim by the Administrator will be upon the Potential Claimant; therefore Potential Claimants will be instructed to submit their claims in a manner that will enable them to prove receipt of the claim by the Administrator.

24. Claim Forms must be properly filled out per the instructions provided by the Administrator, and must be accompanied by such documentary evidence as the

and Claim Form by request or from the Fair Fund website, and identify ways to submit a claim.

15. The Administrator will publish a notice of the Fair Fund on the internet and/or in print media in a manner deemed appropriate by the Administrator and not unacceptable to the Commission staff. The notice publication will include, at a minimum, a statement that the Fair Fund relates to investments in Eligible Securities, a brief description of eligibility requirements, and instructions for obtaining and submitting a Claim Form. The first notice will appear within ten (10) days of the initial mailing of the Fair Fund Notice.

16. The Administrator will establish and maintain a website devoted solely to the Fair Fund. The Fair Fund website, located at [www.jpmssecfund.com](http://www.jpmssecfund.com), will make available a copy of the approved Distribution Plan, provide information regarding the claims process and eligibility requirements for participation in the Fair Fund in the form of frequently asked questions, include a copy of a Claim Form and related materials in downloadable form, and such other information covering process or substance that the Administrator believes will be beneficial to Potential Claimants. The Commission staff retains the right to review and approve any material posted on the Fair Fund website.

17. Persons also may obtain a copy of the Distribution Plan on the Commission's public website at <http://www.sec.gov/litigation/fairfundlist.htm>.

18. The Administrator will establish and maintain a toll-free telephone number for Potential Claimants to call to speak to a live representative of the Administrator during its regular business hours or, outside of such hours, to hear prerecorded information about the Fair Fund. The Administrator will advise the Commission staff of the toll-free telephone number. The Administrator will also establish and maintain a traditional mailing address and an email address which will be listed on all correspondence from the Administrator to Potential Claimants as well as on the website.

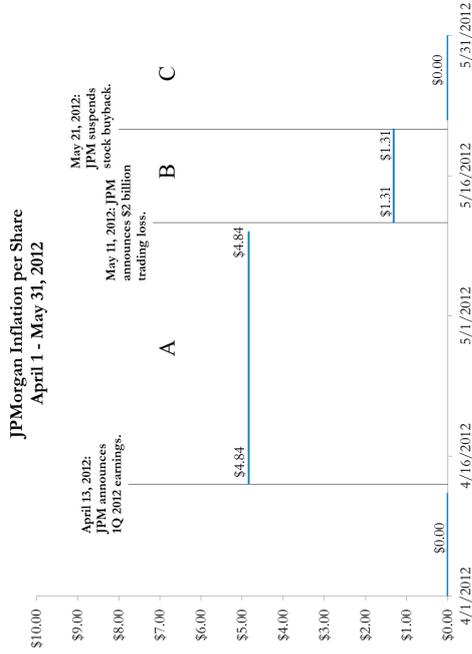
19. The Administrator will promptly provide a Claims Packet to any Potential Claimant upon request.

20. The Administrator will mail notices to the Administrator's list of banks, brokers, and other nominees, as well as any other institutions identified during the outreach process, that may have records of JPM shareholders and holdings during the Relevant

- Administrator deems necessary or appropriate to substantiate the claim. Without limitation, this information may include third party documentary evidence of purchases and dispositions of Eligible Securities during the Relevant Period, as well as holdings of Eligible Securities at pertinent dates.
25. All claims and supporting representations necessary to determine a Potential Claimant's eligibility to receive a distribution from the Fair Fund under the terms of the Distribution Plan must be verified by a declaration executed by the Potential Claimant under penalty of perjury under the laws of the United States. The declaration must be executed by the Potential Claimant, unless the Administrator accepts such declaration from a Person authorized to act on the Potential Claimant's behalf, whose authority is supported by such documentary evidence as the Administrator deems necessary.
26. The Administrator will review all claim submissions and determine the eligibility of each Potential Claimant to participate in the Fair Fund by reviewing claim data and supporting documentation (or the lack thereof), verifying the claim, and calculating each Potential Claimant's loss pursuant to the Plan of Allocation. Each Potential Claimant will have the burden of proof to establish the validity and amount of his or her claim, and that they qualify as an Eligible Claimant. The Administrator will have the right to request, and the Potential Claimant will have the burden of providing to the Administrator, any additional information and/or documentation deemed relevant by the Administrator. Any additional information supplied to the Administrator must be postmarked no later than the deadline set for responses to a Determination Notice.
27. Potential Claimants will be able to contact the Administrator via the toll-free telephone number, an email address for the Administrator, or using traditional mail to request copies of the Claim Form, ask questions about how to complete and file the Claim Form, and inquire about their claim.
28. The Administrator will provide a Determination Notice to each Potential Claimant who has filed a Claim Form with the Administrator, setting forth the Administrator's conclusions concerning such claim.
29. The Determination Notice will provide to each Potential Claimant whose claim is deemed deficient, in whole or in part, the reason(s) for the deficiency (e.g., failure to provide required information or documentation). It will also notify the Potential Claimant of the opportunity to cure such deficiency, and provide instructions regarding what is required to do so. Any Potential Claimant with a deficient claim will have thirty (30) days from the date of the Determination Notice to cure any deficiencies identified in the Determination Notice.
30. In the event the claim is denied, the Determination Notice will state the reason for such denial. Any Potential Claimant seeking reconsideration of a rejected claim must advise the Administrator in writing within thirty (30) days of the date of the Determination Notice. All requests for reconsideration must include the necessary documentation to substantiate the basis upon which the Potential Claimant is requesting reconsideration of their claim.
31. The Administrator will send, as appropriate, a Final Determination Notice to all Potential Claimants who responded to the Determination Notice in an effort to cure a deficiency or to seek reconsideration of a rejected claim. The Administrator will consult with Commission staff regarding claim rejections before the issuance of Final Determination Notices. The Administrator will send such Final Determination Notices by no later than sixty (60) days following receipt of documentation or information in response to the Determination Notice, or such longer time as the Administrator determines is necessary for a proper determination concerning the claim.
32. The Administrator may, in its sole discretion, consider disputes of any nature presented by Potential Claimants, and will consult Commission staff as appropriate. The Final Determination Notice will constitute the Administrator's final ruling regarding the status of the claim.
33. The Administrator will have the authority, in its sole discretion, to waive technical claim deficiencies and approve claims on a case by case basis, or in groups of claims. All determinations made by the Administrator in accordance with the Distribution Plan in any dispute, request for reconsideration, or request to cure a deficient claim will be final and not subject to appeal.
34. The Potential Claimant has the burden of notifying the Administrator of a change in his or her current address and other contact information, and of ensuring that such information is properly reflected on the Administrator's records.
35. The receipt of Eligible Securities by gifts, inheritance, devise, or operation of law will not be deemed to be a purchase of Eligible Securities, nor will it be deemed an assignment of any claim relating to the purchase of such securities unless specifically so provided in the instrument of inheritance. However, the recipient of Eligible Securities as a gift, inheritance, devise or by operation of law will be eligible to file a

discloses between April 13, 2012 and May 10, 2012. The filing of the Form 10-Q on May 10, 2012 (after trading had closed), served as a partially corrective disclosure as it addressed the existence of the approximately \$2 billion in trading losses suffered since the start of the second quarter on the CIO positions, and that there could be additional losses. However, the May 10 disclosure understated the size of the trading losses as of quarter end and affirmatively misstated that JPM's disclosure controls and procedures were effective. By May 21, 2012, the market had become aware that the trading losses were significantly greater than what JPM had reported and that the disclosure control issues were being addressed, as a result of the announcement that Respondent was suspending its share buyback program and the reporting by various media outlets of the extent of the losses. Thus, May 20, 2012 marks the end of the Relevant Period.

40. The inflation per share amount is a measure of the inflation in the price of the shares of the Eligible Security on the date of the transaction that is attributable to the misstatements made by JPM. After adjusting for economy-wide and industry-wide effects on share price movements, the inflation per share amounts were determined by isolating the abnormal price movements of the Eligible Security as a result of the three aforementioned disclosures. Below is a graphical depiction of the inflation per share measurement that will be used to calculate Eligible Loss Amounts.



41. The calculation of Eligible Loss Amounts will be determined based on the timing of each Potential Claimant's transactions in Eligible Securities, as follows:

Claim Form and participate in the distribution of the Fair Fund to the extent the original purchaser would have been eligible under the terms of the Distribution Plan. Only one claim may be submitted with regard to the same transactions in Eligible Securities, and in cases where multiple claims are filed by the donor and donee, the donee claim will be honored, assuming it is supported by proper documentation.

36. To the extent that an Eligible Claimant, his or her representative, heir, or assign requests a distribution check to be issued or reissued in a different name than the Eligible Claimant (e.g., as the result of a name change because of marriage or divorce, or as the result of death), the Administrator will honor such request upon receipt of a written request and supporting documentation, which the Administrator in its sole discretion deems appropriate to substantiate the request.

37. Claims on behalf of a retirement plan covered by Section 3(3) of ERISA, 29 U.S.C. § 1002(3), which do not include Individual Retirement Accounts, and such plan's participants, are properly made by the administrator, custodian or fiduciary of the plan and not by the plan's participants. The Administrator will distribute any payments on such claims directly to the administrator, custodian or fiduciary of the retirement plan. The custodian or fiduciary of the retirement plan will distribute any payments received in a manner consistent with its fiduciary duties and the governing account or plan provisions.

### C. Plan of Allocation

38. For purposes of this Distribution Plan, the methodology to be applied in calculating Eligible Loss Amounts was derived from an event study which analyzed the effect of misstatements by the Respondents on market prices of Eligible Securities. The Eligible Loss Amount is calculated to reflect the artificially inflated portion of the per-share price of the Eligible Security that resulted from the misstatements about a) the true amount of JPM's losses in the first quarter of 2012 from positions held in the CIO's "Synthetic Credit Portfolio"; and b) the effectiveness of JPM's disclosure controls and procedures in connection with financial reporting.

39. JPM's statements during the first three quarters of 2012 regarding JPM's trading losses and JPM's disclosure controls and procedures around financial reporting were all considered in determining the Relevant Period. As stated above, the Relevant Period for this Distribution Plan is April 13, 2012 through May 20, 2012. The filing of the Form 8-K by Respondent on April 13, 2012 was the first time investors relied on inaccurate information in making investment decisions, and therefore this date marks the beginning of the Relevant Period. There were no partially corrective

- a. For Eligible Claimants who purchased Eligible Securities between April 13, 2012 and May 10, 2012, inclusive, and held the shares of Eligible Securities through May 20, 2012, the calculation of loss will be the number of shares of Eligible Securities purchased during this period multiplied by \$4.84 per share;
- b. For Eligible Claimants who purchased Eligible Securities between April 13, 2012 and May 10, 2012, inclusive, and sold their shares of Eligible Securities between May 11, 2012 and May 20, 2012, inclusive, the calculation of loss will be the number of shares of Eligible Securities purchased during this period multiplied by \$1.31 per share; and
- c. For Eligible Claimants who purchased Eligible Securities between May 11, 2012 and May 20, 2012, inclusive, and held the shares of Eligible Securities through May 20, 2012, the calculation of loss will be the number of shares of Eligible Securities purchased during this period multiplied by \$1.31 per share.

42. Any transaction that does not fall within the parameters described in Paragraph 41 above will be ineligible for a distribution from the Fair Fund, including but not limited to Potential Claimants who purchased and sold Eligible Securities between April 13, 2012 and May 10, 2012. Any Eligible Claimant may have transactions that fall within one or more of these categories, and in this case, his/her Eligible Loss Amount will be calculated consistent with the foregoing, taking into account all transactions in Eligible Securities during the Relevant Period. Transactions in Eligible Securities during the Relevant Period that are pursuant to, or in connection with, a swap, option or other derivative will not be eligible for a recovery.

43. A claimant's Eligible Loss Amount will be determined using the first-in, first-out ("FIFO") method, aggregating the gains and losses for all transactions that occurred during the Relevant Period. To determine Eligible Loss Amounts in accordance with the FIFO method, shares of Eligible Securities sold during the Relevant Period will be matched, in chronological order, first against shares of Eligible Securities held at the beginning of the Relevant Period. Any remaining sales of shares of Eligible Securities during the Relevant Period will be matched, in chronological order, against shares of Eligible Securities purchased during the Relevant Period. Accordingly, the inflation-related proceeds realized from a sale of Eligible Securities during the Relevant Period will that were originally purchased prior to the commencement of the Relevant Period will offset any inflation-related losses suffered as a result of any purchases of Eligible Securities made during the Relevant Period. The date of any transaction for purposes of the loss methodology is the "trade" date as distinguished from the "settlement" date. Included below are a few basic examples to illustrate the loss calculation methodology and the FIFO application:

| <b>Example 1</b> |                   |                  |                            |  |
|------------------|-------------------|------------------|----------------------------|--|
| Transaction Date | Transaction Type  | Number of Shares | Inflation Per Share Amount |  |
| 4/12/2012        | Beginning Holding | 0                | \$0.00                     |  |
| 4/25/2012        | Purchase          | 100              | \$4.84                     |  |
| 5/12/2012        | Purchase          | 100              | \$1.31                     |  |
| 5/15/2012        | Sale              | 100              | -\$1.31                    |  |

**FIFO Calculation**

| Shares | Purchase Date | Sale Date              | Eligible Loss Amount |
|--------|---------------|------------------------|----------------------|
| 100    | 4/25/2012     | 5/15/2012              | \$353.00             |
| 100    | 5/12/2012     | Held Through 5/20/2012 | \$131.00             |

**Total Potential Eligible Loss Amount \$484.00**

| <b>Example 2</b> |                   |                  |                            |  |
|------------------|-------------------|------------------|----------------------------|--|
| Transaction Date | Transaction Type  | Number of Shares | Inflation Per Share Amount |  |
| 4/12/2012        | Beginning Holding | 500              | \$0.00                     |  |
| 4/20/2012        | Purchase          | 100              | \$4.84                     |  |
| 5/1/2012         | Sale              | 100              | -\$4.84                    |  |
| 5/16/2012        | Sale              | 100              | -\$1.31                    |  |
| 5/19/2012        | Sale              | 100              | -\$1.31                    |  |

**FIFO Calculation**

| Shares | Purchase Date     | Sale Date              | Eligible Loss Amount |
|--------|-------------------|------------------------|----------------------|
| 100    | Beginning Holding | 5/1/2012               | -\$484.00            |
| 100    | Beginning Holding | 5/16/2012              | -\$131.00            |
| 100    | Beginning Holding | 5/19/2012              | -\$131.00            |
| 100    | 4/20/2012         | Held Through 5/20/2012 | \$484.00             |

**Total Potential Eligible Loss Amount \$0.00**

**Example 3**

| Transaction Date  | Transaction Type  | Number of Shares | Inflation Per Share Amount |
|-------------------|-------------------|------------------|----------------------------|
| 4/12/2012         | Beginning Holding | 500              | \$0.00                     |
| 4/15/2012         | Sale              | 500              | -\$4.84                    |
| 4/16/2012         | Purchase          | 500              | -\$4.84                    |
| 5/21/2012 Holding | Held              | 500              | \$0.00                     |

**FIFO Calculation**

| Shares | Purchase Date     | Sale Date              | Eligible Loss Amount |
|--------|-------------------|------------------------|----------------------|
| 500    | Beginning Holding | 4/15/2012              | -\$2,420.00          |
| 500    | 4/16/2012         | Held Through 5/20/2012 | -\$2,420.00          |

**Total Potential Eligible Loss Amount \$0.00**

**D. Establishment of the Escrow Account**

44. The Administrator will establish an escrow account (the “Escrow Account”) and a distribution account (“Distribution Account”) at a well-capitalized<sup>8</sup> U.S. commercial bank (the “Bank”), to be proposed by the Administrator and not unacceptable to the staff of the Commission. The Escrow Account will be established pursuant to an escrow agreement not unacceptable to the Commission staff. The name of the Escrow Account will be in the following form: Name of Escrow Account, T1N, as custodian for the benefit of distributees of the Fair Fund.

45. During the term of the escrow agreement, any investment of the funds will be with a view toward: first, conserving and preserving the principal, and second, maximizing investment return. The Administrator may invest and reinvest the assets of the Escrow Account only in direct obligations of the United States of America, including United States Treasury securities backed by the full faith and credit of the United States Government. This may also include AAA-rated United States Treasury money market fund that directly invests 100% in short term United States Treasury securities and obligations, provided however, that the money market mutual funds’ investments in short term United States Treasury securities will not be made through repurchase agreements or other derivative products.

46. The assets of the Fair Fund are subject to the continuing jurisdiction and control of the Commission. Prior to the receipt of any funds in the Escrow Account, the Bank

<sup>8</sup> A well-capitalized bank is a bank that meets the Federal Reserve Board’s definition of “well capitalized” as defined by the Federal Reserve Act Subpart D, 12 C.F.R. § 208.43(b)(1).

will provide the Administrator an attestation, in a form not unacceptable to the Commission staff; that all funds in the Escrow Account will be held for the Fair Fund and that the Bank will not place any lien or encumbrance of any kind upon the funds. The Administrator will be the signatory on the Escrow Account, subject to the continuing jurisdiction and control of the Commission.

47. All interest earned will accrue for the benefit of the Fair Fund, and all costs associated with the Escrow and Distribution Accounts will be paid by the Respondent.

48. Upon transfer from the BFS, the assets of the Fair Fund will be held in the Escrow Account, separate from Bank assets, until the presentation of checks. All Fair Fund checks presented for payment or electronic transfers will be subject to “positive pay” controls before they are honored by the Bank. The “positive pay” system provides protection against fraud arising from counterfeit or altered checks. The “positive pay” system will require, at a minimum, confirmation by the Bank that all checks presented for payment match the identifiers and amounts on the payee list prior to honoring such checks. In each instance, funds will be transferred from the Escrow Account to the Distribution Account on the Bank’s confirmation that a presented check matches the relevant “positive pay” criteria.

49. The Administrator will authorize the Bank to provide the Escrow Account information to the Tax Administrator, including duplicate statements for the Escrow Account, to prepare federal and state tax returns.

**E. Distribution of the Fair Fund**

50. The Net Fair Fund will be distributed to Eligible Claimants as provided under the terms of this Distribution Plan. An Eligible Claimant’s Eligible Loss Amount, as determined in accordance with the methodology detailed in the Plan of Allocation in Paragraphs 38-43 above, will be used to determine the amount of their Distribution Payment.

51. The Administrator will distribute the Net Fair Fund to all Eligible Claimants only after all Claim Forms have been processed and all Potential Claimants whose claims have been rejected or disallowed, in whole or in part, have been notified and provided the opportunity to contest or cure pursuant to the procedures set forth herein, and after a Commission Order to Disburse has been issued.

52. Should the total amount of the Eligible Loss Amounts of all Eligible Claimants exceed the Net Fair Fund, the Administrator will distribute the funds to the Eligible

58. All payments will be preceded or accompanied by a communication that includes, as appropriate:
- A statement characterizing the distribution;
  - A statement that the tax treatment of the distribution is the responsibility of each Eligible Claimant and that the Eligible Claimant should consult his or her tax advisor for advice regarding the tax treatment of the distribution;
  - A statement that checks will be void and cannot be reissued after one hundred twenty (120) days from the date the original check was issued;
  - A statement that reissued checks will expire on the later of one hundred twenty (120) days from the date of the original check or sixty (60) days from the date of the reissued check (the "Limit Date"); and
  - Contact information for the Administrator for questions regarding the Distribution Payment.

59. A Distribution Payment, either on the face of the check or in the accompanying letter, will clearly indicate that the money is being disbursed from the Fair Fund established by the Commission for the benefit of the injured investors of the Respondent. The letter and other mailings to Eligible Claimants characterizing a Distribution Payment will be submitted to the Commission staff for review and approval.

60. Electronic or wire transfers may be utilized at the discretion of the Administrator to transfer approved Distribution Payments to filers of claims on behalf of twenty (20) or more Eligible Claimants. Wire transfers will be initiated by the Administrator using a two-party check and balance system, whereby completion of a wire transfer will require an authorization by two members of the Administrator's senior staff.

#### F. Post Distribution; Handling of Returned or Un-Cashed Checks

61. The Administrator will research and attempt to reconcile all returned items due to non-delivery, insufficient addresses, or any other deficiencies.
62. The Administrator will reissue checks to Eligible Claimants upon the receipt of a valid, written request from the Eligible Claimant. Such reissued checks will be void if not negotiated by the Limit Date.
63. In cases where an Eligible Claimant is unable to endorse a Distribution Payment check as written (e.g., name changes, IRA custodian changes, or recipient is deceased) and the Eligible Claimant or a lawful representative requests the reissuance of a Distribution Payment check in a different name, the Administrator will request, and must receive, documentation to support the requested change. If such change

Claimants *pro rata* based upon the ratio of the Eligible Loss Amount of each Eligible Claimant to the aggregate Eligible Loss Amounts of all Eligible Claimants. No Distribution Payment will be made to an otherwise Eligible Claimant unless the amount to be paid equals or exceeds \$10,000.

53. The Administrator may, pursuant to a Commission Order, make one or more re-distributions to Eligible Claimants.<sup>9</sup>
54. In order to disburse the Fair Fund, the Administrator will compile and submit a list of Eligible Claimants (including names, addresses, and Claim IDs) and Eligible Loss Amounts to the Commission staff after mailing the Final Determination Notices to Potential Claimants.
55. The Administrator will also provide a reasonable assurances letter to the Commission staff, representing that the list of Eligible Claimants: a) was compiled in accordance with the approved Distribution Plan; b) is accurate as to Eligible Claimants' names, addresses, and Eligible Loss Amounts; and c) provides all information necessary to make payments to each Eligible Claimant.
56. Upon receipt and review of the Eligible Claimant list, the Commission staff will obtain authorization from the Commission to disburse pursuant to Rule 1101(b)(6). Upon approval by the Commission, the Commission staff will cause the transfer of funds to the Escrow Account. The Administrator will then use its best efforts to commence mailing Distribution Payment checks or effect wire transfers within ten (10) business days of the release of the funds into the Escrow Account. All efforts will be coordinated to limit the time between the Escrow Account's receipt of the funds and the issuance of Distribution Payments.

57. All checks will be issued by the Administrator from the Distribution Account set up at the Bank. All checks will bear a stale date of one hundred twenty (120) days from the date of issuance. Checks that are not negotiated by the stale date will be voided, and the Bank will be instructed to stop payment on those checks, except as provided in Paragraphs 63 to 65 below.

<sup>9</sup> In the event of a re-distribution, such re-distribution will be limited to those Eligible Claimants that negotiated their initial distribution checks, or received electronic payments, and who would receive at least \$20,000 in the re-distribution.

request is properly documented in the sole discretion of the Administrator, the Administrator will issue an appropriately redrawn Distribution Payment check.

64. If any Distribution Payment check is returned as “undeliverable,” the Administrator will use all reasonable commercially available resources to locate the most up-to-date address after receipt of such check. The Administrator will mail a reissued check to the updated address obtained through the database search, subject to the Limit Date.

65. The Administrator will make reasonable efforts to contact Eligible Claimants who have failed to negotiate any Distribution Payment checks over \$500.00 (other than those returned as “undeliverable”) and take appropriate action to follow up on the status of uncashed checks at the request of Commission staff. If appropriate in the sole discretion of the Administrator, the Administrator will have the authority to reissue such checks subject to the Limit Date.

66. A residual within the Fair Fund will be established for any amounts remaining after all assets have been disbursed. The residual may include, among other things, funds reserved for future taxes and for post distribution contingencies, amounts from Distribution Payment checks that have not been cashed, amounts from Distribution Payment checks that were not delivered or accepted upon delivery, and tax refunds. Any funds remaining in the residual after the Commission approves the final accounting will be sent to the Commission for transfer to the United States Treasury.

67. The Administrator will retain all claims materials in paper and electronic form for a period of six (6) years from the transfer of any remaining funds from the Fair Fund Escrow Account to the Commission or the U.S. Treasury. The Administrator will destroy all documents, including documents in any media, upon expiration of this period. In addition, the Administrator will shut down the website, P.O. Box and customer service telephone line(s) established specifically for the administration of the Fair Fund two (2) months after the transfer of any remaining funds to the Commission or to the United States Treasury, or at such earlier time as the Administrator determines with concurrence of the Commission staff.

#### G. Accountings

68. Pursuant to Rule 1105(f), once the Fair Fund has been transferred from the BFS to the Bank, the Administrator will file an accounting with the Commission during the first ten (10) days of each calendar quarter on a standardized accounting form provided by the Commission staff. The Administrator will file an accounting of all monies earned or received and all monies spent in connection with the administration of the

19

Distribution Plan. The accounting will also report all monies billed to JPM in connection with the administration of the Distribution Plan during the prior quarter. Upon final distributions to Eligible Claimants pursuant to the procedures described above, and the payment of all taxes, the Administrator will submit a final accounting for approval by the Commission on a standardized form provided by the Commission staff prior to the discharge of the Administrator and cancellation of the Administrator bond.

#### H. Termination of the Fair Fund

69. The Fair Fund will be eligible for termination and the Administrator will be eligible for discharge after all of the following have occurred:

- a. a final accounting, in a standard accounting format provided by the Commission staff, has been submitted by the Administrator and approved by the Commission;
- b. all taxes and other post distribution expenses have been paid; and
- c. any amount remaining in the Fair Fund has been returned to the Commission for transfer to United States Treasury.

70. The Commission staff will seek an order from the Commission to approve the termination of the Fair Fund, the discharge of the Administrator, the cancellation of the bond, and the transfer of any amount remaining in the Fair Fund to the United States Treasury.

71. Once the Fair Fund has been terminated and funds, if any, are transferred to the United States Treasury, no further claims will be allowed and no additional payments will be made whatsoever.

72. When administering this Distribution Plan, the Administrator, and/or each of their designees, agents and assigns, may rely on: all applicable law; orders issued by the Commission, including orders issued by delegated authority; orders issued by an administrative law judge, if any, appointed in this proceeding; and any records, including records containing investor information, provided by Commission staff.

#### I. Amendments

73. The Administrator will take reasonable and appropriate steps to disburse the Fair Fund pursuant to the Commission approved Distribution Plan. The Administrator will inform the Commission staff of any changes needed in the approved Distribution Plan. Upon agreement with the Commission staff, the Administrator may implement

20

immaterial changes to the approved Distribution Plan to effectuate its general purposes. For example, in consultation with the Commission staff, the Administrator may extend any of the procedural deadlines set forth in the approved Distribution Plan.

74. If a change is deemed to be material by the Commission staff, Commission approval of the change is required prior to the implementation of the change by amending the approved Distribution Plan. The Distribution Plan may be amended upon motion by any party, the Administrator, or upon the Commission's own motion.

【1933年証券法 11条 a項】

Civil liabilities on account of false registration statement

(a) Persons possessing cause of action: persons liable

In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue--

- (1) every person who signed the registration statement;
- (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
- (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner;
- (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
- (5) every underwriter with respect to such security.

If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.

【1934年証券取引所法 10条】

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange--

(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(c)(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Nothing in paragraph (1) may be construed to limit the authority of the appropriate Federal banking agency (as defined in section 1813(q) of Title 12), the National Credit Union Administration, or any other Federal department or agency having a responsibility under Federal law to prescribe rules or regulations restricting transactions involving the loan or borrowing of securities in order to protect the safety and soundness of a financial institution or to protect the financial system from systemic risk.

【規則 10b-5】

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

【SOX 法 308 条 a 項 b 項】

(a) Civil penalties to be used for the relief of victims

If, in any judicial or administrative action brought by the Commission under the securities laws, the Commission obtains a civil penalty against any person for a violation of such laws, or such person agrees, in settlement of any such action, to such civil penalty, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of a disgorgement fund or other fund established for the benefit of the victims of such violation.

(b) Acceptance of additional donations

The Commission is authorized to accept, hold, administer, and utilize gifts, bequests and devises of property, both real and personal, to the United States for a disgorgement fund or other fund described in subsection (a) of this section. Such gifts, bequests, and devises of money and proceeds from sales of other property received as gifts, bequests, or devises shall be deposited in such fund and shall be available for allocation in accordance with subsection (a) of this section.

【SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans】

§ 201.1100 Creation of Fair Fund.

In any agency process initiated by an order instituting proceedings in which the Commission or the hearing officer issues an order requiring the payment of disgorgement by a respondent and also assessing a civil money penalty against that respondent, the Commission or the hearing officer may order that the amount of disgorgement and of the civil penalty, together with any funds received pursuant to 15 U.S.C. 7246(b), be used to create a fund for the benefit of investors who were harmed by the violation.

§ 201.1101 Submission of plan of distribution: contents of plan.

(a) Submission. The Commission or the hearing officer may, at any time, order any party to submit a plan for the administration and distribution of funds in a Fair Fund or disgorgement fund. Unless ordered otherwise, the Division of Enforcement shall submit a proposed plan no later than 60 days after the respondent has turned over the funds or other assets pursuant to the Commission's order imposing disgorgement and, if applicable, a civil money penalty and any appeals of the Commission's order have been waived or completed, or appeal is no longer available.

(b) Contents of plan. Unless otherwise ordered, a plan for the administration of a Fair Fund or a disgorgement fund shall include the following elements:

(1) Procedures for the receipt of additional funds, including the specification of any account where funds will be held, the instruments in which the funds may be invested; and, in the case of a Fair Fund, the receipt of any funds pursuant to 15 U.S.C. 7246(b), if applicable;

(2) Specification of categories of persons potentially eligible to receive proceeds from the fund;

(3) Procedures for providing notice to such persons of the existence of the fund and their potential eligibility to receive proceeds of the fund;

(4) Procedures for making and approving claims, procedures for handling disputed claims, and a cut-off date for the making of claims;

(5) A proposed date for the termination of the fund, including provision for the disposition of any funds not otherwise distributed;

(6) Procedures for the administration of the fund, including selection, compensation, and, as necessary, indemnification of a fund administrator to oversee the fund, process claims, prepare accountings, file tax returns, and, subject to the approval of the Commission, make distributions from the fund to investors who were harmed by the violation; and

(7) Such other provisions as the Commission or the hearing officer may require.

§ 201.1102 Provisions for payment.

(a) Payment to registry of the court or court-appointed receiver. Subject to such conditions as the Commission or the hearing officer shall deem appropriate, a plan for the administration of a Fair Fund or a disgorgement fund may provide for payment of funds into a court registry or to a court-appointed receiver in any case pending in federal or state court against a respondent or any other person based upon a complaint alleging violations arising from the same or substantially similar facts as those alleged in the Commission's order instituting proceedings.

(b) Payment to the United States Treasury under certain circumstances. When, in the opinion of the Commission or the hearing officer, the cost of administering a plan of disgorgement relative to the value of the available disgorgement funds and the number of potential claimants would not justify distribution of the disgorgement funds to injured investors, the plan may provide that the disgorgement funds and any civil penalty shall be paid directly to the general fund of the United States Treasury.

§ 201.1103 Notice of proposed plan and opportunity for comment by non-parties.

Notice of a proposed plan of disgorgement or a proposed Fair Fund plan shall be published in the SEC Docket, on the SEC website, and in such other publications as the Commission or the hearing officer may require. The notice shall specify how copies of the proposed plan may be obtained and shall state that persons desiring to comment on the proposed plan may submit their views, in writing, to the Commission.

§ 201.1104 Order approving, modifying, or disapproving proposed plan.

At any time after 30 days following publication of notice of a proposed plan of disgorgement or of a proposed Fair Fund plan, the Commission shall, by order, approve, approve with modifications, or disapprove the proposed plan. In the discretion of the

Commission, a proposed plan that is substantially modified prior to adoption may be republished for an additional comment period pursuant to § 201.1103. The order approving or disapproving the plan should be entered within 30 days after the end of the final period allowed for comments on the proposed plan unless the Commission or the hearing officer, by written order, allows a longer period for good cause shown.

**§ 201.1105 Administration of plan.**

(a) Appointment and removal of administrator. The Commission or the hearing officer shall have discretion to appoint any person, including a Commission employee, as administrator of a plan of disgorgement or a Fair Fund plan and to delegate to that person responsibility for administering the plan. An administrator may be removed at any time by order of the Commission or hearing officer.

(b) Assistance by respondent. A respondent may be required or permitted to administer or assist in administering a plan of disgorgement subject to such terms and conditions as the Commission or the hearing officer deems appropriate to ensure the proper distribution of the funds.

(c) Administrator to post bond. If the administrator is not a Commission employee, the administrator shall be required to obtain a bond in the manner prescribed in 11 U.S.C. § 322, in an amount to be approved by the Commission. The cost of the bond may be paid for as a cost of administration. The Commission may waive posting of a bond for good cause shown.

(d) Administrator's fees. If the administrator is a Commission employee, no fee shall be paid to the administrator for his or her services. If the administrator is not a Commission employee, the administrator may file an application for fees for completed services, and upon approval by the Commission or a hearing officer, may be paid a reasonable fee for those services. Any objections thereto shall be filed within 21 days of service of the application on the parties.

(e) Source of funds. Unless otherwise ordered, fees and other expenses of administering the plan shall be paid first from the interest earned on the funds, and if the interest is not sufficient, then from the corpus.

(f) Accountings. During the first 10 days of each calendar quarter, or as otherwise directed by the Commission or the hearing officer, the administrator shall file an accounting of all monies earned or received and all monies spent in connection with the administration of the plan of disgorgement. A final accounting shall be submitted for approval of the Commission or hearing officer prior to discharge of the administrator and cancellation of the administrator's bond, if any.

(g) Amendment. A plan may be amended upon motion by any party or by the plan administrator or upon the Commission's or the hearing officer's own motion.

**§ 201.1106 Right to challenge.**

Other than in connection with the opportunity to submit comments as provided in § 201.1103, no person shall be granted leave to intervene or to participate or otherwise to appear in any agency proceeding or otherwise to challenge an order of disgorgement or creation of a Fair Fund; or an order approving, approving with modifications, or disapproving a plan of disgorgement or a Fair Fund plan; or any determination relating to a plan based solely upon that person's eligibility or potential eligibility to participate in a fund or based upon any private right of action such person may have against any person who is also a respondent in the proceeding.

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

IPO以外の資金調達手段に関する研究  
—米国におけるクラウドファンディング規制—

2016年5月27日(金) 15:00~17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授          |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |

【報 告】

IPO 以外の資金調達手段に関する研究  
—米国におけるクラウドファンディング規制—

大阪大学大学院法学研究科准教授

松 尾 健 一

目 次

- |                                  |                            |
|----------------------------------|----------------------------|
| I. 米国（北米）におけるクラウドファンディングの現状      | 3. フォームCの新設                |
| II. CFに関する法制度の整備                 | 4. 発行者の民事責任                |
| 1. JOBS法以前の関連する制度                | 5. 広告規制                    |
| 2. JOBS法制定後の法整備                  | 6. 募集をプロモートしたものへの報酬の支払い    |
| III. 発行登録義務の適用除外——クラウドファンディングの特例 | V. 仲介業者に対する規制              |
| 1. 序                             | 1. 定義                      |
| 2. 資金調達額（募集総額）の制限                | 2. 仲介業者に対する規制（ブローカー及びFP共通） |
| 3. 投資家1人当たりの投資額の制限               | 3. FPにのみ課される規制             |
| 4. 仲介業者を通じて取引されること               | VI. CFに関するその他の規制           |
| 5. CF特例を利用できない発行者                | 1. 証券の転売制限                 |
| IV. 発行者に関する規制                    | 2. 欠格事由                    |
| 1. 募集における情報開示                    | 討 論                        |
| 2. 継続開示義務                        |                            |

○黒沼 それでは、そろそろ時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、大阪大学の松尾健一先生に、「IPO 以外の資金調達手段に関する研究—米国におけるクラウドファンディング規制—」というテーマでご報告をお願いすることになっております。

それでは、松尾先生、よろしく願いいたします。

○松尾 大阪大学の松尾です。よろしく願いいたします。

本日は、米国のクラウドファンディング規制についての報告をさせていただきます。昨年に SEC 規則が出てきましたので、そちらを見ることにしました。米国のことを細かく見ることにどれだけ意義があるかというのは難しいところもありますけれども、まだ現時点では、規則まで含めて検討したものはないようですので、どこかで誰かがやってもいいのかなと思ひまして、本日ここで報告させていただきます。

分量が多くなっていますので、適宜省略しながら、お手元のレジюмеに従って進めてまいります。

## I. 米国（北米）におけるクラウドファンディングの現状

まず、米国——これはカナダも含む北米ですけれども——のクラウドファンディングの現状を書いています。クラウドファンディングにもいろいろなタイプがありますが、ここで主に問題にしているのは、エクイティ型、すなわちファンド持分ですとか株式を発行するタイプのクラウドファンディング（以下「CF」という）でして、2014年の統計によりますと8億ドル弱と、まだまだ貸付型、ローンのタイプに比べますと非常に規模は小さいのですけれども、前年比182%とかなり急速に伸びています。それから、投資先がいわゆるスタートアップ企業となっていますので、そういう企業にとっては重要な資金供給源となっている、あるいはこれからなり得るといふ認識が持たれています。

クラウドファンディングを扱うインターネット上のプラットフォームと呼ばれるものの数は、北米で375ほどあります。これはエクイティ型に限らず、貸付型なども全て含む数です。世界全体では1,250あります。世界全体の統計ですと、1,250のうちエクイティ型は19%、236という数字が出ていましたが、北米の375のうちエクイティ型がどのくらいあるかというのは、調べた限りでは見つけられませんでした。

## II. CFに関する法制度の整備

### 1. JOBS法以前の関連する制度

法制度のほうはどうであったかといいますと、JOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）以前には、少額免除（レギュレーションA）の特例ですとか、あるいは適格投資家向けの私募というようなものを利用すれば、発行登録義務を免れることになっていました。しかし、いずれも州法の規制に服する可能性があるとか、そもそもインターネットを通じて不特定多数の者に対して勧誘したり広告したりすることができないとか、あるいは最終的に取得する人が適格投資家と洗練され

た投資家に限られるということで、いずれも一般的に想定されているようなクラウドファンディングに用いるのは難しいと認識されていました。

### 2. JOBS法制定後の法整備

2012年4月5日にJOBS法ができて、その第3章（Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012: CROWDFUND Act）でCFについて定めています。それによりまして、証券法（Securities Act of 1933）あるいは証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）が改正されて、CFのための規制が新たに設けられたわけです。

しかし、実質的にはSECのルールの方で定められるという部分が多かったわけですが、このルールの制定が難航しまして、翌2013年10月23日にProposed Rule（以下「PR」という）（SEC Rel. No. 33-9470）が出ました。それに対して485件の意見が寄せられたということです。

また、昨年、2015年10月30日によろやくFinal Rule（以下「FR」という）（SEC Rel. No. 33-9974（以下「リリース」という））が出まして、これはPRからかなり変わっている部分もあります。それが一部を除き2016年5月16日から施行され実際に運用が始まりまして、既にこの新しい制度のもとでの資金調達も幾つか事例が出ているようです。

Regulation Crowdfunding（17 C.F.R. 227. 以下、レギュレーションCF）が新たに創設されたので、本日はこのレギュレーションCFの中身を見ていながら、一体米国ではCFとしてどのような仕組みが想定されていて、それに対してどのような規制がかかっているのかということをはっきりさせていきたいと思います。

## III. 発行登録義務の適用除外——クラウドファンディングの特例

### 1. 序

発行登録義務の適用除外が一つのネックだったわけですが、JOBS法302条により証券法4条(a)

項(6)が追加されました。

以下に挙げている要件を全て満たすものを特例として発行登録義務の適用除外に新たに追加したということです。

(A) 発行者が12か月間に投資家から調達する金額が100万ドルを超えない。

(B) 発行者が1人の投資家から12か月間に調達する金額が、

(i) 投資家の年収もしくは純資産の額が10万ドル未満の場合には、年収もしくは純資産の5%相当額または2,000ドルのいずれか大きいほうの額。

(ii) 投資家の年収もしくは純資産の額が10万ドル以上の場合には、年収もしくは純資産の10%相当額(10万ドルを超えてはならない)

を超えない。

(C) 証券法4A条(a)項に基づき登録を受けたブローカーまたは「ファンディング・ポータル」を通じて取引が実行される。

(D) 発行者が証券法4A条(b)項を遵守する。

## 2. 資金調達額(募集総額)の制限

1つ目の(A)の要件ですけれども、これは募集に係る資金調達額総額の制限です。これが証券法4条では12か月通算で100万ドルを超えないということになっていました。PRのほうも、同じ12か月通算で100万ドルを上限に設定していました。寄せられた意見の中には、上限が低過ぎるという意見が多かったようですけれども、最終的に100万ドルの上限は維持されたということです。

なお、発行登録義務の適用除外を定める先ほどのレギュレーションD等を用いて調達した資金の額は、ここでいう100万ドルの上限額の算定の際には合算されないとか、発行者という場合には、その支配下にある者等を含むというようなことが書かれています。

## 3. 投資家1人当たりの投資額の制限

これがCFでは特徴的かと思えますけれども、

(B)の発行者が1人の投資家から12か月間に調達する金額が、投資家の年収・純資産額が10万ド

ル以上の場合にはその10%相当額、ただし、最も高くとも10万ドルを超えてはならないという規制になっていたわけです。ただ、この文言ですと、年収か純資産のいずれか一方のみが10万ドル以上の場合にはどちらの基準になるのかということが必ずしも明らかではない。あるいは、それぞれ適用される場合に、年収と純資産いずれの5%あるいは10%が投資上限の基準になるのかがわからないということが言われていました。

それで、PRでは、年収と純資産額がいずれも10万ドル未満の場合には、ですからどちらかが超えていれば(ii)の高いほうの基準に移るということになっていまして、いずれも10万ドル未満の場合には、2,000ドルか年収の5%相当額、あるいは純資産額の5%相当額のうち最も高いものが投資上限となり、年収と純資産額のいずれかが10万ドル以上の場合には、それぞれ年収あるいは純資産額の10%相当額のいずれか高いほうが上限となることになっていました。

これがFRでは、年収もしくは純資産のいずれかが10万ドル未満の場合であれば、低いほうの基準が適用されることになりました。このときの調査によりますと、年収と純資産の両方が10万ドルを超えている家計は17%、いずれかが10万ドル以上という要件ですと39%ということで、結構大きな開きがあるということのようです。最も厳しいといえますか、投資可能額が低くなるような基準を採用したということかと思えます。

もう一つ、FRでは、投資上限というのが、一発行者につき1人の投資家が投資できる金額なのか、1人の投資家がCF特例を通じていろいろな発行者に投資する場合の投資上限なのかということについては、後者であることが明確にされました。つまり、A社、B社、C社について3万ドルずつ投資するのはいいけれども、5万ドルずつ投資すると合計15万ドルになるので、上限を超えることになるということを明らかにしました。

そうしますと、投資家がこの特例を通じて複数の投資先に投資している場合に、合計でどのぐらい投資しているかというのがわからないといけな

いこととなりますので、どのようにこの上限を守らせるかということが問題になるわけですが、これについては後ほど出てきます。

今申し上げたことと少し関係しますが、発行者は、投資家が投資額の上限を超えて投資しようとしていることを知っているのではない限り、投資額の上限を超えて投資しないよう、仲介機関が適切な措置を講じるものと信頼してよい（レギュレーションCF Instruction 3 to 100(a)(2)）ということで、ここでは仲介機関の役割が重要になってくるということになります。

それから、意見の中には、機関投資家ですとか適格投資家については、投資上限を設けない、あるいはもう少し高い1人当たりの投資上限額を設けてはどうかという提案もあったようですが、これについては、そういう特例は設けないこととされました。CFというのは、多数の者から少額の出資を募るという制度であるという理解に基づくものです。しかも、適格投資家とか機関投資家というのは、別の発行登録の適用除外となる規定、レギュレーションD等を使うことができるから、あえてこちらで特例を認める必要はないということのようです。

#### 4. 仲介業者を通じて取引されること

それから、もう一つ特例を受けるための要件として、仲介業者を通じて取引されることというのがあります。

FRでは、この特例を利用する場合には、証券法の規定を遵守した一つの仲介業者を通じて行われなければならない。しかも、その仲介業者のプラットフォームにおいてのみ行われなければならないというふうになっています。

プラットフォームというのが何度か出てきましたけれども、基本的には、インターネット上のウェブサイトでのやりとりが想定されていると言ってよいと思います。ただ、今後どういう技術が出てくるかわからないので、インターネットには限っていませんが、現状動いているのはインターネット上の資金調達の仲介ということなのです。

この提案に対しては、1回の募集について複数の仲介業者を利用することも認めたほうがよいのではないかという意見もあったようですが、CFというのは、投資しようとする多数の投資家が同じ情報を共有して、群衆の英知というのですか、そういうものを結集して投資案件を絞り込んでいくことが望ましい、そういうことが期待されているので、利用できる仲介業者を1社のみに限って、そこにたくさんの人が集まって情報交換をしたほうがよからうということが一つと、それから、複数の仲介業者の利用を認めると、資金調達額の上限規制を潜脱しやすくなってしまうというようなことがあって、1回の募集につき1社の仲介機関というルールが設けられたということです。

それから、仲介業者のプラットフォームにおいてのみ取引を行わなければならないという点については、これ以外のコミュニケーション、例えば発行者の代表者と投資家が個別に会うことを認めてはどうかというような意見もあったようですが、透明性ですとか、一部の投資家のみが特別な情報を持っているようなことはよくないということを考慮して、全てプラットフォームを通じたやりとりでやってくださいということになったようです。

#### 5. CF特例を利用できない発行者

(証券法4A条(f)項)

- ①米国州法に基づいて設立されたものでない者
- ②証券取引所法13条または15条(d)項に基づく報告義務を負っている者
- ③1940年投資会社法3条にいう投資会社
- ④SECの規則・レギュレーションに定められた者  
レギュレーションCF規則100(b)は、上記①～③に加えて、
- ⑤レギュレーションCF規則503の定める特例利用の欠格事由に該当する発行者
- ⑥発行の直前2年の間に、レギュレーションCF規則202条及び203条(b)項に基づく年次報告の提出を怠った者（提出を怠っている報告を提出すればすぐに特例を利用することが可能になる（レギュレーションCF Instruction 1 to 100(b)(5)）

⑦具体的なビジネスプランを持っていない者——プロジェクトの説明、明確に示された事業のアイデア、ビジネスモデル等を幅広く含む

4条の特例を利用できない発行者は、上記に挙げた、米国州法に基づいて設立されたものでない者、あるいは②の既に継続開示義務を負っている者、投資会社等で、そういう発行者はCF特例を設けた趣旨にそぐわない。つまり、他に資金調達手段を持たない、いわゆるアーリーステージの会社の資金調達を容認するということが大きな趣旨ですので、そういう趣旨からしますと、②とか③というのはちょっと合わないですねということのようです。

以上が証券法のほうで規定された利用できない不適格者ですけれども、これに加えて、レギュレーションのほうでは適格事由を定めました。適格事由に該当する者、それから、これもすぐ後で出てきますが、発行者にはいわゆる継続開示義務を負わせているのですけれども、その継続開示義務に違反している間は、2回目のCFを通じた資金調達にはストップをかけますよというのが⑥。それから、⑦は具体的なビジネスプランを持っていない者。これは解釈の仕方によっては非常に制限的になってしまうのですが、そもそもCFというのは、具体的なビジネスプランを見て、それに対して投資をするかどうかを判断するというものですので、ビジネスプランが全くないというのは、ふさわしくない、かえって詐欺等のおそれが強くなるということのようです。

そのかわり、どこまでビジネスプランが具体的にないといけないのかということですが、例えばこういうプロジェクトがありますとか、事業のアイデアですとか、ビジネスモデルが完全に確立されていなくても構わない、アイデアの段階でよろしいということのようです。

以上の要件を満たしますと、CF特例を受けることができ、発行登録の義務については適用除外となるということです。

#### IV. 発行者に関する規制

##### 1. 募集における情報開示

次に、発行者が負う開示の義務ですが、ここに書いてありますように、証券法4A条というのが新たにできまして、情報開示義務について定めています。

(A) 発行者の名称、法形態、住所及びウェブサイトのアドレス

(B) 発行者の取締役、役員及び発行者の株式の20%超を保有する者の氏名・名称

(C) 発行者の事業内容及び事業計画

(D) 発行者の財務状態（目標とする募集金額に対応した開示内容は次のとおり）

(i) 10万ドル以下：直近の所得税申告書及びCEOによる証明付きの財務書類

(ii) 10万ドル超 50万ドル以下：独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類

(iii) 50万ドル超：監査を受けた財務書類

(E) 募集の目的及び手取金の使途

(F) 目標募集金額、募集の期限、及び募集の進捗状況の定期的な更新

(G) 募集する証券の発行価額またはその算定方法

(H) 発行者の株主及び資本構成の状況

(i) 募集に係る証券及び発行者の他の種類の証券の内容。内容の変更が可能である場合にはその方法、それらの証券の違い（募集に係る証券の権利が、他の種類の証券の権利によって実質的に変更、希釈化され得る場合にはどのようにして変更・希釈化が生じるか）

(ii) 発行者の主要株主の権利行使によって募集に係る証券の取得者に不利な影響が及ぶ可能性がある場合には、どのようにしてその不利益が生じるか

(iii) 発行者の各種類の証券の20%以上を保有している株主の氏名・名称

(iv) 募集に係る証券の評価の方法、及び将来の株式発行等の際に用いられ得る評価方法

(v) 証券の購入者が発行者の少数株主となることによるリスク、追加的な株式の発行、買収、資産の売却、関係当事者との取引等の会社の行為によって生じるリスク

## (I) SEC 規則により定めるその他の情報

## (1) 発行者及び募集に関する情報

発行者と募集に関する情報としましては、まず発行者自身、あるいは役員、取締役、さらには一定の株主に関する情報を開示せよとしています。具体的には、発行者の役員・取締役の過去3年間の職業経験、どういう会社でどういう役職にあったかというようなことを書くことになっています。これは、CF では経営陣のスキルが投資案件を選ぶ際の非常に重要な要素になることを踏まえたものです。それから、詐欺を防止するという意味から、一応そういうスキルがあり、きちんとしたことをやっていた人間ですということを開示させましょうということになります。一定の株主、議決権総数の20%以上に相当する発行者の株式を保有する者については、その氏名等を開示させましょうということになっています。

発行者の事業に関する開示につきましては、事業内容ですとか、事業計画を開示しなさいということです。

それから、手取り金の使途についても開示しなさいということで、これも投資先を選定する際には非常に重要になりますので、どういうビジネスプランがあって、そのビジネスプランを実現するために、どういうところにどのぐらいのお金が必要かということの詳細を開示させて、投資判断に役立つ情報を提供しましょうということのようです。

募集に関する事項としましては、目標調達金額と募集の期限というのがあります。米国の特徴としまして、募集期限までにあらかじめ定められた目標調達金額を調達できなかった、それに達する申込みがなかったという場合には、証券は発行されない。それまでに申し込んでいた投資家からの申込みは全てキャンセルされて、資金は返還される。いわゆるオール・オア・ナッシング方式をとることが義務づけられています。5万ドルを目標にしているが4万ドルまで賛同者がいたので、4万ドルだけ調達しますということではできません。5

万ドルに達しなかったら、全部返しなさいということになっています。

それから、投資の申込みにつきましては、募集期限の48時間前まで無条件にキャンセルできることになっています。日本でもクーリングオフの適用があることとなっています。米国では、期限が来るまでに投資の申込みがあって、刻々とどのぐらいの申込みがあるかということが開示されているのが通常ですけれども、申込みを撤回することもできることとされています。その情報のやりとり等を見ていて、やはりここはだめかもしれないと思ったら、申込みをキャンセルできるという仕組みになっているということです。

発行価格等は、レジюме7ページの⑤に書いたとおりです。

株式保有の状況等ですけれども、発行される証券及びそれ以外の種類の証券の内容、発行者がどういう証券を発行しているかということ、その発行する証券あるいは既発行の証券等の議決権の制限の有無等を書きなさいということになっています。株式が主に念頭に置かれているのですが、債務証券の募集も可能であると、リリースでは書かれていました。

それから、先ほど述べた議決権ベースで20%以上に相当する株式を保有している大株主はここに書きなさいですとか、譲渡制限に関する事項も開示せよということになっています。

さらに、規則のほうで追加的に開示が求められる事項としまして、発行者の従業員の数ですとか、発行者に対する投資を投機的またはリスクの高いものにして重要な要因に関する議論も開示されます。この後も出てきますけれども、リスクに関しては開示を徹底させていまして、とりわけスタートアップ企業が主に利用することが想定されていますので、一般の上場会社の株式を買うのとは全く違う大きなリスクがあるということを周知させるための仕組みがこの後もたくさん出てきます。これもその内の一つというふうに言えるかと思えます。

そのほか、仲介業者の名称ですとか、あるいは

仲介業者が発行者に関して有する利害関係等を書きなさいとか、やはりスタートアップ企業ですので倒産の可能性が高いということで、負債に関する事項も開示されます。ただし、財務書類から明らかになるものは改めて書く必要はないということです。それから、過去3年間に発行登録義務の適用除外を受けて行った証券の募集についても全部開示しなさいとか、関連当事者との取引とか、継続開示に係る年次報告というのはどこで入手できるかといったことを開示せよということになっています。

## (2) 発行者の財務情報

もう一つ規則をつくる際に議論があったのが、発行者の財務情報をどこまで、どのように開示させるかということです。①発行者の財務状態に関する議論については、流動性ですとか、資金の供給源、事業の経過に関するものを開示させることとしました。

問題は②財務書類だったわけですが、資金調達額に応じて要件が違ってきます。まず、対象となる財務書類というのは、貸借対照表、包括利益計算書等で、直近2会計年度分ということになっています。2会計年度分の財務書類について監査をどこまで要求するかというのが議論としては一番大きかったようでして、調達金額に応じて要求するものを変えるという仕組みになっています。資金調達の総額が10万ドル以下の場合には、基本的には、税務上の所得申告書の写しと、その内容が真実であるということのCEOの証明がついた計算書類、調達額が10万ドル超かつ50万ドル未満の場合には、独立の会計士のレビューを受けた財務書類、資金調達額が50万ドル超で初めて特例を利用する場合はレビューを受けた財務書類、2回目以降の利用の場合は監査を受けた財務書類を出しなさいということになりました。

監査等にかかるコストが非常に気になる場所ですけれども、これにつきましては、資料として別途お配りしている表のとおり、リリースの中でも、この規制を遵守するためにかかるコストの見

積もりがされていまして、監査を受けることになりますと、それなりの金額、最高で3万ドルほどかかるかとされています。あるいは、財務報告に係る書類をつくるにも数万ドル単位のお金がかかるということですが、SECの見積もりによれば、例えば50万ドル超を調達して3万7,000ドルから5万6,000ドルでおさまるなら、費用倒れといえますか、それほど過重な負担にはならないだろうということ、こういったルールになったようです。

逆に言いますと、10万ドルそこそこで3万ドルもかかるようなことではいけないということで、緩やかな要件にしたということのようです。

## (3) 資金調達の進捗状況の更新

現在動いているCFを見ますと、仲介業者のプラットフォームのところで、この案件については今これぐらい申込みが来ています、目標額の90%ぐらいまで来ていますとか、あるいは既に目標額を超えていますというようなことが時々刻々わかるようになってるのが通常です。そういう措置がとられていない場合も、目標調達額の50%に達した時点と100%に達した時点で、フォームCというのを使って開示せよということになっています。これも投資家にとっては非常に重要な情報のようで、基本的には時々刻々更新されているものだというふうに考えてよいと思います。

## 2. 継続開示義務

①頻度は年1回、事業年度の末日から120日以内ということになっています(レギュレーションCF規則202(a))。

②開示の方法につきましては、SECに提出するとともに、発行者の自社のウェブサイトでの開示で足りるということになっていまして、紙媒体での開示等は不要であるとされています。仲介業者も、継続開示には基本的には関与しないということになっています(レギュレーションCF規則202(a))。

③財務書類につきましては、PRでは、会計士に

よるレビュー・監査を受けた財務書類の提出を求めているのですが、反対意見が強力でしたので、CEOの証明で足りるということになっています。

④その他の継続開示事項としましては、募集の際に開示が要求されていた事項の大半が継続開示の事項にもなっています(レギュレーションCF規則202(a))。

⑤継続開示義務がいつ消滅するかということにつきましては、以下のいずれかの場合ということですので(レギュレーションCF規則202(b))。

- (1) 証券取引所法13条(a)または15条(d)項による開示義務を負うこととなった場合
- (2) 少なくとも1回レギュレーションCF202(a)の年次報告を提出した会社であって、その名簿上の証券保有者が300名未満となった場合
- (3) 少なくとも3回レギュレーションCF202(a)の年次報告を提出した会社であって、総資産の額が1,000万ドルを超えていない場合
- (4) CF特例によって発行した証券の全てを発行者が買い戻し、または第三者が取得した場合
- (5) 発行者が解散または清算した場合

### 3. フォームCの新設

募集の際の開示も継続開示も全て、新たにつくられましたフォームCというのを利用して、その書類の空欄を埋めてSECと仲介業者に提出すれば、法の要件を満たしたことになるということになっています。

フォームCにつきましても、ご参考までに、20ページほどあったものの一部を抜粋したものを資料としてつけています。ざっとごらんになっていただくとわかると思いますけれども、書類を一からつくる必要はなくて、空欄を埋めればよいことになっています。しかも、インストラクションを見るとどう書けばいいかということも書いてありまして、初めての人でも利用しやすいように工夫されています。特に監査等を受けなくてもいいという場合がありますので、そういう場合に、それほどコストをかけずに作成できるように配慮をしたというふうにSECは言っています。

### 4. 発行者の民事責任

発行者の民事責任については、証券法4A条(c)項が設けられました。これは一般の開示に係る虚偽記載等をした場合の民事責任とほぼ同様の内容のものが書かれていると言ってよいかと思います。

### 5. 広告規制

基本的に、発行者は募集の条件について広告をしてはならないということになっています。ただ、例外的に通知というのが許されていて、通知の中には、次の(1)~(3)のようなことを書いてよいとされています。これはいわゆるトゥームストーン・アド(墓石広告)と呼ばれる広告、通常の募集の際に許されている範囲のものと同等のものをCFについても認める趣旨のようです。

- (1) 発行者が募集を行なっている旨、募集が行われている仲介業者の名称、その仲介業者のプラットフォームへのリンク
- (2) 募集の条件(募集金額、発行する証券の性質、発行価額、募集が終了する日、レギュレーションCF Instruction to 204)
- (3) 発行者の名称、住所、電話番号、ウェブサイト、電子メールアドレス、事業に関する簡単な記述

### 6. 募集をプロモートしたものへの報酬の支払い

これは後でまとめて扱いたいと思います。

以上が発行者に対する規制でありまして、続いて仲介業者に対する規制ということになります。

## V. 仲介業者に対する規制

### 1. 定義

まず、仲介業者とは何かということですが、これは通常の証券取引所法15条(b)項の登録を受けたブローカーと、CFに特化したものとして、レギュレーションに基づく登録を受けたファンディング・ポータル(以下「FP」という)というのを新たに設けました。このFPはCFに特有の仲介業者

ということです。

FPは、CF特例の利用に特化した仲介業者でありまして、投資助言・投資推奨をしてはならないとされています。また、証券の取得、買付けの勧誘をしてはならず、証券の取得の勧誘をした者に報酬を支払ってはならないとされています。さらに、投資者からの資金の預託を受けたり、あるいは投資者に代わって発行された証券を保有・管理したりすることも予定されていません。基本的には、顧客の資産は預からないということになっています。これについては、後でもう少し詳しく見ていきます。

## 2. 仲介業者に対する規制（ブローカー及びFP共通）

ブローカーとFPに共通する規制としまして、以下のようなものがあります。

### （1）登録及び自主規制機関への加盟

一つは、自主規制機関として、証券取引所法の登録を受けた証券業協会のメンバーにならなければならないとされています。これについてはFINRAのほうでCFに特化したルールが定められていて、自主規制機関からの監督も受けるということになっています。

### （2）発行者に対する経済的利害関係の規制

仲介業者は発行者に対して経済的な利害関係を持ってはならないということになっています。その例外としては、仲介業者がCF特例の利用に関して、発行者に提供したサービスの対価を得ることは許容されます。それ以外はだめということになっています。これは利益相反の防止のための措置ということです。

### （3）詐欺のリスクを低減するための措置

これもCFに特有のものかと思います。CFは、さまざまな理由から詐欺のリスクが一般の投資に比べて高いと言われていまして、特に詐欺のリスクの低減に向けた特別の規定が置かれています。

その際には非常に仲介業者の役割が重視されていると言ってよいかと思います。

具体的には、①発行者が関連法令を遵守していることを確認せよということです。確認に際して基本的には仲介業者は発行者が表明した者を信頼してよいことになっています。ただし、その発行者が要件を遵守しているということについて合理的な根拠を有するものでなければならない。また、②証券保有者の履歴の確認として、発行者が発行した証券について保有者の記録を保持するための措置をとっていることを確認しなければならないとされています。株主名簿のようなものを整備して、誰がどれだけの証券を持っているかを管理していることを確認しなければなりません。さらに、③プラットフォームへのアクセスの拒絶です。まず、発行者が後で出てきます欠格事由に該当すると信ずるについて合理的な根拠を有する場合には、そのプラットフォームの利用を拒絶しなければならないとされています。つまり、非適格者を選別しなさいということになっていて、そのために、少なくとも発行者自身、その役員等、あるいは主要株主の履歴、あるいは証券規制違反の違反履歴を調査し、欠格事由が認められた場合には、アクセスを拒絶しなければならないということになっています。

さらに、仲介業者は、発行者または募集行為について詐欺またはその他投資者保護に懸念を生じさせる事由が見られると信じるに足りる合理的な根拠を有する場合には、そういった者がプラットフォームを利用することを拒絶しなければならないことになっていて、この要件を満たすための実効的な措置をとらないといけないことにもなっています。募集の途中でそういうことが明らかになった場合には、直ちにその募集を中止して、それまでに申し込まれていたものについては全てキャンセルして資金を返還しなければならないとされており、これが詐欺防止のために特に課される規制です。

### （4）口座開設時の義務

そのほか、①口座開設時の義務としましては、投資家へのリスク周知の徹底が大きいかと思えます。口座開設時には、投資家に対する一定の情報開示義務が課されていまして、投資家教育のための資料を作成して、提供しなければならないことになっています。②投資家教育の資料としては、特にリスクに関する事項、しかも希釈化のリスクとか、売却が制限されているという流動性のリスクですとか、あるいは情報提供義務が必ずしも十分ではないので、発行後、発行者から情報がとれなくなる可能性もあるというようなこと、それから、先ほど出てきました投資者1人当たりの投資額の制限があるとか、投資者は申込みをキャンセルできること、さらに、適合性評価に必要な事項ですとか、そういったことを記載した資料を必ず提供しなければならず、それを常にバージョンアップしたものをプラットフォームで利用可能にしておかなければならないということになっています。

③プロモーターに対する報酬の開示です。CFでは、投資家がプラットフォームの中に設けられたコミュニケーション・チャンネル、掲示板のようなものを利用してお互いに意見を発信し交換し合っ、それを見ながら、良い案件と良くない案件が選別されることが期待されているようです。そこで、そこにサクラですとか、ステルスマーケティングというのですか、お金をもらっておいて、それを隠して、これはいいとか、こんないいことをやっているみたいだとか、あいつは信頼できるというようなことを書くと、投資家間の情報共有での選別がうまく働かなくなってしまうおそれがあります。そこで、報酬を得ても構わないのですが、得ている場合には、報酬をもらっているということを開示した上でその意見を書かせる、仲介業者はそのような措置をとらなければならないことになっています。

④報酬の開示は、仲介業者自身が募集に関して受け取る報酬について明確に開示しなければならないとされています。先ほどの資料にも出ていましたけれども、調達金額の何%という形で報酬が

決められていることが多いようです。

#### (5) 取引時における義務

発行者が負っている情報開示義務を通じて、発行者から開示される情報が投資者に利用可能な状態になるようにしておかなければならないとされています。また、投資者の資格の確認、先ほどの投資家1人当たりの投資額の制限ですが、これについてレギュレーションCF規則303(b)(1)というのがあり、仲介業者は、個々の投資者からの投資の申込みを受け付ける前に、その投資者が投資額の制限を遵守していると信じるに足りる合理的な根拠を有するものでなければならないとなっています。

仲介業者は、その投資者が投資額の制限を遵守していることに関し、年収、純資産、その他のCF特例を用いた募集に投資している額について、投資者の表明を信頼することができることになっています。これが無条件に信頼できるということであると、全く意味がないということで非常に強い反対意見もあったようですが、原則は投資者の表明を信頼することができ、ただし、仲介業者が発行者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合はこの限りではないということになっています。

さらにリリースを見ますと、現時点であるのか、ないのかちょっと確認できなかったのですが、CF特例を通じて投資している投資額と投資家の情報を集約するデータベースみたいなものができるだろうとされています。それに依拠して、この投資者はまだ上限まで幾らか余裕があるというようなことを判断することが許されるとリリースには書いてありました。これはそういうものをつくりなさいということなのだと思います。

(ii)はリスク認識の確認で、これも投資家に対するリスク周知の徹底の一環です。先ほど出てきた投資家教育のための情報をレビューしたことを確認しなければならないですとか、投資額の全額を失う可能性があることについて理解していることを、黙示ではなく、積極的に明示的に認めていることを確認しなければならないとされています。

さらに、Q&A方式で、スタートアップ企業特有のリスクがあることや、流動性リスクとか、そういったものも理解していることを確認しなければならないことになっています。

また、レギュレーションのほうでは、これに追加して、募集における投資者の権利として、申込みをキャンセルしたり、CFの場合は、取得した証券を売却するのは非常に難しいということを許容したりしているのではない限り、投資してはならないということ、これを投資家のほうから表明を受けなければならないというようなことが書かれています。

③コミュニケーション・チャネルの設置・管理についてですが、コミュニケーション・チャネルの中での投資家間の意見交換が非常に重視されています。そのために、FPについては、うそを書かないといったことを定めたコミュニケーションに係るガイドラインを設けなければならないとされています。濫用的または詐欺のおそれのあるコミュニケーションを削除する義務をFPに負わせています。それ以外のことについては、関与してはならないとされています。FPが自分たちで意見を表明することや、投資者を一定の方向に誘導することをしてはならないとされています。

しかも、このコミュニケーション・チャネルにおける議論というのは、書き込んだ人とか一定のメンバー登録をした人だけではなくて、パブリックにアクセス可能な状態にしなければならないとされています。これはおそらく、公衆の目にさらして、おかしいことが書かれていないか、あるいは一方に偏っていないかというようなことをチェックさせる趣旨かと思います。

それから、一たん口座を開設しますと、投資者にもバイアスがかかりますので、口座を開設した投資者はコメントができなくなるということのようです。口座を開設するということは投資しようとしていることなので、投資しようと思った人が書き込むとバイアスがかかるということのようです。

(4)は、先ほど述べたプロモーションに対する報

酬の開示です。

それから、④申込みに係る通知については、次に書いてあることを通知しなければならないとされています。

- (1) 申込みに係る投資金額
- (2) 証券の発行価額（わかる場合のみ）
- (3) 発行者の名称
- (4) 申込みをキャンセルすることができる期限

⑤は、顧客の資金や証券の管理ですが、登録を受けたブローカーの場合には、一般の証券取引と同じように分別管理等の義務を負い、預託を受けられるが、顧客資産を分別して管理しなければならないことになっています。

これに対し、FPというCF特有の仲介業者は、投資者から金銭等の預託を受けることは予定していません。預託を受けてはならないとなつていすので、別途、適格の第三者、証券会社であったり信託銀行であったり、カストディ業務のようなことをやる者を定めて、そこに送金するように投資者に指示することになっているようです。証券と金銭との決済といいますか受渡しも、そのような第三者を通じて行うこととされ、FP自身には一切手を出さないことになっているようです。

⑥取引内容の確認は、一般の証券取引の際と同様に取引の内容を知らせなさいということかと思ひます。

- (6) 募集の完了、中止、再確認

これは投資者は投資の申込みをキャンセルできるということを実際に、実効性あるものにしなさいということです。募集期限の48時間前までは無条件にキャンセルが可能です。

- (7) 第三者へ報酬の支払い

これは投資家の個人情報の提供に対して報酬を支払ってはならないということです。

以上が、FPとブローカー、いずれについても仲介業者である限りは課される共通の規制ということです。

### 3. FP にのみ課される規制

#### (1) 登録に関する規制

FP は、取引所法のブローカー・ディーラーとしての登録を受けなくてよいかわりに、以下のレギュレーションに基づく登録を受けなければならないことになっています。

#### (レギュレーション CF 規則 400)

(a) FP は、フォーム・ファンディング・ポータルによって SEC に登録をしなければならず、証券取引所法 15A 条の登録を受けた証券業協会に加盟しなければならない。

(b) 登録情報の修正

(c) 登録の承継

(d) 登録の撤回

(e) 登録の申請等の方法

(f) 非居住者たる FP の登録

#### (2) セーフハーバールール

FP は、投資助言・投資推奨、証券の取得、買付けの勧誘など、以下のことをしてはならないこととされています。

(A) 投資助言・投資推奨

(B) プラットフォームに掲載された証券の取得、買付けの勧誘

(C) 従業員、代理人等に対し、プラットフォームに掲載された証券の勧誘に対して、あるいはその証券の売付けを基礎として、報酬を支払うこと

(D) 投資者の資金または証券を保有し、管理し、またはその他の方法で手にすること

(E) その他 SEC 規則で定める行為

他方で、セーフハーバールール（レギュレーション CF 規則 402）がありまして、FP がしてよいことが列挙されています。

1 つは、募集案件の選定です。たくさんのところから CF で資金調達したいという希望があり、FP のほうに申込みがあっても、その全部を受け入れるわけではなく、その中から選定することになります。

その募集を認めた案件のうち、幾つかのものを自分のところのウェブサイトで、うちはこんなのを扱っていますよというハイライトをすることも許されています。ただし、どの案件をハイライトするかについて客観的な基準を設けなければならないことになっています。また、ハイライトすることについて、掲載企業から追加の報酬を受け取ることは禁止されています。

それから、検索・分類ツールを提供することも許されています。つまりこういう業種で資金調達額はこの範囲でというような検索を可能にしておくとか、コミュニケーション・チャンネルを提供するといったことです。コミュニケーション・チャンネルの管理については、前述したような行為規制といえますか、濫用・詐欺的なものは削除しなさいとか、そういったことが定められているということです。

発行者に対してアドバイスを提供することも許されています。例えば募集の仕組みとか、何をしなければいけないのか、条件等についてもアドバイスしてもよいということになっていますし、募集に係る文書の作成の補助をしてもよいということになっています。

それから、FP を参照先として指示した第三者に報酬を支払うことも許されています。これは、恐らく、どこかのホームページから、CF だったらこの FP がいいとして、直接リンクが張ってあり、そこを経由して投資者が飛んできてくれた場合に、そのリンクを張っていたものにそれに応じて報酬を支払うということのようです。

あとは、ブローカー・ディーラーとのやりとりがあった場合に、そこに報酬を支払ったり、あるいはそちらから報酬を受け取ったりということは構わないということです。

広告に関しては、特定の募集要件を FP としての広告に掲載することは認められるけれども、どの案件を選ぶかということは客観的な基準に基づいていなければならないとされています。さらに、特定の募集案件がほかよりいいとか、この案件は安全だというようなことを書くことは、投資推奨

に当たることとなり、禁止されると書かれています。

それから、先ほど出てきましたプラットフォームの利用拒絶、あとは投資申込みの受付ですとか、先ほど出てきました適格の第三者に対する送金の指示等をしなければならないことになっています。

そのほか、コンプライアンス・ポリシーを定めなければならないとか、投資者のプライバシー保護に関する事項を定めなければならないとか、取引の記録を作成して保存しなければならないというようなことが定められています。

以上がFPに対する規制です。

## VI. CFに関するその他の規制

### 1. 証券の転売制限

最後に、CFに関するその他の規制として、証券の転売制限が法令上かけられており、取得日から1年間は売却してはならないとされています。適格投資家への譲渡とか、規制の潜脱にならない範囲のものは認められますが、一般の投資家に自由に譲渡を認めてしまうと、発行登録義務の適用除外としたことが問題になりますので、譲渡制限が課されるということのようです。

### 2. 欠格事由

発行者に関する欠格事由としまして、発行者の取締役、役員あるいは主要株主等が募集の開始前10年間に証券取引に関連して有罪の判決を受けたような場合には、特に詐欺的なことをやっていると、特例の利用が禁止されるということになります。

仲介業者に関する欠格事由としましては、取引所法で定めている一般的な欠格事由に該当する者は仲介業者にはなれないということになっているようです。

以上、やや早口でしたけれども、報告を終えさせていただきます。よろしく願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 松尾先生、ありがとうございます。

ただいまのご報告は、大きく分けると、発行者に対する規制と仲介業者に対する規制に分かれると思います。そこでまず、発行者に対する規制、レジюмеで言いますと1~12ページまでの部分についてご意見やご質問をお願いしたいと思います。

【クラウドファインディングの理念と規制の在り方】

○小出 ご報告、ありがとうございます。すごく勉強になりました。

黒沼先生は2つに分けてとおっしゃいましたが、ちょっと全体に関係してコメントといたしますか、質問をさせていただければと思います。

1つは質問で、2つはそれに関するコメントですが、質問としては、クラウドファンディングに関する新しいルールは、情報開示に関して基本的に緩和したというふうを考えてよいのかということです。

見ていると、クラウドファンディングであっても、相当程度情報開示は要求されているなという印象を受けまして、このフォームCは確かにわかりやすいのかもしれませんが、それでも20ページぐらいは準備しなければいけないということだと思のですが、果たしてこれはクラウドファンディングをやろうとしている者にとって十分に緩和されたというふうに評価されているのかという質問です。

それに関しての1つ目のコメントというか私の感想ですが、話を伺っていると、情報開示に関する規制にせよ、FPに関する規制にせよ、恐らく伝統的な証券の発行ないしはその仲介に対する規制の延長線上にクラウドファンディングの規制を続けているように見えました。ただ、クラウドファンディングについて、果たしてその伝統的な資金調達の延長線上にあるというふうに見るのが妥当かどうかよくわからないのですが、確かに今現実に行われているクラウドファンディングはそういうものが多いと思います。要は、単純に小規模

な証券発行であるというふうに見ていいと思いますが、理念的ないし理想的なクラウドファンディングのモデルというのは、一種の集合知といえますか、発行者と資金調達者が直接リンクされていて、その間には情報の非対称性があまりないとか、あってもそれはインターネット上の集合知などによって緩和されていくというシステムだと思うのですね。そういう理想型を考えますと、情報開示の義務を発行者に対して課して、それで情報の非対称性を緩和しようという考え方は、クラウドファンディングの理想とはちょっとやはりずれているような気がしています。

また、クラウドファンディングで出資をする投資家がこのような詳細な情報を本当に求めているのかということを見ると、こんなものをわざわざ見るか、必要としているかどうかというのはよくわからない部分がありまして、その意味では、米国といえども、クラウドファンディングに対する規制のあり方というものについては、なおまだ整理できていないのではないかというふうに思いました。

2つ目のコメントとして、同じことは、FP に関しても言えるような気がいたします。これはFP を、一種の証券会社とは言いませんが、その延長線上に位置づけようとしている。そこで、一種のゲートキーパーとしての義務を課して役割を期待している。だからこそ、さまざまな厳しい規制を課しているのだと思いますが、恐らくこれも理念的なクラウドファンディングの世界では、FP はただの箱といえますか、情報の通り道にすぎないわけですし、FP にさまざまな情報の非対称性などを緩和するような機能を期待するということは、本来のクラウドファンディングのあり方と違うような気がしています。

そうしますと、FP に対して規制を敷くことの意味というのは、本当はないのかもしれないというふうにも思っています。

最後の2つのコメントは、現状に比して言えば、まだまだ理想論にすぎないと思うのですけれども、ですので、もしもご感想があればと思います

が、そもそもこれは、米国においては規制を緩和したというふうに思われているのでしょうか。教えていただければと思います。

○松尾 規制が緩和されたかという点については、今まで発行登録義務が課されていて、そこでは、例えば会計士の監査を受けた財務書類等を出さなければならないということになっていたのが、一部はそういうことをしなくてよろしいということになったわけですから、緩和されたと言えるかと思います。

ただ、クラウドファンディングについて、どういふものを理想にするかにもよりますけれども、小出先生のおっしゃるような理想からすると随分と違ったものになっているかもしれません。今回の規制はあくまで株式を発行して募集に該当する行為をするのだから、証券規制の対象になりますということで、伝統的な規制の延長上の規制だということは、おっしゃるとおりかと思います。そういうこともあってか、PR が出たときには非常に反対意見も多く、厳し過ぎるという意見も多かったのですけれども、やはり SEC としては、詐欺的なことに濫用されることを非常に恐れているのかなという印象はあります。

この規制の下でクラウドファンディングがうまくいくようになれば、ひょっとするとまた緩和されることもあるのかもしれませんが、全体的なトーンとしては、やはり非常にリスクのあるものに簡単に投資することを認めることになるから、詐欺まがいのものに利用されるおそれも高いという認識があって、今回の規制がぎりぎりの範囲ですというのが SEC の回答なのかなというふうに思います。

【クラウドファンディングにおける「募集」】

○森田 クラウドファンディングの規制緩和をする理由として、今松尾先生は、募集するけれどもおっしゃったのですが、勧誘はするのですか。

○松尾 発行会社が勧誘しているという理解だだと思います。自己募集のような形です。

○森田 自己募集ですかね。

○松尾 FPのところに行きますと、プラットフォームにロードショーと言われる動画がありまして、我々の事業はこういうものですよ、非常に有望ですよとPRするために発行会社がつくった動画をそこに載せているので、発行会社は募集、取得勧誘をしているという理解なのだと思います。

○森田 募集をしているのか、宣伝をしているのか、よくわかりませんね。

○松尾 そうですね、同時だと思えますけれども。

○森田 募集といえば、例えば何人以上といった要件があったでしょう。この場合は、そういう人数要件は全然……。

○松尾 インターネットですから、載せた瞬間に不特定多数が対象となりますので、人数制限が効かないということかと思えます。

○森田 そういう意味では、募集の概念から外れられないのですか。

○松尾 外れられなかったということです。

【クラウドファンディングの類型】

○龍田 以前に伺ったところによりますと、クラウドファンディングによって調達するのは事業資金だけに限らず、緑化地帯の増加に必要な資金を集めるような場合も含めて、広くクラウドファンディングが利用できるということではなかったかと思えます。本日のご報告は、SECが規制しようという分野ですから、事業資金の調達に限るわけですね。事業資金の調達以外の場合でも、不正に対処するための規制は必要でしょうね。ご報告の範囲からは外れますが、規制当局が連携して対処するような仕組みがあるのかどうか、お教えいただけますと幸いです。

もう一つは、幾つかプラットフォームがあるというお話を伺ったときに、エクイティ型とそうでないものがあるということでした。債務証券の募集などはエクイティ型ではありませんが、事業資金の調達という点では共通しますね。その中でエクイティ型を分ける理由は何かあるのでしょうか。債務証券の場合でも、発行体が倒産すれば投

資者はやはり損害を受けますね。エクイティ型とくに区別するのはなぜでしょうか。

○松尾 まず、後者のご質問ですけれども、エクイティ型というのは、ちょっと不正確なところもありまして、区別する上では、ドネーション（寄附型）、投資先企業の商品等が得られるリワード型、それから、レンディング型と呼ばれる貸し付けるタイプ、それ以外の、持分ですとか証券発行を伴うエクイティ型というふうに分けられているようです。ですので、債務証券は、恐らく本来は、証券発行型ということでエクイティ型に入れて……。

○龍田 そちらに入るのでですね。

○松尾 はい。債務証券であっても、スタートアップ企業ですので、エクイティへの転換権がついたようなものが多いということもありまして、恐らく分類の上ではエクイティ型になるのではないかと思います。

また、おっしゃるように、詐欺のリスクは全類型共通のものでありますので、本来はそういうのは、日本で言えば、消費者保護の問題として横断的に規制してしかるべきものだと思います。SECが規制の対象としたのは証券に該当するものだけということとして、見た限りでは、省庁横断的といいますか、そのような取組みがされているというようなことはないようです。消費者保護という観点からは、恐らく全て同じ扱いにすべきではないかと思いますけれども。

○龍田 ありがとうございます。

【発行会社の調達可能金額に上限を設ける意味】

○前田 発行登録義務を適用除外とする見返りとして、投資上限額が設けられているというお話がありました。これは恐らくクラウドファンディングでは、投資者はインターネットを通じて安易に投資判断をしてしまいやすい、主にそういう危険から、金額に上限を設けることで投資者を保護しようという考え方によるのだと思います。そうしますと、投資者1人当たりの投資額を制限しておけば十分なような気がするのですね。しかも、

複数の投資をする場合でも全部合算してというお話でした。それに加えて、さらに発行会社にとっての資金調達額総額についてまで制限を設けるとするのは、どういう考え方に基づいているのでしょうか。

○松尾 これは恐らく、それだけ大規模な資金を調達するのならば、正規の発行登録義務を負うべきだということかと思えます。費用対効果の面からも、たくさん調達できるのだから、それなりの費用を支払ってもいいでしょうという考え方かと思えます。逆に言うと、発行登録義務が免除されるのは、調達額が少ないから、費用対効果で見ると釣り合わないおそれがあるから、軽くしてあげようということなのかというふうに理解しております。

○前田 ありがとうございます。

【我が国のクラウドファンディング規制との比較】

○洲崎 私は、昨年9月に日本のクラウドファンディングについて報告したのですが、本日のご報告を拝聴し、米国のクラウドファンディング規制は日本法とは随分違うなというイメージを持ちました。

日本法では開示規制の緩和は基本的に行われなかったと思いますが、クラウドファンディングで集める資金は有価証券届出書の対象となる1億円には満たないだろうということが恐らく想定されていたのかなと思います。だから、開示規制を緩和する必要は特にないと考えられたのかなと。これに対して、米国の場合は、100万ドルとか500万ドルという基準は一応あるけれども、不特定多数の者に対する勧誘・広告をすると発行登録が必要になるので、開示規制を特に緩和する必要があった、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○松尾 100万ドルを超えない、あるいは500万ドルを超えない場合には、連邦証券法の正規の規制はかからないのですけれども、州法の規制がかかるとか、募集回状を作成、交付しなければならないとか、そういうものがあって、もちろんこれらの例外規定を利用してやっていた例もあるの

で、できないわけではないのですけれども、なお負担が重いという理解だったのだと思います。

ただ、出てきたクラウドファンディング規制を見ると、どちらが重いのかというのは、正直、一概に言えないと思うのですけれども。

○洲崎 日本では、発行開示規制は原則としてかからないけれども、かわりに業者にデューデリジェンスのようなものを課して業者に審査させるというルールになりましたが、そういうところが米国とは違うのかなという感じがしますね。

○松尾 あと、日本は継続開示義務を結局設けなかったもので、その点、米国は……。

○洲崎 そこは違いますね。日本の場合は、会社の株主になるのだから、会社法の規定に基づいて事業報告等が送られるだろうと考えられたのかなと思います。

【投資家へのリターン】

○森田 投資家の皆さんは、見返りはどういう形で得られるのですか。

○松尾 まだそれほど例はないみたいですが、他社に買収されたケースがあるようです。IPOの例はないと思うのですけれども、いわゆるイグジットですね、投資回収に成功した例もあるようでして、そうすると投資額の数倍とか、かなりの倍率のリターンが得られるようです。

○森田 ベンチャーの初期の段階で投資している人のメリットが得られるかもしれないと思っているのですか。

○松尾 はい。

○森田 成熟期と違うから、リスクはより大きいですね。

○松尾 そうですね。ですから投資額全額を失うリスクがあるとか、簡単に投資回収できないといったことを周知徹底せよということかと思えます。

○森田 そうすると、パチンコに行くような気持ちで買ってもらうというか(笑)、それぐらいの軽い気持ちのものなのですかね。

○松尾 金額の上限からしてどうなのかわかり

ませんが、森田先生なら、パチンコにこれぐらい使われるのかもしれませんが。（笑）

○久保 大体スタートアップのどの時期でこういうものを使うのが多いかということはおわかりですか。

○松尾 かなり早い段階、いわゆるシードと言われる段階で、エンジェル投資家が出てくる前ぐらいですね。今までだと、友人とか家族とか、そういったところに頼っていたようなものを、そこは「死の谷」と言われるらしくて、その調達がうまくいくかいかないかで随分違うらしいのですが、主にそこを補完するものとしてクラウドファンディングが位置づけられているようではありません。ただ、実際にそのように機能しているかどうかというのはまだちょっと……。

○久保 エンジェルよりも前となると、かなり早い時期ですよ。

○松尾 そうですね。まだ何ともわからない、海のものとも山のものとも……。

○久保 そんなところに素人さんが入っていくのですかという感じがしなくもないのですが。

○森田 でも、世の中の人には宝くじでも買いますからね。（笑）

○小出 もともとクラウドファンディングというものは、友達の代わりなのですね。ですから、投資というよりは、応援をするというような気持ちでお金を出すというものなのだと思います。なので、投資の回収とかはあまり考えなくてもいいというのが理念なのですが、ただ、現実はなかなかそうは使われていないようですが、見返りということをそれほど考えていない、応援のつもりでお金を出しているというのがもともとのモデルだと思います。

○松尾 別の研究会でEUの状況を調べまして、そのときの調査結果を見ますと、投資家は、案外シビアに投資案件として見ているという調査結果も出ていました。それ以前に全然コネクションがなかった投資先に対して投資する際に、何を見て投資先を選んだかということ、事業計画を見ました、

あるいは経営陣の経営能力を見ましたというような調査結果が出ていたりしまして、必ずしも応援の気持ちでとかではなく、投資したら返ってこない可能性があるというのはわかっているけれども、ある程度は投資商品としてシビアに見ているところもあるようでした。

そのあたりのデータが米国のほうでもとれるとよかったです。今のところ入手できませんので、投資家が主にどういう目的で投資しているのかというようなことは今後調べてみたいと思います。

【投資制限額を超えて投資した場合の効果】

○行澤 まず、細かい点をお聞きしたいのですが、投資制限額を超えた場合の私法上の効果についてです。本当はそこまで投資できないのに、資産とか収入に比べて過大な投資をしてしまったが発行者もそれを知らないし、FPも特に合理的に疑うべきこともなかったというような状況で、後で実はそれは投資制限額を超える過大な投資になってしまっていたという場合、それは特に私法的な効果が生じるということはないのですか。

○松尾 そういうことは特に書かれていませんでした。

○行澤 つまり、過大な投資をして、後で投資が失敗したところ、実は過大な投資だったということで、特に何か救済を与えるという話では全くないのですよね。

○松尾 そのようですね。

○行澤 ただ、そのときに、FPが合理的な疑いがあるのに確認しなかったということになると、それは確認義務違反ということで、FPの私法上の責任というのは生じ得ますか。

○松尾 投資家に対する責任ですか。どうでしょうね、投資家自身は超えていることはわかっているはずなので……。

○行澤 わかっていなくても、不注意とか、ちょっと調べたけれども考え方が間違っていたという場合ですね。

○松尾 ちょっと難しいのではないのでしょうか。

○行澤 なるほど、難しいですかね。

【仲介業者の調査義務等】

○行澤 もう一点。FPが詐欺を抑止するための一つの大きな働きを持っているというのはそのとおりだと思いますが、今お聞きしている限りでは、FPは、一応表明されたことについては信頼できるということですね。例えば投資家になろうとする者の表明したこと、あるいは発行者の開示情報とかについても一応信頼できる。ただ、レッドフラッグといいますか、疑うべきことがあった場合には積極的な調査に乗り出せ、という構造のようですがそういう理解でよろしいでしょうか。

○松尾 そうですね。ただ、例えばどういう履歴を持った経営者であるかとか、証券規制違反歴がないかというようなことは、疑うべき事実の有無にかかわらずやらなければならないことになっていますので、全く言ってきたことを信頼してよいということでもないと思います。

○行澤 なるほど。その点に関して日本の場合と比べてみると、先ほど洲崎先生が指摘されたところですが、なぜアメリカではデューデリジェンスという考え方がとられなかったのかなということをお伺いしたいと存じます。日本におけるデューデリジェンスの適用については、表記されたもの自体についての調査義務があるということで、今ご教示いただいた米国のFPに関する責任の在り方とどのように違いが出てくるのでしょうか。

日本と米国の法規制を比較してどちらが軽いか重いかは簡単に言えないと思うのですが、詐欺防止という点でどこまで仲介業者に防波堤の役目を期待するかという点で違いがあるのかなと思ったものですかからお伺いするような次第です。

○松尾 日本のデューデリジェンスというのがどのぐらいのことまでやらないといけないのかというのも、ちょっとまだ十分に把握しておりませんので難しいところもありますけれども、米国は、基本的にはFPは勧誘しない存在で、先ほど小

出先生がおっしゃったように、本来は無色透明のはずなのですね。ですから、デューデリジェンスなどもしなくてよいということかと思えます。財務情報の正確性については、会計士のレビュー等、担保するものを別途やりましょうと。

ただ、詐欺を働いたような人がもう一回利用しているといったことはないようにしなければならないということと、コミュニケーション・チャネルの投資家間のやりとりで不適切なものは削除しなければならないとされているのは、日本にはない義務かと思えます。日本はどうなのでしょう。投資者が書き込んだりしたものの正確性ということ、仲介業者自身が発信した情報とされ、それがミスリーディングだったりすると民事責任等が発生するのかなというのは、ちょっとわからないのですけれども。

そういうことで、別に財務情報等については信頼性を担保する措置をとりつつ、基本的には、FPは関与もしないし、単に発行者からの情報を流すだけですというスタンスなのだと思います。

○行澤 わかりました。

【発行者の継続開示義務】

○飯田 継続開示義務のところについて伺いたいですけれども、クラウドファンディングで発行された株式については、1年間は転売もできないというわけですから、流通市場が基本的にはない世界だと思うのですけれども、そうだとすると、米国における継続開示規制の、基本的に流通市場があるから継続開示義務を課すという発想とは大きく異なっているという理解でよろしいですか。

○松尾 そうですね。継続開示があっても、その情報をもとに投資家が何をできますか、できることは限られますねということもあるかと思えます。結局これは、詐欺ではなかったということを事後的に確認する、実際に事業にお金が使われていますということを確認することぐらいしかできないのではないかと思います。流通市場のための情報開示ということではないので、そういう意味では従来と大きく趣旨が違うというのはご指摘の

とおりにかと思えます。

○洲崎 米国では、やはり州会社法に任せておく心配なので（笑）、証券規制のほうで継続開示を課したのかなど。想像ですけれども。

○飯田 そうだとすると、継続開示義務の消滅のところの要件についての理解が難しく、例えば証券保有者が300名未満となった場合というときが一つの例だと思うのですが、これが例えば証券保有者200名ですというときには、一回は報告しなければいけないけれども、その後は何もしなくてよいという条文に読めるのですが、そういうことですよね。

○松尾 そうなると思うのですけれども。200名の場合は、1回目は出さないといけないということだと思います。

○飯田 けれども、1回出せばその後は何もしなくていいということですから、集めたお金による事業について、とりあえず1年間は報告するけれども、その後は何もわからないという世界が待っているという話ですね。

○松尾 そうですね。

○飯田 また、総資産額が1,000万ドルを超えていない場合は3回出さないといけないことになっているのですが、3回と1回に分かれていることには何か意味があるのか、よくわかりません。もしご存じであったら教えてください。

○松尾 リリースのほうでもあまり説明は見つからないのですが、継続開示義務を課す意味は、詐欺の防止にあるのかなと思いますので、1回出さないといけないとなると、おっしゃったように、1年分は何となく事業をやっているようには見せかけないといけないわけですね。3回出させるということは、3年は事業をしている外観を継続する必要があります。1,000万ドルを超えていない場合にはすぐに継続開示義務が消滅することになりますと、投資したけれども失敗してしまいましたと説明して、実際には投資された資金を持ち逃げするということが可能になってしまうわけですね。なので、そういうタイプの詐欺的なものを防止するには、3回は出させましようとい

うことかと思えます。その間に何かおかしいことがあれば、手おくれかもしれませんが、詐欺的なものとして別途救済を考えましようということなのかと思えますが、かなり憶測が入っていますので、正確ではないかもしれません。

【クラウドファンディング特例を利用できない者】

○黒沼 二、三質問させていただきたいのですが、第1は、クラウドファンディング特例を利用できない発行者についてSEC規則に委任がされていて、SEC規則では、具体的なビジネスプランを持っていない者というのが挙がっています。これは、SECがクラウドファンディングを認めるかどうか、発行者について実質審査をするということの意味しているのでしょうか。そうすると、従来の考え方とかなり違ってくる。いわゆるメリットレギュレーションになっているというようにも思うのですが、この点について何か議論、あるいは松尾先生のご意見があったら伺いたいと思います。

○松尾 おっしゃった点は、SECも随分ナーバスにリリースの中で書いていまして、実質審査をするということにはならないように、全くアイデアがないような状態の発行者の利用を認めないという趣旨であると説明しています。ですから、何かしらビジネスプランでもアイデアでもあればいいということになるかと思えます。一見しただけで何をやるかわからないようなところは、そもそもクラウドファンディングの趣旨（プロジェクトにお金を出しましようというのが本来の趣旨）に合わないから、そういうところには利用させないということかと思えます。例えばアイデアの実現可能性ですとか、そういうのは問われません。SECの立場としては、実質審査するものではないと説明しています。ビジネスプランというのは広い概念で、何かしらあればいいというようなことがリリースには書かれておりました。

【発行者の民事責任】

○黒沼 第2点は、民事責任の規定なのですが、

ちよっとこの民事責任の証券法4A条(c)項を読んでもよくわからないところがあるのですけれども、発行開示については、フォームCを出させるけれども、それについては証券法11条の責任は発生しないということを言っていると理解しているのか。それから、継続開示については、証券法4A条(c)項で何か適用される場面があるのかどうかがよくわからないので、教えていただければと思います。

また、継続開示については、法定の他の民事責任規定は適用されないかもしれませんが、SEC規則10b-5は適用されるというふうに考えてよろしいのでしょうか。

以上、教えてください。

○松尾 フォームCについて証券法11条の責任が発生しないというのは、おっしゃる通りだと思います。

あと、継続開示は、記憶にある限りでは特に議論されていなかったのですが、どこかで規則10b-5が出てきたように思いますので、その適用はあるということではないかと思います(報告者注:PRおよびリリースをチェックしましたが、規則10b-5の適用について書かれたものは見つけれませんでした)。

○黒沼 そうすると、証券法4A条(c)項は継続開示には適用されない、発行開示の文脈についてのみ適用される規定だというふうに理解したほうがよろしいのですかね。

○松尾 ではないかと理解しておりました。

○黒沼 わかりました。ありがとうございます。

【仲介業者の報酬と顧客資産の管理】

○川口 全然違う話ですけれども、仲介業者であるFPの利益というのはどこから来るのでしょうか。まず、発行会社がFPに情報を載せてもらうときに手数料を得るということになるのか。あるいは、売買が成立したら投資家のほうから手数料が支払われるのでしょうか。そこでは、日本でいうと媒介にあたる業務を行っているように思えますので、利益というか手数料というのは一体どの

ようになっているのでしょうか。

もう一つは、仲介業者としては、投資家との売買に関して、お金を扱わないのですね。ご報告では、仲介業者に口座を開設するといった文言がたくさん出てくるのですけれども、その際のお金の管理はどのようにになっているのでしょうか。

○松尾 まず、手数料ですけれども、多くは成功報酬のような形がとられ、調達に成功した金額の何%かを発行者から得ているものがほとんどかだと思います。一部、投資家からも手数料を取るものもあるようですけれども、ほとんどは成功報酬で発行者から取っているようです。

それから、顧客の資産ですけれども、仲介業者のうちブローカー・ディーラーとして登録した者は、一般の証券会社と同じように、顧客の資産を受け入れます。FPは、預託を受けてはならないということになっておりますので、その場合の口座というのは、確かに何かよくわからないところもありますけれども、要するにその申込みを受け付けて、あるいは申込みをキャンセルしましたとか、そういう情報のやりとりのためだけの口座ということになるかなと思います。FPを通じて募集案件に申し込むためだけの口座というか、アカウントかなというふうに思います。

FPの場合は、第三者に決済は委ねていますので、投資家にはそちらに送金するよう指示し、証券もその第三者を通じて受渡しがされるということのようです。

○川口 日本では、投資者保護基金への加入問題が議論になったのですが、米国では問題にならないということでしょうかね。

○松尾 FPについては、ならないということではないかと思います。

○川口 わかりました。

【オール・オア・ナッシング方式を義務づける意義】

○石田 オール・オア・ナッシングのお話がありましたけれども、これは単に応募して集まった分が手取り金になる、そうではなくて、到達しな

ければ、もう全てがなくなるということですね。これはどういう理由なのですか。プロジェクトに対応した資金調達方法だから、それに見合った金額が集まらない限りは資金調達として認めないと。かなり厳しいような気がするのですが、それでも。

○松尾 おっしゃるとおりですけれども、これも詐欺防止の一環というふうに説明されます。こういうビジネスプランだから5万ドル必要ですと言っているのに、3万ドルしか集まらなかったらその事業はできないのに、3万ドルでいいからお金が欲しいというのはどういうことかとなります。5万ドル出してくれるよう投資家を説得できるようなものでないと認められないということにしておいたほうが、一部だまされた人だけが投資した資金をまきあげられるということはないでしょうと、そういう判断なのだと思います。

○石田 別の方法で追加して資金調達をして、継ぎ足していけば、プロジェクトは完遂できそうな、必要な資金が集まりそうな気がするのですが、一度で集めないとだめだということで、厳しいルールだなと思いました。

○松尾 日本もEUも、調べた限りでは、オール・オア・ナッシング方式をとっている場合はその旨を開示しなさいというルールはありますけれども、オール・オア・ナッシング方式でないといけないというルールは米国だけではないかと思います。

○石田 ありがとうございます。

○船津 今の点ですが、私が別の方から聞いたお話では、まさに小出先生の考え方になるのか、松尾先生の考え方になるのかということだと思いますが、松尾先生は詐欺防止で説明されたのですが、小出先生的な考え方からすると、集合知を集めて、投票して、まともにいきそうなやつだけを選別するというのがオール・オア・ナッシング規制にあるのだというふうな説明を少なくとも当初はしていたということを知っています。考え方は両方あるとは思いますが、

○伊藤 今の2つは、結局は同じになると思

います。集合知云々の話からして、特別の規制緩和を許しているのであると。そして、そのような理由によって規制緩和が許されている以上、集合知による投票の結果十分な支持を集められなかったものについては資金調達を許さないと。そのようなルールは、一貫しているし、詐欺防止のやり方として簡易でいいと思います。

【投資家間のコミュニケーションの効用】

○森田 時代遅れの人間からの質問ですが、この場合に、皆書込みをして、お互いに情報交換して、従来、発行会社側からの情報とか仲介業者からの情報で投資家は判断していたのですが、ディスカッションというか、民主主義というか、投資者のほうからの議論が証券の募集の中に入ってきて、ある種の機能を果たすというようなことがある程度評価されているのですか。

○松尾 実証研究のようなものもぼちぼち出てきているのですが、一応それなりに機能していると評価するものが多いと思います。いわゆる専門的な知識を持っていない投資家であっても、集合知という形をとると、それなりの選別機能を発揮して、プロが投資した案件とクラウドファンディングを通じて投資した案件を比べたときに、必ずしもクラウドファンディングのほうのリターンが低いというようなことはなかったというような結果が出ています。むしろプロと同じような形で選別できているというような結果も出ておりますので、そういう意味では、おっしゃるよう

に投資家間の議論、ディスカッションをある程度信頼できるという判断があったのかと思います。

○森田 だから、要件としては、プラットフォームのところでオープンに書込みができるということが必須の条件になっているわけですね。

○松尾 そうですね。
○森田 ただ、行き過ぎたときは消せるということですか。
○松尾 濫用とか詐欺的な場合には……。
○森田 それの判断は難しいね。
○洲崎 日本のクラウドファンディング規制に

おける仲介業者の役割と米国の仲介業者の役割が全然違うので驚いているのですけれども、米国では、そもそも自己勧誘、自己募集が中心で、それをサポートするのがFPの役割であるということですね。しかも、投資勧誘プラス投資家間のコミュニケーションによって情報を共有し投資を促すということで、日本では全く考えられていなかったような話が米国では進んでいるのかなと思いました。ただ、コミュニケーションに参加する人が、ステルスマーケティング的なことをすると、つまり発行者の関係者が一般投資家を装って発行者を応援するようなことを書いたりすると、まずいんですね。それを防止するような仕組みができていのかどうかがよくわからなかったのですが。

○森田 ディスクロージャーさせるのですかね。

○洲崎 正直にディスクローズすればいいのですが、一般の投資家ですと名乗って、実は関係者が書き込んでいる場合が問題ですね。

○川口 何か登録してとかではなくて、全くの匿名なのですか。

○松尾 そうですね、少なくとも実名であるということは確認できないと思います。申し込むときは当然本人確認はしますが、書き込む段階では……。ただ、ネットの人たちはそういう変な人を特定するのも得意ですので……。 (笑)

○洲崎 そういうこともあり得るということを知った上で、こういう情報をうまく使うということが最近のネット社会なのかもしれません。

○松尾 まさにそれも集合知の一部なのだと思います。

○久保 ただ、レジュメの15~16ページにありましたけれども、仲介業者は書込みをする人が報酬をもらっているかどうかということについて、コミュニケーションする際に報酬を得ていることを明示することを確保する合理的な措置を講じないといけないというようなことがありますよね。集合知であぶり出せばいいですというのは、多分合理的な措置にはならないかと思うので、具体的には、仲介業者はということをやらなければいけないのか。例えばチェックボックスみたい

なものを入れて、チェックボックスで「私は報酬を得ていません」みたいなことを入れるというようなことでいいのですか。

○松尾 そのぐらいのことしかやっていないと思います。もちろん、会社関係者はある程度はわかるでしょうから、そのチェックはやっているかもしれませんが。ただ、別のアカウントとか、そういう形でやられるとわからないかもしれませんけれども……。

【投資をプロモートする者の意義】

○黒沼 実質的にもう議論は移っていますけれども、どうぞ仲介業者に対する規制も含めてご発言ください。

○船津 よくわからない存在としてプロモーターというのがあるのですが、確認させていただきたいのですが、広告自体をするコミュニケーション・チャンネル外での広告のようなものは、発行者以外は——発行者自体もできないのでしたっけ。

○松尾 そうですね。墓石広告しかできない。

○船津 いわんやプロモーターもできないということでもいいですよ。

○松尾 そうです。

○船津 その場合に、集合知という話の理念で突き進んでいくと、プロモーターといった人たちに、有料・有償で書き込ませる必要は全くないような気がするのです。それなのに手数料を開示すれば書き込んでいいというふうになっているのはなぜなのかというのがよくわからないところです。プロモーターというのは一体どういう人であることを想定しているのか。それこそ専門のエージェントのような人を想定しているのか、あるいは一般的に創業者に近い人たちがお金をもらって書き込んでいる、そういう人たちを捕捉する概念として使われているのか。そういった規制の対応によって、プロモーターが書き込んでいいよという規律が理論的に説明できるのか、あるいは何か政治的なものなのかというのがよくわからないのですが、いかがでしょうか。

○松尾 プロモーターの適切な訳語が見つからなかったのですが、少なくとも業者的なものが想定されているわけではなくて、勧誘した人は全てプロモートしたことになり、この規制の対象になります。したがって、友人なども含まれるかと思えます。専業でやっている人ももちろんいるかもしれませんが、そういう人には限られないということです。

確かに報酬をもらった人は一切書き込んでほめというルールもあり得たのかもしれませんが、お金をもらって書いていますということを開示しさえすれば、有益な情報の提供者にもなり得るという理解なのかもしれませんね。でも、見る限り、あまり書込みはないのですね。(笑)機能しているとは……。

EUのほうの調査結果を見ると、あまり他人の書込みは信頼していないということもあって、本当にどこまで集合知が形成されていると言えるのか疑問もあります。もちろん、コミュニケーションがあるケースもありますし、ピア・ツー・ピアでの貸付けですとか、マイクロファイナンスなどのほうでは優良な貸付先を選別するために投資家間のコミュニケーションが機能しているという研究結果もあります。しかし、証券発行型のクラウドファンディングについては、どこまでコミュニケーション・チャンネルが機能しているかというのはまだちょっとわからないところもあります。そういうこともあって、一切禁止はせずに、お金をもらっていますということさえ開示すれば、書き込んでもよろしいということにしたのかなと思います。これも推測ですけども。

○川口 日本の場合、発行者などから対価を受けて、投資判断に関する意見を新聞や雑誌に掲載するには、対価を受けていることを表示しなければならないという規制がありますね(金融商品取引法(以下「金商法」という)169条)。そこでは、特定の投資物件について意見を述べることは許されるけれども、そのときに報酬をもらっているときは開示しなさいというやり方をしているわけですね。先ほどのことは、これとよく似たやり方

なのかなという気がします。報酬をもらっていたら意見の表示を禁止するというのではなくて、もらっていたらそのことを書きなさいという方法は、あり得るということですね。

【コミュニケーション・チャンネルへの書込みの制限】

○久保 18ページに、口座を開設した人がコミュニケーション・チャンネルにコメントを投稿することを制限しなければならないというふうにしていて、これはバイアスがかかるからだというお話だったのですが、口座を開設した者というのは、例えば仲介業者のところにアカウントを持っていたら、そのアカウントを持っている人は仲介業者のところに乗っかっている案件については全てコメントを書き込むことはできませんという趣旨なのか、あるいは、登録するときはこれを入力してくださいねというIDを持っているけれども、コミットしていない案件には書き込むことができるという趣旨なのか、どちらなのでしょう。

というのは、もし、単にアカウントを持っていたらもう何も書き込めませんというと、業者が大きくなれば大きくなるほど集合知を生かせなくなるという問題が出てきますね。そうすると、バイアスがかかるからといっても、まだ投資にコミットしていない段階ではバイアスはかからないだろうという気がします。口座を開設しているというのは、先ほど川口先生からもたしかお話があったと思いますけれども、どういう状態を指しているのですか。

○松尾 ちょっと不注意で読みとばしてしまいましたが、リリースで説明されていたのは、その投資に申し込んだ人はバイアスがかかるという説明だったので、恐らく特定の案件に申込みをした場合が想定されているのだと思います。もっとも、おっしゃるように文言は「口座の開設」なので、ほかの投資案件に投資するために口座を持っているような人も含まれてくる可能性もあります。これはまた後日、確認をさせていただいて、そちらで補足させていただきます。

趣旨としては、ある案件に投資することを申し込んだ人を排除するという趣旨であったように記憶しています。

(報告者注:この部分はレギュレーションCF規則303(c)(3)を完全に読み違えておりました。正しくは、仲介業者は、その業者に口座を開設した投資家のみがコミュニケーション・チャンネルに書き込めるものとしなければならないということです。口座を開設していない者にも書き込みを認めるとステルスマーケティングのようなものが増えるという判断のようです。お詫びして訂正させていただきます。)

【フォームCにおける不実開示の責任】

○黒沼 ほかにどの点でも構いませんので、いかがでしょうか。

○行澤 発行者の情報開示規制でRISK FACTORSというのがありまして、添付していただいたフォームCの資料の8ページでご紹介いただいているのもわかりやすいのですが、先ほどのお話のとおり規則10b-5の適用があるということを前提にして伺いたいと存じます。例えば非常に重要なリスクファクターを議論の中で意図的に落としている場合というのは、本来、重要な事実の不実開示責任が問われるケースだろうと思うのですが、「全てのことについて自分で調査したことのみ信頼しなければならない」という文言がわざわざ置かれてありまして、どうも今のご議論を伺っている限りでは、リスクの説明というのは参考の資料というか参考の情報にすぎないというような印象です。つまり、たとえRISK FACTORSに関する説明部分に重要な事実が意図的に落とされていたとしても、それは投資しようと思う者の文字どおり自己責任でやらないといけないというようなことになるのでしょうか。

○松尾 レジュメの8ページの真ん中あたり、発行者の情報開示義務のところ、レギュレーションCFは、開示した情報がミスリーディングなものにならないようにするために必要となる重要な情報も書くことを要求している、おっしゃっ

たような状態ではないとは思いますが。

○行澤 なるほど。投資に必要な基本的な情報については、当然そのことをよくわかっているべきだということが一応制度の前提にはあるのだけれども、しかし意図的に重要なリスク要因を落としたようなときには、場合によっては規則10b-5等が適用されることもあり得るということですね。

○松尾 そうだと思います。

○行澤 わかりました。

【会計士による監査とレビュー】

○岸田 8ページと9ページに書いていますレビューと監査について、大分区別していると思うのですが、その区別がどうなっているのか、ご存じだったら教えてほしいのですが、日本の場合にはきちんと監査省令で区別しますが、米国についてはよく知らない、もしご存じだったら教えてください。

○松尾 具体的にどう違うかはわかりません。ただ、お配りした資料を見ていただくとかなり費用が違うので、作業量としては随分違うのだらうと思います。表がついているほうを見ていただきますと、費用で言うと5倍から10倍ぐらいは違うとされているので、レビューというのはそのぐらいのものだというふうに認識しております。

【複数のプラットフォームの利用禁止と投資額上限規制のエンフォースメント】

○加藤 プラットフォームと発行者の関係について質問いたします。レジュメの4ページで、1回の募集については1つのプラットフォームしか使っていけないという規定になっているのですが、例えば1回募集をして3か月後にまた募集をするというときに、別のプラットフォームを使用することは妨げられるのでしょうか。すなわち、規定の意味は、同時に2個以上のプラットフォームを使っちゃいけないということなのかということです。あと、17ページでご指摘いただいた投資額の制限の遵守のところ、将来つくられるであろう投資者情報を集約したデータというのは、

自主規制機関などがつくることが想定されているという理解でよいでしょうか。あわせて2点についてお答えいただければと思います。

○松尾 まず、後者の点については、そのとおりだと思います。こういうデータベースをつくって管理するのは自主規制機関ということが想定されているようです。

前者についても、おっしゃるように一つの募集について設定された募集期間中に複数の仲介業者を使ってはならないということで、1回の募集期間が終了して、その後別の募集を行うときには、違う仲介業者を使うということは可能なのだと思います。

趣旨からしても、募集についてはできるだけ集合知を集約させたいので、分散させるよりも、一つの仲介業者のところにまとめて書込み等をさせたほうがいだろうと、そういう趣旨かだと思います。

○小出 今の点に関連して質問ですが、プラットフォーム外のコミュニケーションを認めてはならないということらしいのですが、これはしかし、投資家が勝手にやる分にはとめられないということでしょうか。例えば2ちゃんねる的なものに書込みをしても（笑）、それはもう含まれないということなのでしょうか。

○松尾 そうなるかだと思います。これに関しては、仲介業者がローンチパーティーを開きたいとか、事業者が直接投資家にアピールする場を設けたいとか、そういうことが意見としては出ていたのですが、そういうのも認めないということでしたので、投資家が別のところに書いてしまうというのは、ちょっととめようがないのかなと思います。

○加藤 関連するのですが、例えばプラットフォームと発行者の関係というのは1回限りなのか、それとも継続的な関係が想定されているのでしょうか。ただ今の小出先生のご質問と関連するのですが、募集期間中に発行者と投資家の間でコミュニケーションをすることが趣旨に反するというのは、恐らくSECのルールの話だと思うのですけれど

ども、例えば募集が終わった後に投資家を集めて何かパーティーを開くといったこともやってはいけないということでしょうか。つまり、その後、同じプラットフォームで募集をすることを想定した上で投資家とのコミュニケーションをとっておきたいという行動も規律されるのかということですか。

○松尾 あまり考えていませんでしたが、一応1回限りの関係で、継続開示義務にも基本的には仲介業者は関与しないということなのですからけれども、何回か同じところを利用している例もないわけではないので、そうすると、おっしゃったような問題はあり得るかと思います。禁止されているのは特定の募集に関連してコミュニケーションをとることなので、既に投資してもらった人との間のコミュニケーションというのは、特に制限はされないのだらうとは思いますが。

【クラウドファンディングと金商法上の「募集」】

○黒沼 ほかはいかがでしょうか。

○伊藤 全体的な規制の話ですけれども、クラウドファンディングに金商法で規制をかけるというこの話が、私はずっとわかりにくいなと思っていました。というのは、クラウドファンディングはITとともに自生的に発達してきたやり方で、金商法の規制対象とは必ずしも重ならないからです。金商法の規制として考えていくのであれば、クラウドファンディングについても、金商法の規制対象の色を帯びたものについて規制をかけていこうという話になりますので、要は、証券の募集に当たるものを規制しましょうという関係なのかと思うのです。

それで、先ほど、金商法で規制をするのは事業資金の調達なのでは、といった話が出てきたのですが、正確には、証券の募集に当たるものに金商法が規制をかける。ただ、証券の募集ということは、通常は事業資金の調達なのだろう、という関係なのかということを確認したいです。

それから、クラウドファンディングの中でも金商法の規制対象の色彩を帯びるものについてだけ

規制をしようとか、その金商法の規制を緩和しましょうという話なのであれば、クラウドファンディング規制の内容というのは、あくまで既存の金商法規制をスタートにして、それをどこまでどう緩和するかということを考えざるを得ないと思います。

しかも、米国の場合、日本とは仲介業者の役割が全然違うというところからもわかるように、かなりクラウドファンディングの理念型には配慮していると思います。金商法の規制がクラウドファンディングの理念型には最後まで寄り添えないとしても、もうそれはしょうがないといえますか、なぜなら、クラウドファンディングの理念型を本当に追求したいのだったら、ドネーションであるとか、証券の募集に該当しない形でやればいいのですよね。今申し上げたような理解が間違っているかどうかを確認させていただければと思います。

○松尾 クラウドファンディング規制というふうにくくってしまったので、ちょっと問題があったかと思いますが、あくまで証券、投資契約に該当するようなものを利用して資金調達する場合は対象ですので、寄附型ですとか貸付型というのは今日の報告の規制対象には入ってきません。

一方で、事業資金に限らず、自然環境に優しい何かをつくってしまおうとか、そういうものであっても、何かリターンを約束していれば、規制の対象になります。共同事業の要件などが問題になるかとは思いますが、です。証券の募集に該当するものだけが金商法的規制の対象になります。だからこそ、どうしてもほかの証券の発行の場合と比較して外せないといえますか変えられない部分があるので、クラウドファンディングの理念型とは最後まで合わないところがあるというのも、おっしゃるとおりかと思えます。

○黒沼 今の伊藤先生のご発言に関連して、ちょっと伊藤先生のご趣旨とは違うかもしれませんが、日本では、まず募集に当たるかどうかというと、これはやはり人数基準がありますので、募集に当たる場合もある。ただ、少額免除で、1億円を超えないときは有価証券届出書も提出が求めら

れない結果、発行開示が要らないというだけで、形式的には募集に当たるのです。だから、クラウドファンディングが募集に当たる場合もあるし、私募の場合もある。それから、私募の場合であっても、日本では勧誘があるというふうに考えられているのです。プラットフォームの運営者は勧誘をしている。だから、募集の取扱いとか私募の取扱いに当たるので、これは本来は金融商品取引業の登録が必要だと、そういう発想に立っているのだと思います。

本日の話を伺っていて、米国では、発行者についての規制緩和に関しては、やはり募集に当たる場合であっても発行開示を緩和するという点に意味があって、ただ、FP 専業業者については、米国の証券法上、本来なら規制対象にならないというのであれば、規制強化になっていて、なぜそういう規制の強化をしたのかという点にややわかりにくいところがあるように感じました。

○松尾 米国では、FP 自体は勧誘はしていないということになっているので、おっしゃるように、これに対する規制は一体何なのかという問題はあると思います。これもやはり詐欺防止というか、そういうことのために特に規制を課す必要があったということなのかと思えます。

○森田 セーフハーバーではないのですか。だから、それをしなければ大丈夫ですよということだけの話と。

○松尾 そうですね。きわどいことをやると勧誘しているということになるので、安全にやればこの要件を満たささいという意味もあるかと思えます。

○森田 それぐらいの問題でしょうね。

○伊藤 今の黒沼先生のお話を推し進めますと、もうFPの規制の一部はSECの規制権限を超えることになってしまうのではないのでしょうか。そこまで言う人はいないと思いますけど。

○松尾 確かにそうですね。

○黒沼 ただ、本日のお話を聞いていると、米国の勧誘規制ってこんなに狭い概念だったかなという印象も受けて、証券の取得とか買付けの勧誘

をしてはならないと言いながら、実際にはそれに近いことをやっているようにも感じたのですけれども。

○松尾　そうすると、やはりセーフハーバーを設けて、安全にできるようにしてあげたということに意味があるのかもしれませんが、実質勧誘しているけれども、半分目をつぶっているということなのかもしれません。

○黒沼　まだまだ議論は尽きないと思いますけれども、ほぼ時間になりました。もしよろしければ、本日の金融商品取引法研究会を終わりたいと思います。

松尾先生、どうもありがとうございました。

IPO 以外の資金調達手段に関する研究—米国におけるクラウドファンディング規制

2016.5.27
大阪大学 松尾健一

1. 米国(北米)におけるクラウドファンディングの現状

エクイティ型クラウドファンディング(以下、CF)の規模

—2014年北米で約7億8750万ドル(前年比182%)

貸付型(約64億ドル)にくらべると規模はかなり小さいが、スタートアップ企業にとつては重要な資金供給源となっている(なりうる)という認識。

プラットフォームの数—2014年北米で375のプラットフォーム。

世界全体では1250(うちエクイティ型は19%(236))。

2. CFに関する法制度の整備

2.1 JOBS法以前の関連する制度

レギュレーションA(少額免除)

—1年間の募集総額が500万ドルを超えない場合に利用可。簡易な募集届出書(フォーム1-A)の提出義務あり。目論見書に相当する募集回状(Offering Circular)の交付義務あり。

レギュレーションD規則504

—12カ月間の募集総額が100万ドルを超えない場合に登録届出書の提出を免除。不特定多数の者に対する勧誘・広告が禁止される(禁止の適用除外を受けるには州法の規制を遵守することが必要)。

レギュレーションD規則505

—12カ月間の募集総額が500万ドルを超えない場合で、募集に応じて証券を取得するものが適格投資家および35名以下の適格投資家以外の投資家である場合に登録届出書の提出を免除。不特定多数の者に対する勧誘・広告が禁止される。

レギュレーションD規則506

—募集に応じて証券を取得するものが適格投資家および35名以下の洗練された投資家(金融および事業に関する知識・経験を有するもの)である場合に、登録届出書の提出を免除。

*いずれもCFのために用いるのは難しい。

2.2 JOBS法制定後の法整備

2012年4月5日 JOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)成立
同法第3章(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012: CROWDFUND Act)により、証券法(Securities Act of 1933)および証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)を改正。

2013年10月23日 Proposed Rule(以下PR)(SEC Rel.No.33-9470)を公表
—485件の意見が寄せられる。

2015年10月30日 Final Rule(以下、FR)(SEC Rel.No 33-9974(以下、リリースという))公表。一部を除き2016年5月16日施行。

—Regulation Crowdfunding(17 C.F.R.227.以下、レギュレーションCF)の創設。

3 発行登録義務の適用除外—クラウドファンディングの特例

3.1 序

JOBS法302条により証券法4条(a)項(6)を追加

以下のすべての要件を満たす発行者の募集・売出しにかかる取引を証券法5条(発行登録義務)の適用除外に追加

- (A) 発行者が12カ月間に投資家から調達する金額が100万ドルを超えない。
- (B) 発行者が1人の投資家から12カ月間に調達する金額が、
 - (i) 投資家の年収もしくは純資産の額が10万ドル未満の場合には、年収もしくは純資産の5%相当額
 - (ii) 投資家の年収もしくは純資産の額が10万ドル以上の場合には、年収もしくは純資産の10%相当額(10万ドルを超えてはならない)

(C) 証券法4A条(a)項にもとづき登録を受けたブローカーまたは「ファンディング・ポータル」を通じて取引が実行される。

(D) 発行者が証券法4A条(b)項を遵守する。

*以下、証券法4条(a)項(6)の要件を満たす募集をCF特例という。

3.2 資金調達額(募集総額)の制限

PR:証券法4条(a)項(6A)と同じく募集・売出し前の12カ月通算で100万ドルをCF特例の上限とする。

・発行者は、投資家が投資額の上限を超えて投資しようとしていることを知っているのではない限り、投資額の上限を超えて投資しないよう仲介機関が適切な措置を講じるものと信頼してよい（レギュレーション CF Instruction 3 to 100(a)(2)）。

・機関投資家・適格投資家については投資上限を設けない、あるいはより高い上限額を設けることを提案するものもあった。

⇒適格投資家・機関投資家についても同じ投資上限を適用する。CFは多数の者から少額の出資を募るもの。

これらの投資家に対する証券発行については別の適用除外規定を利用できる。

3. 4 仲介業者を通じて取引されること

PR：CF特例を利用する募集にかかる取引は、証券法 4A 条(a)項その他関連する規定を遵守する一つの仲介業者を通じて行われなければならない（かつ、取引は、仲介業者のプラットフォームにおいてのみ行われなければならない（レギュレーション CF 規則 100(a)(3)））。

プラットフォーム：Platform means a program or application accessible via the Internet or other similar electronic communication medium through which a registered broker or a registered funding portal acts as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act.

・1回の募集について複数の仲介業者を利用することも認められるべきとの意見
⇒投資しようとする多数の者が同じ情報を共有し、英知を結集することが望ましい。複数の仲介業者の利用を認めると資金調達額の上限規制を潜脱しやすくなる。

・プラットフォーム（インターネット）を通じたコミュニケーション以外にも認められるべきとの意見

→発行者と投資家が個別に面会することを認めてはどうか
→透明性、投資家が共有する情報の統一性という観点からはプラットフォームを通じてやり取りに限定すべき。

3. 5 CF 特例を利用できない発行者

証券法 4A 条(f)項

①アメリカ州法にもついで設立されたものでない者

②証券取引所法 13 条または 15 条(d)項にもついで報告義務を負っている者

③1940 年投資会社法に 3 条にいう投資会社

④SEC の規則・レギュレーションに定められた者

・上限が低すぎるといふ意見が多数
⇒FR：PR から変更なし。100 万ドルの上限を設定（レギュレーション CF 規則 100(a)(1)）。

・発行登録義務の適用除外を定める他の規定にもついで調達した資金の額は CF 特例の上限額算定の際には合算されない（リリース 18 頁）。

・発行者の支配下にある者または発行者と共通の支配下にある者が証券法 4 条(a)項(6)にもついで調達した資金の額は合算される（レギュレーション CF 規則 100(d)）。

3. 3 投資家 1 人あたりの投資額の制限

PR：証券法 4 条(a)項(6)(B)の文言では、年収が純資産のいずれか一方のみが 10 万ドル以上である場合に(i)と(ii)のいずれが適用されるのか不明確であり、また(i)(ii)それぞれ別の適用場面において年収と純資産のいずれの 5% (10%) が基準になるのか不明確

⇒年収・純資産のいずれも 10 万ドル未満の場合には、2000 ドル、年収の 5%相当額、または純資産の 5%相当額のうちより高いものが投資上限となる。

年収もしくは純資産のいずれかが 10 万ドル以上の場合には、年収の 10%相当額または純資産の 10%相当額のいずれが高い方が上限となる（ただし 10 万ドルを超えてはならない）。

FR：レギュレーション規則 CF100(a)(2)

・投資上限は、証券法 4 条(a)項(6)にもついで証券を発行するすべての発行者に対する投資額を通算したものを基準とする（The aggregate amount of securities sold to any investor across all issuers in reliance on section 4(a)(6)）。

・年収もしくは純資産のいずれかが 10 万ドル未満の場合

→年収もしくは純資産のいずれか低い方の 5%と、2000 ドルのいずれか低い方を基準

*年収・純資産のいずれもが 10 万ドル以上の家計は全体の 17%

いづれかが 10 万ドル以上の家計は全体の 39%（2013 年消費者金融調査）

・年収および純資産のいずれもが 10 万ドル以上の場合

→年収もしくは純資産のいずれか低い方の 10%（ただし、10 万ドルを超えてはならない）。

・年収・純資産の算定方法は、適格投資家(accredited investor)の認定の際と同じ方法がとられる（配偶者の年収・純資産額が合算される等、レギュレーション CF Instruction 1 to 100(a)(2)）。

4. 1. 1 発行者および募集に関する情報
①発行者、役員、取締役および一定の株主にに関する一般的情報

- 証券法 4A 条(b)項(1)(A)および(B)に関連して、
- ・発行者の役員・取締役の過去 3 年間の職業経歴 (所屬していた会社・組織の名称、そこでの役職) を開示事項に追加 (レギュレーション CF 規則 201(b))。
- ・氏名・名称を開示すべき株主は議決権総数の 20%以上に対応する株式を保有するもの (レギュレーション CF 規則 201(c))。

②発行者の事業に関する開示
証券法 4A 条(b)項(1)(C)と同様の開示を要求 (レギュレーション CF 規則 201(d))。

- ③手取金の使途に関する開示
証券法 4A 条(b)項(1)(E)と同様の開示を要求 (レギュレーション CF 規則 201(f))。
- ・インストラクションを設けて、発行者は、投資家が十分な情報にもとづいて手取金ができるように使用されるのかを理解できるよう詳細に開示しなければならぬとする。複数の使途が予定されている場合には、それらの具体的内容と、それぞれの使途にどれだけの資金を割り振るのかについても開示することを要する。
- ・目標調達額を超えて調達する場合には、超える部分の資金の使途についても具体的に開示しなければならないとする (レギュレーション CF Instruction 1 to 201(f))。

- ④目標調達額および募集の期限
証券法 4A 条(b)項(1)(F)に関連して、
- ・募集期限までに目標調達額に到達しなかった場合には、証券は発行されず、投資者からの申込みはキャンセルされ、払込金は返還されることを開示しなければならない (レギュレーション CF 規則 201(g))。
- ・目標調達額を超える申し込みがあった場合にそれを受け入れるか否か、受け入れる場合には上限の金額、目標調達額・上限額以上の申込みがあった場合の株式の割当の方法 (按分比例、先着順等、レギュレーション CF 規則 201(i))。

- ・取引の完了または投資の申込みのプロセスに関する事項 (以下のものを含まなければならない、レギュレーション CF 規則 201(j))。
- (1) 投資者は募集期間の 48 時間前まで投資の申込みをキャンセルすることができる旨
- (2) 目標調達額に達したときには仲介業者から投資者にその旨を通知すること
- (3) 募集期限の前に目標調達額に達した場合に、発行者は、新たな募集期限を設定して募集を

- レギュレーション CF 規則 100 条(b)項
 - 上記①～③に加えて
 - ⑤レギュレーション CF 規則 503 の定める特例利用の欠格事由に該当する発行者
 - ⑥発行者の直前 2 年の間に、レギュレーション CF 規則 202 および 203(b)項にもとづく年次報告の提出を怠った者 (提出を怠っている報告を提出すればすぐに特例を利用することが可能になる (レギュレーション CF Instruction 1 to 100(b)(6))。
 - ⑦具体的なビジネスプランをもっていない者
- 一プロジェクトの説明、明確に示された事業のアイデア、ビジネスモデル等幅広く含む。

4. 発行者に関する規制
4. 1 募集における情報開示

- 証券法 4A 条(h)項(1):CF 特例を利用する発行者は、以下の情報を SEC、投資者、およびプロカーもしくは FP に提供しなければならない。潜在的な投資者が利用可能な状態に置かなければならない。
- (A) 発行者の名称、法形態、住所およびウェブサイトのアドレス
- (B) 発行者の取締役、役員および発行者の株式の 20%超を保有する者の氏名・名称
- (C) 発行者の事業内容および事業計画
- (D) 発行者の財務状態 (目標とする募集金額に対応した開示内容は次のとおり)
- (i) 10 万ドル以下:直近の所得税申告書および CEO による証明付きの財務書類
- (ii) 10 万ドル超 50 万ドル以下:独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類
- (iii) 50 万ドル超:監査を受けた財務書類
- (E) 募集の目的および手取金の使途
- (F) 目標募集金額、募集の期限、および募集の進捗状況の定期的な更新
- (G) 募集する証券の発行価額、またはその算定方法
- (H) 発行者の株主および資本構成の状況
- (i) 募集にかかる証券および発行者の他の種類の証券の内容、内容の変更が可能である場合にはその方法、それらの証券の違い(募集にかかる証券の権利が、他の種類の証券の権利によって実質的に変更、希釈化される場合にはどのようにして変更・希釈化が生じるか)
- (ii) 発行者の主要株主の権利行使によって募集にかかる証券の取得者に不利な影響が及ぶ可能性がある場合には、どのようにしてその不利が生じるか
- (iii) 発行者の各種類の証券の 20%以上を保有している株主の氏名・名称
- (iv) 募集にかかる証券の評価の方法、および将来の株式発行等の際に用いられる評価方法
- (v) 証券の購入者が発行者の少数株主となることによるリスク、追加的な株式の発行、買収、資産の売却、関係当事者への取引等の会社の行為によって生じるリスク
- (1) SEC 規則により定めるその他の情報

終了することができる。ただし、新たな募集期限の少なくとも5営業日前に新たな募集期限を設定することを通知しなければならない。

(4) 投資者が募集期限の48時間前までに申込みをキャンセルしない場合には、払込金が発行者に引き渡され、投資者は引き換えに証券を受領する旨

・募集に関して重大な変更が生じた場合には、投資者が投資の申込みの意思が再確認されないかぎり、投資の申込みはキャンセルされ、払込金が返還される旨

⑤発行価格

証券法 4A 条(b)項(1)(G)に関連して、

・証券を取得させる前に、投資者に対して書面で発行価格および開示すべき情報のすべてが提供されなければならない。(レギュレーションCF規則201(D))。

⑥株式保有の状況および資本構成

証券法 4A 条(b)項(1)(H)に関連して、

・発行される証券およびそれ以外の種類の証券の内容。それぞれの証券の発行数、議決権の有無、議決権の制限の有無。(レギュレーションCF規則201(m)(1))。

・議決権総数の20%以上に相当する株式を保有する株主。(レギュレーションCF規則201(m)(3))。

・証券の譲渡制限に関する事項。(レギュレーションCF規則201(m)(6))。

⑦追加的な開示事項

証券法 4A 条(b)項(1)(I)に関連して、

・発行者の従業員数。(レギュレーションCF規則201(e))。

・発行者に対する投資を投機的またはリスクの高いものとしている重要な要因に関する議論。(レギュレーションCF規則201(f))

・仲介業者の名称等。(レギュレーションCF規則201(n))。

・発行者または発行者の取引に関して仲介業者が有する経済的利害関係(次のものを含む)(レギュレーションCF規則201(o))。

- (1) 仲介業者に支払われる報酬等の額
- (2) 仲介業者が発行者に対して直接・間接に有する経済的利益

・発行者の負債に関する事項(負債の額、利率、支払期日およびその他の重要な条項を含む)(レギュレーションCF規則201(p))。

財務書類から明らかとなる事項については改めて記載する必要はない(レギュレーションCF Instruction 1 to 201)。

・発行者が過去3年間に発行登録の通用除外を利用して行った証券の募集に関する事項(レギュレーションCF規則201(q))。

そのような募集の日時、募集された証券の種類、募集によって調達した資金の額、その使途も開示する。(レギュレーションCF Instruction 1 to 201(q))。

・直近の会計年度における関連当事者との取引に関する事項(レギュレーションCF規則201(r))

・発行者の年次報告書を入手できるウェブサイトにに関する情報およびそのウェブサイトにいつ年次報告が掲載されるかに関する情報(レギュレーションCF規則201(w))。

・発行者(その前身となったものを含む)がレギュレーションCF規則202の報告義務(年次報告義務)を怠ったことがある場合にはその旨(レギュレーションCF規則201(s))。

・開示した他の情報がミスリーディングなものにならないようにするために必要となる重要な情報(レギュレーションCF規則201(g))。

4. 1. 2 発行者の財務情報

①財務状態に関する議論

・発行者の財務状態に関する議論。流動性、資金の供給源、事業の経過に関するもの(重要なものに限る)を含む(レギュレーションCF規則201(s))。

②財務書類

・発行者は、その募集における資金調達額(その募集前12カ月間にCF特例を利用して調達した金額を合算する)に応じて、以下の財務書類を提出しなければならない(レギュレーションCF規則201(t))。

(1)資金調達額が10万ドル以下の場合

一発行者の直近の所得申告書における総収入、課税対象所得、総所得税額(これらについてはCEOが所得申告書の内容通りであることについて証明を付さなければならない)、および発行者の財務書類(その内容が真実でありかつ完全であることをCEOが証明しなけれ

①頻度・提出時期一年1回、事業年度の末日から120日以内（レギュレーションCF規則202(a)）。

②開示の方法—SECへの提出および自社ウェブサイトでの開示（投資者への紙媒体での開示は不要、レギュレーションCF規則202(a)）。

③財務書類

—PRでは独立の公認会計士によるレビュー・監査を受けた財務書類の提出を求めた。

しかし、強力な反対意見を受けて（リリース122頁）、FRでは、CEO等が、財務書類が真実かつ完全なものであることを証明すれば足りることとされた（公認会計士によるレビュー・監査を受けている場合にはそれを提出すればCEO等による証明は不要となる。レギュレーションCF規則202(a)）。

④その他の開示事項—証券の募集の際に開示が求められている事項のうち、役員・取締役に関する事項、発行者の事業に関する事項、従業員数、財務状態、資本構成、リスク要因、負債に関する事項、関連当事者との取引については、継続的な開示が求められている（レギュレーションCF規則202(a)）。

⑤継続開示義務の消滅

—上記の継続開示義務は、以下のいずれかの場合には消滅する（レギュレーションCF規則202(b)）。

- (1) 証券取引所法13条(a)または15条(d)項による開示義務を負うこととなった場合
- (2) 少なくとも1回レギュレーションCF202(a)の年次報告を提出した会社であって、その名簿上の証券保有者が300名未満となった場合
- (3) 少なくとも3回レギュレーションCF202(a)の年次報告を提出した会社であって、総資産の額が1000万ドルを超えていない場合
- (4) CF特例によって発行した証券のすべてを、発行者が買い戻し、または第三者が取得した場合
- (5) 発行者が解散または清算した場合

4.3 フォームCの新設

- ・レギュレーションCFにおいてフォームCが新設される。
- ・フォームCをSECおよび仲介業者に提出すれば証券法4A条(b)項の要件を満たしたことになる。

ばならない。
独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類がある場合には、発行者は上記の書類に代えてその財務書類を提出する。

(2) 資金調達額が10万ドル超かつ50万ドル未満

—独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類。ただし、独立の公認会計士による監査を受けた財務書類がある場合にはそれを提出する。

(3) 資金調達額が50万ドル超で、

(3-1)CF特例を初めて利用する発行者

—独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類。ただし、独立の公認会計士による監査を受けた財務書類がある場合にはそれを提出する。

(3-2)以前にCF特例を利用したことがある発行者

—独立の公認会計士による監査を受けた財務書類

・財務書類—GAAPに依拠して作成された貸借対照表、包括利益計算書、キャッシュフロー計算書、株主資本変動計算書、これらの書類に関する注記。直近2会計年度にかかっても（レギュレーションCF Instruction 3 to 201(t)）。

・独立の公認会計士によるレビューを受けた場合にはレビュー報告書が、監査を受けた場合には監査報告書が提出される（レギュレーションCF Instruction 8 and 9 to 201(o)）。

4.1.3 資金調達の進捗状況の更新

・目標調達額の50%に達した時点および100%に達した時点（目標調達額を超える申し込みを受け入れる場合には募集期限到来時）にFormC-Uを提出し、それぞれの時点で申し込みのあった金額、最終的に調達した金額を開示しなければならない（レギュレーションCF規則201(v), 203(a)(3)(i)(ii)）。

・仲介業者が資金調達の状況を頻繁に更新し、公表している場合には募集期限終了後に最終的に調達した金額を開示すれば足りる（レギュレーションCF 201(v), 203(a)(3)(iii)）。

4.2 継続開示義務

証券法4A条(b)項(4)、発行者は、少なくとも年1回、SECが規則によって定めるところに従い、事業の成果に関する報告および財務書類をSECに提出し、投資者に提供しなければならぬ。

(3) 発行者の名称、住所、電話番号、ウェブサイトを、電子メールアドレス、事業に関する簡単な記述。

* 蓋石広告に似たものと考えられている (リリース 139 頁)。

4. 6 募集をプロモートしたものの報酬の支払い

証券法 4A 条(b)項(3): 発行者は、仲介業者が提供するコミュニケーション・チャネルを通じて募集をプロモートするものに対して、そのものがコミュニケーションをする際に、発行者から報酬を得ていることを明示することを確保する合理的な措置を講じることなしに、そのものに報酬を支払ってはならない(レギュレーション CF Instruction to 205(a)もほぼ同じ)。

・ 仲介業者が提供するコミュニケーション・チャネル外でのプロモートについては、証券法 4A 条(b)項(2)およびレギュレーション CF Instruction to 204 に定める通知のみが可能であり、そのような通知に対しては発行者が報酬を支払うことが許される (レギュレーション CF 205(b))。

5. 仲介業者に対する規制

5. 1 定義

仲介業者: 証券取引所法 15 条(b)項の登録を受けたブローカー、またはレギュレーション CF 規則 400 の登録を受けたファンディング・ポータル (以下、FP)。

FP: CF 特例を利用した証券の募集・売出しに関する取引において仲介業者としての行為をするブローカー (レギュレーション CF 規則 300(2))。

FP は、

- (i) 投資助言・投資推奨をしてはならない。
- (ii) プラットフォームに掲載された証券の取得、買付けの勧誘をしてはならない。
- (iii) プラットフォームに掲載された証券の勧誘に対して、あるいはその証券の売付けを基礎として、従業員、代理人等に報酬を支払ってはならない。
- (iv) 投資者の資金または証券を保有し、管理し、またはその他の方法で手にしてはならない。

5. 2 仲介業者に対する規制(ブローカーおよび FP 共通)

5. 2. 1 登録および自主規制機関への加盟

・ 証券法 4A 条(a)項(1)は、クラウドファンディング取引において仲介業者としての行為をするものは、ブローカーまたは FP として SEC に登録しなければならないとする (レギュ

・ レギュレーション S-T を改正し (101(a)(1)(xvii))、PDF ファイルでの提出を認める (PDF による提出が認められるのは、原則として非公式な文書のみであるが、フォーム C については例外を認めた)。

・ フォーム C は、募集の際の情報開示、資金調達の進捗状況の開示、年次報告のすべてについて利用される (レギュレーション CF 規則 203)。

4. 4 発行者の民事責任

証券法 4A 条(6)項:

(1) (A) CF 特例によって募集された証券を取得した者は、(2)の定めるところに従い、発行者に対し、その証券の対価として支払った金額に利息を付したものの回復、または損害賠償を求めて、管轄裁判所に訴えを提起することができる。を有する

(B) 本条にもとづく訴えは、証券法 12 条(a)項(2)にもとづく責任を追及する訴えと同様に、同条(b)項および 13 条定めるところに従う。

(2) 発行者は、以下の場合に(1)に定める責任を負う。

(A) 発行者が、通商の手段もしくは郵便を用いて、CF 特例を利用した募集において、重要な事実にかかる不実の記載、もしくは誤解を生じさせないため必要となる重要な事実の記載を怠った場合(ただし、証券を取得したものが不実であること、もしくは重要な記載が欠けていることを知らなかった場合にかぎる)であつて、

(B) 発行者が、不実記載もしくは記載が欠けていることを知らず、かつ合理的な注意を用いても知ることができなかったこと若しくは証明責任を果たさない場合

(3) 本項にいう「発行者」とは、CF 特例によって募集を行なったものの取締役もしくはパートナー、発行者の CEO、CFO、その他の役員、および CF 特例によって募集を行なったものをいう。

4. 5 広告規制

証券法 4A 条(6)項(2): 発行者は、募集の条件について広告をしてはならない。ただし、投資者を FP またはブローカーに誘導する通知はこのかぎりではない。

・ この通知に記載することが許されるのは以下の事項である (レギュレーション CF 規則 204(b))。

(1) 発行者が募集を行なっている旨、募集が行われている仲介業者の名称、その仲介業者のプラットフォームへのリンク、

(2) 募集の条件 (募集金額、発行する証券の性質、発行価額、募集が終了する日、レギュレーション CF Instruction to 204)。

が正確な証券保有者の記録を保持するための措置をとっていることを信じるに足りる合理的な根拠を有するものでなければならぬ。

仲介業者は、記録保持の措置に関して発行者の表明を信頼することができる。ただし、仲介業者が、発行者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合にはこのかぎりではない。

発行者が、証券取引所法 17A 条の登録を受けた代行機関のサービスを受けている場合には、仲介業者は、本条の要件を満たしているものとみなす。

③プラットフォームへのアクセスの拒絶

レギュレーション CF 規則 301(c)(1): 仲介業者は、発行者、発行者の役員、取締役等、または発行者の議決権総数の 20% 以上に相当する株式を實質的に保有する株主が、レギュレーション CF 規則 503 の定める資格事由に該当すると信じるに十分な合理的な根拠を有する場合には、その発行者がプラットフォームを利用することを拒絶しなければならない。

本条の要件を満たすために、仲介業者は、すくなくとも、募集しようとする発行者、その役員等、主要株主の履歴および証券規制違反歴の調査をしなければならない。

レギュレーション CF 規則 301(c)(2): 仲介業者は、発行者または募集行為について、詐欺またはその他の投資者保護に懸念を生じさせる事由がみられると信じるに十分な合理的な根拠を有する場合には、その発行者がプラットフォームを利用することを拒絶しなければならない。

本条の要件を満たすために、仲介業者は、発行者または行われようとしている募集行為にかかると許欺のリスクを十分に、もしくは実効的に評価できないと信じていることが合理的である場合には、プラットフォームを利用することを拒絶しなければならない。

さらに、発行者がプラットフォームを利用することを認めた後に仲介業者が知った情報によって、発行者または募集行為について、詐欺またはその他の投資者保護に懸念を生じさせる事由がみられると信じるに十分な合理的な根拠を有することとなった場合には、仲介業者は、ただちにその募集案件をプラットフォームから排除し、募集を中止し、投資者から払い込まれていた資金を返還しなければならない。

5. 2. 4 口座開設時の義務

①口座の開設および電子的方法による情報等の送付

レギュレーション CF 規則 302(a)(1): 仲介業者またはその関係者は、投資者がその仲介業者が口座を開設し、かつ、資料等の電子的提供について同意をしない間は、CF 特例を利用した募集にかかると投資の申込み受け付けはならない。

レギュレーション CF 302(a)(2): 仲介業者は、レギュレーション CF 規則 300~305 にもとづき提供すべきすべての情報(投資者の教育のための資料、通知等)を電子的手段によって提供しなければならない。

レーション CF 規則 300(a)(1)も同じ)。

・ 仲介業者は証券取引所法 15A 条の登録を受けた証券業協会に加盟しなければならない。

5. 2. 2 発行者に対する経済的利害関係の規制

証券法 4A 条(a)項(11): 仲介業者は、その取締役、役員、パートナー等が、その仲介業者のサービスを利用する発行者に対して経済的利害関係をもつことを禁止しなければならない。

レギュレーション CF 規則 300(b)は、証券法 4A 条(a)項(11)とほぼ同じことを定め、

さらに、仲介業者の役員等が CF 特例を利用した発行者に提供したサービスの報酬として、発行者における経済的利益を受けてはならないとする。

また、仲介業者自身も、次にあげるもの以外に、発行者から CF 特例を利用した発行者に対して経済的利益を有してはならないとする。

(1) CF 特例の利用に際して発行者に提供したサービスの対価として経済的利益を受ける場合であって、かつ、

(2) CF 特例を利用して発行した証券と同じ種類、同じ権利内容を有する証券を取得する場合。

経済的利益: 発行者が発行するすべての種類の証券を直接または間接に保有することをいう。

5. 2. 3 詐欺のリスクを低減するための措置

証券法 4A 条(a)項(5): 仲介業者は、CF 特例に関する取引について、SEC の定めルールに従い、詐欺のリスクを低減するための措置(発行者の役員、取締役、20%超の株式を有する株主の履歴、証券規制違反歴を入手することを含む)をとらなければならない。

①発行者が関係する法令を遵守していることの確認

レギュレーション CF 規則 301(a): 仲介業者は、CF 特例を利用して募集を行おうとする発行者が証券法 4A 条(b)項その他の要件を遵守していることについて合理的な根拠を有するものでなければならぬ。

本条の要件を満たすにあたり、仲介業者は、発行者が法令の要件を遵守していることについて発行者が表明したところを信頼することができる。ただし、仲介業者が、発行者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合にはこのかぎりではない。

②証券保有者の履歴の確認

レギュレーション CF 規則 301(b): 仲介業者は、そのプラットフォームを通じて募集しようとする発行者

明示することを確保する合理的な措置を講じることなしに、そのものに報酬を支払ってはならない。

レギュレーション CF 規則 302(c): 投資者の口座開設に際し、仲介業者は、その投資者に対し、報酬を得て募集のプロモートをしている者に関する情報、または、発行者のためにプラットフォームにおいて募集のプロモートをしている発行者の創業者もしくは従業員に関する情報を提供しなければならない。また、発行者のために募集のプロモートを行ない、報酬を受け取っている者によるプラットフォーム上のコミュニケーションについて、個別に、その者が報酬を受け取っている旨を明確に開示しなければならない。

④報酬の開示
レギュレーション CF 規則 302(d): 投資者の口座開設に際し、仲介業者は、CF 特例を利用した募集に関して仲介業者が受け取る報酬について明確に開示しなければならない。

5. 2. 5 取引時における義務
①発行者が提供する情報の公表
証券法 4A 条(a)項(6): 仲介業者は、遅くとも募集にかかる証券が投資者に売付けられる最初の日の21日前までに、発行者が本条(b)項にもとづき提供するすべての情報を SEC および投資者が利用可能な状態に置かなければならない。

レギュレーション CF 規則 303(a): 仲介業者は、レギュレーション CF 規則 201 および 203(a)により提供すべき情報を、SEC および投資者が利用可能な状態に置かなければならない。

- (1) この情報は、仲介業者のプラットフォーム上からダウンロード可能な状態に置くなどの方法で、公表されなければならない。
- (2) この情報は、遅くとも募集にかかる証券が投資者に売付けられる最初の日の 21 日前までに公表されなければならない。情報の公表から最初の売付けまでの間に、仲介業者は投資者から投資の申し込みを受け付けることができる。
- (3) (4)省略。

②投資者の資格の確認
①投資額の制限の遵守
証券法 4 条(a)項(6)(B): 投資家 1 人当たりの CF 特例を利用した募集への投資額の制限。
同 4A 条(a)項(8): 仲介業者は、SEC が規則によって定めるところに従い、投資者が投資額の制限を超えて投資することがないよう、努めなければならない。

レギュレーション CF 規則 303(b)(1): 仲介業者は、個々の投資者からの投資の申込みを受け付ける前に、その投資者が投資額の制限を遵守していると思われるに足る合理的な根拠を有するのなければならない。

本条の要件を満たすために、仲介業者は、別段の定めのないかぎり、電子メッセージ(電子メール、ソーシャルメディア等)に提供すべき情報を記載する方法、提供すべき情報を仲介業者のプラットフォームに記載し、そのリンクを電子メッセージに記載する方法、または、提供すべき情報の種類とそれが記載されている仲介業者のプラットフォームもしくは発行者のウェブサイトに記載する方法をとらなければならない。

②投資家教育のための資料の提供
証券法 4A 条(a)項(9): CF 特例を用いた募集において仲介業者として行なうものは、SEC が規則によって定めるところに従い、リスクに関する情報、およびその他投資家教育のための資料を含む情報を開示しなければならない。

レギュレーション CF 規則 302(b)(1): 投資者の口座の開設に際し、仲介業者は、その投資者に対し、以下の事項を平易な言語で、実効的かつ正確に伝達することを企図した投資家教育のための資料を交付しなければならない。

- (i) その仲介業者を通じて行われる募集のプロセスおよび CF 特例を利用して募集される証券を購入することに付随するリスク
- (ii) 募集される証券の種類およびその種類の証券に付随するリスク(希釈化によって限られた議決権しかもてなくなることによるリスク等)
- (iii) 募集される証券の売却の制限に関する事項
- (iv) 発行者がレギュレーション CF 規則 202 にもとづき提供すべき情報の種類、情報提供の頻度、そのような情報提供義務が消滅する可能性
- (v) レギュレーション CF 規則 100(a)(2)にもとづく投資者一人当たりの投資額の制限
- (vi) 投資の申込みをキャンセルする権利の制限および発行者によって投資の申込みがキャンセルされる場合があること
- (vii) CF 特例によって募集される証券に投資することが投資家に適合しているか否かをその投資家が考慮する必要性
- (viii) 募集の完了後は、発行者と仲介業者の関係が継続しない可能性があること
- (ix) 一定の場合には、発行者は年次報告を公表することを中止することができるが、その場合には投資者は発行者の財務状態を定期的に把握することができなくなる可能性があること

レギュレーション CF 302(b)(2): 仲介業者は、そのプラットフォームにおいて常に最新版の投資家教育資料を利用できるようにしておかなければならない。

③プロモーターに対する報酬の開示
証券法 4A 条(b)項(3): 発行者は、仲介業者が提供するコミュニケーション・チャネルを通じて募集をプロモートするものに対して、そのものがコミュニケーションをする際に、発行者から報酬を得ていることを

(2) 仲介業者は、コミュニケーション・チャネルにおける議論を公衆が閲覧可能な状態にしななければならない。

(3) 仲介業者は、その仲介業者に口座を開設した者が、コミュニケーション・チャネルにコメントを投稿することを制限しななければならない。

(4) 仲介業者は、コミュニケーション・チャネルにコメントを投稿するものに対し、その者が発行者のプロモーションに従事している創業者もしくは従業員、またはプロモーションに対して報酬を得ているものであるか否かを明示するよう求めなければならない。

④投資の申込みにかかる通知

レギュレーション OF 規則 303(d): 仲介業者は、投資者から投資の申込み受け付けた場合には、ただちにその投資者に対し、以下の事項を通知しなければならない。

- (1) 申込みにかかる投資金額
 - (2) 証券の発行価額(わかる場合のみ)
 - (3) 発行者の名称、および、
 - (4) 申込みをキャンセルすることができる期限。
- ⑤資金の管理および送金に関する義務
- 証券法 4A 条(a)項(7): 仲介業者は、SEC 規則の定めるところに従い、投資家から調達される資金の額が目標調達額に達し、またはそれを超えた場合に初めて、資金が発行者に提供されること...を確保しなければならない。

レギュレーション OF 規則 303(e)(1): 仲介業者のうち登録を受けたブローカーであるものは、SEC 規則 15c2-4 を遵守しなければならない。

レギュレーション OF 規則 303(e)(2): 仲介業者のうち FP であるものは、投資者に対して、金銭またはその他の対価を直接に適格の第三者に送付するよう指示しなければならない。

適格の第三者は、本条(e)(3)の定めるところに従い、資金について権限を有するもののために資金を保管し、権限を有するもの(ただしに資金を送付または返還することを書面で同意したものでなければならぬ)。

適格の第三者とは、

- (i) 登録を受けたブローカーまたはディーラーであって、顧客の口座、またはブローカーもしくはディーラーの口座を有し、権限を有するものために金銭もしくは証券を保有するもの
- (ii) (i)と同様に権限を有するもののために口座を管理する銀行等

ならない。

仲介業者は、その投資者が投資額の制限を遵守していることに関し、年取、純資産、および他の OF 特例を用いた募集に投資している額について、投資者が表明したことを信頼することができる。ただし、仲介業者が、発行者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合にはこのかぎりではない。

* 仲介業者は、将来つくられるであろう投資者情報を集約したデータに依拠して、投資額の制限を遵守しているか否かを判断することが許される (リリース 210 頁)。

(ii) リスクの認識の確認

証券法 4A 条(a)項(4): 仲介業者は、個々の投資者が、

- (A) SEC 規則が定める基準に従い、投資家教育のための情報を精査(review)したこと、
- (B) 投資額の全額を失うリスクを負うことを理解している旨を積極的に認めていること、
- (C) 以下の事項を確認することができる質問に答えたこと、
 - (i) スタートアップの段階にある、新興の、小規模な発行者への投資にともなう一般的なリスクの水準を理解していること、
 - (ii) 流動性リスクを理解していること、および、
 - (iii) SEC 規則が定めるその他の事項を理解していることを確保しなければならない。

レギュレーション OF 規則 303(b)(2): 仲介業者は、個々の投資者からの投資の申込みを受け付ける前に、投資者から以下のものを入力しなければならない。

- (i) その投資者が、レギュレーション OF 規則 302(b)によって提供される投資家教育のための資料を精読し、失う可能性のある投資額について理解したことの表明
- (ii) その投資者が次の事項を理解していることを確認できる質問事項への解答
 - (A) 投資契約をキャンセルし、または投資額の返還を受けると制約されていること
 - (B) OF 特例によって取得した証券を売却することは困難となる可能性があること
 - (C) OF 特例によって発行される証券への投資にはリスクがあり、投資した額の全額を失うリスクを許容できるでないかぎり、その証券へ投資すべきではないこと。

③コミュニケーション・チャネルの設置・管理

レギュレーション OF 規則 303(c): 仲介業者は、そのプラットフォームにおいて、他の者(潜在的投資者)および発行者の代表者と募集案件についてコミュニケーションすることができることのできるコミュニケーション・チャネルを設置しなければならない。ただし、

- (1) 仲介業者が FP である場合には、コミュニケーションにかかるガイドラインを設けること、濫用的または詐欺のおそれのあるコミュニケーションを削除すること以外に、コミュニケーションに関与してはならない。

5. 2. 7 第三者へ報酬の支払い
証券法4条(a)(7)の(仲介業者は、プロモーター等)に対して、潜在的な投資者の個人情報提供について報酬を支払ってはならない(レギュレーション CF303(a)(6)も同旨の定めを置く、同条(b)で個人情報を定義している)。

5. 3 FPにのみ課される規制
5. 3. 1 登録に関する規制
①総則
レギュレーションCF規則400
(a)：FPは、フォーム・ファンディング・ポータルによってSECに登録をしなければならず、証券取引所法15A条の登録を受けた証券業協会に加盟しなければならない。
(b) 登録情報の修正
(c) 登録の承継
(d) 登録の撤回
(e) 登録の申請等の方法
(f) 非居住者たるFPの登録

②プロモーター・ディーラーとしての登録義務の免除
証券取引所法3条(b)(1)およびレギュレーションCF規則401

5. 3. 2 セーフハーバールール
証券取引所法3(a)(80)「ファンディング・ポータル」とは、CF特例による募集においてのみ仲介業者としての行為をするものをいい、以下のことをしてはならない。

- (A) 投資助言・投資推奨
 - (B) プラットフォームに掲載された証券の取得、買付けの勧誘
 - (C) 従業員、代理人等に対し、プラットフォームに掲載された証券の勧誘に対して、あるいはその証券の売付けを基礎として、報酬を支払うこと
 - (D) 投資者の資金または証券を保有し、管理し、またはその他の方法で手にすること
 - (E) その他SEC規則で定める行為
- レギュレーションCF規則402：FPの行為についてセーフハーバーを設ける。具体的には以下のとおり、

募集案件の選定(レギュレーションCF規則402(b)(1))：発行者がそのFPのプラットフォームを通じてCF特例によって募集することを認める否か、どのような条件の下で認めるかを決定すること。

レギュレーションCF規則303(a)(3)：仲介業者であるFPは、以下の場合にはただちに適格の第三者にそれぞれの指示をしなければならぬ。
(i) 目標調達額またはそれ以上の金額の投資の申込みがなされ、かつキャンセル可能な期間が経過したときは、申込みにかかる金額を発行者に返付すること
(ii) 投資の申込みがキャンセルされたときは、その申込みにかかる金額を投資者に返還すること
(iii) 募集が完了しなかったときは、投資者に金額を返還すること

⑥取引内容の確認義務
レギュレーションCF規則303(f)(1)：仲介業者は、取引の完了の前に、以下の事項を投資者に通知しなければならぬ。
(i) 取引日
(ii) 投資者が買付けた証券の種類
(iii) 買付けた証券の価格、数等
(iv) 債務証券の場合には利率、満期までの利回り
(v) 償還権のついた証券の場合には償還可能となる日
(vi) (略)

レギュレーションCF規則303(f)(2)：仲介業者が、本条(i)の要件を満たす場合には、SEC規則10b-10は適用されない。

5. 2. 6 募集の完了、中止、再確認
証券法4A条(a)(7)：仲介業者は、SEC規則の定めるところに従い、…投資者が投資の申込みをキャンセルできることを確保しなければならぬ。
同条(b)(1)(c)：投資家に最終的に決定された証券の発行価額を通知するとともに、申込みの撤回の機会を与えなければならないとする。

レギュレーションCF規則304
(a)：投資者は、募集の終了期限の48時間前までは無条件に投資の申込みをキャンセルすることができる。
(b)：発行者は、募集の期限より前に目標調達額の調達を達成した場合には、当初の期限より前に募集を完了することができる。ただし、
(1) 募集は、少なくともレギュレーションCF規則303(a)の通知から21日間行われなければならない。
(2) 仲介業者は、投資者に対して

- (i) 新たに設定される募集の期限
- (ii) 投資者は新たな募集の期限の48時間前まで申込みをキャンセルする権利を有すること (iii) 新たな募集の期限は、(2)の通知から少なくとも5営業日後に設定しなければならない。(4) 略

る報酬の支払い。
FPとプロモーター・ディーラーとの間の書面による契約にもとづくものであって、法令により許される範囲のサービスの提供に対するものでなければならぬ。

登録を受けたプロモーター・ディーラーから報酬を受け取ること(レギュレーションCF402(b)(8))

FPの広告(レギュレーションCF規則402(b)(9))：特定の募集案件をFPの広告に掲載する場合にはその選定基準は客観的なものでなければならぬ。

* 特定の募集案件が他よりすぐれていると、安全であるといったことを表示すれば、それは投資推奨にあたり禁止される(リリース299・300頁)。

プラットフォームの利用拒絶(レギュレーションCF規則402(b)(10))：レギュレーションCF301(c)(2)に定める場合のプラットフォームの利用拒絶。

投資の申込みの受付(レギュレーションCF規則402(b)(11))

投資者および適格の第三者に対する送金の指示(レギュレーションCF規則402(b)(12)(13))

5. 3. 3 コンプライアンス

①コンプライアンス・ポリシーおよび手続き

レギュレーションCF規則403(a)：FPは適用される法令の順守について、書面でポリシーおよび手続きを定め、実施しなければならない。

5. 3. 4 投資者のプライバシーの保護

証券法4A条(a)項(9)およびレギュレーションCF規則403(b)

5. 3. 5 記録の作成・保存義務(レギュレーションCF規則404)

6 CFに関するその他の規制

6. 1 証券の転売制限

証券法4A条(6)項：CF特例を利用して募集された証券は、

(1)取得した日から1年間は売却してはならない。ただし、以下の場合を除く、

(A) その証券の発行者に対する譲渡

(B) 適格投資家への譲渡

(C) SECに登録した募集において売却する場合、または、

特定の募集案件のハイライト(レギュレーションCF規則402(b)(2))：プラットフォームにおいて、客観的な基準によって選定した募集案件をハイライトすること。ただし、

(i) その基準が合理的なものであり、かつすべての発行者に適用されるものでなければならぬ。

(ii) 略

(iii) FPはハイライトすることについて追加的な報酬を受け取ってはならない。

検索・分類ツールの提供(レギュレーションCF規則402(b)(3))：投資者が、プラットフォームにおいて募集案件を検索、分類するために利用できる機能・ツールを提供すること。ただし、そのような機能・ツールは客観的な基準によるものでなければならぬ。

コミュニケーション・チャネルの提供(レギュレーションCF規則402(b)(4))：投資者が、プラットフォームにおいて、他の投資者または発行者の代表者と募集案件についてコミュニケーションをとることを可能とするコミュニケーション・チャネルを提供すること。ただし、FPは、

(i) コミュニケーションにかかるガイドラインを設けること、濫用的または詐欺のおそれのあるコミュニケーションを削除すること以外に、コミュニケーションに関与してはならない。

(ii) コミュニケーション・チャネルにおける議論を公衆が閲覧可能な状態にしなければならない。

(iii) そのFPに口座を開設した者が、コミュニケーション・チャネルにコメントを投稿することを制限しなければならない。

(iv) コミュニケーション・チャネルにコメントを投稿するものに対し、そのものが発行者のプロモーションに従事している創業者もしくは従業員、またはプロモーションに対して報酬を得ているものであるかを明示するよう求めなければならない。

発行者に対するアドバイズの提供(レギュレーションCF規則402(b)(5))：発行者に対して、募集の構成もしくは内容についてアドバイズすること(募集にかかる文書の作成の補助を含む)。

FPを参照先として指示した第三者に報酬を支払うこと(レギュレーションCF規則402(b)(6))：投資者の個人情報提供を受けるものであってはならない。

また、その参照指示を通じてFPにたどり着いた投資者が実際に投資した金額を基礎として報酬額を定めるものであってはならない。

登録を受けたプロモーター・ディーラーに報酬を支払うこと(レギュレーションCF規則402(b)(7))：FPを参照先として指示すること、その他CF特例の利用に際して提供を受けたサービスに対す

- (D) 離婚、相続等の際の家族への譲渡
 - (2) そのほか譲渡については SEC 規則に定める制限に服する。
- レギュレーション CF 規則 501:
- (a) 証券法 4A 条(e)項と同旨。
 - (b) 「適格投資家」の定義
 - (c) 「家族」の範囲
6. 2 次格事由
6. 2. 1 発行者およびその関係者に関する次格事由
- レギュレーション CF 規則 503:
- (a) 次格事由: 発行者(その取締役、役員、その議決権総数の 20% 以上に相当する株式を保有する株主、報酬を得て募集にかかわる証券の取得の勧誘をしたもの等を含む)が、
 - (1) 募集の開始前 10 年間(発行者については 5 年間)に、以下の事項に関連して、felony もしくは misdemeanor にあたる行為をしたとき:
 - (i) 証券の買付けまたは売付け
 - (ii) SEC に対する虚偽の申請
 - (iii) 引受人、ブローカー、ディーラー、投資助言者、FP の業務内の行為
6. 2. 2 仲介業者に関する次格事由
- レギュレーション CF 規則 503(d): 証券取引所法 3 条(e)項(39)に定める次格事由に該当するものは、CF 特別において仲介業者としての行為をすることができない(SEC の規則または命令によって認められる場合を除く)。

otherwise available, which is expected to yield cost savings on an annual basis compared with the proposal.

The table below presents the main adjusted cost estimates for the final rules.¹³⁹⁶

	Offerings of \$100,000 or less	Offerings of more than \$100,000, but not more than \$500,000	Offerings of more than \$500,000
Fees paid to the intermediary ¹³⁹⁷	\$2,500 – \$7,500	\$15,000 – \$30,000	\$37,500 – \$56,250
Costs per issuer for preparation and filing of Form C for each offering and related compliance costs	\$2,500	\$2,500 – \$5,000	\$5,000 – \$20,000
Costs per issuer for preparation and filing of annual report on Form C-AR ¹³⁹⁸ and related compliance costs	\$1,667	\$1,667 – \$3,333	\$3,333 – \$13,333
Costs per issuer for review or audit of financial statements	Not required	\$1,500 – \$18,000	\$2,500 – \$30,000 (\$1,500 – \$18,000 for first-time issuers raising more than \$500,000 but not more than \$1,000,000 ¹³⁹⁹)

¹³⁹⁶ In addition to the compliance costs outlined in the table, issuers also will incur costs to (1) obtain EDGAR access codes on Form ID; (2) prepare and file progress updates on Form C-U; and (3) prepare and file Form C-TR to terminate ongoing reporting. These additional compliance costs are discussed further below. In addition, for purposes of the Paperwork Reduction Act (“PRA”), we provide burden estimates for each of these filings obligations in Section IV.C.1, below.

¹³⁹⁷ For purposes of the table, we estimate the range of fees that an issuer would pay the intermediary assuming the following: (1) the fees would be calculated as a percentage of the offering amount ranging from 5% to 15% of the total offering amount for offerings of \$100,000 or less, 5% to 10% for offerings between \$100,000 and \$500,000, and 5% to 7.5% for offerings of more than \$500,000; and (2) the issuer is offering \$50,000, \$300,000 and \$750,000, which are the mid-points of the offering amounts under each of the respective columns. The fees paid to the intermediary may, or may not, cover services to an issuer in connection with the preparation and filing of the forms identified in this table.

¹³⁹⁸ As noted above, we estimate that these costs are approximately two-thirds of the costs for preparation and filing of Form C.

¹³⁹⁹ First-time crowdfunding issuers within this offering range will be permitted to provide reviewed financial statements.

OMB APPROVAL	
OMB Number:	3235-0716
Expires:	May 31, 2019
Estimated average burden hours per response:48.9687

**UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D. C. 20549**

**FORM C
UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933**

(Mark one.)

- Form C: Offering Statement
- Form C-U: Progress Update
- Form C/A: Amendment to Offering Statement
- Check box if Amendment is material and investors must reconfirm within five business days.
- Form C-AR: Annual Report
- Form C-AR/A: Amendment to Annual Report
- Form C-TR: Termination of Reporting

Name of issuer: _____
 Legal status of issuer: _____
 Form: _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Date of organization): _____
 Physical address of issuer: _____
 Website of issuer: _____

Name of intermediary through which the offering will be conducted: _____
 CIK number of intermediary: _____
 SEC file number of intermediary: _____
 CRD number, if applicable, of intermediary: _____

Amount of compensation to be paid to the intermediary, whether as a dollar amount or a percentage of the offering amount, or a good faith estimate if the exact amount is not available at the time of the filing, for conducting the offering, including the amount of referral and any other fees associated with the offering: _____

Any other direct or indirect interest in the issuer held by the intermediary, or any arrangement for the intermediary to acquire such an interest: _____

Type of security offered: _____
 Target number of securities to be offered: _____
 Price (or method for determining price): _____
 Target offering amount: _____
 Oversubscriptions accepted: Yes No
 If yes, disclose how oversubscriptions will be allocated: Pro-rata basis First-come, first-served basis
 Other – provide a description: _____
 Maximum offering amount (if different from target offering amount): _____
 Deadline to reach the target offering amount: _____

SEC 2930 (5/16) Persons who are to respond to the collection of information contained in this form are not required to respond unless the form displays a currently valid OMB control number.

NOTE: If the sum of the investment commitments does not equal or exceed the target offering amount at the offering deadline, no securities will be sold in the offering, investment commitments will be cancelled and committed funds will be returned.

Current number of employees: _____

Total Assets:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Cash & Cash Equivalents:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Accounts Receivable:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Short-term Debt:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Long-term Debt:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Revenues/Sales:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Cost of Goods Sold:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Taxes Paid:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Net Income:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____

Using the list below, select the jurisdictions in which the issuer intends to offer the securities:

[List will include all U.S. jurisdictions, with an option to add and remove them individually, add all and remove all.]

GENERAL INSTRUCTIONS

I. Eligibility Requirements for Use of Form C

This Form shall be used for the offering statement, and any related amendments and progress reports, required to be filed by any issuer offering or selling securities in reliance on the exemption in Securities Act Section 4(a)(6) and in accordance with Section 4A and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.). This Form also shall be used for an annual report required pursuant to Rule 202 of Regulation Crowdfunding (§ 227.202) and for the termination of reporting required pursuant to Rule 203(b)(2) of Regulation Crowdfunding (§ 227.203(b)(2)). Careful attention should be directed to the terms, conditions and requirements of the exemption.

II. Preparation and Filing of Form C

Information on the cover page will be generated based on the information provided in XML format. Other than the cover page, this Form is not to be used as a blank form to be filled in, but only as a guide in the preparation of Form C. General information regarding the preparation, format and how to file this Form is contained in Regulation S-T (§ 232 et seq.).

III. Information to be Included in the Form

Item 1. Offering Statement Disclosure Requirements

An issuer filing this Form for an offering in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act and pursuant to Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.) must file the Form prior to the commencement of the offering and include the information required by Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201).

An issuer must include in the XML-based portion of this Form: the information required by paragraphs (a)(e), (g), (h), (i), (n), and (o) of Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201(a), (e), (g), (h), (i), (n), and (o)); selected financial data for the prior two fiscal years (including total assets, cash and cash equivalents,

To calculate total voting power, include all securities for which the person directly or indirectly has or shares the voting power, which includes the power to vote or to direct the voting of such securities. If the person has the right to acquire voting power of such securities within 60 days, including through the exercise of any option, warrant or right, the conversion of a security, or other arrangement, or if securities are held by a member of the family, through corporations or partnerships, or otherwise in a manner that would allow a person to direct or control the voting of the securities (or share in such direction or control — as, for example, a co-trustee) they should be included as being “beneficially owned.” You should include an explanation of these circumstances in a footnote to the “Number of and Class of Securities Now Held.” To calculate outstanding voting equity securities, assume all outstanding options are exercised and all outstanding convertible securities converted.

BUSINESS AND ANTICIPATED BUSINESS PLAN

7. Describe in detail the business of the issuer and the anticipated business plan of the issuer.

RISK FACTORS

A crowdfunding investment involves risk. You should not invest any funds in this offering unless you can afford to lose your entire investment.

In making an investment decision, investors must rely on their own examination of the issuer and the terms of the offering, including the merits and risks involved. These securities have not been recommended or approved by any federal or state securities commission or regulatory authority. Furthermore, these authorities have not passed upon the accuracy or adequacy of this document.

The U.S. Securities and Exchange Commission does not pass upon the merits of any securities offered or the terms of the offering, nor does it pass upon the accuracy or completeness of any offering document or literature.

These securities are offered under an exemption from registration; however, the U.S. Securities and Exchange Commission has not made an independent determination that these securities are exempt from registration.

8. Discuss the material factors that make an investment in the issuer speculative or risky:

- (1) _____
- (2) _____
- (3) _____
- (4) _____
- (5) _____
- (6) _____
- (7) _____
- (8) _____
- (10) _____
- (11) _____

INSTRUCTION TO QUESTION 8: Avoid generalized statements and include only those factors that are unique to the issuer. Discussion should be tailored to the issuer’s business and the offering and should not repeat the factors addressed in the legends set forth above. No specific number of risk factors is required to be identified. Add additional lines and number as appropriate.

DIRECTORS OF THE COMPANY

4. Provide the following information about each director (and any persons occupying a similar status or performing a similar function) of the issuer:

Name: _____ Dates of Board Service: _____
 Principal Occupation: _____
 Employer: Dates of Service: _____
 Employer’s principal business: _____

List all positions and offices with the issuer held and the period of time in which the director served in the position or office:

Position: _____ Dates of Service: _____
 Position: _____ Dates of Service: _____
 Position: _____ Dates of Service: _____

Business Experience: List the employers, titles and dates of positions held during past three years with an indication of job responsibilities:

Employer: _____
 Employer’s principal business: _____ Dates of Service: _____
 Title: _____
 Responsibilities: _____
 Employer: _____
 Employer’s principal business: _____ Dates of Service: _____
 Title: _____
 Responsibilities: _____

Employer: _____
 Employer’s principal business: _____ Dates of Service: _____
 Title: _____
 Responsibilities: _____

OFFICERS OF THE COMPANY

5. Provide the following information about each officer (and any persons occupying a similar status or performing a similar function) of the issuer:

Name: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

List any prior positions and offices with the issuer and the period of time in which the officer served in the position or office:

Position: _____
 Responsibilities: _____ Dates of Service: _____

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(1)

—アメリカ—

2016年6月24日(金) 15:00~16:56

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1）

—アメリカ—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

加藤 貴 仁

目 次

- | | |
|---|-----------------------------|
| I. 報告の対象 | 1. “wolf pack” |
| II. Hedge Fund Activism の現状 | 2. Schedule 13D の提出期限について |
| III. Hedge Fund Activism の評価 | 3. その他の“wolf pack”への対抗策について |
| 1. 理論的な評価の対立 | |
| 2. 事実認識に関する対立 | V. 日本企業を対象とした activist |
| 3. Hedge Fund Activism に対する評価の対立
が意味すること | campaign への対処を考える際の示唆
討論 |
| IV. Hedge Fund Activism を巡る法的問題 | |

○山下 定刻ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の加藤先生に「株主アクティビズム」のアメリカの状況についてご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○加藤 東京大学の加藤です。本日はよろしくお願いします。

I. 報告の対象

私に割り当てられたテーマは「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1）—アメリカ—」ですが、アメリカについては、hedge fund によるいわゆる activist campaign を取り上げるべきだと思いました。そこで、本報告では、比較的最近公表された、法制度が hedge fund activism にどのように対処すべきかを論じた2つの論文でなされた主張を比較することを中心に、関連する

話題も取り上げつつ、hedge fund activism に代表される短期主義を巡るアメリカの状況を紹介することを目的とします。

主な検討対象とする論文の著者の1人である Bebchuk 教授らは、皆さんも既にご案内のとおり、株主アクティビズムの意義について非常に肯定的な立場を代表する研究者です。別の論文の著者である Coffee 教授はやや立場が見えにくいのですが、少なくとも Bebchuk 教授らほどは株主アクティビズムの意義について肯定的ではないと思います。

次に、報告の対象を明確化するために、hedge fund activism とは何かということを簡単に説明しておきたいと思います。

Hedge fund activism とは何かといいますと、hedge fund が、会社（以下 hedge fund activism の対象となる会社を「対象会社」という）に対して、株主利益の向上に資すると考える施策の実施

を積極的に求めることで短期的に高い収益を挙げる手法を指す、と一般的には言われています。これは activist campaign とも呼ばれるわけですが、その中には、CEO と取締役会議長の分離の提案など穏当なものから、会社の売却、CEO の解任または事業部門の売却の提案など、より干渉的なものも含まれています (Coffee & Palia[2016] at 553-554)。

株主アクティビズムといいますと、その主体は hedge fund ではなくて、年金基金や投資信託などの機関投資家、いわゆる伝統的な機関投資家が積極的に株主として権利を主張するということがアクティビズムと呼ばれることもあります。これらの年金基金や投資信託などの機関投資家が株主権を積極的に行使する目的は、経営戦略に反対するなど防御的なものであったのに対して、hedge fund による activist campaign というものは、積極的に何らかの行動を求める攻撃的なものであると指摘する見解もあるようです。

このような hedge fund activism がどのような流れで行われるかといいますと、まず、activist campaign を行おうとする hedge fund が対象会社の株式を取得し、その後、取得した株式の数が我が国の大量保有報告書に相当する Schedule 13D 制度の提出義務である 5% を超えた時点で、Schedule 13D を提出します。その提出と同時に、activist campaign——通常は自分たちが望ましいと考える行動を対象会社の経営者に対して書簡などを送って請求したり、場合によっては、対象会社が応じなければ委任状争奪戦や TOB など行ったりすることも含めて activist campaign といいますけれども、これを行います。Activist campaign が成功したか失敗したかを問わず、彼らはあまり長期間株式を保有することを前提とはしていませんので、対象会社の株式を比較的短期で売却するというわけです。

どの程度の期間、このような activist campaign を行う hedge fund が対象会社の株式を保有しているかを調査した著名な研究がありまして、それによれば、その中間値は 369 日であるようです。た

だ、比較的最近の研究では、その期間は 266 日に短くなっていることを示すものもあるようです。

ここで、「短期主義 (short-termism)」という言葉をご定義しておきたいと思えます。短期主義についての明確な定義はアメリカでも存在しないようです。ただ、Coffee 教授らの論文によると、結局、短期主義というものは、将来の利益を現在価値に割り引く際の割引率が伝統的な機関投資家が用いる割引率よりも高い傾向をとることと定義されています (Coffee & Palia[2016] at 573)。このような定義に従うと、短期主義というのは、株式を保有する期間が短いこと自体ではなくて、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益を高く評価する傾向ということになると思えます。本報告では、以上に述べた定義に従って、短期主義という用語を用いることにします。

II. Hedge Fund Activism の現状

次に、検討対象である hedge fund activism の現状について、主に Coffee 教授らが行ったサーベイに基づき、その概要を紹介していきたいと思えます。

まず、activist campaign の数は近年急速に増加していきまして、例えば 2010 年から 2014 年前半までに 1,115 件の activist campaign が行われました。2014 年だけでもその数は 347 件となり、これは過去最高であったようです。これに対して、2005 年 1 月から 2006 年 8 月までの 20 か月間に行われた activist campaign の数は 52 件にすぎなかったという研究があるようです。

近年の activist campaign の特徴として、対象となる会社の規模が大きくなっていることが挙げられています。Activist campaign を成功させること及びそこから収益を上げるためにはある程度の株式の集中保有を必要とするので、かつては activist campaign の対象となる会社の規模は小さかったわけです。ところが 2013 年には、activist campaign の対象となった会社の 3 分の 1 は時価総額が 20 億ドルを超える会社となり、時

価総額が 100 億ドルを超える会社が activist campaign の対象となる事例は、2010 年は 17 件にすぎなかったのですが、2011 年には 21 件、2012 年には 23 件、2014 年には 42 件と増加しています。このような大規模な上場会社の中には、DuPont などアメリカを代表する大企業であり、かつ継続して高い収益率を記録してきたものも含まれます。つまり、必ずしも経営不振に陥っているといった会社ばかりではなくて、むしろ収益率の高い企業なども activist campaign の対象に含まれるようになってきているようです。

Coffee 教授らの論文では、hedge fund activism の現状というものは、どんなに対象会社の規模が大きく収益率が高いとしても、activist campaign の対象にならないとは言えず、activist campaign を行おうとする hedge fund が他の株主から支持を得ることができるストーリーを提示することができれば、activist campaign の対象になり得るし、十分に成功する可能性が高いという状況であると分析されています。

Activist campaign の一環として hedge fund が委任状争奪戦を仕掛けることもあります。その委任状争奪戦の中で hedge fund が仕掛けているものの数は、2009 年の 39% から 2013 年には 69% に増加しています。さらに非常に興味深かったのは、このような hedge fund が仕掛けた委任状争奪戦において、例えば取締役の候補者の推薦を含む委任状争奪戦などで、hedge fund が例えば少なくとも 1 人の候補者を当選させることができたなど hedge fund が勝利したと評価できる事例の数は増加傾向にあり、2012 年は 52% であったけれども、2014 年には 73% にまでなったということです。

そして、hedge fund が取締役を送り込むことに成功した事例の 44% で、その後 18 か月以内に CEO の交代が行われたという研究もあるようです。このような状況を評して、Coffee 教授などは、現在は hedge fund bubble が起きているのだと指摘しています。

Ⅲ. Hedge Fund Activism の評価

次に、hedge fund activism に対する学説の評価を簡単に振り返っておきたいと思います。

1. 理論的な評価の対立

肯定的な評価をする見解は、まず、上場会社では、株式が分散保有されているので、集合行為問題のため株主が自己の利益を守るために団結して行動することは非常に困難であることを指摘します。このような状況において、hedge fund は、いわば上場会社の株主の利益を代弁する仲介機関として行動していることが指摘されています。代表的なものは、レジュメ 3 ページの注 1 に挙げたような見解です。

次に、否定的な評価をする見解の最大の根拠は、結局、activist campaign を行う hedge fund の利益と他の株主の利益は対立しているので、hedge fund による activist campaign に対象会社が従うと他の株主の利益が害されるということかと思えます。

注 2 に hedge fund activism に批判的な見解で著名なものをいくつか挙げていますが、hedge fund activism 自体はかなり前から存在していたので、批判的な見解の主張の重点も移っているような気がしています。例えば 2007 年から 2008 年にかけての金融危機の前は、主に empty voting と呼ばれる、いわばデリバティブなどを使って対象会社の企業価値が下がることに利益を得るような経済ポジションを持っている hedge fund が activist campaign をしたり、もしくは企業価値が下がっても損をしないような経済ポジションをつくって activist campaign を行ったりしているというようなことに対する批判が中心であったような気がします。ところが、金融危機の後には、主に当時の経営者の報酬などがストック・オプションなど株価の変動にかなり依存したものであったということ、さらに機関投資家、特に hedge fund が株価の上昇に対して強い圧力を対象会社にかけてことによって、結果として金融危機が起きたのだといった論調の中で hedge fund activism に対する批判も行われてきたように思います。つまり、

株価を中心とするガバナンスへの批判の一環として、hedge fund activism に対する批判が行われてきたように思います。

そして、最近では、hedge fund activism の意義に消極的な見解は、先ほど挙げた短期主義というものに対する批判が中心となっているように思います。

短期主義に対する批判は、決してアメリカの学界に限った現象ではありません。例えば hedge fund が activist campaign の一環として DuPont に仕掛けた委任状争奪戦において、DuPont 側についた BlackRock Inc. の CEO である Lawrence D. Fink 氏は、アクティビズムを行うような hedge fund といわゆる BlackRock のような長期の保有を前提とする株主との利益は明確に対立しているのだと主張しています。

2. 事実認識に関する対立

ここが本日の報告の中心になるわけですが、hedge fund activism に批判的な立場の主たる根拠として、activist campaign によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、hedge fund は高値で売り抜けることができるけれども、他の株主は長期的に対象会社の収益力が減少するという不利益を被るという状況、これを“pump at dump”とかと言うようではありますが、こういった状況が生じていることが批判的な立場の根拠として挙げられています (Coffee & Palia[2016] at 549)。このような主張は、“myopic-activists” claim と呼ばれることもあります (Bebchuk et al. [2015] at 1093-95)。

現在では、activist campaign が Schedule 13D の提出によって一般的に明らかになることによって対象会社の株価が短期的に上昇するということは、多くの実証研究によって明らかにされていますし、このこと自体は hedge fund activism に批判的な論者も認めています (Bebchuk et al. [2015] at 1121-23)。

こういった“pump at dump”とか“myopic-activists”といったことを根拠として hedge fund

activism に批判的な論陣を展開する代表的な論者は、アメリカの著名な弁護士事務所である Wachtell, Lipton, Rosen & Katz です。その中でも特に Lipton 弁護士が非常に批判的ですが、その主張の内容は、事務所が敵対的企業買収に対して批判的な論陣を展開した際の主張とほぼ等しいと思います (Coffee & Palia[2016] at 549 note 9)。

これに対して、hedge fund activism に批判的な論者が主張しているような状況は一般的には存在していないということを実証研究によって示そうとする代表的な論者が Lucian Bebchuk 教授らです。

なお、こういった“pump at dump”といった事実認識に対しては、元デラウェア州最高裁判所判事の Jack B. Jacobs 氏や現デラウェア州最高裁判所判事の Leo E. Strine 氏などが親和的な態度をとっています (Bebchuk et al. [2015] at 1149)。次に、Bebchuk 教授らの実証研究の内容を非常に簡単に紹介したいと思います。

“pump at dump”などを根拠として hedge fund activism に批判的な立場をとる論者は、activist campaign によって短期的に対象会社の業績が向上して株価は上昇するかもしれないが、それは activist campaign が対象会社に長期的な不利益をもたらす犠牲、例えば R&D 投資の削減などが典型的ですが、こういった長期的な不利益をもたらす犠牲を伴うことが株価に十分に反映されないからだと考えているわけです (Bebchuk et al. [2015] at 1096)。言い方を換えれば、仮に長期的な利益を害する行為が行われても、それが直ちに市場価格に反映される可能性が高いのであれば、短期の株式保有を予定している者にとっても、当然市場価格が下がることとなりますから、activist campaign は魅力的とは言えなくなるというわけです。

しかし、Bebchuk 教授らの実証研究の前提として、仮に activist campaign を仕掛ける hedge fund が短期間の株式保有を前提とした短期的な利益を追求しており、かつ株式市場が hedge fund

activismが対象会社の企業価値に与える長期的な影響を十分に株価に反映させることができないとしても、“pump at dump”とか“myopic-activists”といった hedge fund activism に批判的な論者の事実認識が唯一の理論的に正しい事実認識ではないという主張がされています。

なぜかという、確かに株式市場が非効率で activist campaign を仕掛ける hedge fund の株式保有期間が短いと、理論的には、activist campaign が対象会社に長期的には企業価値を毀損する行動を求める可能性はあるわけです。しかし問題なのは、そのような事例がどの程度の頻度で生じるかということであって、もしかしたら activist campaign が短期的及び長期的な企業価値の増加につながる事例のほうが圧倒的に多い可能性すらあるわけです (Bebchuk et al. [2015] at 1096)。もしこういった activist campaign が対象会社の企業価値の増加につながる場合のほうが多いのであれば、一部の事例において activist campaign が対象会社の企業価値にマイナスの影響を与えてとしても、activist campaign を一律に規制するといったことには慎重な態度をとらなければいけないという結論になるわけです。

すなわち、hedge fund activism に批判的な論者が主張する事実認識というものは仮説の一つにすぎないので、その正しさは、それ自体が実証研究において明らかにされなければいけないというのが Bebchuk 教授の主張であるわけです。

それでは Bebchuk 教授らがどのように実証研究をしたかという、実証検証の詳細を紹介することは私の手に余るので、非常に簡単にしか紹介できませんけれども、主に行ったのは、activist campaign の後の対象会社の業績、収益力や株価の変化と activist campaign の相関関係の調査です。

その結果どういったことがわかったかという、activist campaign の後の5年間の対象会社——これは上場が維持されているものに限るわけですが——の Tobin's Q と ROA の変化や対象会社の株価の超過収益率を測定したわけですが、その結果として、activist campaign と対象会社の

Tobin's Q、ROA や株価の間に統計的に有意な負の相関関係、つまり activist campaign が行われると、その後 Tobin's Q や ROA などが有意に下がるという相関関係は観察されないということでした。したがって、hedge fund activism に批判的な論者の事実認識というものは誤りだと主張されています。この点は、Bebchuk 教授らの論文の一番重要なポイントではないかと思います (Bebchuk et al. [2015] at 1117 & 1130)。

これに対して、Coffee 教授らも、Bebchuk 教授らの実証研究について、確かに hedge fund activism が行われると、対象会社の株価とか業績が短期的には上がっても、長期的に下がるという仮説は正しくはないと認めています。しかし、長期的に下がるという仮説は正しくないとしても、実証研究の詳細を見ると、activist campaign が行われた場合には、対象会社の収益力などが増加するという関係があるとまでは言えないと指摘しています (Coffee & Palia [2016] at 551 note 16, 587 note 173)。

確かに Bebchuk 教授らの研究を見ると、activist campaign と対象会社の業績とか株価の間に正の相関関係、つまり、activist campaign が行われると、その後の株価とか業績が上がっているという正の相関関係がある場合が多いことは示されているわけですが、その関係の幾つかは、統計的に有意であると評価できるものではないわけです。これは、私は実証研究の専門家ではないので、なかなか評価が難しいのですが、素人ながら見てみると、ちょっと興味深いなと思ったのが、Tobin's Q と ROA を比較した場合に、Tobin's Q のほうが統計的に有意な結果が得られている項目が多いような印象を受けるわけです。つまり、activist campaign と Tobin's Q の間には正の相関関係がよく見られているけれども、ROA との関係は、Tobin's Q に比べると統計的に有意な正の相関関係はあまり見られていないということです。

このような結果になった理由として、Bebchuk 教授らは、長期的な業績の向上は対象会社が保有

する既存の資産の収益力の増加以外の理由で生じる可能性があることを挙げています (Bebchuk et al. [2015] at 1111)。私は、Bebchuk 教授らの主張を正確に理解できてはいません。しかし、被説明変数を Tobin's Q とする場合と ROA とする場合とで実証研究の結果に差異が生じていることは、Tobin's Q は、結局は株式市場による対象会社の業績の評価をあらゆる指標なので、hedge fund activism が対象会社の業績に与える影響を評価する際に Tobin's Q を利用することに慎重な立場をとるべきことを示唆しているのかもしれませんが。

Hedge fund activism が対象会社の長期的な収益力に与える影響に加えて、Bebchuk 教授らの研究と Coffee 教授らの研究で非常に対立していたのは、対象会社が activist campaign の対象になった後に、R&D 投資などが減少することへの評価です。

Hedge fund activism に批判的な論者は、activist campaign の後、R&D 投資などその成果が生じるために長期間を要する投資を対象会社が絞る傾向にあることを、hedge fund activism が対象会社の企業価値を下げている根拠として主張することがあります。実際に、hedge fund など短期主義的な傾向を持つ投資家は、配当や自己株式の取得を通じた株主への分配であるとか、特にそれを負債による資金調達によって行うことを好むわけですがけれども、その結果、実際に対象会社が R&D 投資などを減少させているという研究があるようです (Coffee & Palia[2016] at 573)。

実際に R&D 投資が減少していることを受けて、hedge fund activism に批判的な論者は、activist campaign が対象会社に長期的な利益を犠牲にさせているという主張をするわけですがけれども、これに対して Bebhuk 教授らは、上場会社の経営者は、一般的に事業規模の拡大を求めて非効率的な投資を行う誘因、いわゆる“empire building”を行う誘因を持っているので、R&D 投資が減少することも肯定的に評価できると主張します。つまり、放っておいたら“empire building”に使われてしまうような余裕資金が株主に返還されたにす

ぎないのであるから、対象会社が R&D 投資などを減少させているということを肯定的に評価できる可能性があると主張しているのです (Bebchuk et al. [2015] at 1136 & 1137 note 103)。

これに対して Coffee 教授らは反論するのですが、まず、確かに昔は“empire building”に対する懸念はあったが、その懸念が深刻であったのは、経営者の報酬の主たる部分が金銭であったからであると指摘します。しかし、現在はその報酬の大部分がストック・オプションなどになっているので、そもそも経営者には規模の最大化を迫る誘因は存在しないと主張します (Coffee & Palia[2016] at 593-594)。

Bebchuk 教授ら以外にも、activist campaign の後に対象会社が R&D 投資を減少させることが対象会社の企業価値にどのような影響を与えるかということについて実証研究が蓄積されつつあります。例えば最近公表されたのは、レジュメ 6 ページの注 6 に挙げた、R&D 投資が減少することを前提とした上で、しかし減少しているということは、R&D 投資が非常に効率的に行われるようになっているからであるということ、対象会社の特許出願件数などを調査することによって研究するものもあるようです。

3. Hedge Fund Activism に対する評価の対立が意味すること

以上に述べた Bebhuk 教授らと Coffee 教授らの hedge fund activism に対する評価の差異を、我々がどのように理解すべきかということをもとめてみたいと思います。

これまでの実証研究から明らかになったことというのは、activist campaign の直後及び一定期間の経過後に対象会社の企業価値が下落するという傾向は、一般的な傾向としては見られないということだと思います。仮にこういった一般的な傾向が見られるのであれば、hedge fund activism を一般的に制約するという規制も正当化できる余地があるのかもしれませんが。

これに対して、activist campaign の直後及び

一定期間の経過後に対象会社の企業価値が増加するという傾向があるのかということについては、依然として争いがあるように思われます。

これに加えて、Coffee 教授らの論文では、こういった hedge fund activism を対象とした実証研究を参照する際の注意点なども書かれていまして (Coffee & Palia[2016] at 551-552)、非常に興味深かったので、少し長めに引用しています。

1つ目として、長期的に観察して対象会社の株価に正の超過収益率が生じていたことを発見した研究においても、研究対象となったサンプルのかなりの割合で対象会社に負の超過収益率が計測されているようです。

これも私は生のデータを確認しているわけではないのですが、すなわち、activist campaign と対象会社の株価の相関関係は、両者の一般的な傾向を調査するわけですが、個々のサンプルに着目すると、非常に高い収益率を計測しているものもあれば、非常に低い収益力というか、負の収益率を計測しているものもあるということです。つまり、activist campaign が対象会社に与える影響にもかなりばらつきがあるのではないかという主張です。

2つ目として、activist campaign によって対象会社の株価に正の超過収益率が観察されることに関しても、注意すべき点が指摘されています。この点は実証的には争いがないように思われるのですが、このことは必ずしも企業価値が activist campaign によって向上したということの意味するわけではなくて、例えば activist campaign がされたら、もしかしたら買収提案がされるかもしれないという思惑で株価が上がっているにすぎないという可能性も十分にあるということです。

実際には、activist campaign によって株価が上がる理由を探求する研究も行われています。つまり、activist campaign といっても、先ほど紹介したとおり、その内容はさまざまです。例えばコーポレートガバナンスの改善を目的とした activist campaign とか、経営者報酬の削減を目

的とする activist campaign とか、資本構成の変更など、いわば経営者のエージェンシー問題の改善につながるような施策を求める activist campaign を行ったほうが株価が上昇するといった関係が実証研究によって示されると、activist campaign と対象会社の企業価値の間に正の相関関係があると評価しやすいように思います。しかし、実際には、activist campaign が行われること自体に株価が反応しているのであって、その内容はあまり関係ないという研究が有力なようです。

3つ目として、これは敵対的企業買収の場合と同じですが、hedge fund activism が株主にもたらした利益というものは、そのほかの利害関係人からの利益の移転にすぎないのではないかという点について、十分な実証研究が行われていないということです。

4つ目は、これまでの実証研究は対象会社の企業価値に与える影響を対象とするものが中心であったけれども、より一般的に、対象会社以外の会社に対して hedge fund activism が与える影響についても実証研究が行われる必要があるということです。

こういった Coffee 教授らの批判に対して、Bebchuk 教授らは直接的に反論しているわけではないのですが、彼らの論文に書かれていることなどからどういった反論がされるかというものを私なりにまとめたのが次の項目です。

まず、Bebchuk 教授らは、一般的な傾向として、activist campaign と対象会社の業績や株価の間に正の相関関係が観察されれば（負の相関関係が観察されなければ）、hedge fund activism は社会全体にとっても、また上場株式のポートフォリオを保有する投資家にとっても、不利益を与えるものではないと考えているように思います (Bebchuk et al. [2015])。

次に、activist campaign とその後の対象会社の業績の向上に統計的に有意な正の相関関係があることは、activist campaign によって対象会社の業績が向上したことを当然に意味するのではなく、業績が向上する対象会社を hedge fund が選択

して activist campaign を仕掛けたという可能性を排斥するわけではありません。つまり、因果関係が逆の可能性もあるということですが、これは Bebchuk 教授らも認めているわけです。しかし、hedge fund が株価とか業績が上昇するような会社を選んでいくということは、別に批判されるわけではなくて、hedge fund による対象会社の選び方が優れていたということの意味するだけです。したがって、このことは追加的な規制を正当化する根拠にはならないのだという反論がされています。

さらに、hedge fund activism が対象会社以外の会社に影響を与え得る可能性があるということは、Bebchuk 教授らも認めています、これについては別の論文で理論的な反論が行われています (Bebchuk et al. [2015])。また、activist campaign が公表されることによって、対象会社と類似の属性を持つ会社の株価にも超過収益が発生することを示す実証研究が存在するということが指摘されています (Bebchuk et al. [2015] at 1095 note 28)。

この項目のまとめとして、Bebchuk 教授らがこの論文を書いた動機についても触れたいと思います。その主たる動機は、hedge fund activism に批判的な論者、特に Lipton 弁護士が、実証研究よりも経営者達の実験の経験というものを信頼すべきだと言って実証研究を無視していることに対して、そういった態度は適切ではないということを示すことにあります。確かに、hedge fund activism と対象会社の企業価値の相関関係を対象とした実証研究を全く無視することは適切ではないと思いますが、個々の activist campaign が個々の対象会社の企業価値にどう影響を与えているかということも考える必要があるような気がします。

つまり、Bebchuk 教授らは一般的な傾向を問題にし、Lipton 弁護士たちは実際の経験に基づいて個々の activist campaign を問題にしているのかもしれない。両者の hedge fund activism に対する評価の違いは、結局は、対象会社の企業価値を増加させる activist campaign と下落させる activist campaign を選別できる仕組みが存在す

るのかという評価の違いに由来するように思います。Bebchuk 教授らは、現在十分に選別できているから、これ以上 hedge fund activism を制約する必要はないのだという立場だと思います。

つまり、本日の表題に含まれている「株主アクティビズムの健全化」という言葉を使用すると、Bebchuk 教授らはアメリカの hedge fund activism は健全だから、それを制約するために新たな法規制を導入する必要はないという立場だと思います。これに対して Coffee 教授らは、hedge fund activism の種々の制約要因となっていた法制度などが近年急激に変化したため、hedge fund activism が不健全になりつつあり、hedge fund activism によって対象会社の企業価値が実際に損なわれているのではないかと疑いを抱かざるを得ない事例があらわれてきているとして、現行法の枠組みに懸念を表明しているということかと思えます。

IV. Hedge Fund Activism を巡る法的問題

法制度は、hedge fund activism がどれくらい行われるか、hedge fund が hedge fund activism からどれくらいの収益を上げることができるかということに影響を与える非常に重要な要素です。例えば、かつてのアメリカの上場会社の多くは、期差取締役会とポイズン・ピルを併用することによって、敵対的企業買収の脅威をほとんど無意味なものにすることができたと言われていました。期差取締役会とポイズン・ピルは、敵対的企業買収防衛策としてだけではなく、activist campaign を行おうとする hedge fund にとっても障壁となります。しかし、現在では、期差取締役会とポイズン・ピルの組み合わせは、もはや絶滅危惧種のような状況になっています。このような状況に至った理由の一つは、Shareholder Rights Projects という Bebchuk 教授によって運営されているハーバード大学のクリニカルプログラムが、機関投資家と共同して、株主提案権などを利用して期差取締役会やポイズン・ピルの排除を上場会社に強く求めていったことがあります。

さらにもう一つ重要なのは、議決権行使助言会社の影響力というものが非常に大きくなっているということです。かつてのアメリカでは、シャドウ・ピル、すなわち、まだポイズン・ピルを導入していない会社も取締役会の判断ですぐにポイズン・ピルを導入することができたと言われていました。しかし、最近では議決権行使助言会社の影響力が高まり、議決権行使助言会社の賛成を得るような内容でないとポイズン・ピルを導入すること自体が難しくなっています。つまり、アメリカでは、これまで株主権の行使に対して上場会社が持っていたさまざまな防御策というものが急激に減っているということです。

1. “wolf pack”

以上に述べた点に加えて、Coffee 教授らの論文では、hedge fund activism を最もやりやすくした法制度上の要因の一つとして、“wolf pack”と呼ばれる戦術が挙げられています（Coffee & Palia[2016] at 550）。この“wolf pack”というものは、既に我が国でも紹介されており、最近になって初めて使われるようになった手法というわけではありません。2005年には既に使われていたと指摘する見解もあります。ただ、Coffee 教授らは、最近ではそれが使われる事例が大幅に増加し、かつ規模が格段に大きくなったと指摘しています。

まず、“wolf pack”の概要を説明します。1934年証券取引所法13条(d)(3)、これは我が国の大量保有報告制度に相当する義務を定める規定ですが、その義務を負うのは、上場会社の株式をその発行済み株式総数の5%を超えて取得するに至った者です。そして、5%を超えて取得したかどうかを計算する際に、group——我が国の言葉で言えば共同保有者ですけれども——を構成する株主全員の持株数が合算されて、groupを構成する株主全員がSchedule 13Dの提出義務を課されるという仕組みになっています。これは我が国の大量保有報告制度と同じですが、”wolf pack”というものは、groupに該当することを避けつつ、集団で対象会社の株式を大量に取得する仕組みで

あると位置づけられています。

“wolf pack”では、リーダーとなる hedge fund が存在します。まず、リーダーが activist campaign を行うことを決めて、その後、仲間の hedge fund を募ります。リーダーは Schedule 13D の提出義務を超えるような持株割合まで株式を買い集めるけれども、ほかの参加者は3%とか4%などの Schedule 13D の提出義務が課されない程度の持株を買い、リーダーが Schedule 13D を提出した後に協調行動をとるというわけです。協調行動をとっているのだから group に該当するのではないかと思われそうですが、ただ単にこういった行動を行いましょうというやりとりをするだけでは、group を構成するとは評価されないとする見解がアメリカでは有力であるようです（Coffee & Palia[2016] at 568）。日本でも恐らくそうであろうと思います。

Activist campaign を行おうとする hedge fund にとって、“wolf pack”には以下のようなメリットがあると指摘されています（Coffee & Palia[2016] at 561-564）。

まず、持株数が5%を超えていない hedge fund は、結局、activist campaign に参加していることを自白しない限り、開示義務違反を問われることはありません。さらに、group とみなされてしまうと、早い段階で Schedule 13D の提出義務が課されてしまいますが、Schedule 13D の提出義務がリーダーの持株数だけを基準にして判断されれば、その提出時期を遅らせることができます。

さらに、先ほど申し上げたとおり、現在、対象会社はポイズン・ピルをあらかじめ入れておくことが困難な状況にあり、大量の株式取得行為に気づいた後にポイズン・ピルを導入することが多いと思います。しかし、“wolf pack”をされてしまうと、リーダーが5%を超える株式を取得して Schedule 13D を提出した段階で既に“wolf pack”の参加者の持株数を合計すると3割以上になるという状況も結構あるようです。このような状況でポイズン・ピルを導入しても、株式取得行為を妨害する効果は限定されてしまいます。したがって、

“wolf pack”はポイズン・ピルの効果を減殺できるわけです。

Coffee 教授らは、“wolf pack”がどのように行われるのかを、Schedule 13Dに関する実証研究を参考にして推測しています。Schedule 13Dの提出者の行動についてはさまざまな実証研究がありますが、よく行われているのは、Schedule 13Dの提出が対象会社の株価や取引高に与える影響を研究するというものです。これらの実証研究は、Schedule 13Dの提出よりも提出前10日間のほうが株価や取引高に与える影響が大きいことを示しています。つまり、アメリカでは、5%を超えてから10日以内にSchedule 13Dを提出しなければいけないわけですが、その10日間に株価や取引高が非常に上昇する傾向にあるということです。ただし、Schedule 13Dの提出義務を負う者が、この10日間に追加的に買い増しをすることはなくて、彼ら又は彼女らは、取得した株式数が5%を超えた日とその翌日にほとんどの株式を取得しているようです。そうすると、この10日間に誰が株式を取得しているのかということが問題になりますが、Coffee 教授らは、以下に述べるように、“wolf pack”の参加者が対象会社の株式を取得しているのではないかと推測しています(Coffee & Palia[2016] at 564-565)。

最初に、activist campaignを主導する hedge fundのリーダーが、対象会社の発行済株式総数の5%超を取得する。その後、リーダーは持株割合が5%を超過した日から10日間、Schedule 13Dを提出することなく株式を買い増すことができるわけですが、そのような行為は実はあまり行われていないわけです。その理由は、株式を保有すればするほど、投資リスクが増加するわけで、それを避けたいということではないかと言われています。

次に、リーダーから activist campaignに関する情報を得た hedge fundが対象会社の株式を買い集めている可能性が指摘されています。この10日間の株価や取引高が非常に大きく変動しているのは、リーダーから activist campaignの情報を秘

密裏に得た hedge fundが買い増していることが原因ではないかと、Coffee 教授らは推測するわけです。

その結果として、リーダーが Schedule 13Dを提出するときには、activist campaignを成功させるのに必要十分と言ってもいいほどの議決権をリーダーが事実上支配している状態が生じることになるわけです。

このように Schedule 13Dやポイズン・ピルなどの制約を受けることなく、hedge fundが対象会社の株式を大量に取得することができることをどのように評価すべきかは非常に難しいのですが、Coffee 教授らは、以下のような問題を指摘しています(Coffee & Palia[2016] at 593)。

1つ目は、一般株主は、activist campaignの情報が反映された株価でしか対象会社の株式を取得できないので、control premiumを獲得することができないという批判です。ただ、この批判がアメリカの学界で一般的に受け入れられているとは思えません。一般株主がこのような主張をすることは、activist campaignを行う hedge fundの行動にフリーライドさせてくれと言っているようなものだからです。Coffee 教授らも、確かに不公平かもしれないけれども、法的には問題にならないのではないかと考えているように思います。

むしろ問題なのは2つ目でして、実証研究によると、Schedule 13Dの提出に伴う対象会社の株価の上昇などは、activist campaignの内容とは無関係に発生しているということです(Coffee & Palia[2016] at 584)。“wolf pack”の参加者は activist campaignが株価に反映される前に安く株式を買い集めているので、“wolf pack”をすれば、activist campaignの内容とは無関係に収益を上げることができてしまいます。Coffee 教授らの論文では、このような状況が存在することに対する懸念が述べられています。

2. Schedule 13Dの提出期限について

Schedule 13Dの提出期限を早めること、すなわち、リーダーが5%超の対象会社の株式を取得し

てから提出期限までの 10 日間を短くすれば、“wolf pack”を行うことは難しくなります。このような改正の是非について、アメリカの学界では以下のような議論がなされていました。

議論の契機となったのは、Dodd-Frank 法が Schedule 13D の提出期限を早める権限を SEC に与えたことです。Dodd-Frank 法に従って SEC がこの権限を行使すべきかが学説で争われましたが、これまでに述べたことから明らかなように、Schedule 13D の提出期限の短縮の問題は hedge fund activism に対する評価と密接に関係しています。

例えば、Schedule 13D の提出期限の短縮に否定的な論者は、activist campaign を行おうとする hedge fund が、Schedule 13D の提出前に対象会社の株式を取得するための費用が増加することを問題にします。このことがなぜ重要かという点、Schedule 13D の提出前にどれだけ安く大量の株式を取得することができるかということが、activist campaign によって得ることができる利益の大きさを決めるだけではなくて、activist campaign が成功する確率にも影響を与えるからで（Bebchuk et al. [2015] at 1153）。

これに対して Coffee 教授らは、実際 Schedule 13D を提出した投資家は、持株割合が 5%を超えた日とその翌日に取得するケースが多いということは、10 日間の猶予期間があっても、Schedule 13D の提出義務を負う者が追加的に取得しているわけではないので、Schedule 13D の提出期限を早めても、少なくとも activist campaign のリーダーによる株式取得が阻害されることはない主張します。むしろ Schedule 13D の提出期限を早めることの是非は、“wolf pack”を促進するかどうかということによって決まるのであって、Coffee 教授らは、さきに述べたとおり、“wolf pack”に対して懐疑的な立場に立っているため、提出期限を維持することに対して消極的な立場をとっています（Coffee & Palia[2016] at 596-597）。

3. その他の“wolf pack”への対抗策について

“wolf pack”への対抗策として group の定義を見直すということや、ポイズン・ピルの内容を工夫して、Schedule 13D を提出することなく、5%を超える株式を取得したことを希釈化の発動条件とするポイズン・ピルを使うことによって、“wolf pack”に対処するというようなことも考えられています。

V. 日本企業を対象とした activist campaign への対処を考える際の示唆

最後に、日本企業を対象とした activist campaign への対処を考える際の示唆ということでもまとめていきたいと思えます。まとめといいますが、私の感想めいたことになっていて大変恐縮ですけれども、最初に、アメリカと日本では、対象会社の状況であるとか、hedge fund activism の制約要因となる法制度の存否が非常に大きく異なることに留意する必要があると思えます。

まず、対象会社の状況の差異について、activist campaign の後に対象会社が R&D 投資などを減少させることの是非を評価する際には、Bebchuk 教授らと Coffee 教授らの論争でも明らかになったとおり、ほかの手段によって経営者が非効率的な投資を行うことがどれくらい規律されているかということもあわせて考える必要があると思えます。仮に日本企業が効率的な投資を行うように十分規律づけられていないのであれば、activist campaign の後に投資が減るということは、日本における hedge fund activism の意義を消極的に評価する根拠にはならないのかもしれませんが。

次に Coffee 教授らはイノベーションの担い手としての上場会社の重要性も考慮すべきと主張しています。ただ、上場会社が配当や自己株式の取得によって株主に余剰資金を返還した場合、アメリカのようにベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティなど企業に対する資金供給の仕組みが発達している国では、株主に返還された余剰資金が資金需要のある新興企業などに流れることを期待できるように思えます。これに対して、日本では、アメリカほど企業に対する資金供給の

仕組みが発達してはいないように思います。したがって、日本の上場会社が株主に返還した余剰資金が再投資されるサイクルがどの程度確立しているかということを考える必要があるのかもしれませんが。

次に、法制度の差異について、Schedule 13Dと日本の大量保有報告制度には大きな差異があるように思います。5%という基準は同じですが、日本では提出期限が5営業日以内ということが重要かもしれません。したがって、日本でアメリカほど大規模な“wolf pack”を行うことはやはり難しいように思われます。

結局、activist campaign への対処を考える際には、敵対的企業買収を巡る論争とほぼ同じ問題があると思います。つまり、ある activist campaign が対象会社の企業価値を向上させるのか、下落させるものなのかを誰が判断すべきかという問題に行き着くと思います。“wolf pack”を非常に大規模に行うことができると、activist campaign を行う hedge fund が秘密裏に大量の対象会社の議決権を確保することができてしまい、Schedule 13D が提出された段階では、既に勝負が決まってしまうという状況が生じるわけです。つまり、activist campaign が対象会社の企業価値に与える影響がプラスなのかマイナスかということについて、対象会社の取締役会が何らかの評価をする機会がなくなってしまうと思います。Activist campaign が対象会社の企業価値に与える影響について、対象会社の取締役会に関与させることなく、“wolf pack”に参加する一部の株主の判断にのみ委ねてしまってよいかなど、いろいろと考える必要があるように思いました。

最後に、Coffee 教授らは、activist campaign を行おうとする hedge fund は、そもそも最初から短期保有しか前提にしていないわけで、このような短期保有しか前提にしていない人が長期的に対象会社に影響を与えることが可能になっていることが、株主の意見を会社経営に反映させる仕組みとして本当に適切なのかという疑問を呈しています。必ずしも全面的に賛成するわけではありませ

んけれども、興味深い記述でしたので、配付資料に引用させていただきました。

私からの報告は以上です。よろしくお願ひします。

~~~~~

#### 【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、ただいまの報告につきましてどの点からでもご質問、ご意見をいただければと思います。

#### 【実証研究の意義と限界】

○岸田 全体的なことについてお聞きしたいのですが、実証研究というのはいろいろな前提のもとで行いますが、相関関係とか因果関係で適当に自分たちに都合の良い結果を出しているようなアメリカの論争・論文が結構多いのですけれども、本当にそうなのかと言われると、どうしても、こうだという反対も出てくるのですね。必ず反対も出てくるので、それを中心にしておっしゃったと思うのですけれども、そういう実証研究について、先生はどのようにお考えでしょうか。

○加藤 今、岸田先生のおっしゃったとおりの問題がありまして、Bebchuk 教授らの実証研究に対しても、実証研究の方法が批判されることがあります。しかし、その一方で、ある法制度と対象会社の企業価値の関係を対象とする実証研究によって、我々が暗黙のうちに想定していたのとは違う相関関係が示されることもあるので、無視はできないと思います。

ただ、ある実証研究が一つ公表され、それが自分の見解にとって非常に都合のいいものであるからといって、それに基づいていろいろと法的な議論を組み立てることは慎重であるべきだと思います。何かエポックメイキングな実証研究が出れば、実証研究の専門家の中で追試のようなものが行われると思います。そのような追試が複数行われてある程度評価が確定したといえる実証研究であれば、我々もその成果を参照してよいのではと

私は考えます。

○岸田　それでは、同じような疑問をお持ちなのですね。実証研究は、要するに追試とか何かをやらないと、これだけでは必ずしも明確になりません。

○加藤　同じテーマと同じサンプルで別の人が似たような実証研究を行うということは結構あります。実証研究が積み重なっていくうちに、定評のある実証研究というものが明らかになると思います。我々が実証研究を参照する際には、そのような研究なのか否かを慎重に考える必要があると思います。

【Hedge fund activism におけるエグジットの手段について】

○森田　大変おもしろい研究をしていただきまして、ありがとうございます。

ただ、日本ではあまりこのようなことは聞きませんね。誰が中長期の経営を考えるのか。経営者なのか、株主なのかという問題もあると思いますが、差し当たって彼らは売却益を得たいわけでしょう。そうすると、日本では、株を買い集めて、それを売却する出口がなかなかないと思うのです。大量株になってしまうと売りにくいですね。

そうすると、私が昔勉強したときには、アメリカでは自社株を買ってくれると。高値買い取りですね。そういうものであれば出口はありますね。ところが、今おっしゃっているような株主アクティビズムの hedge fund さんたちは、換金というかキャッシュ化はどのようにやっているのでしょうかね。

○加藤　これはさまざまです、会社に自己株式の取得をさせて売り抜けるという例もあるようです。それ以外には、M&A をさせてエグジットするということもあるようです。エグジットの手法ということについては、今回の研究では調査し切れていないのですけれども、先生のおっしゃるとおり、彼らはエグジットできないと利益を上げることはできないので、どういったエグジットの手段があるかというのは非常に重要だと思います。

詳細な調査は今後の課題とさせていただきます。

○森田　だから、コーポレートガバナンスの議論としては、そういう中長期経営のことについて株主が意見を言えるのかと思っていたので、非常に興味を持ちました。

【Tobin's Q を会社の業績を表す指標として用いることについて】

○行澤　大変興味深いご報告をありがとうございました。

5 ページで、まさに加藤先生も「Bebchuk 教授が何を言っているのか」という文脈でご指摘された問題点につき、私自身もやはり加藤先生と同じような感じを受けました。つまり、hedge fund の activist campaign がなされて株価が上がるということは、実証的にほぼ疑いない。ところが、その株価が上がるのは、必ずしも activist campaign の中身にはあまりセンシティブではなくて、キャンペーンそのものに対して上がっているようだ。しかも、業績のとり方で、Tobin's Q か ROA かを比較した場合に、まさに Tobin's Q が統計的に有意なのだけれども、それは株価が上がればそうなるということであって、企業の業績や価値が上昇したかどうかということ捉えるにはむしろ ROA のほうが適切ではないかということですね。

つまり、Bebchuk 教授が説明した、長期的な業績の向上が資産の収益力以外の理由で生じている可能性ということを経験すると、株価の上昇が必ずしも企業価値を正しく反映するファクターではなくて、市場の思惑とか、そういう作用によって上がっているのだとすると、根本的に、activist campaign がなされれば長期的に業績が上がるということを書いていいのかどうか、そこはちょっと私も疑問に思いました。

加藤先生は Bebachuk 教授が何を言っているのかよくわからないとおっしゃったのですけれども、多分何らかの印象をお持ちだと思うので、ちょっとそれについてのご感想を聞かせていただければと思ったのですけれども。

○加藤　Tobin's Q との相関関係を図る実証研

究は、実証研究の世界では一般的に受け入れられている確立した手法といえます。Bebchuk 教授らも、Tobin's Q を使うことに対する批判があることは認識しているけれども、実証研究の世界では一般的に受け入れられているのだから、我々も Tobin's Q を使うと言っています。ですから、Tobin's Q を使うことに対する批判に真っ正面から反論しているわけではありません。

○行澤 なるほど。

○加藤 伝聞なので割り引いて聞いていただきたいのですが、かなり著名な経済学者の方が、ある国際会議で、Tobin's Q に過度に依存し過ぎるのは慎重であるべきではないかという発言をしたということを知っています。

○飯田 今の点に関して、株価が必ずしも信用できないという議論をすとしても、しかしこの研究は、キャンペーンから5年たった後の Tobin's Q をそれ以前と比べていると思うのですが、そうすると、5年たっても株価はいつまでも水増しされているのだという批判なのでしょう。

○加藤 私は、そこまで批判したいというわけではなくて、Tobin's Q と ROA で実証研究の結果に差異が生じた理由に興味を持ったというだけなのです。

今、飯田先生がおっしゃったとおり、5年間も株式市場がだまされるというのはかなり非現実的な状況であると思います。ですから、そういった反論はもちろん成り立ち得ると思いますが、その是非については私のような実証研究の素人では判断できないので、これ以上の回答はご容赦いただければと思います。

【Hedge fund activism が対象会社の株主以外のステークホルダーに与える影響について】

○前田 Hedge fund activism に対する否定的な評価として、加藤先生は、hedge fund の利益とほかの株主の利益は対立するという観点から説明をされました。しかし、ほかの株主は、将来企業価値が長期的には向上してより株価が上がる可能性があったのに、その芽を摘まれてしまうという

不利益を確かに受けるとは思うのですけれども、少なくとも短期的には株価が上がって、投下資本を回収する機会を与えられるということを考えれば、それほど大きな不利益はないのではないかと。むしろ hedge fund activism が長期的な企業価値を低下させるとすると、最も害されるのは、例えば従業員などの株主以外のステークホルダーの利益、あるいは国民経済的な利益であって、むしろこれらが重要な問題なのかなと思ったのですけれども、アメリカで hedge fund activism に対する否定的な評価がなされるときには、こういう株主以外のステークホルダーとか国民経済全般の利益というようなものは議論されないのでしょうか。

○加藤 アメリカでも、hedge fund activism が最終的には社会経済に対してどういう影響があるかということ意識して議論が行われていると思います。その経路として、例えば社債権者や従業員に対して hedge fund activism が悪影響を与える可能性に触れられることもあります。ただ、現在では、hedge fund activism が対象会社の企業価値にどのような影響を与えるか、という形で議論されることが多いように思います。

ただ、敵対的企業買収の際にも、敵対的企業買収が行われることによって対象会社の株主以外がどういった影響を受けるかについて数多くの実証研究が行われてきたと思います。Coffee 教授らの論文で指摘されていましたが、hedge fund activism については、類似の実証研究が少ないようです。このような実証研究が増えてくると、今後、hedge fund activism が株主以外のステークホルダーに与える影響についての議論も活発になってくるのではないかと推測しています。

○前田 ありがとうございます。

【Hedge fund の定義について】

○船津 ものすごく初歩的なことをひよっとしたら聞き漏らしていたのかもしれませんが、hedge fund activism ということで焦点を当てられていますけれども、hedge fund というのはどういうものなのかということをお聞かせいただければと思い

ます。どういうものに該当するのを hedge fund として分析の対象とされたのかということですね。とりわけ短期主義というので、hedge fund が Schedule 13D に提出したのが、369 日だったのが 266 日に短縮されたというようなことが書かれているわけですが、誰が hedge fund だというのは明確にわかるものなのでしょうか。

○加藤 Hedge fund の定義は一般的には存在しないというのが通説のようで、回答することは非常に難しい問題です。ただ、hedge fund に共通する特徴のようなものはあるようです。たとえば、非公開の私的な集団投資スキームであって、プロのファンドマネージャーによって運営されていること、そのファンドマネージャーの報酬はパフォーマンスベースになっていること、ファンドに投資できるのは投資能力のある投資家に限られていること、連邦証券規制の対象外であることという、4 つぐらいの特徴が挙げられることがあります。ただ、連邦証券規制の対象外という特徴は、現在では適切ではないかもしれません。各研究では、独自に hedge fund を定義することも多いようで、共通する定義を見つけることは難しいという状況です。

船津先生のご質問の趣旨は、hedge fund の定義が各研究で異なっていて、そのことが各研究のサンプルに歪みを生み出している可能性へのご懸念かと思うのですが、その検証はなかなか難しく、今回の研究ではそこまではやれていません。すみません。

○船津 5年の株価というあたりでの5年というのは、もはや hedge fund は当然持っていないという前提で5年というような線が引かれているという理解でよいのでしょうか。

○加藤 Bebchuk 教授らの研究ではそうだと思います。

○船津 ありがとうございます。

#### 【“wolf pack” の評価について】

○行澤 “wolf pack” についての評価に関して、できれば加藤先生のご意見をお聞きしたいと思い

ます。13 ページの、そもそも “wolf pack” が成功しますと、イメージとしては、まさにウルフが突如闇夜から出てくるという感じで、それが明らかに Schedule 13D で大量保有報告がなされたときには、もう取締役会には対抗する手段がなくなったり、ほかのウルフでない一般株主からしたら、それに対して発言権が縮減されたりする。そうだとすると、これは端的に大量保有報告制度の脱法といえますか、本来大量保有報告制度によって、支配権が市場で取引される場合にはフェアにそれをさせようという趣旨と、端的に矛盾するのかなという印象をちょっと受けました。

アクティビストにプロポーネントの方々が、いや、結局、株主が賛成するからいいのではないかというのですが、ウルフを形成する人たちにとって利益のあるものがいきなり大手で詰められると、他の株主のスクリーニングや、取締役会との対話という要素がなくなるので、この点について短期主義のプロポーネントの方はどうお考えなのか、先生のご意見も踏まえながらお聞かせいただけたら大変ありがたいです。

○加藤 非常に難しいのは、ポイズン・ピルを利用することが容易であった時代を “wolf pack” を評価する際の基準として良いかということです。つまり、期差取締役会やポイズン・ピルを利用することが容易であった時代は、対象会社の株式の 5% ぐらいを取得したアクティビストが対象会社と交渉するというのが、一般的であったと思います。しかし、今では、期差取締役会やポイズン・ピルを利用することは、株主の意思によってどんどんと困難になっています。株主たちが期差取締役会やポイズン・ピルは不要であると考えている状況において、たとえば大量保有報告制度の解釈によって、ポイズン・ピルと同じような効果を持つ仕組みを一律に導入することには、躊躇を覚えます。期差取締役会やポイズン・ピルを利用することが容易であった時代を、あるべき状態と評価してよいのかという問題があるからです。

行澤先生のおっしゃったとおり、もともと大量保有報告制度の制度趣旨には、例えば支配権の変

動をもたらそうとする者に情報開示をさせるということが含まれるとすれば、“wolf pack”が行われることによって、Schedule 13Dが開示されたときには、既に activist campaign が成功する確率が非常に高い状態になっているというのは、大量保有報告制度の趣旨に反するような気がします。しかし、そのような状況が生じた原因の一つは、期差取締役会やポイズン・ピルの意義について否定的な評価をした株主の意思であったわけですから、つまり、現状よりも、対象会社の取締役会または株主総会の承認を得ないとアクティビストたちは5%しか対象会社の株式を取得することができなかった時代の方がよかったのか、株主がそのような制約は不要であると判断したことをどのように評価するのか、ということ議論する必要があると思います。

○行澤 大変示唆に富んだ視点だと思うんですね。すなわち、今の加藤先生のご意見は、ポイズン・ピルなど取締役らの買収防衛策に不信感を持った株主の価値判断が、activist campaign に対してもあまり制限すべきでないという価値判断と同じベクトルだということをご指摘だったと思うのですが、そこで、もう一点だけお尋ねしますと、買収防衛策について既存の取締役らは信用できないという価値判断と、ウルフ以外の株主が、“wolf pack”は結果的に便乗できるからどんどんやらせろという価値判断は、果たして本当に重なりあうのでしょうか。それこそ Coffee 教授らが言われるように、ウルフらと他の一般株主との間に、情報を持っている者と持っていない者という対立関係が生じないのかなという印象を持つのですが、それはどうなのでしょう。

○加藤 行澤先生のご指摘のとおり、最終的には、“wolf pack”に参加する株主と参加しない株主の間に深刻な利害の対立が存在するのかなという問題に行き着くと思います。仮に Bebchuk 教授らの実証研究が追試されて、信頼に値するものだと評価されると、hedge fund activism を一般的に規制することに慎重な態度が必要になると思います。ただし、個別具体的なケースでは、“wolf pack”

を利用して行われる activist campaign が対象会社の企業価値に悪影響を与える可能性があると思います。対象会社の株主がこの点を危惧するのであれば、経営者に“wolf pack”を対象に含むポイズン・ピルの使用などを働きかけることが可能です。仮に多くの株主が“wolf pack”の制限を望んでいるのに、個々の会社が適切に対応できないという状況が存在するのであれば、何か法制度に問題があるのかもしれませんが。

○行澤 ありがとうございます。

### 【“wolf pack”と大量保有報告制度】

○森田 一応、Schedule 13D とかはウィリアムズ法でしょう。ウィリアムズ法は、一応対立に対しては中立だという観点でつくられた立法だと思うので、それが防衛にどうこうするものではないと私は思うんですね。むしろ、大量取得報告書を出すときに、事前に情報を漏らして、一緒に買うとか、そういう連絡を取り合うということが共同的な買付けであるというように、そこを正しく解釈すれば済む話ではないのかなと思うのですが、どうでしょうか。

○加藤 森田先生のおっしゃるとおり、アメリカでは取得した株式の数が5%を超えた日から Schedule 13D の提出期限までの期間が長く、かつ共同保有者の定義もさほど厳しくはないので、“wolf pack”を非常にやりやすい状態になっているのだと思います。その状態を改善する方法として、例えばグループの定義を厳格にして、リーダーの依頼に基づき activist campaign をサポートするために株式を買い付ける者達をグループとみなせば、問題は解決するのかもしれませんが、ただ、グループの定義は“wolf pack”以外の局面でも問題となるので、グループの定義を改めることは難しいというのが、Coffee 教授らの現段階の結論かなという気がします。

○森田 日本は昔、みなし保有者として皆一緒にしていましたので、厳しいのではないですか。

○伊藤 今の点ですが、日本の金融商品取引法（以下「金商法」という）27条の23第5項で言

われている定義のほうが、アメリカの1934年証券取引所法13条(d)(3)で言われている定義より本当に厳しいのですか。

アメリカならば、“actors group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities”という定義なのですね。日本でも、共同して取得、譲渡、それと権利行使を合意するという定義ですから、基本変わらないのではないのですか。

○加藤 すみません、報告で不適切な表現があったかもしれません……。共同保有者の定義は、アメリカと日本で解釈は変わらないのだと思います。

○伊藤 今の議論でちょっとその話が出てきましたので、報告でというよりは……。

○加藤 私の立場を再度述べさせていただくと、取得した株式の数が5%を超えた日から提出期限までの期間が短いという点で、日本のほうが厳しいと言えるのではないかと思います。これに対して、共同保有者の定義についてはほぼ同じで、解釈もそれほど差はないと私は思っています。

○伊藤 そういことですね。今ちょっと、森田先生のほうから、日本のほうが厳しいという話が出ましたので……。

○森田 厳しいというか、日本は、みなしとかいうのをつくっていたでしょう。

○伊藤 それはhedge fundに関係ないのではないですか。

○森田 解釈に違いがあるのではないのでしょうかと言ったので、どちらが厳しいと言ったわけではないのです。日本にそういうとんでもない規制があったということを言いたかったのですけど。

(笑)

○伊藤 Coffee教授の論文を読んでも、やはりそこは加藤先生がおっしゃったように、結局よくわからないところだと思います。グループ概念を見直すのもいいのではないかとはい書いていますが、具体的にこのグループ概念を見直してどういふ文言にしろといった話はやはり書かれていません。加藤先生がおっしゃったように、それはや

はり難しいからなのでしょうね。

Coffee教授の論文では、リーダーから伝達された情報をもとに取引したら、グループメンバーであることの強い証拠になるようにすればどうかという話等が書かれてはいるのですが、今の1934年証券取引所法13条(d)(3)の文言からはかけ離れますし、文言を変えたとして、限界を設定するのはかなり難しいと思います。このあたりが、Coffee教授の研究のよくわからないところだと思います。

とにかく、ウィンドウは日本の場合がはるかに短いですが、ほかのところはそれほど違わないということだと思います。

#### 【“wolf pack”とインサイダー取引規制】

○飯田 “wolf pack”の参加者のリーダー以外が、リーダーが買う10日前ぐらいのところたくさん買って安く仕入れているというのは、日本だったらインサイダー取引に当たるのではないかと思うのですが、そういう評価はあり得ますでしょうか。

○加藤 日本だとインサイダー取引に当たりますかね。

○飯田 つまり、大量にこれから10%ぐらい買いますというリーダーがいて、そこから話を聞いて株を買いましたというケースは、これは当たらないのですか。

○加藤 167条のほうでですか。

○飯田 はい。

○松尾 共同買付け……。

○黒沼 合意があれば共同買付け者ですね。でも、合意がないときにどう言うかという……。

○加藤 日本では、公開買付け（金商法27条の2第1項）だけではなく対象会社の総株主の議決権数の5%以上を買い集める行為が公開買付けに準ずる行為とされ、その実施又は中止に関する事実がインサイダー取引規制の対象となっています（金商法167条1項、金商令31条）。この点も、“wolf pack”を制約する要因になると思います。

○飯田 ついでに質問させていただきたいのですが、hedge fund activismの現状として、2005

年・2006年から比較すると非常に増えたということですが、これは結局、金融危機があつて投資先が減って、hedge fundにお金が集まってhedge fund activismが盛んになったというようなストーリーとして理解してよいでしょうか。

もしそういう状況があるとすると、日本にこういうアクティビストがあまり来ない理由について、恐らくもう大分示唆されていると思うのですが、加藤先生のご見解としては、例えば日本だと防衛策がやりやすいからだとか、あるいは大量保有報告書の規制が厳しいからだということでしょうか。日米で比べたときに、さらにヨーロッパも視野に入れたときには、英国などヨーロッパでもこの問題はかなり熱く議論されていると思うのですが、しかしながら日本であまりその議論の中に参加するような状況にはなっていないと思うので、なぜ日本はそうなっているのかということについて、もしご意見があれば教えてください。

○加藤 先ほど飯田先生と黒沼先生にご指摘いただいたとおり、やはり大量保有報告制度やインサイダー取引規制によって、“wolf pack”をアメリカほど大規模に行うことができないということが重要であるのかもしれませんが、もう一つは、やはり株式保有構造の差異、安定株主が数多く存在するというのも重要だと思います。

ヨーロッパの話については、次回のテーマでもありますし、回答は差し控えさせていただきます。

#### 【Hedge fund activismの内容について】

○山下 聞き逃したのかもしれないですけども、hedge fundのアクティビストが会社に対して要求することと、それ以前のいろいろなタイプのアクティビストが会社に対して要求していることというのは大分違うものなのですか。それとも、要求していることは同じで、ただこちらのほうは非常に短期のレンジで何か要求しているのか、そのあたりはどうなっているのですか。

○加藤 例えばCEOと取締役会の議長の分離の提案などは、年金基金なども行うことが多かったと思いますし、ポイズン・ピルや期差取締役会の

排除などに年金基金や投資信託などが関与することもあったと思います。しかし、例えばある事業部門の売却であるとか、そういった具体的な経営判断に関するようなことを積極的に株主が求めるというのは、hedge fund activismに特徴的なものであるような気がします。

○山下 そういうタイプの要求というのも成功する場合もあるということですか。

○加藤 はい、Coffee教授らの論文によれば、成功する確率はかなり高いとのことでした。

○森田 それが、言ったときには3割持ったりしているわけですね。そして、さあ何かせよと言われたら、せざるを得ないというふうになるのですかね。そのときの3割って大きいですよ。

#### 【Hedge fund activismと機関投資家のスチュワードシップ責任】

○北村 少し本題から外れるのかもしれませんが、日本では、あるいは英国でもそうですけれども、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両方があるって、機関投資家も経営者も、中長期的な企業価値の向上を目指せということが言われているわけですよ。日本では、機関投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れるとなれば、中長期的な観点で行動しなければいけないので、短期的な株価の上昇のための提案には反対する勢力が出てくるという状況が起こりそうです。しかし、アメリカでhedge fundのcampaignが成功する確率が高いということは、ほかの投資家等の反対はあまり見込まれないと考えていいのか。あるいは、それが成功して、しかも5年間株価は高いままだということになると、それ自体が中長期的なものと考えられ、日本でもこのような提案に賛成する投資家がいてもおかしくないと考えていいのか、そのあたりはいかがでしょうか。

○加藤 アメリカでhedge fund activismが成功している大きな理由の一つは、議決権行使助言会社がそれをサポートする機会が多いということがあるように思います。学界でまだ争いはあるよ

うですけれども、議決権行使助言会社がサポートするかどうかということは、activist campaign が成功するか否かに大きな影響を与える気がしません。

では、議決権行使助言会社は activist campaign に対してどのような対応をとっているかということですが、我が国でも、例えば昨年、黒田電気に対して activist campaign が行われたわけですが、議決権行使助言会社は activist campaign に賛成することを推奨しています。ですから、activist campaign だから議決権行使助言会社が反対するとは言えないと思います。ただ、今後、議決権行使助言会社の判断が中長期な企業価値の観点から行われているといえるのかを検証していく必要があると思います。たとえば、スチュワードシップ・コードにサインした機関投資家が議決権行使助言会社の判断に従う場合、議決権行使助言会社の判断が中長期な企業価値の観点から行われていることを確認する必要は無いかという点が問題になるかもしれません。

○北村 ありがとうございます。

【Hedge fund activism を促進すべきかについて】

○松尾 今のところですけれども、日本の場合は、何年も投資に振り向けられずに保有されている企業の現預金が非常に大きいので、そういう意味では、それを株主に還元させても、長期的な投資をする投資家と短期的な立場の株主の対立というのはあまり起きにくいと思うのですね。少なくとも株主にとってはプラスになるケースが多くて、企業価値でも、割引率が上がるかどうかということぐらいかなと思うのです。にもかかわらず、日本であまりこういうタイプのアクティビズムが盛んにならないのは、先ほど問題になったように、大量保有報告で公表される前に安値で仕込むのが難しいからということになるのか。そうであれば、日本はむしろ国策として ROE を上げろと言っているわけですから、こういうことをやりやすいように制度を改正すべきであるというふうにはならな

いのかというのが、半分冗談の疑問ですけれども、いかがでしょう。

○加藤 Bebchuk 教授らの研究は、activist campaign によって対象会社の業績や株価が下落するという一般的な傾向は存在しないのだから、hedge fund activism を一般的に規制する方向での制度改正は正当化できないという主張でした。今松尾先生がおっしゃったとおり、アメリカの上場会社であつたら activist campaign の対象になるような会社が、日本ではインサイダー取引規制や大量保有報告制度など法制度上の要因によって activist campaign の対象になっていないといえるのかもしれませんが。このような日本の状況を問題だと考えるのであれば、hedge fund activism をサポートする方向での法改正も荒唐無稽といえないと思います。

○久保 もしこういう hedge fund activism がプラスに評価できる、少なくともマイナスに評価するようなものではないということになって、日本でこういったものをもうちょっと促進すべきだということになったときに、大量保有報告書だけではなくて、先ほど飯田先生や黒沼先生の議論で出てきたとおり、インサイダー規制についても制度を変えるということになってくるのだろうと思うのですよね。そうしたときに、インサイダー規制を、例えば 100 分の 5 を超える部分についてももうちょっと“wolf pack”みたいなものをやりやすくするのはいいと思いますよといったときに、ほかのところには何かしら影響が出てこないのか。それが私はよくわからないので、加藤先生のご感触はいかがですかということをお聞きしたかったのですが、先ほど来に加藤先生のご発言からすれば、そもそも現状をどのように評価するのかということが先に立つのですということになると思うので、もし何かしらお考えがあつたら、お聞かせ願えたらと思います。

○加藤 まず、hedge fund activism をサポートすることと“wolf pack”を促進することは、全く同じとはいえないように思います。“wolf pack”は「諸刃の剣」であつて、その他に hedge fund

activismをサポートする方法があるか否かを考える必要があると思います。

ただ、activist campaign を行うことを公表する前の段階で hedge fund がどれくらい安く株式を買えるかということは、hedge fund activism の活発さに大きな影響を与えますので、仮に hedge fund activism をサポートするという政策判断がなされた場合、それを実行するために大量保有報告制度などの見直しは避けられないと思います。

○久保 ありがとうございます。

【Hedge fund activism とインサイダー取引規制】

○黒沼 インサイダー取引との関係について技術論を言うと、合意があれば、共同買集め者と解釈することはできると思うのです。そして、合意がないものについてはインサイダー取引規制の対象になる。合意があるものについては、大量保有報告制度の共同保有者になるということになれば、透明性は確保されるのではないかと思います。だから、現行法の規制をそれほど変える必要はないのかなという気はしています。

それと、飯田先生は発言されなかったのですが、議決権行使について合意をしていると、共同保有者になって、それは済むのではないかといいましたが、限定解釈すべきだという議論もなされていると思いますので、なかなか難しい問題をはらんでいるように思います。

日本に hedge fund は来ていないというふうに言っていますけれども、それは来ているけれども、そういうことをしていないということなのですか。それとも、来ていないのか。来ていないとしたら、根本的な理由として、日本では3割取っても、案外だめなのではないか。安定株主化が進んでいるので、3割取っても、経営者側にこういう要求をのませることはできないというようなことも背景にあるのかなと思いました。

【Coffee 教授らの論文の評価について】

○伊藤 2つ論文がありまして、やはり Bebchuk

教授らの論文よりは Coffee 教授のほうがわかりにくくもあるし、怪しげなところもあると思うのですね。といいますのは、結局、Coffee 教授は、対象会社の株主価値だけ考えるのではなくて、ほかの利害関係者の利益も考えなさいとか、アクティビズムの対象になっていない会社のほうで経営者がアクティビズムに責められないために R&D を減らすのではないとか、対象会社の価値が上がったとしても、それは hedge fund のおかげではないのではないとか、そういう根拠をいろいろと出してきているわけですね。いずれも、実証の結果が得られにくいものばかりです。Coffee 教授の論文について、加藤先生はどう評価されますか。

(笑) これを読まれたときの素直な評価を伺いたいと思います。

○加藤 Bebchuk 教授らの論文の方が、論旨が明確であったことは否めません。何を論証しようとするかがはっきりしているので、首尾一貫した主張がなされていると思います。これに対して Coffee 教授らの論文は、Bebchuk 教授らの主張に対する反論がメインとなっているので、重箱の隅をつつくような形になっているように思います。ただ、先ほど前田先生がおっしゃったような、他のステークホルダーに対する影響を測定する実証研究が少ないという指摘などは、敵対的企業買収が問題になったころと比較すると、確かにそうなのかもしれないと思ってしまいます。このように個別具体的になされた指摘の中には、いくつか重要な点が含まれていると私は思います。

Coffee 教授らの論文は、例えば Lipton 弁護士のように実証研究を無視して hedge fund activism を否定するというものではありません。ただ、論文の全体的な印象としては、hedge fund activism の意義について否定的な立場であることが感じられます。しかし、これまでの実証研究を踏まえると、hedge fund activism が対象会社に利益をもたらす可能性が高いことを認めざるを得ないと思いつつ、それを真正面から肯定したくないようで、そのため論旨が不明確になっている部分があったのではないかと思います。

○伊藤 ありがとうございます。

【Hedge fund activism と企業買収について】

○船津 Hedge fund activism と買収というのはどの点がどう違うのでしょうか。実証研究が少ないとのことですが、この2つのどういうところに違いがあって、そうすると、どういうところに影響が出てきそうなのかということをし少し教えていただければと思います。

○加藤 船津先生のご質問の趣旨は、敵対的企業買収が社債権者や従業員に与える影響については実証研究が豊富にあるので、hedge fund activism で行われていることと敵対的企業買収の買収者が行っていたことが同じであったら、改めて実証研究をする必要はないのではということかと思えます。

特に実証研究が盛んだったのは、1980年代に企業の解体を目的とする敵対的企業買収が数多く行われたころだったと思います。このような敵対的企業買収のブームの時代から30年あまりが経過していますし、会社、株主、従業員などを取り巻く経済環境も大きく違っています。また、hedge fund activism で用いられる手法も発展しています。ですから、敵対的企業買収を対象として行われた実証研究が現在も意味を持つのかを検証するという意味でも、hedge fund activism を対象としてもう一度実証研究を行う価値はあるように思います。

確かに、hedge fund activism の主たるプレーヤーの中には、かつて敵対的企業買収の買収者であった人もいます。ですから、hedge fund activism と敵対的企業買収に共通点があるのかもしれませんが、しかし、対象会社の株主だけではなく株主以外のステークホルダーに対する影響という点で、両者がどの程度同じであるか検証する必要があると思います。

ただ、報告では、良い敵対的企業買収と悪い敵対的企業買収があるように、hedge fund activism の場合も良い activist campaign と悪い activist campaign があって、どのように区別するかが問題

となると指摘しました。そして、対象会社の取締役会にどの程度の関与を認めるかという点が、共通して問題になるように思いました。

○船津 確認ですけれども、構造としては、hedge fund activism の場合でも、出てきたら取締役会として何もできないという趣旨は、やはり首がかかっているからという、そういう圧力で何もできなくなるという点では買収と極めて近いというか、ほぼ同じというふうに理解していいのでしょうか。

○加藤 そうですね、“wolf pack”が大規模に行われると、activist campaign が公になった段階で相当程度多数の議決権が activist campaign に賛成する株主に確保されていることになりそうです。上場会社で実際に議決権を行使する株主の数が少ない場合には、上場会社を支配するのに必要な数の議決権が確保されている場合もあるように思います。このような状況で対象会社の取締役会は activist campaign のリーダーと交渉することを強いられるのですが、このような強大な力を持っている相手に反抗しても無駄であると考えてのではないかと推測します。また、1980年代と比べて、上場会社の取締役会に占める社外・独立取締役の割合が増加していることも関係がありそうです。社外・独立取締役は、他に経済的・社会的な地位を有しているため、自己保身のために activist campaign に反対するという考えられないように思います。しかし、他に経済的・社会的な地位を有している者に、対象会社の利益のために activist campaign に反対することを期待できるか否かが議論の余地があるように重なります。

○山下 ほかにございませんか。

もしないようでしたら、若干早いですが、本日はこれぐらいにしたいと思います。

加藤先生、どうもありがとうございました。

## 株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(1) – アメリカ

東京大学 加藤貴仁

## 1. 報告の対象

- ・ 比較的最近公表された、法制度が hedge fund activism にどのように対処すべきか論じた2つの論文でなされた主張を比較し、hedge fund activism に代表される短期主義を巡るアメリカの状況を紹介する。
  - Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, and Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015)
  - John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 547 (2016)
- ・ Hedge fund activism とは何か?
  - Hedge fund が、会社(以下、hedge fund activism の対象となる会社を「対象会社」という)に対して、株主利益の向上に資すると考える施策の実施を積極的に求めること(以下「activist campaign」という)で、短期的に高い収益を挙げる手法
    - ◇ Activist campaigns には、CEO と取締役会議長の分離の提案など穏当なものから、会社の売却、CEO の解任または事業部門の売却の提案などより干渉的なものが含まれる (Coffee & Palia[2016] at 553-554)。
  - Hedge fund activism の流れ
    - ◇ 対象会社の株式の取得
    - ◇ Schedule 13D (我が国の大量保有報告書に相当) の提出
    - ◇ 対象会社に対する activist campaign (委任状争奪戦や TOB を含む)
    - ◇ 対象会社の株式の売却
- ・ 短期主義とは何か?
  - Schedule 13D を提出した hedge fund のその後の保有期間を調べた実証研究のうちでは、その中間値は 369 日であるとする研究が著名であるが、最近の研究では同じ値は 266 日であるとするものもある (Coffee & Palia[2016] at 567)。
  - 投資家が株式を保有する期間が短いこと自体が短期主義を意味するのではなく、短期主義の本質は、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得ら

れる利益を高く評価すること。

- ◇ たとえば、Coffee & Palia[2016] は、短期主義 (“short-termism”) を将来の利益を現在価値に割り引く際の割引率が伝統的な機関投資家が用いている割引率よりも高い傾向と定義する (Coffee & Palia[2016] at 573)。

## 2. Hedge Fund Activism の現状

- ・ Coffee & Palia[2016] at 553-557
  - Activist campaigns の数は、近年、急速に増加している。たとえば、2010 年から 2014 年前半までに 1115 件の activist campaigns が行われたが、2014 年だけでも activist campaigns の数は 347 件となり過去最高となった。これに対して、2005 年 1 月から 2006 年 8 月までの 20 ヶ月間に行われた activist campaigns の数は 52 件に過ぎなかった。
  - 近年の activist campaigns の特徴として、対象となる会社の規模が大きくなっていくことが挙げられる。Activist campaigns を成功させること及びそこから収益を挙げるためにはある程度の株式の集中保有を必要とするので、かつては activist campaigns の対象となる会社の規模は小さかった。ところが、2013 年には、activist campaigns の対象となった会社の 3 分の 1 は時価総額が 20 億ドルを超える会社であった。時価総額が 100 億ドルを超える会社が activist campaigns の対象となる事例は、2010 年には 17 件に過ぎなかったが、2011 年には 21 件、2012 年には 23 件、2014 年には 42 件に増加した。このような会社の中には、DuPont などアメリカを代表する大企業であり、かつ、継続して高い収益率を記録してきたものも含まれる。すなわち、どんなに規模が大きく収益率が高いとしても、activist campaigns の対象にならないとはいえず、hedge fund が他の株主から支持を得ることができると計画を提示できれば、activist campaigns の対象になり得るという状況に至っている。
  - Hedge fund が仕掛けた委任状争奪戦が全ての委任状争奪戦に占める割合は増加傾向にあり、2009 年の 39% から 2013 年には 69% に増加した。Hedge fund が推薦する候補者が取締役役に選任されたなど hedge fund が勝利したと評価できる事例の数は増加傾向にあり、2012 年は 52% であったが、2014 年には 73% となった。Hedge fund が取締役を送り込むことに成功した事例の 44% で、18 ヶ月以内に CEO の交代が行われた。
- ・ Hedge Fund Bubble

にされているし、hedge fund activism に批判的な論者も認めている (Bebchuk et al. [2015] at 1121-23)。

➤ “Pump at dump”; “myopic-activists”を根拠として hedge fund activism に批判的な論陣を展開する代表的な論者は、アメリカの著名な弁護士事務所の Wachtell, Lipton, Rosen & Katz である。その主張の内容は、同事務所が敵対的企業買収に批判的な論陣を展開した際の主張と等しい (Coffee & Palia[2016] at549 note9)。<sup>1</sup>これに対して、“Pump at dump”のような状況は生じていないと実証的に主張する代表的な論者が、Lucian Bebchuk である。

✧ なお、“Pump at dump”; “myopic-activists”に対しては、元デラウェア州最高裁判所判事の Jack B. Jacobs や現デラウェア州最高裁判所判事の Leo E. Strine, Jr. が穏和的な態度をとっている (Bebchuk et al. [2015] at 1149)。

・ Bebhuk et al. [2015]による実証研究

➤ “Pump at dump”; “myopic-activists”を根拠として hedge fund activism に批判的な立場をとる論者は、activist campaign によって短期的に対象会社の業績が向上して株価は上昇するかもしれないが、それは activist campaign が対象会社に長期的な不利益をもたらす犠牲 (R&D 投資の削減など) を伴うことが株価に十分に反映されないからであると考えられる (Bebchuk et al.[2015] at 1096)。しかし、activist campaign を仕掛ける hedge fund は短期間の株式保有を前提とした短期的な利益を追求しており、株式市場が hedge fund activism が対象会社の企業価値に与える長期的な影響を十分に株価に反映させることができないと仮定しても、“pump at dump”; “myopic-activists”という事実認識が理論的に正しいとは限らない。株式市場が非効率で activist campaign を仕掛ける hedge fund の株式保有期間が短いと、理論的には activist campaign が対象会社に長期的には企業価値を毀損する行動を求めるとはならないし、activist campaign が短期的および長期的な企業価値の増加につながり得る行動を求める事例の方が圧倒的に多い可能性すらある (Bebchuk et al.[2015] at 1096)。

➤ Bebhuk et al.[2015]は、“pump at dump”; “myopic-activists”は事実認識に関する仮説の一つに過ぎず、その正しさは、それ自体が実証研究の対象とされるべきとして、activist campaign の後の対象会社の業績や株価の変化と activist campaign

<sup>4</sup> See, e.g., Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, 58 U. CHI L. REV. 187 (1991)

### 3. Hedge Fund Activism の評価

3-1 理論的な評価の対立

・ 肯定的な評価

➤ 株式が分散保有されている上場会社では、集合行為問題のため株主が自己の利益を守るために団結して行動することが困難であるが、Hedge Fund Activism はこのような株主の利益を保護する役割を果たしている。<sup>1</sup>

・ 否定的な評価

➤ Activist campaigns を行う hedge fund の利益と他の株主の利益は対立している。<sup>2</sup>

✧ たとえば、hedge fund が activist campaign の一環として DuPont に仕掛けた委任状争奪戦において DuPont 側についた BlackRock Inc. の CEO である Lawrence D. Fink は、“The effects of the short-termist phenomenon are troubling both to those seeking to save for long-term goals such as retirement and for our broader economy ...” と述べている。<sup>3</sup>

3-2 事実認識に関する対立

・ “Pump at dump”; “myopic-activists”

➤ Hedge fund activism に批判的な立場は、その主たる根拠として、activist campaigns によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、hedge funds は高値で売り抜けることができるが、他の株主は長期的に対象会社の収益力の減少という不利益を被るといった状況 (“pump at dump”) が生じていることを挙げる (Coffee & Palia[2016] at549)。このような主張は、“myopic-activists” claim と呼ばれる (Bebchuk et al. [2015] at 1093-95)。

✧ Activist campaign が Schedule 13D の提出により明らかになることによって対象会社の株価が短期的に上昇することは、多くの実証研究によって明らか

<sup>1</sup> See, e.g., Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revitalization of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2003); Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833 (2005).

<sup>2</sup> See, e.g., Inan Anabaw, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. REV. 561 (2006); Inan Anabaw & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008); William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. PA. L. REV. 653 (2010).

<sup>3</sup> See Andrew Ross Sorkin, *BlackRock's Chief Lawrence Fink Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors*, N.Y. TIMES (Apr. 12, 2015), <http://www.nytimes.com/2015/04/14/business/dealbook/blackrocks-chief-lawrence-fink-urges-other-ceos-to-stop-being-so-nice-to-investors.html>.

たこと以外は共通した特徴を有する会社と比べて、長期的に下落傾向にあることが示された。<sup>5</sup>

➤ Hedge fund activism に批判的な論者は、対象会社は activist campaign によって R&D 投資などの減少を迫られ長期的な利益を犠牲にせざるを得なくなっていると主張する。これに対して、Bebchuk et al. [2015]は上場会社の経営者は一般的に事業規模の拡大を求めて非効率的な投資を行う誘因を持っている（いわゆる empire building）として、R&D 投資などの減少は肯定的に評価され得る可能性のあることを示唆する（Bebchuk et al. [2015] at 1136 & 1137 note 103）。これに対して、Coffee & Palia[2016]は、empire building に対する懸念は経営者の報酬の主たる部分が金銭であった場合が大きかったが、報酬の大部分がストック・オプションと株式になった現代においては、経営者には規模の最大化を迫る誘因は存在しないと主張し、Bebchuk et al. [2015]の評価に疑問を呈する（Coffee & Palia[2016] at 593-594）。

➤ Activist campaign の後に対象会社が R&D 投資を減少させることが対象会社の企業価値にどのような影響を与えるかについても、実証研究が蓄積されつつある。<sup>6</sup>Bebchuk et al. [2015]も、activist campaign のサンプルのうち、activist campaign が行われた時期が属する年の前年度と比較して、①レバレッジ比率の増加が全ての上場企業の上位 5%に属する、②配当と自己株式の取得額の増加額が全ての上場企業の上位 5%に属する、③資本支出および R&D 投資の増加額が全企業の上位 5%に属する、の 3 つの条件のいずれかを満たすものを“investment-limiting” activist intervention として特に取り上げて実証研究を行っている。 “Investment-limiting” activist intervention の数は、サンプルの総数の 19%を占める（Bebchuk et al. [2015] at 1136-38）。

➤ Bebhuk et al. [2015]は、“investment-limiting” activist intervention のみを対象として、activist campaign 後の 5 年間の ROA および Tobin's Q の変化を測定し、“investment-limiting” activist intervention と対象会社の ROA または Tobin's

<sup>5</sup> See Yvon Allaire & Francois Dauphin, *Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence*, INST. FOR GOVERNANCE OF PUB. & PRIVATE ORG. (Apr. 1, 2015), [http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150401\\_Allaire.pdf](http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150401_Allaire.pdf).

<sup>6</sup> たとえば、activist campaign が成功した後の特許出願件数に着目し、R&D 投資は減少しても特許出願件数が増加していることから、R&D 投資の効率性が増したと主張する研究も公表されている。 See, e.g., Brav, Alon and Jiang, Wei and Ma, Song and Tian, Xuan, *How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation?* (May 16, 2016). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2409404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2409404>.

の相関関係を調査した。その全てを紹介することはできないが、activist campaign の後の 5 年間の対象会社（上場が維持されているものに限る）の Tobin's Q と ROA の変化や対象会社の株価の超過収益率を測定することによって、activist campaign と対象会社の Tobin's Q、ROA、株価の間に統計的に有意な負の相関関係を観察することはできず、“pump at dump”；“myopic-activists”という仮説は誤りであることが実証されたと主張する（Bebchuk et al.[2015] at 1117 & 1130）。

➤ Coffee & Palia[2016]は、Bebchuk et al.[2015]について、“pump at dump”；“myopic-activists”は仮説として概ね棄却されたと評価しつつ、hedge fund activism によって対象会社の収益力が増加するということを説得的に示すことができていないと評価する（Coffee & Palia[2016] at 551note 16, 587 note173）。確かに、Bebchuk et al.[2015]の研究では、activist campaign と対象会社の業績や株価の間に正の相関関係がある場合が多いことが示されているが、その関係のいくつかは統計的に有意であると評価できないものである。特に、Tobin's Q と ROA を比較した場合、Tobin's Q の方が統計的に有意な結果が得られている項目が多いような印象を受ける（Bebchuk et al.[2015] at 1111, 1114, 1117）。Bebchuk et al.[2015]は、このような結果を説明する 1 つの方法として、長期的な業績の向上が対象会社が保有する既存の資産の収益力の増加以外の理由で生じる可能性を挙げる（Bebchuk et al.[2015] at 1111）。なお、Tobin's Q は、結局は株式市場による対象会社の業績の評価であることに留意されるべきである。そうすると、hedge fund activism が対象会社の業績に与える影響を評価する際に、Tobin's Q を利用することの是非が問われるべきかもしれない。

R&D 投資などの減少

➤ Hedge fund activism に批判的な論者によって、“Pump at dump”；“myopic-activists”という事実認識の正しさとは別に、activist campaign の後、対象会社が、R&D 投資など成果が挙がるのに長期間を要する投資を絞る傾向にあることへの懸念が示されることがある。

◇ Hedge fund など短期主義的な傾向を持つ投資家は、配当や自己株式の取得を通じて株主への分配、特に負債による資金調達によってそれを行うことを好むが、その結果、対象会社による R&D 投資などが減少する（Coffee & Palia[2016] at 573）。

◇ 2015 年に公表された研究によれば、activist campaign が成功した対象会社の R&D 投資の額が売上高に占める割合が、activist campaign の対象となっ

- ・ Bebhuk et al. [2015]から予想される反論
  - Bebhuk et al. [2015]は、一般的な傾向として、activist campaign と対象会社の業績・株主の間に正の相関関係が観察されれば（負の相関関係が観察されなければ）、hedge fund activism は社会全体にとっても、また、上場株式のポートフォリオを保有する投資家にとっても、不利益を与えるものではないように考えているように思われる。
  - Activist campaign とその後の対象会社の業績の向上に統計的に有意な正の相関関係があることは、activist campaign によって対象会社の業績が向上したことを当然に意味するのではなく、業績が向上する対象会社を hedge fund が選択して activist campaign を仕掛けた可能性を排斥するわけではない。Bebchuk et al.[2015]も実証研究によって相関関係だけではなく因果関係を証明することは困難であることを認めている。しかし、activist campaign とその後の対象会社の業績の間に負の相関関係が存在することが否定されれば、“pump at dump”；“myopic-activists”の仮説に基づき hedge fund activism を抑制する見解は根拠を欠くことになるとも指摘する（Bebchuk et al.[2015] at 1119）。
  - Hedge fund activism が対象会社以外の会社に影響を与えることは、hedge fund activism に肯定的な評価をする見解も否定的な評価をする見解も認めている。Bebchuk et al. [2015]は hedge fund activism が対象会社に与える影響と対象会社以外に与える影響は別の問題であり、同論文では前者に焦点を絞っている。ただし、activist campaign が公表されることによって、対象会社と類似の属性を持つ会社の株価にも超過収益が発生することを示す実証研究が存在することを指摘している（Bebchuk et al. [2015] at 1095 note28）。
  - ・ Bebhuk et al. [2015]の動機は、hedge fund activism に批判的な論者（特に Wachell Lipton 弁護士）が実証研究よりも経営者連の実際の経歴（“depth of real-world experience”）を信頼すべきとの反論に対処することである（Bebchuk et al. [2015] at 1091-92）。Hedge fund activism と対象会社の企業価値の相関関係を対象とした実証研究を全く無視することは適切ではないが、個々の activist campaign の妥当性を検証する必要がなくなるわけではないように思われる。
    - 結局は、対象会社の企業価値を増加させる activist campaign と下落させる activist campaign を選別できる仕組みが存在するか？
    - Bebhuk et al. [2015]の主張は、現行法はそのような仕組みを既に備えているので、法規制による介入、特に hedge fund activism を抑制する方向での規制強化に

8

- Qの間に統計的に有意な負の相関関係は存在しないこと、対象会社の業績との相関関係という点で“investment-limiting” activist intervention とその他の activist campaign の間に統計的に有意な差異は存在しないことが明らかになったと主張する（Bebchuk et al. [2015] at 1138-41）。ただし、“investment-limiting” activist intervention と対象会社のROAまたはTobin's Qの間に統計的に有意な正の相関関係があるか否かについて、Bebchuk et al. [2015]はそのように解することに肯定的であるが、Coffee & Palia[2016]は疑問を呈している（Coffee & Palia[2016] at 590-591）。
- 3-3 Hedge fund activism に対する評価の対立が意味すること
- ・ これまでの実証研究から明らかになったことは？
    - Activist campaign の直後および一定期間の経過後に、対象会社の企業価値が下落するという傾向は、一般的には見られない。
    - ◆ 仮にこのような傾向が存在するのであれば、hedge fund activism を一般的に規制することを基礎付ける重要な根拠となる。
    - Activist campaign の直後および一定期間の経過後に、対象会社の企業価値が上昇するという傾向が存在するか否かについては、争いがあるように思われる。
    - ・ 実証研究の限界について（Coffee & Palia[2016] at 551-552）
      - 長期的に観察して対象会社の株価に正の超過収益率が生じたことを発見した研究においても、研究対象となったサンプルのかなりの割合で対象会社に負の超過収益率が計測されている。
      - Activist campaigns によって対象会社の株価に正の超過収益率が観察されたことは、必ずしも企業価値の向上を意味するとは限らず、単に市場参加者の中で単に対象会社に対して買取提案がなされ株主が買取プレミアムを獲得できるとの期待が高まったことが株価に反映されたに過ぎない可能性がある。
      - これまでの実証研究は、hedge fund activism が株主にもたらした利益が、社債権者や従業員などの犠牲によって生じたものである可能性に十分な注意を払ってこなかった。
      - Hedge fund activism が対象会社に与える影響を対象とした実証研究では、hedge fund activism が対象会社以外の会社に与える影響を測定することができない。たとえば、対象会社以外の会社は hedge fund activism の対象となることを恐れて、レバレッジ比率や配当の額を増加させ、おもしろくは長期的な投資を減少させざるを得ない可能性がある。

7

- 実証的な根拠は存在しないというものである。これに対して Coffee & Palia[2016]は、hedge fund activismの制約要因となっていた種々の法制度が近年、急激に変化したため、hedge fund activismによって対象会社の企業価値が損なわれたとの疑いを抱かざるを得ない事例 (Allergan; DuPont) が現れてきていることから、現行法の枠組みに懸念を表明するものといえる。
4. Hedge Fund Activism を巡る法的問題
- ・ 法制度は Hedge Fund Activism の費用および利益の大きさに影響を与える (Coffee & Palia[2016] at 550)。
  - ・ 「期差取締役会+ポイズン・ピル」の減少
    - 2000年にS&P500指数を構成する上場会社の300社が期差取締役会を採用していたが、2013年には60社に減少した (Coffee & Palia[2016] at 557)。
    - Shareholder Rights Projects
  - ・ 議決権行使助言会社の影響力
    - 議決権行使助言会社に反対によって、ポイズン・ピルを常駐させることは困難になった (Coffee & Palia[2016] at 559-560)。
- 4-1 “Wolf pack”
- ・ Coffee & Palia[2016]は、hedge fund activismが増加した主たる理由の一つとして、“wolf pack”を挙げる (Coffee & Palia[2016] at 550)。Coffee & Paliaは、“wolf pack”は、hedge fundが1934年取引所法13条(d)(3)のgroupを形成することを意図的に避けつつ緩やかな協同行動をとることと定義する (Coffee & Palia[2016] at 562)。<sup>7</sup>
  - ・ 1934年取引所法13条(d)は、我が国の大量保有報告制度に相当する義務を定める規定である。上場会社の株式をその発行済株式総数の5%を超えて取得するに至った者は、その日から10日以内にSchedule 13DをSECに提出しなければならない。<sup>8</sup>
    - 株主がgroupを形成する場合、持株数が発行済株式総数の5%を超えるか否かはgroupを構成する株主全員の持株数が合算されて判断され、groupを構成する株主全員を名宛人としてSchedule 13Dの提出義務が課される。
- “Wolf pack”は同じ目的を持って同時並行的に行動するに過ぎないので、たとえ参加者の間で選り取りが行われていたとしても、“wolf pack”の参加者がgroupを構成するとは評価されないと解する見解が有力である (Coffee & Palia[2016] at 568)。
- ・ Activist campaign を行おうとする hedge fund にとっても、“wolf pack”には以下のメリットがある (Coffee & Palia[2016] at 561-564)。
    - 持株数が5%未満の hedge fund は、activist campaign に参加していることを自白しない限り、1934年取引所法13条(d)の定める開示義務違反を問われることはない。
    - Schedule 13Dの提出義務が発生する時期を遅らせることができる。
    - 対象会社が複数の hedge fund による大量株式取得行為に気付きポイズン・ピルを導入する前に、activist campaign に賛同する hedge fund で大多数の議決権を支配することができる。
  - ・ Schedule 13Dの提出が対象会社の株価や取引高に与える影響の研究によって、Schedule 13Dの提出後よりも提出前10日間の方が株価や取引高に与える影響は大きいことが明らかにされている。<sup>9</sup>また、Schedule 13Dを提出した投資家が取得した株式のほとんどは持株割合が5%を超えた日とその翌日に取得されたものであることを示す研究が存在する。<sup>10</sup>これらの研究を踏まえて、Coffee & Palia[2016]は、Schedule 13Dの提出前後の株価や取引高の変動から、“wolf pack”は以下のような経過で行われると推測する (Coffee & Palia[2016] at 564-565)。
    - Activist campaign を主導する hedge fund (以下「リーダー」という)が、対象会社の発行済株式総数の5%超を取得する。リーダーは、持株割合が5%を超えた日から10日間、Schedule 13Dを提出することなく株式を買い増すことができ、そのような行為はあまり行われていない。
    - リーダーから activist campaign の情報を得た hedge fund が、対象会社の株式を買い増す。
    - リーダーがSchedule 13Dを提出する。
  - ・ リーダーは、Schedule 13Dを提出する前に activist campaign に賛同して対象会社の株式を買い集めてくれる hedge fund を集めることによって、activist campaign が成功す

<sup>9</sup> See Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. FIN. 1729, 1756 (2008).

<sup>10</sup> See Lucian A. Bebchuk et al., *Pre-Disclosure Accumulation by Activist Investors: Evidence and Policy*, 39 J. CORP. L. 1, 6 (2013).

- 7 Securities Exchange Act of 1934 §13(d)(3), 15 U.S.C. §78m(d)(3) (2012) (“When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a ‘person’ for the purposes of this subsection”).
- 8 SEC, Form of Schedule 13D, 17 C.F.R. § 240.13d-101 (2014).

- 1153).
- Coffee & Palia[2016]は、Schedule 13Dを提出した投資家が取得した株式のほとんどは特殊割合が5%を超えた日とその翌日に取得されたものであることを示す研究の存在を指摘し、Schedule 13Dの提出期限の短縮はactivist campaignのリーダーの株式取得ではなく"wolf pack"の参加者の株式取得費用に影響を与えると主張する。そして、"wolf pack"を促進することに懐疑的な立場から、現在のSchedule 13Dの提出期限を維持することに消極的な立場をとる (Coffee & Palia[2016] at 596-597)。

#### 4-3 その他の"wolf pack"への対抗策について

- ・ Groupの定義について
  - Coffee & Palia[2016]は、"wolf pack"のリーダーからactivist campaignについて情報を得たことをSchedule 13Dの提出義務が課されるgroupが形成されたことを示す証拠として用いることで、"wolf pack"によってSchedule 13Dの提出義務に確保できる対象会社の株式数が小さくなること、"wolf pack"が抱えるインサイダー取引規制に類似の不公平さへの対処という点では、Schedule 13Dの提出期限の短縮よりもgroupの定義を見直す方が直接的であること、"wolf pack"が不可能になるわけではないこと、を指摘する (Coffee & Palia[2016] at 600-601)。
  - ・ "Window-closing" poison pill
    - Hedge fund activismに対するデラウェア州の判例法理を、「株主総会での議決権行使による判断がなされる前に株式の売買を通じた支配権の取得により決着がつくこと」を上場企業側が一時停止せよとする行為（換言すると、当該時点での株主構成で株主総会での決議投票を行うこと）を、広く許容する法解釈を強化していることである。上場企業の取締役会が中長期的利益の最大化の観点から正当な事業戦略を有している場合には、当該戦略に対して脅威となり得る短期的利益の実現行動を裁判所は少なくとも助力しないというスタンスとも表現できると紹介する見解がある（武井一浩＝石崎泰哲「上場企業法制における企業の中長期的利益とショートターミズムとの調整（下）—最近の欧米の議論の諸相から—」商事法務2098号36頁以下（2016年）38頁）。
    - ◆ ポイズン・ピルは、取締役会の同意を得ることなく大量の株式を集めた者に対して事後的に希釈化の不利を与える仕組みであるから、activist campaignを行おうとするhedge fundに対する牽制にもなるはずである。
    - ◆ 伝統的には、ポイズン・ピルによる希釈化が奨励する特殊割合は20%とさ

- る確率を高めることができる (Coffee & Palia[2016] at 566)。
  - ・ "Wolf pack"によってhedge fundだけでなく対象会社のその他の株主も利益を得ることができるのであれば、それを問題視する必要性は小さいかもしれない。Coffee & Palia[2016]は、"wolf pack"が対象会社およびその株主に与える負の影響として以下の点を指摘する (Coffee & Palia[2016] at 593)。
  - "Wolf pack"の参加者はactivist campaignを秘匿して株式を買い集めることができる (creeping control) のに対して、一般株主はactivist campaignの情報が反映された株価でしか対象会社の株式を取得できないのでcontrol premiumを獲得する機会を失う。
  - 実証研究によるとSchedule 13Dの提出に伴う対象会社の株式の超過収益の発生はactivist campaignの内容とは無関係に発生し (Coffee & Palia[2016] at 584)、かつ、"wolf pack"の参加者は安く株式を買い集めているので、非常に低いリスクで収益を挙げることができる。その結果、activist campaignの内容を洗練させることなくhedge fund activismから利益を挙げることができるようになっている。
- #### 4-2 Schedule 13Dの提出期限について
- Dodd-Frank法929R条は、1934年取引所法13条(d)を改正し、SECにSchedule 13Dの提出期限を短縮する権限を与えた。その後、SECが同権限を行使すべきかが争われた。当初、SECは同権限を行使する意図を見せていたが、現在は計画を取り下げているようである (Coffee & Palia[2016] at 598)。
  - Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39 (2012)
  - Adam O. Emmerich et al., *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 HARV. BUS. L. REV. 135 (2013)
  - ・ Schedule 13Dの提出期限の短縮に否定的な論者は、それがactivist campaignを行おうとするhedge fundがSchedule 13Dの提出前に対象会社の株式を取得するための費用を増加させることを問題視する。Schedule 13Dの提出期限前にどれだけ安価に大量の株式を取得できるかは、activist campaignによって得ることのできる利益の大きさを決めるだけでなく、activist campaignが成功する確率にも影響を与える。したがって、Schedule 13Dの提出期限を短縮するか否かを検討する際には、それがhedge fund activismに与える負の影響が考慮されるべきと主張する (Bebchuk et al. [2015] at





日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(2)

—ヨーロッパ、特にイギリスを中心に—

2016年7月22日(金) 15:00~17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)      |
| 舩津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授          |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |

【報 告】

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（２）

—ヨーロッパ、特にイギリスを中心に—

立教大学法学部教授

松 井 秀 征

目 次

- |                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| I. はじめに——議論の前提  | 1. Kay Review の性格    |
| 1. イギリス企業に関する前提 | 2. Kay Review の構成    |
| 2. 株主アクティビズム    | 3. Kay Review の前提    |
| 3. 金融危機後の変化     | 4. Kay Review の原則と提言 |
| II. Kay Review  | 討 論                  |

○山下 本日は、株主アクティビズムに関する研究の２回目で、ヨーロッパ、特にイギリスを中心とした動きについて、松井先生からご報告いただきますので、よろしくお願ひいたします。

○松井 立教大学の松井です。本日はどうぞよろしくお願ひいたします。

本日、私がご報告をさせていただきますのは、「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗」で、ヨーロッパに関してということでございます。第１回目として加藤先生がアメリカを中心にご報告くださっていますので、それを引き継いでの内容ということになります。

皆様のお手元にごございますレジュメをごらんいただきながら説明をさせていただきたく存じます。

実は、このレジュメはまだ十分に完成していません、一部抜けているところなどがあり、それは口頭で適宜行うこととさせていただければと思います。あらかじめおわびをさせていただきます。

１枚めくっていただきますと、本日の目次がついています。最初に、簡単に全体をご説明しまし

て、本日の中心となります Kay Review というものの内容をご紹介しますということになります。これは後ほど言及しますが、Kay Review につきましては、進捗報告というものがあつて、こちらについても適宜補いながら説明したいと考えています。

I. はじめに——議論の前提

それでは、早速中身についてご報告させていただきます。

1. イギリス企業に関する前提

まず、イギリスを中心ということで、イギリス企業に関して前提となる情報をお示ししたいと思います。

もともとイギリス企業は、株式の保有が集中しているというのが一般的だったということです。大体これが今から 70 年ぐらい前というところでしょうか。

① ごく一部の事業分野（化学・石油等）において存在した経営者企業

② 公益事業分野（電力・ガス・運輸等）において見られた国有化企業

③ その他多くの事業分野において見られた家族・同族支配の残る企業

株式保有が分散しているのは、ごく一部の化学とか石油、この当時においてもかなり大きな装置産業となっていた分野に限られていまして、公益事業分野は国有化されていまして、上場しているような会社でも、多くは家族・同族にかなりの株式が集中しているという状況でした。①から③のうち、特に③がもともとは多かったというところですが、今では、イギリスの株式はある程度分散が進んだわけですけれども、この分散が進んだというのは、③の株式保有が移動していったということが前提になるかと思えます。

この株式保有の状況が変わり始めたのは、1960年代以降だと言われています。これは、その当時の政権のもとで自由市場政策、資本市場振興政策等がとられる中で、機関投資家等も成長していったということがあります。もちろん、政治の世界ですから、時には国家が経済的な介入をしてくることもあったということが今では知られていますけれども、基本的には、資本市場を利用していく機関投資家が成長していくという流れが、この1960年代あたりから見られていったということです。

これはよく知られているところですが、機関投資家として特にイギリスで重要であったのは、一つは年金基金、もう一つは保険会社であったと言われています。イギリスの文献などを読んでみると、機関投資家について、「伝統的な機関投資家」という言い方がしばしば出てくるのですが、この伝統的な機関投資家というときは、ほぼこの2つを指しています。伝統的な機関投資家でないものについては、この後で出てきますが、ヘッジファンドその他の新しいタイプの機関投資家を指しておりまして、だいたいこのような大きな枠組みで分類されている状況です。

このような年金基金や保険会社等の機関投資家を中心とした株主構造が1990年代、特に1990年

代後半あたりから大きく変わることになります。市場のグローバル化が進む中で、外国人投資家による株式保有が非常に増加していくということになりました。統計上の数字は、Kay Reviewにも出てくるのですが、ここでお示しするのは別のところからとってきた数字です。例えば1990年代の前半、1993年の段階ですと、年金基金は32%という株式保有割合でしたが、15年たって2008年の金融危機の頃に至りますと、13%までその数字を下げている。あるいは保険会社についても、20%だったものが、同様に13%まで下がっている。このようにして放出されていった株式は、外国人投資家その他伝統的な機関投資家ではない機関投資家が保有するに至ったということです。

ここで受け皿になった伝統的な機関投資家ではない機関投資家には、いわゆるアクティビスト株主と言われるような株主も含まれていまして、そういった機関投資家がイギリス企業にも積極的に投資するようになったわけです。

これが、イギリス企業を巡る環境、とりわけコーポレート・ガバナンスを巡る環境、あるいは株式市場を巡る環境を変えていったのだということです。

## 2. 株主アクティビズム

次に、アクティビスト株主について確認をしたいと思えます。

ここは、前回加藤先生がご説明くださった内容と大きく異なるものではありません。少し文献等を調べていって、イギリスでアクティビスト株主をどう認識しているかということを見ますと、アメリカの議論とヨーロッパの議論は大体一緒に扱われているような傾向が見られます。議論の中で引用されている文献等も、前回加藤先生が紹介されていた論文等が挙がっていたりします。これは、アクティビスト株主がアメリカにも投資しているし、ヨーロッパにも投資しているということで、その行動パターンや性格等に大きな違いがないからだと推察しておりますが、もしこういった認識に誤っているところがあれば、ご指摘をいただけ

ればと思います。以上のとおりですので、前回扱っているものの繰り返しになる部分もありますが、ここで改めて簡単に確認をしておきたいと思いません。

アクティビスト株主と言われるものですが、このような株主が持っている特性の一つとして、議決権行使に関する無関心 (apathy) ——「合理的無関心」と言ったりもしますが——の問題を解決できるだろうということがあります。これは、アクティビストがどういう役割を果たしているかというところでされる議論です。具体的に念頭に置かれているのは、ほぼヘッジファンドです。

なぜこのような株主が出てきたのかということですが、ご存じのとおり、1980年代の企業買収ブームが過ぎた後の1990年代のアメリカにおいて、アメリカにおける伝統的な機関投資家が、必ずしもその役割を十分果たし切れていなかった。当時のアメリカの文献などを見ると、機関投資家に期待する議論が結構あるのですけれども、それが必ずしも十分ではない中で、こういった積極的な活動をする株主が出てきたのだと、このような説明が与えられています。会社の戦略的な決定に関して、株主総会をはじめとして、議決権行使によって影響力を行使していくというのが、その行動特性としてあるということです。

アクティビスト株主の戦略としましては、従前の伝統的な機関投資家が行っている投資額に比して、特定の会社に対して大量の投資をするというところに特徴があります。無論、1980年代の敵対的買収の時期、買収を目指して大量の株式を保有した投資家よりは少ないけれども、それに次ぐような相当の投資をしていたわけです。

ただ、これは前回加藤先生からもありましたけれども、アクティビスト株主に対する評価は必ずしも一様ではありません。アメリカ、ヨーロッパを問わず、近時の経験的なデータに基づく研究では、ヘッジファンド・アクティビズムは、他の株主に対しても利益をもたらしているし、その利益は、ボンドホルダーやその他のステークホルダー

の負担においてなされているという結果は必ずしも出ていない、単なる利益移転が起こっているわけではないと、こういった評価があります。例外的に、ドイツだけは市場に対して悪い影響をもたらすのだという研究も二、三あるようではありますが。

他方で、短期的投資をしている投資家というのがあるわけですが、短期的投資の少なからぬ場合にヘッジファンドがかかわってしまっていて、これは他の株主への影響を顧みず、自己の短期的利益を最大化しているのではないかと、こういう評価もあります。

このように評価は必ずしも一様ではないのですが、いづれにしても、利点と問題点の双方が存在しているという状況です。

そのほか、実際上の影響としては、伝統的な株主、とりわけヨーロッパでは、非常に受動的 (passive) な対応をとる投資家が多かったということが知られています。これはドイツでもそうですし、もちろんイギリスでもそうですし、議決権の行使は必ずしも積極的にされてこなかったということがあったわけです。これに対して、ヘッジファンドが議決権をてこにしてさまざまな主張をしていく中で、伝統的な株主の行動パターンが変わってきているというようなことも言われているところです。

以上が、イギリスの文献などに出てくる株主アクティビズム、あるいはアクティビスト株主に対する評価です。

### 3. 金融危機後の変化

このような状況を踏まえて、近時どういうことが起こっているかについて触れていきたいと思います。

イギリスにおける株主構成が金融危機後の時期に少し変わってきているということで、ここでは4点挙げました。

まず、①個人はその株式保有割合を低下させている。②機関投資家一般で見ると、株式保有割合は上昇している。また③ソブリン、④外国人投資

家、これらは重なり合いますが、こういった者の株式保有の割合は上昇しています。

このような機関投資家による株式保有割合が上昇する、マーケットシェアが上昇するという中で、規制当局の関心が従前から少しずつ変わっていったというような指摘があります。古くは、会社と投資家との関係で規制当局が関心を持っていたものが、金融危機を経て、機関投資家の保有割合が増える中で、機関投資家それ自体の内部でどういった関係が育まれているのかということに関心が向くようになったということです。

これをさらに因数分解していきますと、結局のところ、機関投資家は何をやっているのかということに非常に疑問が生じるようになったということです。

まず、機関投資家の内部において、①誰が意思決定をしているのだろうか。あるいは、②そういう意思決定は誰の利益のためになされているのだろうか。また、③その意思決定をするに当たって、内部におけるインセンティブ構造はどうなっているのだろうか。さらに、以上と重なり合いますが、④その投資の判断をする際に、どういった視点で機関投資家はこれを行っているのだろうか。こういったものが、機関投資家の交流が進んでいき、かつ間に立つ者が増える中で、非常に見えにくくなってきている。それとあわせて、投資家がどれくらいの期間投資をしているのかということや、投資目的それ自体にも疑問が投げかけられるようになりました。

イギリスでは、この問題にどう対応していくかということで、機関投資家それ自体に働きかけるような何らかのアプローチが必要であるという認識が徐々に醸成されていきました。そして、その一つがスチュワードシップ・コードのような形をとっています。スチュワードシップ・コード自体は、ある程度古くからあるわけですが、以上のような流れが進む中でその改定等は進んでいくことになりました。

## II. Kay Review

以上のような前提を確認した上で、Kay Reviewを見ていきたいと思います。

### 1. Kay Review の性格

機関投資家に対して焦点を合わせる必要があるという議論がある中で、イギリス政府から次のような指示が John Kay 教授に対して出されました。これは、Kay Review の中を見ると出てくるのですが、イギリスの株式市場 (equity market) が提供している支配 (control) のメカニズム、あるいは説明責任 (accountability) のメカニズム、あるいは、そのプロセスにおいて活動しているエージェントがいかに関与しているのか、その内容についてレビューをしてほしいというものです。

その究極の目的は、イギリスの証券市場が、会社に対しても、投資家に対しても、いずれに対しても利益をもたらすように機能し続けることを確認していききたいということであったわけです。

この Kay 教授の最終報告書は、2012年7月に出されました。その後、2014年の10月に、履行状況に関する進捗報告書が出されています。それぞれ Kay Review と Building a Culture of Long-Term Equity Investment—Implementation of the Kay Review というものになります。

本日のレジュメでは、2012年の最終報告書の構造を一通りさらっております。本当は、このレジュメの中に2014年の進捗報告書の内容もあわせて盛り込みたかったのですが、残念ながら私の能力の関係で、そこまで時間的に対応できず、大変申しわけございません。従いまして、進捗報告書につきましては、適宜口頭で補いまして、皆様各自参照できるように当該報告書の参照番号をお伝えしていく形をとりたいと考えています。

### 2. Kay Review の構成

まず、Kay Review がどういう構成になっているかと申しますと、13章の構成をとっています。大まかに言いますと、1から5までの章は、前提となる概念、あるいは環境の説明あるいは認識を示

しています。そして、6から12までの章につきましては、この1から5の前提を踏まえまして、一定の原則、指針、そして提言という形で、方向性を示す章となっています。提言を示すに当たっては、まず原則を掲げ、そこから導き出される指針を示して、具体的な提言が出されるということになります。

この提言につきましては、一定の対応を会社、あるいは投資家、あるいは規制当局に求めることになっています。進捗報告書というのは、まさにこの提言に対しての進捗報告をしているという構造になっています。

13のMarkets for usersは、まとめの章となっており、提言等は含まれておりません。

### 3. Kay Review の前提

ここからはKay Review の前提の部分、第1章から第5章まで、こういった認識でこのレビューが進められていったのかということを確認していきたいと思います。

#### ○第1章 Short & long-term decisions

第1章は、短期及び長期の判断について触れているところです。

まず、株式市場というのはどういう目的を持っているか。これは、一方で高いパフォーマンスを示す会社に対しては、ここにおいて持続的に活動させたい。他方で、資金提供者に対しては、不相当なリスクを負わせることなく、良好なリターンがもたらされるようにしたい、ということです。ここでは、適宜のリスクをとって適宜のリターンがあるという、ある意味で当たり前のことを書いているわけですが、こういう理念的なことをまず示しています。

なぜわざわざこういうことを言っているかというと、イギリス企業では、長期的な利益を損なう不相当な経営判断を行った結果企業の名前が消えたり、他に飲み込まれたりしてしまったといった例が幾つかあるからです。報告書では、その原因として結局、経営者の判断に非常に問題があった

ということを示しています。なぜそれが起こったかということ、1980年代以降、イギリスにおいてはファイナンシャルイゼーション(financialisation)が起こって、これが企業の経営者に浸透したわけです。このファイナンシャルイゼーションなる概念が何を指しているかといいますと、大企業ないしその経営者の関心が、株式市場、そしてその株価がどうなっているかということに向いていたのだということです。つまり、自分の経営判断が株式市場での感応度に応じてなされていたということがあり、これは会社の持続可能性という観点からは決して好ましくないという認識であったのだろうと思います。

こういった過去の例を見ると、結局、株式市場を見つめた判断というのは、短期的な思考法、つまり、その場その場の株価の反応を見るということです。これは決して長期的に見て好ましくないということです。報告書が、わざわざ消えてしまった会社の例を2つ、3つ挙げているというのは、そういうことなのだろうと思います。

以上の過去が証明している会社・株主間に存在する問題というのは、会社が株主に対して十分な説明責任を果たした判断をしていないということ、そして、経営者がそういう短期的な判断をしているのに対して、株主も会社に十分な関与をせず、コントロールをしていないということ、こういう認識が示されるわけです。

以上が、短期の判断と長期の判断を巡る前提となる認識になります。

#### ○第2章 Equity markets & listed companies

第2章は、株式市場と上場会社です。ここでは、株式市場の現状に関する認識が示されています。

まず、近年のイギリスにおいて、株式市場というのは、イギリス企業の事業に投資するための資金を調達するための重要な手段とはなっていない。これは我が国でも似たりよったりですけれども、ある程度経済が成熟した社会において、株式市場が頻繁にそこから資金を取るための市場になっているかということ、必ずしもそうではないという認

識が示されています。

ここには統計資料が出ていますのですけれども、この例外は、2009年及び2010年です。2009年に関しては、主に金融機関が自己資本増強の観点から、株式市場を通じた増資をしています。ただ、これは例外と位置づけられており、多くのイギリスの大企業は、自己の利益で資金需要を賄ってしまうというのが実際です。これも日本とあまり変わらないという気がします。

次に、新興企業はどうか。新興企業に対しては、株式市場がIPO (Initial Public Offering) の機会を提供しているのは事実です。ただしこれも、会社が事業資金を必要としているからというよりも——それがないとは言いませんが——アーリーステージの投資家に流動性を供給することに意味があるのではないかという分析がなされています。

そうだとしますと、株式市場というのは、資金需要のある会社に対して投資家が資金を投ずる場というよりは、会社から投資家が資金を得る手段として機能する場なのだ、こういう説明が与えられるわけです。つまり投資家において、もう「一人前となった」会社からその会社の持っている価値を実現していく手段として、株式市場は存在しているのだということになります。

イギリスでは、近年、スチュワードシップ (stewardship) を重視するという考え方とか、よいコーポレート・ガバナンス (corporate governance) を推進する方向性とか、こういったことが株式市場の一つの機能として期待されています。これらも、偶然そういうことが起こっているということではなくて、株式市場がもはや資金調達の手段ではないことを前提に、株主が会社の価値を実現するために必然的に出てくるのだと、こういう議論であります。これも、我が国で比較的なじみのある議論ではないかという感じがいたします。

### ○第3章 The structure of shareholding

第3章は、株式保有構造に言及しています。これは、先ほど前提としてKay Reviewとは無関係に

まとめましたけれども、改めてKay Reviewにもこのことが触れられています。

まず、金融市場のグローバル化に伴いまして、伝統的な年金基金とか保険会社が保有していたイギリスの株式ですが、これを保有する主な担い手は外国人になりました。これは先ほど数字も出しましたので、ここでは割愛します。個人株主の比率も下がっていきまして、2010年の時点では11%という数字が示されています。

また、個々の株主を見た場合ですけれども、従前は、投資した会社から直接に情報を受け取ることが通常であったわけですけれども、1990年代以降の電子式取引手法の浸透により、名義株主を通じて株式保有をする方向に変化した。この点について、私はイギリスの事情に必ずしも詳しくないのですが、中間的な主体、金融機関等がかかわるようになっていったということなのだろうと思います。このことはKay Reviewにも書いてありまして、個々の株主の役割が低下するということが、仲介者の役割が増大することを意味しているのだということが言われています。個人株主が減り、株主の投資も仲介者を通じてなされるようになりますと、その仲介者の役割がどんどん増大して、会社と株主の距離は遠くなっていった。こういうことが、比喩的に言えるのだろうという感じがします。

以上は株主側から見た距離感ですけれども、次に会社側から見た距離感で言いますと、会社に対株主との関係で有していた機能も、どんどん専門的な仲介者にアウトソーシングされていくということになります。それが原因なのか、その結果なのか、なかなか一概に申し上げるのは難しいですが、以上の根底には、そういった投資のチェーン、つまりインベストメント・チェーンにおける「信頼 (trust and confidence)」が低下している、という現象が存在しているということです。

個々の株主と会社との関係が近く、相互に信頼関係があれば、他者に物事を委ねるという話にはならないけれども、以上の関係が希薄になれば、どんどん機能分化していくと、こういう認

識が示されています。

このように、実際の資金の出し手から資金の需要者である会社までの距離がどんどん広がり、仲介者が成長していくということは、市場のパフォーマンスも仲介者の観点から評価されることになります。どういうことかと申しますと、たとえば市場の流動性であるとか透明性、価格発見機能というのは、それを通じて何かが期待されるということになるのですが、仲介者の観点からするとそれ自体が目的になっているのではないかと。このようなニュアンスのことがここでは書かれております。

Kay Review では、この第3章の部分がかなり分厚く書かれていまして、次に、以上のような状況を前提にした場合、「株式の所有（share ownership）」という概念が何を意味しているのかということも非常に注意を要するであろうと指摘しています。

例えば、株式の登録——日本で言えば株式名簿の名義、あるいは振替株式の名義——の話になりますが、いくつかの問題が示されています。①誰の名前で株式が登録されているか。これは、名義株主のみになっているということです。②誰の利益のために株式は保有されているのか。これはいろいろあり得るけれども、例えば年金の受託者のための株式保有になっているのではないかと。③誰が株式を購入し、保有するという判断をしているのか。これは、アセット・マネジャーではないかと。④議決権行使の判断は誰がしているのか。これは、アセット・マネジャーかもしれないし、年金の受託者かもしれないし、あるいは proxy のサービスを提供している専門業者かもしれない。いずれにしても、資金の出し手がここには見えてこない、ということです。

こういったことを縷々挙げると、⑤投資した有価証券の経済的な利益が誰に帰属しているのか、というのが「そもそも論」として問題になるわけです。そもそも資金の提供者として認識されるのは誰なのだろうか。Kay Review にはこの答えが書かれていなくて、問いかけで終わっています。た

だ、このようなことを考えていくと、実は、誰が本当に株式投資においてステークを持っていて、リスクをとっているか、判断をしているか、ということがわかりにくくなっている、ということをおっしゃっているのだと思います。

#### ○第4章 Market efficiency：economic issues

第4章は、市場の効率性の話です。ここでは、株式投資、会社株主関係で理論的なものがどう関係してくるのかということに触れられています。

最初に、効率的市場仮説において「市場が効率的である」という場合について、少なくとも weak form のそれ（公的に利用可能な情報は市場に反映する）については争いのないところであるとされます。これは、皆様に改めて申し上げる話でもないかと思いますが。こういった効率的市場仮説等の理論が今回のレビューではどういう意味を持つのかということが、この第4章で記されているところです。

以上のような理論、あるいはそれに基づく影響について、本報告が行っている原因分析や処方については、それ自体は適切なものであると。では、どのような意味で適切かということ、例えば、仮に strong form の効率的市場が有効に機能しているならば、今我々が検討している問題は生じなかったであろうということ——ここは仮定法になりますけれども——こういったことを説明できるという意味において意味があるでしょうと、こういうことです。

ただし、本報告がよって立つ見解は次のものであるとも述べています。すなわち、こういった経済分析は、我々が検討を求められている問題を理解する上では非常に有益である。しかし、それをイデオロギー的に理解して、かくあるべしという形で判断するのではなくて、あくまでもそれは参考にしつつ、他の方法も使いながら、処方する際にはアプローチしていくのだと、こういったことが示されています。

#### ○第5章 The role of asset managers

第5章は、前提部分の最後になりますが、ここも Kay Review の中では非常に分厚く記されている部分になっておりまして、アセット・マネジャーの役割について記されています。

アセット・マネジャーのスタイルについて、本報告書との関係で重要なのは、アセット・マネジャーが会社の事業活動それ自体を見ているのか、あるいはマーケットにおける会社の株価に着目しているのか、これによってアセット・マネジャーの評価は変わり得るのだという前提の部分です。

アセット・マネジャーの活動について、それが短期的な利益を目指すものであったとしても、アセット・マネジャーのトレーディング活動が市場の機能に資することは否定しない、というところから報告書は出発します。市場参加者に流動性や情報を提供する役割も担っているというわけです。他方で、トレーディングからアセット・マネジャーが得る利益については、投資家のコストになっているものも事実としてあり得るということです。

次に、理論的な点と結びつけて書かれている部分として、アセット・マネジャーが会社の長期的な将来性に関する分析をするのは、それが価格にまだ反映されていないのであれば、有益な情報であるということが言われます。これは、もちろんアセット・マネジャーにとって、あるいは資金の提供者にとって有益だということです。もちろん会社にとっても同様です。市場の不完全性を前提としますと、以上のような長期的な将来性に関する、まだ価格に反映されていないような情報というのは、唯一投資家が利益を得るための源泉になるだろうというわけです。

裏返して言えば、先ほどの経済理由の話と重なるわけですがけれども、もし分析をしたものが直ちに市場価格に反映されてしまうというのであれば、何らの利益を上げる機会も生じません。逆に全く市場価格に反映されないというのでも利益を得られませんので、市場がある程度不完全性を持っているというところにこのような分析をすることの意味があるということです。

このようなアセット・マネジャーの活動がいろ

いろとあり得る中で重要なのは、彼らには次のような2つの時間軸が存在していることだと、Kay Review は指摘しています。

具体的には、まず①the performance horizon ということ、アセット・マネジャーのパフォーマンスが評価される時間という時間軸が一つあり、他方で、②the value discovery horizon ということ、有価証券の価格がファンダメンタルズの価値に帰する時間というのがあるのだとされています。①の時間軸が②の時間軸に比べて仮に短いとした場合は、アセット・マネジャーの関心は、他の市場参加者がどういう見解をとっているかというところに向かうであろうと。つまり、他の市場参加者の動向を見ながら自分の投資判断を決め、そのパフォーマンスが直ちに評価されるというのであれば、そちらにインセンティブが働くということです。この場合、②の会社のファンダメンタルズがどうなっているか、それが株価にどう反映されていくかということには、どうしても目が向きにくくなるだろうと、こういう分析をしているわけです。

そうしますと、これは規制当局の観点からということになるのですが、関心を持つべきなのは、①の時間軸をいかに長くとり、他方で②の時間軸をいかに短くしていくかだということを言っています。これはなかなか難しいのですが、ここではそういう指摘がなされているということです。

次に、アセット・マネジャーとアセット・ホルダーとの関係について述べています。まず、アセット・ホルダーにつきましては、アセット・マネジャーの評価を、ベンチマークなりインデックスなり、他のアセット・マネジャーのパフォーマンスと比較して行っていることを問題としています。今の話でいうと、アセット・ホルダーは、どうしてもアセット・マネジャーが短期的に判断をするような評価方法をとっているのではないかということをご示唆しているわけです。他方で、資金を抛出した受益者の利益は、長期的かつ絶対的なパフォーマンスにあるはずであるということです。それにもかかわらず、アセット・マネジャー

の関心は、先ほど時間軸の話もあり、あるいはアセット・ホルダーからの働きかけというか評価もあり、短期的かつ相対的なパフォーマンスに動きやすい。このインセンティブの不一致が問題の根源にあるのだということです。

ただ、アセット・マネジャーが他よりよいパフォーマンスを残すために、ほかのアセット・マネジャーと競争をしたところで、それが会社の価値を創造するものではなくて、資金提供者へのリターンに寄与するものでもないはずだと Kay Review は言っています。

他方、アセット・マネジャーが会社のファンダメンタルズを分析して、それに基づく投資判断等をしていくということであれば、この分析が会社の基本的な価値を引き上げるものではないけれども、会社はその分析に従って十分な確信を持って長期的な投資をすることを可能にするであろうし、それによって収益が得られれば、投資家にとっても利益になるものと認識されるということです。これが、長期に向けた判断をアセット・マネジャーに求める考え方の前提となっているわけです。

このようなアセット・マネジャーの短期、長期のパフォーマンスあるいはインセンティブを踏まえまして、アセット・マネジャーが効果的にかかわっていく——これは会社にかかわっていくということですが——ことで直接に会社の価値を上げることになるだろう。そして、アセット・マネジャーがファンダメンタルズに対する分析を行い、会社に対して関与することによって得られる果実というのは、会社にとっても、受益者にとっても大きいものとなるというわけです。

ただ、ここには留保がついていまして、インセンティブ問題として当然の結果なのですが、個々のファンド・マネジャーにとって、このようなことを行うインセンティブは弱いというのが実際の問題としてある、ということです。それは、自ら一定のコストを負担しながら、これによる利益は自らと利害のない他者に行く部分が含まれるからということです。こういったインセンティブの欠如というのは、構造的な問題です。ただ、ファン

ド・マネジャーの競争的な環境というのは、いずれにしても資金提供者にとっては好ましくないので、規制を行う場合については、こういった構造についてアプローチをする必要があるだろうということになっています。

これが、この Kay Review において、今後イギリスにおける一定の指針を示すための前提となる認識だということになります。

#### 4. Kay Review の原則と提言

ここからは、Kay Review がどういった原則を打ち立て、どういった提言をしているかというところを確認したいと思います。

実は、これにも相応の説明がついているのですが、そこまで載せるとかなり長くなってしまっているので、レジュメには原則、指針、提言というところをピックアップして述べています。

#### ○第6章 Establishing trust

先ほどありました会社と資金の出し手との間の信頼関係が非常に希薄になっているという認識を踏まえまして、まず、そのような信頼関係をつくり上げるというのが、この第6章の目的となっています。

そこで、株式のインベストメント・チェーンにおける全ての参加者は、スチュワードシップの原則にしたがって行動すべきである。その際には、投下ないし管理の対象となっている資金の提供者に対する敬意、あるいは実際にその投資や管理を行う者に対する信頼が基礎となるべきである、ということです。法律的な内容としては、このような説明はなかなかすっと落ちてこないのですけれども、理念的にはそう考えるべきだということだと思います。

信頼と敬意に基礎づけられた関係は、全体として会社における高いパフォーマンスを促進する。そして、資金提供者への高いリターンを確かにするものになるのだ、と。これは、信頼関係のない匿名のエージェントがトレーディングを行っているよりもはるかに効果的なのだ、ということが原

則として示されているわけです。

そして、この原則に基づいて、指針として、規制の実務者に対しては、トレーディングよりも投資を重視すべきであるということが言われます。これは、短期か長期かというイメージで理解いただければよいかと思います。株式のインベストメント・チェーンにおける各段階におけるエージェントは、信頼と敬意に基づく関係がより効果的に機能するように実務をレビューしていきなさいということを言っているわけです。

このような指針に基づきまして、さらに具体的な提言として、次のようなものが示されています。

#### 【提言1】

Stewardship Code は、stewardship のより広範な形態を実現するため、コーポレート・ガバナンスの問題のみならず、戦略的な問題にも焦点を置いて展開すべきである。

これに基づきまして、進捗報告書では、2.3 という項がありまして、ここでは Stewardship Code の改定が行われています。ここでは、stewardship の目的や定義を改めて確認していきまして、機関投資家のよき stewardship とは何かというのを示しています。そして、単なる会社のコンプライアンスを監視する以上の役割をここでは果たしていくべきである。具体的には、会社の長期的なストラテジー等にも関与していくべきである、というようなことが示されているわけです。

#### 【提言2】

会社取締役、アセット・マネジャー、そしてアセット・ホルダーは、stewardship 及び長期的な意思決定を促進する Good Practice Statements を採用すべきである。規制主体や事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為基準を Good Practice Statements に一致させる手順をとるべきである。

この点については、政府はこの提言を歓迎して、

このような動きを進める方向で各業界等に働きかけていっているという状況です。

#### ○第7章 Strengthening the investment chain

第7章では、信頼関係を醸成した上で、インベストメント・チェーンをさらに強化していくということが述べられています。

まず、第7章で示されている原則から説明します。アセット・マネジャーは、自らの投資した会社とより関係を深めていくことで、イギリス企業のパフォーマンス、そしてその結果として、資金提供者 (saver) の全体としてのリターンに貢献することができるはずであるということです。ここは should ではなく、can が使われていて、ちょっと特殊な原則ですけれども、そのような認識をここで宣言しているというものとして、この原則を理解することになります。

このような認識を前提としまして、指針としては、アセット・マネジャーが会社に対して関与することにより強くインセンティブを持たなければならないということが述べられています。従前のアセット・マネジャーの実践、行動を踏まえまして、積極的な活動を行うアセット・マネジャーは、相互にインデックスから差別化される、要するに他のアセット・マネジャーから差別化されるようなポートフォリオを組む、あるいはベンチマークとなるインデックスから差別化されるようなポートフォリオを組むということに集中すべきであった。今まではそうではなかったもので、そうすべきである。仮に規制上それを妨げているようなものがあれば、減じていくか、除去するかをしてほしい、ということが示されています。

他方で、規制による影響などを気にすることなく、集団的に行動するより大きな自由を有するアセット・マネジャーによる集団的行動の機会がもっと用意されるべきである。レジュメは直訳で全然こなれていないのですけれども、アセット・マネジャーは、自らの自由に基づいて集団的な行動をとっていくべきであるということを、ここでは言っています。

他方、先ほどは積極的に活動するアセット・マネジャーの話をしているわけですが、パッシブなマネジャーにつきましては、自らが従っているインデックスのパフォーマンスをより向上させていく特別な責任があるのだと認識すべきであるということです。具体的にどうすればいいのか、私にはよくわかりませんが、こういう指針が示されているわけです。

### 【提言3】

イギリスの会社に対する投資家が集団的に関与することを容認するため、投資家のフォーラムが構築されるべきである。

これにつきましても、政府は積極的な役割を果たすということで反応しまして、進捗報告書の2.22をごらんいただければ分かるのですが、Investor Forumというのが2014年7月に構築されたということが報告されています。これは、政府がかかわってこのようなものに発展していったということです。これによって、アセット・マネジャーは、他との競争、あるいは他との差別化、それも出し抜くような差別化ではなく、会社の長期的な利益にコミットメントをしていくような方向を協調してとってほしいということです。

## ○第8章 The business environment

第8章は、事業の環境、あるいは企業を巡る環境ということにふれています。

取締役は、事業に係る資産及び運営に関するsteward、奉仕者であるということです。会社取締役の義務は会社に対して負うものであって、株価に対して負うものではない。会社は、「市場」との関係よりも、むしろ投資家との関係を進展させることを目的とすべきであると。ここで「市場」にかぎ括弧がついている点については説明がついていて、よく市場の株価等を見て、「市場はこういっている」などという言われ方がされる。株価が下がっているのは「市場のこれこれの意思なのだ」などという言い方をするのだけれども、そう

いった市場はここでの対象ではない。むしろ投資家との関係を直接的に進展させることを考えてほしいと、こういう意味なのだそうです。

その理由として指針が提示されるのですが、イギリス企業は、その自らが運営している事業について、競争上の優位性をつくり出して維持することを重視すべきなのであって、これこそが長期的な株主価値の唯一の源泉となっている。投資家は、この目的を支援し、サポートしていくべきである、というわけです。

### 【提言4】

イギリス会社の買収、及びイギリス会社による買収の活動に関する規模や効果は、BIS及び当該会社自身による細心のレビューのもとにおかれなければならない。

このBISというのは、Kay Reviewを出しているDepartment for Business, Innovation and Skillsという役所ですけれども、こういった規制当局であるとか会社におけるレビューが買収活動には必要であるということが示されています。

### 【提言5】

会社は、主たるボードメンバーの人事に関して、主だった長期の投資家と意見交換をすべきである。

ここでは、人事に関して投資家の意向が吸い上げられるような仕組みを構築すべきだということを行っています。

### 【提言6】

会社は、短期的な収益の期待及びその公表のプロセスから自由になるよう努めるべきである。

この3つの提言についても、もちろん政府は好意的に反応したというのがこの進捗報告書の説明です。提言4に対しては、2.99というところで、政府としてはこれに関して好意的に捉えているということが示されています。提言5については

2.28、提言6については2.52というところで、それぞれ会社のグッド・プラクティスにおいてこれを反映していくべきであるというようなことが示されています。

#### ○第9章 Fiduciary duty

第9章では、株式のインベストメント・チェーンにおける全ての参加者は、自らの顧客との関係において、信認関係における基準（fiduciary standard）を遵守すべきだということが言われています。

ここでいう信認関係の基準というのは、顧客の利益を第一に置くこと、利益相反を避けること、そして直接、間接を問わず、提供したサービスにかかる費用は合理的なものであり、かつ開示されなければならないということを示しています。これらの基準は、エージェントにおいて一般的になされている慎重な行動の基準から離れることを求めるものではないし、離れることを許すというものでもない。大事なこととして、契約によってこういった fiduciary standard を覆すことは認めない、ということを行っています。

また、株式のインベストメント・チェーンに関する規制について、そこで示されている義務は、信認関係の基準に引き上げられなければならない。投資に関する案件において、信認義務に係る法的概念の適用は、明確化されていかなければならない、ということが言われています。

#### 【提言7】

EU及び国内における規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて、他社の投資ないし投資判断に関する助言に関する裁量を有する全ての関係に対して、信認関係の基準を適用しなければならない。これらの義務は、顧客層の分類からは独立しており、契約により覆すことのできないものである。

#### 【提言8】

アセット・マネジャーはすべての費用について

完全な開示をしなければならない。その費用には、実際上ないし評価上の取引費用を含み、ファンドに帰される手数料を含む。

#### 【提言9】

法律委員会には、受託者や助言者において不確実性や誤解に対処するため、投資において適用となる信認義務の法的概念について、レビューすることが求められる。

#### 【提言10】

貸株から生じた全ての収入は、投資家に対して開示され、払い戻されなければならない。

進捗報告書を見ますと、提言7に対応する部分にははっきりと見つけられていないのですが、提言8につきましても、アセット・マネジャーのグッド・プラクティスで対応すべきだということが、2.71に示されています。提言9につきましても、2.61において、これを受け入れて、法律委員会——これは政府の委員会ですが——で明確化していくということが示されています。そのレポートは、2014年4月に出されている旨、報告されています。それから提言10にある貸株から生じた収入について投資家に対する開示をすべきであるというのは、2.75というところで対応がされています。これについても、ディスクロージャーの要請を目指していくということで、政府が対応するものとされています。

#### ○第10章 The information users need

第10章は、情報に関して扱われています。まず原則では、次のように述べられています。株式のインベストメント・チェーンにおける各段階において、パフォーマンスの報告は、その情報を利用する者にとって、明確、適切、適時、かつその必要に密接に関連したものでなければならず、資金提供者の資金が投資された会社の長期的な価値の創造に直結するものでなければならない。

株式のインベストメント・チェーンにおいて用

いられる測定基準やモデルというのは、会社の長期的な価値の創造、そして資金提供者に対する適切にリスクを反映した長期的リターンに直接的にかなった情報を与えるものでなければならない。直訳でわかりにくいですが、会社の長期的な利益の創造と資金提供者に対して適切に長期的リターンを目指せるような情報を出してほしいということです。

株式のインベストメント・チェーンにおけるリスクとは、会社においてそのステークホルダーの合理的な期待を満たすことができず、あるいは投資において資金提供者の合理的な期待を満たすことができない、そういうリスクなのだということを、ここでは原則として示しています。

次に、指針です。報告義務について判断するに当たって、まず、投資家への適切さというのが第一の基準になるのだということです。先ほどの原則の最初の部分に、明確性、適切性、適時性、そして必要との密接関連性が挙げられていたように、まず投資家にとって適切なものであるかどうかを重視してほしいということです。アセット・マネジャーは、その関係で、個人的に活動する場合であっても、あるいは集団的に活動する場合であっても、よき長期的な判断をするのに必要な情報の供給のために、会社との交渉をしていってほしいということです。

他方で、長期的な価値創造にとって不適切なデータを頻繁に報告するというようなことは、情報におけるノイズであって、減らしていかなければならない。

さらに、注意事項として、規制主体であれ、情報提供者であれ、株式のインベストメント・チェーンに関係する全ての者は、いかなる測定基準やモデルも、何か一つの基準やモデルをもって会社ないし株式のポートフォリオにおける長期的な価値の確かな指針となり得るものではないということ認識すべきである。

長期的な価値の創造に関係しない手段を用いることは、規制主体及び利用者にとって、避けられるべきである、とされています。

リスクというのは、リターンが短期的に変動しやすいかどうかという観点からはかられるべきではないし、ベンチマークとなるインデックスに比して誤って離れてしまうというようなことでもないのだということです。先ほどのリスクというのは、原則にも書いてありますが、会社において合理的な期待を満たせない、あるいは投資において資金提供者の合理的な期待を満たせないという場合を指すということと対応しているわけです。

#### 【提言 11】

義務的な四半期開示は除去されるべきである。

先ほどの、長期的な価値創造にとって必ずしも適切ではないデータを頻繁に開示するというのはノイズになるのだということと対応しています。

#### 【提言 12】

質の高い簡潔な説明報告は、強く推奨されるべきである。

#### 【提言 13】

政府及び適切な規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて採用されている測定基準及びモデルについて、その使用及び制限を強調するため、独立のレビューを命じるべきである。

#### 【提言 14】

規制主体は、評価及びリスク測定において特定のモデルを明示ないし黙示に指示することは避けなければならない、その代わりに十分な情報を得て判断を行うことを推奨すべきである。

要するに、特定のものに固執するような形、あるいは制度的に特定のものにインセンティブを働かせることは好ましくない、幅広く情報とれるようにしておくのが規制主体の役割ということです。

進捗状況について確認しますと、提言 11 につき

ましては、進捗報告書の2.35、2.36あたりをごらんいただくと出てくるのですが、EUの指令でここが実現しており、2014年にイギリスでも国内法化されています。

提言12につきましては、2013年にイギリス国内で新たなレギュレーションが敷かれまして、不必要と思われるディスクロージャーについては、幾つか削除されました。それが何であるのかまでは追いかけていないのですが、削除されたものの代わりに戦略的なレポートというのを個別に分離して、そこで明確に示すようにしなさいということがレギュレーションによる対応として示されています。

提言13、14については2.52のあたりで、規制主体のグッド・プラクティスの中に盛り込みなさいということが示されていまして、そのような対応の方向性で動いているということです。

#### ○第11章 Establishing the right incentives

第11章は、インセンティブの構築の話です。まず原則ですけれども、市場におけるインセンティブというのは、各関係者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持、あるいは喚起し、長期的なリターンをなし遂げる投資のアプローチを採用することを可能にするもの、あるいは促進するものでなければならない、ということが示されています。あくまでもインセンティブは長期に向けて行いなさいというのが原則だということです。

指針のところでは、報酬に関する話として、株式のインベストメント・チェーンにおいて支払われるべきいかなるボーナスも、長期的な価値を見出すエージェントのパフォーマンスと関連しなければいけない。ボーナスにおける価値を実現できるようにする——与えられたボーナスをさらに具体的に金銭化するという話ですけれども——そういうことを可能にするためには、そもそも長期的な価値が実現したということと密接に関係づけられている必要がある、とされています。

また、報酬につきましても、取引の量よりも長

期的な価値の実現を反映するものでなければならぬということです。

このような指針をもとにして、提言15及び16が出されています。

#### 【提言15】

会社は、取締役報酬について、持続的な長期的事業パフォーマンスに対してインセンティブが関連づけられるようにこれを構築しなければならない。長期的パフォーマンスに向けたインセンティブは、少なくとも経営者が事業から引退するまで会社の株式を保有し続けるという形態によってのみ与えられる。

#### 【提言16】

アセット・マネジメント会社は、マネジャーの報酬について、アセット・マネジャーの利益とその顧客の利益及び時間軸とが同期するように構築しなければならない。したがって、報酬の支払は、投資ファンドやアセット・マネジメント会社の短期的な利益と関連づけられてはならない。むしろ、長期的なパフォーマンスに係るインセンティブが、ファンドの利益となる形態で提供されていなければならない(直接であれ、ファンドを通じてであれ)、それはもはやマネジャーがそのファンドに対して責任を負うことができないと判断されるところまで進められるものである。

進捗報告書ですが、提言15については、2.46で、テクニカルにこれに対応するのは今のところ難しく、現在は、進められている調査の結果を待っているということが示されています。

提言16については、アセット・マネジメント会社のグッド・プラクティスに盛り込みなさいというように対応をしているということです。

#### ○第12章 Regulating equity markets

第12章は、規制当局に対する原則です。規制の枠組みは、会社、資金提供者、仲介者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を

支持し、喚起することによって、長期的なリターンを成し遂げる投資のアプローチを採用することを可能にし、促進するべきものであるとされています。実は、この内容は、第11章の市場におけるインセンティブに関する内容とほぼ文言において同じになっています。

次に、指針です。規制は、市場利用者の視点、利益を採用すべきであって、市場仲介者の視点や利益を対象としてはならないということです。ここでいう市場利用者とは、会社と資金提供者を指します。

また、規制は、行為を直接的にコントロールするというものではなく、市場の構造であったり、インセンティブであったり、そういった問題を重視するものでなければならないとされています。

また、規制というものは、十分な情報があつたならば、市場において有効な結果がもたらされるであろうというような前提はとるべきではない。これは、市場の完全性を前提にしないでほしいということです。そうではなく、いつでも直接的に存在している政策目的として、どういったことをここで解決しなければならないかということを見て判断をしていくべきであるということです。

さらに、規制は、消費者により焦点を当てるものでなければならず、また商品の持続可能性及び供給者の完全性を強調しつつ、単純な商品と信頼された提供者を重視し、これを促進するものでなければならない。金融商品に関しましても、それが短期的なすぐに消えてしまうような金融商品ではなくて、長期的に提供され続ける持続可能なものでなければならないし、それを提供する者についてもインテグリティを持っているものでなければならないということです。ここにいう「単純な商品」というのは、過度に複雑な商品であってはならないということです。

政府及び規制の方針は、会社ないしその投資家にとって、株式市場を利用することに対して不必要にディスインセンティブを働かせないことを確保するよう目指すものでなければならない。

株式投資を妨げる不適切な測定基準に基づき、

規制が何らかの要求をしている場合、それはレビューされるべきである、ともされています。

#### 【提言 17】

政府は、個人投資家が電子的登録簿において直接に株式を保有するよう費用的な見地から最も有利な手段を開発しなければならない。

これは、資金提供者が可能な限り直接会社につながっていくよう、政府、ないし規制当局は図ってほしいということです。進捗報告書では、2.119というところで対応が示されています。政府としては、これに対してコミットしていく、ということが示されています。

#### ○第13章 Markets for users

第13章はまとめの章であり、利用者のための市場について述べています。まず、我々の目的は、株式のインベストメント・チェーンにおけるあらゆる点において、信頼に基づく関係を第一として再生することであり、トレーディングの文化よりも協力の文化を伸ばすよう支援することにある、と述べられています。

この提言には2つの要素があり、長期的には——これは長期的な判断とか短期的な判断という意味での長期、短期ではないのですけれども——我々には株式投資の新しいモデルが必要となる。つまり株式インベストメント・チェーンは短くし、そこに信頼関係を進展させていくことを追求し、規制をするに当たっても新たな哲学が必要になる、そしてそれによって支えられるのだ、ということです。また、会社と対峙していくアセット・マネジャーというのは、会社に対するよき助言者（mentor）に似る存在になるのだとされています。

より短期の視点で言いますと、我々が提案する報告に従って行動するように求める、というわけです。ただし、Kay Reviewは、命令的に規制をせよと言うことは避けたいということを宣言しています。市場、金融に関する産業構造を変えていき、

そこに働く人のインセンティブ構造を変えること  
 によってのみ、先の文化が実現すると、こういう  
 発想で動いているのだということです。

本日の報告は、ほぼイギリス中心にということ  
 で行いました。以上が、イギリスの現状の株式構  
 造、市場構造、そして判断者の判断構造等を前提  
 にして出されたレポートである Kay Review、そし  
 てそれに対する政府等の対応だということになり  
 ます。

駆け足で、しかも雑駁な内容で大変恐縮ですが、  
 どうぞよろしくご教示いただきますようお願い申  
 上げます。ありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、
 ご質問、ご意見等がございましたら、ご自由にお
 願います。

【Kay Review における長期・短期概念】

○岸田 ここでは、短期とか長期というキーワ
 ードがありますが、具体的にこの短期、長期とい
 うのは判断しにくいと思いますけれども、何か先
 生のご意見をいただけますでしょうか。

○松井 Kay Review の中では、具体的にここか
 らが短期、ここからが長期というのはないのです
 ね。例えば、長期を目指して、結果的に短期で取
 引をするということもありますし、あるいは、も
 ちろん長期を目指してそのまま持ち続けるという
 こともあります。したがってこの長期、短期
 というのは、基本的には投資の姿勢、あるいはマ
 インドのようなものなのかなと私自身は思ってい
 ます。恐らくそれ以上のことは言えないのではな
 いかという感じがします。

○岸田 具体的にこういうのはだめですよとい
 う規制ではないのですね。

○松井 そうではないですね。先生もおっしゃ
 るとおり、具体的に決められない以上、指針なり
 理念という形で示すという方策をとったというこ

となのだろうという気がしています。

【イギリスによる EU 離脱の EU 規制への影響】

○岸田 最近、イギリスの EU 離脱が問題になっ
 ていますが、この中で、かなり EU の規制の問題が
 ありますけれども、今すぐはわからないと思いま
 すが、EU を離脱すれば、この規制も変わると思
 いますか。

○松井 お答えするには私自身の能力を超えて
 いる質問であるということ承知で申し上げます
 と、これまでの資本市場に関連する EU の指令やそ
 の他規則の内容を見ると、少なからぬ場合におい
 て、イギリスである程度実務的に積み重ねられ
 てきたとか、議論が積み重ねられてきたものが、EU
 の指令や規制に反映されているような例が見受け
 られるのですね。そうだとしますと、むしろ EU の
 資本市場に対する規定群というのは、イギリスが
 イニシアチブをとっていた面があるので、離脱を
 したからといって、イギリス本体についてはさほ
 ど変わらないだろうという気がします。

EU の側からはどうかというと、これまでの EU
 の立法のあり方などからすると、イギリスが直接
 にその立法過程に影響を与えることはできなくな
 りますけれども、ある程度は相互に参照しながら
 取り組んでいくということはあるかと思えます。
 実際に資本市場関係の法律は、大陸法とイギリス
 の法律はかなり一致する方向にありますから、直
 ちにそれが影響を与えるということはないかなと
 いうふうには推測しています。

【Kay Review が念頭に置いている投資家像】

○伊藤 幾つか基本的なところを確認させてい
 ただけたらと思います。

まず、Kay Review の、特に原則や指針や提言で
 いろいろと言われていることと申しますのは、基
 本的には、伝統的な機関投資家と言われた年金基
 金などを念頭に置いているものだと考えておいて
 よろしいでしょうか。アクティビストなどに固有
 の話のようなものはあまり出てこなかったように
 思いましたので、まず、それを確認したいのが一

つです。

それから、よくインベストメント・チェーンという言葉が出てきます。このインベストメント・チェーンの典型的な姿として、とりあえずこれを議論するとき、どのようなものを考えておけばいいでしょうか。例えば年金基金の場合で言うと、資金提供者というのは年金の受益者で、アセット・ホルダーというのは年金基金そのもので、アセット・マネジャーというのはその年金の運用責任者などのことを言っていて、最終的にそのチェーンの反対側の先には投資先の会社があると、このような感じの姿をまずは念頭に置けばよろしいでしょうか。

○松井　まず、前者についてですけれども、伝統的な機関投資家を念頭に置いているかといえば、イエス&ノーです。イエスというのは、もちろんそれが当然に対象として含まれているということです。特にイギリスにおいて、伝統的な機関投資家は非常に受動的な対応をとるということが、少なくとも2000年代ぐらいまでは一般的でしたので、そのようなものに対して積極的にコミットメントをしてほしいというようなことが念頭に置かれていることは間違いないと思います。

他方でノーというのは、ヘッジファンドのようなものはここから外れているかといえば、それは直ちにそうは言えないという気がいたします。イギリスのそういったものの現状からすると、このKay Reviewで示した政策的なツールにある程度取り込んでいくということは考えているはずなのです。しかもKay Reviewでは、最初に統計の数字を出していて、ヘッジファンドなどの新しいタイプの機関投資家が半分前後を占めているというが出てきますので、これが対象から外れてしまうと、この文書で求めている目的が実現しないということにもなります。ですので、濃淡はあるにせよ、どちらもある程度念頭に置かれているだろうというのが私の認識です。

2つ目ですけれども、インベストメント・チェーンについての基本的な枠組みは、恐らく伊藤先生のおっしゃったようなものでよいと思います。

もちろん、さらに機能が分化していて、議決権行使のところについて、さらに議決権行使の助言をしたり、行使をしたりといった分化はしていますけれども、基本的な構造は伊藤先生のおっしゃるものでよいと思います。

○伊藤　Kay Reviewが、伝統的な機関投資家だけではなく、ヘッジファンドも含めていろいろな原則等を考えているというお答えだったのですが、もしそうだとすると、そのあたり、アメリカなどでのアクティビズムの議論と比べますと、やや違和感があるところです。

例えばギルソン&ゴードンの論文（注：Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013)）では、アクティビストと伝統的な機関投資家を区別しています。伝統的な機関投資家というのは、パッシブであるというよりは、自分では提案は出さないけれども、アクティビストが出してきた提案についてきちんと検討して、乗れるものには乗っていくという行動をとる。逆にアクティビストのほうは、また伝統的な機関投資家とは異なって、コーポレート・ガバナンスに問題がある企業を見つけてターゲットにして提案を出して行って、もしそれにほかの伝統的な機関投資家が乗ってくれて、自分の提案が通れば、それで収益を上げられる立場にあるといったことを前提に、いろいろと議論がされています。そのような議論を見た者からすると、両者をあまり区別せずに、同じ原則や指針を当てはめていく方向性自体にちょっと違和感を持つのですけれど。

○松井　まず議論の前提として、イギリスのパッシブと言われる投資家がどういう行動パターンをとっていたかということ、基本的には議決権行使をしないという例が少なからず含まれていたということがあります。そこは、今伊藤先生がおっしゃった例とはやや違っていたというのがまず前提としてあります。

他方で、そのような状況が大きく変わってくるのは2000年代だと言われておりまして、「はじめ

に」の中にも少し書きましたが、パッシブと言われていた、つまり何もしない投資家が、アクティビストの議決権行使につられて行動するようになるという現象がイギリスでも見られるようになった。その限りにおいては、伊藤先生が今おっしゃったような議論というのは、アメリカとイギリスでそう大差がないとも言えます。

ですので、仮にイギリスでもある時期からアメリカと同様の議論が当てはまるとしまして、では、今回の Kay Review、ないしはそれに基づいて政府がとっているさまざまなツールについて、伝統的な機関投資家に対しては、比較的親和的だし従いやすいけれども、アクティビストというのは、そもそもここが対象にするにはあまりにもかけ離れ過ぎているということになると、何か問題はあるのだろうか。この点に対しては、実は、このレビューが求めている政策手段が比較のリジッドなものではないので、あまり問題ではないということになろうかと思えます。つまり Kay Review では、アセット・マネジャーが自分でグッド・プラクティスをつくって、それに従って行動するかどうかというのを求めているだけなのですね。それに対して厳しいサンクションがあるわけでもないですし、ヘッジファンドも、俺はそんなものは知らんというのであれば、それはそれだけのことなのですね。

イギリスのスタンスというのは、あくまでも、考え方として、ここに示したようなものがあると紹介しているだけのことなのです。これに対してとり得るツールとしては、自主的にこのようなものが幾つかある。スチュワードシップ・コードにしてもそうですし、グッド・プラクティスのステートメントにしてもそうですし、本当に規制主体がサンクションを伴って何かをしている場合というのは、非常に限られているのですね。

そういう意味で言うと、もちろん伝統的な投資家を念頭に置いて、それに従いやすいようにつくってあるけれども、ヘッジファンドが直ちに排除されるわけではないというのが私の認識でありまして、伝統的な投資家、それから新たな投資家と

いうのは、このレビューの中ではそれほど区別されて書かれてはいません。そういう意味で言うと、やはり Kay Review なりイギリスの規制方式の特殊性というのがあるのではないかとというのが差し当たりの答えになろうかと思えます。

【ファンド・マネジャーの報酬】

○伊藤 あまり区別はしてなくて、今松井先生がおっしゃったような規制をかけていく方法だというのは、理解できました。

先ほど述べたギルソン&ゴードンの論文では、まさにそこが、あまり意味がないと批判されているところなのですね。この Kay Review で書かれたところでは、レジユメの 18 ページ以下で紹介いただいたような、伝統的な機関投資家などのインセンティブ構造ですが、これが決定的で、これが変わらないと、何々すべきと言ったところで、しよせん機関投資家の行動は変わらないではないかという話になります。いくらスチュワードシップ・コードでこれをやれと言っても、要は、ファンド・マネジャーのインセンティブ構造が変わらない限りは、実現されないのではないかとということです。

そういうことからしますと、インセンティブ構造を変えることが大事になりますけれども、それは今回のレビューでは、33 ページあたりの報酬の話などがそれに当たると思うのですね。ここの報酬は、要は、ファンド・マネジャー等に、ほかのマネジャーとの相対的なパフォーマンスに応じて報酬を与えるのではなくて、もっと長期的なパフォーマンスに応じた報酬を与えるという話になっているようです。しかし、これは具体的にはどういう報酬を与えることが考えられているのでしょうか。長期的なパフォーマンスといっても、しよせんは相対的なパフォーマンスだと思います。投資先会社のパフォーマンスに応じた報酬なんて話にはならないはずですから、しよせんはファンドのパフォーマンス、それを長期ではかるというだけの話で、これがうまくいくかはわからないかなと思いました。

○松井　まず全体としては、私も伊藤先生と非常に近い認識を持っていて、この Kay Review の弱みは、インセンティブのところに対する指針が非常に甘いというか、具体的にこうすればよいというのがはっきり出ていないのです。まさにインセンティブの不一致の話がレジュメの 18 ページにあります、19 ページを見ると、これは構造的な問題であるとされています。ここでは、こうすればこのインセンティブの不一致の問題は解決できるというのがなかなか言いにくいようで、ただ、その構造に対してアプローチをしろということだけを言っているわけです。

それで、構造に対するアプローチとして出てきているのが、22 ページから 23 ページです。ここでは、他を出し抜くというような行動ではなく、投資家はある程度、会社の長期的な利益に向かって共同行動に向けた動きの方向を志向していくとされています。もちろんそれは、規制等でサンクションをつけて縛るような話ではないので、フォーラムをつくって緩やかにそれを行わせるというような、環境整備的な形がここではとられているということです。

あるいは、伊藤先生がおっしゃったインセンティブに触れているのは、32、33 ページあたりの第 11 章です。ここも、長期的なパフォーマンスにタイアップされていますが、実は提言 15 や先ほどの進捗報告書でも、政府はこれに対して非常に好意的には捉えているけれども、それ以上のことは言っていないのです。具体的な方策が出ていないのは、この提言 15 だけです。そして、今後の調査を見守ります、ということになっているのですね。もしかしたら今はもう出ているのかもしれませんが、いずれにしても、ここは政府としても対応に苦慮しているところがあるようです。

また、提言 16 についても、長期的なパフォーマンスをどうはかるかというのは、なかなかよくわからない。このレビューで示されているのは、少なくともそういったパフォーマンスをはかる測定基準をある特定のものに固定するな、ということです。その代わりに、多種多様なものを見なさい、

情報は十分にとれるようにしなさいと、ここまでしか言えないのですね。

では、何を見るのかと言われると、おっしゃるとおり、結局相対的にしか決まらないのではないかという話になって、実はこのレビューの弱みはまさに伊藤先生のおっしゃるところにあるというのは、私も同感です。これに対して私自身が何か具体的にこうすべきであるというのがあるかという、ないのですけれども。

【Kay Review における株式市場及び株式保有に関する考え方】

○龍田　本日の資料 12 ページに、株式市場が、会社に資金を投ずる場というよりも、会社から資金を得る手段になっているという記述がございます。これがどういう意味なのか、どうしてここに入っていて、本日のテーマである短期主義と長期の問題とどうかかわるのかについて、改めてご説明いただけませんか。

また、ヨーロッパ議会は、株式の保有期間が長い株主について、議決権や配当などの面で優遇する案を否決したのではないかと思います。そこで問題にされた株式保有期間の長短と、本日問題にされた短期主義云々とは、つながりがあるのか、ないのか、お教えいただけますと幸いです。

○松井　まず、12 ページの記述に関する第 1 点目ですけれども、市場に関するある種の当然の前提のようなものとして、発行市場、資金を調達する場というような認識が株式市場にはあるのではないかとされています。株式市場というのは、本来は投資家が会社に資金を投じて、会社が資金調達をする、そういうものとして重要な役割があるはずであるという前提です。

他方で、昨今のイギリスの企業の実態を見た場合、実際に株式市場を通じて資金調達をするという例は多くないということがあられるわけです。むしろ実態として見た場合、株式がもう既に所与として上場されていて、投資家はその株式に対して投資をすることによって、会社の収益を投資家が投資の果実として受け取るという側面がある。この

実態が現実の機能としては非常に重要であると言うわけです。要するに、流通市場の側面なのですけれども、そこに着目するのが実態にかなっているだろうというのが、この部分の説明になるかと思えます。

そうだとしますと、会社が投資対象として存在し、その収益に投資家があずかるというためには、まさにその収益をどのようにして向上させていくのかというのが主たる関心にならなければいけません。そうでなければ市場も機能しないだろうということで、これがスチュワードシップやコーポレート・ガバナンスの話につながっていくわけです。本来であれば、発行市場という資金調達のためのマーケットとそれが流通するための市場というのは密接不可分なはずですが、ここは説明のためにそこを切り分けた。強く言ってしまえば、発行市場は、実態として、現実の機能をほとんど持っていない。片や、既に発行された株式を取得する投資家は、それを通じて配当その他の利益を得ることができて、それによってリターンを得ることができ、ここは非常に重要な意味を持っている。この重要な意味を持っている部分に着目していくと、やはりコーポレート・ガバナンスの話や投資家の行動パターンの話になっていくという、こういうことかと思えます。それが、投資家において短期的な利益を追求するのではなくて、会社の長期的な利益を考えてほしいというその後の議論につながっていくというところです。

次に、2点目です。長期の株式保有に何らかの制度的な恩典が与えられるかという点について、ヨーロッパで否定的な見解が示されているというところですが、ここでいう長期的な保有ということについては、今回の Kay Review が長期で会社の利益を実現するということとかなりの程度関連しているかと思えます。

ヨーロッパの議会での話とご紹介があった点は、単純に株主が長期間持っていることを念頭に置いているわけで、これは会社からすれば、ある程度長期的なコミットメントをしてくれることを想定しているはずで、この長期的なコミットメント

というのは、まさに Kay Review でいう、会社に対して長期の利益をはかるという観点から株式保有してほしいということと重なり合うかと思えますので、先生がご指摘くださった点は、この Kay Review での長期、短期ということとある程度関連づけられるのではないかと思います。

以上でお答えになっていますでしょうか。

○龍田 ありがとうございます。

【Kay Review に示された市場観・規制手法】

○行澤 まず第一点、今の Kay Review のお話を聞く限り、我が国におけるコーポレートガバナンス・コードとかスチュワードシップ・コードと同じような考え方、もしくは背景となる思想というのがうかがい知れます。まさに松井先生がおっしゃったように、例えば 24 ページで指針としてはっきり出していますが、イギリス企業にとっては、事業についての競争上の優位性をつくり出して、維持することこそが株主価値の源泉であって、投資家はこの目的を支援すべきであると、こういう考え方が前提にあり、それがインベストメント・チェーンというものを軸にした今回の Kay Review の考え方になっていると思うのですが、こういう理解でよろしいでしょうか。

そういう前提に立って見ると、Kay Review はキャピタルゲインのような市場における売買から得られる利益に対して非常にネガティブ、もしくは冷淡な捉え方をしているように見えます。配当益によって長期的な利益を得るのが本筋であって、マーケットにおける売買益などというのはしょせん投機的な利益だといいかねないような論調を感じるわけです。

そこから、例えば情報開示についても余計なノイズを外せなどということを知ると、従来言われてきたマーケットの自律性とか、マーケットが会社経営者に対する規律 (discipline) を与えるといった考え方も、何かちょっと後退しているとか弱くなっている気がします。すなわち、市場というものを大切に考える従来のアメリカの考え方になじんできた者からすると、かなり大きな政

策転換、もしくは思想的転換が図られているような気がしました。本当にそう考えていいのかどうかという点が質問の第一点です。

もう一点は、今伊藤先生も、結局意味がないということを言われましたが、結局、ヘッジファンドが言うことを聞かなかつたら意味がないということで、一面においては、確かに今のイギリスのソフト・ロー・ベースの規制の実効性が問題視されてきているのだと思います。しかし、他方で、やはり政府の規制哲学がこういう形で変わってきて、啓蒙的な形を取りながら、あらゆる政策を動員することで、例えばグッド・プラクティスにあなたはかなっていないよねというような話にだんだんなってくると、それこそ中長期的には意図された方向にもっていかれることになるのではないかと。だから、実効性がないからサンクションを与えろ、いや、それはよくない、といった目先の議論を超えたところの、大きな政策転換の潮目を見るべきではないかと思うのです。

それについて、日本もどちらかというところ、アメリカの議論との対比の中で、松井先生のご感触といいますか、今、日本において、本当にソフト・ロー・ベースでやっていることには意味がないのか、それとも、そこには規制当局の深慮遠謀があるのかどうか、そういったことも含めてお聞かせいただければ幸いです。雑駁な質問ですみません。

○松井 行澤先生のご指摘は、非常に核心に触れておられまして、私も伺っていて、すでに一貫したストーリーになっているような感じがします。

まず1点目ですけれども、先生から、Kay Reviewの見方として、事業収益、配当というような利益を投資家が目指すことが好ましい。他方で、キャピタルゲインを取ることは、どちらかというところ批判的に見ているといった考え方が示されました。ただ、そのご指摘に対しては、このレビューをざっと読む限り、直接触れているところはないので、形式上は多分中立的なのだろうと思います。

最初の岸田先生のご質問とも関連してくると思

うのですけれども、ここで長期にコミットメントするといったときに、それはあくまでも投資家の投資姿勢や実際のコミットメントの仕方が、長期か短期かある程度決めるところがあるのだと思います。そのような投資についても、ある程度のところでやはり利益を実現しなければいけませんので、保有する投資商品をマーケットで売却することがこのKay Reviewの考え方に反するかといえれば、恐らくそうではないのではないかと。そうだとすると、インカムゲインなのか、キャピタルゲインなのかという点についての評価は、恐らくKay Reviewとしてはニュートラルであるということだと思います。

それとの関連で、マーケットの捉え方がKay Reviewにおいて少し変わっていているのではないかと。これはKay Reviewが直接意識しているのかどうか分かりませんが、例えば開示のし過ぎがノイズになって、かえってそれは投資家にとって、あるいは会社にとって好ましくないと言う。あるいは、第4章の効率的な資本市場仮説あるいは理論のところ、これに関しては、あくまでも現状認識のためのツールとして有効だと割り切ってしまう、これを目指す方向としては置いていない。ウィークフォームは認めているけれども、ではセミストロングフォーム、さらには、ほとんど神様の世界なので、ストロングフォームはあり得ないにしても、そこに可能な限り近づいていくのか。以上を見る限り、ある種の市場の機能に期待するということが、実はあまり出ていないのですね。

むしろ、市場は不完全だから利益の機会があるのではないかと、そこには仲介者の非常に重要な役割があるのではないかと、市場か仲介者かという議論の方向に動いていて、その意味で言うと、行澤先生のおっしゃるような、市場の見方に対するある種のシニカルさというか、見方の違いというのはあるのかもしれないという気はしています。

ですので、ここは評価の問題でもあるのかもし

れませんけれども、以上のような観点からこの Kay Review なり、イギリスの思想なりを見出していくというのはあるかもしれないということを感じております。

2点目ですけれども、ソフト・ローというものの有効性というのは、昨今、この10年、20年来の重要な課題であるかと思えます。イギリスの場合は、これは印象論でしかないのですけれども、もともとソフト・ロー的な文化というか対応に非常に親和性を持っているところで、要は、それぞれの業界や、あるいは利害を同じくする主体が自律性 (autonomy) をもって規律をつくって、それで律していくということについて非常に重きを置いてきましたし、それによって、ある程度コストをかけずに規制目的を実現できてきたということがあるのだらうと思えます。

他方で、規制主体がどんどんサンクションを伴って規制をすることについては、非常に抑制的であったということもあろうかと思えます。文化論をやると、あまりきちんとした議論にならないのですけれども、そこにコメントするとすれば、もともとイギリスは、公の部分と私の部分が未分化の国で、私の部分である程度公的な機能を果たすことが期待されていたし、それを実現して、コストをかけずに規制目的を達成してきたということがあるので、何らかの規制目的を実現するとき、それが最初に選択される。もちろん、それによってうまく実現できない場合については、よりハードな形に動いていくというようなことはやってきたのだと思えます。

ですので、そういう意味で言うと、ソフト・ローの実効性があるか、ないかといえば、少なくともイギリスのような規制目的の実現方法に関するコンセンサスが緩やかであれば、ある程度実効性はある。その反面、ある程度実効性が限られるとなれば、より強固な手段に入っていく。規制主体が何らかのより強いサンクションを伴ったハード・ローのほうに動いていく、というようなことはあるのだらうと思えます。

ですので、それはそれぞれの状況なり規制目的

に応じて手段を使い分けているということで、ここはご指摘のとおりかと私も思っております。

【Kay Review における fiduciary duty の考え方】

○小出 26 ページから 27 ページの fiduciary duty のところについていくつかお伺いしたいのですが、まず、26 ページの原則のところの6行目、「一般的になされている慎重深い行動の基準から離れることを求めるものではない」ということについてお聞きできればと思います。これはつまり、ここで fiduciary duty と言われている行動の基準というのは、一般的な慎重深い行動の基準とは違うものだというのが前提なのかということです。

次に、ここで fiduciary duty と言われているものの中身といいますか、例えば提言7にあるように、契約関係によってこの義務を覆すことができないとか、顧客層の分類からは独立した義務だとか、これらの点というのは、一般的な fiduciary duty、信認義務の考え方とは随分ずれているような気がします。一般的な信認義務というのは、契約を補完するものなので、あくまでも契約が両当事者に負わせている義務からその具体的な内容が導かれると考えられていると思うのですね。それから、契約の一方当事者がどういう顧客層に分類されているかも、契約を解釈する上で重要な一部として、信認義務を負うかどうかを判断する要素に組み込まれているのだらうと思えます。

それから、インベストメント・チェーンにおいて全ての参加者が信認義務を負うべきであるという話ですが、やはり信認関係というのは、ある意味では、イギリスの裁判所は非常に慎重に使ってきたところがある気がします。インベストメント・チェーンでさまざまな当事者がいる場合に、直接の取引当事者同士の関係以外のところに信認関係のような特別な関係を認定するということには、随分と慎重だった気がするのですね。なのに、ここでは、信認関係を認める対象を拡大しようというような提案だと思うのですが、こういった提案というのが、実際に法律家たちによって受け入れられているのかどうかということについてお教

えいだければと思います。

○松井 最後のところから申しますと、私も、この信認基準、あるいは信認義務の考え方がどの程度受容されているかということまで確認できていないので、またの機会にご報告等できればと思います。

それで、最初のところ、26ページの「一般的になされている慎重深い行動の基準」というのは、“generally prevailing standards of decent behavior”ということで、法律的な概念ということではなくて、一般の実態としてこういう仲介者が慎重にとっているであろう行動があるのであれば、それに従ってくればよいということかと思えます。他方で、それから離れてもらうものでもないという感じで、現状で相応の対応があれば、それは受容しますというようなことを恐らく言わんとしているのだらうと思います。

それから、契約によって覆さない、あるいは顧客の分類から独立しているという提言7は、信認義務の考え方においてやや奇異な感じがするというのは、おっしゃるとおりかと思えます。

他方で、信認義務にも強弱があって、要は、任意規定的に読んで、契約で覆されるレベルの弱いものから、そのような任意規定による修正を許さない強行的なものまで理論的にはあり得て、ここでの宣言は、少なくとも株式に係るインベストメント・チェーンについては、強行的な信認関係として位置づけよと、こういうことだらうと思います。それは、ある種のKay Reviewの考え方で、やや理念的にいやらしい議論の仕方をしていると思うのですが、要は、信頼とか敬意とかという法的ではない概念を理念として置いて、それを法的に落とすと、そういう固い信認基準になるのだと、こういう持っていく方をしています。これがこのKay Reviewの核になっているのだと思えます。おそらく前提にあるのは、イギリスの金融の仲介者に対してそれぐらいの基準を求めておかないと、結局イギリスのマーケットなり事業の利益にならないという、こういうある種の信念があるのだと思えます。

ただ、これも先ほどの話に戻りますが、そういったものが具体的なリジッドな法規制に直結しているのかというと、必ずしもそうではないのですね。信認義務の考え方はこうですと言って、解釈は法律委員会で明らかにします——先ほどの小出先生の最後の質問には答えられなかったのですけれども——ということまででどどまっているのです。では、具体的な事件で非常にリジッドな信認義務の問題で解釈されて解決されたのかという話が出てくると、まさに小出先生のご指摘の問題が出てきて、先の考え方が現に受容されるかどうかという問題になっていくということだと思えます。ただ、この点は私自身も理解が足りておりませんので、引き続き研究させていただきたいと思えます。

【Kay Reviewにおける四半期開示の考え方】

○飯田 提言11で、四半期開示は除去されるべきということですが、これがなかなか興味深いと思っています。そのKay Reviewでの理由としては、四半期開示のような情報は、情報としてはノイズであるということだったと思うのですが、その趣旨が必ずしもよく理解できませんでした。というのも、会社の経営者のインセンティブの意識が四半期ごとの評価に向かってしまうから好ましくないという文脈もあったようにも思ったのですが、そうではなくて、市場の価格形成にとって役に立たない情報という趣旨でのノイズであるということでしたので、その辺がどういう文脈で言われているのかということをお教えいただきたいと思えます。

それと、もしご意見があればということですが、日本で四半期報告書というのがありますけれども、それに対して何か示唆するものがあるのかどうかということについて、先生のご意見を教えていただければと思います。

○松井 おっしゃるとおり、これをノイズとして理解するというのは、やはり相当の前提を置かないと理解できないところかと思えます。まず、このKay Reviewでは、大量の情報が供給されるこ

とがあり、それが一般的なテンプレートに乗って出てくるといのは、単純にノイズなのではないかという切のですね。これは Kay Review の 10. 18 に出てくるのですけれども。その前提にあるのは、やはり先ほどのアセット・マネジャーの話ですが、情報が出てきてそれが株価に反映される、あるいは何らかのアセット・マネジャーの行動に影響するとなると、結局それはアセット・マネジャーがその情報に振り回されていくのではないかという、この Kay Review 独特の認識があるのだらうと思います。

この点は私の感触でお答えすると、Kay Review には、ある種の「宗教」にも似たところ、いわば「長期収益教」みたいなところがあって、その長期収益と短期収益で、短期収益に非常につながりやすいところというのは好ましくないというような言い方をされるところがあります。

ちょっとエモーショナルな表現をしましたが、要は、四半期開示のような形で頻繁に大量の情報が出てくることになれば、それは当然、情報を消化し切れない関係者がいる反面、それに過剰に反応する関係者もいる。それが結果として会社の長期的な利益を損なう、かえってアセット・マネジャーの短期利益追求につながっていくと、こういう認識があるのだらうと思います。

だからこそ、四半期開示を取りやめると同時に、戦略的な内容を一枚でまとめた——一枚とは書いていませんけれども——簡単なペーパーを出せ、などと言っているのは、やはり長期に向けた情報をむしろ重視しろというメッセージであって、そこはある種の確信めいた信念のようなどころから出てきているところはあると思います。

ただ、ここは制度化する方向で動きましたので、それがイギリスなりヨーロッパなりである程度共有されたというのが、実態としては非常に興味深いところだと思います。それは、金融危機でアセット・マネジャーの具体的な行動に対する懐疑心はかなり流布したのだらうというのが私の見立てです。

では日本にどのような示唆が与えられるかとい

うと、これはまさに日本がどういう前提をとるかということになるかと思いますが。例えば、先ほどの行澤先生の市場に対する見方と密接に関連するのですが、やはりマーケットというものは、可能な限り関連する情報は提供させて、それを消化させて、株価、そして企業価値の発見に資するように動くべきであるということならば、やはり四半期開示はどちらかというところと好ましいという議論になります。この場合、その情報開示をノイズだというのは、非常に問題のある評価だということになるのではないかと思います。

また、日本の場合、金融危機において、イギリスないし欧州におけるような中間的な金融仲介者が短期的な利益を追求し過ぎて、何らかの投資家の利益を損なったということが前提にならないのであれば、イギリスやヨーロッパと同じような議論はしにくいだろうという気がいたします。その意味で言うと、ここから得られる示唆という意味では、ヨーロッパなりイギリスなりのかなり特殊な事情、考え方がここにあらわれていて、日本は、当然にはそのようには言えないのではないかと。しかも、マーケットや実態に関する見方も違えば、やはり日本は独自の事情で考える必要があるのではないかということになるのかなという感じがしております。

○飯田 ありがとうございます。

【アセット・マネジャーの報酬と経営者報酬との関係】

○松尾 今までのお話を伺っていると、Kay Review では、株式投資とか株式市場というのは、ゼロサムのところでは利益を得るのではなくて、あくまでも新たな価値を創造して、その分配を受けるところですというのが大前提とされていて、その意味で、非常に宗教的というのは何かわかる気がします。

そうだとすると、先ほど伊藤先生とのやりとりでおっしゃっていたアセット・マネジャーのインセンティブや報酬に関しても、ゼロサムのところではより多くのものを分捕ってきた人ではなくて、

企業の価値創造に寄与した人でコミットして、例えば5年の計画を立て、その進捗状況に応じて企業収益なり企業価値が増加した場合に、相応の報酬が得られるというような報酬設計にしないということになるのかしらという気がします。仮にそういう理解が正しいとすると、経営者の報酬のところとよく似た議論になっているので、経営者とアセット・マネジャーというのはどういう棲み分けになるのかというのが気になります。

まず、そういう理解でよいのかというのと、それでよいとすると、経営者とアセット・マネジャーというのはどのような役割分担になると考えればいいのでしょうかというのが、私の疑問です。

○松井 最初の、ゼロサムではなく、会社の価値を上昇させることによって、アセット・マネジャー等が利益を得ていくべきであるということ、そこに向けたインセンティブをつけていくべきであるということについては、まさにおっしゃっており、Kay Reviewはそういう考え方に強く立っていると思います。

ただ、先ほど伊藤先生とのやりとりにもありましたように、その長期的なインセンティブをどうつけるのかというのはよくわからない。要するに、単一のメトリックでやってはならない、ということだけははっきり言っていますので、5年間の利益「だけ」でやるのは好ましくない、こういう言い方なのですね。結局、単一のメトリックを立てると、そこに向けてまた特殊なインセンティブが働く、あるいは歪んだインセンティブが働き得るということを念頭に置いているのだらうと思います。それを踏まえまして、経営者の持っている報酬・インセンティブ構造、それからアセット・マネジャーの持っている報酬・インセンティブ構造は似てくるといえるのは、それはまさにおっしゃっておりだと思います。

32ページの原則を見るのが多分一番わかりやすいのですが、インセンティブは会社——これは経営者、資金提供者、仲介者も皆含めてですが——において基本的には、「会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持」するとなっていま

すから、皆が同じ方向を向いていないといけない。会社ないし経営者の持っているインセンティブと資金提供者の持っているインセンティブないし仲介者の持っているインセンティブがずれることによって利益が損なわれるという前提に立っていますので、これは皆同じ方向を向いてほしいということになります。ここにはある種の気持ち悪さがあるのですが、それを目指しているわけでは

す。そうだとしますと、松尾先生のおっしゃるとおりで、アセット・マネジャーの報酬、ボーナスに対して長期的な利益がひもづけられるということ、取締役の報酬にやはり長期的な利益がひもづけられるというのは、当然同じわけです。それは、32ページの指針の前段と後段がまさにそこをあらわしていると思えるのではないかと私も思います。

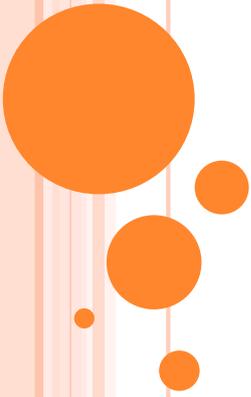
では、この2つはどういう関係に立つのかというと、最後のページですが、「本報告の提言には、2つの要素がある」と述べたうえで、①において、アセット・マネジャーは、会社に対するメンターだ、とされています。これは比喩的な表現ですが、まさにインセンティブ構造なり利害の構造が一致することをこの報告書は求めているし、そういう方向で規制主体や関係主体は動いてほしいというのが考え方になっているということかと思えます。

ですので、松尾先生のご指摘は、おっしゃるとおりであろうし、全体としてインセンティブは一致していくことを望んでいるという、これがお答えになるのかなという感じがいたします。

○山下 よろしいでしょうか。

本日は、大変特徴のある考え方を打ち出したレポートについてのご報告で、それに対してやはりいろいろな意見があり得るということで、もっと議論すべきところもあるかと思いますが、一応時間が参りましたので、これぐらいにしたいと思います。

どうもありがとうございました。



株主アクティビズムの健全化、 短期主義への対抗（2）

——ヨーロッパ、特にイギリスを中心に

2016.7.22
立教大学 松井秀征

目 次

- 1 はじめに——議論の前提
 - ・イギリス企業に関する前提
 - ・株主アクティビズム
 - ・金融危機後の変化

- 2 Kay Review
 - ・Kay Reviewの性格
 - ・Kay Reviewの構成
 - ・Kay Reviewの前提
 - ・Kay Reviewの原則と提言
 - ・Kay Reviewのまとめ

1 はじめに——議論の前提

○ イギリス企業に関する前提

- ・ 1950年代までのイギリス企業のありようとして株式保有の集中が一般的
⇒当時のありようを簡単に整理すれば、
 - ① ごく一部の事業分野（化学・石油等）において存在した経営者企業
 - ② 公益事業分野（電力・ガス・運輸等）において見られた国有化企業
 - ③ その他多くの事業分野において見られた家族・同族支配の残る企業と分類でき、③がその中心であった
- ・ 1960年代以降の株主構成の変化
⇒その時々政権下で自由市場政策（資本市場利用の促進、機関投資家の成長等）と国家による経済介入（自動車企業の国有化）とが行われてきたが、そのような中で次第に家族保有や小規模株主による株主保有割合が低下し、機関化の流れ（主に年金基金と保険会社）が進展

3

1 はじめに——議論の前提

○ イギリス企業に関する前提

- ・ 1990年代に入ってからの変化
⇒年金基金と保険会社を中心とした機関投資家による株式保有形態から、外国人投資家による株式保有が顕著に増加するようになる（特に1990年代後半）
⇒統計上の数字の変化

年金基金による株式保有割合	32%（1993年）⇒13%（2008年）
保険会社による株式保有割合	20%（1993年）⇒13%（2008年）
- ・ 伝統的な機関投資家ではない機関投資家による投資
⇒いわゆるアクティビスト株主と呼ばれる機関投資家がイギリス企業にも積極的に参加するようになり、イギリス企業をめぐる状況が変化するようになった

4

1 はじめに

○ 株主アクティビズム

・ アクティビスト株主

⇒議決権行使に関する無関心（apathy）の問題を解決しうる存在との認識（具体的に念頭に置かれているのは、ヘッジファンド等の機関投資家）

⇒企業買収ブーム後の1990年代の米において、上場企業に対するコントロールを担うべき存在として期待された伝統的な機関投資家（投資ファンド、年金基金等）が必ずしもその役割を十分果たしきれなかったとの認識の下、現れたのがアクティビスト株主

⇒会社の戦略的な決定に関し、株主総会において議決権行使をすることにより影響力を行使

⇒その戦略の特殊性として、伝統的な機関投資家が行っている投資額に比して、特定の会社に対する投資額の大きさがある（とはいっても、1980年代米における敵対的買収を行った投資家と比べればずっと少ない）

5

1 はじめに

○ 株主アクティビズム

・ アクティビスト株主に対する評価

⇒米、欧を問わず、近時の経験的データに基づく研究では、ヘッジファンド・アクティビズムは他の株主に対して利益をもたらしているし、それが債券保有者やその他のステイクホルダーの負担においてなされているものでもないとの評価がある（ただし独などではネガティブな評価もなされてはいる）

⇒他方、短期的投資の少なからぬ場合がヘッジファンドと関連しており、他の株主への影響を顧みず自己の短期的利益を最大化しているとの評価もある

・ アクティビスト株主の存在がもたらした影響

⇒伝統的株主において従前の受動的な（passive）な対応を取りにくくなり、ヘッジファンドの行動に追随する動きがみられるようになる

6

1 はじめに

○ 金融危機後の変化

・ イギリスにおける株主構成の変化

⇒金融危機後に顕著に見られる変化として、次のような点がある

- ① 個人株主による株式保有割合の低下
- ② 機関投資家による株式保有割合の上昇
- ③ ソブリンによる株式保有割合の上昇
- ④ 外国人投資家による株式保有割合の上昇

⇒機関投資家による株式保有割合の上昇（マーケットシェアの上昇）が進むにつれて、規制当局の関心も「機関投資家⇄対象会社」の外的な関係ではなく、「機関投資家それ自体」における内的な関係に関心が向くようになる

7

1 はじめに

○ 金融危機後の変化

・ 機関投資家に対する疑義

⇒機関投資家の内部において

- ① 誰が意思決定をしているのか
- ② 誰の利益のために行動をしているのか
- ③ 内部におけるインセンティブ構造はどうなっているか
- ④ その時々投資にかかる視点はどうなっているか

ということが見えにくくなっているとの認識が持たれたほか、そもそも投資家の投資期間や投資目的それ自体に疑問が投げかけられるようになった

・ イギリスにおける問題への対応

⇒機関投資家に向けた働きかけが必要だという認識が持たれるようになる（UK Stewardship Codeへの流れ）

8

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの性格

- ・ イギリス政府によるJohn Kay教授への指示
 - ⇒イギリスの株式市場（equity market）が提供する支配（control）と説明責任（accountability）のメカニズム、あるいはそのプロセスにおいて活動するエージェントの行動がいかにイギリス企業のパフォーマンスに影響を与えているか、独立した見地からレビューすることを求めたもの
 - ⇒その究極の目的は、イギリスの証券市場が会社、投資家のいずれに対しても利益をもたらすように機能し続けることを確かにする点にある
 - ⇒2012年7月に最終報告書*が出された後、2014年10月にその履行状況に関する進捗報告書**が出されている
- * The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012
- ** Building a Culture of Long-Term Equity Investment—Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014

9

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの構成

- 1 Short & long-term decisions
- 2 Equity markets & listed companies
- 3 The structure of shareholding
- 4 Market efficiency: economic issues
- 5 The role of asset managers
- 6 Establishing trust
- 7 Strengthening the investment chain
- 8 The business environment
- 9 Fiduciary duty
- 10 The information users need
- 11 Establishing the right incentives
- 12 Regulating equity markets
- 13 Markets for users

10

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 1 Short & long-term decisions

- ⇒株式市場の目的は、高いパフォーマンスを示す会社を持続させ、資金提供者（saver）に不相当なリスクを負わせることなく良好なリターンをもたらす点にある（1.5）
- ⇒（いくつかのイギリス企業においてなされた、長期的利益を損なう不相当な経営判断の例等を示した上で）1980年代以降のイギリスにおける「金融化（financialisation）」の時代を経て、大企業の関心は株式市場とその株価に向かうようになった（1.18）。
- ⇒過去のいくつかの例から示されるのは、短期的な思考法が長期的にみて悪い経営判断につながり得るということである（1.24）。
- ⇒また、過去が証明する会社と株主との間に存する問題は、会社が株主に対して十分な説明責任を果たしていない、あるいは株主が会社に対して十分に関与（engage）していない、というものである（1.28）

11

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 2 Equity markets & listed companies

- ⇒近年のイギリスにおいて、株式市場はイギリス企業の事業投資資金を調達するための重要な手段とされていない（金融危機後の2009年は例外（2.8））。
- イギリスの大企業は、自己資金でその必要を十分に賄ってしまう（2.6）
- ⇒株式市場がIPOの機会を提供しているのは事実だが、これが重要性を有するのは資金調達の必要というよりは、アーリーステージの投資家に流動性を供給する点にある（2.10）
- ⇒かくして株式市場は、一次的には会社に資金を投ずる場というよりも会社から資金を得る手段として見られているというべきである。投資家において、十分に「一人前となった」会社から価値を実現する手段として株式市場は存在している。したがって、Stewardshipやよいcorporate governanceを推進することが株式市場の機能となっているのも偶然の産物ではないのである（2.32）

12

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 3 The structure of shareholding

- ⇒ 金融市場のグローバル化に伴い、伝統的な年金基金や保険会社が保有していたイギリスの株式の主な担い手が、外国人となった(3.3)。個人株主の比率は、2010年時点で11%程度(3.5)
- ⇒ 株主はその投資した会社から直接に情報を受けるものであったが、1990年代以降の電子的取引手法の浸透により、名義株主を通じて株式保有をする方向に変化(3.6)。個々の株主の役割が低下するという事は、仲介者の役割が増大することを意味する(3.7)
- ⇒ 従前、会社が有していた機能も専門的仲介者にアウトソースされ(3.8)、その根底には、インベストメント・チェーンにおける「信頼(trust and confidence)」の低下が存在する(3.9)
- ⇒ 仲介者の成長は、市場のパフォーマンスも仲介者の観点から評価されることを意味する。流動性、透明性、価格発見機能もそれ自体が目的になる(3.11)

13

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 3 The structure of shareholding

- ⇒ 「株式の所有(share ownership)」といった場合もそれが何を意味するのかは注意が必要(3.12)。たとえば.....
 - ① 誰の名前で株式は登録されているのか ⇒ 名義株主
 - ② 誰の利益のために株式は保有されているのか
 - ⇒ たとえば年金の受託者
 - ③ 誰がある株式を購入し、あるいは保有するとの判断をするのか
 - ⇒ 通常はアセット・マネジャー
 - ④ 誰が株式保有と結びついた議決権行使の判断をするのか
 - ⇒ アセット・マネジャーかもしれないし、年金の受託者かもしれないし、あるいは委任状勧誘サービス専門業者かもしれない
 - ⑤ 誰に投資した有価証券の経済的利益が帰属するのか
 - ⇒ つまり誰が資金の提供者なのか？

14

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 4 Market efficiency: economic issues

⇒効率的市場仮説において「市場が効率的である」という場合について、少なくともweak formのそれ（公的に利用可能な情報は市場に反映する）については争いのないところである（4.1）

⇒また効率的市場の理論、そしてその影響については、本レビューが行う原因分析や処方にとって適切なものである（かりにstrong formの効率市場が有効ならば、我々が検討対象としている問題は生じない、といった判断ができるだろう）（4.9）

⇒ただし、本レビューの見解は次のようなものである。経済分析は、我々が検討を求められている問題を理解するには有益であるが、その分析にはイデオロギー的ではなく、折衷的にアプローチするのだ、と（4.19）

15

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒アセット・マネジャーのスタイルについて、本レビューとの関係で重要なのは、会社の事業活動に着目するのか、マーケットにおける会社の株価に着目するのか、である（5.2）

⇒（それが短期であれ）トレーディングが市場の機能に資することは言うまでもなく、市場参加者に流動性や情報を提供する役割を担っている。他方で、トレーディングから生ずる利益が投資家のコストとなるのも事実である（5.6）

⇒会社の長期的な将来性に関する分析は、それが価格に反映していないのであれば、有益な情報である。市場の「不完全性」を前提とした場合、証券にかかる分析が唯一の投資家の利益の源泉となる（5.12）。分析の結果が直ちに市場価格に反映するのであれば、そこから得られるものは何もなく、また市場価格に全く反映しない場合も同様である（5.15）

16

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒重要なのはアセット・マネジャーに2つの時間軸があること (5.15)

- ① the performance horizon : アセット・マネジャーのパフォーマンスが評価される時間
- ② the value discovery horizon : 有価証券の価格がそのファンダメンタルの価値に帰する時間

①の時間軸が②の時間軸に比して短いのだとすれば、アセット・マネジャーは、他の市場参加者の見解（それがどう形成され、変化するか）に関心が向き、会社のファンダメンタルズに目が向きにくくなる (5.16)

⇒そこで関心を持つべきは、①の時間軸を長くとり、②の時間軸を短くしていくことである (5.19)

17

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒アセット・ホルダーは、アセット・マネジャーの評価をベンチマークとなるインデックスなり、他のアセット・マネジャーのパフォーマンスと比較して行っている (5.23)

⇒受益者の利益は長期的な絶対的なパフォーマンスにあるのに、アセット・マネジャーの関心は短期的な相対的なパフォーマンスにある。このインセンティブの不一致が問題の源である (5.28)。アセット・マネジャーが他より良いパフォーマンスを残すために競争をしたところで、何も会社の価値に資するものではなく、資金提供者へのリターンにも寄与しない (5.30)

⇒会社のファンダメンタルズにかかる分析は、会社の基本的な価値を直接に引き上げるものではないけれども、会社において十分な確信をもって長期的な投資を可能にするものであり、その判断から得られる利益は投資家にとっても認識されるものである (5.31)

18

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒効果的な関わりが直接に会社の価値を上げるものとなる（5.32）。そのような分析や関与から得られる果実は、会社にとっても受益者にとっても大きいものとなろうが、個々のファンド・マネジャーにとってそれを行うインセンティブが弱い（そのコストを負担しながら、利益は自らと利害のない他者に行くから）のも事実である（5.33）

⇒このインセンティブの欠如は構造的な問題であるが、ファンド・マネジャーの競争的環境はいずれにしても資金提供者にとって好ましくないものであり（5.37）、規制はこの市場構造に対してアプローチする必要がある（5.40）

19

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 6 Establishing trust

【原則】株式のインベストメント・チェーンにおける全ての参加者は、stewardshipの原則に従って行動すべきである。その際には、投下ないし管理の対象となっている資金の提供者に対する敬意、そして投資や管理を行う者に対する信頼が基礎となるべきである。

信頼と敬意に基礎づけられた関係は、全体として会社における高いパフォーマンスを促進し、また資金提供者への高いリターンを確かにするうえで、匿名のエージェントのトレーディングよりも効果的である。

【指針】規制実務はトレーディングよりも投資を重視すべきである。株式のインベストメント・チェーンにおける各段階におけるエージェントは、信頼と敬意に基づく関係がより効果的に機能するようにその実務をレビューすべきである。

20

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 6 Establishing trust

【提言1】 Stewardship Codeは、stewardshipのより広範な形態を実現するため、コーポレート・ガバナンスの問題のみならず、戦略的な問題にも焦点を置いて、展開すべきである。

【提言2】 会社取締役、アセット・マネジャー、そしてアセット・ホルダーは、stewardship及び長期的な意思決定を促進するGood Practice Statementsを採用すべきである。規制主体及び事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為規準をGood Practice Statementsに一致させる手順をとるべきである。

21

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 7 Strengthening the investment chain

【原則】 アセット・マネジャーは、自らの投資した会社により関係を深めていくことで、イギリス企業のパフォーマンス（そしてその結果として資金提供者の全体としてのリターン）により貢献することができる。

【指針】 アセット・マネジャーは、関与することにより強くインセンティブを持つべきである。積極的なアセット・マネジャーは、相互に、あるいはベンチマークとなるインデックスからより差別化されたポートフォリオに集中すべきだったのであり、規制上それを妨げるものは減らすか、除去されるべきである。

22

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 7 Strengthening the investment chain

【指針】規制による影響を気にすることなく、集団的に行動するより大きな自由を有するアセット・マネジャーによる集団的行動の機会がもっと用意されるべきである。

受動的なマネジャーは、自らが従っているインデックスのパフォーマンスをより向上させる特別の責任があると認識すべきである。

【提言3】イギリスの会社に対する投資家が集団的に関与することを容易にするため、投資家のフォーラムが構築されるべきである。

23

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 8 The business environment

【原則】取締役は事業にかかる資産及び運営に関するstewardである。会社取締役の義務は、会社に対して負うものであって、株価に対して負うものではない。会社は、「市場」との関係よりも、むしろ投資家との関係を進展させることを目的とすべきである。

【指針】イギリス企業は、その運営する事業について競争上の優位性を作り出し、維持することを重視すべきであり、それこそが長期的な株主価値の唯一の源泉である。投資家は、この目的を支援すべきである。

24

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 8 The business environment

【提言 4】 イギリス会社の買収、及びイギリス会社による買収の活動に関する規模や効果は、BIS及び当該会社自身による細心のレビューの下におかれなければならない。

【提言 5】 会社は、主たるボードメンバーの人事に関して、主だった長期の投資家と意見交換をすべきである。

【提言 6】 会社は、短期的な収益の期待及びその公表のプロセスから自由になるよう努めるべきである。

25

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 9 Fiduciary duty

【原則】 株式のインベストメント・チェーンにおけるすべての参加者は、自らの顧客との関係において、信認関係における基準を遵守すべきである。信認関係における基準が要求するのは、顧客の利益を第一に置くこと、利益相反を避けること、そして直接・間接を問わず提供したサービスにかかる費用は合理的なものであって、かつ開示されるべきこと、である。これらの基準は、エージェントにおいて、一般的になされている慎重な行動の基準から離れることを求めるものではないし、むしろそれを許すものでもない。契約関係が、以上の基準を覆すことは認められない。

【指針】 株式のインベストメント・チェーンに関する規制上の義務は、信認関係の基準に引き上げられるべきである。投資に関する案件において、信認義務にかかる法的概念の適用は、明確化されるべきである。

26

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 9 Fiduciary duty

【提言7】EU及び国内における規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて、他者の投資ないし投資判断に関する助言に関する裁量を有する全ての関係に対して、信認関係の基準を適用しなければならない。これらの義務は、顧客層の分類からは独立しており、契約により覆すことのできないものである。

【提言8】アセット・マネジャーはすべての費用について完全な開示をしなければならない。その費用には、実際上ないし評価上の取引費用を含み、ファンドに帰される手数料を含む。

【提言9】法律委員会には、受託者や助言者において不確実性や誤解に対処するため、投資において適用となる信認義務の法的概念について、レビューすることが求められる。

【提言10】貸株から生じたすべての収入は、投資家に対して開示され、払い戻されなければならない。

27

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【原則】株式のインベストメント・チェーンにおける各段階において、パフォーマンスの報告は、その情報を利用する者にとって、明確、適切、適時、かつその必要に密接に関連したものでなければならず、資金提供者の資金が投資された会社の長期的な価値の創造に直結するものでなければならない。

株式のインベストメント・チェーンにおいて用いられる測定基準やモデルは、会社の長期的な価値の創造、そして資金提供者に対する適切にリスクを反映した長期的リターンに直接的にかなった情報を与えるものでなければならない。

株式のインベストメント・チェーンにおけるリスクとは、会社においてそのステークホルダーの合理的な期待を満たすことができず、あるいは投資において資金提供者の合理的な期待を満たすことができない、ということである。

28

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【指針】報告義務について判断するにあたり、投資家への適切さが、第一の重要な基準となる。

アセット・マネジャーは、個人的にであれ、集団的にであれ、よき長期的な判断をするのに必要な情報の供給のために、ますます交渉をすることが求められる。

長期的な価値創造にとって不適切なデータを頻繁に報告するようなこと、すなわち情報におけるノイズは減ぜられるべきである。

規制主体、情報提供者、そして株式のインベストメント・チェーンに関係する全ての者は、いかなる測定基準やモデルも、それ一つをもって、会社ないし株式ポートフォリオにおける長期的価値の確かな指針となりうるものではない、ということを確認すべきである。

29

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【指針】長期的な価値の創造に関係しない手段を用いることは、規制主体及び利用者によって、避けられるべきである。

リスクは、リターンが短期的に変動しやすいということではないし、ベンチマークとなるインデックスに比して誤って離れてしまうことでもない。そのような測定基準に依拠する手法やモデルを利用することは、避けられるべきである。

30

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【提言11】 義務的な四半期開示は除去されるべきである。

【提言12】 質の高い簡潔な説明報告は、強く推奨されるべきである。

【提言13】 政府及び適切な規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて採用されている測定基準及びモデルについて、その使用および制限を強調するため、独立のレビューを命じるべきである。

【提言14】 規制主体は、評価及びリスク測定において特定のモデルを明示しないし黙示に指示することは避けなければならない、その代わりに十分に情報を得て判断を行うことを推奨すべきである。

31

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 11 Establishing the right incentives

【原則】 市場におけるインセンティブは、会社、資金提供者、及び仲介者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持し、喚起することによって、長期的なリターンを成し遂げる投資のアプローチを採用することを可能にし、促進するものであるべきである。

【指針】 株式のインベストメント・チェーンにおいて支払われるべきいかなるボーナスも、長期的価値を見出すエージェントのパフォーマンスに密接に関連するものでなければならない。ボーナスにかかる価値を実現できるようにするためには、長期的な価値の実現と関係づけられていなければならない。

報酬は、取引の量よりも、長期的な価値の実現を反映するものでなければならない。

32

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 11 Establishing the right incentives

【提言15】会社は、取締役報酬について、持続的な長期的事業パフォーマンスに対してインセンティブが関連付けられるようにこれを構築しなければならない。長期的パフォーマンスに向けたインセンティブは、少なくとも経営者が事業から引退するまで会社の株式を保有し続けるという形態によってのみ与えられる。

【提言16】アセット・マネジメント会社は、マネジャーの報酬について、アセット・マネジャーの利益とその顧客の利益及び時間軸とが同期するように構築しなければならない。したがって報酬の支払は、投資ファンドやアセット・マネジメント会社の短期的な利益と関連付けられてはならない。むしろ、長期的なパフォーマンスにかかるインセンティブが、ファンドの利益となる形態で提供されていなければならない（直接であれ、ファンドを通じてであれ）、それはもはやマネジャーがそのファンドに対して責任を負うことができないと判断されるところまで進められるものである。

33

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 12 Regulating equity markets

【原則】規制の枠組みは、会社、資金提供者、仲介者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持し、喚起することによって、長期的なリターンを成し遂げる投資のアプローチを採用することを可能にし、促進するものであるべきである。

【指針】規制は、市場利用者の視点及び利益を採用すべきであり、市場における仲介者のそれが対象となるものではない。ここでいう市場利用者とは、会社と資金提供者である。

規制は、行為をコントロールするものよりは、構造やインセンティブの問題を重視するものでなければならない。

規制は、十分な情報が供給されたならば、市場において有効な結果がもたらされるとの前提に依拠すべきではない。そうではなく、いつでも直接にありうる政策目的を基礎としていなければならない。

34

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 12 Regulating equity markets

【指針】規制は、より消費者に焦点を当てるものでなければならず、また商品の持続可能性及び供給者の完全性を強調しつつ、単純な商品と信頼された提供者を重視し、これを促進するものでなければならない。

政府及び規制の方針は、会社ないしその投資家にとって、株式市場を利用することに対して不必要にディスインセンティブを働かせないことを確保するよう目指すものでなければならない。

株式投資を妨げる不適切な測定基準に基づき、規制が何らかの要求をしている場合、それはレビューされるべきである。

【提言17】政府は、個人投資家が電子的登録簿において直接に株式を保有するよう費用的見地から最も有利な手段を開発しなければならない。

35

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewのまとめ

・ 13 Markets for users

⇒われわれの目的は、株式のインベストメント・チェーンのあらゆる点において、信頼に基づく関係を第一として再生することであり、トレーディングの文化よりも協力の文化を伸ばすよう支援することにある
(13.2)

⇒本報告の提言には、2つの要素がある(13.14、13.16)

- ① 長期的には、われわれは株式投資の新しいモデル（短い株式インベストメント・チェーン、信頼関係の進展）を追求し、それは新たな規制の哲学によって支えられるものとした。そこで会社に対峙するアセット・マネジャーというのは、よき助言者（mentor）に似る
- ② 短期的には、われわれが提案する報告で行動するように動かしている。ただし、そこでは命令的な規制は避けている。ただ産業構造を変え、そこに働く人のインセンティブ構造を変えることによってのみ、上記の文化を変えることが実現するものと考えている。

36

日本取引所金融商品取引法研究 第7号 2017年1月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。