

企業統治における機関投資家および個人投資家の役割 (2) —アメリカ法における株主訴訟および株主提案を対象として—

金 康 浩

はじめに

第1章 アメリカ上場会社における株式の保有構造

第1節 上場会社における株式の保有構造の概観

第2節 上場会社における株主の属性

第1款 機関投資家

第2款 個人投資家

第3節 小括

(以上、本誌74巻5・6号)

第2章 株主訴訟における機関投資家および個人投資家の役割

第1節 株主訴訟に関する規制

第1款 株主代表訴訟

1 概要

2 州会社法による規制

3 裁判所規則等による規制

4 株主代表訴訟と株主閲覧権との関係

第2款 証券クラス・アクション

1 概要

2 不実開示にもとづく民事責任の根拠

3 証券クラス・アクションの規制

(1) 連邦民事訴訟規則

(2) 私的証券訴訟改革法

(3) 証券訴訟統一基準法

第2節 株主訴訟の提訴状況および原告の属性

第1款 株主代表訴訟

(2) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

- 1 デラウェア州衡平法裁判所における株主代表訴訟の提訴状況
- 2 連邦地方裁判所における株主代表訴訟の提訴状況
- 3 私的証券訴訟改革法の制定が株主代表訴訟に及ぼした影響
- 4 株主代表訴訟のための証拠集めの手段としての株主閲覧権の活用状況
- 5 実態調査のまとめ

第2款 証券クラス・アクション

- 1 証券クラス・アクションの提訴状況
- 2 証券クラス・アクションにおける主任原告の属性

第3節 機関投資家および個人投資家の役割および限界

第1款 機関投資家の役割および限界

- 1 機関投資家の役割
- 2 機関投資家の限界
 - (1) 株主代表訴訟における限界
 - (2) 証券クラス・アクションにおける限界

第2款 個人投資家の役割および限界

- 1 個人投資家の役割
- 2 個人投資家の限界

第4節 小括 (以上、本号)

第3章 株主提案における機関投資家および個人投資家の役割

第1節 株主提案権制度

- 第1款 概要
- 第2款 手続的な規制および株主提案の内容に関する規制
- 第3款 ノー・アクション・レター制度

第2節 株主提案権制度の運用状況および提案株主の属性

- 第1款 株主提案の件数および内容
- 第2款 提案株主の属性

第3節 機関投資家および個人投資家の役割および限界

- 第1款 機関投資家の役割および限界
- 第2款 個人投資家の役割および限界—Corporate Gadfliesの役割および

び限界に関する Kastiel および Nili の見解—

第4節 小括

おわりに

第2章 株主訴訟における機関投資家および個人投資家の役割

本章では、株主訴訟に関する規制の全体像（第1節）、ならびに、株主訴訟の提訴状況および原告の属性（第2節）を確認し、機関投資家および個人投資家が株主訴訟において果たしている役割を検討する（第3節）。そして、最後に、株主訴訟における機関投資家および個人投資家の役割、ならびに、その州会社法および連邦証券諸法上の要因についての本章の分析の結果をまとめる（第4節）。

第1節 株主訴訟に関する規制

第1款 株主代表訴訟

1 概要

アメリカ法における株主代表訴訟（*derivative suit*）は、執行役（*officer*）、取締役または第三者に対する会社の請求権（*corporate claim*）を行使するために、株主が当該会社に代わって提起する訴訟であり⁷⁶⁾、それにより求めるうる救済には金銭の支払いのみならず、契約の解除および差止め（*injunction*）等が含まれる⁷⁷⁾。

デラウェア州一般会社法における株主代表訴訟に関する規定は同法327条の

76) ALLEN ET AL., *supra* note 16, at 407; カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』120頁（有斐閣，2009）。

77) 田中英夫＝竹内昭夫『法の実現における私人の役割』35頁（東京大学出版会，1987）。

(4) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

みであるが、同条に加えて、デラウェア州衡平法裁判所規則および判例法が、株主代表訴訟を規制している⁷⁸⁾。また、株主代表訴訟が連邦裁判所に提起される場合には、連邦民事訴訟規則が適用される⁷⁹⁾。以下では、デラウェア州における規制を中心に、株主代表訴訟に関する規制の内容を確認する。

2 州会社法による規制

デラウェア州一般会社法327条は、「会社の株主によって提起される株主代表訴訟においては、訴状において、原告は自己が訴える取引の時に会社の株主であったこと、または、原告の株式はその後に法の作用によって (by operation of law) 自己に帰属したことが主張されなければならない」と規定している⁸⁰⁾。このようなデラウェア州一般会社法327条による規制は行為時保有要件 (contemporaneous ownership requirement) と呼ばれており、同要件の趣旨は、株式の購入前になされた取引を株主代表訴訟により攻撃することを目的として株式が購入されることを防止する点にある⁸¹⁾。株主代表訴訟提起権の根拠はエクイティに求められるため⁸²⁾、行為時保有要件について定めるデラウェア州一

78) 3 ROBERT S. SAUNDERS ET AL., *FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW* § 327.01, at 13-52 (7th ed. Supp. 2022-1).

79) 酒井太郎「米国の株主代表訴訟制度と取締役会の権限(1)」一法20巻1号64-66頁(2021) 参照。

80) DEL. CODE ANN. tit. 8, § 327 (条文を翻訳する際には、北沢正啓=浜田道代共訳『新版デラウェア会社法』179頁(商事法務研究会, 1994)を参考にした)。また、株主代表訴訟の原告である株主は、以上の要件を満たすことに加えて、当該訴訟の係属中に継続して株主である必要があると解されている。Lewis v. Anderson, 477 A.2d 1040, 1046(Del. 1984) ; 3 SAUNDERS ET AL., *supra* note 78, § 327.03, at 13-100.

81) Rosenthal v. Burry Biscuit Corp., 60 A.2d 106, 110-11 (Del. Ch. 1948) ; Schoon v. Smith, 953 A.2d 196, 203-04(Del. 2008).

82) アメリカにおける株主代表訴訟制度の形成過程については、Bert S. Prunty, Jr., *The Shareholders' Derivative Suit: Notes on Its Derivation*, 32 N.Y.U. L. REV. 980(1957) ; 田中=竹内・前掲注(77)36-37頁を参照。

般会社法327条は株主代表訴訟提起権の根拠となる規定ではなく、むしろ当該権利を制約する規定である⁸³⁾。

ニューヨーク州事業会社法をはじめとした若干の州会社法には、株主代表訴訟の濫用の防止を趣旨として、原告が一定の持株要件（たとえば、ある種類の社外株式の5%以上の保有、または、50,000ドルを超える価格の株式の保有という要件）を満たしていない場合に、会社は原告に対して訴訟費用の担保の提供を要求することができると定める担保提供（security for expenses）制度がおかれている。しかし、このような持株要件を定める担保提供制度は、小株主による株主代表訴訟の提起を妨げると批判され、デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において採用されることはなかった。そのため、多くの州会社法において、小株主の株主代表訴訟提起権は保障されている⁸⁴⁾。

3 裁判所規則等による規制

デラウェア州衡平法裁判所規則23.1条は、株主代表訴訟の手続きとして、①

83) *Schoon*, 953 A.2d at 204 (citing *Harff v. Kerkorian*, 324 A.2d 215, 218 (Del. Ch. 1974), *aff'd in part, rev'd in part on other grounds and remanded*, 347 A.2d 133, 134 (Del. 1975)).

84) Miriam R. Albert, *Security for Expense Statutes: Easing Shareholder Hopelessness?*, 24 *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.* 33, 49-72 (2018) によれば、7つの州会社法に持株要件を定める担保提供制度がおかれている。

たとえば、ニューヨーク州事業会社法627条は、原告がある種類の社外株式の5%以上を保有しているか、または、原告の株式が50,000ドルを超える公正な価格 (fair value) を有する場合を除いて、会社は、弁護士報酬を含む会社が負担する訴訟費用、および、被告が支出し会社が補償するに至る訴訟費用についての担保の提供を終局判決前のいかなる段階においても原告に対して要求することができると定めている。N. Y. BUS. CORP. LAW § 627.

持株要件を定める担保提供制度の形成過程および展開については、拙稿「株主の権利行使における持株要件の形成および展開(1)ーアメリカ会社法における株主閲覧権制度および株主代表訴訟制度ならびにSEC規則における株主提案権制度を対象としてー」早稲田法学会誌70巻2号56頁以下(2020)を参照。

(6) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

原告が望む訴訟が取締役または取締役に対応する権限を有する者によって提起されるように原告が行った行動(すなわちこれらの者に対する提訴請求), および, 当該訴訟が提起されなかった理由, または, ②当該行動が行われなかった理由について, 訴状に詳細に記載しなければならないと定めている⁸⁵⁾。また, デラウェア州衡平法裁判所規則23.1条は, 株主代表訴訟の取下げおよび和解は, 裁判所の承認の下でなされなければならないと定めている⁸⁶⁾。

連邦民事訴訟規則にも同様の規定がおかれている。すなわち, 連邦民事訴訟規則23.1条は, 株主代表訴訟の手続きとして, ①原告が望む訴訟が取締役または取締役に対応する権限を有する者および必要である場合には株主によって提起されるように原告が行った一切の行動(取締役に対する提訴請求等), ならびに, 当該訴訟が提起されなかった理由, または, ②当該行動が行われなかつ

85) DEL. CH. CT. R. 23.1(a)(訴状には, ほかにも, 原告が行為時保有要件を満たしていることが記載されていなければならない)。デラウェア州衡平法裁判所規則23.1条の内容については, 加藤貴仁「米国における株主代表訴訟の在り方に関する調査研究業務報告書」6-7頁(2017年3月)(<https://www.moj.go.jp/content/001235907.pdf>), 板持研吾「デラウェア会社判例理解のための手続法的基礎(第6回)訴答段階(2)―デラウェア州衡平法裁判所」商事2213号51頁(2019)(デラウェア州衡平法裁判所規則23.1条が規定する事項について訴状において十分に主張されていなければ, 当該株主代表訴訟は訴え却下の対象となる), 酒井・前掲注(79)66-67頁を参照。

提訴請求の要件の趣旨は, 株主代表訴訟における請求権は会社の権利であるため, 株主が当該権利を行使する前に, 取締役会に対してその行使の機会が与えられるべきであるという点にある。また, 提訴請求の要件には, 株主および取締役会に対して訴訟によらずに紛争を解決する機会を与えるという機能がある。John Matheson, *Restoring the Promise of the Shareholder Derivative Suit*, 50 GA. L. REV. 327, 356-57(2016)。

86) DEL. CH. CT. R. 23.1(c)。

た理由について、訴状に詳細に記載しなければならないと定めている⁸⁷⁾。また、連邦民事訴訟規則23.1条は、株主代表訴訟の和解および取下げは、裁判所の承認の下でなされなければならないと定めている⁸⁸⁾。

デラウェア州においては、裁判所が提訴請求を拒絶した取締役会の判断は不当であると認めないと、提訴請求の要件にもとづき提起された株主代表訴訟は却下される⁸⁹⁾。そして、そのような取締役会の判断は経営判断であり、その不当性の審査においては経営判断原則が適用されることから⁹⁰⁾、提訴請求を拒絶した取締役会の判断は不当であるという主張が認められることは少ない⁹¹⁾。

そのため、株主は、一般に提訴請求を行わずに株主代表訴訟を提起して、提訴

87) FED. R. CIV. P. 23.1(b)(3). ほかに、連邦民事訴訟規則23.1条(b)項(1)号は、訴状において、原告が行為時保有要件を満たしていることを主張しなければならないと定めている。FED. R. CIV. P. 23.1(b)(1). また、連邦民事訴訟規則23.1条(b)項(2)号は、訴状において、当該訴訟が、もともと連邦裁判所になかった管轄権を発生させるために共謀されたものでないことを主張しなければならないと定めている。FED. R. CIV. P. 23.1(b)(2).

88) FED. R. CIV. P. 23.1(c)(ほかに、同項は、提案された和解および取下げは、裁判所が指示した方法により、株主に通知されなければならないと定めている)。

以上の連邦民事訴訟規則23.1条の内容を翻訳する際には、渡辺惺之ほか編訳『英和对訳アメリカ連邦民事訴訟規則』76-79頁〔渡辺惺之〕、酒井・前掲注(79)64-65頁を参考にした。

89) 加藤・前掲注(85)8頁。

90) See *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, 784 & n.10(Del. 1981). この点の詳細については、酒井太郎「米国の株主代表訴訟制度と取締役会の権限(2・完)」一法20巻2号31-39頁(2021)を参照(デラウェア州の判例において、提訴請求を受けた取締役会が取るべき対応は、情報の収集、および、講じるべき手段の検討という2つの段階から構成されるが、取締役会が従わなければならない一般的な手続きはないとされる)。

91) 酒井・前掲注(90)39頁。

(8) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

請求は無益である (futile) ため免除されると主張する⁹²⁾。デラウェア州の判例法においては、提訴がなされた時点において、①各取締役が提訴請求の対象である行為から重要な個人的な利益 (material personal benefit) を得たか、②各取締役が提訴請求の対象である請求について責任を負う実質的な可能性 (substantial likelihood) があるか、および、③各取締役が、提訴請求の対象である行為から重要な個人的な利益を得た者、または、提訴請求の対象である請求について責任を負う実質的な可能性のある者からの独立性を欠いているかが考慮され、提訴請求は無益であるのかが審査される。そして、これらの3つの要素のいずれかに取締役会の構成員の少なくとも半数が該当する場合に、提訴請求は免除される⁹³⁾。

ただし、株主による事前の提訴請求が無益であることにより免除されても、取締役会が設置した特別訴訟委員会 (special litigation committee) による株主代表訴訟の継続が会社の最善の利益とならないとする判断にもとづき会社が訴訟の却下を申し立て、裁判所が特別訴訟委員会の判断を尊重した場合には、

92) John C. Coffee, Jr., *New Myths and Old Realities: The American Law Institute Faces the Derivative Action*, 48 BUS. LAW. 1407, 1413-14(1992) ; Matheson, *supra* note 85, at 359-60. その際に原告が主張すべき事項については、James D. Cox et al., *The Paradox of Delaware's "Tools at Hand" Doctrine: An Empirical Investigation*, 75 BUS. LAW. 2123, 2134(2020) を参照。

93) United Food and Commercial Workers Union and Participating Food Industry Employers Tri-State Pension Fund v. Zuckerberg, 262 A.3d 1034, 1059(Del. 2021) ; 3 SAUNDERS ET AL., *supra* note 78, §327.04, at 13-123 to -124. 以上のZuckerberg判決における提訴請求の無益性の審査基準は、デラウェア州における従来の審査基準であるAronson基準 (Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805(Del. 1984)) およびRales基準 (Rales v. Blasband, 634 A.2d 927(Del. 1993)) を一般的な基準として統合して採用したものである。Zuckerberg, 262 A.3d at 1058. Aronson基準およびRales基準については、加藤・前掲注(85)8-12頁、酒井・前掲注(90)46頁以下を参照。

当該訴訟は却下される⁹⁴⁾。デラウェア州の判例法においては、裁判所は、まず、①特別訴訟委員会の独立性および誠実性 (good faith)、ならびに、当該委員会の結論を裏付ける根拠について審査し (第1段階目の審査。これらの立証責任は会社が負う)、つぎに、②裁判所自身の独立した経営判断にもとづき、株主代表訴訟の却下の申立てが認められるべきであるのかについて審査して (第2段階目の審査)、当該委員会の判断を尊重すべきであるのかを判断する (ただし、第2段階目の審査を行うのかは、裁判所の裁量に委ねられる)⁹⁵⁾。

4 株主代表訴訟と株主閲覧権との関係

デラウェア州一般会社法220条は、登録株主 (holder of record of stock)、および、議決権信託等を通じて保有されている株式の受益的所有者 (beneficial

94) *Zapata*, 430 A.2d at 788-89; 3 SAUNDERS ET AL., *supra* note 78, § 327.04, at 13-220 to -223; 加藤・前掲注(85)12頁参照。特別訴訟委員会は取締役により構成される。3 SAUNDERS ET AL., *supra* note 78, § 327.04, at 13-221 (特別訴訟委員会が取締役により構成されることによって生じる問題については、加藤・前掲注(85)12-18頁を参照)。そして、特別訴訟委員会は、一般に、外部の弁護士を雇用し、訴状における原告の主張を精査し、原告の不満を聞くために原告の弁護士と折衝する。Minor Myers, *The Decisions of the Corporate Special Litigation Committees: An Empirical Investigation*, 84 IND. L.J. 1309, 1313(2009)。特別訴訟委員会が考慮する要素については、加藤・前掲注(85)13-14頁を参照。

95) *Zapata*, 430 A.2d at 788-89. *Zapata* 判決の詳細については、加藤・前掲注(85)12-16頁、酒井・前掲注(90)108頁以下を参照。

この点、Myers, *supra* note 94, at 1319によれば、デラウェア州の裁判所に提起された事案において、デラウェア州を設立州とする会社が特別訴訟委員会を設置した割合は、約3.7%である。また、Jessica Erickson, *Corporate Governance in the Courtroom: An Empirical Analysis*, 51 WM. & MARY L. REV. 1749, 1785 & n.140(2010)によれば、連邦地方裁判所に提起された株主代表訴訟の少なくとも22.5%において、会社が特別訴訟委員会を設置したことが明らかであるとされる。

加藤・前掲注(85)20頁は、特別訴訟委員会が設置されることが少ないこと等を踏まえて、「特にデラウェア州の判例法理では、特別訴訟委員会に関する手続よりも提訴請求の拒絶又は免除に関連した手続の方が、株主代表訴訟の濫用防止策として重要な機能を果たしている可能性があることに注意が必要である」とする。

(10) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

owner) は、自ら、または、弁護士もしくはその他の代理人を通じて、その目的を示す宣誓 (oath) した書面による請求にもとづき、通常の営業時間の間に、正当な目的 (proper purpose) のために、会社 (または一定の場合にはその子会社) の株主名簿、ならびに、その他の帳簿および記録を閲覧し、かつ、その謄本または抄本を作成する権利を有すると定めている⁹⁶⁾。

会社、または、その執行役 (officer) もしくは代理人が、株主、その弁護士もしくはその他の代理人によって請求された閲覧を許可することを拒否したか、または、請求がなされた後5営業日以内に当該請求に応じない場合には、株主は、衡平法裁判所に対して閲覧を強制する命令を申し立てることができる⁹⁷⁾。株主は、株主名簿以外の会社の帳簿および記録の閲覧を請求する場合には、①自己が株主であること、②自己が書面の閲覧を請求する方式および方法に関する規定を遵守したこと、ならびに、③自己の請求する閲覧が正当な目的のためであることを立証しなければならない⁹⁸⁾。これに対して、株主が株主名簿の閲

96) DEL. CODE ANN. tit. 8, § 220(a), (b) (以下でも確認するデラウェア州一般会社法220条を翻訳する際には、北沢=浜田共訳・前掲注(80)83-85頁を参考にした)。

この点、デラウェア州一般会社法220条 (b) 項によれば、閲覧の「正当な目的」は、「株主としての利害関係に相当に関連する目的 (purpose reasonably related to such person's interest as a stockholder)」でなければならない。DEL. CODE ANN. tit. 8, § 220(b)。デラウェア州の判例法においては、①不適切な取引または経営の調査、②自身が開始した訴訟に関して他の株主と連絡をとり、当該訴訟に参加することを促すための株主名簿の閲覧、③自身が保有する株式の価値の確認、ならびに、④株主代表訴訟において設置された特別訴訟委員会の独立性および誠実性の調査等が、閲覧の「正当な目的」として認められている。Cox et al., *supra* note 92, at 2131; 2 ROBERT S. SAUNDERS ET AL., FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 220.05, at 7-237 to -248(7th ed. Supp. 2021-3); 釜田薫子「デラウェア州における株主の閲覧権と正当目的の立証—『信頼できる根拠』基準の適用—」同法67巻6号2725頁(2015)。

97) DEL. CODE ANN. tit. 8, § 220(c)。

98) *Id.* 株主が「正当な目的」の立証に成功した場合に、閲覧が認められる書面の範囲について、釜田薫子「米国の株主代表訴訟と株主の情報収集—閲覧可能な文書の範囲と『不可欠性』の要件—」藤田勝利先生古稀記念『グローバル化の中の会社法改正』199-204頁(法律文化社、2014)を参照。

覧を請求し、①自己が株主であること、ならびに、②書面の閲覧を請求する方式および方法に関する規定を遵守したことを立証した場合には、会社が、当該請求が不当な目的のためであることを立証しなければならない⁹⁹⁾。

2011年の模範事業会社法の注釈書によれば、14の州会社法には、株主閲覧権の行使要件として持株要件（たとえば、社外株式の5%以上の登録株主であることという要件）が定められているが¹⁰⁰⁾、デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において株主閲覧権の行使要件として持株要件は定められておらず、小株主の権利が保障されている¹⁰¹⁾。

デラウェア州最高裁判所は、株主が、株主代表訴訟における事前の提訴請求を拒絶した取締役会の判断について検討するために、または、提訴請求が無益であると主張するための情報を得るために、株主閲覧権を行使することを推奨している¹⁰²⁾。こ

99) DEL. CODE ANN. tit. 8, § 220(c).

100) See 4 MODEL BUS. CORP. ACT ANN §16.02, at 16-24 to -25 (4th ed. 2011 rev.) (たとえば、アラバマ州法においては、社外株式の5%以上の登録株主であることが株主閲覧権の行使要件とされている。また、ルイジアナ州法においては、社外株式の5%以上の登録株主であることに加えて、6か月の株式の保有が株主閲覧権の行使要件とされている。Id. この点、各州会社法における株主閲覧権の行使要件としての持株要件の規定の状況は、最新版である2020年の第5版の模範事業会社法の注釈書においてはおおまかにしか記載されていないため [See 4 MODEL BUS. CORP. ACT ANN §16.02, at 16-21 to -22 (5th ed. 2020)], その前の版である2011年の第4版の模範事業会社法の注釈書を参照している)。州会社法における持株要件を定める株主閲覧権制度の内容の詳細については、拙稿・前掲注(84)89頁注58を参照。

101) 州会社法上の株主閲覧権制度における持株要件の展開については、拙稿・前掲注(84)43頁以下を参照。

102) *Rales*, 634 A.2d at 934 & n.10; S. Mark Hurd & Lisa Whittaker, *Books and Records Demands and Litigation: Recent Trends and Their Implications for Corporate Governance*, 9 DEL. L. REV. 1, 6, 9 (2006) (HurdおよびWhittakerは、デラウェア州の裁判所は、株主が株主代表訴訟を提起する前にデラウェア州一般会社法220条を用いることを認めているだけでなく、同条を用いるべきであるという立場をとっているとする); Cox et al., *supra* note 92, at 2134-36; 釜田・前掲注(98)196頁以下参照。

(12) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

のことから、以下の本章第2節第1款4において確認するように、デラウェア州一般会社法220条における株主閲覧権は、株主代表訴訟のための証拠集めの手段として活用されることが多い。

第2款 証券クラス・アクション

1 概要

クラス・アクションにおいては、原告または被告たりうる利害関係者がクラス代表者(class representative)として名乗り出て、自分自身のためだけでなく、あらかじめ画定される他の利害関係者(クラス構成員[class member])のためにも原告または被告として訴訟を進行する。そして、そのような訴訟の進行の結果としての判決および和解等の効果は、クラス・アクションから離脱する選択(opt-out)をしなかったクラス構成員に対して及ぶ(ただし、クラス・アクションのほとんどは、判決に至ることなく終結する)¹⁰³⁾。

この点、連邦証券諸法上の不実開示により少額の損害を被った個々の投資者に対して、訴訟費用を負担して損害賠償を請求する訴訟を提起することを期待することはできない。そこで、連邦証券諸法上の不実開示責任を追及する証券クラス・アクションは、不実開示の被害者の損害賠償請求をまとめて訴訟を提起しやすくし、それにより被害者の保護を図ると共に、民事責任の追及に違反行為を抑止する機能を果たさせている¹⁰⁴⁾。

そのため、以下で確認する証券取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5等にもとづき不実開示責任を追及する投資者は、主として、連邦民事訴訟規則に

103) 溜箭将之『英米民事訴訟法』133頁(東京大学出版会, 2016), 浅香吉幹『アメリカ民事手続法〔第3版〕』35頁(弘文堂, 2016)。

104) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版一部補訂版〕』132頁(弘文堂, 2006) 参照。これに対して、証券クラス・アクションの問題点を検討する論稿として、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同法63巻4号1895頁以下(2011)を参照。

もとづき証券クラス・アクションを提起する¹⁰⁵⁾。そのような証券クラス・アクションに対しては、クラス・アクション一般の手続きを定める連邦民事訴訟規則23条、および、1995年私的証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) (本稿では「私的証券訴訟改革法」と表記する)¹⁰⁶⁾により連邦証券諸法に追加された証券クラス・アクションに特有の規定が適用される。また、1998年証券訴訟統一基準法 (Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998) (本稿では「証券訴訟統一基準法」と表記する)¹⁰⁷⁾により、全国的に取引されている証券に関する詐欺を根拠とする一定のクラス・アクションに対しては連邦法が適用されるように確保されている。

2 不実開示にもとづく民事責任の根拠

証券クラス・アクションにより追及される不実開示にもとづく民事責任の根拠となる連邦証券諸法上の規定は、主として、証券法11条¹⁰⁸⁾、同法12条(a)項(2)号¹⁰⁹⁾、ならびに、証券取引所法10条(b)項および同項の授權によりSECが制定したSEC規則

105) MARC I. STEINBERG ET AL., SECURITIES LITIGATION: LAW, POLICY, AND PRACTICE 609, 627(2d ed. 2021) ; 藤林・前掲注(104)1900頁参照。

106) Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737(1995) [hereinafter PSLRA].

107) Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105-353, 112 Stat. 3227(1998).

108) 証券法11条は、登録届出書 (registration statement) における重要な事実の不実表示または不開示に係る証券の取得者による当該登録届出書に署名したすべての者、および、発行会社の取締役等に対する損害賠償請求権について定めている。15 U.S.C. § 77k.

109) 証券法12条(a)項(2)号は、目論見書 (prospectus) または口頭の通信 (oral communication) における重要な事実の不実表示または不開示に係る証券の購入者による証券を売り付けた者に対する損害賠償請求権等について定めている。15 U.S.C. § 77i(a)(2).

(14) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

10b-5である¹¹⁰⁾。これらの規定のうち、証券取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5にもとづく証券クラス・アクションが最も多く提起されている¹¹¹⁾。

証券取引所法10条(b)項は、証券の購入または販売に関して、公益または投資者の保護のために必要または適切であるとしてSECが定める規制の違反となるあらゆる相場操縦的な (manipulative) または詐欺的な (deceptive) 方策を用いることは違法であると定めている¹¹²⁾。そして、SEC規則10b-5は、このような証券取引所法10条(b)項の規定を受けて、①詐欺を行うための方策 (device, scheme, or artifice) を用いること、②重要な事実について不実表示をすること、または、誤解を避けるために必要な重要な事実の表示を省略すること、および、③詐欺もしくは欺瞞 (fraud or deceit) となるか、または、そのおそれのある行為 (act, practice, or course of business) を行うことは違法であると定めている¹¹³⁾。

SEC規則10b-5は、以上の規定が私人の訴権の根拠となる旨について明示的に規定していない。しかし、SEC規則10b-5は、黙示の訴権 (implied cause of action) として判例法上認められたことから¹¹⁴⁾、私人が発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及する根拠として援用することが可能となっている¹¹⁵⁾。

SEC規則10b-5により不実開示にもとづく民事責任を追及するためには、原告は、

110) See STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 609-10. なお、前掲注(108)および(109)において、証券法11条および同法12条(a)項(2)号の概要を述べる際には、それぞれ、山中利晃『上場会社の経営監督における法的課題とその検討—経営者と監督者の責任を中心に』193頁(商事法務, 2018)、および、黒沼・前掲注(104)79頁を参考にした。

111) STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 609. この点については、以下の本章第2節第2款1を参照。

112) 15 U.S.C. § 78j(b).

113) 17 C.F.R. § 240.10b-5.

114) Superintendent of Ins. of State of N.Y. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n.9(1971).

115) 以上につき、JOHN C. COFFEE, JR. ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 1032-33(14th ed. 2021) ; 黒沼・前掲注(104)114頁以下、藤林・前掲注(104)1901頁以下を参照。

①重要な事実に関する不実表示または不開示, ②欺罔の意図 (scienter), ③不実表示または不開示と証券の売買との関連性, ④不実表示または不開示に対する信頼 (reliance), ⑤経済的な損害 (economic loss), および, ⑥損害因果関係 (loss causation) について立証しなければならない¹¹⁶⁾。

3 証券クラス・アクションの規制

(1) 連邦民事訴訟規則

以上の連邦証券諸法上の規定にもとづく不実開示責任を連邦民事訴訟規則に従い証券クラス・アクションにより追及するためには, 以下の要件を満たす必要がある¹¹⁷⁾。

まず, 連邦民事訴訟規則23条(a)項は, クラス・アクションの要件として, ①クラスが多数ですべての構成員を併合することが現実的でないこと (多数性 [numerosity] の要件), ②クラスに共通の法律上または事実上の問題があること (共通性 [commonality] の要件), ③クラス代表者の請求または抗弁が, クラス全体において典型的なものであること (典型性 [typicality] の要件), および, ④クラス代表者がクラス全体の利益を公正かつ適切に (fairly and adequately) 保護することができること (適切性 [adequacy] の要件) を定

116) Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S.Ct. 2398, 2407(2014) ; STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 190. また, これらの点については, 黒沼・前掲注(104)116-124頁を参照。

117) 以下の内容は, 浅香・前掲注(103)38-42頁; STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 627-28に多くを負っている。また, 以下の連邦民事訴訟規則の内容の翻訳に際しては, 渡辺ほか編訳・前掲注(88)68-77頁 [渡辺惺之] を参考にした。なお, 近年行われたクラス・アクションの改革の概要については, 浅香・前掲注(103)42-46頁を参照。

(16) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

めている¹¹⁸⁾。

また、証券クラス・アクションにおいては一般に金銭による損害賠償が請求されるところ、このような類型のクラス・アクションにおいては、以上の要件に加えて、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号が定める要件が満たされる必要がある¹¹⁹⁾。連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号は、同号にもとづくクラス・アクションの要件として、①クラス構成員に共通の法律上または事実上の問題が、個々

118) FED. R. CIV. P. 23(a).

この点、連邦裁判所は、クラス構成員が少なくとも40名いれば多数性の要件(FED. R. CIV. P. 23(a)(1))は満たされると推定されると解しているため(See, e.g., *In re Longtop Fin'l Techs., Ltd., Sec. Litig.*, No. 11-cv-3658, 2013 WL 3486990, at *1 (S.D.N.Y. July 11, 2013)), 同要件は証券クラス・アクションにおいては通常満たされる。See STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 627.

また、共通性の要件(FED. R. CIV. P. 23(a)(2))は、潜在的なクラス構成員(putative class members)が、同様の重要な不実表示または不開示により損害を被った場合には一般に満たされる。See, e.g., *In re Initial Public Offering Sec. Litig.*, 227 F.R.D. 65, 87 (S.D.N.Y. 2004). なお、以下で述べるように、証券クラス・アクションは一般に連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづき提起されるため、この場合に、共通性の要件は、より厳格な同号の支配性(predominance)の要件に包摂される。See, e.g., *Amchem Products, Inc. v. Windsor*, 521 U.S. 591, 609 (1997).

以下の(2)で確認するように、典型性の要件(FED. R. CIV. P. 23(a)(3))および適切性の要件(FED. R. CIV. P. 23(a)(4))は、証券クラス・アクションにおける主任原告(lead plaintiff)の選任基準に関連する。これらの要件の充足性の判断基準については後掲注(126)を参照。

119) See STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 627. 連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづくクラス・アクションにおいては、同条(c)項(2)号(B)にもとづき、クラス構成員に対して告知(notice)をして、離脱の機会を与えることが求められる。FED. R. CIV. P. 23(c)(2)(B). そして、クラス構成員に該当しながらも離脱の意思を伝達しなかった者には、クラス・アクションの効果が及ぶこととなる。FED. R. CIV. P. 23(c)(3)(B). これらの点については、浅香・前掲注(103)40-41頁を参照。ただし、連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号にもとづき提起される証券クラス・アクションにおいて、離脱はほとんどなされないとされる。See Theodore Eisenberg & Geoffrey Miller, *The Role of Opt-Outs and Objectors in Class Action Litigation: Theoretical and Empirical Issues*, 57 VAND. L. REV. 1529, 1532-33(2004); David H. Webber, *The Plight of the Individual Investor in Securities Class Actions*, 106 NW. U. L. REV. 157, 182(2012).

のクラス構成員にのみ関わる問題よりも支配的であること（支配性〔predominance〕の要件）、および、②クラス・アクションが、紛争を公正かつ効率的に（fairly and efficiently）解決するために、他の手段よりも優れていること（優位性〔superiority〕の要件）を定めている¹²⁰⁾。

そして、連邦民事訴訟規則23条(c)項(1)号(A)は、裁判所は、ある者をクラス代表者とする訴訟が提起された後に、当該訴えをクラス・アクションとして

120) FED. R. CIV. P. 23(b)(3). 裁判所は、訴訟の結果に影響する要素のうち支配的であるものを特定して、かつ、当該要素がクラスに共通のものであるのかを考慮して、支配性の要件の充足性を判断する。Gene & Gene LLC v. BioPay LLC, 541 F.3d 318, 326(5th Cir. 2008). そして、連邦民事訴訟規則23条(a)項(2)号における共通性の要件は、この同条(b)項(3)号における支配性の要件に包摂される(前掲注(118))。

この点、開かれ発展した証券市場（open and developed securities market）において、株価は、会社およびその事業に関する利用可能な重要な情報によって決定されるという仮説にもとづき、誤導的な表示は、株式の購入者が当該不実表示を直接に信頼していなくても当該購入者を欺罔することになるという「市場に対する詐欺理論（fraud-on-the-market theory）」によるSEC規則10b-5における信頼の要件の充足の推定（Basic inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 241-49(1988)）（Basic判決および「市場に対する詐欺理論」については、黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任—Basic判決を中心として—」名法133号1頁以下(1990)、吉井敦子「市場における詐欺理論による信頼の推定—Basic, Inc. v. Levinson, 108 S.Ct. 978 (1988)」商事1262号31-33頁(1991)、黒沼・前掲注(104)124-129頁、萬澤陽子「判批」樋口範雄ほか編『アメリカ法判例百選』244-245頁（有斐閣、2012）を参照）は、不実開示に対する信頼はクラスに共通の問題であることから連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号における支配性の要件は満たされるという立証を容易にした。See Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 491 (2013).

また、連邦証券諸法に対する違反の多くは地理的に分散している多数の者に経済的な損害を及ぼし、その損害の回復のために個別に訴訟を提起することは現実的でないことから、証券クラス・アクションにおいて、優位性の要件は一般に容易に満たされる。Lapin v. Goldman Sachs & Co., 254 F.R.D. 168, 187 (S.D.N.Y. 2008).

(18) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

承認するか否かを速やかに決定しなければならないと定めている¹²¹⁾。また、連邦民事訴訟規則23条(e)項は、クラス・アクションの取下げまたは和解は同項が定める手続きの下で裁判所の承認を得た場合にのみ行うことができると定めており¹²²⁾、同条(h)項は、裁判所は承認されたクラス・アクションにおける弁護士報酬を同項が定める手続きの下で裁定することができる¹²³⁾と定めている。

(2) 私的証券訴訟改革法

連邦証券諸法にもとづく証券クラス・アクションに対しては、以上の連邦民事訴訟規則23条に加えて、証券クラス・アクションの手続き等を改革してその濫用を防止することを趣旨として制定された私的証券訴訟改革法により連邦証券諸法に追加された規定が適用される¹²⁴⁾。

私的証券訴訟改革法により、連邦証券諸法には、その考案者である Weiss および Beckerman の提言にもとづき制定された証券クラス・アクションにおける機関投資家の役割を高めることを趣旨とする規定がおかれている。すなわち、私的証券訴訟改革法により追加された証券法27条(a)項(3)号、および、証券取

121) FED. R. CIV. P. 23(c)(1)(A)、証券クラス・アクションの承認に関する近時の判例の動向については、高橋脩一「証券詐欺規制を動かすクラス・アクション—実体法理と民事手続の『相互作用』—」立教90号178-186頁(2014)、加藤貴仁「アメリカにおける証券詐欺クラス・アクション—Halliburton II—」金融法研究32号113頁以下(2016)を参照。

122) FED. R. CIV. P. 23(e).

123) FED. R. CIV. P. 23(h).

124) 私的証券訴訟改革法の制定の趣旨については、H.R. REP. No. 104-369, at 31-32 (1995), *reprinted in* 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 730-31[hereinafter HOUSE CONFERENCE REPORT ON PSLRA]; 黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』307頁(有斐閣、2002)(初出は同「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」神戸47巻3号469頁(1997)(私的証券訴訟改革法の趣旨について、「直接には、被告に和解を強いるような証券クラス・アクションの濫用を抑止することを目的とし、それを通じて究極的には、会社による情報開示の促進と投資家の保護を達成しようとするものであった」と述べている)を参照。

引所法21D条(a)項(3)号には、機関投資家が、クラスを代理する主任弁護士(lead counsel)を選任して雇用する主任原告(lead plaintiff)として、主任弁護士による証券クラス・アクションの追行を和解の条件および弁護士報酬についての交渉を通じて監督するように促すことを趣旨とする主任原告条項(lead plaintiff provisions)がおかれている¹²⁵⁾。

主任原告条項は、裁判所は、同条項の下で証券クラス・アクションを提起した者が行わなければならない訴訟が係属中である旨等についてのクラス構成員(members of the purported plaintiff class)に対する告知(notice)の後に、90日以内に、告知に応じてなされたクラスの主任原告たる地位を求める申立てを検討して、最も適切な原告(most adequate plaintiff)を主任原告として選任しなければならないと定めており、また、裁判所により選任された最も適切な原告が、裁判所の承認の下で、クラスを代理する主任弁護士を選任し雇用しなければならないと定めている。そして、主任原告条項は、裁判所は、①訴状を提出したか、または、告知手続きに応じて申立てを行い、②クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係(financial interest)を有しており、かつ、③連邦民事訴訟規則23条の要件を満たす者またはグループ(person or group of persons)が、最も適切な原告であると推定しなければならないと定

125) PSLRA § 101(a),(b) ; 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3), 78u-4(a)(3) (私的証券訴訟改革法は、証券法および証券取引所法に、それぞれ同一の内容の主任原告条項を追加した)。

主任原告条項の基となったWeissおよびBeckermanの論稿(Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 YALE L.J. 2053(1995))の内容を含む同条項の沿革については、拙稿「不実開示責任の追及における機関投資家および個人投資家の役割(1) —アメリカ私的証券訴訟改革法における主任原告条項(Lead Plaintiff Provisions)の構造—」早稲田法学会誌71巻2号174-182頁(2021)を参照。

(20) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

めている¹²⁶⁾。

主任原告条項はクラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する者またはグループの具体的な判断基準について規定していないが、裁判所は、一般に、①クラス期間に購入された株式の数、②クラス期間に購入された実質的な株式の数（クラス期間中に原告が購入した株式の数から、同期間中に

126) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3), 78u-4(a)(3). 主任原告条項は、主任原告の選任基準の1つとして連邦民事訴訟規則23条の要件を満たすことを求めていることから、主任原告に選任されるためには、クラス代表者の請求または抗弁がクラス全体において典型的なものであるという典型性 (typicality) の要件 (FED. R. CIV. P. 23(a)(3)), および、クラス代表者がクラス全体の利益を公正かつ適切に (fairly and adequately) 保護することができるという適切性 (adequacy) の要件 (FED. R. CIV. P. 23(a)(4)) が満たされている必要がある。Craig C. Martin & Matthew H. Metcalf, *The Fiduciary Duties of Institutional Investors in Securities Litigation*, 56 BUS. LAW. 1381, 1386(2001) ; STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 632.

この点、典型性の要件は、原告が、被告が連邦証券諸法に違反したことにより高騰した市場価格で株式を購入し、その結果として損害を被っている場合には通常満たされる。See, e.g., *Singer v. Nicor, Inc.*, No. 02-C-5168, 2002 WL 31356419, at *3 (N.D. Ill. Oct. 17, 2002). また、適切性の要件が満たされるためには、①他のクラス構成員の請求と対立しておらず、②訴訟の結果に対して十分な利害関係 (sufficient interest) を有していなければならない、かつ、③有能、経験豊富かつ適任であり、訴訟を精力的に (vigorously) 追行することができる弁護士により代理されていなければならない。See, e.g., *Johnson v. Tellabs, Inc.*, 214 F.R.D. 225, 228-29 (N.D. Ill. 2002).

2005年ないし2016年における証券クラス・アクションについて実態調査を行った近時の論稿によれば、多くの事案において、裁判所は主任原告によるロー・ファームの選択を尊重しているとされる（また、約30%の事案において、裁判所は複数のロー・ファームが共同主任弁護士 (co-lead counsel) として選任されることを承認している〔この点、共同主任弁護士が選任された事案の92%において、2つのロー・ファームが共同主任弁護士に選任されている。また、3つのロー・ファームが共同主任弁護士に選任された事案は全体の7%であり、4つのロー・ファームが共同主任弁護士に選任された事案は全体の1%である〕）。Stephen J. Choi et al., *Coalitions among Plaintiffs' Attorneys in Securities Class Actions*, 24 AM. L. & ECON. REV. 278, 279, 283 & n.8(2022).

主任原告条項のより詳細な内容については、拙稿・前掲注(125)169-174頁を参照。

原告が売却した株式の数を控除して算定される), ③クラス期間に原告により支出された実質的な資金の総額, および, ④原告が被ったおおよその損害という4つの要素を基準として, そのような者またはグループを判断しており, 特に④の要素を重視している¹²⁷⁾。

ほかにも, 私的証券訴訟改革法は, 原告が, ①訴状を検討したこと, ②弁護士の指示により, または, 訴訟に参加するために証券を購入したのではないこと, および, ③クラスの代表者となる意思があること等についての宣誓供述書 (sworn certification) を訴状と共に提出しなければならないことを内容とする専門的原告 (professional plaintiffs) (多くの上場会社の株式をそれぞれわずかに保有して, 弁護士がクラス・アクションをただちに提起することを可能にさせる者) を排除することを趣旨とした規定¹²⁸⁾ 等を連邦証券諸法に追加している¹²⁹⁾。

(3) 証券訴訟統一基準法

1995年に制定された私的証券訴訟改革法により証券クラス・アクションに対する規制が強化されると, 州法にもとづく証券詐欺を根拠とするクラス・アクションが, 州裁判所に提起され, 連邦法による規制が回避されるという現象が生じた¹³⁰⁾。そこで, 全国的に取引されている証券に関する詐欺を根拠とする一定のクラス・アクションは連邦裁判所のみ提起することができるようにして,

127) 拙稿・前掲注(125)183-186頁; COFFEE ET AL., *supra* note 115, at 913 n.7参照。

128) PSLRA § 101 (a), (b); 15 U.S.C. §§ 77z-1 (a) (2), 78u-4 (a) (2)。この規定の趣旨については, HOUSE CONFERENCE REPORT ON PSLRA, *supra* note 124, at 32-33を参照。

129) 私的証券訴訟改革法により連邦証券諸法に追加された規定の全般的な内容については, 黒沼・前掲注(104)142頁以下を参照。

130) See H.R. REP. NO. 105-803, at 13-15 (1998) [hereinafter HOUSE CONFERENCE REPORT ON SLUSA]; STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 619.

(22) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

そのような証券クラス・アクションに対して連邦法が適用されるようにすることを趣旨とする証券訴訟統一基準法が1998年に制定された¹³¹⁾。

証券訴訟統一基準法により、州の制定法またはコモン・ローにもとづき、一定の証券（全国的に取引されている証券等であり、私募債は除外される）の売買に関する重要な事実の不実表示もしくは不開示、または、被告が当該証券の売買に関して相場操縦的もしくは詐欺的戦略（manipulative or deceptive device or contrivance）を用いたことを主張する私人による一定のクラス・アクション（1名以上の者が、自らおよび同様の立場におかれたその他の者のために代表として損害賠償を請求し、かつ、これらの者またはクラス構成員〔members of the prospective class〕に共通の法律上または事実上の問題が、各個人にのみ影響する問題よりも支配的であるクラス・アクション等であり、株主代表訴訟は含まれない）は、州裁判所または連邦裁判所において維持することができないこととされた。また、証券訴訟統一基準法により、州裁判所に提起されたそのようなクラス・アクションは、当該訴訟が係属している地区の連邦地方裁判所に移送されなければならないこととされた¹³²⁾。

131) 証券訴訟統一基準法の趣旨については、HOUSE CONFERENCE REPORT ON SLUSA, *supra* note 130, at 13-15; 黒沼・前掲注(104)153-154頁を参照。

132) 15 U.S.C. §§ 77p(b), (c), 78bb(f) (1), (2). 適用対象となる証券は, *id.* §§ 77r(b) (1), (2), 77p(f) (3), 78bb(f) (5) (E)が定めている。また、適用対象となるクラス・アクションは, *id.* §§ 77p(f) (2), 78bb(f) (5) (B) (c)が定めている。以上の条文を翻訳する際には、黒沼・前掲注(104)154頁、日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅲ)証券法、証券取引所法』36-38頁、40頁、384-387頁〔王子田誠〕(日本証券経済研究所、2008)を参考にした。この点、州裁判所に提起された訴訟の連邦地方裁判所への移送により、連邦地方裁判所は、証券訴訟統一基準法に違反する訴訟を却下することができる。STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 620.

以上の規定を含む証券訴訟統一基準法の全般的な内容については、黒沼・前掲注(104)153-155頁を参照。

第2節 株主訴訟の提訴状況および原告の属性

第1款 株主代表訴訟

以上の株主訴訟のうち州会社法にもとづく株主代表訴訟は、上場会社において、取締役の信認義務違反にもとづく会社に対する責任を追及すること等を目的として提起されている¹³³⁾。そのような株主代表訴訟の実態は、アメリカにおいて調査または研究の対象とされることが近年は少ないが¹³⁴⁾、近年の実態調査として以下のものがある¹³⁵⁾。

1 デラウェア州衡平法裁判所における株主代表訴訟の提訴状況

まず、2004年のThompsonおよびThomasの論稿における1999年ないし2000

133) Kenneth B. Davis, Jr., *The Forgotten Derivative Suit*, 61 VAND. L. REV. 387, 427-33(2008) (監視義務違反を主張する株主代表訴訟等が、デラウェア州を設立州とする上場会社において提起されているとされる)；山中・前掲注(110)155頁以下(上場会社の取締役等の信認義務違反にもとづく会社に対する責任が、株主代表訴訟により追及されたデラウェア州における事案が検討されている)参照。

134) この背景には、株主代表訴訟の件数が近年減少する一方で証券クラス・アクションの件数が増加したという認識の下で(ただし、そのような認識に対しては異論も唱えられている〔以下の本款2および後掲注(142)参照〕)、学説の関心が株主代表訴訟から証券クラス・アクションへと移ったという事情があると考えられる。Stephen J. Choi & Robert B. Thompson, *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes during the First Decade after the PSLRA*, 106 COLUM. L. REV. 1489, 1492(2006)；高橋陽一『多重代表訴訟制度のあり方—必要性と制度設計』136-137頁(商事法務, 2015)参照。

また、以上の事情に加えて、近年アメリカにおける学説の関心を集めているM&A取引をめぐる株主訴訟は、一般に、株主代表訴訟ではなくクラス・アクションであるという事情も、株主代表訴訟に関する研究が減少している背景にあると考えられる。アメリカにおけるM&A取引をめぐる株主訴訟の近年の動向については、熊代拓馬「株主による法の実現と濫訴の抑制の均衡—米国のM&A訴訟と弁護士費用の負担—」比較81号252頁以下(2020)を参照。

135) この点、1940年代ないし2010年代の後半に行われたアメリカにおける株主代表訴訟に関する実態調査の内容を概観する論稿として、Jessica Erickson, *The (Un)changing Derivative Suit*, in RESEARCH HANDBOOK ON REPRESENTATIVE SHAREHOLDER LITIGATION (Sean Griffith et al. eds., 2018)がある。

(24) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

年にデラウェア州衡平法裁判所に提起されたすべての訴訟についての実態調査がある¹³⁶⁾。この実態調査によれば、同期間に提起された信認義務に関する1,048件の訴訟のうち、クラス・アクションは824件、株主代表訴訟は137件、個別的な直接訴訟は87件である。また、同一の紛争から生じた訴訟を統合すると、348件の信認義務に関する訴訟のうち、クラス・アクションは223件、株主代表訴訟は84件、個別的な直接訴訟は74件である¹³⁷⁾。そのため、この実態調査によれば、株主代表訴訟の件数は、クラス・アクションの件数よりも少ない¹³⁸⁾。

調査対象とされた株主代表訴訟の80%は、上場会社において提起されている¹³⁹⁾。また、上場会社において提起された株主代表訴訟の60%は却下されており、その28%において株主にとって利益となる金銭的な救済、または、非金銭的な救済(企業統治の改革等)がもたらされている¹⁴⁰⁾。

2 連邦地方裁判所における株主代表訴訟の提訴状況

また、2005年7月1日ないし2006年6月30日の間に連邦地方裁判所に提起された株主代表訴訟を対象とした2010年のEricksonの論稿における実態調査が

136) Robert B. Thompson & Randall S. Thomas, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, 57 VAND. L. REV. 1747(2004). 同論稿における実態調査の内容は、高橋・前掲注(134)137-139頁においてすでに紹介されている。

137) Thompson & Thomas, *supra* note 136, at 1761-62. 複数の種類の訴訟が提起された事案があるため、類型ごとの件数の合計は、同一の紛争から生じた訴訟を統合した後の件数を超えている。See *id.* at 1761-62 n.72.

138) ThompsonおよびThomasは、クラス・アクションと比較して株主代表訴訟が提起されることが少ないのは、原告側の弁護士は、提訴請求の免除が認められると考える場合、または、クラス・アクション等の他の訴訟を提起することができない場合にのみ、株主代表訴訟を提起しているためであると分析している。*Id.* at 1773-74.

139) *Id.* at 1762. デラウェア州衡平法裁判所に提起された株主代表訴訟の多くは上場会社におけるものであることについては、Thompson & Thomas, *supra* note 6, at 169 tbl.2, 172も参照。

140) Thompson & Thomas, *supra* note 136, at 1774-80.

ある¹⁴¹⁾。この実態調査によれば、この間に182件の株主代表訴訟が連邦地方裁判所に提起されており、このことは、デラウェア州衡平法裁判所に提起される株主代表訴訟の4倍以上の株主代表訴訟が連邦地方裁判所に提起されていることを意味している¹⁴²⁾。また、上場会社において提起された141件の株主代表訴訟のうちの47件(約33%)において機関投資家が原告となっており、ミューチュアル・ファンド等の伝統的な金融機関と比較して、公的年金基金をはじめとした年金基金が原告となる場合が多い¹⁴³⁾。そして、機関投資家は、大規模な事案

141) Erickson, *supra* note 95 (当該実態調査の対象期間、および、対象事案の選定方法については、*id.* at 1757-58を参照)。

142) *Id.* at 1761-62. この点、Ericksonは、連邦地方裁判所に提起される株主代表訴訟の件数と州裁判所に提起される株主代表訴訟の件数を合計すると、その件数は証券クラス・アクションの件数を超えると指摘して、株主代表訴訟は近年減少しているという認識(See *id.* at 1760-61, 1762)に対して異を唱える。*Id.* at 1762-63. 同論稿における実態調査の内容は、高橋・前掲注(134)142-145頁においてすでに紹介されている。しかし、以下では、上場会社における株主代表訴訟の実態調査に焦点を当ててその内容を紹介するため、同書において紹介されている内容と以下で紹介する内容は一部異なる。

なお、株主代表訴訟の多くは連邦裁判所に提起されていることは、2020年のEricksonの論稿においても、今日の株主代表訴訟の傾向として述べられている。See Jessica Erickson, *The Lost Lessons of Shareholder Derivative Suits*, 77 WASH. & LEE L. REV. 1131, 1160(2020). また、内部関係の法理(internal affairs doctrine)により、訴訟が提起されている裁判所に関わりなく、信託義務にもとづく請求に対しては会社の設立州法が適用されること、ならびに、州裁判所および連邦裁判所における株主代表訴訟に対する手続的な規制は類似していることについては、*id.* at 1164-65を参照(後者については、本章第1節第1款3も参照)。ほかにも、デラウェア州の裁判所と連邦裁判所とは、いかに法律を適用するのかという点において違いがあり、その請求が薄弱な原告(plaintiffs with weaker claims)は、そのような請求に対して厳格な立場をとるデラウェア州の裁判所を避けて、連邦裁判所に株主代表訴訟を提起すると考えられることについて、*id.* at 1165-66を参照。

143) Erickson, *supra* note 95, at 1766-67. この点、調査対象とされた事案において、1名のミューチュアル・ファンドのみが原告となっている。また、銀行が原告となった事案は存在しない。この原因は、これらの金融機関が、主任原告として証券クラス・アクションに参加することが少ない原因(この点については、本節第2款2を参照)と同様であると分析されている。*Id.* at 1767 n.69.

(26) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

において原告となる傾向にある¹⁴⁴⁾。

上場会社における株主代表訴訟の多くは、証券クラス・アクションの提起に伴ってその後追いの形で提起されており、その主張内容は証券クラス・アクションにおけるものと類似している。たとえば、原告は、株主代表訴訟において、執行役および取締役には、会社に連邦証券諸法に違反する不実開示をさせたことによる州法上の信託義務違反があると主張することが多い¹⁴⁵⁾。

このように株主代表訴訟が証券クラス・アクションの後追いの形で提起されている原因は、私的証券訴訟改革法における主任原告条項への対処である可能性がある。すなわち、私的証券訴訟改革法の制定前には、株主は、一般に、ほとんど同一の内容の証券クラス・アクションを多数提起していた¹⁴⁶⁾。しかし、私的証券訴訟改革法における主任原告条項によりそのような活動が妨げられた

144) *Id.* at 1767-68. そのような傾向は、証券クラス・アクションと同様である。*Id.* (この点については、本節第2款2を参照)。また、少数のロー・ファームが多くの株主代表訴訟を提起している。*Id.* at 1768-69. そして、株主代表訴訟が提起された上場会社のほとんどは、ニューヨーク証券取引所等の大規模な証券取引所に上場している。*Id.* at 1770-71.

145) *Id.* at 1773-78. この点、上場会社における株主代表訴訟の訴状の90%以上には、会社、または、執行役および取締役が虚偽または誤導的な表示を行ったという証券クラス・アクションにおいて主張されるものと同一の内容の主張が含まれている。また、上場会社における株主代表訴訟の訴状の30%以上においては、証券取引所法10条(b)項または同法14条(a)項にもとづく請求が主張されている。*Id.* at 1774-75. 以上より、Ericksonは、仮に株主代表訴訟の意義が証券クラス・アクションと重複しているのであれば、会社法に株主代表訴訟という制度は必要でない可能性があるとする(他方で、Ericksonは、株主代表訴訟に独自の意義があるのであれば、その改革が検討されなければならないとする)。*Id.* at 1830-31.

証券クラス・アクションと共に提起される株主代表訴訟についてのその他の研究の内容については、Erickson, *supra* note 135, at 62-64を参照。

146) Erickson, *supra* note 95, at 1778. この点については、Weiss & Beckerman, *supra* note 125, at 2061-64を参照。

ことから¹⁴⁷⁾、多くの株主およびその弁護士は、証券クラス・アクションの提起に向けていた努力を現在は株主代表訴訟へと向けている¹⁴⁸⁾。

上場会社における141件の株主代表訴訟のうちの91件(約65%)は、却下されるか、または、取り下げられており、42件(約30%)は和解により終結している¹⁴⁹⁾。和解の多くは企業統治の改革を内容とするものであり、和解により終結した42件のうちの18件(約43%)のみが、会社にとって意義のある金銭的な救済をもたらすものである¹⁵⁰⁾。また、上場会社において提起された株主代表訴訟における弁護士報酬の中央値は、会社が和解により意義のある金銭的な利益

147) 私的証券訴訟改革法により追加された証券法27条(a)項(3)号(B)(ii)、および、証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(ii)は、実質的に同一の請求(claim or claims)を主張する訴訟が複数提起され、当事者がトライアル前手続き(pretrial)またはトライアル(trial)のためにそれらの訴訟を併合することを請求する場合には、裁判所は、当該併合に関する決定がなされるまで、主任原告として選任される最も適切な原告(most adequate plaintiff)を決定してはならないと定めている。また、証券法27条(a)項(3)号(B)(ii)、および、証券取引所法21D条(a)項(3)号(B)(ii)は、当該併合に関する決定がなされた後には、裁判所は、併合された訴訟のために、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係(financial interest)を有するという要件等を満たした最も適切な原告を主任原告として速やかに選任しなければならないと定めている。15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(ii), 78u-4(a)(3)(B)(ii)。このような規定については、拙稿・前掲注(125)171-172頁を参照。また、主任原告の選任基準については、本章第1節第2款3(2)、拙稿・前掲注(125)171-172頁、183-186頁を参照。

148) Erickson, *supra* note 95, at 1778-79 (Ericksonは、証券訴訟統一基準法により、連邦証券諸法にもとづく証券クラス・アクションと類似した株主代表訴訟の提起が防止されていない〔この点については、本章第1節第2款3(3)を参照〕ことに鑑みると、以上の現象が生じていることは驚くべきことではないと述べている。なお、以上の現象については、以下の本款3も参照)。この点、デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において、持株要件を定める担保提供制度はおかれておらず、小株主の株主代表訴訟提起権が保障されていることについて、本章第1節第1款2を参照。

149) *Id.* at 1798 (調査対象とされた上場会社における株主代表訴訟のうちの8件〔5.7%〕は、いまだ係属中であった事案である)。

150) *Id.* at 1798-1804 (会社に対する金銭的な救済、および、企業統治の改革の双方を内容とする和解が成立する場合もある)。企業統治の改革を内容とする和解の内容の詳細については、*id.* at 1804-05を参照。

(28) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

を得た場合には665万ドルであり、和解により企業統治の改革のみがもたらされた場合には46万ドルである¹⁵¹⁾。

和解において求められる企業統治の改革の多くは、株主代表訴訟において主張された特定の問題に直接に対処するものではなく、企業統治一般の改革を内容とするものである¹⁵²⁾。そのような企業統治一般の改革を求める和解は、企業価値の向上との相関関係が実証されていない取締役会の独立性の向上等を内容とするものが多いのに対して¹⁵³⁾、企業価値と相関関係があることが実証されている期差取締役会¹⁵⁴⁾ およびポイズン・ピルの廃止等を内容とする和解はほとんどなされていない¹⁵⁵⁾。また、和解の一部は企業統治を改革しようとする正当な試みであるが、その多くは単に表面的な和解をして原告の弁護士が報酬を得るための手段にすぎない可能性がある。そのため、このような調査結果は、多くの株主代表訴訟は、その実際の勝者 (real winners) が会社または株主ではなく弁護士である会社荒し訴訟 (strike suits) であるという従来からの見解を

151) *Id.* at 1806. この点、株主代表訴訟において何らかの便益を実現した場合に原告が要した弁護士費用を会社に求償することを認めるコモン・ファンドの法理 (common fund doctrine)、および、会社便益の法理 (corporate benefit doctrine) (コモン・ファンドの法理を株主代表訴訟に拡張したもの) について、板持研吾「デラウェア会社判例理解のための手続法的基礎 (第7回) 訴答段階(3)-クラス・アクションと訴答・和解」商事2214号63頁(2019)、熊代・前掲注(134)246-252頁を参照。

152) Erickson, *supra* note 95, at 1808, 1815.

153) *Id.* at 1816-20. 公的年金基金をはじめとしたアクティビスト投資家による企業統治を改革するための活動の一環として、そのような和解がなされている可能性があるとされる。*Id.* at 1812-15, 1823.

154) ほとんどの州会社法において取締役の任期は原則として1年とされており、毎年取締役が改選される場所 (See, e.g., DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(b), 211. また、この点については、ALLEN ET AL., *supra* note 16, at 194も参照)、期差取締役会制度を採用すると、取締役を2組または3組に分けて、毎年1組のみを改選することができる。See, e.g., DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(d). そのため、期差取締役会制度の下では、多数派株主であっても取締役会の過半数を変更するのに2年以上を要することになる。以上につき、ミルハウプト編・前掲注(76) 55-56頁、津野田・前掲注(10)287-288頁を参照。

155) Erickson, *supra* note 95, at 1822-23.

裏付けるものである¹⁵⁶⁾。

3 私的証券訴訟改革法の制定が株主代表訴訟に及ぼした影響

ほかにも、株主代表訴訟等の株主訴訟においては、短期間に繰り返し原告となる者 (repeat plaintiffs) 等の専門的原告 (professional plaintiffs) と呼ばれる個人株主がいまだ台頭しているとする2013年のEricksonの論稿における実態調査がある¹⁵⁷⁾。この実態調査によれば、機関投資家が証券クラス・アクションにおける主任原告となることを促進して専門的原告の台頭に対処した私的証券訴訟改革法が1995年に制定されたことに伴い、従来は証券クラス・アクションを提起していた専門的原告が、私的証券訴訟改革法が適用されない州法にもとづくクラス・アクションおよび株主代表訴訟へと活動の場を移している¹⁵⁸⁾。すなわち、2002年ないし2012年に州裁判所および連邦裁判所に提起された株主訴訟のうち、繰り返し原告となる者 (①2009年ないし2012年に株主訴訟を4回以上提起した株主、または、②2002年ないし2012年に株主訴訟を6回以上提起した株主) により提起された訴訟の件数は、700件を超えている¹⁵⁹⁾。そして、

156) *Id.* at 1823-25. この点、Ericksonは、後に2018年の論稿において、株主代表訴訟により会社または株主に対して金銭的な救済がもたらされることが少ないという結果が実態調査により示されることは、70年以上前から不変であると指摘している。Erickson, *supra* note 135, at 60-61.

157) Jessica Erickson, *The New Professional Plaintiffs in Shareholder Litigation*, 65 FLA. L. REV. 1089(2013).

158) *Id.* at 1090-92, 1104. この点、デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において、持株要件を定める担保提供制度はおかれておらず、小株主の株主代表訴訟提起権が保障されていることについて、本章第1節第1款2を参照。

159) *Id.* at 1105-06 (そのような訴訟は、平均11件の訴訟を提起した60名超の者により提起されている)。ただし、繰り返し原告となる者が、常にそれらの訴訟における唯一の原告であるというわけではない。*Id.* at 1106.

また、ほかにも、弁護士自身、または、弁護士の家族が原告となって提起された株主訴訟等があるとされる。*See id.* at 1106 & n.102, 1112-24.

(30) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

そのような者の一部は、短期間に多くの株主訴訟を提起しており、多くの事案においてわずかな株式のみを保有して訴訟を提起していることから、一部の者は訴訟に十分に関与することができていないと考えられる。また、繰り返し原告となる者の中には、訴訟に参加するうえでの対価をロー・ファームから受け取っている者がいる可能性がある¹⁶⁰⁾。

繰り返し原告となる者により提起された株主訴訟の47.8%は企業買収に関連するクラス・アクションであり、29.3%は株主代表訴訟である。これに対して、証券クラス・アクションはそのうちの16.8%である。また、調査対象とされた証券クラス・アクションの多くにおいて、繰り返し原告となる者は比較的わずかな株式を保有しており、主任原告に選任されることを求めている¹⁶¹⁾。

このような実態調査の結果は、機関投資家は大規模で注目度の高い事案において活動している一方で、専門的原告は、機関投資家が関与しようとしないうちの多くの小規模な事案において活動しているということを示唆している¹⁶²⁾。

4 株主代表訴訟のための証拠集め的手段としての株主閲覧権の活用状況

本章第1節第1款4において確認したように、デラウェア州最高裁判所は、株主が、株主代表訴訟における事前の提訴請求を拒絶した取締役会の判断について検討するために、または、提訴請求が無益であると主張するための情報を得るために、デラウェア州一般会社法220条にもとづき株主閲覧権を行使する

160) *Id.* at 1107-12.

161) *Id.* at 1106 & n.103.

162) *Id.* at 1133-34. ただし、すべての事案がそのような傾向にあるわけではないとされる。*Id.* at 1133 n.264. また、公開されている情報が限定されていることから、専門的原告がどの程度広範に活動しているのかを完全に明らかにすることは不可能であるとされる。*Id.* at 1092.

なお、機関投資家は大規模な株主代表訴訟において原告となることが多いことについては、本款2も参照。また、機関投資家は大規模な証券クラス・アクションにおいて主任原告となることも多いことについては、本節第2款2を参照。

ことを推奨している¹⁶³⁾。

このようなデラウェア州最高裁判所の立場の影響を調査した2020年のCoxらの論稿によれば、2004年ないし2018年に、経営者の不正行為（wrongdoing）の調査等を目的としてデラウェア州一般会社法220条にもとづきデラウェア州衡平法裁判所に提起された699件の訴訟¹⁶⁴⁾のうちの133件（約19%）において、220条にもとづく訴訟の後に、同一の会社における後続の訴訟（株主代表訴訟およびクラス・アクション等）が提起されている¹⁶⁵⁾。そして、そのような133件の訴訟のうちの83件（約62%）は株主代表訴訟である（また、133件の訴訟のうちの40件〔約30%〕がクラス・アクションである）¹⁶⁶⁾。

163) この点、株主は、一般に提訴請求を行わずに株主代表訴訟を提起して、提訴請求は無益である（futile）ため免除されると主張するところ、デラウェア州の判例法においては、提訴がなされた時点において、各取締役が提訴請求の対象である請求について責任を負う実質的な可能性（substantial likelihood）があるか等が考慮され、提訴請求は無益であり免除されるのかが審査されることについて、本章第1節第1款3を参照。

また、デラウェア州一般会社法220条の内容については、本章第1節第1款4を参照。

164) この点、調査対象とされた事案において、経営者の不正行為の調査、または、株価の算定が最も一般的な閲覧の目的であるとされる。Cox et al., *supra* note 92, at 2147, 2148 tbl.2.

また、当該699件の訴訟のうち、原告が株主名簿の閲覧のみを請求した事案は8件、原告が帳簿および記録の閲覧のみを請求した事案は510件、原告が株主名簿ならびに帳簿および記録の閲覧を請求した事案は181件である。Id. at 2147 tbl.1.

165) Id. at 2151, 2152 tbl.4. また、原告が経営者の不正行為の調査を目的としてデラウェア州一般会社法220条にもとづき提起した訴訟の約30%において、同一の会社における後続の訴訟が提起されている。Id. at 2151 n.132.

166) Id. at 2151-52. 具体的には、デラウェア州一般会社法220条にもとづく訴訟に続いて提起された133件の訴訟のうち、83件が株主代表訴訟、40件がクラス・アクション、31件が個別的な訴訟（individual actions）、4件が財産保全管理人（receiver）の任命訴訟、3件が株式買取請求権にもとづく訴訟である。Id.

なお、訴状に株主代表訴訟およびクラス・アクションの双方における主張が含まれている場合等があるため、220条にもとづく訴訟に続いて提起された訴訟の類型ごとの件数の合計は、当該後続の訴訟の全件数（133件）を上回っている。Id. at 2151.

(32) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

また、1999年ないし2000年にデラウェア州衡平法裁判所に提起された訴訟に関する過去の実態調査によれば、当該期間に、上場会社において213件のクラス・アクションが提起されており、そのうちの194件はM&A訴訟である。そして、この実態調査によれば、当該期間に、上場会社において83件の株主代表訴訟が提起されている（そのうちの74件はM&Aに関するものでない¹⁶⁷⁾。仮にこのような調査結果を2000年代における一般的な傾向と捉えるならば、M&Aクラス・アクションよりも株主代表訴訟に関してデラウェア州一般会社法220条にもとづく訴訟が提起されている割合が高いということになる¹⁶⁸⁾。

デラウェア州一般会社法220条にもとづく訴訟、および、それに続く訴訟の双方の結果が明らかである110件の事案のうち、先行した220条にもとづく訴訟において原告が勝訴した事案は82件であり、そのうちの43件では後続の訴訟においても原告が勝訴している¹⁶⁹⁾。そのため、220条にもとづく株主閲覧権は、株主代表訴訟等のための証拠集めの手段として活用されており、220条にもと

167) *Id.* at 2152(citing Thompson & Thomas, *supra* note 6, at 169 tbl.2).

168) *Id.* この点、近年の実態調査によれば、デラウェア州衡平法裁判所に提起された株主代表訴訟の多くは上場会社におけるものであることについて、本款1、ならびに、前掲注(139)およびこれに対応する本文を参照。

169) *Id.* at 2153, 2154 tbl.5 (原告が勝訴した82件のデラウェア州一般会社法220条にもとづく訴訟のうちの23件では、後続の訴訟において被告が勝訴している。また、当該82件のうちの16件では、後続の訴訟において原告が訴えを取り下げている)。

これに対して、220条にもとづく訴訟、および、それに続く訴訟の双方の結果が明らかである110件の事案のうち、先行した220条にもとづく訴訟において被告が勝訴した事案は8件である。そして、当該8件のうちの2件において後続の訴訟で原告が勝訴し、6件において被告が勝訴している。また、当該110件の事案のうち、先行した200条にもとづく訴訟において原告が訴えを取り下げた事案が20件あるが、これらは被告が書面を提供したため取り下げられた可能性がある。そして、これにより、当該取り下げられた20件のうちの10件において後続の訴訟で原告が勝訴し、5件において被告が勝訴するという結果がもたらされた可能性がある。*Id.*

づく訴訟に続いて提起された訴訟では原告が勝訴することが多い¹⁷⁰⁾。

5 実態調査のまとめ

株主代表訴訟に関する以上の実態調査の結果は、その調査対象が限定的ではあるが、以下のようにまとめることができる。

まず、デラウェア州衡平法裁判所、および、連邦地方裁判所に提起された上場会社における株主代表訴訟の多くは、却下されるか、取り下げられるか、または、和解により終結している。たとえば、近年はデラウェア州衡平法裁判所よりも株主代表訴訟が提起されることが多いとされる連邦地方裁判所において、上場会社で提起された株主代表訴訟が却下されるか、または、取り下げられた割合は約65%である。また、そのような株主代表訴訟が和解により終結した割合は約30%であり、和解の内容の多くは、それにより会社に金銭的な救済がもたらされない企業統治の改革を内容とするものである。そして、連邦地方裁判所に提起された上場会社における株主代表訴訟の多くは、証券クラス・アクションの提起に伴ってその後追いの形で提起されており、その主張内容は証券クラス・アクションにおけるものと類似している¹⁷¹⁾。

連邦地方裁判所に提起された上場会社における株主代表訴訟において、機関投資家が原告となった件数は1年間で47件（割合は全体の約33%）であり、機関投資家は大規模な事案において原告となる傾向にあるとする実態調査がある¹⁷²⁾。他方で、機関投資家が証券クラス・アクションにおける主任原告となることを促進する私的証券訴訟改革法が1995年に制定されたことにより、従来は

170) *Id.* at 2154. なお、以上の実態調査における原告の勝訴および被告の勝訴の意味については、*id.* at 2153を参照。また、このようなデラウェア州一般会社法220条の活用方法を妨げうるとしてThompsonおよびThomasが懸念している点について、*id.* at 2154-71を参照。

171) 本款1および2参照。

172) 本款2参照。

(34) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

証券クラス・アクションを提起していた専門的原告 (professional plaintiffs) と呼ばれる個人株主は、機関投資家が関与しようとしないう小規模な株主代表訴訟を、州裁判所または連邦裁判所に提起するようになってきていると分析されている¹⁷³⁾。また、小株主の権利が制度上保障されているデラウェア州一般会社法における株主閲覧権は、株主代表訴訟のための証拠集めの手段として活用されている¹⁷⁴⁾。

第2款 証券クラス・アクション

1 証券クラス・アクションの提訴状況

本章第1節第2款2において述べたように、証券クラス・アクションにより追及される不実開示にもとづく民事責任の根拠となる連邦証券諸法上の規定は、主として、証券法11条、同法12条(a)項(2)号、ならびに、証券取引所法10条(b)項および同項の授權によりSECが制定したSEC規則10b-5である。2012年ないし2021年においては、毎年150件以上の証券クラス・アクションが提起されており¹⁷⁵⁾、中でもSEC規則10b-5にもとづく証券クラス・アクションが例年最も

173) 本款3参照。また、この点については、本款2も参照。ただし、以下の本節第2款2において確認するように、個人投資家のグループが証券クラス・アクションにおける主任原告となることが近年増えている。

174) 本款4参照。デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において、株主閲覧権の行使要件として持株要件は定められておらず、小株主の権利が保障されていることについては、本章第1節第1款4を参照。

175) CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION FILINGS 2021 YEAR IN REVIEW 4 fig.3 (2022), available at <https://www.cornerstone.com/wp-content/uploads/2022/02/Securities-Class-Action-Filings-2021-Year-in-Review.pdf>[hereinafter CORNERSTONE 2021 FILINGS].

多く提起されている¹⁷⁶⁾。

1997年ないし2021年に提起された証券クラス・アクションの46%は和解により終結し、その43%は却下されている。そして、その0.4%のみがトライアルに至っている¹⁷⁷⁾。10億ドルを超える和解額により和解が成立した事案、合併に関する事案、および、クラスに対する和解額が0ドルである事案を除くと、2012年ないし2021年における和解額（額面額）の平均は2,100万ドルないし5,400

176) *Id.* at 13 fig.12 (2017年ないし2021年において、SEC規則10b-5にもとづく請求が主張されている〔M&Aに関する訴訟を除く〕証券クラス・アクションは全体の85%ないし93%である。これに対して、同期間において、証券法11条にもとづく請求が主張されている証券クラス・アクションは全体の10%ないし16%であり、同法12条(a)項にもとづく請求が主張されているものは全体の4%ないし11%である。なお、訴状に複数の主張が含まれている場合があるため、各割合の合計は100%を超える。また、財務関連情報の不実開示が主張されることが最も多い)。

証券クラス・アクションにおける被告については、Bernard Black et al., *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1077 (2006)を参照(会社が投資者の判断を誤らせたという根拠にもとづき損害賠償が請求されるという典型的な証券クラス・アクションにおいて、被告は一般に、会社、最高経営責任者〔CEO〕、および、最高財務責任者〔CFO〕を含むその他の会社の経営者であるとされる。また、社外取締役が被告とされる場合もあるとされる)。

また、1997年ないし2020年には、平均して、上場会社の4%において証券クラス・アクションが提起されている(2021年にはその4.2%において証券クラス・アクションが提起されている)。CORNERSTONE 2021 FILINGS, *supra* note 175, at 14 fig.13.

177) CORNERSTONE 2021 FILINGS, *supra* note 175, at 18 (この調査の対象に、M&Aに関する証券クラス・アクションは含まれていない)。山中・前掲注(110)222-223頁においては、証券クラス・アクションが和解により終結することが多い原因について、つぎのように述べられている。すなわち、不実開示の場面における証券クラス・アクションにおいては、会社補償、および、D&O保険による保険金の支払いを前提に早期に和解がなされることが多い。この背景には、判決で誠実義務違反が認められると会社補償が認められず、故意が認められるとD&O保険による保険金の支払いが認められないため、原告および被告の双方が訴訟を和解により終結させるインセンティブを有しているという事情がある。

(36) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

万ドルであり¹⁷⁸⁾、その中央値は600万ドルないし1,300万ドルである¹⁷⁹⁾。

投資者の損害額に対する和解額の比率の中央値は、2012年ないし2021年において1.5%ないし2.5%である¹⁸⁰⁾。また、2012年ないし2021年における和解額に対する原告側の弁護士報酬の比率の中央値は、和解額が5億ドル以上の事案を除くと、24.5%ないし30%である¹⁸¹⁾。

2 証券クラス・アクションにおける主任原告の属性

機関投資家が証券クラス・アクションにおける主任原告となることを促進する私的証券訴訟改革法における主任原告条項の効果により、機関投資家が主任原告となることが増加した¹⁸²⁾。すなわち、1995年の同法の制定後である2004年ないし2012年においては、個人投資家よりも機関投資家が主任原告に選任され

178) JANEEN MCLNTOSH & SVETLANA STARYKH, NAT'L ECON. RESEARCH ASSOCS., RECENT TRENDS IN SECURITIES CLASS ACTION LITIGATION: 2021 FULL-YEAR REVIEW 18 fig.18(2022), available at https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2022/PUB_2021_Full-Year_Trends_012022.pdf. 2021年における和解額の平均は2,100万ドルであり、2012年以降において最も低額である。Id.

179) Id. at 20 fig.20. 2021年における和解額の中央値は800万ドルである。Id.

180) Id. at 24 fig.22. 2021年における投資者の損害額の中央値は7億3,100万ドルであり、投資者の損害額に対する和解額の比率の中央値は1.8%である。Id. なお、同調査書における投資者の損害額の意味については、id. at 22を参照。

181) Id. at 27 fig.25. 当該期間における和解額に対する原告側の弁護士報酬の比率の中央値は、和解額が5億ドル以上10億ドル未満の事案においては17%であり、和解額が10億ドル以上の事案においては9.8%である。なお、以上の弁護士報酬の比率は、1996年ないし2011年におけるものとほとんど変わらない。また、以上の弁護士報酬の比率の調査の対象に、合併に関する事案、および、クラスに対する和解額が0ドルである事案は含まれていない。Id.

182) この点については、拙稿「不実開示責任の追及における機関投資家および個人投資家の役割(2・完)ーアメリカ私的証券訴訟改革法における主任原告条項(Lead Plaintiff Provisions)の構造ー」早稲田法学会誌72巻1号58-59頁(2021)を参照。

また、私的証券訴訟改革法における主任原告条項の内容については、本章第1節第2款3(2)、拙稿・前掲注(125)169-174頁を参照。

ることが一般に多く¹⁸³⁾、2002年ないし2007年中盤に提起された証券クラス・アクションを対象とした実態調査によれば、その58.9%において最低1名の機関投資家が主任原告に選任されている¹⁸⁴⁾。そして、近年の実態調査によれば、機関投資家は、被告である会社の資産、および、クラスが被った損害が高額である大規模な事案において主任原告に選任されることが多い¹⁸⁵⁾。また、機関投資家のうち公的年金基金が主任原告に選任されることが最も多く、2021年に和解

183) CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION FILINGS 2019 YEAR IN REVIEW 18 (2020), *available at* <https://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2019/Cornerstone-Research-Securities-Class-Action-Filings-2019-YIR.pdf> [hereinafter CORNERSTONE 2019 FILINGS] (ただし、この実態調査によれば、1997年ないし2003年においては、機関投資家よりも個人投資家が主任原告に選任されることが多かった〔この点、機関投資家は、主任原告条項の制定後に、自身が主任原告となることにより受ける法的および経済的な影響を検討する必要があったため、同条項に対して緩やかに対応していったという同条項の考案者の1人であるWeissによる分析がある(拙稿・前掲注(182)58頁参照)〕)。なお、以下でも引用するこの実態調査の対象に、M&Aに関する証券クラス・アクションは含まれていない)。

184) Stephen J. Choi et al., *The Price of Pay to Play in Securities Class Actions*, 8 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 650, 656, 659-60 tbl.3 (2011).

また、Lynn A. Baker et al., *Is the Price Right? An Empirical Study of Fee-Setting in Securities Class Actions*, 115 COLUM. L. REV. 1371, 1391 (2015)によれば、調査対象とされた証券クラス・アクションの71%において主任原告への選任を求める申立てが複数あり、1事案につき平均3.22件の申立てがなされている。

185) James D. Cox et al., *There Are Plaintiffs and ... There Are Plaintiffs: An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements*, 61 VAND. L. REV. 355, 373 tbl.4, 374 tbl.5 (2008). また、2021年の事案を対象とした実態調査においても、機関投資家は損害等が高額である大規模な事案に一般に関与していると指摘されている。CORNERSTONE RESEARCH, SECURITIES CLASS ACTION SETTLEMENTS 2021 REVIEW AND ANALYSIS 12 (2022), *available at* <https://www.cornerstone.com/wp-content/uploads/2022/03/Securities-Class-Action-Settlements-2021-Review-and-Analysis.pdf> [hereinafter CORNERSTONE 2021 SETTLEMENTS] (なお、この実態調査によれば、過去5年間に於いて、Robbins Geller Rudman & Dowd LLP、および、Bernstein Litowitz Berger & Grossman LLPの双方、または、いずれかが主任弁護士に選任され和解が成立した事案の86%において、機関投資家が主任原告に選任されている)。

(38) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

が成立し、機関投資家が関与した事案の約76%において公的年金基金が主任原告に選任されている¹⁸⁶⁾。これに対して、2007年ないし2018年における和解額が1,000万ドルを超えた事案の中に、Big Threeと呼ばれるインデックス・ファンドの運用者(BlackRock, Vanguard およびSSGA)のいずれかが主任原告として訴訟を進行した事案は1つもないとされる¹⁸⁷⁾。

他の機関投資家と比較して年金基金が主任原告に選任されることが多い原因はつぎの点にあると分析されている。すなわち、ミューチュアル・ファンド等の金融機関は、金融サービスおよび金融商品の売り手である。そして、そのような金融機関の顧客には証券クラス・アクションの対象となる会社等が含まれるため、当該金融機関がその顧客を対象とした証券クラス・アクションにおいて主任原告となる場合には、顧客との間の取引関係が脅かされる。このことから、ミューチュアル・ファンド等が有する取引上の利害関係を有していないで

186) CORNERSTONE 2021 SETTLEMENTS, *supra* note 185, at 12.

187) Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2113-14 (2019). この原因については、本章第3節第1款2(2)を参照。また、Big Threeについては、第1章第2節第1款1を参照。

あろう年金基金が主任原告に選任される可能性が最も高い¹⁸⁸⁾。

ただし、2013年ないし2019年には、証券クラス・アクション全体としては、機関投資家よりも個人投資家が主任原告に選任されることが多い。すなわち、当該期間においては、調査対象とされた証券クラス・アクションのおおよそ50%ないし60%強において個人投資家のみが主任原告に選任されており、おおよそ30%ないし40%強において機関投資家のみが主任原告に選任されている。そして、例年そのおおよそ10%弱において機関投資家および個人投資家の双方が主任原告に選任されている¹⁸⁹⁾。また、2000年代中盤までの状況を調査した実態調査によれば、1995年の私的証券訴訟改革法の制定後における和解額が300万ドル以下の相対的に小規模な証券クラス・アクションでは、単独の個人投資家または個人投資家のグループが主任原告に選任される割合が高い¹⁹⁰⁾。

主任原告条項は機関投資家が主任原告となることを促進しているにもかかわらず、個人投資家が主任原告に選任される割合が近年増加している原因は、主任原告条項の文言、および、原告側のロー・ファームの活動にある。すなわち、

188) James D. Cox & Randall S. Thomas, *Does the Plaintiff Matter? An Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions*, 106 COLUM. L. REV. 1587, 1609-10 (2006) (なお、CoxおよびThomasは、年金基金と対比する金融機関として、ミューチュアル・ファンドのほかに、銀行および保険会社〔insurance companies〕を挙げている)。また、Choiらも、ミューチュアル・ファンドが主任原告として証券クラス・アクションに参加しない原因として、主要なミューチュアル・ファンドにおける重要な事業の1つは、上場会社の退職勘定 (retirement accounts) の管理に関するものであり、当該サービスに関する報酬は、訴訟による回復とは異なり、ファンドの運用者に直接に支払われることから、ファンドの運用者は、訴訟への積極的な関与がそのような事業の妨げとなることを懸念している可能性があるという点を挙げている。Stephen J. Choi et al., *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act*, 83 WASH. U. L. Q. 869, 880-81 (2005)。

なお、年金基金以外の機関投資家が主任原告となることが少ない原因の詳細については、本章第3節第1款2(2)を参照。

189) CORNERSTONE 2019 FILINGS, *supra* note 183, at 18 fig.17.

190) Cox et al., *supra* note 185 at 380-81.

(40) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

主任原告条項は、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係(financial interest)を有する「者またはグループ(person or group of persons)」が主任原告として推定されると定めていることから¹⁹¹⁾、裁判所は、同条項における「グループ」という文言を根拠として、複数の投資者により構成されるグループを主任原告(いわゆる主任原告グループ[lead plaintiff group])として選任することができる¹⁹²⁾。そこで、原告側のロー・ファームは、主任原告として申し立てるグループの一員となる投資者を勧誘し、その損害を合算することにより、自らが代理するグループが主任原告に選任されるように活動している¹⁹³⁾。ただし、投資者のグループが主任原告に選任されることを認める主任原告条項の規定は、①同一の運用者により運用されるファンドがグループとして主任原告に選任されるようにすること、および、②相互に無関係な(unrelated)機関投資家に主任原告に選任されるための競争を強くないことを意図して定められたものであるため、弁護士の勧誘により個人投資家のグループが主任原告に選任されることが増えるという現象は、連邦議会および主任原告条項の考案者が想定して

191) 15 U.S.C. §§ 77z-1(a)(3)(B)(iii)(I), 78u-4(a)(3)(B)(iii)(I). この点については、本章第1節第2款3(2)、拙稿・前掲注(125)171-172頁を参照。

192) See Jill E. Fisch, *Aggregation, Auctions, and other Developments in the Selection of Lead Counsel under the PSLRA*, 64 LAW & CONTEMP. PROBS. 53, 65 (2001). 主任原告グループの選任に対する裁判所の立場については、拙稿・前掲注(182)60-62頁を参照。

193) CORNERSTONE 2019 FILINGS, *supra* note 183, at 18; STEINBERG ET AL., *supra* note 105, at 631; Choi et al., *supra* note 126, at 279; 拙稿・前掲注(182)59-62頁参照。

ロー・ファームは、そのような勧誘を通じて、上場会社の株価の急激な変動を引き起こすニュースの公表のわずか数日または数時間後に証券クラス・アクションを提起しており、その結果として、主任原告条項により阻止しようとした「裁判所への競争」という現象が継続していると指摘されている(拙稿・前掲注(182)60-62頁参照)。また、自らが主任弁護士に選任されるようにロー・ファームがとっている近時の戦略について、Choi et al., *supra* note 126を参照。

いなかった現象である¹⁹⁴⁾。

第3節 機関投資家および個人投資家の役割および限界

第1款 機関投資家の役割および限界

1 機関投資家の役割

機関投資家は、以下の2でみる限界も指摘されている一方で、大規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて、それぞれ取締役等の信義義務違反、および、発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及する傾向にある¹⁹⁵⁾。そして、特に証券クラス・アクションに関しては、①訴訟を実際に主導する者は主任弁護士であること、②その多くは和解により終結すること、③弁護士報酬が高額であること、および、④和解において主任弁護士とクラス構

194) この点、主任原告条項の考案者の1人である Weiss は、自身、もう一人の考案者である Beckerman および連邦議会は同条項における「グループ」という文言が正確な意味を有していないということに気付くべきであったと省みている。以上の詳細については、拙稿・前掲注(182)60-62頁を参照。

195) 本章第2節第1款2, 3および5, ならびに、第2款2参照。

ただし、つぎに述べるように、訴訟の提起および追行を主導する者は一般に弁護士である。この点、弁護士は、機関投資家との長期的な関係の維持を通じて原告となる顧客を見つけ、成功報酬契約を締結して株主訴訟を提起するとされる。Sean J. Griffith, *Correcting Corporate Benefit: How to Fix Shareholder Litigation by Shifting the Doctrine on Fees*, 56 B.C. L. REV. 1, 6 (2015) .

(42) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

成員との間で利益相反が生じうることを前提に¹⁹⁶⁾、和解の条件および弁護士報酬についての交渉を通じた主任弁護士の監督という機関投資家（主として年金基金）の役割が一般に肯定的に（すなわち、機関投資家が主任原告であることと和解額の増加および弁護士報酬の削減との間に少なくとも相関関係はあると）評価されている¹⁹⁷⁾。

具体的には、機関投資家が主任原告に選任された事案においては、より高額な和解額により和解が成立している。すなわち、この点に関するCoxらによる近年の実態調査によれば、証券クラス・アクションにおける和解額の中央値は、公的年金基金が主任原告に選任された場合に約2,000万ドル、労働組合金基

196) この点、近年の証券クラス・アクションの46%は和解により終結している（その43%は却下されている）こと、および、例外的な事案を除くと近年の和解額の中央値は600万ドルないし1,300万ドルであり、和解額に対する弁護士報酬の比率の中央値は24.5%ないし30%であることについて、本章第2節第2款1を参照（なお、証券クラス・アクションにおける弁護士報酬の原資は一般に和解金であることについて、Stephen J. Choi et al., *Working Hard or Making Work? Plaintiff's Attorney Fees in Securities Fraud Class Actions*, 17 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 438, 438-39 (2020)；浅香吉幹「アメリカ弁護士のクラス・アクション戦略」東京大学法科大学院ローレビュー3号137頁(2008)を参照）。

また、和解額の増加に応じて弁護士報酬の割合は逡減すること、および、訴訟が継続すると弁護士が自ら支出する費用が増加すること等により、弁護士が自らの利益のために訴訟を和解により終結させ、弁護士とクラス構成員との間で利益相反が生じうることについて、Ralph K. Winter, *Paying Lawyers, Empowering Prosecutors, and Protecting Managers: Raising the Cost of Capital in America*, 42 DUKE L.J. 945, 950-51 (1993)；藤林・前掲注(104)1926-1927頁を参照。

197) 拙稿・前掲注(182)58-59頁(主任原告条項の考案者の1人であるWeissによる評価の紹介)；Choi et al., *supra* note 126, at 282(Choiらは、2022年の論稿において、主任原告条項の効果に関する研究は、機関投資家が主任原告であることと和解額の増加および弁護士報酬の削減との間に相関関係があることを示しているとして、この点に関する近年の研究を紹介している。そのうえで、Choiらは、その程度を述べることは困難であるが、全体として、主任原告条項は証券クラス・アクションにおけるエージェンシー費用を削減していると思われると評価している)参照。また、主任原告条項の効果に関する研究の紹介およびその評価については、Choi et al., *supra* note 196, at 441も参照。

金が主任原告に選任された場合に約2,100万ドル、その他の機関投資家が主任原告に選任された場合に約1,800万ドルである¹⁹⁸⁾。これに対して、単独の個人投資家が主任原告に選任された場合における和解額の中央値は350万ドルであり、個人投資家のグループが主任原告に選任された場合における和解額の中央値は約450万ドルである¹⁹⁹⁾。そのため、和解額の中央値を基準とすると、機関投資家が主任原告に選任された事案においては、個人投資家が主任原告に選任された事案よりもおおよそ4倍以上の和解額により和解が成立している²⁰⁰⁾。

また、公的年金基金が主任原告に選任された事案においては、弁護士報酬が低額となる傾向にある。すなわち、この点に関するBakerらによる近年の実態調査によれば、主任原告は、弁護士から要求された弁護士報酬の妥当性を、弁護士の活動および達成された結果にもとづき事後的に評価することが多いのに

198) Cox et al., *supra* note 185, at 371 tbl.2. また、各機関投資家が主任原告に選任された場合における和解額の平均は、公的年金基金が主任原告に選任された場合に約1億8,000万ドル、労働組合金基金が主任原告に選任された場合に約4,000万ドル、その他の機関投資家が主任原告に選任された場合に約7,600万ドルである。*Id.*

公的年金基金が主任原告に選任された場合に和解額が高額になる傾向にあるという調査結果は、2012年ないし2021年の状況を調査したCORNERSTONE 2021 SETTLEMENTS, *supra* note 185, at 12 fig.11においても提示されている。また、この点については、*id.* at 15も参照。

199) Cox et al., *supra* note 185, at 371 tbl.2. また、単独の個人投資家が主任原告に選任された場合における和解額の平均は約600万ドルであり、個人投資家のグループが主任原告に選任された場合における和解額の平均は約1,000万ドルである。*Id.*

200) Coxらは、調査結果にもとづき、機関投資家の主任原告としての役割を肯定的に評価している。*See id.* at 385-86. ただし、Coxらは、機関投資家は、被告である会社の資産、および、クラス構成員が被った損害(estimated provable losses)が高額である大規模な事案において主任原告に選任される傾向にそもそもあるということも明らかにしている。*See id.* at 373 tbl.4, 374 tbl.5 (機関投資家が主任原告に選任された事案の特徴の詳細については、*id.* at 370-75を参照)。

なお、Coxらは、循環問題(“circularity” problem)をめぐる議論があるが、和解による受益者は、ほとんど常に、より高額な和解金を好むであろうと述べている。*Id.* at 370. 循環問題については、湯原・前掲注(71)380-383頁を参照。

(44) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

対して²⁰¹⁾、公的年金基金が主任原告である場合には、公的年金基金以外が主任原告である場合と比較して、弁護士報酬について事前に契約されていることが多い²⁰²⁾。そして、公的年金基金が主任原告に選任された事案においては、弁護士報酬の要求額が、当該報酬について事前に契約されていなかった事案と比較して平均約260万ドル低額である²⁰³⁾。ただし、Bakerらは、調査結果は、弁護士報酬について事前に契約されていること、公的年金基金が主任原告であること、および、裁判官の経験(Bakerらの分析によれば、証券クラス・アクションが多く提起される地区における経験豊富な裁判官は、当該訴訟が提起されること

201) See Baker et al., *supra* note 184, at 1390-91, 1394. また、多くの事案において、裁判所は、弁護士報酬についての取決めがあるのかを主任原告および主任弁護士の選任において重視していないと考えられるとされる(その原因は、私的証券訴訟改革法における主任原告条項が、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係〔financial interest〕を有する者またはグループが主任原告として推定される旨について明示的に規定している点にあると推測されている)。*Id.* at 1392.

202) 当該実態調査によれば、公的年金基金が主任原告に選任された事案の27.7%において、また、その他の者が主任原告に選任された事案の13.07%において、主任原告に選任された者が、事前に弁護士報酬について契約していたことが、訴訟記録から明らかであるとされる。*Id.* at 1393-94. また、複数の原告側の弁護士に対する非公式なインタビューによると、彼らの経験上、公的年金基金が原告である事実上すべての事案において、弁護士報酬に関して何らかの形式で事前に契約がなされているとされる。*Id.* at 1394. この点、主任原告条項の考案者である Weiss および Beckerman は、彼らが提唱した同条項の基となった主任原告の選任手続きにより、機関投資家が、証券クラス・アクションの開始前に弁護士と弁護士報酬について交渉するようになることを期待していたことについて、拙稿・前掲注(125)180頁を参照。

203) Baker et al., *supra* note 184, at 1407 (なお、公的年金基金が主任原告に選任された事案における弁護士報酬の要求額の平均は、和解額の平均の24.8%である)。この点、公的年金基金以外の機関投資家が主任原告に選任された場合には、弁護士報酬の要求額が低額となるという傾向はみられないとされる。*Id.*

なお、弁護士報酬について事前に契約されていない場合における弁護士報酬の要求額の平均は、1,556万ドル(和解額の平均の29.8%)であり、事前に契約されていた場合における弁護士報酬の要求額の平均は、1,242万ドル(和解額の平均の23.8%)である。*Id.*

が少ない地区における経験が相対的に乏しい裁判官よりも、より低額な弁護士報酬を裁定することが多いことが示唆されている)が、弁護士報酬の削減と関連していることを示している一方で、調査結果が真に示唆していることは、それらは全体のうちの小さな一部の傾向のみを示しているにすぎないということであると評価している²⁰⁴⁾。

2 機関投資家の限界

(1) 株主代表訴訟における限界

機関投資家は、企業統治の改革を内容とする弁護士が報酬を得るための表面的な和解が弁護士の主導の下で行われることを防止することができていないと批判されている²⁰⁵⁾。この原因は、証券クラス・アクションとは異なり、株主代表訴訟による損害の回復は会社にもたらされ株主は間接にその恩恵を受けるにすぎないことから、機関投資家にとって弁護士を監督することに十分な経済的な利益がないことにある²⁰⁶⁾。

(2) 証券クラス・アクションにおける限界

証券クラス・アクションにおける機関投資家の限界として、以下の3つが挙げられる。

204) *Id.* at 1421 (裁判官の経験と弁護士報酬の裁定額との関係については、*id.* at 1419-20を参照。また、裁判官は、クラス・アクションにおける弁護士報酬を裁定することができることについては、本章第1節第2款3(1)を参照)。

205) Erickson, *supra* note 95, at 1823-25. この点、近年の実態調査によれば、連邦地方裁判所に提起された上場会社における株主代表訴訟の約65%は却下されるか、または、取り下げられており、その約30%は和解により終結していること、および、和解の多くは企業統治の改革を内容とするものであることについて、本章第2節第1款2を参照。

206) *See* Erickson, *supra* note 142, at 1139 (この点は、株主代表訴訟一般の問題として指摘されている)。

(46) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

第1に、機関投資家は、相対的に小規模な証券クラス・アクションにおいて主任原告となることが少ない。すなわち、近年の実態調査によれば、和解額が300万ドル以下の事案においては、機関投資家よりも単独の個人投資家または個人投資家のグループが主任原告に選任されることが多い²⁰⁷⁾。

第2に、機関投資家が主任原告に選任されると、証券詐欺の発覚後に株式を売却した元株主との間でつぎのような利益相反が生じると批判されている。すなわち、機関投資家は証券詐欺の発覚後も多くの株式を継続的に保有していることとの兼ね合いから、すでに株式を売却した元株主と異なり損害の回復額を最大化するインセンティブを必ずしも有していない²⁰⁸⁾。また、機関投資家が企業統治の改革を条件として損害の回復額を減少させる場合には、機関投資家を含む現在および将来の株主はその恩恵を受けることができるが、すでに株式を売却した元株主はその恩恵を受けることができない²⁰⁹⁾。

第3に、年金基金（特に公的年金基金）以外の機関投資家は、主任原告となることが少ない。すなわち、本章第2節第2款2において述べたように、ミューチュアル・ファンド等の金融機関は、金融サービスおよび金融商品の売り手であり²¹⁰⁾、その顧客には証券クラス・アクションの対象となる会社等が含まれる。そのため、ミューチュアル・ファンド等の金融機関は、その顧客との間の取引関係が脅かされる危険性から、証券クラス・アクションにおける主任原告となるインセンティブに乏しく、主任原告に選任されることが少ない。

207) 本章第2節第2款2参照。

208) なお、この点について、近年の証券クラス・アクションにおける投資者の損害額に対する和解額の比率の中央値は、1.5%ないし2.5%であることについて、本章第2節第2款1を参照。

209) さらに、企業統治の改革を条件として損害の回復額が減少される場合には、証券クラス・アクションが有する証券詐欺の抑止効果が損われる可能性がある。以上の批判については、拙稿・前掲注(182)67-68頁を参照。

210) この点については、前掲注(41)および(188)も参照。

ミューチュアル・ファンドが主任原告として証券クラス・アクションに参加しないその他の原因としては、ファンドにおけるつぎのようなエージェンシー問題が挙げられている。すなわち、訴訟に関するミューチュアル・ファンドの意思決定は、他のファンドおよび市場のベンチマークとの比較によるファンドの業績にもとづき評価されるファンドの運用者によりなされるところ、訴訟により得た回復は、ファンドの運用者に対してではなく、ファンドの受益者にもたらされる。また、ファンドの取引と訴訟の終結との間の時間差により、訴訟を通じた損害の回復が、ファンドの業績に完全に反映されない可能性がある。そして、ファンドが主任原告として訴訟に参加すると、大衆の関心が当該ファンドは証券詐欺の被害者であったという事実に寄せられることとなり、このことは、ファンドの運用者の専門性〔に対する信頼〕に悪影響を及ぼしうる²¹¹⁾。ほかに、ミューチュアル・ファンドをはじめとした民間の機関投資家が主任原告として証券クラス・アクションに参加しない原因としては、①主任原告となり訴訟を監督することには費用がかかり、訴訟に参加しなければ他の営利活動に従事することができるファンドの雇用者の時間を奪うこと、②機関投資家はディスカバリー (discovery)²¹²⁾により、投資に関する情報を意に反して明らかにさせられる可能性があること、および、③主任原告とならなかったファンドの運用者は費用をかけることなく、主任原告によりもたらされた損害の回復にフリー・ライドしてることが挙げられている²¹³⁾。

また、本章第2節第2款2において述べたように、2007年ないし2018年における和解額が1,000万ドルを超えた事案の中に、Big Threeと呼ばれるインデックス・ファンドの運用者 (BlackRock, Vanguard およびSSGA) のいずれかが主任原告として訴訟を進行した事案は1つもないとされるが、この原因はつ

211) Choi et al., *supra* note 188, at 880-81.

212) ディスカバリーについては、浅香・前掲注(103)81頁以下を参照。

213) Choi & Thompson, *supra* note 134, at 1504-05.

(48) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

ぎの点から説明することができるかと分析されている。すなわち、主任原告として訴訟を進行することによりインデックス・ファンドのポートフォリオの価値が増加し、それを費用対効果の面から正当化することができるとしても、そのことがファンドの運用者自身の利益になるとは限らない。また、Big Threeは、確定拠出型年金プランの管理を通じて他社の経営者と取引関係にあり大きな収益を得ていること等により、主任原告として投資先会社の経営者に対して強硬な立場をとることを避けている²¹⁴⁾。

第2款 個人投資家の役割および限界

1 個人投資家の役割

個人投資家は、以下の2で述べるようにその限界は大きいですが、機関投資家が原告となることが少ない小規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて原告となり、弁護士の主導により、それぞれ取締役等の信認義務違反、および、発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及することを可能にするという役割を果たす傾向にある²¹⁵⁾。

214) Bebcuk & Hirst, *supra* note 187, at 2115. Big Threeを含むインデックス・ファンドの運用者が投資先会社の経営者に対して強硬な立場をとらない原因の詳細については、*id.* at 2059-71を参照。

なお、ほかにも、証券クラス・アクションにおいて、公的年金基金以外の機関投資家が主任原告に選任された場合には、弁護士報酬の要求額が低額となるという傾向はみられないとする研究があることについて、前掲注(203)およびこれに対応する本文を参照。

215) 本章第2節第1款3および5、ならびに、第2款2（個人投資家は機関投資家が原告となることが少ない小規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて原告となる傾向にあることを示す実態調査）、Griffith, *supra* note 195, at 6（弁護士は、個人投資家への積極的な勧誘を通じて原告となる顧客を見つけ、成功報酬契約を締結して株主訴訟を提起するとされる。この点については、拙稿・前掲注(182)59-62頁も参照）を参照。

2 個人投資家の限界

しかし、個人投資家には、和解の条件および弁護士報酬についての交渉を通じて弁護士を監督するインセンティブおよび能力に一般に乏しいという限界がある²¹⁶⁾。

第4節 小括

株主訴訟における機関投資家および個人投資家の役割、ならびに、その州会社法および連邦証券諸法上の要因は、本章で検討したアメリカにおける研究にもとづき分析すると、以下のようになれる。

機関投資家は、大規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて、それぞれ取締役等の信託義務違反、および、発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及する傾向にある（ただし、近年はデラウェア州衡平法裁判所よりも株主代表訴訟が提起されることが多いとされる連邦地方裁判所に提起された上場会社における株主代表訴訟の主張内容は、証券クラス・アクションにおけるものと類似していることが多い）。そして、機関投資家（主として年金基金）は、特に証券クラス・アクションにおいて、①訴訟を実際に主導する者は主任弁護士であること、②その多くは和解により終結すること、③弁護士報酬が高額であること、および、④和解において主任弁護士とクラス構成員との間で利益相反が生じうることを前提に、主任弁護士による訴訟の追行を監督するという役割を果たす傾向にある。すなわち、年金基金（特に公的年金基金）は、クラスを代理する主任弁護士を選任して雇用する主任原告として、主任弁

216) Griffith, *supra* note 195, at 7(citing ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 389-94 (1986)); 本節第1款1参照。この点、専門的原告のうち、繰り返し原告となる者(repeat plaintiffs)の問題について、本章第2節第1款3を参照(ただし、繰り返し原告となる者のすべてが訴訟に積極的に関与していないとは限らないことが指摘されている。See Erickson, *supra* note 157, at 1107 & n.108)。

(50) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

護士による訴訟の追行を、和解の条件および弁護士報酬についての交渉を通じて監督するという役割を果たす傾向にある²¹⁷⁾。

これに対して、株主代表訴訟において、機関投資家には、企業統治の改革を内容とする弁護士が報酬を得るための表面的な和解を防止することができていないという限界がある²¹⁸⁾。また、証券クラス・アクションにおいて、機関投資家には、①小規模な事案において主任原告となることが少ないという限界、および、②主任原告に選任されると、証券詐欺の発覚後に株式を売却した元株主との間で利益相反（機関投資家は証券詐欺の発覚後も多くの株式を継続的に保有していることとの兼ね合いから、すでに株式を売却した元株主と異なり損害の回復額を最大化するインセンティブを必ずしも有していないという問題等）を生じさせようという限界があるほか、③年金基金（特に公的年金基金）以外の機関投資家は、投資先会社との間に取引上の利害関係を有していること等により、主任原告となることが少ないという限界がある²¹⁹⁾。

他方で、個人投資家は、機関投資家が原告となることが少ない小規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて原告となり、弁護士の主導により、それぞれ取締役等の信認義務違反、および、発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及することを可能にするという役割を果たす傾向にある²²⁰⁾。しかし、個人投資家には、和解の条件および弁護士報酬についての交渉を通じて弁護士を監督するインセンティブおよび能力に一般に乏しいという限界がある²²¹⁾。

以上のように、機関投資家が、その限界も指摘されている一方で、特に大規

217) 本章第3節第1款1参照。

218) 本章第3節第1款2(1)参照。

219) 本章第3節第1款2(2)参照。

220) 本章第3節第2款1参照。

221) 本章第3節第2款2参照。

模な証券クラス・アクションにおいて主任弁護士の監督という役割を果たす傾向にある連邦証券諸法上の要因は、私的証券訴訟改革法における主任原告条項が、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係（financial interest）を有する機関投資家が主任原告として主任弁護士を監督するように促していることにある²²²⁾。

そして、個人投資家が、その限界も指摘されている一方で、小規模な株主代表訴訟および証券クラス・アクションにおいて原告となり、弁護士の主導により、それぞれ取締役等の信認義務違反、および、発行会社等の不実開示にもとづく民事責任を追及することを可能にするという役割を果たす傾向にある州会社法および連邦証券諸法上の要因は、それぞれ、①州会社法の多くが株主の権利行使における持株要件を規定せず小株主の権利を保障していること、および、②主任原告条項がクラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する「者またはグループ（person or group of persons）」が主任原告として推定されると定めていることにある。

すなわち、会社が持株要件を満たしていない原告に対して訴訟費用の担保の提供を要求することを認めるとする若干の州会社法にはおかれている担保提供制度は、小株主による株主代表訴訟の提起を妨げると批判され、デラウェア州一般会社法をはじめとした多くの州会社法において採用されることはなかったため、多くの州会社法において小株主の株主代表訴訟提起権は保障されている²²³⁾。また、近年の実態調査によれば、デラウェア州一般会社法220条にもとづく株主閲覧権は、株主代表訴訟のための証拠集めの手段として活用されているところ、同法をはじめとした多くの州会社法において株主閲覧権の行使要件として持株要件は定められておらず、小株主の権利が保障されている²²⁴⁾。そして、

222) 本章第1節第2款3(2)および第2節第2款2参照。

223) 本章第1節第1款2参照。

224) 本章第1節第1款4および第2節第1款4参照。

(52) 企業統治における機関投資家および個人投資家の役割(2)

機関投資家が証券クラス・アクションにおける主任原告となることを促進する私的証券訴訟改革法が1995年に制定されたことより、従来は証券クラス・アクションを提起していた専門的原告 (professional plaintiffs) と呼ばれる個人株主が、州法にもとづく株主代表訴訟へと活動の場を移し、機関投資家が関与しようとしな小規模な株主代表訴訟を提起するという現象が生じている²²⁵⁾。

また、主任原告条項が、クラスによる請求について最も大きな経済的な利害関係を有する「者またはグループ」が主任原告として推定されると定めていることにより、ロー・ファームは、複数の投資者の損害を合算することによって自らが代理するグループが主任原告に選任されるように活動し、その結果として、個人投資家のグループが主任原告に選任されることが増加している。ただし、これは、機関投資家が主任原告となることを促進することを意図していた連邦議会および主任原告条項の考案者が想定していなかった現象である²²⁶⁾。

225) 本章第2節第1款2および3、ならびに、第2款2参照。

226) 本章第1節第2款3(2)および第2節第2款2参照。