

# 投資家被害救済のための SECの公正基金

論

説

石田 眞 得

はじめに

1. 米国の規制の概要
2. 公正基金制度の内容
3. 公正基金の利用実態
4. 公正基金の意義と課題
5. 公正基金は私的訴訟の代替手段となるか?—むすびにかえて—

は じ め に

証券取引にかかる損害賠償請求訴訟の主な目的は、違法行為によって被害を受けた投資家はその損害を回復するところにある。投資家の被害回復が十分に行われず、泣き寝入りせざるを得ないケースが増加するならば、投資家の証券市場への信頼は損なわれ、ひいては証券市場の健全な発展が妨げられることにもなりかねない。

我が国では、平成16年の証券取引法改正により、課徴金制度が導入された。その後、漸次、課徴金納付命令の対象となる違反行為の範囲が拡大されている。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>(1)</sup>違反者が支払う課徴金は国庫に納付されると規定されている（金融商品取引法172条～175条の2「……課徴金を国庫に納付

することを命じ……)】。

米国では、2002年サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002. 以下、「SOX 法」という) 308条 (15 U.S.C. § 7246) に基づき、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission. 以下、「SEC」という) は、連邦証券諸法等の違反者から支払われる利得の吐出金 (disgorgement) または民事制裁金 (civil penalty) を、国庫に納める選択をせず、違反事件ごとに公正基金 (Federal Account for Investor Restitution (“Fair”) Funds) を設定して、違反行為により被害を受けた投資家に対し、公正基金から被害救済資金の分配をすることができる仕組みが導入されて<sup>(3)</sup>いる。

一方、我が国では、上に述べたように、違反者から納付された課徴金を基金にして、これを投資家の被害回復のために利用することは制度上でできないと解される。<sup>(4)</sup>この点、学説では、一定の金銭的負担による違反行為の

---

\*本稿は、2016年4月22日開催の日本取引所グループ金融商品取引法研究会における報告・討議をもとに、その内容を加筆・修正したものである。貴重な御意見をいただいた先生方にこの場を借りて御礼申し上げる。

(1) 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。

(2) 本稿では、1933年証券法を「1933年法」、1934年証券取引所法を「1934年法」として、それぞれ略記する。

(3) SOX 法308条の制定に伴い、1933年法および1934年法のほか、1940年投資会社法42条 e 項(3)(A)および1940年投資顧問法209条 e 項(3)(A)においても民事制裁金を公正基金に組み入れることを認める旨の改正がなされているが、本稿では、1933年法および1934年法の規定を主に取り上げることとする。

(4) 我が国で金融商品取引法以外に目を転じれば、「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」および「犯罪被害財産等による被害回復給付金の支給に関する法律」において、刑事裁判を通じて犯人から没収・追徴した財産等を被害回復給付金として被害者に給付する被害回復給

抑止が課徴金の目的であるならば、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抑止目的は達成されるはずであると主張する見解がある。<sup>(5)</sup>立法論として、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投資家の救済のために利用すべきであると主張する見解、またはそのような制度の可能性を示唆する見解が少なくない状況である。<sup>(6)</sup>

本稿は、私的訴訟以外の方法による投資家の被害救済制度の研究として、米国における公正基金に焦点を当て、その制度の内容や運用状況を概観するとともに、制度発足から約15年間の運用を経てみえてきた意義や課題を明らかにすることを目的とする。

---

付金制度や、「不当景品類及び不当表示防止法」において、被害を受けた消費者に返金措置を実施した事業者に対して課徴金の額の減額等をする制度（同法10条、11条）など、違法収益を被害回復に充てることを可能とする立法がなされている。黒沼悦郎「投資者保護のための法執行」商事法務1907号（2010）46頁、上嶋一高「開示制度に関する金商法のエンフォース手段のあり方」山田泰弘＝伊東研祐編『会社法罰則の検証－会社法と刑事法のクロスオーバー』（日本評論社、2015）83-85頁。

(5) 黒沼・前掲注(4)47頁。

(6) 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』（商事法務、2005）306頁、証券取引法研究会編『商法・証券取引法の諸問題シリーズ平成16年の証券取引法等の改正』別冊商事法務290号（2005）121頁〔芳賀良発言〕、黒沼悦郎「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）93-94頁、川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同志社法学61巻2号（2009）282頁、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）455-456頁〔山下友信〕、黒沼・前掲注(4)45頁等。

## 1. 米国の規制の概要

米国では、SECのエンフォースメント手段のうち、違反者に対し金銭的賦課を行うものとして、利得吐出しおよび民事制裁金がある。

### (1) 利得の吐出し

利得吐出しは、被害者の損害回復に狙いがあるものではなく、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、これを剥奪することで違反行為の抑止を図るものとして位置づけられている。<sup>(7)</sup> SECは、裁判手続きまたは行政手続きのいずれかの方法を用いて、利得の吐出しを求めることができる。

裁判所として初めて、エクイタブル上の権限により、差止命令 (injunction) の付随的命 (ancillary relief) の一つとしてSECの利得吐出し請求を認めた判決が、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 312 F. Supp. 77, 89, 91-94 (S.D.N.Y. 1970), 446 F. 2d 1301, 1307-08 (2d Cir.), cert. denied, 404 U.S. 1005 (1971) であるとされる。<sup>(8)</sup> 同判決以降、このような救済を認める裁判所の判断が定着しているといわれる。<sup>(9)</sup> 裁判所は、吐出金の額の修正や吐出

---

(7) SEC v. Commonwealth Chem. Secs., Inc., 574 F.2d 90, 102 (2d Cir. 1978); SEC v. Blavin, 760 F.2d 706, 713 (6th Cir. 1985); SEC v. Cavanagh, 445 F.3d 105, 117 (2d Cir. 2006). SECも同様の考え方を示している。SEC, Report Pursuant to Section 308 (c) of The Sarbanes Oxley Act of 2002, 2-3 (2003).

(8) James R. Farrand, Ancillary Remedies in SEC Civil Enforcement Suits, 89 Harv. L. Rev. 1779, 1800-01 (1976); John D. Ellsworth, Disgorgement in Securities Fraud Actions Brought by the SEC, 1977 Duke L.J. 641 (1977).

(9) Senate Report No. 101-337 (101st Cong., 2nd Sess. 1990), 1990 WL 263550 [Leg. Hist.], 7 (1990); Barbara Black, Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?, 63 Bus. Law. 317, 321 (2008).

金を受け取るべき者の決定に幅広い裁量権を有する。<sup>(10)</sup>

SECが、インサイダー取引や出資金商法(Ponzi scheme)<sup>(11)</sup>のような悪質な詐欺的行為に対し利得の吐出命令を積極的に利用するようになったのは、「1990年証券執行救済およびペニーストック改革法(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)」(以下、「1990年改革法」という)において、明文規定(1933年法8A条e項, 1934年法21B条e項・21C条e項)でもって、SECに行政手続きによる利得吐出命令の権限を与えるとともに、被害投資家に対する分配金に関する規則制定を授権したのちであるといわれる。<sup>(12)</sup> 吐出しの額は、違反行為と一般に関連する(casually connected)利得の合理的な概算額で足りるとする判断が一般的であり、違反者が不当に得た利益の額と吐出金の額が正確に合致することまでは要求されていない。<sup>(13)</sup>

ただし、従来から、SECは、虚偽記載等を行った発行者が証券の売付けをしていない場合、当該発行者が違反行為により得た利益を特定することが困難であるため、発行者に対して吐出しを求めなかったとされる。<sup>(14)</sup> 発行者の役員等については、虚偽記載等により高騰した価格で自社株の売付

---

(10) Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation* [Vol. 2], 1415-16 (6th ed. 2011).

(11) ただし、Ponzi schemeは、摘発前に犯人が資産を費消してしまっているケースが多く、投資家への被害回復資金を集めることは困難であるといわれる。Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 *Stan. L. Rev.* 331, 358 (2015).

(12) Adam S. Zimmerman, *Distributing Justice*, 86 *N.Y.U.L. Rev.* 500, 528 (2011).

(13) SEC report, *supra* note (7) at 3. さらに、SEC v. First City Financial Corp., Ltd., 890 F.2d 1215, 1231 (D.C.Cir. 1989); SEC v. First Jersey Sec., Inc., 101 F.3d 1450, 1474-75 (2d Cir. 1996) 等参照。

(14) Black, *supra* note (9) at 332.

けを行った者や、成果ベースの報酬を受け取った者に対し、利得吐出しが命じられている。<sup>(15)</sup> SOX 法308条の制定まで、利得吐出しの救済は、詐欺的

(15) Id. at 321-22.

利得吐出しに類似する制度として、SOX 法304条 (15 U.S.C. § 7243) に定められた、主席執行役員 (chief executive officer: CEO) および主席財務役員 (chief financial officer: CFO) の会社に対する報酬の返還 (clawback) 義務がある。304条 a 項は、証券諸法の定める財務報告義務に、不正行為の結果、重大な違反があるため、公開会社が会計上の修正再表示を行うことを要求された場合、当該会社の CEO および CFO は、当該会社に対し、財務書類の公表または SEC への提出の日から12ヶ月の間に当該会社から受け取った賞与または他のインセンティブ・ベースの報酬もしくは株式ベースの報酬および12ヶ月の間に発行者の証券の売付けから得た利益を支払わなければならないものと規定する。

従来の利得吐出命令では、SEC は、CEO または CFO が虚偽記載の結果、本来得られなかったはずの金銭を得たことを証明しなければならない。一方、SOX 法304条ではかかる証明が不要であるため、SEC にとって、ある種の利得吐出しを行わせることが容易になったといわれる (Rachael E. Schwartz, *The Clawback Provision of Sarbanes-Oxley: An Underutilized Incentive to Keep the Corporate House Clean*, 64 Bus. Law. 1, 15 (2008))。304条に定める報酬返還請求権を有するのは SEC のみであり、発行者やその株主に私的訴権は認められないというのが下級審裁判例の立場である (James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation Cases and Materials* 850 (7th ed. 2013); *Neer v. Pelino*, 389 F. Supp. 2d 648, 657 (E.D. Pa. 2005); *Digimarc Corp. Deriv. Litig.*, 549 F.3d 1223, 1233 (9th Cir. 2008); *Cohen v. Viray*, 622 F.3d 188, 194 (2d Cir. 2010) 等)。

なお、304条の規定の文言上、返還請求の対象者たる CEO または CFO による不正行為があったことが要件であるのか否かは明確でない (Jesse Fried & Nitzan Shilon, *Excess-Pay Clawbacks*, 36 J. Corp. L. 721, 730 n. 42 (2011))。これは、同条の目的をどのように解するかに関わる問題であるところ (Schwartz, *supra* at 16)、下級審裁判例は、CEO が不正行為を認識していない場合であっても、SEC は当該 CEO に対し返還請求をすることができると判断するものがある (*SEC v. Jenkins*, 718 F. Supp. 2d 1070,

行為から得た利益を特定しうる場合において、主にエンフォースメントの手段として、SEC に利用されてきたと評価されている。<sup>(16)</sup>

裁判手続きまたは行政手続きにおいて利得の吐出しを命じられた場合、吐出金は被害者の損害填補に用いられるのが通例である。<sup>(17)</sup> 前述のように、利得吐出しの趣旨は、不正行為により得た利益の保持を許さないところにあることから、被害者救済に要する額を超える吐出金を命ずることは構わないと解されている。<sup>(18)</sup> 吐出金は必ずしも被害回復のために分配されなければならないわけではなく、たとえば被害者の数に比べて吐出金があつた場合などでは、被害者への分配プランは実施されない。<sup>(19)</sup> この場合、吐

---

1074-77 (D. Ariz. 2010); SEC v. Microtune, Inc., 783 F. Supp. 2d 867, 886 (N. D. Tex. 2011) 等)。

2010年には、「ドッド・フランク ウォール街改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」(以下、「Dodd-Frank 法」という) 954条 (15 U.S.C. § 7243) により、1934年法に10D条が追加された。同条の趣旨は、SEC が定める規則に違反する発行者の証券の上場を国法証券取引所および国法証券協会に禁止させるものである。SEC が定める規則は、証券諸法に定める財務報告義務の重大な違反があるとして、会計上の修正再表示を要求された場合、その要求があつた日前3年間に、発行者から受領したインセンティブ報酬 (ストック・オプションを含む) のうち、誤った数値に基づき、本来の支払額を超えて支払った額につき、現在または過去の執行役員から返還を受ける旨を定める方針の策定・実施を発行者に義務づけるものである。10D条のもとでは、発行者が執行役員に超過分の支払を請求できることや、不正行為を要件としていないこと、CEO および CFO に限定されないこと、さらに、インセンティブ報酬に限られていることなどが、SOX 法304条とは異なる (Fried & Shilon, *supra* at 745-46)。なお、本稿執筆時点で、SEC 規則は未採択である。同規則案については、SEC, Rel. No. 34-75342 (July 1, 2015) 参照。

(16) Black, *supra* note (9) at 322.

(17) Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* [Vol. 6], 190 (6th ed. 2009).

(18) *Id.* at 192.

出金は国庫 (the U.S. Treasury) に納付される (17 C.F.R. 201.1102(b) 参<sup>(20)</sup>照)。

## (2) 民事制裁金

上に述べたように、利得吐出しの目的は違反行為の抑止にあるとされているが、単に違反者から不正な利得を剥奪するだけでは、この者を元の財産状態に戻すにとどまり、金銭的不利益を強いるものではないため、証券諸法違反に対する十分な抑止効果は期待できないという批判があった<sup>(21)</sup>。従来から、海外腐敗行為防止法違反に対する民事制裁金 (1934年法32条 c 項(1)(B)・(2)(B)) およびインサイダー取引に対する民事制裁金 (同法21 A 条 a 項(1)) の制度が置かれていたところ、1990年改革法ではこれら以外の違反行為にも適用される民事制裁金制度が設けられた。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 (1933年法 8 A 条 g 項(2)・20条 d 項(2)、1934年法21条 d 項(3)(B)・21 B 条 b 項)。SEC は、利得の吐出しと民事制裁金の支払いの両方を求めることができる<sup>(22)</sup>。

---

(19) Id. at 189-90.

(20) SEC Report, supra note (7) at 4; Verity Winship, Public Agencies and Investor Compensation: Examples from the SEC and CFTC, 61 Admin. L. Rev. 137, 146 (2009); Zimmerman, supra note (12) at 526.

たとえば、未登録証券 (投資契約) の募集の詐欺事件で、米国とカナダの約2万4千人の投資家から3,200万ドルを集めた発行者等が裁判所の命令により支払った吐出金が7万6,698ドルであったケース (SEC v. Club Atlanta Travel, et. al., 2001 WL 522460 (May 17, 2001)) では、被害投資家に意味のある吐出金の分配が困難であるとして、吐出金は国庫に納付された。SEC Report, supra note (7) at 14.

(21) Senate Report, supra note (9) at 7-8.

(22) Hazen, supra note (17) at 199.

ところで、1990年改革法では、連邦証券諸法、同法の規則やレギュレーションおよび停止命令の違反につき、SECが、①裁判所への申立てにより、いかなる者に対しても、または、②行政手続きにより、証券会社・投資顧問・清算機関等の一定の規制対象者のみに対して、民事制裁金を課すことが認められた。その後、Dodd-Frank法929P条が、上記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、行政手続きを通じて、発行者や取締役・役員らへの民事制裁金の支払いを命じることが可能となった（1933年法8A条g項(1)、1934年法21B条a項(2)）。

SECが裁判手続きまたは行政手続きを通じて徴収した民事制裁金は、原則として、国庫に納付されるが<sup>(23)</sup>、例外として、SOX法308条の公正基金に充当する場合と、1934年法21F条に定める投資家保護基金（Investor Protection Fund）に充当する場合が定められている（1933年法20条d項(3)(A)、1934年法21条d項(3)(C)(i)<sup>(24)</sup>）。

なお、投資家保護基金は、Dodd-Frank法922条により新設された制度であり、2つの目的のために利用される。1つは、SECに対し証券諸法の違反行為に関する情報提供者（whistleblower）への報奨金を支払うためであり（1934年法21F条g項(2)(A)）、もう1つは、SECの監察長官（Inspector General）による職員からの業務に関する提案プログラムの実施のためである（同項(2)(B)、同法4D条<sup>(25)</sup>）。投資家保護基金の残高が3億

---

(23) Id. at 203.

(24) 裁判手続きによる民事制裁金に関して、民事制裁金を国庫に納付する旨や徴収方法を定める規定が設けられているが（1933年法20条d項(3)(A)、1934年法21条d項(3)(C)(i)）、行政手続きによる民事制裁金についてはこれに相当する規定が置かれていない。立法段階では、行政手続きによる民事制裁金の徴収について特に議論はなされなかったといわれる（Ralph C. Ferrara, Thomas A. Ferrigno & Davis S. Darland, *Hardball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons*, 47 Bus. Law. 33, 54 (1991)）。

ドルを超えるまで、裁判手続きまたは行政手続きを通じてSECが徴収した民事制裁金、利得吐出金もしくは利息のうち、SOX法308条の吐出し基金その他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当該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)<sup>(26)</sup>）。

## 2. 公正基金制度の内容

### (1) SOX法308条による公正基金

SOX法の制定前から、SECは違反者から徴収した吐出金を当該違反行為の被害投資家に損害回復資金（distribution of disgorgement funds）として給付してきた<sup>(27)</sup>。一方、民事制裁金は、被害者救済資金に充てられることなく、国庫に納められてきた<sup>(28)</sup>。同法308条は、違反者から徴収した民事制裁金を吐出金と合わせて公正基金に組み入れることを許容した。これにより、従来の吐出金のみ基金よりも大規模な基金を創設することが可能となった。同法308条の制定まで、民事制裁金は、違反行為抑止を目的とす

---

(25) Sonia A. Steinway, Comment, SEC “Monetary Penalties Speak Very Loudly,” But What Do They Say? A Critical Analysis of the SEC’s New Enforcement Approach, 124 Yale L. J. 209, 217-19 (2014).

(26) 2015年度末時点で、投資家保護基金の残高は、約4億ドルに達している。SEC, Agency Financial Report Fiscal Year 2015, at 106 (2015). なお、SECは、2011年から累計して、2016年5月20日時点で、31名の情報提供者に対し6,800万ドル以上の報奨金を支払っている。http://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-94 参照。

(27) SEC Report, supra note (7) at 4; John C. Coffee, Jr. & Hillary A. Sale, Cases and Materials Securities Regulation 1405 (12th ed. 2012).

(28) Paul S. Atkins & Bradley J. Bondi, Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program, 13 Fordham J. Corp. & Fin. L. 367, 396 (2008).

る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、被害投資家の損害填補の機能をも有するようになったといえる。

制定当初のSOX法308条の規定には、公正基金に組み入れることができる民事制裁金が、利得吐出しを命じられた者と同一の者から徴収したものでなければならないという制限があった<sup>(29)</sup>。そのため、SECは、民事制裁金を利得吐出基金に組み入れるには、まず吐出しを命ずる必要があったが、そこでは被告（被審人）の違反行為による利得とその額を証明しなければならなかった。この点に関し、実務では、SECは、違反者の利得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条の上記の制限を回避し、民事制裁金を基金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<sup>(30)</sup>。その後、2010年、Dodd-Frank法929B条は、SOX法308条を改正して上記の制限を取り払い、これによりSECは民事制裁金のみから成る公正基金を創設することも可能となった<sup>(31)</sup>。

SOX法308条a項はつぎのように規定する。

「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。」

---

(29) SOX法308条の立法背景が明確でないため、このような制限を設けた理由は明らかではない。Black, *supra* note (9) at 327.

(30) *Id.* at 330.

(31) SECは、吐出命令の有無に関係なく、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, *supra* note (7) at 34.

公正基金は、常にすべての違反事件において創設されるわけではなく、<sup>(32)</sup> SECが裁判所に申立てを行うことにより、または、その裁量により設けられることとされている。被害投資家に分配すべき総額が基金の額を上回るときは、一般に、比例配分 (pro rata) の方法で各被害投資家に分配するようである。公正基金に組み込まれる民事制裁金は、裁判手続きもしくは行政手続きを通じて徴収したものであるか、または、和解により徴収したものであるかを問わない。

SECが申立てをして裁判手続きにおいて公正基金が創設される場合、地方裁判所は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るかどうか審査される。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という。<sup>(33)</sup>たとえば、WorldComの不正会計に関し設定された公正基金では、分配金の受領資格の確定に関し、救済対象期間中のWorldCom証券の売買全体で利益が生じている者や、債券保有者のうち再建手続きまたは売却により1ドルにつき36セント（一般の無担保債権者の回収率が36%であった）以上の払戻しを受けまたは取得額の回収をした者などを受領資格者から除外する分配プランであった。この内容に関し、地方裁判所は、基金の額が限られており、難しい選択が求められるなか、他の被害投資家の公正基金の利用可能性を考慮したものであると述べて、分配プランの内容は公正かつ合理的であると判断した (SEC v. WorldCom Inc., 2004 WL 1621185 (July 20, 2004), Official Comm. of Unsec. Cred.,

(32) Black, supra note (9) at 326 n. 65.

(33) SEC v. Byers, 637 F. Supp. 2d 166, 174-75 (S.D.N.Y. 2009); SEC v. Amerindo Inv. Advisors Inc., 2014 WL 2112032, \*14 (S.D.N.Y. May 6, 2014) 等。

WorldCom v. SEC, 467 F. 3d 73, 82-83 (2d Cir. 2006))。

## (2) 公正基金創設および分配の手続き

公正基金の創設および分配に関する具体的な手続きは、「公正基金および吐出しプランに関する SEC 規則 (SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans (17 CFR 201.1100~201.1106))」に規定されている<sup>(34)</sup>。以下、同規則の内容を概観する。

### (ア) 公正基金の創設 [Rule 1100]

SEC は、被審人に対し吐出金の支払いを求める命令および被審人に対し民事制裁金を課する命令を発する手続きにおいて、吐出金および民事制裁金を、SOX 法308条 b 項の規定に従って SEC が受領する基金と合わせて、違反行為により被害を受けた投資家のための基金を創設するために利用することを命じることができる。

### (イ) 分配プランの提出と内容 [Rule 1101]

SEC は、いつでも、当事者に対し、公正基金または吐出基金の管理および分配に関するプランの提出を命じることができるが、ほかに命令がなければ、SEC の執行部門が被審人の金銭等の支払後60日以内に分配プラン案を策定する (Rule 1101(a))。

公正基金または吐出基金の管理に関するプランには、①基金を保有する口座の特定を含む追加の資金の受け入れ手続き、基金が投資できる商品、寄付金から成る基金の受取り、②金銭の受領資格者の範囲、③受領資格者

---

(34) SEC, Adoption of Amendments to the Rules of Practice and Delegations of Authority of the Commission, Rel. No. 34-49412 (Mar. 12, 2004), 69 Fed. Reg. 13166, 13168 (Mar. 19, 2004).

(35) SOX 法308条 b 項では、投資家の被害救済のための寄付 (donations) を受け入れる場合、SEC がこれを管理し、同法308条 a 項の公正基金と合わせて投資家に分配するものとされている。

に基金の存在と受領資格がある旨を知らせる手続き、④分配金の請求と承認の手続きおよび請求の締切日、⑤基金の終了予定日<sup>(37)</sup>および分配されなかった基金の処分に関する定め<sup>(38)</sup>、⑥基金の監視、請求の処理、会計報告、納税申告書の提出、基金の分配を行う基金の管理人 (fund administrator) の選任、報酬および必要に応じて免責事由等を含む、基金の管理手続き、⑦その他 SEC が要求する事項を定めることとされている (Rule 1101(b))。

(ウ) 支払いに関する定め [Rule 1102]

SEC が開始した行政手続きにおいて主張されているものと同じまたは実質的に類似する事実から生じた違反が裁判所で係争中の場合、SEC が適当であると考えられる条件のもと、公正基金または吐出基金の管理プランにおいて、裁判所管理部署 (registry) または裁判所が指定する管財人 (receiver) への支払いを定めることができる (Rule 1102(a))。

利用可能な吐出基金の額および潜在的な資格者の数に照らして吐出しプランの管理コストが正当化されない (not justify) と SEC が考える場合、

---

(36) たとえば、発行者が継続開示書類の虚偽記載等を行った事案では、プラン管理人は、発行者やブローカー・ディーラーから取り寄せた取引記録や口座情報をもとに資格者の確定作業を行うことがあるようである。In the Matter of JPMorgan Chase & Co., Plan of Distribution, SEC Rel. No. 34-74266 (2015).

(37) 2005年の米国 GAO (Government Accountability Office) のレポートでは、SEC の分配プランの実施に時間がかかりすぎており、迅速な分配を目指すよう指摘されていた (GAO, Rep. No. GAO-05-670, at 28-30 (2005))。最近では、約 8 割の公正基金および吐出基金において、分配プラン承認から 2 年以内に基金の 80% を分配済みであると報告されている (SEC, FY 2017 Congressional Budget Justification, FY 2017 Annual Performance Plan & FY 2015 Annual Performance Report, at 39 (2016))。

(38) 公正基金の分配完了時に残高がある場合、その金銭は国庫に納められるようである。たとえば、In the Matter of Zurich Capital Markets Inc., SEC Rel. No. 34-74154 (Jan. 27, 2015).

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 (Rule 1102(b))。

(エ) プラン案の告知と当事者以外の者によるコメントの機会 [Rule 1103]

プラン案は SEC Docket, SEC のウェブサイト等で公表するものとする。告知では, プラン案のコピーを入手する方法を明らかにするとともに, プラン案へのコメントを求める者は書面にて SEC に意見を述べることできる旨を記載しなければならない。

(オ) プラン案の承認, 修正または不承認 [Rule 1104]

SEC は, プラン案公表から30日経過後, その承認, 修正, 不承認を命令でもって行う。承認または不承認は, 原則として, コメント提出期間の末から30日以内に決定されなければならない。

(カ) プランの管理 [Rule 1105]

SEC は, SEC の職員を含む何者かを基金のプラン管理人に任命し, プランの管理責任を委ねることができる (Rule 1105(a)<sup>(39)</sup>)。被審人は, 適切な資金分配の確保のため適当であると SEC が考える条件のもとで, プランの管理に関与または協力することが要求され, または許容される (Rule 1105(b))。SEC の職員でないプラン管理人は, SEC により承認を受けた管理費用に相当する保証金 (bond) を受け取る (Rule 1105(c))。SEC の職員がプラン管理人である場合, 管理料 (administrator's fee) は支払われない。SEC 職員以外のプラン管理人は, 完了した業務に関する管理料を請

---

(39) Verity Winship, Fair Fund and the SEC's Compensation of Injured Investors, 60 Fla. L. Rev. 1103, 1135 (2008) によると, 典型的な公正基金では, SEC に雇われた「独立分配コンサルタント (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基金管理人が行っている。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。

求し、SECの承認後、合理的な対価が支払われる（Rule 1105(d)）。別段の命令がなければ、管理料および管理の費用は、まず基金の利息から支払われ、それで不足する場合は基金の元本から拠出する（Rule 1105(e)<sup>(40)</sup>）。毎四半期またはSECの指示に従い、プラン管理人は会計報告を提出し、最終の会計報告はSECの承認を受けなければならない（Rule 1105(f)）。プランは、当事者、プラン管理人またはSECの申立てにより修正することができる（Rule 1105(g)）。

（キ）異議の申立権 [Rule 1106]

上記（エ）に際してコメントを提出できる場合を除き、何人も、その者の請求資格もしくは基金に参加する潜在的資格に基づき、または、被審人に対して有するかもしれない私的訴権に基づき、行政手続きに介入したり参加したりすること、または、吐出命令もしくは公正基金の創設の命令、吐出プランもしくは公正基金プランの承認等、もしくは、プランに関する決定に対して異議を述べることは認められない。

### 3. 公正基金の利用実態

公正基金の創設および分配の状況に関して、SOX法308条による制度発足時から継続的に観察する公的な統計資料は見当たらなかった。そこで、以下では、筆者が入手できたいくつかの資料から、公正基金の利用実態をみることにする。

---

(40) 公正基金の管理費用の負担は明確に決まっていないうであり、2007年のGAOレポート（GAO, Rep. No. GAO-07-830, at 29 (2007)）によると、約3分の2の公正基金が管理費用をファ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。

(1) SOX 法308条 c 項に基づく SEC 報告書 (2003年)

SOX 法308条 c 項(1)は、SEC に対し、被害を受けた投資家に効率的、効果的かつ公正に損害填補を行うために手続きを利用しうる場面を明らかにするため、同法制定前5年間(2002年7月31日から過去5年間)における、民事制裁金または吐出しを求める手続きを含む法執行活動の検討および分析を求めたものである。

これによると、1997年から2002年まで、裁判手続きを通じた吐出金の分配は、34件の民事訴訟において、約12万5,000人の投資家に対し、総額で1億円を少し上回る金額の分配がなされた<sup>(41)</sup>。一方、SECの行政手続きを通じた吐出金の分配(または分配の提案)は、16件で命令が発せられ、主にブローカー・ディーラーや投資顧問といった証券業の専門家による詐欺に関する事件が対象であった<sup>(42)</sup>。

(2) 2007年版の SEC 年次報告書 (2007年)

SECの2007年版年次報告書によると、SECが徴収した吐出金と民事制裁金のうち、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し、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たとされる<sup>(43)</sup>。

(3) 2010年の GAO 報告書 (2010年)

2002年から2010年2月まで、SECは95億ドルの公正基金による分配を命じ、その96%に当たる91億ドルが実際に徴収され、91億ドルのうち76%に当たる69億ドルが被害投資家に分配されたとされる。また、実施中

---

(41) SEC Report, supra note (7) at 10.

(42) Id. at 15-16.

(43) SEC, 2007 Performance and Accountability Report, at 18 (2007).

である128件の公正基金のうち、半数超が<sup>(44)</sup>4年以上継続しているとして、  
分配プラン実施の長期化が課題として指摘された。

(4) SECの2015年度 Annual Performance Report (2016年)

SECが2016年2月に公表した報告書によると、吐出金と民事制裁金を合わせて、2012年度は、31億400万ドルを命じ、徴収額は11億6,800万ドル、投資家への分配は31件の公正基金から8億1,500万ドル、2013年度は、34億2,400万ドルを命じ、徴収額は23億3,000万ドル、投資家への分配は22件の公正基金から2億5,100万ドル、2014年度は、41億6,600万ドルを命じ、徴収額は24億8,900万ドル、投資家への分配は28件の公正基金から4億2,400万ドル、そして、2015年度は、41億9,500万ドルを命じ、徴収額は19億3,500万ドル、投資家への分配は34件の公正基金から1億5,800万ドルと<sup>(45)</sup>いう結果であった。

(5) Urska Velikonja 准教授の実証分析 (2015年)

Velikonja 准教授は、2002年7月25日から2013年12月31日までの間に創設された公正基金を対象とする詳細な実証分析を行っている。<sup>(46)</sup>民事制裁金が組み込まれていない吐出金のみから成る基金、被告が自主的に設置した基金、および、創設されたものの被害総額に見合う基金が集まらなかったり、並行する手続きで損害填補が明示されたりしたため閉鎖された基金は、分析対象から除外されている。以下では、Velikonja 准教授の研究結果の概要を紹介したい。

(ア) 公正基金の件数と分配総額

---

(44) GAO, Rep. No. GAO-10-448R, at 3, 12-19 (2010).

(45) SEC, supra note (37) at 40-41.

(46) Velikonja, supra note (11).

期間中創設された公正基金は243件であり、そのうち裁判手続きによるものが143件、行政手続きによるものが100件であった。裁判手続きにより創設された公正基金143件では、基金の総額は89億2,000万ドル（このうち、吐出金29億6,280万ドル、民事制裁金59億5,720万ドル）であり、一方、行政手続きにより創設された公正基金100件では、基金の総額は55億4,470万ドル（このうち、吐出金32億2,520万ドル、民事制裁金23億1,950万ドル）であった。

被害投資家への分配総額は144億6,000万ドルであった。分配総額の内訳として、61億9,000万ドルが吐出金および遅延利息によるものであり、82億8,000万ドルが民事制裁金によるものであった。3件を除くすべての公正基金は、吐出金と民事制裁金の両方を含むものであった。<sup>(47)</sup>

#### (イ) 公正基金の規模

公正基金の平均額は5,953万ドル、中央値となる公正基金では1,648万ドルであった。最大規模は、AIGの会計詐欺事件で創設された8億1,650万ドルの公正基金、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ドルの公正基金であった。<sup>(48)</sup>

#### (ウ) 違反行為の類型別による公正基金

違反行為の類型から公正基金の件数および基金の総額（金額ベースの割合）をみると、ブローカー・ディーラーは51件で22億6,070万ドル（15.6%）、インサイダー取引は15件で1億90万ドル（0.7%）、投資顧問・投資会社は65件で38億6,940万ドル（26.8%）、発行者の報告・開示は71件で63億3,910万ドル（43.8%）、相場操縦は9件で2,570万ドル（0.2%）、証券募集は21件で14億5,140万ドル（10%）、地方債は7件で2億4,020万ドル（1.7%）、その他4件と広い範囲に及んでいることがわかる。<sup>(49)</sup>

---

(47) Id. at 350-52.

(48) Id. at 351.

発行者による継続開示書類の虚偽記載等の事件のように、違反行為から直接的に大きな利得が生じていないケースでは、命じられる吐出金の額は小さく、その一方で民事制裁金の額が比較的大きくなるという。ブローカー・ディーラーや投資顧問による違反行為については、SECは行政手続きを通じて利得の吐出しを命じるとともに、それと同額の民事制裁金の支払いを命じることが多い<sup>(50)</sup>。

なお、証券募集は、多くの場合、未登録証券の売付けがなされたケースであるが、このようなケースではSECは被告の資産凍結および管財人の指名を要求しており、被害投資家への救済金の分配がSECではなく管財人を通じて行われる。このようなケースを分析対象から除外している<sup>(51)</sup>ので、証券募集につき少ない数値となっていると説明されている。

#### (エ) 私的訴訟との並行の状況

238件の公正基金のうち154件（64.7%）の事件において、証券クラスアクションが提起されている。公正基金による分配がなされたケースの半数以上（53.2%）で、被害を受けた投資家は私的訴訟から被害回復を受けていない。私的訴訟が並行して提起されない公正基金の事件は、私的訴訟を提起する費用効率性があるとは認められないケース、主たる違反者に支払能力が認められないケース、および、公正基金からの分配により被害が十分に回復されたケースの3つタイプが含まれると指摘されている<sup>(52)</sup>。

投資家が公正基金と私的訴訟の両方から被害救済を受けたケースにおいて、回復額のうち公正基金から分配された金額の平均的割合は41.3%（中央値で33.6%）であった。発行者の報告・開示違反の事件で創設された71

---

(49) Id. at 354.

(50) Id. at 353.

(51) Id. at 355.

(52) Id. at 369.

件の公正基金のすべてのケースで、並行して私的訴訟が提起されているが、投資家の被害総額に占める公正基金からの分配金の割合は15.1%と比較的小さいものであった。一方、発行者の報告・開示以外の違反類型では、私的訴訟が提起されることはあまり多くなく、公正基金による分配金が唯一の損害填補となったものが71.3%であり、このような事件の投資家にとって公正基金は有力な被害回復手段となっていると指摘する。<sup>(53)</sup>

#### 4. 公正基金の意義と課題

##### (1) 分配プラン実施の判断基準

SOX 法制定前の吐出基金について、少額しか回収できない場合や特定しうる被害投資家の数が基金の額に比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。<sup>(54)</sup> 同法制定後も、基金の分配が被害投資家の数と集められる資金の額に照らして管理コストからみて正当化されない場合は、基金を国庫へ納付する旨を分配プランで定めておくことができる (17 CFR 201.1102(b))。

Velikonja 准教授の実証研究によると、1件の公正基金の額は、平均で5,953万ドル、中央値では1,648万ドルであった。<sup>(55)</sup> ただし、それぞれの受領資格者の数が明らかではないので、この金額のみから、SEC の考える合理性というのがどのあたりにあるのかを推測するのは難しい。前述のように最小規模のものが約2万5,000ドルであるから、たとえそのような少額の基金であっても、分配プラン実施の合理性があると考えられる場合は、公正基金が創設されていることは読み取れる。

SEC は、2003年の報告書のなかで、「合理的にみて可能な場合はいつで

---

(53) Id. at 359-60, 369-74.

(54) SEC Report, supra note (7) at 14.

(55) Velikonja, supra note (11) at 351.

も、公正基金の規定を利用するつもりである」と述べている。<sup>(56)</sup> もっとも、308条の規定の文言上は、SECは、吐出したまたは民事制裁金の支払いを命じるたび、常に公正基金を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、また、そのような決定がいつ、どのようにして行われるのかに関する基準またはルールは、上記の Rule 1102 (b) の規定が手がかりになる以外、明確でないようである。<sup>(57)</sup>

## (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、ある詐欺的行為から利益を得て、別の詐欺的行為では損失を受けるのであり、全体的にみれば損をしておらず、発行者の支払う損害賠償金は株主の間での富の移転を生ずるととどまる。そして、このようなケースで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る。<sup>(58)</sup>

上に述べた富の循環の批判は、私的訴訟に限らず、公正基金を通じて投資家に分配を行う場合にも妥当すると一般に考えられている。<sup>(59)</sup> この立場か

---

(56) SEC Report, supra note (7) at 22.

(57) Zimmerman, supra note (12) at 531.

(58) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Optimal Damages in Securities Cases, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 639-44 (1985); Janet Cooper Alexander, Rethinking Damages in Securities Class Actions, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1502 (1996), John C. Coffee, Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1556-62 (2006) 等。

らは、SECは違反行為を行った個人に対して、より多くの法執行活動を行うべきであり、そうすることで、罪のない株主に金銭的負担をさせることなく、かつ、Circularityの問題も回避できると主張されている。<sup>(60)</sup>ただし、Velikonja 准教授の実証研究によれば、発行者の報告・開示違反で公正基金が創設されたケース71件において、被害投資家に分配された金額は合計63億4,000万ドルで、このうち発行者が公正基金に支払った金額は51億ドルであった。Velikonja 准教授は、AIG や WorldCom などの大規模な会計不祥事で発行者が多額の制裁金を公正基金に支払ったケースではCircularityの批判は免れないとしつつ、これらはむしろ特別なケースであって、71件のうち29件で発行者は公正基金に制裁金を支払っていない点を強調している。<sup>(61)</sup>

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）、これらの者からの利得吐出金・民事制裁金を公正基金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、被害投資家を救済しうる方法であるといえる。<sup>(62)</sup>ただし、違反行為者たる個人や幫助者・教唆者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>(63)</sup>

---

(59) Black, *supra* note (9) at 331; Winship, *supra* note (39) at 1128; William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on The Market*, 160 U. Pa. L. Rev. 69, 139 (2011).

(60) Black, *supra* note (9) at 344.

(61) Velikonja, *supra* note (11) at 375-76.

(62) Black, *supra* note (9) at 344; Winship, *supra* note (39) at 1130.

(63) Velikonja 准教授の実証研究によると、全体の67.5%にあたる公正基金に関して、個人が制裁を受けているが、個人が支払った金銭は公正基金

### (3) 私的訴訟と公正基金制度の重複

学説では、私的訴訟とSECの公正基金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、何らかの調整メカニズムが必要であると主張する見解が有力である。<sup>(64)</sup>現在のところ、公正基金による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>(65)</sup>

論者のなかには、両制度が並行することに関して、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がみられる。<sup>(66)</sup>また、私的訴訟が利用可能な場合にはSECは損害填補を選択すべきでなく、賠償請求額が少ないとか、当事者適格や提訴期限によって私的訴訟を提起できないといった実際上私的訴訟を利用できない場合や、幫助者・教唆者に対する損害賠償請求のように法的に私的訴訟を利用できない場合、または、私的訴訟と公正基金のいずれも利用できる場合にあつては、公正基金による被害回復の方が私的訴訟よりもコストが著しく小さいときに限って、SECの被害救済が意味をなすと主張する見解もある。<sup>(67)</sup>

Velikonja 准教授の実証研究では、222件の公正基金のうち48件において、分配金の受領資格者の確定、請求の処理および資金の分配といった作業を行う者として、私的訴訟と同じ分配代理人が利用されており、すべての公正基金ではないにしても、管理コストの重複を避ける対応もなされている

---

を通じて分配された総額の9.1%に相当するという結果であった。

Velikonja, *supra* note (11) at 380.

(64) Black, *supra* note (9) at 342; Winship, *supra* note (39) at 1132, 1142; Zimmerman, *supra* note (12) at 505.

(65) Winship, *supra* note (39) at 1141; Zimmerman, *supra* note (12) at 544.

(66) Zimmerman, *supra* note (12) at 540.

(67) Winship, *supra* note (39) at 1132, 1141.

と指摘されている<sup>(68)</sup>。

SEC も裁判所も、並行する公正基金と私的訴訟による賠償が、被害額を上回ることとなる損害填補は否定している<sup>(69)</sup>。たとえば、マーケット・タイミング取引の被害投資家が SEC から公正基金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))。

すでに利得吐出しを行っている場合の私的訴訟への影響はどうであろうか。SOX 法制定前の事例であるが、私的訴訟の前にすでに SEC との和解において被告が利得吐出しを済ませている場合、被告には不当な利得の保持はないので、私的訴訟において利得吐出しに基づく損害賠償を請求する根拠はなく、1934年法規則 10b-5 違反に懲罰的損害賠償を認める結果となってしまう<sup>(70)</sup>として、かかる請求を斥けた裁判例がある。また、SEC との和解で利得吐出金を支払っていたとしても、原告の求める救済が利得吐出しでない<sup>(71)</sup>場合には、訴訟は無意味ではないとする裁判例もある。

---

(68) Velikonja, supra note (11) at 387, 392.

(69) Id. at 365.

(70) Litton Industries v. Lehman Bros. Kuhn Loeb Inc., 734 F. Supp. 1071, 1074-77 (S.D.N.Y. 1990). 公開買付け等を行った者が、その買取に関連するサービス提供の契約を締結した金融機関の従業員らの行った買取対象会社株式のインサイダー取引により、当該株式の市場価格が上昇し、公開買付け等に際して本来であれば取得できた価格よりも高い価格で取得せざるを得なくなったとして、当該従業員らに対し、利得吐出しの損害賠償を求めた事案である。

(71) In re Spear & Jackson Securities Litigation, 399 F. Supp. 2d 1350, 1360 (S.D.Fla. 2005). 年次報告書の虚偽記載による株式の取得価格高騰分の損害賠償を投資家が請求した事案である。なお、本件裁判所は、吐出金の額が原告の受けた損害を上回ることの主張がされていないことも被告の却下申立てを斥ける理由に挙げており、吐出金と私的訴訟との調整があること

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、私的訴訟において損害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>(72)</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公正基金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、民事制裁金の趣旨が減殺されないよう私的訴訟との調整を図るものとして興味深い (In the Matter of TD Bank, N. A., SEC Rel. No. 33-9453 (Sept. 23, 2013); In the Matter of JPMorgan Chase & Co., SEC Rel. No. 34-70458 (Sept. 19, 2013) 等)。

#### (4) 倒産手続きとの関係

発行者が倒産手続きを申し立てた場合、公正基金の分配による被害回復に関して、連邦破産法510条b項との関係が問題となる<sup>(73)</sup>。同法510条b項では、普通株式の買付けまたは売付けから生じた損害にかかる債権は、普通株式と同順位に扱われる旨が定められている。ところが、同法510条b

---

を念頭に置いているようである。

(72) Black, *supra* note (9) at 330 n. 88; Winship, *supra* note (39) at 1120-21.

(73) Wendy S. Walker, Alan S. Maza, David Eskew & Michael E. Wiles, *At the Crossroads: The Intersection of the Federal Securities Laws and the Bankruptcy Code*, 63 *Bus. Law.* 125, 132 (2007). 後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法 (上) —投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続における劣後化の是非」*ジュリスト*1357号 (2008) 113-115頁, 後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法」*新世代法政策学研究* 2巻 (2009) 332-335頁。

項には、SEC が被害を受けた株主に対し公正基金を通じて民事制裁金または吐出金を分配する場合の扱いについて特別な規定が置かれていない。

SEC が発行者に吐出しや民事制裁金を課した場合、SEC の債権は一般の無担保債権者と同順位に扱われることとなり、担保債権者および他の優先的無担保債権者への支払後に比例的に支払いがなされる<sup>(74)</sup>。SEC が有するこれらの債権は、上述した損害賠償債権に優先する<sup>(75)</sup>。SEC が徴収した民事制裁金は、必ずしも公正基金に組み入れる必要はなく、SEC の裁量判断によって国庫に納付させることも可能である。しかし、公正基金を通じて被害を受けた投資家への分配を行うことを選んだ場合、他の無担保債権者の受領しうる金額を減少させることとなり<sup>(76)</sup>、株式保有者はすべての債権者との関係で劣後扱いを受けるとする絶対優先原則 (principle of absolute priority) との衝突を生ずるとか<sup>(77)</sup>、連邦破産法510条の抜け道 (bypass) となり、同条の目的と政策の実現を妨げるものであるとして批判<sup>(78)</sup>されている。

SOX 法制定後、公正基金を通じて SEC が株式保有者に分配することが連邦破産法510条 b 項に違反すると主張して、債権者が和解案に反対するケースがあったが、裁判所は、「損害填補の基金 (restitution fund) からの何らかの支払いは、政府により創設され、かつ保有されている基金からの

---

(74) Zack Christensen, Note, The Fair Funds for Investors Provision of Sarbanes-Oxley: Is It Unfair to the Creditors of a Bankrupt Debtor?, 2005 U. Ill. L. Rev. 339, 352-53 (2005).

(75) Id. at 353.

(76) Velikonja, supra note (11) at 366-67.

(77) Mark J. Roe & Frederick Tung, Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain, 99 Va. L. Rev. 1235, 1285 (2013).

(78) Christensen, supra note (74) at 342, 371.

ものであり、再建計画の一部として債務者の財産から資産を分配するものではない」と判示して、分配プランは同法510条b項および絶対優先原則を定める同法1129条b項(2)に抵触するものではないと判断したものがあ<sup>(79)</sup>る。

#### (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強化されてきた。前述のように、民事制裁金の額は、3つの違反類型に分けて、それぞれ上限額を定めている。これに加えて、SECが民事制裁金を課す際の公益性の判断要素として、①当該行為または不作為に詐欺、欺瞞、相場操縦性または義務の意図的もしくは無謀な無視があったか否か、②当該行為または不作為から直接的または間接的に生ずる他の者への損害、③被害者に対する何らかの損害填補を考慮に入れたうえでの不当な利得の程度、④過去にSEC等によって連邦証券諸法等の違反が認定されたことがあるか否か、⑤その者または他の者が同様の行為または不作為をすることを抑止する必要性、⑥正義によって求められるであろう他の事項、という6つの事項が規定されている(1934年法21B条c項)。

裁判手続きを通じて民事制裁金の支払いを命じる場合についても、裁判所は、概ね、①違反行為の悪質さ(egregiousness)、②被告の欺罔の意図、③違反行為の反復性、④被告が違法行為を認めたか否か、⑤他の者に対して著しい損害を与えたか、または著しい損害の危険を与えたか、⑥当局への協力および誠実さの欠如、⑦被告の現在および将来の財産状態からみて制裁金を減額すべきか否か、といった諸要素に照らして判断をしている

(79) Ad Hoc Adelpia Trade Claims v. Adelpia Comm., 337 B.R. 475, 478 (S.D.N.Y. 2006). Official Comm. of Unsecured Creditors of WorldCom, Inc. v. SEC, 467 F.3d 73, 85 (2d Cir. 2006) も同旨。

(SEC v. Lybrand, 281 F. Supp. 2d 726, 730 (S.D.N.Y. 2003); SEC v. Tourre, 2014 WL 969442, at \*11 (S.D.N.Y. Mar. 12, 2014) 等)。

ところで、問題となるのは、発行者に対する民事制裁金の賦課である。被告（被審人）のなかでは一般に比較的 Deep-Pocket である発行者に対し多額の民事制裁金を課せば、SEC が徴収できる金額が多くなるので、公正基金を通じた被害者救済に寄与するようにも思われる。しかし、株主の変動がない状況においては、発行者の何者かの違反行為により既に被害を受けた株主が、さらに発行者に対する民事制裁金の賦課により最終的な金銭的負担をしなければならないという「二重の犠牲 (double victims)」の構造が生じうる。

この点は、1990年改革法の制定に際し、上院銀行住宅都市委員会の報告書において、発行者に対する民事制裁金は、株主が負担することとなりうるので、株主に不当な利益をもたらした違反行為<sup>(80)</sup>があるときに発動されるべきであり、株主が違反行為の主たる犠牲者であるときは、個々の違反行為者に対し民事制裁金を課すべきであること、そして裁判所は、発行者に対し民事制裁金を課すか否か、その額を決定するにあたり、それが最終的に犠牲を受けた株主によって支払われるものであるかどうか、さらに株主の入れ替わり (turnover) がどの程度生じているかを考慮して判断することができる<sup>(81)</sup>と述べられていた。株主の入れ替わりの重要性について議会はあまり詳しく論じていないが、発行者に対する民事制裁金の負担は、違反行為当時の発行者の受益者たる株主によって負担されるべきものであ

---

(80) たとえば、上場会社であるブローカー・ディーラーが過大な値ざや (markups) を顧客から受け取り、その収入が当該ブローカー・ディーラーの株主の利益となっていた場合が挙げられる。Arthur B. Laby & W. Hardy Callcott, Patterns of SEC Enforcement under the 1990 Remedies Act: Civil Money Penalties, 58 Alb. L. Rev. 5, 15 n. 78 (1994).

(81) Senate Report, *supra* note (9) at 12.

(82) り、違反行為から数年経過し、大部分の株主が入れ替わっている場合、発行者に対する民事制裁金は、その違反行為と何ら関わりのない株主が主に負担をするという問題を意味していると理解される<sup>(83)</sup>。しかし、SECがこのような発行者の株主に対する民事制裁金の影響を懸念した議会の意図を明確に考慮したうえで法執行をしたとみられるケースは見当たらないとする指摘もなされている<sup>(84)</sup>。

この問題を裁判所として明確に指摘したのは、ニューヨーク州南部地区裁判所の Rakoff 裁判官である。Bank of America による Merrill Lynch の総額500億ドルでの買収に際して、Bank of America が同社の株主に送付した委任状勧誘書類において、Merrill Lynch は同社の役員に対して58億ドルの役員賞与を支払わない旨の記載をしたことが虚偽記載に当たるとして、SEC が行政制裁を課す同意判決を求めた SEC v. Bank of America Corp., 653 F Supp. 2d 507 (S.D.N.Y. 2009) 事件では、同裁判官は、①Bank of America に対する3,300万ドルの民事制裁金は、結局のところ同社の株主が負担するところとなり、「犠牲者にさらに犠牲を強いる」こととなる、②民事制裁金は Bank of America の役員や委任状勧誘書類の作成をした弁護士に負担させるべきである、③違反内容から見ると、数十億ドルの買収案件について3,300万ドルの民事制裁金では少ない (trivial) などの点で問題があるとして (特に①が主な問題であるとして)、SEC が求めた行政制裁の同意判決を拒否した。その後、再提出した同意判決案は、民事制裁金を1億5,000万ドルとし、この額が公正基金を通じて Bank of America の被害を受けた株主にのみ分配されることとされ、旧 Merrill Lynch の株主は対象外とされた。つまり、1億5,000万ドルを Bank of America の現在

(82) Black, supra note (9) at 325 n. 56.

(83) Laby & Callcott, supra note (80) at 15 n. 79.

(84) Id. at 46.

の全株主から虚偽記載の被害を受けた株主（全株主の約50%）に移転するという内容であった。Rakoff 裁判官は、再提案の内容に改善がみられるものの、理想的であるとはいえないとしつつ、再提案を承認する命令を下した（SEC v. Bank of America Corp., 2010 WL 624581 (Feb. 22, 2010)）<sup>(85)</sup>。

SEC も、発行者に対する民事制裁金の賦課について、1990年改革法の制定当時から問題意識をもっていたようである。1987年にトレッドウェイ委員会が裁判手続きおよび行政手続きにおいて発行者の不正財務報告に対してSECが民事制裁金を課すことを認める勧告をした際、SECの当時のDavid S. Ruder 委員長はその妥当性に懸念を示し、SECの反応は慎重であったといわれる<sup>(86)</sup>。

ところが、エンロン事件以降、SECによる発行者に対する制裁金額の急激な増大傾向について、一貫した方針の説明がなされていないとか、発行者の現在の株主への影響を十分に認識していないとして、強い批判があったといわれる<sup>(87)</sup>。そこで、SECは、2006年1月4日、法執行の意思決定の透明性、一貫性および予測可能性を高めるため、「財産上の制裁に関するSECの声明」を発表し、発行者に対する民事制裁金命令の妥当性につき、①違反により会社が得た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、

---

(85) なお、本判決は、この和解事案で、SECは注目を集めた買収におけるBank of America側の不正を暴いているという言い分をもち、Bank of Americaの経営者は熱心すぎる規制当局によって厄介な和解を強いられているという言い分をもつように、両者の間には皮肉な関係があると判示している（Bank of America, 653 F. Supp. 2d at 512）。裁判所が行政機関の和解事案において意味のある審査をしていないと批判する論者は、本裁判例が、当事者のこのような利益衝突の関係に対する司法審査の重要性を示すものであると説いている。Zimmerman, *supra* note (12) at 549-553.

(86) Laby & Callcott, *supra* note (80) at 8, 14.

(87) Black, *supra* note (9) at 339.

さらに、③同種の違反類型を防止する必要性、④被害者の損失の程度、⑤組織ぐるみの違反か否か、⑥加害者の意図の程度、⑦同種の違反を摘発する困難性、⑧会社による是正対応の有無、⑨SEC および他の法執行機関への協力の程度という7つの考慮要素を挙げた（SEC Press Rel. No. 2006-4, “Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties”<sup>(88)</sup>）。主たる要素のうち①は、詐欺的行為から株主が利益を得ているケースを、②は株主が詐欺的行為に参加もしておらず利益も得ていないケースを想定するものと解されているが、結果として、市場に対する詐欺の事案において制裁金を課すことがより困難になったとの指摘がある<sup>(89)</sup>。一方、SECの委員からは、上記の2006年の声明に沿ったものとはいえないスタッフによる勧告事案が増加していることを懸念する見解もみられるところである<sup>(90)</sup>。

#### （6）分配作業が困難なケース

前述したように、公正基金の分配を行う際に、SECが分配プラン案を承認することとされている（17 C.F.R. 201.1104）。分配プラン案には、分配金の受領資格者の範囲が定められることとなるが、以下に紹介する事件のように、受領資格者を特定する作業が容易ではない場合もある。このような分配の管理上の負担は、SECが公正基金を積極的に創設することを躊躇させているとの指摘がある<sup>(91)</sup>。

(88) 邦語解説として、野村亜紀子「米国SECの法人に対する民事制裁金の考え方」資本市場クォーターリー9巻4号（2006）56頁がある。

(89) Bratton & Wachter, *supra* note (59) at 141.

(90) Commissioner Michael S. Piwowar, Remarks to the Securities Enforcement Forum 2014 (Oct. 14, 2014), available at <https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370543156675>

(91) Steinway, *supra* note (25) at 214.

この事件は、ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト会社7社が、インターポジショニングや先駆け取引といった顧客の取引を利用した利益相反行為を行ったとして、SECとの和解により、1億5,700万ドルの利得吐出しと9,000万ドルの民事制裁金の支払いを命じられ、約2億5,000万ドルの公正基金が創設されたケースである。SECがニューヨーク証券取引所に要請した取引調査の報告書には、違反行為と特定しうる取引が260万件掲載されていた。プラン管理人は、同報告書に掲載されていた160社のクリアリング会社に対し、違法取引により影響を受けた顧客の特定を依頼したが、多くはそのような情報を有していなかった。そこで次に、7,000社余りのクリアリング会社、ブローカー・ディーラーおよび名義株主等に連絡をとり、問題となった取引に関連する顧客の情報の提供を求め、約206万件の取引に関連する顧客の特定を終えた。この作業では、ノミニ口座の実質株主の特定や同一顧客の複数取引との関連づけなども行われた。

この事件では、違反取引時から分配金の受領資格者の特定作業までの間に7年が経過していたことから、ブローカー・ディーラーの保存記録がないため情報を得られなかったり、コンピューターシステムが旧式であったため手作業で情報を利用したり、あるいはブローカー・ディーラーが買収や事業の閉鎖により存在していないといった事情から、違反取引の約22.4%に関わる顧客の特定ができなかった。特定できた顧客には、住所が不明である者や、死亡している者もいた。プラン管理人は、各資格者への分配額を算定し、約1億4,100万ドル分の56万4,755通の小切手を発行したが、約3,700万ドル分の小切手が配達できずまたは現金化されなかった。したがって、1億400万ドルが実際に分配され、基金の受取利息を合わせた1億6,000万ドルが分配されずに基金に残った。プラン管理人は受領資格者の特定作業に多くの支障が生じており、これ以上作業を行っても成功するかどうかわからず、さらなる費用と時間を要するとして、SECに分配プ

ランの終結を求めた。SECは、これを認め、結局約1億6,000万ドルの公正基金の残額を国庫に納付することを承認する命令を下した。<sup>(92)</sup>

## 5. 公正基金は私的訴訟の代替手段となるか？—むすびにかえて—

SOX法308条の制定により公正基金が導入されて約15年となる。米国の学説の状況を調べたところ、公正基金の制度が無用なものであると主張する見解は見当たらなかった。公正基金は、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>(93)</sup>たとえば、時価総額の比較的小さい発行者に対する私的訴訟は提起されない傾向にあること<sup>(94)</sup>から、SECがかかると発行者への法執行活動を行って公正基金により被害救済をすることは、私的訴訟による被害回復を補完する役割として意義があるといえる<sup>(95)</sup>。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訴訟による被害回復を補完する意義があるといえそうである<sup>(96)</sup>。前述したVelikonja准教授の実証研究によると、

(92) In the Matters of Bear Wagner Specialists LLC, et. al., SEC Rel. No. 34-64553 (May 26, 2011).

(93) Winship, *supra* note (39) at 1132-33.

(94) Coffee, *supra* note (58) at 1543.

(95) Black, *supra* note (9) at 344. ただし、Cox教授らの実証分析によれば、SECの法執行の関心は、エンロン事件前には財政難に陥った会社の詐欺に向けられていたのに対し、同事件後は、投資家が多額の損害を被るかもしれない会社（特に小規模な会社の場合はそうである）の詐欺を摘発することに重点を移したとの分析がなされている（James D. Cox & Randall S. Thomas with Dana Kiku, Public and Private Enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed Since Enron?, 80 Notre Dame L. Rev. 893, 905-06 (2005)）。

発行者の報告・開示以外の違反類型に関して、公正基金による分配金が唯一の損害填補となったものは71.3%に達しており、そこでの公正基金による被害総額に対する回復率が7割から9割程度となっている状況<sup>(97)</sup>をみると、公正基金が有力な被害回復手段として役割を果たしているケースが存在することは否定しえないであろう。

SECが原告となって裁判手続きを通じて吐出したまたは民事制裁金を求める場合も、行政手続きを通じて求める場合も、最高裁の判例で積み重ねられた1934年法規則10b-5の私的訴訟に関する厳格な訴訟要件を回避することができるため、SECは投資家の被害回復を行う主体として有利な立場にあるといえる<sup>(98)</sup>。また、私的訴訟とは違い、弁護士費用が被害投資家への分配可能な額から差し引かれない点も、公正基金のメリットであると指摘<sup>(99)</sup>されている。たしかに、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%<sup>(100)</sup>といわれる）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

---

(96) スキーム責任が問題となったストーンリッジ事件において、連邦最高裁判所は、二次的行為者に対する1934年法10条b項および同法規則10b-5の私的訴権を認めない結論を支える理由の1つとして、SECの二次的行為者に対する法執行は有効であり、さらに、2002年9月以降、吐出しおよび民事制裁金の命令により集められた資金の多くが被害を受けた投資家に分配されてきたことを挙げている。Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., et. al., 552 U. S. 148, 166 (2008).

(97) Velikonja, supra note (11) at 359-60, 373.

(98) Black, supra note (9) at 335.

(99) Ibid. ただし、私的訴訟の弁護士の方が、SECの弁護士よりも、多額の賠償金を勝ち取るインセンティブが大きければ、この有利性は低下する。Id. at 338-39.

(100) Svetlana Starykh & Stefan Boettrich, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2015 Full Year Review (NERA), at 36 (2016).

点で、被害投資家にメリットがある。

では、公正基金による分配は、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。SOX 法308条の制定以降、利得吐出基金に民事制裁金を追加しうることとなったが、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、私的訴訟の和解金はわずかなうえ（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>(101)</sup>）、公正基金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<sup>(102)</sup>、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>(103)</sup>。また、SEC自身も認めるように、私的訴訟は原告の被害回復のために行われるのに対し、SECのエンフォースメント活動には複数の目的があること、さらにSECの資源には限界があるので、最も悪質な事件へと活動の対象を絞らざるを得ないかもしれないこと<sup>(104)</sup>、といった点からみても、私的訴訟の代替性を期待することは難しいとされる<sup>(105)</sup>。

---

(101) Id at 34.

(102) 2003年から2012年まで間、SECは233件の公正基金を創設し、被害投資家に約130億ドルの分配を行ったのに対し、同時期に、920件のクラスアクションで総額609億ドルの和解がなされている。Velikonja, *supra* note (11) at 361.

(103) James D. Cox & Randall S. Thomas, with Dana Kiku, *SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry*, 53 *Duke L. J.* 737, 755-56 (2003); Winship, *supra* note (39) at 1131.

(104) たしかに、注目を集めた事件 (high profile cases) にはSECの法執行が行われており、たとえば、2004年に創設された公正基金31件のうち14件がミューチュアル・ファンドのマーケット・タイミング取引に関するものであり、また、2006年に創設された25件のうち9件および2007年に創設された18件のうち7件が2001年から翌年にかけて生じた企業会計不祥事に関するものである。Velikonja, *supra* note (11) at 356.

(105) Cox & Thomas, *supra* note (103) at 756; Black, *supra* note (9) at 337-

学説のなかには、投資家の被害回復を 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>(106)</sup>

【付記】本稿は、公益財団法人全国銀行学術研究振興財団 2013年度助成研究の成果の一部である。

---

38. SEC Report, *supra* note (7) at 20 は、本文に述べた理由から、SEC の公正基金が私的訴訟にとって代わるものとはならないと述べる。

(106) Black, *supra* note (9) at 342-44.

## SEC Fair Funds for Investors' Damage Recovery

Masayoshi ISHIDA

This paper is intended to take an overview of the content and status of operation of the Fair Fund system in the United States and to elucidate the meaning of the Fair Fund system and issues related to it.

First, in Part 1, it will take an overview of disgorgements and civil penalties for violators of securities laws, as means of enforcement by the SEC. The Dodd-Frank Act expanded the SEC's authority regarding civil penalties. While traditionally disgorged funds had been used as restitution for investors harmed by securities trades, civil penalties were collected by the U.S. Treasury.

Next, in Part 2, this paper will take an overview of the requirements and distribution process provided in § 308(a) of the SOX Act. § 308(a) of the SOX Act empowers the SEC to establish Fair Funds adding civil penalties to disgorged funds. When the SEC has received civil penalties from judicial actions it motioned or from administrative actions, or it has received civil penalties from settlements on such litigation, it may add such civil penalties to a Fair Fund either through a motion to the court or under its own discretion. Under the Dodd-Frank Act, civil penalties may be used as sources of funding for a Fair Fund, without ordering disgorgements. The distribution process to damaged investors through a Fair Fund is provided in 17 CFR 201.1100 - 201.1106.

In Part 3, this paper will take an overview of the actual state of use of Fair Funds in the U.S., referring to the latest reports from the SEC and the GAO. Furthermore, it also will provide an introduction to the following subjects based on a detailed empirical analysis by Associate Professor Urska Velikonja: (i) numbers of Fair Funds and total amounts distributed, (ii) scale of Fair Funds, (iii) numbers of Fair Funds and their amounts by type of violation, and (iv) the state of parallel private law suits conducted alongside distribution through Fair Funds.

Part 4 will discuss the meaning of Fair Funds and related issues. It will look at the following issues: (i) decision-making criteria on implementation of the distribution plan, (ii) issues of circularity, (iii) duplication of private actions and Fair Funds, (iv) the relationship between bankruptcy procedures and Fair Funds, (v) civil penalties for issuers, and (vi) the difficulty of the distribution process.

Lastly, this paper will point out that while views criticizing the Fair Fund system as useless do not appear to be prevalent in the U.S., many commentators have pointed out problems and issues with the Fair Fund system. It notes that while traditionally investors have sought restitution for damages mainly through private litigation, most observers are not enthusiastic about the prospect of the Fair Funds system replacing private litigation, mainly because its amounts of restitution for damages tend to be small and in light of limits on SEC resources.