

研 究

# クロスボーダー M&A と証券法規制の域外適用

Cross-border M&A and Extraterritorial Application  
of the Federal Securities Laws

神 山 静 香\*

## 目 次

はじめに

### I. クロスボーダー M&A と米国証券法

1. クロスボーダー M&A
2. 米国におけるクラス・アクション

### II. 米国証券法

1. クロスボーダー M&A に適用される米国証券法の規制
2. 規則10b-5に基づく証券訴訟の枠組み

### III. 米国証券法の域外適用

1. Morrison 判決
  2. 1934年証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5の域外適用
- おわりに

## はじめに

経済のグローバル化が急速に進展し、企業は国境を越えた取引やビジネス活動において熾烈な競争を繰り広げている。国境を越える売買取引や証券取引、クロスボーダー M&A (Mergers & Acquisitions: 合併・買収)、国際合弁事業 (ジョイントベンチャー) によるグローバル規模での事業展開、ライセンス契約を通じた国際技術移転等、国際的なビジネスの形態は

---

\* 嘱託研究所員・実践女子大学人間社会学部現代社会学科専任講師

多様化し、技術革新によって日々進化している。少子高齢化による国内市場の飽和・縮小、社会や経済の急速な変化に直面する日本企業にとって、事業の選択と集中、海外展開による市場シェアの拡大、国際市場での競争力の強化は最も優先すべき課題である。国際的なビジネスの形態が貿易取引から海外直接投資へと変化する中で、金融緩和により資金調達が容易になったことを受けて、海外直接投資に占める M&A の比重は急速に拡大している。国連貿易開発会議（UNCTAD）が公表した資料によると、2016年の世界の海外 M&A（合併・買収）の総額は8686億ドル（約95兆円）で前年比18%の増加である<sup>1)</sup>。日本企業による外国企業の買収、いわゆるアウトバウンドの M&A の件数や取引金額も過去最高水準となっている。このような国際取引の主体は先進国の多国籍企業だけではない。中堅企業が高い技術やブランド力を有する先進国企業を買収するケース<sup>2)</sup>や有望な技術を有する新興企業に投資するケースなども目立つ<sup>3)</sup>。わが国では、特に、先端技術を持つ米国企業への関心が高く、日本企業による米子会社を通

- 1) 2017年6月8日付日本経済新聞「世界の海外 M&A、リーマン後で最高 金融緩和が追い風」。
- 2) 2017年4月3日付日本経済新聞「海外 M&A 最高11兆円日本企業、昨年度低金利で大型化」、2017年7月2日付日本経済新聞「日本企業の M&A、海外に熱い視線 1～6月96%増の3.7兆円」。
- 3) 2016年3月18日付日本経済新聞「電通では、欧米、アジア、南米等、幅広い地域で、成長領域と位置づけるインターネット広告などデジタル関連の現地企業を買収するため、2016年12月期に500億円を投じる」。また、富士フイルム株式会社は、iPS細胞の開発・製造のリーディングカンパニーである米国 Cellular Dynamics International, Inc. (CDI 社) を米子会社が設立した特別目的会社 (SPC) による株式公開買付けと略式合併を用いて買収し、その後、CDI 社が日本で iPS 細胞を安全かつ効率的に作製する技術に関する特許を取得したことを公表している。[http://www.fujifilm.co.jp/corporate/news/articleffnr\\_1124.html](http://www.fujifilm.co.jp/corporate/news/articleffnr_1124.html) 2016年10月16日付同社プレスリリース。また、オーストラリアの再生医療ベンチャー Cynata Therapeutics Limited (Cynata 社) による第三者割当増資を引き受けることで300万米ドルを出資したことも公表している。2016年9月5日付同社プレスリリース。[http://www.fujifilm.co.jp/corporate/news/articleffnr\\_1104.html](http://www.fujifilm.co.jp/corporate/news/articleffnr_1104.html)

じた米国ベンチャー企業の買収事例などもみられる<sup>4)</sup>。今後、日本企業による米国企業の買収、欧州の企業やアジアの新興国の企業とのクロスボーダー M&A や組織再編が一層活発化することが予想される。

国際的な取引や組織法上の行為は、法体系や法律、法制度を異にする国家や国家機関、また、異なる国に所在する個人や法人の間で行われる。しかし、異なる国の法律に準拠して設立された法人の間で行われる M&A や国際的な証券取引を規律する統一的な法律やルールが確立しているわけではない。これらの組織法上の行為や国際取引に対して複数の国家の法が適用される場合、法の抵触をいかにして回避すればよいのだろうか。また、国際的な取引に自国法が域外適用されることや自国の企業の行為に対して外国法が適用される可能性など、国際的な取引に対して法令の域外適用が認められるのはいかなる場合だろうか。

組織法上の行為に関しては、わが国の国際私法では、法人組織・内部関係や組織内部での手続きの問題については各々の設立準拠法により規律される。また、日本法人と外国法人の間で締結された契約の有効性といった対外関係の問題が生じた場合には、契約準拠法で規律される<sup>5)</sup>。国際的な証券取引等に関しては、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions: IOSCO）等の国際機関において、証券監督に関する原則や指針、国際的なルールの策定等、様々な取り組みが行われるとともに<sup>6)</sup>、国際的な取引に関わる法令の域外適用（extraterritorial appli-

---

4) 具体的な事例として、株式会社資生堂の米国地域本社であり連結子会社である Shiseido Americas Corporation（本社所在地：米国デラウェア州）を通じた米国ベンチャー企業 MATCHo（マッチコー、本社所在地：米国カリフォルニア州）の買収がある。2017年1月19日付同社プレスリリース。 <https://www.shiseidogroup.jp/news/detail.html?n=0000000002115>

5) 早川吉尚「外国会社との合併・株式交換をめぐる法的規律[1]」商事1622号（2002.3.5）。

6) 証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions: IOSCO）に関する情報は金融庁ホームページ [http://www.fsa.go.jp/inter/ios/ios\\_menu.html](http://www.fsa.go.jp/inter/ios/ios_menu.html) から入手できる。

cation)に関する統一的な指針やルールの確立が急がれる。

本稿ではこのような問題意識に基づき、株式を対価とする合併や株式交換等の国際的なM&A、国際的な証券取引に関わる法規制の域外適用(extraterritorial application)の問題について、特に、国境を越える企業の経済活動に重大な影響を及ぼす可能性のある米国連邦証券法の域外適用に関して、最近の判例や国際法の原則に基づく議論の現状を考察し、国際的な取引や行為に係る統一的なルールの確立する上での課題を明らかにする。

## I. クロスボーダー M&A と米国証券法

### 1. クロスボーダー M&A

日本企業による米国企業の買収、欧州の企業やアジアの新興国の企業とのクロスボーダー M&A や組織再編が一層活発化することが予想される。日本企業が海外に進出する形態としては、現地法人を設立する方法、支店を設置する方法、事務所を設置する方法がある。現地法人については、100%の投資法人又は共同で出資し合併会社(ジョイント・ベンチャー)を設立することが考えられる。この場合、法人格を取得し、出資者の有限責任のメリットを享受しながら事業を行うことができる。また、合併契約を締結することで法人格をもたない形態やパートナーシップや有限責任会社(Limited Liability Company: LLC)等の共同事業体を設立することが考えられる<sup>7)</sup>。一方で、既に現地にある会社を買収することや当該会社と合併するなど、M&A(合併・買収)の手法を用いることで現地法人を設立することができる。この場合のM&Aの手法としては、株式譲渡、新株発行、合併、事業譲渡等がある。合併について言えば、国際的な合併とは、異なる国の法律に準拠して設立された会社間の吸収合併をいう<sup>8)</sup>。わが国

---

7) 出資者の責任が無限責任である場合は、そのことから生じるリスクを考慮しなければならない。

8) 森本滋編『会社法コメンタール17 組織変更, 合併, 会社分割, 株式交換等[1]』(商事法務2014年)75頁。

の会社法は、外国会社（会社法2条2号）との直接的な組織再編行為についての規定が欠缺している。会社法における「会社」や「他の会社」には外国法に基づいて設立された外国会社は含まれないため、日本法に準拠して設立された会社と外国法に基づいて設立された外国会社の合併はできないと解するのが一般的であり<sup>9)</sup>、直接的な合併や共同株式移転は認められないと解されている<sup>10)</sup>。また、国際的三角合併を用いて、内国存続会社と消滅会社である買収対象会社との間で合併を行い、消滅会社の株主に対して内国存続会社の完全親会社である外国会社の株式を交付する方法がある。しかし「現実的には、受け皿会社である内国存続会社に買収対象会社の株式の全部を取得させ、買収対象会社の株主には買収側の外国会社株式を交付することにより株式交換制度（国際的三角株式交換）が活用されている」<sup>11)</sup>。三角合併の対価については、借入による資金調達が困難な場合や過大な有利子負債の負担を回避したいなどの理由から自社株式が用いられることが多い<sup>12)</sup>。株式交換の方法を用いる場合には、株式の時価総額は買収通貨としての性格を有することから、時価総額が高ければ巨額の資金

9) 森本・前掲注8) 91頁。

10) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務2005年）223頁、奈良輝久＝山本浩二＝清水健成＝日下部真治『M&A 法制の羅針盤』（青林書院2007年）94頁、大石篤史『株式を対価とする外国企業との M&A の実務(上)―「クロスボーダー合併」の新展開―』商事2044号（2014.9.25）24頁。一方、日本法に基づき設立された株式会社と外国会社との合併につき、規定は欠缺しているが、外国会社を日本において成立する同種の法人（民法35条2項）と同じ（例えば、ドイツの有限会社は日本の特例有限会社と同一とみる）と解した上で、合併が可能と解すべきであるとする見解もある。江頭憲治郎『株式会社法（第5版）』（有斐閣2014年）845頁、846頁注3）。

11) 森本・前掲注8) 413頁。

12) 例えば、2010年に完了したディー・エヌ・エーによる米エヌジーモコの買収がある。大石・前掲注10) 28頁、棚橋元「上場国内会社の株式を対価とする外国会社の買収―上場国内会社による米国での三角合併」商事1922号（2010.2.5）。また、第三国に親会社を新設した上で三角株式交換を用いて統合した米アブライド・マテリアルズと東京エレクトロンの統合がある（2014年完了）。

を用意することなく、機動的な組織再編を実行することができる<sup>13)</sup>。

## 2. 米国におけるクラス・アクション

近年米国では、M&Aの差止め訴訟が増加している<sup>14)</sup>。このような訴訟は、通常、クラス・アクション（集団訴訟）の形態により行われる。会社に代わって株主が会社のために提起する株主代表訴訟とは異なり、直接訴訟であるクラス・アクションは、原告が勝訴した場合の損害金は原告である株主に直接支払われる。また、一定の条件で確定される利害関係者——クラス——のために、一部の者がクラスを代表して訴訟を提起し（class representative）、判決効や和解の効果はクラスに属する全ての構成員に及ぶ<sup>15)</sup>。クラスの構成員として訴訟に参加しない選択をする場合は、クラスから離脱（オプト・アウト）する意思表示をしなければ自動的にクラスに所属することになる。

M&Aをめぐるクラス・アクションについて米国の企業が実施した調査によれば、1億ドル以上のM&A案件に対する提訴数は、2009年は349件、2010年は792件、2011年は742件、2012年は602件となっている<sup>16)</sup>。同様に、M&A案件に対する提訴率は、2007年が44%、2008年が54%、2009年が86%、2010年が90%、2011年が93%、2012年が93%、2013年が94%、2014年が93%、2015年が84%、2016年が54%となっている。複数のクラス・アクションが一つのM&A案件に対して提起されることもあり、2016年に実施

---

13) 経済産業省「持続的成長とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト（伊藤レポート）（平成26年8月公表）29頁。<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>

14) 宇野伸太郎「米国で急増するM&A差止めの訴え」西村あさひ法律事務所編『ビジネスパーソンのための企業法務の教科書』（文藝春秋2012年）80-90頁、小野美恵= 兪「米国上場企業のM&Aをめぐるクラス・アクションの状況」商事1996号（2013.4.15）。

15) 浅香吉幹『アメリカ民事手続法〔第3版〕』（弘文堂2016年）35頁以下。カーティス・J・ミルハウプト『米国会社法』（有斐閣2009年）120-122頁。

16) 小野= 兪・前掲注14) 15頁。

された M&A 案件の中には、一つの案件に対し13から15件のクラス・アクションが提起されているものもある<sup>17)</sup>。日本企業が株式を対価とする合併や株式交換を米国企業との間で行う場合、株式の発行を伴う当該取引に米国連邦証券法が適用され、米国連邦裁判所においてクラス・アクションの提起が認められる場合がある<sup>18)</sup>。なぜ、日本企業が行う合併や株式交換に対して米国連邦証券法が適用され、米国連邦裁判所において証券クラス・アクションを提起することができるのだろうか。

## II. 米国証券法

### 1. クロスボーダー M&A に適用される米国証券法の規制

日本企業<sup>19)</sup>が米国において有価証券の募集または売付を行うためには、1933年米国証券法 5 条に規定される登録義務を遵守しなければならない。すなわち、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) に登録届出書 (registration statement) を提出し、当該有価証券を SEC に登録する義務を負う。登録届出書で開示される発行会社の財務諸表は、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards:

---

17) EMC Corp. と Dell Inc. の M&A に対して提起されたクラス・アクションは 15件、Entropic Communications Inc. と MaxLinear Inc. の M&A で13件、Martha Stewart Living と Sequential Brands Group Inc. の M&A で13件となっている。Cornerstone Research Economic and Financial Consulting and Expert Testimony, Ravi Sinha, *Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies, Review of 2015 and 1H 2016 M&A Litigation*, <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Shareholder-Litigation-Involving-Acquisitions-2016.pdf>

18) 太田洋 = 宇野伸太郎「米国連邦証券取引所法の域外適用 (上) — Morrison 判決と ADR 発行企業への影響」商事1934号 (2011.6.15)。

19) 日本企業が含まれる米国証券法上の「海外民間発行者」(foreign private issuer) の定義については、湯原心一「米国の証券登録義務 The Registration of Securities in the United States」WIAS Discussion Paper No. 2015-005 <https://www.waseda.jp/wias/achievement/dp/data/dp2015005.pdf> 1頁。

IFRS）、または米国において一般に公正妥当と認められる会計原則（U.S.GAAP）に従い、英語で作成されなければならない<sup>20)</sup>。日本企業がこれらの基準に従い財務諸表を作成し、SECに有価証券を登録するには大きな費用負担を伴う。前述のように、米国において有価証券の募集または売付を行うためには、1933年米国証券法に従い、当該有価証券をSECに登録しなければならないが、日本企業が米国企業との間で株式を対価とする合併や株式交換を行う場合でも当該有価証券をSECに登録しなければならない。有価証券の「募集」、「売付」の定義については拡大解釈されており、「募集」、「売付」には、共同株式移転や単独株式移転、完全親会社株式を対価とする株式交換、株式を対価とする吸収合併取引などが含まれるとされる。つまり、株式を対価とした吸収合併では、消滅会社の株主に対して存続会社の株式の「募集」をしているとみなされるのである。したがって、これらの取引に対しては、1933年米国証券法上の登録義務が課される。もっとも、米国に居住する証券保有者が発行済株式総数の10%超を保有していない場合には登録義務を免除される。例えば、吸収合併の場合は消滅会社の株式の10%超、共同株式移転の場合は、株式移転完全子会社における米国に居住する証券保有者が株式移転完全親会社の株式の10%超、完全親会社の株式を対価とする株式交換の場合は、対象会社の株式の10%超である<sup>21)</sup>。したがって、日本企業同士の組織再編であっても、株式を対価とする組織再編であって、買収対象会社における米国に居住する証券保有者の比率が発行済株式総数の10%超となる場合は、買収会社は、手続開始前にSECに対して登録届出書（Form F-4）を提出しなければならない。公開買付けについても、買収対象会社における米国に居住する証券保有者の株式保有割合が10%を超える場合には登録義務が課せられる。買収対象会社が非米国企業であっても1934年証券取引所法上の公開買付け規制が適

---

20) アンダーソン・毛利・友常法律事務所 [監修・著]、デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル=君合法律事務所=スローター・アンド・メイ法律事務所 [著]『域外適用法令のすべて』（株式会社きんざい2013年）113頁。

21) 前掲注20) 131頁。



用される。また、SEC に登録をした場合でも登録義務を免れた場合であっても、米国において証券の募集が行われた場合には、1934年証券取引所法10条(b)項及び取引所規則10b-5が適用され、米国連邦裁判所における訴訟提起が認められる場合がある<sup>22)</sup>。また、米国以外の証券取引所における証券発行や証券取引にも同法が域外適用される場合がある<sup>23)</sup>。

1934年証券取引所法10条(b)項は、証券の購入又は売付に関連して相場操縦又は欺罔を禁ずる包括的条項であり、取引所規則10b-5は、1934年証券取引所法10条(b)項の授權に基づいてSECが制定した一般的詐欺防止規則である。1934年証券取引所法規則10条(b)項に私人の私的訴権を認める明文規定はないが、1946年の *Kardon v. National Gypsum Co.* 判決<sup>24)</sup>以降、多くの下級審裁判所が規則10b-5に基づく私的訴権を認めてきた。連邦最高裁判所は1971年の *Superintendent* 判決<sup>25)</sup>において規則10b-5に基づく私的訴権を認めている。その背景には、証券不実開示に対して損害賠償責任を課すことは、現実に生じた損害を填補し被害者の救済を図るという民事的側面からの機能をもつこと、私人による法のエンフォースメント (private enforcement) は、SECによる法のエンフォースメントを補完するものであり<sup>26)</sup>、不正を抑止する機能を果たすことで証券法の目的の実現に資するとの考え方があるものと思われる。以降、米国では、株式公開買付け、合併、事業譲渡、内部者取引などの様々な事例において規則10b-5は広く活用され、数多くの訴えが提起されている<sup>27)</sup>。

---

22) 前掲注18), 前掲注20) 135頁。

23) 前掲注20) 112頁。

24) *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (1946).

25) *Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Company*, 404 U.S. 6 (1971).

26) *J.I. Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426 (1964).

27) 藤川信夫「国際取引における域外適用ルール統一化ならびに秩序形成にむけて」日本法学第79巻第1号(2013年6月)10頁。

## 2. 規則10b-5に基づく証券訴訟の枠組み

1934年証券取引所法10条(b)項に基づく証券訴訟の枠組みについて概説する。米国連邦証券法上、1933年証券法が証券発行市場を規制し、1934年証券取引所法が証券流通市場を規制している。1933年証券法では、SECに提出する登録届出書に重要な不実開示があり、それによって投資家に損害が生じた場合には、発行者は無過失責任 (absolute liability) を負う (1933年証券法11条(a)項)<sup>28)</sup>。登録会社に継続開示義務を課しているのは1934年証券取引所法12条である。登録会社は、SECに対してフォーム10-Kによる年次報告書 (annual report)、フォーム10-Qによる四半期報告書 (quarterly report)、フォーム8-Kによる臨時報告書 (current report) を提出する義務を負う。定期的な報告書において重要な事実の虚偽表示や省略等の不実開示があった場合の民事責任については1934年証券取引所法18条(a)項が規定している。提出文書に虚偽または誤解を生じる記載をし、当該文書を登録した者あるいは登録させた者は、当該表示を信頼してその影響を受けた価格で証券の売買を行った者に対して責任を負う。発行者は賠償義務者に含まれる。

18条(a)項に基づく責任は、立証責任が転換された過失責任である。したがって、被告が善意 (in good faith) で行動し、表示が不実であることを知らなかったことを立証すれば責任を免れる。しかし、1934年証券取引所法18条(a)項は、損害賠償責任の成立要件として、原告は不実表示を現実に信頼したことを個別的に立証することが求められる。したがって、個々の証明が異なればクラスの認可ができずクラス・アクションの形態をとることができない。また、訴訟費用の担保が課せられない、短期消滅時効の定めがない、損害賠償以外の救済手段を選択できることなどの理由から、

---

28) 発行者以外の登録届出書に署名した者 (主要役員、財務・経理担当役員、取締役)、届出書を作成、または証明を与えた者 (会計士、技術者、評価人、その他の専門家、引受証券会社等) には、“デューディリジェンスの抗弁” (due diligence defense) が与えられる。規定されるデューディリジェンス (注意義務) の基準を満たすことができた場合には、責任を免れる (11条(b)項)。

1934年証券取引所法10条(b)項の授權に基づいて SEC が制定した規則10-5 が利用されるようになった。もっとも、1934年証券取引所法10条(b)項には私人による訴権を認める明文規定はない。しかし、連邦最高裁判所は、1964年の Borak 判決において、委任状勧誘に関して虚偽又は誤解を招くような表示を禁じる1934年証券取引所法14条(a)項及び同規則14a-9について、私人の訴権について明文規定はないが、黙示の私的訴権 (implied private right of action) を肯定している<sup>29)</sup>。

1934年証券取引所法10条(b)項は、証券の売買に関連して、相場操縦のまたは欺罔的な策略、または技巧を用いることを禁じる包括的条項である。規則10b-5は、これを受けて一般詐欺防止規則として制定されたものである。規則10b-5の対象となるのは、「証券の購入又は売付に関連する詐欺又は欺罔」である。原告適格として、コモンロー上の詐欺に基づく損害賠償請求の要件が要求される<sup>30)</sup>。すなわち、①原告は、証券の買主又は売主であること (purchaser-seller rule)、②被告の主観的要件として、被告がサイエンター (scienter) をもって行為したこと、③不実開示が重要な事実に関するものであること (materiality)<sup>31)</sup>、④投資者が投資判断において不実開示を信頼したこと (reliance)、⑤被告の行為と原告の損害との因果関係及び損害額 (causation, damages) の立証責任が原告に課される。

投資者が投資判断において不実開示を信頼したこと、すなわち「信頼の要件」について、効率的資本市場仮説 (Efficient Capital Market Hypothe-

---

29) J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

30) 原告は、証券の買主又は売主であること、被告の主観的要件として、被告がサイエンター (scienter) をもって行為したこと、不実開示が重要な事実に関するものであること、投資判断において不実開示を信頼したことの立証責任が原告に課される。

31) 委任状に関する事案であるが、Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 U.S. 375 (1970) は、株主の投票判断に影響を及ぼす実質的な可能性がある場合には重要な事実だとしている。また、最高裁は、TSC Indus., Inc. Northway, Inc. 426 U.S. 438, 449 (1976) において同様の基準を示している。Stephen M. Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, Foundation Press (2003) at 257.

sis) によれば、証券価格は公開情報によって決定され、投資者はこの価格を信頼して取引を行う。多くの裁判所は、虚偽又は不開示によって影響を受けた価格で証券の売買を行ったことを立証すれば信頼の要件は満たされるとの判断を示すようになり、この効率的資本市場仮説にも基づく信頼の推定は、連邦最高裁判所の1988年の Basic 判決でも認められた<sup>32)</sup>。このことにより、不実開示に基づくクラス・アクションの提起が容易になった。

### 私的証券訴訟改革法 (PSLRA)

1995年、濫用的訴訟の抑制を目的として私的証券訴訟改革法 (PSLRA) が成立した。法外な和解金を目的とする嫌がらせ訴訟はクラス・アクションの形態をとる。したがって、私的証券訴訟改革法は1934年証券取引所法を改正し、証券法に基づくクラス・アクションに個別的に適用される手続規定である21D 条を新たに導入した。これにより、規則10b-5に基づく責任が認められるためには、原告は、被告の主観的要件として過失を立証するだけでは足りず、被告がサイエンターをもって行為したことを立証しなければならなくなった。サイエンターとは、一般に、故意ないし違法行為の認識 (intent or knowledge of wrongdoing) と解されている。21D 条(b) 項(2)号は、サイエンターの訴答要件をさらに加重するもので、被告が責任要件とされる心理状態で行為したことの「強い推定 (strong inference)」を生じさせる事実を詳細かつ具体的に主張しなければならない。原告にとって最も困難なことは、特定性をもってサイエンターの推定を生じさせるのに十分な事実を訴答することであり、この要件を満たせない場合には申立ては棄却される。このことから規則10b-5に基づく証券詐欺訴訟は減少傾向にある。しかし、証券クラス・アクションでは、多数の投資家をクラスの構成員として原告とすることにより、高額の損害金と成功報酬が期待できるため、弁護士が原告訴訟代理人となり、投資家に訴訟提起を働きか

---

32) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

けることによって多くの訴訟が提起されていることが指摘されている<sup>33)</sup>。

### III. 米国証券法の域外適用

#### 1. Morrison 判決

各国の証券法規制の中で域外適用の範囲が広いのは、1933年米国証券法 (Securities Act of 1933) 及び1934年米国証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) であると言われている<sup>34)</sup>。域外適用とは、外国で行われた行為等に対して自国法を適用することをいう<sup>35)</sup>。証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5は、日本企業が米国証券法上の SEC への登録義務を免れた場合であっても、米国において証券の募集が行われた場合には適用される<sup>36)</sup>。また、この証券の中には、2008年の SEC 規則の改正により、米国等の預託銀行が海外民間発行会社 (Foreign Private Issuers) の承諾を得ることなく発行することができるようになった発行会社の株式を引当てとした米国預託証券 (American Depositary Receipt: ADR) も含まれる。日本企業は自らの意思に基づくことなく米国内において ADR を発行されており、これに伴い、当該会社の有価証券を保有する米国に居住する投資家の数が増加し、これらの投資家から規則10b-5に基づく証券訴訟 (クラス・アクション) が提起されるリスクが増大している。外国企業に対して、どのような場合に証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5が適用されるのか、具体的な事案を検討する。

#### Morrison v. National Australia Bank, 130 S. Ct. 2869 (June 24, 2010)

本件の被告は、オーストラリア法人であるナショナル・オーストラリア銀行 (National Australia Bank, 以下, 「NAB」という) である。NAB の

---

33) 前掲注18) 86頁。

34) 前掲注20) 113頁。

35) 柏木昇監修, 松枝迪夫著『国際取引法』(第2版)(三省堂2013年) 65頁。

36) 前掲注20) 135頁。

普通株式 (ordinary shares) は、オーストラリア証券取引所に上場されており、米国の証券取引所には上場されていなかったが、NABの株式を引当てとする米国預託証券 (American Depositary Receipt: ADR) がニューヨーク証券取引所に上場されていた。1998年NABは、米国フロリダに本社を置くモーゲージサービシング事業を行う Home Side Lending を買収したが、2001年、NABは、Home Side Lending の資産について巨額の評価損を計上し、これによりNABの普通株式の株価が下落した。これに対して、減損前にNABの普通株式を米国外で購入したオーストラリア人の投資家がNAB及びHome Side Lending、両社の役員に対して、Home Side Lending とその役員らは、財務モデルを操作し、会社のモーゲージサービシングの権利が実際よりも価値があるようにみせ、NABと同社のCEOは、この事実を認識しながらHome Side Lending の利益について虚偽の表示を行ったとして、1934年証券取引所法規則10b-5に基づき、米国ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所に訴訟を提起した。NABは、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号における事物管轄 (subject matter jurisdiction) の不存在等を理由に却下の申立て (motion to dismiss) を行った。同裁判所は、1934年証券取引所法10条(b)項及び取引所法規則10b-5の域外適用における事物管轄の有無の判断について下級審により形成された conduct and effect test (行為・効果基準) を適用し、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号における事物管轄が認められないとして訴えを却下した。第二巡回区連邦控訴裁判所は連邦地方裁判所の決定を維持したため、連邦最高裁判所が裁量上訴 (サーシオレーライ・certiorari) を受理し、判断を下したのが本件である。

## 判旨

第一に、第二巡回区控訴裁判所が1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用の問題を当該裁判所が当該訴訟を審理する権限を与えられているか<sup>37)</sup>と

---

37) 事物管轄権 (subject matter jurisdiction) とは、「当該裁判所が当該訴訟類型について審理する権限を付与されているかという問題」である。米国の民事訴訟の審理に必要な条件は、「事物管轄権 (subject matter jurisdiction)」、「領域

いう事物管轄権の問題として捉え、連邦民事訴訟規則12(b)項(1)号に基づく事物管轄の欠如について、被告の申立てを認め、訴えを却下したことは誤りであり、1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用の問題は、10条(b)項がいかなる行為を禁じているかという実体的な問題（merits question）であるとした。管轄権については、1934年証券取引所法に違反する行為について連邦裁判所の管轄権を認める同法27条(a)項により、連邦地区裁判所は本件の審理について管轄権を有しているとした<sup>38)</sup>。

第二に、第二巡回区控訴裁判所は、1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用について、議会が沈黙しているため、裁判所が議会が当該制定法の域外適用を望んでいるかどうかを判断（discern）することができると考えていた。そして、外国における行為と外国に対する影響が含まれる詐欺の事案に1934年証券取引所法10条(b)項が適用されるかどうかを判断するために、過去何十年間にわたり下級審判例で繰り返し採用されてきたのは、(1)不正な行為が米国において実質的な影響を与えたかという「効果基準（effects test）」、(2)米国において不正な行為が行われたかという「行為基準（conduct test）」からなる conduct and effect test（行為・効果基準）であった。しかし、最高裁判所は、域外適用について議会の積極的な意図が明確に表明されていない限り、当該制定法は主として、国内の事項に関して適用されると推定しなければならないとして、制定法が域外適用について明確な意図を示していない場合は、当該制定法の域外適用を認めないとする推定（域外適用否定の推定 presumption against extraterritoriality）を示した。域外適用について議会の明白な意図がない限り、米国の領域管轄権の範囲内でのみ適用されることが米国の法律の長年にわたる原則であり、

---

管轄権（territorial jurisdiction）・人的管轄権（personal jurisdiction）」、「裁判地（venue）」、「送達（service）」である。浅香吉幹『アメリカ民事手続法（第3版）』（弘文堂2016年）19頁。事物管轄権について、樋口規雄『アメリカ涉外裁判法』13頁。

38) 田中誠一「米国連邦証券法詐欺防止規定の域外適用」横浜法学第23巻第3号（2015年3月）290頁。

議会は、通常、国内の事項に関して法律を制定するという認識に基づき、この原則は、議会の立法権限を制限するものではなく、法律の意図を解釈する基準または推定であるとした。

第三に、原告は、Home Side Lending とその経営陣が問題となっている開示書類の不実記載等の詐欺的行為を行ったのはフロリダ州であり、国内における行為として1934年証券取引所法10条(b)項の適用を求めていると主張した。この点について連邦最高裁判所は、1934年証券取引所法の立法の焦点は、詐欺的行為がどこで行われたかではなく、米国内で行われた証券の売買であるとした。1934年証券取引所法10条(b)項が適用されるのは、①米国内の証券取引所に上場されている証券についての取引、②その他の証券について米国内で行われた取引のみであると判示し、いわゆる「transactional test (取引基準)」と呼ばれる基準を示した。1934年証券取引所法10条(b)項は、米国の証券取引所に上場されている証券の売買に関連した相場操縦的または詐欺的行為に対して適用される。したがって、本件は、米国内の証券取引所に上場されている証券ではなく、米国外で生じた証券の購入に関するものであるから、原告は、救済が付与される主張ができていないとして、連邦民事訴訟規則12条(b)項(6)号に基づいて、請求を却下した。

## 2. 1934年証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5の域外適用

Morrison 判決以前、証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5の域外適用の問題については、事物管轄の問題として判断されてきた。そのための基準として採用されてきたのが conduct and effect test (行為・効果基準)である。具体的には、次のような基準である。すなわち、①不正な行為が米国内で行われたこと(行為基準)、②不正な行為の実質的な影響が米国内に生じたこと、または米国国民に対して生じたこと(効果基準)、これらの基準を満たす場合には、米国連邦裁判所の管轄権が認められるというものである。この conduct and effect test (行為・効果基準)は、「国家は、その領域内で行った行為や事実に対して、行為者の国籍に関係なく、管轄権を行使できる」とする従来の属地主義を拡張する「効果理論」を基礎と



しており、「外国における行為が自国の領域内に影響を与え、行為者がそれを予見することができる場合に、外国における行為に対して自国の管轄権を行使できる」<sup>39)</sup>との考え方に基づくものである。このような考え方は、独占禁止法や競争法の域外適用や米国外で行われた証券取引に対する米国連邦証券法の管轄権の有無を判断する際の conduct and effect test（行為・効果基準）<sup>40)</sup>の基礎となっている<sup>41)</sup>。

本件はクラス・アクションの形態で提起されたが、原告のクラスには、減損前に NAB の普通株式を米国外の証券取引所で購入した外国人と NAB の米国預託証券（ADR）を購入した米国人が含まれていた。外国人が米国外で米国の証券取引所に上場されていない外国企業の証券の取引を行った事例であり、いわゆる、外国の三乗（foreign-cubed）と呼ばれる事案である。しかしながら、Morrison 判決以前より、外国人が外国企業の証券を米国外で取引して損害を受けた場合にまで、米国における訴訟提起が認められることに対して批判があった<sup>42)</sup>。このような批判を考慮し、また、外国法との抵触や外国法への干渉を回避する目的もあって、本件では、conduct and effect test（行為・効果基準）を採用せず、①米国内の証券取引所に上場されている証券についての取引、②その他の証券について米国内で行われた取引に対してのみ1934年証券取引所法10条(b)項が適用されるとする、transactional test（取引基準）と呼ばれる基準を採用した。

Morrison 判決では、1934年証券取引所法10条(b)項は域外適用されないとの判断の前提として、制定法が域外適用について明確な意図を示していない場合は、当該制定法の域外適用を認めないとする原則「域外適用否定

---

39) 前掲注20) 3頁。

40) 行為基準は、「領土内で開始され、領土外で完結する行為について管轄権を認めるという考え方」である主観的属地主義を基礎としており、効果基準は、「領土外で開始され、領土内で完結する行為について管轄権を認めるという考え方」である客観的属地主義を基礎としている。前掲注18) 22頁。

41) 前掲注20) 4頁。

42) 前掲注18) 22-23頁、前掲注38) 278頁。

の推定 (presumption against extraterritoriality)」、及び同法の適用が認められる取引であるか否かを判断する「transactional test (取引基準)」が新たな基準として示された。これらの新たな基準を示した Morrison 判決の影響としては次のようなものが挙げられる。2010年6月の Morrison 判決以降、2010年7月に成立・発効したドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) において、1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用について、SEC 及び連邦司法省 (Department of Justice) による訴訟については、conduct and effect test (行為・効果基準) の採用を認め、連邦裁判所の管轄権を認める規定 (929P 条(b)(2)(B))<sup>43)</sup> が置かれ、Morrison 判決が同法によって修正されている<sup>44)</sup>。これについては、個々の利益に基づく私的訴訟及び米国のクラス・アクションの性質や特殊性を考慮すれば、私的訴訟については、Morrison 判決により示された基準により1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用を制限する一方で、市場の公正性や投資家の保護を目的とする証券法の立法趣旨に照らし、SEC 及び連邦司法省による訴訟については、Morrison 判決を修正して conduct and effect test (行為・効果基準) を採用し、域外適用を認めることには一定の合理性があるとの見解がある<sup>45)</sup>。

## おわりに

国際的な取引や異なる国の法律に準拠して設立された法人間での M&A (合併・買収) のような組織法上の行為、国境を越える証券取引等が活発化しているが、これらを規律する統一的な法律やルールが確立しているわけではない。これらの組織法上の行為や国際取引に対して複数の国家の法

---

43) §929P (b), 15 U.S.C §77v (a).

44) 前掲注38) 306-307頁, 太田洋 = 宇野伸太郎「米国連邦証券取引所法の域外適用(下) — Morrison 判決と ADR 発行企業への影響」商事1935号 (2011.6.25) 27頁, 前掲注27) 28頁。

45) 前掲注38) 309頁。

が適用される場合、法の抵触をいかにして回避すればよいのだろうか。また、国際的な取引に自国法が域外適用されることや自国の企業の行為に対して外国法が適用される可能性など、国際的な取引に対して法令の域外適用が認められるのはいかなる場合だろうか。本稿ではこのような問題意識に基づき、株式を対価とする合併や株式交換等の国際的な M&A、国境を越える証券取引に関わる法規制の域外適用 (extraterritorial application) の問題について検討した。

国境を越える企業の経済活動に重大な影響を与える可能性のある1934年証券取引所法10条(b)項及び規則10b-5の域外適用については、従来の属地主義を拡張する「効果理論」を基礎として、「外国における行為が自国の領域内に影響を与え、行為者がそれを予見することができる場合に、外国における行為に対して自国の管轄権を行使できる」との考え方に基づく conduct and effect test (行為・効果基準) が採用されてきた。しかし、近年の過剰なほどクラス・アクションが提起される現状に、連邦最高裁判所は、Morrison 判決においてこの基準を採用せず、「域外適用否定の推定 (presumption against extraterritoriality)」及び「transactional test (取引基準)」を新たに採用した。2016年5月、カリフォルニア州中部地区連邦地方裁判所は、東芝に対する規則10b-5に基づく証券訴訟において、transactional test (取引基準) に基づき原告の請求を却下している<sup>46)</sup>。Morrison 判決後に成立・発効したドッド・フランク法では、SEC 及び連邦司法省 (Department of Justice) による訴訟については、conduct and effect test (行為・効果基準) の採用を認める規定が置かれた。したがって、米国外における行為であっても行為・効果基準を満たす場合には、連邦裁判所が管轄権をもつことになる。SEC 及び連邦司法省による訴訟において、conduct and effect test (行為・効果基準) をいかに解釈して1934年証券取引所法10条(b)項の域外適用を行うのか、私人による訴訟との対比や外国法との抵触の問題等の観点から検討していく必要がある。

46) Stoyas v. Toshiba Corp., 191 F. Supp. 3d 1080 (CD. Cal. 2016).