

流通市場における会社の不実開示責任について (五)

王子田 誠

目次

- 一 はじめに
- 二 証券詐欺クラス・アクションの現状
 - 1. 制度改革の流れ
 - 2. 証券詐欺クラス・アクションの補償目的
 - 3. 証券詐欺クラス・アクションの抑止目的
 - 4. 現代の保険実務
 - 5. 小括
(以上25巻1号)
- 三 会社責任改革提案
 - 1. 企業責任否定・削減論
(以上25巻2号)
 - 2. 企業責任擁護論
(以上26巻2号)
 - 3. 最近の学説
 - i ガバナンスの観点
 - ii 仲裁の活用
(以上27巻2号)
(以上本号)
 - iii 責任保険の改革

ii 仲裁の活用 (承前)

これまでの検討によれば、証券詐欺クラスアクションの場面で仲裁導入を肯定する立場は、コスト、速度および専門知識を根拠とする。また、経営者による詐欺的行為の助長、会社にとって好都合、株主の発言機会の保護、法律の衰退および透明性の欠如等の仲裁に関する問題点について仲裁導入肯定論の立場からの反論を概観した。ここではまず証券法制と仲裁の関係について連邦最高裁を中心とする判例の変遷を検討する。そして、クラスアクション排除条項をめぐる実務や立法の動向を見た上で、SECの立場を紹介し、仲裁活用に関する

議論を整理してみたい。

(a) 仲裁に関する最高裁判例

証券取引所法29条(a)項は、本章の規定またはこれに基づく規則もしくは規制の遵守を放棄させるようにいずれかの者を拘束する条件、約定または規約が無効であると述べる¹。この規定は証券法14条と文言も同様であるが、イギリス会社法に由来するといわれている²。ところで、制定時に立法経緯はほとんど説明されていない³。この点について、制定法およびルールによって与えられる投資家保護は重要であるため、議会が両当事者をして制定法上のフレームワークを弱めた取引を交渉することを許諾しない。すなわち、より洗練された当事者がより洗練されていない当事者に権利を放棄するように説得するかもしれない懸念から弱者を保護したものと理解されている⁴。

当初裁判所も、連邦制定法のもとに提起される主張を扱う調停者を信頼せず、軽蔑の目で仲裁を見た⁵。連邦仲裁法 (Federal Arbitration Act ; FAA) 制定後でさえも、基礎的な主張が連邦権利に関係するときに、裁判所は仲裁契約を執行するのを嫌った⁶。

仲裁条項の有効性が最初に争われたのは1953年のWilko v. Swanである。ブローカーに不実表示があったとして顧客が訴えた事例であるが、連邦最高裁は事前の仲裁合意が証券法の条項の遵守を放棄させる取り決めとして証券法14条に違反して無効であるとした⁷。この立場は仲裁に対する不信を表明したもの

1 15 U.S.C. § 78cc (a) (2012).

2 Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 46, 53 (1995).

3 *Stock Exchange Practices: Hearings on S. Res. 84, 72d Cong., S. Res. 56 and S. Res. 97, 73d Cong., Before Senate Banking and Currency Comm., 73d Cong., 2d Sess. 6578 (1934)*, reprinted in 6 *LEGISLATIVE HISTORY OF THE SECURITIES ACT OF 1933 AND SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934* (J.S. Ellenberger & Ellen. Mahar eds. 2001).

4 Barbara Black, *Eliminating Securities Fraud Class Actions Under the Radar*, 2009 *Colum. Bus. L. Rev.* 802, 824 (2009).

5 Carroll E. Neesemann et al., *The Law of Securities Arbitration*, in *SECURITIES ARBITRATION 2001: HOW DO I DO IT? HOW DO I DO IT BETTER?*, 165, 170-71 (PLI Corp. Law & Practice Course, Handbook Series, 2011).

6 *Id.* at 170.

7 *Wilko v. Swan*, 346 U.S. 427 (1953).

といわれる⁸。

その後も裁判所はこのような立場を維持していたが⁹、1987年のShearson/American Express, Inc. v. McMahon¹⁰と1989年のRodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.¹¹によって変更された。いずれもブローカーを顧客が過当売買等で訴えたが事前の仲裁合意が存在した事例である。これらの二つの判例は以下のような理由で仲裁合意を有効とした。第一に、証券取引所法29条(a)項が禁止するのは実体的権利の放棄だけであって、管轄の規定は含まない¹²。第二に、自主規制機関による仲裁手続にSECの監督が及ぶため、仲裁は証券取引所法29条(a)項により無効にならない¹³。これらの判決を受けて事前仲裁合意を執行したいという裁判所意欲の結果として、仲裁合意はビジネス契約の中心部分になったといわれる¹⁴。

次に裁判で争われた争点は強制的仲裁条項がクラス仲裁を排除するかであった。この点に関して連邦最高裁は2003年のGreen Tree Fin. Corp. v. Bazzleにおいて、金融機関と住宅資金を借り入れた消費者間の仲裁条項にクラス仲裁の定めがない場合にクラス仲裁を認めるか否かは仲裁人が判断すべきとした¹⁵。

このような判例を受けて、アメリカ仲裁協会(American Arbitration Association)はクラス仲裁に適用されるルールを開発し、それは2003年10月に実施された¹⁶。2009年9月の時点で、アメリカ仲裁協会はクラス・ルールのもとに

8 Shearson/American Express, Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220, 233 (1987). 木村秀一「証券取引紛争に関する事前の仲裁契約の効力」商事法務1237号20頁(1990年)。

9 Neesemann, *supra* note 5, at 170-71. なお、国外での商標権取引において不実表示があったとして買主が証券取引所法10条b項違反を主張した際、売主が仲裁条項を主張した事案について、連邦最高裁は仲裁を認めないと国際業務を阻害するとの理由で仲裁条項の有効性を認めたものがある。Scherk v. Alberto-Culver Co., 417 U.S. 506 (1974).

10 McMahon, 482 U.S. 220.

11 Rodriguez de Quijas v. Shearson/Am. Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989). 小島孝「証券取引紛争の仲裁可能性」商事法務1245号37頁(1991年)。

12 McMahon, 482 U.S. at 228.

13 *Id.* at 231, 238; Rodriguez, 490 U.S. at 483.

14 G. Richard Shell, *Arbitration and Corporate Governance*, 67 N.C. L. Rev. 517, 517 (1989).

15 Green Tree Fin. Corp. v. Bazzle, 539 U.S. 444 (2003).

283件のクラスアクションを取り扱った¹⁷。ほとんどが消費者または雇用関連の請求であったにもかかわらず、証券問題または他の複雑なビジネス紛争に関係するものもごく少数ながらあった¹⁸。

その後クラス仲裁をめぐって争いが顕在化する。その最初の判例がStolt-Nielsen事件である。備船契約の仲裁条項にクラス仲裁が明示されていない場合に仲裁廷がクラス仲裁を認めた事例である¹⁹。第一審は仲裁判断を取り消したが、原審は仲裁判断を認めたため裁判所でも見解が分かれていた。

連邦最高裁は以下の理由で本件仲裁判断を法の明白な無視 (manifest disregard of the law) に該当すると判示した。クラス仲裁は多数の者 (欠席当事者も含まれる) の拘束、機密保持、司法審査の範囲が極めて狭いなど個別の仲裁との相違が大きいと、仲裁合意にクラス仲裁が含まれていない場合に、仲裁廷は当事者がクラス仲裁に合意したと推定すべきではない²⁰。本件はクラス仲裁の合意が仲裁廷によって判断されるべきとするBazze判決²¹は適用されないとした。したがって同判決を踏まえたクラス仲裁の拡大に歯止めをかけることとなった。

事前仲裁合意に対する最高裁の立場を決定付けた判例としては2011年のConcepcion事件が挙げられる。これは携帯電話会社に対して顧客が不実表示であるとしてクラスアクションを提起した事例である²²。両者の契約にはクラスア

16 Brief of American Arbitration Association as Amicus Curiae in Support of Neither Party at 3-4, *Stolt-Nielsen S.A. v. Animalfeeds Int'l Corp.*, 130 S. Ct. 1758 (2010) (No. 08-1198).

17 *Id.* at 22.

18 2010年秋のアメリカ仲裁協会によればクラス仲裁は証券問題として6件会社関係のビジネス紛争として4件が確認されている。*Stolt-Nielsen*, 130 S. Ct. 1758.

19 *Id.* at. 1764-65. 中野俊一郎=阮柏挺・JCA57巻9号(2010年)67頁、宮脇亮次「判例研究」海事法18頁(2010年)。

20 *Id.* at 1775-76.

21 *Bazze*, 539 U.S. 444.

22 *AT&T Mobility LLC v. Concepcion*, 131 S. Ct. 1740, 1744-45 (2011). 関戸麦=ジョアン若菜「Concepcion事件米国連邦最高裁判決と仲裁条項によるクラスアクションの回避」NBL 957号33頁(2011年)、ジェームス・ドナート=宇野伸太郎「米国クラスアクション最新実務(2)」国際商事法務39巻6号791頁(2011年)、柳景子「クラス・アクションを回避する仲裁条項の有効性」比較法学48巻1号211頁(2014年)。

クション放棄条項が含まれていたが、カリフォルニア州のDiscover Bank rule²³に基づいて顧客はクラス手続を禁じることは非良心的 (unconscionable) であると主張した。第一審および原審は顧客の主張を認め、仲裁条項を無効とした²⁴。本件ではFAAとDiscover Bank ruleが抵触するかどうか争点であった。

連邦最高裁によると、FAAの目的は仲裁合意の執行確保や効率的で迅速な紛争解決であるが、カリフォルニア州のDiscover Bank ruleに基づくクラス仲裁は3つの点でこの目標を妨げる。第一に、クラス仲裁は略式 (informality) という長所を犠牲にし、手続を遅く、高価にするおそれがある。第二に、クラス仲裁は手続に参加していない者に対する手続保障が必要であるが、これは効率的で迅速な紛争解決に反する。第三に、クラス仲裁は再審理がないために疑わしい請求でも和解するよう被告に圧力をかけるおそれがある。したがって、Discover Bank ruleはFAAの目的を実現する上での障害となるためにFAA 2条により専占 (preempt) され、その結果、クラスアクションの放棄を含む仲裁条項は有効と判断した²⁵。もっとも、本件仲裁条項には救済・費用や仲裁手続等の点で必ずしも消費者側に不利とはいえないと評価する見解もある²⁶。

この最高裁の判断に対しては、FAAの立法意図の観点から批判がなされている。FAAの立法経緯は議会がほぼ等しい交渉力の会社間契約に法の規定を制限する意図であり、決して雇用契約または取るか取らないかという二者択一の消費者契約に適用することを意図しなかったことを強く示唆する。さらに、議会がFAAを定めた時点では、クラス訴訟も意図した可能性は少ない。それゆえ、個別仲裁の有効性を認める連邦最高裁の立場が立法意思に反するといわれる²⁷。議会も仲裁公正法 (Arbitration Fairness Act) 案を度々提案している²⁸。同法案は雇用紛争、消費者紛争または公民権紛争の仲裁を要求するすべての事

23 Discover Bank v. Superior Court, 113 P. 3d 1100, 1110 (Cal. 2005).

24 Laster v. T-Mobile USA, Inc., No. 05CV1167 DMS AJB, 2008 WL 5216255, at *9 (S.D. Cal. Aug. 11, 2008), aff'd sub nom. Laster v. AT&T Mobility LLC, 584 F. 3d 849 (9th Cir. 2009), rev'd sub nom.

25 Concepcion, 131 S. Ct. at 1749-53.

26 宇野伸太郎「米国の集団訴訟の行方、連邦最高裁AT&T事件判決の衝撃」法と経済のジャーナル2011年6月22日<http://judiciary.asahi.com/outlook/2011061600005.html>

前合意の無効を内容とする²⁹。この法案は現在の政治状況では議会を通過する可能性は低いとされている³⁰。もっとも、裁判所の解釈によって害される利益が政治過程に有効なアクセスを有しない場合、正当性の推定は弱いという指摘もある³¹。他方、ドッド=フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) はブローカー、ディーラー等や投資顧問と顧客間の事前仲裁条項を禁止・制限する権限をSECに付与するが、これまでのところその権限は行使されていない³²。なお、仲裁条項に関してはクレジットカード会社と顧客間の契約についても同様の判断がなされている³³。

これらの一連の最高裁判例は、クラスアクションおよびクラス仲裁の終焉を意味するとの見方もあるが³⁴、まず、クラス仲裁は今後もなくならないだろうといわれる³⁵。その根拠としてStolt-Nielsen判決はクラス仲裁が明示的に排除されていない (沈黙しているかまたは曖昧である) 場合にその争点を決定する

27 Rhonda Wasserman, *Legal Process in A Box, or What Class Action Waivers Teach Us About Law-Making*, 44 *Loy. U. Chi. L.J.* 391, 407 (2012).

28 See, e.g. *Arbitration Fairness Act*, S. 987, 112th Cong. (2011); H.R. 1873, 112th Cong. (2011).

29 Press Release, Sens. Franken, Blumenthal, Rep. Hank Johnson Announce Legislation Giving Consumers More Power in the Courts against Corporations (Apr. 27, 2011), http://www.franken.senate.gov/?p=press_release&id=1466.

30 Myriam Gilles & Gary Friedman, "After Class: Aggregate Litigation in the Wake of *AT&T Mobility v Concepcion*". 79 *U Chi L. Rev.* 623 675 (2012).

31 William N. Eskridge, Jr., *Interpreting Legislative Inaction*, 87 *Mich. L. Rev.* 67, 114 (1988). 消費者は、法律解釈を変更するために議会に働きかけるにはあまりに拡散・混乱し、資力もないからである。

32 Pub. L. No. 111-203, § 921, 124 Stat. 1376 (2010) 投資顧問法205条(f)項も同様の規定である; SEC Staff, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, at 44, 81 January 2011, <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>. この立法過程において実際に業者と顧客間の事前仲裁が投資家にとって不公正であるとの懸念が示されている点は興味深い。Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on S. 3217, S. Rep. No. 111-176, at 110. 若林泰伸「アメリカにおける証券規制の改革提案」企業と法創造19号308頁 (2009年)。例えば、2009年ではFINRAに申し立てられた仲裁件数は7,137件である。FINRA Dispute Resolution Statistics, <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/index.htm>.

ために法律の適用できるルールを確認することを要するとしているからである³⁶。そしてこのような暗黙の合意に関しては多数当事者仲裁にかかわるケースで以前に使われたと同種の契約解釈の問題であると示唆する。

次に、個人が放棄しうる権利かどうかについても疑問が呈されている。すなわち、クラスアクションには補償の側面だけでなく抑止の側面も重要な根拠となっているが、ここでは個別会社が顧客に対し補償する範囲では抑止されるという被告会社側の主張を採用している³⁷。クラスアクションに関連した抑止は、狭い、個別的展望（この特定の会社は阻止されるかどうか）から集合的展望（類似した産業界の他の会社は、この特定の会社に起こったことを見た後に阻止されるかどうか）まで拡大されうるものである³⁸。クラス救済は、個々の利益の寄せ集めとして定められることができない一定の懸念にも対処する。例えば、

33 CompuCredit Corp. v. Greenwood, 132 S. Ct. 665, 181 L. Ed. 2d 586 (2012). 消費者がCredit Repair Organization Act (CROA) に違反する不実表示があったとしてクレジットカード会社に対して顧客がクラスアクションを提起した際にクラスアクションを放棄する仲裁合意が主張された事例である。連邦最高裁はCROAに基づく訴権の放棄を許し、仲裁を認めた。その際、CROAの開示規定には消費者が提訴する権利を有するとの定めがあるが、これは同法上の請求を司法的に執行しうることを定めたにすぎず、仲裁を排除する合衆国議会の命令を示すとはいえないとした。

34 Editorial, Gutting Class Action, N.Y. Times, May 12, 2011, www.nytimes.com/2011/05/13/opinion/13fri1.html; Jean Sternlight, Sternlight on Stolt-Nielsen v. AnimalFeeds, ADR Prof Blog (Apr. 29, 2010), <http://www.indisputably.org/?p=1287>; Martha Neil, After Supreme Court Win Forcing Customers to Arbitrate, AT&T Now Sues to Stop the Arbitration, ABA J. Online (Aug. 17, 2011), http://www.abajournal.com/news/article/after_supreme_court_win_requiring_customers_to_arbitrate_att_now_tries/?utm_source=maestro&utm_medium=email&utm_campaign=weekly_email.

35 S.I. Strong, Resolving Mass Legal Disputes Through Class Arbitration: The United States and Canada Compared, 37 N.C.J. Int'l L. & Com. Reg. 921, 946-47 (2012).

36 Stolt-Nielsen, 130 S. Ct. at 1768; Martin Platte, When Should an Arbitrator Join Cases?, 18 Arb. Int'l 67, 68-70 (2002); Alan Scott Rau, Arbitral Jurisdiction and the Dimensions of "Consent," 24 Arb. Int'l 199, 243-45 (2008).

37 Petition for Writ of Certiorari, AT&T, 130 S. Ct. 3322 (2010) (No. 09-893), 2010 WL6617833 at *19-22; Deborah R. Hensler et al., Class Action Dilemmas: Pursuing Public Goals for Private Gain 121-22 (2000).

クラス救済は、潜在的請求者に潜在的加害の存在および範囲に対して警戒させる教育的な役割をも担っているからである。個別仲裁を通じて私的にクラス救済を除去することは、結果的にクラス救済に代わる新たな規制にもつながる可能性があるとする見解もある³⁹。

その後の判例の展開としてはItalian Colors事件が重要である。この事件は、American Express Cardの加盟店がAmerican Expressに対して反トラスト法に基づくクラスアクションを提起したが、加盟店との契約にはクラスアクションを放棄する仲裁条項があったため、American Expressが仲裁の有効性を主張したケースである⁴⁰。

原告である加盟店は個人が仲裁により連邦法に基づく請求を行う際の費用が損害賠償額を超える可能性がある場合に、クラス仲裁放棄の無効を主張した⁴¹。この場合に原告が個別仲裁を行うことは経済的に非合理的であるとするいわゆる連邦制定法上の権利の「有効な行使 (effective vindication)」例外であり、下級審レベルでは認められていた⁴²。本件でも第2巡回裁判区控訴裁判所はこれらの主張を認めてクラス仲裁放棄を無効とした⁴³。しかしながら、連邦最高裁は、個別の仲裁費用が損害賠償額を超える場合でも仲裁条項は無効にならないと判断したのみならず、裁判所および両当事者が原告の請求の各要素および回収されうる潜在的損害額を証明する費用を前もって決定しなければならないので個別仲裁以外では仲裁における請求の迅速な解決の見込みを破壊すると判示した⁴⁴。これらの主張は連邦最高裁がConcepcionですでに拒絶した公共政策

38 *Abaclat (formerly Beccara) v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility P 514 (2011), <http://www.iareporter.com/downloads/20110810> (involving 60,000 Italian bondholders).

39 Strong, *supra* note 35 at 978.

40 *Am. Express Co. v. Italian Colors Rest.*, (Italian Colors) 133 S. Ct. 2304, 2308 (2013).

41 *Id.*

42 See e.g. *In re Electronic Books Antitrust Litig.*, No. 11 MD 2293 (S.D.N.Y. June 27, 2012). 電子書籍の購入者が出版社を反トラスト法違反で訴えた事例。

43 *In re Am. Express Merchs.' Litig.*, 667 F. 3d 204, 215-219 (2d Cir. 2012).

44 *Italian Colors*, 2309-20. 連邦民事訴訟規則は反トラスト法施行以後に施行された法律であるから、同23条が反トラスト法違反の事案におけるクラスアクションの提訴を保障しているとは解せないとも判示している。

論争とする見解もあるが⁴⁵、いずれにせよ同様の主張は認められないといえるだろう。

学説の中には、証券保有者と発行会社間紛争の仲裁に有用性がないことは認めながら、連邦制定法上の請求に関し最適でないフォーラムを選択する場合であっても連邦最高裁はこれを執行する立場とみるものもある⁴⁶。もっとも、1995年私的証券訴訟改革法(PSLRA)の法的手続は法的要件が厳しく執行されないため、クラス仲裁まで排除しないと被告が有利とはいえない⁴⁷。これに対し、クラス仲裁を除去することは回復する投資家能力を深刻に奪う⁴⁸。クラス仲裁の権利放棄を執行することが、制定法上の権利擁護から小額請求者を妨げるために機能するかどうかも議論されなければならない。Italian Colors判決はまさにこの問題について否定したものであり、証券諸法上の権利放棄禁止規定はこうした問題も考慮しなければならない。

(b) 最高裁判例への対応

最高裁判例は仲裁合意の有効性を広く認めたが、立法や行政には異なる対応が見られる。労働分野ではD.R. Hortonにおいて、全米労働関係委員会(NLRB)は従業員がクラスアクションを提起する権利を放棄する要求された仲裁契約が全国労働関係法(NLRA)に違反すると決定した⁴⁹。会社側はFAAとConception判決に基づいて仲裁合意の有効性を主張したが、NLRBは以下の理由から仲裁の効力を否定した。まず、仲裁合意は制定法によって与えられる実体的権利の放棄を求めることはできない。次に、仲裁合意は公共政策に反し、仲裁の無効事由に該当する。さらに、労働制定法(ノリス-ラガーディア法

45 David Garcia & Leo Caseria, Opinion analysis: A class action waiver in an arbitration agreement will be strictly enforced under the Federal Arbitration Act, <http://www.scotusblog.com/2013/06/opinion-analysis-a-class-action-waiver-in-an-arbitration-agreement-will-be-strictly-enforced-under-the-federal-arbitration-act/>

46 連邦最高裁は仲裁に好意的であるのに対し、連邦裁判所における投資家保護には消極的な態度を採用している。Barbara Black, The Irony of Securities Arbitration Today: Why Do Brokerage Firms Need Judicial Protection?, 72 U. Cin. L. Rev. 415, 415 (2003).

47 Jennifer J. Johnson & Edward Brunet, Critiquing Arbitration of Shareholder Claims, 36 Sec. Reg. L.J. 181, 197 (2008).

48 Black, *supra* note 4 at 832.

49 D.R. Horton, Inc., 357 N.L.R.B. No. 184, at *10 & n. 18 (Jan. 3, 2012).

「NLGA」)とFAAが衝突する場合は後法NLGAが優先する⁵⁰。

第5巡回区控訴裁判所はクラスアクションを提起する権利は手続的権利にすぎず、実体的権利ではないとしてNLRB決定を執行することを拒絶した⁵¹。他の連邦裁判所においても同様の判断がなされている⁵²。この問題は連邦最高裁の判断までは未解決のままであるといえるが、裁判所の判断にもかかわらず、D.R. Hortonに従うNLRBの決定も再びなされている⁵³。

また、カリフォルニア州最高裁の判例として、一般に仲裁合意のクラスアクション放棄条項には法的強制力がないとするルール⁵⁴は連邦最高裁の最近の判例に矛盾し、全国労働関係法からもクラスアクション放棄条項は違法とはいえないとしながらも、カリフォルニア州労働法執行の根拠となる2004年カリフォルニア民間法務長官法 (California Private Attorneys General Act) に基づく代表訴訟提起権の放棄を無効としたものがある⁵⁵。この集団訴訟において原告は賠償額の25%を受け取るにすぎず、原状回復よりも公益目的の訴訟とされている⁵⁶。このような公益的訴訟においては集団訴訟提起権の放棄は無効としても、Concepcion判決には矛盾しないと考えられている⁵⁷。

証券分野では金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority: FINRA) 規則における仲裁の取扱いが問題となる。FINRAルール2268(d)(3)は、顧客にブローカーに対するクラスアクションを裁判所に提起する権利を保証し、そして、クラス訴訟の対象である請求に関する事前紛争仲裁合意の執行を禁止する⁵⁸。SECはこの規則に相当するNASD規則を承認する際次のよう

50 Id. at *11-13.

51 D.R. Horton, Inc. v. NLRB, 737 F. 3d 344 (5th Cir. Jan. 13, 2012).

52 Sutherland v. Ernst & Young LLP, 726 F. 3d 290 (2d Cir. 2013); Owens v. Bristol Care, Inc., 702 F. 3d 1050 (8th Cir. 2013).

53 Murphy Oil USA, Inc., 361 NLRB No. 72 (2014).

54 Gentry v. Superior Court, 42 Cal. 4th 443 (2007).

55 Iskanian v. CLS Transportation Los Angeles, LLC, 59 Cal. 4th 348 (2014).

56 Labor Code Private Attorney General Act of 2004 (PAGA), Cal. Labor Code § 2698 et seq.

57 Brown v. Ralphs Grocery Co., 128 Cal. Rptr. 3d 854, 863 (Ct. App. 2011).

58 FINRA Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes Rule 2268 (d) (3), http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9955.

に述べている。司法システムがクラスアクション請求を処理する手続きをすでに開発しており、仲裁を通じてそのような請求を受け入れることは困難で、二重および浪費的である。すべてのケースにおいて、クラスアクションが裁判所によってよりよく扱われる、そして、投資家が効率的にクラスアクションを解決するために出訴権を有するべきである。提案されたルール変化は証券取引所法の15A条(b)項(6)の要件と矛盾がないと認定する⁵⁹。

FINRAルールにかかわらず、ブローカーであるチャールズ・シュワップは、Concepcionの直後でクラスアクション権利放棄を約定書に挿入して、ほぼ700万人の顧客にそれを分配した。2012年2月1日に、FINRA執行部門はこのクラスアクション権利放棄が上記規則に違反するとしてチャールズ・シュワップの懲戒手続を開始した⁶⁰。同日、チャールズシュワップはFINRAルールがクラスアクション権利放棄を禁止しないし、もし禁止するとしてもCompuCreditおよびConcepcionの最高裁の裁判所の決定は、FINRAルールを執行することを妨げないと主張して連邦裁判所のFINRAに対する宣言的判決を求めて提訴した⁶¹。

2012年5月11日に、FINRAの申立てがなされたカリフォルニアの北部地域合衆国地方裁判所は訂正請求を棄却した⁶²。チャールズ・シュワップは、地方裁判所の棄却を抗告しなかったため、FINRAルールは禁止されなかった、そして、2013年2月にチャールズ・シュワップに対して規則違反の文言除去と50万ドルの罰金を内容とするFINRAの制裁が科されている⁶³。

さらに、証券保有者と発行会社間においては、一連の最高裁判例を契機とし

59 Order Approving Proposed Rule Change Relating to the Exclusion of Class Actions From Arbitration Proceedings, Exchange Act Release No. 34-31371, 1992 WL 324491, at *3 (Oct. 28, 1992).

60 Complaint & Request for Expedited Hearing PP 12-13, Dep't of Enforcement v. Charles Schwab & Co., Disciplinary Proceeding No. 2011029760201 (Feb. 1, 2012), <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@ad/documents/industry/pl25516.pdf>.

61 Complaint for Declaratory and Preliminary and Permanent Injunctive Relief PP 34-39, Charles Schwab & Co. v. FINRA, No. 3: 12-CV-00518-EDL, 2012 WL 1859030 (N.D. Cal. 2012).

62 Charles Schwab, 2012 WL 1859030, at *1.

て2012年にカーライル・グループから、すべての株主紛争は仲裁を通じてのみ解決され、すべての仲裁は個人の資格で申し立てられるとする登録届出書の強制仲裁条項が提案されたが撤回された⁶⁴。この背景としては投資家から重要な権利を奪うという批判があったほか、SECはIPOの承認拒否を示唆したともいわれている⁶⁵。こうした実務の動きは1990年にも見られたがSECは認めなかった⁶⁶。カーライルの提案はConcepcion等の仲裁に好意的な判決（クラス仲裁を排除する）の影響を受けたものであるが、証券法によって作成される実体的権利の執行に関する選択的フォーラムの合意であり、実体的権利ではなく手続的権利の問題であるとの主張も可能であった⁶⁷。他方、SECも2010年の強制的仲裁規定を含むロイヤル・ダッチ・シェルの付属定款を承認するなど外国会社には徹底しておらず⁶⁸、外国法人と投資家の間で仲裁手続に至った事例もある⁶⁹。このような事例からすると国内の会社に仲裁を認めないのは一貫性を欠くとの指摘もある⁷⁰。

以上のようなSECの立場は現在でも変わっていない。1990年には次のように説明されていた⁷¹。仲裁一般の問題点として、法律・事実問題の仲裁は原告に

63 News release FINRA Hearing Panel Dismisses Two of Three Causes of Action in Complaint Against Charles Schwab & Company, <https://www.finra.org/Newsroom/NewsReleases/2013/P209249>

64 See Carlyle Group LP Form S-1 Registration Statement at 287-288 (filed Jan. 10, 2012).

65 Ralph C. Ferrara, Stacy A. Puente, Holding IPOs Hostage to Class Actions: Mandatory Arbitration Clauses in IPOs, 9 No. 4 Sec. Litig. Rep. 1 (2012).

66 SECは株主仲裁条項を会社の基本定款に含むフィラデルフィア貯蓄貸付組合のIPOをクラスアクションの抑止機能を阻害し、投資家に対する適切な通知を欠いた集合的権利の放棄につながるとして阻止した。Miles Weiss, "Carlyle Seeks to Ban Shareholder Lawsuits Before Public Offering," Bloomberg, Jan. 18, 2012.

67 Karan Singh Tyagi, Gide Loyrette Nouel, Carlyle leaves out mandatory arbitration clause in IPO, Kluwer Arbitration Blog, <http://kluwerarbitrationblog.com/blog/2012/02/07/carlyle-leaves-out-mandatory-arbitration-clause-in-ipo/>

68 この付属定款は、すべての株主紛争（米国の証券法のもとに起っている紛争を含む）が国際商業会議所の仲裁のルールのもとにハーグで解決されることを求める。Royal Dutch Shell plc, Articles of Association § § 138-40 (May 18, 2010), http://www.static.shell.com/static/investor/downloads/rds/corporate_governance/rds_articles_of_association_18052010.doc.

不利であることがしばしばあり、証拠開示が著しく制限され、差止命令が利用できないことが多く、仲裁の場所が投資家にとって不都合であり、司法審査の対象とならない（その結果判例の役割が縮小する）ことをまず指摘する。そして証券保有者と発行会社間においては4つの根拠を挙げる。第一に、McMahon判決とRodriguez判決は証券取引所法29条(a)項と証券法14条が適用されないが、仲裁が連邦証券法によって提供される「制定法上の権利を保護するには不十分である」場合、司法のフォーラムに対する権利放棄を禁じるために権利放棄禁止規定が適用されると述べている⁷²。仲裁は証券取引所法の19条に基づく仲裁プロセスの委員会監視の存在のため、少なくとも部分的にはブローカー・顧客間の紛争で適切だった。このような委員会監視権限が証券保有者と発行会社間紛争に関して欠如しているために、会社は投資家にとって好ましくない仲裁手続となるおそれがある。第二に、連邦制定法上の権利を主張する法的フォーラムへのアクセス放棄を集合的に株主に要求することが可能かという問題がある。労働分野では労働協約に基づき苦情処理委員会の仲裁判断が出さ

69 ハーバード大学がADRの発行会社であるロシアのSurgutに対し、義務的配当の全額を支払わなかったことに関する金銭賠償および宣言的救済を求めてクラス仲裁を提起した。AAA仲裁委員会は仲裁条項に関しクラス仲裁を許可するものとして解釈し、連邦地方裁判所もその判断を確認したが、その後仲裁の自主的な棄却に合意した事例である。Demand for Class Arbitration, President and Fellows of Harvard Coll. v. JSC Surgutneftegaz, American Arbitration Association, AAA No. 11 168 T 01654 04, June 29, 2004, <http://www.adr.org/si.asp?id=3544>; JSC Surgutneftegaz v. President and Fellows of Harvard Coll., No. 04 Civ. 6069 (RMB), 2007 WL 3019234, at *2 (S.D.N.Y. Oct. 11, 2007); Stipulation of Voluntary Dismissal and Order of Approval, President and Fellows of Harvard Coll. v. JSC Surgutneftegaz, American Arbitration Association, AAA No. 11 168 T 01654 04, <http://www.adr.org/si.asp?id=5748>.

70 Barbara Black, Arbitration of Investors' Claims Against Issuers: An Idea Whose Time Has Come?, 75 Law & Contemp. Probs. 107, 117 (2012).

71 Thomas L. Riesenber, Arbitration and Corporate Governance: A Reply to Carl Schneider, 4 Insights No. 82 (1990); John C. Coffee, Jr., Arbitration and Corporate Governance, 90 N.Y.L.J. 5 (1990).

72 McMahon判決とRodriguez判決を受けて連邦証券法に基づく権利放棄条項の効力がなくなったとする見解もある。Carl W. Schneider, Arbitration in Corporate Governance Documents: An Idea the SEC Refuses to Accelerate, 4 Insights No. 5, 21 (1990).

れている場合でも個々の労働者による自発的かつ十分認識したうえでの権利放棄のみ可能とする連邦最高裁判決があるが⁷³、労働組合のような代弁者がいないため会社基本定款で権利放棄がなされる場合の集合行為 (Collective Action) 問題は一層深刻である。第三に、会社基本定款規定が出訴に対する拘束的契約の権利放棄を作成するかどうかという問題がある。McMahon事件とRodriguez事件において、原告はその証券口座に関して紛争の仲裁を要求している顧客合意に署名した。対照的に、株主は概して会社基本定款規定に積極的に同意せず、一般にその規定の少しの認識しか有しない⁷⁴。通知および同意を欠く仲裁契約は強行不可能とすべきである。発行市場と異なり流通市場の購入者には株券の説明だけでは適切な通知とはいえない。仲裁規定の重要性および新規性からみると、証券業者が、看板理論 (Shingle Theory) もとに購入前に流通市場顧客に対して規定の存在を開示する要求される可能性もある。第四に、議会の目的が主に被害者への補償よりむしろ、不法行為阻止である場合、仲裁が必要とはいえないことを示唆する。証券クラスアクションの事例は一般に多数の被害者が関係して、ブローカー・顧客間のケースより、全体として国の証券市場の公正性に影響するかもしれない。そのような違法行為が直接連邦証券法の開示および詐欺防止目的を徐々にむしろ、そのような行為に基づく訴訟は主に抑止として見られるべきであり、強制的仲裁の対象となるべきでない。

第一の点に関して、ブローカー・顧客間の紛争は理論上連邦・州の証券法やコモンローに基づいて個々のブローカーが個々の顧客に負う義務にこたえていないことに集中する私的論争である⁷⁵。実質的に考えても、顧客は勧誘の際一般に請求を提示するのに必要な多くの情報を備えている。顧客が必要とするい

73 Alexander v. Gardner-Denver Co. 415 U.S. 36 (1974). 藤原淳美「アメリカ労働法における制定法上の権利の仲裁付託可能性—最近の判例の動向に対する一考察」日本労働研究雑誌464号135頁 (1999年)。もっとも、個別契約による仲裁付託合意は労働者個人の完全な自由意思に基づくものであるため、かかる合意は有効であると判断した連邦最高裁判例もある。

74 Victor Brudney, "Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contracts," 85 Colum. L. Rev. 1403, 1412 (1988).

75 Barbara Black & Jill I. Gross, Making It Up As They Go Along: The Role of Law in Securities Arbitration, 23 Cardozo L. Rev. 991 (2002).

かなる付加的情報でも、ブローカーから比較的単純な証拠開示プロセスを通じて得ることができる⁷⁶。他方、証券クラスアクションにおいては、市場での詐欺を主張するため、購入者は、証券詐欺請求を立証するために必須の情報を備えていそうにない。もっとも、証拠開示プロセスにおいて情報に関する購入者の必要と濫用的証拠漁りからの保護に関する発行者の必要のバランスをとる必要がある。結局、顧客に対しては十分な投資家保護がなされているが、証券保有者と発行会社間紛争において仲裁はほとんど有用性がない。

第二の点は基本定款の活用の問題、すなわち強制的仲裁条項を基本定款に含めることに関する内容面の合法性と公正性についても州法レベルで議論されている。後者は規定に同意しなかった現在の株主から権利を奪うことの公正性であるが、株式買取請求権で対応すればよいとされている⁷⁷。前者に関しては、基本定款がコモンロー、制定法または公共政策に違反しない限り有効とされることとの関係で問題とされてきた。とりわけ証券取引所法29条(a)項（証券法14条）とその背景にある公共政策が一般的に論じられてきた。この点は第四の問題とも関連するため後述する。なお、デラウェア州法人の基本定款が州の信任義務請求に関して少なくとも株主を拘束する仲裁条項を含むとの衡平法裁判所の決定⁷⁸に照らして、証券クラスアクションの強制仲裁条項を採用することが可能との見方もあるが、この場合まで肯定する判断をしたとはいえないと考えられている⁷⁹。

第三の点は基本定款の強行可能性という問題であるが、これは州法上も連邦法上も問題となる。州法の見地からすると、少なくともSECファイリングがあれば投資家の拘束を認めてよいと考えられている。証券クラスアクションの原告が市場に対する詐欺（FOTM）推定に依存しながら、広告宣伝が彼らを拘束することができないと主張することは矛盾する⁸⁰。次に、FAA 2条の商業契約に該当するかぎり、裁判所は反対の州の法律にかかわらず仲裁規定が優先さ

76 Black, *supra* note 4 at 830.

77 王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について（四）」駿河台法学27巻2号22頁（2014年）。

78 *In re Revlon, Inc. S'holders Litig.*, 990 A.2d 940, 960-61 (Del. Ch. 2010).

79 Black *supra* note 70 at 113.

80 *Id.* at 111.

れる⁸¹。この規定が適用されるためには仲裁する合意が必要であり、個人が取引を拒否するために十分な時間で条件の存在の現実的通知を受け取ったか、容認を構成することができる行動をとったかが問題となる⁸²。SECファイリングや会社ウェブサイトの通知が十分な通知であるかどうか、そして、証券を継続保有することが同意を明らかにするために十分な行動であるかどうかは明らかでない。委任状における株主投票のような積極的行為は必要との見解が有力である⁸³。ただし、非同意株主が拘束されるかどうかの問題は残る⁸⁴。

第四の点と基本定款の内容の合法性は、結局議会の命令をどのように捉えるかによる。この場合は証券取引所法29条(a)項(証券法14条)とその背景にある公共政策の趣旨は投資家保護であるが、より具体的にはPSLRAは次のように証券クラスアクションの目的の有益性を示している。「私的訴訟は公衆および我々の資本市場に対するグローバルな信頼を進めて、不正を阻止して、会社の役員、監査人、取締役、弁護士、その他が適切にその職務を遂行することを保証するのを助ける」⁸⁵。抑止の側面については次のように説明される。多くの場合、証券訴訟は、金融システム全体の整合性を関与最近の金融危機から出てくるものなど大規模な詐欺を伴う⁸⁶。証券クラスアクションは、純粋に私的紛争ではなく、何百万もの投資家を誘導して、経済に関して巨大な影響を有する。私的訴権は証券規制の鍵となる部分を設立して、経営者不正を阻止するのに貢献する⁸⁷。証券規制は、ビジネス規制の信じられないほど幅広いエリアに適用される。資源不足の規制当局は、自分自身の行政の努力を補充するために、私的執行を必要とする⁸⁸。仲裁への移行により民間司法長官執行の潜在的に有用

81 *Volt Info. Scis., Inc. v. Bd. of Trs. of Leland Stanford Junior Univ.*, 489 U.S. 468, 478 (1989); *Doctor's Assocs. v. Casarotto*, 517 U.S. 681 (1996); *AT&T Mobility LLC v. Concepcion*, 131 S. Ct. 1740, 1753.

82 *Specht v. Netscape Commc'ns. Corp.*, 306 F.3d 17, 29 (2d Cir. 2002).

83 下級審でもあるが仲裁規定の受領だけで、必要な同意の表示を構成するとは認められていない。*Bratek v. L&L Fin. Holdings*, No. 10-246 (MLC), 2010 WL 1930598, at *5 (D.N.J. May 12, 2010).

84 *Galaviz v. Berg*, 763 F. Supp. 2d 1170 (N.D. Cal. 2011).

85 H.R. Conf. Rep. No. 104-369, at 31.

86 Daniel J. Morrissey, *Shareholder Litigation after the Meltdown*, 114 W. Va. L. Rev. 531, 537-541 (2012).

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

および必要な手段は、減少し、非力となるだろう⁸⁸。その結果規制スキームの抑止目標が損なわれるだろうといわれる⁹⁰。

さらに、仲裁については、次のような予測可能性の低さ、司法審査の欠如、不透明性、手続的非効率性および私的紛争解決の性格といった疑問がいまだに残る。

第一に、仲裁人は実体法を無視する判断をすることが可能であり、予測不可能で不明確な結果をもたらす⁹¹。産業内仲裁においては、法的ルールよりも産業界慣習または商習慣に目を向けることも許容されるが⁹²、証券保有者と発行会社間においては商人仲間間の仲裁文化を欠いている。機関投資家から個人投資家までさまざまな株主が存在し、投資家のリスク許容度、取引傾向および会社の問題への関与意欲はそれぞれ異なる⁹³。類似した価値および期待が株主原告および被告の経営者を拘束するかもしれないという考えは不自然に見える⁹⁴。

第二に、McMahonの多数意見は疑わしい仲裁裁定が司法によって修正されることができるとするが⁹⁵、この立場は疑問である。実質的な公正性を確保するためには時間・費用のかかる調査が必要となり、安価・迅速性という仲裁伝

88 2002年までの2年間では証券クラスアクションによる賠償額はSECや司法省による賠償額の2倍であった。Howell E. Jackson, Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications, 24 Yale J. on Reg. 253 (2007).

89 Edward Brunet, Class Action Objectors: Extortionist Free Riders or Fairness Guarantors, 2003 U. Chi. L.F. 403, 431.

90 Johnson & Brunet, supra note 47, at 195.抑止目的を私的訴訟によって実現する反トラスト法の分野でも同様の問題がある。American Safety Equipment Corp v. J.P. MacGuire & Co. 391 F. 2d 821 (2d Cir. 1968).

91 Lawrence E. Newman & David Zaslowsky, Cultural Predictability in International Arbitration, N.Y.L.J., 25 May 2004.

92 Philip G. Philips, Rules of Law or Laissez-Faire in Commercial Arbitration 47 Harv. L. Rev. 590, 626 (1934).

93 Marcel Kahan & Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 U. Pa. L. Rev. 1021 (2007).

94 Johnson & Brunet, supra note 47, at 189. McMahon判決以降承認されてきた顧客ブローカー仲裁においても、意思決定のルールでの予測不可能性は、紛争解決の混沌と不公正なシステムを作成する。

95 Id. at 192.

統は断念されなければならない。潜在的に有用な司法審査が少ないか存在せず、裁量権が仲裁人の手にあることを前提にすると⁹⁶、費用がかかり、仲裁人の権限濫用を抑制することができる仲裁を利用する機会はない。

第三に、仲裁が透明性を欠く手続を発生させる点については、訴訟結果の透明性は会社の挙動を成形することができて、ふまじめな株主請求を阻止することができる⁹⁷。仲裁では、各裁定は私的に保たれて、先例となる価値がなくなり、微妙な違いのある進化ができなくなる。進化することができない法律は萎縮・衰退し、有益でないガイダンス・メカニズムになるとの批判がある⁹⁸。

第四に、仲裁の手続的非効率性に関しては、PSLRAの手続的制限は適用されないし、訴え却下の申立てまたは略式判決の制限により合法性や本質的な事実が欠如しているケースも和解する可能性がある⁹⁹。また、高価な文書証拠開示は、ますます仲裁フォーラムで促進されており、仲裁が訴訟より安価であるかより効率的であるかは実証研究が十分とはいえないとされる¹⁰⁰。

96 仲裁の司法審査の問題はここでは詳論する余裕はないが、少なくとも当事者の仲裁合意を可能な限り尊重するという米国の政策の根底には、仲裁判断の取消しも非常に限られた範囲でしか認められない点は判例・学説は一致する。また、法適用の誤りは「法の明らかな無視」とはならないとの考え方にも一致がみられる。中林啓一「仲裁人による法の適用違背と仲裁判断の取消し—当事者が選択した法の適用違背を中心に—」*修道法学*36巻1号178頁(2013年)。アメリカにおいては法の明らかな無視に基づく仲裁判断の取消しを認めるかという問題が議論されている。前述のStolt-Nielsen判決はこれを肯定したとされるが明確な基準は示されていない点に注意する必要がある。中野俊一郎「『法の明らかな無視』による仲裁判断取消し」*JCAジャーナル*59巻2号6頁(2012年)。

97 Jean R. Sternlight, *Creeping Mandatory Arbitration: Is it Just?*, 57 *Stan. L. Rev.* 1631, 1662 (2005).

98 Keith Hylton, *Agreements to Waive or to Arbitrate Legal Claims: An Economic Analysis*, 8 *S. Ct Econ Rev.* 209, 243 (2000); Jean R. Sternlight, *Panacea or Corporate Tool?: Debunking the Supreme Court's Preference for Binding Arbitration*, 74 *Wash. U.L.Q.* 637, 694-96 (1996); Therese Maynard, *McMahon: The Next Ten Years*, 62 *Brook. L. Rev.* 1533, 1554-57 (1996); *McMahon*判決はブローカー・顧客間紛争においてコモンローの発達を停止させたといわれるBlack & Gross, *supra* note 75 at 991. 実際に仲裁では、根拠のない請求が原告の主たる争点を通じて少なくとも進行することができる。

99 Jennifer J. Johnson, *Wall Street Meets the Wild West: Bringing Law and Order to Securities Arbitration*, 84 *N.C. L. Rev.* 123, 145-46 (2005).

このような検討から、証券クラスアクションと仲裁の関係については以下のように総括することができる。連邦最高裁はMcMahon判決以来仲裁合意の有効性を認めており、Concepcion判決においてはクラス仲裁にすら否定的な立場を採用している。そして、Italian Colors判決では個別の仲裁費用が損害賠償額を超える場合でも仲裁条項は無効にならないとして従来の立場を強化している。これらの判決を契機として事前仲裁合意の提案もなされたが、SECは承認していない。ここで強調されているのは証券保有者と発行会社間は特別な考慮が必要ということである。とりわけ証券クラスアクションの目的は投資家に対する補償だけでなく、抑止の側面も重要であり、一種の公的規制の性格を有しているという視点である。学説も基本定款の活用によって対応可能な問題もあるが、抑止の点については個別仲裁を認める論拠は不十分と評価されている。他方、裁判において個別仲裁の有効性を争う根拠も、従来の非良心性や附合契約性からクラスアクションの抑止目的・公益性に移行してきているように思われる。労働法分野のカリフォルニア州最高裁の立場もこのような傾向を示唆するといえよう。なお、仲裁と証券取引の関係では、ブローカーと顧客との仲裁の実態・問題点やクラス仲裁の可能性等今後検討すべき課題は多数残されている。

わが国の規制との関係に関しては、仲裁法附則3条は「当分の間」の暫定措置として定められている点が重要である。同附則がある限り消費者はいつでも仲裁合意を解除して提訴できるため、仲裁条項によって集団訴訟回避を試みるアメリカの議論はそのまま当てはまるわけではない。ここでは最高裁の仲裁優先の政策にかかわらず、投資家と発行会社間のクラスアクションにおいて公益性を理由として仲裁条項の効力を否定していることは興味深い。