

# カナダにおける上場会社の不実開示に関する民事責任制度

藤 林 大 地

## 第一章 緒論

### 第二章 カナダ連邦オンタリオ州証券法

#### 第一節 序論

第一款 カナダにおける証券規制の体系

第二款 オンタリオ州証券法

第三款 オンタリオ州の民事訴訟制度

第二節 不実開示に関する民事責任規定の沿革

第一款 発行開示に関する民事責任規定の導入

第二款 一九七〇・八〇年代の立法提案

第三款 一九九七年 Allen 委員会最終報告書

第四款 二〇〇〇年カナダ証券管理局報告書・民事責任草案

第五款 二〇〇二年オンタリオ州証券法改正

第三節 不実開示に対するオンタリオ州証券法上の民事責任制度

第一款 オンタリオ州証券法上の開示制度の概要

第二款 発行市場における不実開示に関する民事責任制度

第三款 流通市場における不実開示に関する民事責任制度

第四款 コモンロー上の責任との関係

第三章 結びに代えて

第一章 緒論

1 序

上場会社の不実開示に関する民事責任制度の存在は、証券市場の機能の向上に資しているとされる<sup>①</sup>。我が国においても、平成十六年の証券取引法の改正によって民事責任の追及が容易化され、訴訟事件が一定程度見られるようになってくる。これに伴い、金融商品取引法の民事責任規定の解釈も徐々に明らかとなっている。

特に、平成二十四年三月のライブドア事件最高裁判決<sup>②</sup>は、同法二一条の二第五項における「虚偽記載等」によって生ずべき当該有価証券の値下り<sup>③</sup>について、取得時差額に限られるものではなく、有価証券報告書等の虚偽記載等と相当因果関係のある値下りの全てを言うことを明らかにした。

発行会社が損害賠償責任を負う場合、その負担は、株主、さらには債権者に間接的に帰せられることになる。そして、流通市場では多数の取引が行われるため、不実開示が継続している間に取引を行う投資者も多数に上ることになり、潜

在的な損害賠償額は巨額となる。この点に関して、右最高裁判決は、解釈によって損害賠償額を限定する可能性を排除したものであり、法改正によって対処する必要があると批判されている。<sup>(3)</sup>

## 2 本稿の内容

筆者も、発行会社を巡る利害関係者の利益調整のあり方として、損害賠償額を限定することが望ましいと考えており、立法による対応が必要であると考えている。そこで、本稿では、具体的な立法提案を行うための基礎作業として、カナダ連邦のオンタリオ州証券法における民事責任制度の紹介を行うこととしたい。<sup>(4)</sup><sup>(5)</sup>

すなわち、オンタリオ州証券法は、流通市場における不実開示に関する民事責任制度の主たる目的を不実開示の抑止と把握するとともに、発行会社を巡る利害関係者の利益調整として損害賠償額の上限を定めるといった興味深いアプローチを採用している。そして、このようなアプローチは、我が国において法改正を検討する際に参考になり得ると考えられる。

オンタリオ州証券法がこのようなアプローチを採用している背景には、公正なバランスの実現への希求がある。これは、法改正の基礎となった報告書のタイトルにも謳われており、民事責任制度が内在する理論的問題、および、隣国たる米国の法状況に関する懸念から生じることとなっている。<sup>(7)</sup>そして、その実現のために、同州証券法は種々の事項に関して恐らく世界で最も詳細な規定を置いており、その中には損害賠償額の上限のほかにも特徴的かつ興味深いものが存在する。そこで、本稿では、オンタリオ州証券法の民事責任規定について、やや詳細に紹介することとする。<sup>(8)</sup>

本稿の叙述の順序は、次の通りである。まず、カナダにおいてオンタリオ州に焦点を当てる理由を明らかにし、また同州の民事訴訟制度を概観する。次に、オンタリオ州証券法の民事責任制度の背景を明らかにするために、その沿革の

調査を行う。そして、現行の民事責任制度の具体的内容およびコモントリー上の責任との関係について紹介する。最後に、証券集団訴訟の現状について纏めを行う。我が国の法制度への示唆を導く作業については、別稿において行うことを予定している。

- (1) Rafael La Porta et al., *What Works in Securities Laws?*, 61 J. Fin. L. 1 (2006).
- (2) 最判平成二四年三月二三日判例時報二二四六号三三頁。
- (3) 田中亘「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任——ライブドア事件最高裁判決の問題点」金融・商事判例一三九二号二頁、一頁（二〇一二年）、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（下）」商事法務一九七二号一五頁、二二—三三頁（二〇一二年）。
- (4) 拙稿「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」同志社法学三二巻四号一三九頁、一八一—一八九頁、二二五—二一九頁（二〇一一年）参照。
- (5) オンタリオ州証券法の民事責任規定および関連規定については、筆者による試訳として、「試訳」カナダ連邦オンタリオ州証券法の不実開示に関する民事責任規定」同志社法学六四巻五号一一五頁（二〇一二年）がある。
- (6) Committee on Corporate Disclosure, *Final Report, Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (Toronto Stock Exchange, Mar. 1997). See also GSA, Notice 53-302, Report of the Canadian Securities Administrators: Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of "Material Fact" and "Material Change", 23 O.S.C.B. 7383, 7393 (2000).
- (7) なお、オンタリオ州は、集団訴訟制度が整備されており、特に米国連邦最高裁の Morrison 判決後において国際証券集団訴訟の根拠地となり得るかもしれない点でも注目される。See e.g., David H. Kistnerbroker et al., *Recent Developments in Global Securities Litigation*, 1904 *PLJ/Corp* 607, 632-35 (2011); Robert F. Carangelo et al., *Designing a New Playbook for the New Paradigm: Global Securities Litigation and Regulation*, 43 *Sec. Reg. & L. Rep.* (BNA) 2498, 2499 (2011).
- (8) 諸外国の民事責任制度を確認しておくことは、我が国の金融商品取引法の民事責任規定の国際的適用範囲の問題を検討する場合にも意義があると考えられる。なぜなら、彼我の法制度の相違が同問題における考慮要素の一つとなることが考えられるからである。例えば、米国連邦証券取引引法

一〇条b項の国際的適用範囲について判断した連邦最高裁の Morrison 判決では、諸外国の法制度との衝突が考慮されて<sup>1)</sup> Morrison v. National Australia Bank, 130 S. Ct. 2869, 2885-86 (2010). See also In re Toyota Motor Corp. Sec. Litig., 2011 WL 2675395 at\*6-7 (C.D. Cal. 2011).

なお、民事責任規定の国際的適用範囲の観点から諸外国の法制度を概観するものとして、次の論稿がある。Grant Swanson, Note, A Comparative Law Analysis of Private Securities Litigation in the Wake of Morrison v. National Australia Bank, 87 Chi.-Kent L. Rev. 965 (2012).

## 第二章 カナダ連邦オンタリオ州証券法

### 第一節 序論

#### 第一款 カナダにおける証券規制の体系<sup>1)</sup>

カナダにおける証券規制は、同国を構成する一三の州および準州によって各個に行われており、それぞれが証券法と証券委員会を有している。したがって、米国のような連邦レベルでの証券規制は実現されていないが、カナダ証券管理局 (Canadian Securities Administrators: CSA) を通して、規制の共通化や連携が試みられている。もともと、規制の統一が必要であることは古くから指摘されており、近時も、従来の仕組みでは証券市場の問題に対する迅速なあるいは国家的・国際的な対応が困難であり、規制資源の分配も非効率となっていると批判されていた<sup>2)</sup>。

そこで、カナダ政府は、多くの州・準州の協力を得て、二〇一〇年に証券規制の統一のためのカナダ証券法案を取り纏めた<sup>3)</sup>。そして、連邦最高裁に対して、カナダ証券法案の内容が連邦議会の立法権限の範囲内であるか、意見照会を行った。これに対して、連邦最高裁は、同法案はその範囲外であるという判断を下した<sup>4)</sup>。

そのため、カナダ証券法案は連邦議会に提出されず、カナダにおける証券規制は引き続き州ごとに行われている。

## 第二款 オンタリオ州証券法<sup>⑤</sup>

オンタリオ州は、カナダの政治・経済の中心であり、北米で三番目の規模を誇るトロント証券取引所<sup>⑥</sup>が所在している<sup>⑦</sup>。

そして、オンタリオ州証券法は、例えば、トロント証券取引所に上場している会社などに対して、流通市場における不実開示に関する民事責任規定を適用することを定めているように<sup>⑧</sup>、カナダにおいて最も重要な証券法となっている。さらに、オンタリオ州証券法の民事責任規定は、他の州の規定やカナダ証券法案と類似している。

そこで、以下では、カナダにおける不実開示に関する民事責任制度として、オンタリオ州証券法上の制度を紹介する。

## 第三款 オンタリオ州の民事訴訟制度<sup>⑨</sup>

### 1 集団訴訟制度

オンタリオ州では、一九九二年に制定された集団訴訟法<sup>⑩</sup>によって、米国の連邦民事訴訟規則二三条をモデルとした集団訴訟制度が導入されている<sup>⑪</sup>。すなわち、クラスの構成員に関してオプト・アウトの仕組みが採用されており<sup>⑫</sup>、また、集団訴訟として訴訟を進行することに関して、共通の争点の存在や、集団訴訟が共通の争点の解決のために望ましい手続きであることといった要件が設定されている<sup>⑬</sup>。そして、集団訴訟の認可の要件に関する解釈は発展途上にあるが、近時はリベラルな運用がなされるとされる<sup>⑭</sup>。

集団訴訟においては、弁護士報酬について、成功報酬制および訴訟の進行において報酬額を乗数によって引き上げることが認められている<sup>⑮</sup>。したがって、弁護士には、証券集団訴訟の原告側代理人となるインセンティブが存在することとなっている。

なお、一九九七年以降にカナダにおいて提起された証券集団訴訟<sup>(16)</sup>八九件のうち、六八件がオンタリオ州で提起されており、また二〇一一年に提起された同訴訟一五件のうち、一二件が同州で提起されている<sup>(17)</sup>。

## 2 訴訟費用の負担

オンタリオ州では、裁判所法において、訴訟費用の負担に関しては裁判所の裁量によって決定されるものと定められている<sup>(18)</sup>。そして、これに関しては、敗訴者は自らの訴訟費用と相手方の訴訟費用の一部を負担するという敗訴者負担的な運用がなされており、相手方の訴訟費用の全てを負担することは稀なこととなっている<sup>(19)</sup>。なお、集団訴訟に関しては、裁量権の行使に当たって、当該集団訴訟がテスト・ケースであって、新規の法律問題が提起されていたり、公益に関係する事項が含まれていたりしたかを考慮するものとされている<sup>(20)</sup>。もともと、当該規定に関する判断は蓄積されておらず、相手方の訴訟費用の負担を免れることができる（あるいは少額の負担で済む）のがいかなる場合かは明らかとはなっていない<sup>(21)</sup>。

なお、後述するように、流通市場における不実開示に関する訴訟においては、一律的な敗訴者負担制度が採用されている<sup>(22)</sup>。

この点に関して、集団訴訟においては、代表原告と原告代理人との間で、敗訴した場合の訴訟費用の負担について補償契約が結ばれることが通常であるとされる<sup>(23)</sup>。よって、*Dugal v. Manulife Financial Corp.* 事件では、証券集団訴訟の代表原告と第三者（Litigation Founder）との間における訴訟費用の補償契約が条件付きで認められている<sup>(24)</sup>。したがって、原告にとっては訴訟費用の負担の問題は一定程度解決されており、また弁護士や Litigation Founder によって提起される事件が選別されることとなっている。

## 第二節 不実開示に関する民事責任規定の沿革

### 序

オンタリオ州証券法の流通市場における不実開示に関する民事責任規定は、二〇〇二年改正によって導入された。同改正に至るまでには、複数の改正提案や報告書が公表されており、それらが現行制度の基礎となっている。特に、Allen 委員会の報告書やカナダ証券管理局の報告書は、二〇〇二年改正の直接的な基礎となっている。<sup>(25)</sup>

そこで、本節では、民事責任規定の沿革を辿り、その基礎にある考えを明らかにすることとする。なお、本稿の関心との関係上、発行会社を巡る利害関係者の利益調整に関わる部分に特に焦点を当てることにする。損害賠償額の一律的な算定基準など、オンタリオ州証券法上のその他の特徴的な制度の趣旨に関しては、現行制度について紹介する際に言及する。<sup>(26)</sup> また、Allen 委員会とカナダ証券管理局の立法提案（一九九八年・二〇〇〇年）は、現行制度と概ね同じ内容であるため、特に紹介はしない。

### 第一款 発行開示に関する民事責任規定の導入

オンタリオ州では目論見書における不実開示に関して、一八九一年取締役責任法によって初めて制定法上の責任が規定された。<sup>(27)</sup> これは、イギリスの一八九〇年取締役責任法を導入したものであり、取締役や発起人、その他目論見書の発行を認証した者について責任を定めていた。<sup>(28)</sup>

イギリスにおいて同法が定められた背景には、一八八九年の *Derry v. Peek* 事件判決があった。すなわち、貴族院は、目論見書における不実表示について取締役の責任を追及するためには、①取締役が不実表示を行ったことだけでなく、②原告を詐欺する意図を有しており、③原告は不実表示を信頼したため損害を被ったこと、および、④不実表示が意図



的に行われたこと、真実であるという信念なく行われたこと、または、無思慮に行われたことを立証しなければならぬと判断し、責任追及を制限したのであった。<sup>(29)</sup>そこで、取締役責任法は、取締役や発起人、その他目論見書の発行を認証した者を責任主体とした上で、目論見書の記載が真実であるとの合理的な確信を有していたことなどを抗弁として規定し、原告を詐欺の立証責任の負担から解放したのであった。<sup>(30)</sup>

オンタリオ州では、目論見書による開示は会社法によって規定されていたが、一九四五年に、証券法において目論見書による開示と民事責任が規定されることとなった。<sup>(31)</sup>すなわち、同法は、目論見書における不実表示について、取締役や発起人、その他目論見書の発行を認証した者を責任主体とし、記載が真実であるとの合理的な確信を有していたことなどを抗弁とするという取締役責任法の内容を超えて、取得者は目論見書を信頼していたと見做されるものとした。<sup>(32)</sup>

このようにオンタリオ州ではイギリス法を母法として目論見書に関する責任が導入されたが、同規定は長い間殆ど変更を加えられなかった。

これに対して、例えば、一九七八年には、発行者や売出人を責任主体として追加するなどの改正が行われた。<sup>(33)</sup>そして、この一九七八年改正に代表されるように、オンタリオ州証券法は米国法の影響を強く受けるようになり、<sup>(34)</sup>現在では一九三三年証券法とほぼ同じ内容の発行開示に関する民事責任規定を有するに至っている。<sup>(35)</sup>

## 第二款 一九七〇・八〇年代の立法提案

目論見書における不実表示について早くから制定法上の責任が規定されていたのに対して、流通市場については規定が存在せず、このことは古くから疑問視されてきた。<sup>(36)</sup>そして、この問題に関しては、一九七九年と一九八四年に次のような立法提案がなされていた。

## 1 カナダ連邦証券市場法案(一九七九年)

連邦レベルの証券規制の実現を企図して起草されたカナダ連邦証券市場法案においては、不実の継続開示に関する民事責任制度の導入も提案された。<sup>(37)</sup>

同法案は、主としてカナダ事業会社法やオンタリオ州証券法を基に立案されたが、不実の継続開示に関する民事責任については、一九七八年に公表された米国法律協会(American Law Institute; ALI)の連邦証券法典の公式草案をそのまま採用している。<sup>(39)</sup>

すなわち、法案一三・〇九条(1)項は、発行者が継続開示書類について故意または無思慮に不実開示を行った場合、発行者は投資者に対して責任を負うものと定めていた。<sup>(41)</sup> また、不実開示が意図的に実行された場合を除き、損害賠償額の上限が、①一〇万ドル、②発行者の過去一年の収益の1% (上限として一〇〇万ドル)、③当該期間に発行者が自らの証券の取引を行った場合にはそれによる利益のうちいずれか大きい額として設定された(法案一三・〇九条(8)項)。そして、抗弁としては、投資者の不実開示の認識および損害因果関係の不存在が規定された(法案一三・〇九条(5)項、(7)項)。

なお、カナダ連邦証券市場法案と同時に公表された報告書は、巨額の賠償という流通市場における問題に対処するために、損害賠償額の上限の設定が必要であるとし、適切なバランスを実現するものとして連邦証券法典を高く評価している。<sup>(42)</sup>

## 2 オンタリオ州証券委員会の立法提案(一九八四年)

オンタリオ州証券委員会(Ontario Securities Commission; OSC)は、一九八四年に、継続開示に関する民事責任制

度の導入について、立法提案および意見募集を行った。<sup>(43)</sup> この立法提案は、流通市場における開示は目論見書による開示と同様に重要であるという認識を基礎とするものであり、具体的には、発行市場と流通市場の統合の促進、流通市場における開示に対する信頼性の確保、発行市場との注意義務および救済に関する差異の解消、投資者の信頼の確保という観点から民事責任制度の導入を提案するものであった。<sup>(44)</sup>

具体的な立法提案としては、法案一二七a条が提示された。<sup>(45)</sup> すなわち、法定の継続開示書類における不実開示について、発行会社を責任主体とし、抗弁としてはデュー・デイリジェンスや投資者の不実開示の認識、損害因果関係の不在などが規定された。また、投資者は、不実開示を信頼していたものと看做され、不実開示の存在、および、不実開示継続期間中に取引を行ったことについては立証責任を負うものとされた。

また、損害賠償額については、一律的に、取得価格と訂正開示後二〇日間の平均価格の差額とされた。さらに、発行会社が深刻な財務状況に陥らないように、<sup>(46)</sup> 損害賠償額の上限として、連邦証券法典における責任上限額がそのまま導入された。そして、これに関しては、不実開示が意図的に実行された場合には上限は適用されないとしていた連邦証券法典の規定は受け継がれず、常に適用されるものとなっていた。

このうち、デュー・デイリジェンスの抗弁を認めることについては、次のような説明がなされている。すなわち、目論見書の責任に関しては、不実開示によって得た利益の返還という観点から厳格責任を課することが正当化されるが、流通市場では発行会社は通常は利益を得ておらず、同責任基準の適用は適切ではないと考えることができるとしている。もつとも、同時に、善意の投資者と十分に注意を払った発行会社の間においては、不実開示のリスクは発行会社が負担するべきであるとも考えられると指摘した。<sup>(47)</sup>

そして、①取締役等も責任主体とすべきか、②あらゆる開示文書について責任を定めるべきか、②責任の対象行為は

詐欺に限定すべきかあるいは過失を含むべきか、③発行会社は厳格責任を負うべきかあるいはデュー・ディリジエンスの抗弁を認められるべきか、④財務的に苦境にある会社について責任は制限されるべきかといった事項に関して、意見募集が行われた。

なお、法案一二七a条は、具体的な説明はなされていないものの、右に掲げた問題に対する一つの回答であるとされている。<sup>(48)</sup>

もつとも、この意見募集に対しては、民事責任追及のリスクによって開示の質が低下するのではないかといった批判が多数寄せられ、立法提案は放棄されることとなった。<sup>(49)</sup>

### 第三款 一九九七年Allen委員会最終報告書

#### 1 背景

トロント証券取引所は、一九九四年に企業開示委員会(Nine委員会)を設置し、開示制度とそのエンフォースに関する検討を求めた。その背景には、当時、証券市場取引の九四%を流通市場取引が占めるまでになっていたところ、不実開示や疑わしい開示が続発し、継続開示制度および民事責任制度の重要性に対する認識が高まっていたなどの事情があった。<sup>(50)</sup>

Allen委員会は、一九九五年に立法提案を含む中間報告書<sup>(51)</sup>、そして、一九九七年に同様の最終報告書を公表している。<sup>(52)</sup>そこで、以下では、両報告書について、発行会社を巡る利害関係者の利益調整に関わる部分に焦点を当てて、併せて紹介する。

## 2 Allen 委員会報告書の内容

### (1) 基本的認識

Allen 委員会は、始めに、次の基本的な認識を示している。すなわち、継続開示義務違反が相当程度発生しており、規制機関による監視・制裁は手段および資源ともに不十分であり、また、投資者によるコモロロー上の責任追及も実際上困難であるため、合理的な制限を加えた上で制定法上の責任を規定することが望ましいとしている。そして、民事責任制度の導入に伴う社会的費用は定量化できないが、継続開示に対する信頼性の向上ひいては資本コストの減少という便益がそれを上回るとしている。<sup>(53)</sup>

### (2) 不実開示の抑止を主たる目的とした制度導入の根拠と基本的制度設計

Allen 委員会は、民事責任制度を設計するにあたって、不実開示の抑止と投資者の損害填補という目的のうち、不実開示の抑止を主たる目的とすることとしている。これは、理論上、不実開示の効果的な抑止は投資者の損害填補の必要性を減少させるからであると説明されている。<sup>(54)</sup>

そして、不実開示の抑止を主たる目的としたモデルにおいては、不実開示の重大性ゆえに効果的な抑止が必要となる範囲であって、かつ、発行会社に深刻な損失を与えない範囲において責任を認めることになるところ、責任が当該範囲からどこまで拡張されるべきかは、投資者の損害填補を他の調整要素の犠牲においてどの範囲まで認めるべきと考えるかに依存するとしている。<sup>(55)</sup>これに関連して、Allen 委員会は、対立する利益の合理的なバランスの調整が必要となる局面として、①抑止と損害填補、②抑止と発行会社や資本市場に対する追加的費用の発生、③取締役等に対する責任の賦課と有能な人材の登用の阻害を挙げている。<sup>(56)</sup>

そのうえで、Allen 委員会は、発行市場における不実開示に関する責任は原状回復という経済的実質を有するのに対して、流通市場におけるそれは株主の間接的な負担によって投資者の損害填補を図るものであることを指摘するとともに、不実開示を抑止するためには発行会社に関する民事責任制度の導入が有意義であるとし、合理的な制限を課したうえで同制度を導入すべきであるとしている。同時に、不実開示について有責性のある個人に民事責任が割り当てられるべきであり、そこにおいては、やはり合理的な制限が加えられなければならないとも指摘している。<sup>(57)</sup>

なお、米国の証券取引所法規則10b-5<sup>(58)</sup>に関しては、投資者の損害填補を主たる目的としたモデルに近い制度となっており、巨額の損害賠償は極めて高い抑止効果を伴うであろうが、そのようなアプローチは、カナダの資本市場に相当程度の悪影響を与えるであろうと評価している。<sup>(58)</sup>

### (3) 具体的な制度設計

#### ① デュー・デリジエンスの抗弁の導入

Allen 委員会の立法提案においては、流通市場における不実開示に関する責任基準として、デュー・デリジエンスの基準が採用されている。

これは、目論見書における実効的な規律を導入したものであり、また米国の証券取引所法規則10b-5におけるScienter<sup>(59)</sup>の基準よりも厳格なものであって、さらに抗弁として設定されており、抑止を実効的に実現するものとされている。また、デュー・デリジエンスの基準を採用することによって、発行会社等に不合理な責任リスクが課されることなく完全な開示が行われるという優れたバランスが実現されると説明されている。

この記述の通り、Allen 委員会の立法提案においては、発行会社についてもデュー・デリジエンスの抗弁が認めら

れている。これについては、先例を挙げ<sup>(60)</sup>、取締役の開示義務違反について会社が取締役として責任を負うべきであるように、取締役のデュー・ディリジエンスの履行について会社も利益を得るべきであると説明されている<sup>(61)</sup>。また、発行市場における不実開示に関しては厳格責任が課されているが、投資者から直接的に利益を得る場合と投資者との直接の関係が存在しない場合は区別可能であり、また区別されるべきであるとも指摘されている<sup>(62)</sup>。

なお、発行会社がデュー・ディリジエンスの抗弁を提出するためには、前述の根拠の反射として、全ての個人被告が同基準を充足している必要がある、ある取締役または役員について充足が否定された場合、発行会社も充足が否定されると説明されている<sup>(63)</sup>。

## ② 損害賠償額の上限の設定

発行会社に関する民事責任については、前述のとおり、合理的な制限が必要であるとされ、具体的には次のような利益調整の必要性が指摘されている。

すなわち、損害の回復を求める投資者、自らの違法行為ではないにも関わらず間接的に賠償費用を負担することになる既存株主、さらに会社が深刻な損失を被るリスクを厭う債権者、取引業者、従業員、コミュニティといった利害関係者の利益を考慮しなければならないとされている<sup>(64)</sup>。特に、既存株主については、会社による責任の負担は、ミューチュアル・ファンドや年金基金といった長期的投資者から短期的な取引者への利益移転を生じさせること、および、どの時点で証券を取得したかという偶然の事情によって同様に善意の株主間で経済的に異なる取り扱いが生じることが問題視されている。さらに、後者に関しては、端的に、コミュニティおよびカナダの経済にとって重要な会社が事業を継続できるようにバランスが取られなければならないと指摘されている<sup>(65)</sup>。

そこで、損害賠償額の上限が、抑止効果が損なわれず、原告に訴訟提起インセンティブを付与するような価値を有する額であつて、さらに、既存株主にとって公正な額として定められている<sup>(67)</sup>。

なお、取締役や役員等についても損害賠償額の上限が別途設定されているが、意図的な不実開示については上限が排除されることになっている。これに対して、発行会社については、取締役や役員によって意図的に不実開示がなされた場合であっても、上限が適用されることになっている。これは、上限を排除することは、発行会社ひいては長期的株主にとって不公正な負担となるからであると説明されている<sup>(68)</sup>。

#### 第四款 二〇〇〇年カナダ証券管理局報告書・民事責任草案

1 カナダ証券管理局の民事責任草案(一九九八年)

カナダ証券管理局は、Allan 委員会最終報告書の公表を受けて、各州の証券委員会のスタッフによって構成されるタスクフォースを設置し、同委員会の勧告についての検討および立案化を求めた<sup>(69)</sup>。そして、一九九八年に草案が公表された<sup>(70)</sup>。

一九九八年草案は、投資者に対する完全な救済の提供ではなく、不実開示の抑止および望ましい開示実務の促進に焦点を当てたものとなっており、Allan 委員会が採用したモデルを踏襲するものとなっている<sup>(71)</sup>。そして、投資者の救済よりも不実開示の抑止に焦点を当てた理由の一つとしては、発行会社による損害賠償責任の負担が株主(特に長期的投資者)に最終的に帰することが指摘されている<sup>(72)</sup>。



## 2 カナダ証券管理局報告書(二〇〇〇年)

カナダ証券管理局は、一九九八年草案に対して寄せられた意見を踏まえて、二〇〇〇年に民事責任草案を含む報告書を公表した。<sup>(73)</sup>この二〇〇〇年草案での主たる変更点は、訴訟の開始に対する裁判所の許可制度や、和解等に対する裁判所の承認制度の導入である。本報告書は、寄せられた意見とそれへの応答によって構成されているため、以下ではそれらを概観する。

### (1) 流通市場に関する民事責任制度の導入の必要性に対する懐疑<sup>(74)</sup>

この批判は、制度の導入がカナダにおいて正当化されるほど現実には不実開示が生じているかという事実問題を提起するものである。これに対して、カナダ証券管理局は、カナダにおける継続開示の質は低く改善が必要であるというAllen委員会と同様の認識をその経歴を根拠として示している。

その上で、二〇〇〇年草案が政策的な観点から根拠づけられるかを検討し、発行市場では、目論見書に対する証券委員会の審査や制定法上の民事責任制度などによって適切な開示を行うインセンティブが関係者に付与されており、質の高い開示がなされているが、流通市場に関しては、証券委員会の規制資源は限定されており、また多数の開示について審査を行うのは困難であることに加え、有効な民事責任制度が存在せず、このような規制の非対称性は不当であり、民事責任制度が拡張されるべきであるとしている。

### (2) 脅迫的訴訟(Strike Suit)の懸念<sup>(75)</sup>

この批判は、民事責任制度の導入によって、根拠を欠く強圧的な訴訟に発行会社や長期的株主が晒されることになり

得るところ、一九九八年草案における訴訟費用の敗訴者負担ルールやその他の手続的保護では、早期の和解を目論んで提起されるそのような訴訟を抑止できないというものである。本批判は、一九九八年草案に対して寄せられた最も多い批判であった。

この問題について、Allen 委員会は、カナダにおいては、根拠を有する訴訟であっても提訴が躊躇われてしまう訴訟費用の敗訴者負担ルールが存在するなど、米国とは訴訟環境が大きく異なっており、同国のような脅迫的訴訟の危険性は乏しいとしていた。<sup>(76)</sup>

これに対して、カナダ証券管理局は、脅迫的訴訟は長期的投資者に現実の損害を与え、結果としてカナダの資本市場を害するものであるとし、一九九八年草案に対する批判およびカナダにおける近時の集団訴訟提起の活発化の兆しを踏まえて、二〇〇〇年草案において次の仕組みを新たに導入するとしている。すなわち、まず、和解等について、裁判所による審査機会を確保するために、その承認を要件とするものとしている。さらに、根拠を欠く訴訟が訴訟手続きの初期に終結するようにすることで被告に和解圧力が生じないようにする、スクリーニング・メカニズム（訴訟の開始に關する裁判所の許可制度）の導入を提案している。

そして、カナダ証券管理局は、これらの手続的セーフガードは、一九九八年草案から引き継がれた訴訟費用の敗訴者負担ルールと分割責任制度を補完するものであり、米国とは異なる訴訟環境を生み出し、脅迫的訴訟を減少させるとしている。

(3) 大規模な発行会社に対する不均衡な訴訟提起の懸念<sup>(77)</sup>

一九九八年草案に対しては、発行会社の損害賠償額の上限が時価総額に関連付けられているため、大規模な発行会社

を被告とするインセンティブが偏って生じ、そのような会社について抑止以上の効果が生じるのではないかという批判が寄せられた。

これに関して、カナダ証券管理局は、損害賠償額については、原告にとって訴訟を提起する価値のある額でなければならぬ一方で、発行会社の支払能力および損害賠償費用が最終的に非原告株主によって負担されることも考慮しなければならず、そして、手続的セーフガードによって民事責任規定の強圧的な利用のリスクは減少しているとして、一九九八年草案の規定を維持するものとした。

(4) 米国証券取引所法規則10b-5との対比<sup>(78)</sup>

一九九八年草案に対しては、完全賠償モデルに近い米国証券取引所法規則10b-5の実質的な導入になるのではないかといった意見が寄せられた。これに対して、カナダ証券管理局は、両者の要件が異なることを指摘している。

この点に関しては、まず、オンタリオ州では一九九八年のCaron v. Bre-X Minerals Ltd. 事件判決<sup>(79)</sup>において、市場における詐欺理論が否認されており、コモンローに基づく証券集団訴訟の提起が困難であることが示されている点で同判決が重要であると指摘している。

そして、二〇〇〇年草案との対比としては、情報の内容や開示方法等に依じて、責任の基準としてデュー・デiligエンスや重大な義務違反行為 (gross misconduct) 等の基準を設定していることを指摘している。さらに、デュー・デiligエンスの基準は、規則10b-5におけるScienter (故意あるいは認識ある過失による無視 (reckless)) の基準よりも被告にとって厳格であり、さらに抗弁として設定されているところ、開示に関して合理的な注意を行うインセンティブの付与および訴訟における証拠の偏在の問題の解消に資するものであり、この点において、同草案は規則10b-5と異

なり抑止モデルを採用したものとなっているとしている。

#### 第五款 二〇〇二年オンタリオ州証券法改正

二〇〇〇年のカナダ証券管理局の報告書の公表後も、民事責任制度の導入に対する政治的関心は乏しい状況が続いた。<sup>(80)</sup>しかし、オンタリオ州では、二〇〇二年一〇月三〇日に、流通市場に関する民事責任制度の導入などの証券法改正を含む包括的な法案 (Bill 198)<sup>(81)</sup> が財務大臣によって提出された。

その契機は、Enron 事件や WorldCom 事件に代表される大規模な会計不祥事の発生であり、カナダにおいても証券市場に対する投資者の信頼の確保が重要な政治課題となったのであった。そして、カナダ証券管理局の民事責任草案は、まさに時宜に合った立法提案となったのであった。<sup>(82)</sup>

もっとも、Bill 198は同年一二月九日に可決されたものの、<sup>(83)</sup> 民事責任制度の導入に関する部分は施行されなかった。これは、技術的な問題が存在したからであると説明されているが、<sup>(84)</sup> 実際には、大規模上場会社によるロビー活動の成果であると指摘されている。<sup>(85)</sup>

このような状況において、州政府によって設置されたオンタリオ州証券法検討委員会は、二〇〇三年三月に公表した報告書において、その施行を勧告した。<sup>(86)</sup> また、同州政府の金融・経済問題常任委員会の二〇〇四年の報告書も、民事責任制度は投資者保護と不実開示の抑止に資するものであり、寄せられた批判にも対応したものとなっているとして、その施行を求めた。<sup>(87)</sup>

そして、流通市場における不実開示に関する民事責任規定は、二〇〇五年一二月三二日に施行された。現在では、カナダのほぼ全ての州・準州において、同様の民事責任規定が導入されている。<sup>(88)</sup>

### 第三節 不実開示に対するオンタリオ州証券法上の民事責任制度

#### 序

本節では、民事責任の前提となるオンタリオ州証券法上の情報開示制度について概観したうえで、発行市場および流通市場における不実開示に関する民事責任制度の紹介を行う。最後に、これらの制定法上の責任とコモンロー上の責任の関係を確認する。

#### 第一款 オンタリオ州証券法上の開示制度の概要

##### 1 発行市場における開示（目論見書）

公衆に対する証券の分売となる取引を行う場合、発行者は、委員会に対して目論見書の届出を行わなければならない<sup>(89)</sup>。また、目論見書は、投資者に対して交付されなければならない<sup>(90)</sup>。そして、目論見書においては、証券に係るあらゆる「重要な事実」(material fact)を開示することが求められる<sup>(91)</sup>。

この重要な事実とは、「証券の市場価格または価額に重大な影響を与えることが合理的に予想される事実」と定義されている<sup>(92)</sup>。

##### 2 流通市場における開示（定期的開示・適時開示・公開買付けに関する開示）

オンタリオ州証券法は、トロント証券取引所やTSXベンチャー取引所に上場されていることなどを基準に、投資者に対して継続開示を行うことが要求される者として、「報告発行者」(reporting issuer)という概念を設けている<sup>(93)</sup>。

そして、この報告発行者は、年次財務諸表(annual financial statements)ならびに四半期(1)の中間財務報告書(interim

financial reports)<sup>(94)</sup> および年次情報報告書 (annual information form) の委員会への届出および証券保有者への送付が求められる<sup>(95)</sup>。なお、これらの書類には、経営者による討議と分析 (MD & A) が添付されなければならない<sup>(96)</sup>。そして、経営者は、株主総会に係る委任状勧誘に際して情報説明書 (information circular) を送付しなければならない<sup>(97)</sup>。

これらの定期的な開示に加えて、適時開示が証券法上義務付けられている。すなわち、報告発行者について「重要な変更」(material change) が生じた場合、当該重要な変更を開示するとともに重要変更報告書を届出なければならない<sup>(98)</sup>。

この重要な変更とは、「発行者の証券の市場価格または価額に重大な影響を与えることが合理的に予想される発行者の事業、業務または資本の変更」および「取締役会による当該変更を実行するという決定ならびに上級経営者が当該決定に対する取締役会の承認は蓋然的であると考えて行った当該変更を実行する決定」を指すものと定義されている<sup>(99)</sup>。

なお、ある者が報告発行者に対して公開買付けを行う場合は、その者は公開買付説明書 (take-over bid circular) の届出および送付を行わなければならない。また、自社株買付けに関しては、発行者買付説明書 (issuer bid circular) を届出なければならない<sup>(100)</sup>。そして、報告発行者が公開買付けの対象となった場合、当該発行者の取締役会は、取締役会説明書 (directors' circular) を送付しなければならない<sup>(101)</sup>。

### 3 不実開示

オンタリオ州証券法において民事責任が問題となる不実開示は、第一に、「不実表示」として、「重要な事実についての虚偽の陳述」および「陳述が要求される重要な事実の陳述の省略」ならびに「当該状況に照らして誤導的な陳述とならないために必要となる重要な事実の陳述の省略」が規定されている<sup>(102)</sup>。また、第二に、「適時開示の不履行」として、「本法または規則によって要求される方法および時期における重要な変更についての開示の懈怠」が規定されている<sup>(103)</sup>。

開示義務を規律する「重要な事実」と「重要な変更」という概念は、共に「重要性」を基礎としている。この重要性は、定義自体から明らかなように、市場への影響 (market impact) が合理的に予想されるものであったかを基準として判断される。<sup>(16)</sup>

## 第二款 発行市場における不実開示に関する民事責任制度

### 1 原告適格および立証事項

目論見書<sup>(16)</sup>における不実表示について、証券法上の責任を追及する場合、原告は、①当該目論見書によって募集された証券を取得したこと、②当該取得が分売期間になされたこと、および、③目論見書に不実表示が存在することを立証しなければならない。<sup>(18)</sup>

不実表示に対する信頼については、その存否に関わらず損害賠償請求権および取消権が発生するとされている。

### 2 責任主体

目論見書における不実表示について損害賠償責任を負うのは、発行者または売出証券保有者、目論見書届出時の取締役、CEO・CFOその他目論見書に署名を行った者<sup>(19)</sup>、認証の署名<sup>(19)</sup>が求められる引受人、目論見書にその意見等を記載することに同意した者である。<sup>(18)</sup>

なお、投資者は、発行者や売出証券保有者、引受人から証券を取得していた場合、これらの者に対する取消権の行使を選択することができる。取消権を行使した場合、行使対象に対する損害賠償請求権は失われる。<sup>(18)</sup>

### 3 抗弁

被告が提出できる抗弁は、投資者が不実表示を認識して証券を取得したこと<sup>(14)</sup>、および、後述する損害因果関係の不在に加えて、被告の属性ごとに次のように規定されている。

#### (1) 発行者・売出証券保有者

発行者および売出証券保有者が提出できる抗弁は、投資者の不実表示の認識、および、損害因果関係の不存在に限られている<sup>(15)</sup>。したがって、これらの者は、厳格な責任を負っている。

#### (2) 取締役、CEO・CFOその他目論見書に署名を行った者、引受人（非専門家）

これらの者が提出できる抗弁は、第一に、専門家によって作成されたとされておらず、かつ、専門家の意見等の転載または引用であるとされていない部分については、不実表示が存在すると考えておらず、かつ、そのように考える合理的な根拠を得るための合理的な調査を行ったことである（デュー・ディリジェンスの抗弁）<sup>(16)</sup>。

第二に、専門家によって作成されたとされている部分または専門家の意見等の転載もしくは引用であるとされている部分については、不実表示が存在する、または転載もしくは引用が適正になされていないと考える合理的な根拠をその者が有しておらず、かつ、そのように考えていなかったことが抗弁となる<sup>(17)</sup>。

第三に、公務員による陳述であるとされている部分または公文書の転載もしくは引用であるとされている部分に含まれる虚偽の陳述については、陳述の表示または公文書の転載もしくは引用が正確かつ適切であること、および、当該陳述が真実であると考える合理的な根拠を有しており、かつ、そのように考えていたことが抗弁となる<sup>(18)</sup>。



以上のように、非専門家・非公務員作成部分については、取締役、CEO・CFOその他目論見書に署名を行った者、引受人は、合理的な調査を行うことが要求されている。これに対して、専門家・公務員作成部分については、積極的に調査を行うことまでは要求されておらず、自らの認識についての合理的な根拠の存否が問題となる。

なお、これらの抗弁は合理性の基準を採用しているが、当該基準は、「特定の事件の事情の下で慎重な者に要求される程度のもの」と定義されている<sup>(12)</sup>。

### (3) 専門家<sup>(12)</sup>

専門家が提出できる抗弁は、第一に、当該専門家によって作成されたとされている部分または当該専門家の意見等の転載もしくは引用であるとされている部分については、不実表示が存在すると考えておらず、かつ、そのように考える合理的な根拠を得るための合理的な調査を行ったことである（デュー・ディリジェンスの抗弁<sup>(12)</sup>）。

第二に、当該専門家によって作成されたとされている部分または当該専門家の意見等の転載もしくは引用であるとして、  
れている部分であって、専門家としての意見等が不適切に記載されたことに起因する不実表示を含むものについては、  
(a)記載が適切になされていると考慮しており、合理的な調査を行って、そのように考える合理的な根拠を有していたこと  
(デュー・ディリジェンスの抗弁)、または、(b)記載が不適切であることを認識した時に、委員会への報告および公示を  
行ったことが抗弁となる<sup>(12)</sup>。

### (4) 将来指向情報に関するセーフ・ハーバーの抗弁<sup>(12)</sup>

将来指向情報に関しては、当該情報を含む文書が、合理的な注意文言および当該情報の導出に用いられた重要な要素

の陳述を含んでおり、かつ、当該情報の導出について合理的な根拠を有していたことが抗弁となる<sup>(15)</sup>。ただし、財務諸表またはIPOに関連して公表された文書における将来指向情報については、当該抗弁を提出できない<sup>(16)</sup>。

#### 4 損害賠償額

損害賠償額については、証券が募集された価格 (price) を超えないものとされている<sup>(17)</sup>。

また、被告は、不実表示の結果としての証券の価額 (value) の下落に相当しない損害賠償額が存在することを立証することで、その額について責任を免れることができる<sup>(18)</sup>と規定されている。この規定は、被告が、①価格の下落(取得価格から不実表示発覚後の価格を控除したもの)が、不実表示以外の要因によつて全部または一部生じたこと、または、②価格の下落が、原告が被った価額の下落の反射ではないことを立証することで、損害賠償額を減額できる趣旨のものと解されている<sup>(19)</sup>。

損害賠償額自体については、証券法には具体的な算出方法が規定されていないが、証券の取得価格と取得時における価額の差額であると解されている<sup>(20)</sup>。そして、その一応の評価方法は、取得価格から不実表示発覚後の価格を控除することであるとされている<sup>(21)</sup>。

#### 5 責任の負担

発行者または売出証券保有者、取締役、CEO・CFOその他目論見書に署名を行った者、目論見書にその意見等を記載することに同意した者、そして引受人は、連帯して責任を負う<sup>(22)</sup>。これらの者は、個別に提訴された場合には同じ支払責任を負うべきであった者に対して、負担部分について求償することができる。ただし、裁判所は、求償が衡平でな

いと認める場合は、これを否認することができる。

### 第三款 流通市場における不実開示に関する民事責任制度

1 流通市場における不実開示に関する民事責任規定の適用対象・範囲

#### (1) 文書および公の口頭の陳述の意義

オンタリオ州証券法は流通市場に関して、「文書」や「公の口頭の陳述」における不実表示、および、適時開示の不履行について責任を定めている。

このうちの「文書」については、「書面化された、または電磁的に作成された重要な情報」を意味するものとして、広範な定義が設けられている<sup>(18)</sup>。そして、文書は、「中核的文書」とそれ以外の文書（非中核的文書<sup>(19)</sup>）に分類される。

中核的文書とは、①目論見書、ライツ・オフアリング説明書、②公開買付説明書、発行者買付説明書、取締役会説明書、③年次財務諸表、中間財務報告書、年次情報報告書、経営者による討議と分析、情報説明書、重要変更報告書を指すものと定義されている<sup>(20)</sup>。ただし、責任ある発行者の取締役、影響力を有する者、その取締役・役員に関しては、重要変更報告書は非中核的文書として扱われる。これは、それらの者については、重要変更報告書に対する認証が要求されていないからである<sup>(21)</sup>。なお、非中核的文書の典型例は、プレス・リリースである<sup>(22)</sup>。

「公の口頭の陳述」については、「陳述に含まれる情報が広く開示されることになると合理的な者が考える状況においてなされた口頭の陳述」と定義されている<sup>(23)</sup>。したがって、アナリスト・コールやテレビ番組、株主総会での発言がこれに該当することになる<sup>(24)</sup>。

なお、裁判所はその裁量において、対象事項または内容の共通する複数の不実表示を、単一の不実表示として扱うこ

とができる。また、共通の対象事項に関する重要な変更または複数の重要な変更の適時開示の不履行の複数の段階についても、裁判所はその裁量において、単一の適時開示の不履行として扱うことができる。<sup>(10)</sup>

## (2) 責任ある発行者の意義

オンタリオ州証券法上の民事責任が問題となるのは、「責任ある発行者」(responsible issuer) または責任ある発行者に対して影響力を有する者による、文書の公表ならびに公の口頭の陳述の実行および適時開示の不履行であり、したがって、民事責任規定の適用対象・範囲は、責任ある発行者という概念によって主として画されている。

この責任ある発行者という概念は、「報告発行者」および「オンタリオ州と現実的かつ実質的な関係を有するその他の発行者であつて、その証券が公に取引されている発行者」を意味するものと定義されている。<sup>(11)</sup>

そして、後者の定義の「その証券が公に取引されている発行者」という文言については、Abdula v. Canadian Solar Inc. 事件判決において、カナダにおいて取引されていると解釈すべきではないと判示されている。<sup>(12)</sup>したがって、この後者の定義において、カナダの証券市場に自発的にアクセスしていない外国の発行者も民事責任の追及の対象となり得ることとなっている(域外適用の承認)。<sup>(13)</sup>

## (3) 人的適用範囲

民事責任規定の適用範囲に関しては、非カナダ居住者や国外取引者の処遇という人的適用範囲の問題が存在する。具体的には、集団訴訟を認可するにあたって、それらの者をクラスから除外すべきかが問題となっている。

これに関する重要な先例は、Silver v. IMAX Corp. 事件判決であり、非居住者に係る請求がオンタリオ州と現実的か

つ実質的な関係性を有するのであれば、管轄権の行使が認められるとされた。そして、具体的判断としては、かかる関係性が認められるとして、取引地（トロント証券取引所かナスダックか）に関わらず、カナダ居住者および非居住者の双方を含めたクラスが認定された<sup>16)</sup>。

この判断は、国際証券集団訴訟（Global Class Action）を認めたものとして注目を集め、オンタリオ州が証券集団訴訟の楽園となるのではないかと懸念も示されている<sup>17)</sup>。

一方で、非居住者をクラスから除外した判例や、トロント証券取引所で証券を取得した非居住者に限定してクラスへの参加を認めた判例<sup>18)</sup>も存在する。もつとも、このような結論の相違は、事案の相違に基づくものであって、基本的なアプローチは一貫していると指摘されている<sup>19)</sup>。

#### (4) 適用対象証券

民事責任規定の適用対象となる取引は、「発行者の証券」の取引<sup>20)</sup>である。これについて、「発行者の証券」とは、①責任ある発行者の証券、および、②(a)証券の市場価格もしくは価額または証券に基づく支払債務が、責任ある発行者の証券から算出されるもの、または、それを基礎とするものであって、(b)責任ある発行者のために個人もしくは法人によって作出された証券、または、責任ある発行者によって保証されている証券と定義されている<sup>21)</sup>。したがって、この(b)の要件によって、発行者の授権なく第三者によって作出されたデリバティブ証券は、民事責任規定の適用を除外されることになっている<sup>22)</sup>。

(5) 適用除外取引

流通市場における不実開示に関する民事責任規定は、①分売期間に目論見書によって募集された証券の取得、②目論見書の届出・交付義務から除外される分売（私募）による発行者の証券の取得、③公開買付けまたは発行者による公開買付けに関連した、またはそれに基づく発行者の証券の取得または処分、④その他規則で定められる取引については適用されない。<sup>(15)</sup>

なお、②および③の取引に関しては、規則によって例外を定めることができるとされており、通則の二〇一条によって、流通市場における不実開示に関する民事責任規定が適用される取引が定められている。<sup>(16)</sup>

2 原告適格および立証事項

(1) 原告適格

不実開示について民事責任が問題となるのは、(a)責任ある発行者またはそれを代表する現実、黙示もしくは表見上の権限を有する者が、不実表示を含む文書を公表した場合<sup>(17)</sup>、(b)責任ある発行者を代表して発言を行う現実、黙示または表見上の権限を有する個人が、責任ある発行者の業務に関連する、不実表示を含む口頭の陳述を行った場合<sup>(18)</sup>、(c)影響力を有する者 (influential person)<sup>(19)</sup> またはそれを代表する現実、黙示もしくは表見上の権限を有する者が、責任ある発行者に関連する、不実表示を含む文書の公表または公の口頭の陳述を行った場合<sup>(20)</sup>、および、(d)責任ある発行者について適時開示の不履行（重要な変更の開示の懈怠）が生じた場合である<sup>(21)</sup>。証券の市場価格に影響を与えることが合理的に予測される開示については責任 (responsibility) を負うべきであるという考えから、このように幅広く民事責任の対象が規定されている。<sup>(22)</sup>

そして、右の場合において、不実表示または適時開示の不履行の始期からその訂正または是正までの間に、発行者の証券を取得または処分した者は、不実表示に対する信頼または適時開示の適切な履行に対する信頼の存否に関わらず、損害賠償請求権を有する。<sup>(10)</sup>

なお、右における原告適格には、不実開示によって損失を被った全ての投資者が含まれているわけではないが、民事責任制度の主たる目的は抑止であり、救済を過度に広範あるいは複雑なものとしなためであるとされている。<sup>(10)</sup>

## (2) 追加的立証事項

非中核的文書または公の口頭の陳述における不実表示に関しては、専門家以外の被告に対する責任追及においては、当該被告の不実表示の認識、意図的な認識の回避、または、文書の公表もしくは公の口頭の陳述に関する重大な義務違反行為の存在を立証しなければならない。<sup>(10)</sup> また、適時開示の不履行に関しても、責任ある発行者およびその役員以外の被告については、同様に、当該被告の適時開示の不履行の認識などを立証しなければならない。<sup>(10)</sup>

## 3 責任主体

流通市場における開示については、各関係者の関与は一定ではないため、種々の開示ごとに責任主体が定められている。<sup>(10)</sup>

前述の(a)の文書における不実表示について責任主体となるのは、①責任ある発行者、②文書公表時点の取締役、③文書の公表について授權、許可または黙諾した役員、④文書の公表について責任ある発行者側に意図的に影響力を行使した影響力を有する者およびその取締役・役員、⑤文書において引用等がなされた不実表示を含む報告書等を作成した専

専門家であつて、報告書等の利用に書面をもつて同意していた者である。<sup>(16)</sup>

(b)の公の口頭の陳述における不実表示については、①責任ある発行者、②公の口頭の陳述を行った個人、③公の口頭の陳述について授権、許可または黙諾した取締役・役員、④公の口頭の陳述について責任ある発行者側に意図的に影響力を行使した影響力を有する者およびその取締役・役員、⑤公の口頭の陳述において引用等がなされた不実表示を含む報告書等を作成した専門家であつて、報告書等の利用に書面をもつて同意していた者が責任主体となる。<sup>(17)</sup>

(c)の影響力を有する者による不実表示については、①責任ある発行者（責任ある発行者の取締役・役員が、文書の公表または公の口頭の陳述について授権、許可または黙諾した場合）、②公の口頭の陳述を行った個人、③文書の公表または公の口頭の陳述について授権、許可または黙諾した責任ある発行者の取締役・役員、④影響力を有する者、⑤文書の公表または公の口頭の陳述について授権、許可または黙諾した影響力を有する者の取締役・役員、⑥文書または公の口頭の陳述において引用等がなされた不実表示を含む報告書等を作成した専門家であつて、報告書等の利用に書面をもつて同意していた者が責任主体となる。<sup>(18)</sup>

(d)の適時開示の不履行については、①責任ある発行者、②適時開示の不履行について授権、許可または黙諾した責任ある発行者の取締役・役員、③適時開示の不履行について責任ある発行者側に意図的に影響力を行使した影響力を有する者およびその取締役・役員が責任主体となる。<sup>(19)</sup>

なお、(b)および(c)の場合において、公の口頭の陳述を行った個人が、責任ある発行者を代表して発言する表見上の権限しか有していなかった場合は、その他の個人は、不実表示を認識した時または合理的に認識すべきであった時より前に取得または処分された責任ある発行者の証券については責任を負わない。<sup>(20)</sup>



#### 4 抗弁

被告が提出することができる抗弁については、後述する損害因果関係の不存在の抗弁に加えて、次のものが規定されている。

(1) 不実表示または重要な変更の認識の抗弁<sup>(15)</sup>  
全ての被告は、投資者が不実表示または重要な変更を認識していたことを立証することで、責任を免れることができる。

#### (2) デュー・デiligエンスの抗弁<sup>(16)</sup>

全ての被告は、①不実表示を含む文書の公表もしくは公の口頭の陳述が行われる前、または、適時開示の不履行が生じる前に、合理的な調査を行ったこと、または、合理的な調査を行わせたこと、および、②文書の公表もしくは公の口頭の陳述が行われた時、または、適時開示の不履行が生じた時に、文書もしくは公の口頭の陳述に不実表示が含まれている、または、適時開示の不履行が生じていると考える合理的な根拠を有していなかったことを立証した場合は、責任を免れることができる。

この調査の合理性の判断等については、内部統制システムの整備状況など、裁判所が考慮すべき事項が例示列挙されている。<sup>(18)</sup>

#### (3) 適時開示の不履行に対する秘匿的開示の抗弁<sup>(19)</sup>

適時開示の不履行については、全ての被告は、重要な変更を委員会に対して秘匿的に開示していたこと、秘匿的な開

示を行う合理的な根拠が存在していたこと、当該根拠が消滅した場合には速やかに公衆への開示が行われたこと、重要な変更起因して不実表示を含む文書の公表または公の口頭の陳述が行われていないこと、および、法定の方法以外の方法で重要な変更が一般に認識されることになった場合には速やかに法定の方法で重要な変更の開示を行ったことが抗弁となる。

(4) 将来指向情報に関するセーフ・ハーバーの抗弁<sup>(8)</sup>

将来指向情報に関する不実表示については、全ての被告は、当該情報を含む文書または公の口頭の陳述が、合理的な注意文言<sup>(8)</sup>、および、当該情報において提示された結果の導出または予測・計画の形成に用いられた重要な要素または仮定の陳述を含んでおり<sup>(8)</sup>、かつ、当該情報の導出または予測・計画の形成について合理的な根拠を有していたことが抗弁となる。ただし、財務諸表またはIPOに関連して公表された文書における将来指向情報については、当該抗弁は提出できない<sup>(8)</sup>。

(5) 専門家作成部分に係る不実表示に対する抗弁<sup>(8)</sup>

当該専門家を除く被告は、文書または公の口頭の陳述のうち、当該専門家作成の報告書等の引用等がなされた部分であって、当該報告書等の利用について当該専門家の同意を得ていた部分における不実表示については、文書の公表または公の口頭の陳述が行われる前に当該同意が撤回されていない場合は、不実表示が存在すると考えておらず、かつ、そのように考える合理的な根拠を有していなかったこと、および、文書または公の口頭の陳述が当該報告書等を適正に表示していたことを立証することで、責任を免れることができる。

これに対して当該専門家は、文書の公表または公の口頭の陳述が行われる前に書面をもって同意を撤回していたことを立証した場合に、責任を免れることができる。<sup>(16)</sup>

(6) 非法定文書における不実表示に対する抗弁<sup>(16)</sup>

委員会への届出が法定されていない文書における不実表示については、全ての被告は、文書公表時に、文書が公表されると認識しておらず、かつ、そのように考える合理的な根拠を有していなかったことを立証することで、責任を免れることができる。

(7) 派生的情報に関する抗弁<sup>(17)</sup>

全ての被告は、当該不実表示が、責任ある発行者以外の者によって委員会等へ届出がなされた文書にも含まれており、責任ある発行者またはそれを代表する者によって文書の公表または公の口頭の陳述が行われる前に責任ある発行者以外の者またはそれを代表する者によって委員会等へ届出がなされた別の文書で訂正がなされておらず、文書または公の口頭の陳述において当該不実表示の進展が言及されており、文書の公表または公の口頭の陳述がなされた時に当該不実表示が含まれていると考えておらず、かつ、そのように考える合理的な根拠を有していなかったことを立証することで、責任を免れることができる。

(8) 訂正・是正措置の抗弁<sup>(18)</sup>

責任ある発行者を除く被告は、不実表示または適時開示の不履行が当該被告の認識または同意なくなされた場合は、

訂正または是正がなされる前にそれを認識し、取締役会に対して速やかに通知を行ったこと、さらに、当該通知の二営業日後以内に訂正または是正がなされない場合は、委員会に対して通知を行ったことを立証することで、責任を免れることができる。

#### 5 責任ある発行者が提出できる抗弁

Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce 事件では、責任ある発行者もデュー・デイルジエンスの抗弁を提出できるかが争われた。この問題に対して、裁判所は、同抗弁について定める二三八・四条(6)項は、抗弁を提出できる者を「person or company」と規定しているところ、訂正・是正措置の抗弁の関する二三八・四条(15)項は「person or company, other than the responsible issuer」と規定していることを指摘した。すなわち、このような規定<sup>(18)</sup>は、責任ある発行者もデュー・デイルジエンスの抗弁を提出できるという立法者の意図を反映したものであると判示した。したがって、Allen 委員会報告書が提案していたように、発行会社についても同抗弁が認められることとなっている。さらに言えば、発行会社は、同抗弁だけでなく、訂正・是正措置の抗弁以外の全ての抗弁を提出できることとなっている。

発行会社のデュー・デイルジエンスの抗弁の成否の判断方法については、Silver v. IMAX Corp. 事件において、CEO・CFO・副社長は会社の管理的意思を構成するという根拠に基づいて、それらの者に関する同抗弁についての判断を会社に帰属させるというアプローチが採られている<sup>(19)</sup>。また、前述の Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce 事件では、責任ある発行者である被告銀行について、内部統制システムが一応整備されていると認定されたが、サブプライム・ローン投資等についてリスクを検証・管理して財務状態の適切な開示を行うための体制が整備されていなかったと

認定され<sup>(18)</sup>、被告銀行と個人被告について特に区別することなく、合理的な調査を行ったとは立証できない合理的な可能性が存在すると判示されている<sup>(19)</sup>。

このように、発行会社に係るデュー・デリジエンスの抗弁の判断方法についても、Allen 委員会報告書の見解と同方向のアプローチが採用されることとなっている。

## 6 損害賠償額の算定方法

不実表示または適時開示の不履行の始期からその訂正もしくは是正までの間に証券を取得した投資者について、当該証券に関する投資行動に応じて、次のように損害賠償額が算定されることとなっている<sup>(20)</sup>。

- (a) 不実表示の訂正または重要な変更の開示がなされた日の一〇取引日後以前に処分された証券  
当該証券の平均取得価格と処分価格の差額について、ヘッジングなどのリスク限定取引の結果を考慮した額
- (b) 不実表示の訂正または重要な変更の開示がなされた日の一〇取引日後以後に処分された証券  
① 当該証券の平均取得価格と処分価格の差額について、ヘッジングなどのリスク限定取引の結果を考慮した額と、  
② 処分された証券の数に、当該証券一つごとの平均取得価格と公表市場である主たる市場<sup>(21)</sup>における一〇取引日間の取引価格<sup>(22)</sup>の差額を乗じた額のうち、いずれか低い額
- (c) 不実表示の訂正または重要な変更の開示の後も継続保有されている証券  
取得された証券の数に、当該証券一つごとの平均取得価格と公表市場である主たる市場における一〇取引日間の取引価格の差額を乗じた額

この損害賠償額の算定方法は、現実損害賠償 (out-of-pocket) を単純化したものであり、具体的には、取得価格と訂正・是正開示後の基準価格の差額または現実の損失 (actual loss) のうちの額の低い方を損害賠償額とするものとされている<sup>(19)</sup>。基準価格が設定されたのは、そのような基準が存在しなければ、売却が早すぎたり遅すぎたりすることで損害賠償額が巨額となり得るからであり、またこの場合、証券を売却するか否かの判断のためのオプションとして訴訟を用いることが出来てしまうと説明されている。

また、このような算定方法は、集団訴訟において損害賠償金を分配する際に、実際の損害に対応した分配を可能にする<sup>(20)</sup>とされている。さらに、投資者に損害回復のために証券の売却を強制しないことによつて、不実開示発覚後に売却圧力が生じて市場価格がさらに下落することが防止されるとしている。

基準価格を一〇取引日の加重平均価格とすることについては、一〇取引日は、市場が訂正・是正開示を完全に織り込むのに十分な期間であり、より長い期間を設定した場合は不実開示以外の要因が影響することになるとされている<sup>(21)</sup>。

なお、算定された損害賠償額のうち、不実表示または適時開示の不履行とは無関係の証券の市場価格の変動に起因する額であると立証した額について、被告は責任を免れることができる<sup>(22)</sup>。

#### 7 損害賠償額の上限

損害賠償額については、被告の属性に応じて、上限として次に掲げる額のいずれか大きい額が設定されている<sup>(23)</sup>。

- ① 責任ある発行者……責任ある発行者の時価総額<sup>(24)</sup>の5%、または、一〇〇万ドル
- ② 責任ある発行者の取締役・役員……二万五千ドル、または、責任ある発行者およびその関係者から受領した報酬

の総額の五〇%

③ 影響力を有する者（非自然人）……責任ある発行者の時価総額の五%、または、一〇〇万ドル

④ 影響力を有する者（自然人）……二万五千ドル、または、責任ある発行者およびその関係者から受領した報酬の総額の五〇%

⑤ 影響力を有する者の取締役・役員……二万五千ドル、または、影響力を有する者およびその関係者から受領した報酬の総額の五〇%

⑥ 専門家……一〇〇万ドル、または、不実表示の前一二ヶ月間に責任ある発行者およびその関係者から当該専門家およびその関係者が得た収入の額

⑦ ④～⑥に該当する自然人を除く、公の口頭の陳述を行った個人……二万五千ドル、または、責任ある発行者およびその関係者から受領した報酬の総額の五〇%

責任ある発行者以外の被告に対する責任の上限の設定については、責任リスクの限定によって、有能な人材の登用可能性の確保を図っていると説明されている。<sup>(26)</sup>

なお、責任ある発行者を除き、被告が、不実表示または適時開示の不履行となることを認識しながら、その実行について授権、許可もしくは黙諾したこと、または、その実行について影響力を行使したことを原告が立証した場合、当該被告について損害賠償額の上限は適用されない。換言すれば、責任ある発行者については、常に損害賠償額の上限が適用される。<sup>(26)</sup>

## 8 責任の負担

裁判所は、有責性を認定した各被告について、損害賠償額の負担の割当を行う<sup>(20)</sup>。したがって、当該各被告は、損害賠償額の上限にしたがって、当該割当部分についてののみ賠償責任を負うことになる(分割責任)。これによつて、Deep Pocketに対する狙い撃ちが防がれることになっている<sup>(20)</sup>。

ただし、裁判所が、責任ある発行者を除く特定の被告について、不実表示または適時開示の不履行となることを認識しながら、その実行について授權、許可または黙諾したと判断した場合、原告は、当該被告から損害賠償額の全額を得ることができる<sup>(20)</sup>。また、この場合、裁判所によつて当該判断がなされた各被告は連帯して責任を負う<sup>(20)</sup>。なお、当該被告は、有責性を認定されたその他の被告に対して求償することができる<sup>(21)</sup>。

## 9 訴訟の開始についての裁判所の許可制度

流通市場における不実開示に対する訴訟は、申立てに対する裁判所の許可がなければ開始されない。裁判所が訴訟の開始を許可すべき要件としては、(1)訴訟が誠実に提起されていること、および、(2)トライアルにおいて原告が勝訴する合理的な可能性が存在することという二点が規定されている<sup>(22)</sup>。なお、この訴訟開始の許可の申立てについて、原告および各被告は、依拠する予定である重要な事実を明らかにする供述書の提出を行うものとされている<sup>(23)</sup>。また、供述書の作成者は、供述書について裁判所の規則に則つて尋問を受けることがあるものとされている<sup>(24)</sup>。

訴訟開始についての裁判所の許可制度は、Allen 委員会報告書では提案されていなかったが、集団訴訟制度の濫用の懸念<sup>(25)</sup>などを反映し、裁判所に予備的審理を通じて門番的役割を担わせることとしたものである<sup>(26)</sup>。

この訴訟開始の許可の要件の解釈・適用は、Silver v. IMAX Corp. 事件<sup>(27)</sup>において初めて行われた。そして、同事件で



示された次のような判断は、後の事件でも踏襲されている。<sup>(219)</sup>

(1) 訴訟提起の誠実性

*Silver v. IMAX Corp.* 事件判決は、まず、誠実性は、推定されるものではなく、原告は、証拠の優越の基準 (balance of probabilities) のもとで、それを立証しなければならなかった。<sup>(220)</sup> そして、誠実性要件の具体的意義については、証券法上の責任は、会社の利益のためではなく、投資者自身の利益のために規定されたものであるため、株主代表訴訟におけるような高度な基準が設定されたものと解釈すべき理由はないとした。<sup>(221)</sup> その上で、同要件は、請求が制定法の目的と合致しており、不正な目的を実現しようとするものではなく、請求には論拠があるという信念のもとに訴訟を提起していることの立証を要求するものとした。<sup>(222)</sup>

そして、具体的には、次のように判示にされた。すなわち、①原告は、主張する不実表示が継続していた期間に証券を取得しており、訴訟において個人的な経済的利益を有すること、②被告の責任を追及し、他の会社に対しても適正な開示を行うようにメッセージを送ることを意図して提訴したことを主張しており、不実開示の抑止という立法目的にも適うこと、③会社の収益の訂正という証拠によって、不実表示の存在を訴答していること、および、④隠された動機や利益相反についての証拠は存在しないことを指摘して、誠実性の要件は充足されるとした。<sup>(223)</sup>

(2) トライアルにおいて原告が勝訴する合理的な可能性の存在

同要件に関しては、相対的に低い基準であると判示された。<sup>(224)</sup> すなわち、文言の慣用的・文法的意味などを根拠として、申立てにおいて裁判所に提出された証拠、および、当該証拠から導かれる合理的推論に基づき、訴権の要件と抗弁の立

証責任、および、当該申立て手続きにおける正確な評価の限界（ディスクバリーや参考人尋問の不在など）<sup>(26)</sup>を考慮し、原告が立証事項についてトライアルにおいて立証に成功する合理的な可能性（something more than a *de minimis possibility*）<sup>(26)</sup>、および、各被告が提出した抗弁について被告がその要件をトライアルにおいて充足できない合理的な可能性を判断するものとされた。<sup>(27)</sup>

なお、流通市場における不実開示に関する民事責任制度は不実開示の抑止を重視しているため厳格な基準が採用されるべきという被告の主張については、その場合、訴訟費用が高額となりその結果として抑止が実現されず、また完全賠償モデルとの対比における抑止の強調は責任制限で実現されているのであって、証券集団訴訟はあくまで損害填補と抑止の双方を目的としていると判示されている。<sup>(28)</sup>

そして、具体的には、次のように判示された。<sup>(29)</sup> まず、不実表示の存在およびその重要性については、IMAX社が収益を訂正し会計基準違反を認めていたことを根拠に、トライアルにおけるその立証の合理的な可能性が認められた。<sup>(30)</sup> そして、被告のうち、CEO・CFO・副社長の地位にあった者については、会計に直接関与していたこと、内部統制の欠陥を認めていたこと、不当に収益が計上された映画システムの実情を認識していたことなどを根拠として、デュー・ディリジェンスの抗弁の提出が成功しない合理的な可能性があるとされた。<sup>(31)</sup> また、被告のうち、監査委員会のメンバーであった取締役については、財務報告を承認した時点で収益の計上に問題があるという指摘を認識していたことなどを理由として、同様に判断された。<sup>(32)</sup> 一方で、監査委員会のメンバーではなかった取締役については、財務報告に関して限定的な役割しか負っていないこと、監査委員会における議論に加わっていないこと、経営者および監査法人から同委員会に提出された報告書を閲覧しておらず、外部の指摘に関して問題は存在しなかったという報告書を受け取っていたことなどを根拠として、原告勝訴の合理的な可能性が否認された。<sup>(33)</sup>

10 和解等に対する裁判所の承認、訴訟費用の敗訴者負担

訴訟が開始された場合、当事者は、裁判所の承認がない限り和解や取下げ、放棄を行うことができない<sup>(23)</sup>。また、勝訴当事者は、民事訴訟規則に則って裁判所が決定する訴訟費用について、敗訴者に負担を求めることができる<sup>(24)</sup>。

#### 第四款 コモンロー上の責任との関係

1 コモンローに基づく責任とその意義

不実開示については、コモンロー上の詐欺や過失不実表示を根拠として民事責任を追及することが考えられる。しかし、その要件を充足することは容易ではない。すなわち、カナダ連邦最高裁は、一九九三年の *Queen v. Cognos Inc.* 事件判決において、過失不実表示に対する責任追及に関して、次の要件を定立している。すなわち、原告は、①表示者と被表示者の間に特別の関係に基づく注意義務が存在すること、②表示が、不実、不正確または誤導的であること、③表示者が過失によって表示を行ったこと、④被表示者が、表示を合理的に信頼したこと、⑤損害の発生という観点から信頼が有害なものであったことを立証しなければならない<sup>(25)</sup>。

もつとも、コモンロー上の責任は、証券法上の責任が規定された現在でも重要性を有している。なぜなら、コモンロー上の責任と証券法上の責任は相互独立して存在するものと規定されているため、コモンロー上の責任については、損害賠償額の上限が存在せず、また訴訟の開始に裁判所の許可が要求されないなどのメリットが存在する<sup>(26)</sup>。

2 コモンローに基づく責任追及の現状

コモンローに基づいて責任を追及する場合は、通常問題となるのは、不実開示への信頼である。

これについて、まず問題となったのは、米国で承認されている市場における詐欺理論の導入の可否である。すなわち、同理論が承認された場合、信賴の立証の負担が緩和され、訴訟ひいては集団訴訟の提起が容易となる。

この問題に関する主導的な先例は、オンタリオ州の一九九八年の *Carom v. Bre-X Minerals Ltd.* 事件判決<sup>(24)</sup>である。すなわち、同判決では、市場における詐欺理論が否認され、不実開示に対する現実の信賴の立証が求められると判示された。そして、同判決は、カナダ証券管理局の報告書において証券法上の民事責任の導入の根拠として言及されたように<sup>(25)</sup>、大きな影響を与え、同理論はカナダでは否認されていると一般に理解されている<sup>(26)</sup>。

もっとも、証券法上の責任が導入された現在でも、不実開示について、前述のメリットからコモンロー上の責任を根拠とした証券集団訴訟の提起が続いている。そして、コモンロー上の請求について、集団訴訟を認可した判断が複数出現することとなっている<sup>(26)</sup>。

これらの事件において、原告は、証券市場という文脈においては、不実開示への信賴は証券取引を行った投資者のクラス全体について推測される、あるいは、信賴は要件ではない、といった市場の効率性に依拠した主張を行っている。これに対して複数の判事は、判例法は発展途上であり、集団訴訟の認可という段階で原告の主張の検討を行うことは時期尚早であるとして、認可を行っている<sup>(27)</sup>。

したがって、コモンローを克服するものとして証券法上の責任が導入されたにも関わらず、コモンロー上の請求が認められる兆しが生じているという奇妙な状態が生じることとなっている。

もともと *McKenna v. Gannon Gold Inc.* 事件判決において、Strathy 判事は、前述のような原告の主張について、トライアルまで判断を保留することなく、大要次のように判示している。

一般論として、信賴の存在は、周辺事情から推測され得るものであるが、このことはクラス全体について信賴が推測され得ることを意味しない。<sup>(29)</sup> コモンロー上の請求において、不実表示への信賴が必須の要件であることは確立されている。このことが、制定法上の民事責任の導入の原因となったのである。<sup>(30)</sup>

本件において、原告は、十か月間に複数の不実表示がなされたと主張している。したがって、個々の投資者についての審理として、主張されている不実表示のどれがクラスに属する当該投資者に対してなされたのか、そして、その者は当該不実表示を信賴したのかを判断しなければならぬ。<sup>(31)</sup>

信賴の問題は個別に判断する必要があるところ、特定の投資者に対して伝達された表示の存在、当該投資者の経験および洗練度、当該投資者に対して伝達されたその他の情報の存否など、不実表示と証券の取得の因果関係に関する多数の問題が生じることになる。信賴に関する個々の審理を経ることなしには被告の責任を判断できないため、過失不実表示に関して集団訴訟の認可は適合しない。<sup>(32)</sup>

この判示に対しては、複数の事項に関する複数の不実表示が問題となったという事案の特徴に基づいてクラスについて信賴は推測されないとしたものであって、集団訴訟を認可した判断とは事案の相違において区別されるという見解が複数の判事によって示されている。<sup>(33)</sup>

もともと、二〇一二年七月の *Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce* 事件判決におおづ、Strathy 判事は前述の判示を引用したうえで、さらに、大要次のように判示している。

流通市場における不実開示に関する民事責任規定は、信賴の立証の困難性、および、市場における詐欺理論の否認を

根拠の一部として制定されたものであり、民事救済が濫用されないためのチェック（訴訟開始許可手続き）と、会社と長期的株主を巨額の責任から保護するバランス（損害賠償額の上限）を備えている。<sup>(54)</sup> 民事責任規定は、コモンロー上の請求を留保しているが、それが行使された場合、公益のための手続きや責任の仕組みが無意味なものとなってしまう。<sup>(55)</sup> 市場における詐欺理論や効率的市場仮説が個々の投資者の信頼の立証を補助するという立場を支持する先例は存在しないのである。<sup>(56)</sup>

前者の事件で *Strathy* 判事が真に問題としたのは、不実表示に対する現実の信頼の存否は個々の投資者の事情に基づいて判断されなければならないことであり、他の判事が指摘するような事案の相違は本質的な問題ではない。また、まさに後者の事件で指摘されたように、コモンローに基づく請求を現実の信頼の立証を求めることなく認めた場合、立法院の判断を立法院が無視することとなってしまふ。

もともと、後者の事件以降、コモンロー上の請求に関する集団訴訟の認可の可否についての判断は公表されておらず、オンタリオ州において民事責任追及が証券法に基づくものに一本化されるのは未だ不透明である。

- (1) カナダにおける会社法制については、酒巻俊雄「カナダ会社法の基本的構造と特色」早稲田法学五四巻一・二号一八七頁（一九七九年）参照。
- (2) Expert Panel on Securities Regulation, Final Report and Recommendations 40 (Jan. 12, 2009), available at <http://www.expertpanel.ca/eng/reports/index.html>
- (3) Minister of Finance, Proposed Canadian Securities Act (May 5, 2010), available at <http://www.fin.gc.ca/dhleg-apj/csa-1vm-eng.asp>.  
カナダ証券法案は、証券規制専門家パネルの提案 (Draft Securities Act (Jan. 12, 2009); Draft Securities Act: Commentary (Jan. 12, 2009)) による改革提案や州証券法などを基に起草された。

- (4) Reference re Securities Act (Canada) (2011), 339 D.L.R. (4th) 577 (Sup. Ct. Ca.).
- (5) Securities Act (R.S.O. 1990, c. S.5) (Last amendment: 2012, c. 8, Sched. 55) [hereinafter OSA].
- (6) トロント証券取引所およびTSXエクスチェンジャー取引所に上場されている会社の91%は、オンタリオ州、アルバータ州、ブリティッシュ・コロンビア州、ケベック州において設立された会社であり、時価総額においては両取引所の時価総額の合計の88%を占めている。特に、オンタリオ州において設立された会社は、両取引所の時価総額の合計の40%を占めている。 Alberta Securities Commission, The Alberta Capital Market: A Comparative Overview 5-6 (May, 2012), available at <http://www.albertasecurities.com/news/Pages/Publications.aspx>
- (7) やや古い統計ではあるが、二〇〇四年時点では、カナダの証券市場の時価総額は、世界の時価総額の23.1%を占めていた。そして、カナダには四〇〇〇社ほどの上場会社が存在し、トロント証券取引所の時価総額の70%を一〇〇社が占めているの対して、下位一〇〇〇社を合計してもその時価総額の5%に満たないなど、小規模な上場会社が多いことが特徴となっている。 Christopher C. Nicholls, The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative Regulatory Response to Sarbanes-Oxley, *in* 4 Canada Steps Up 129, 149, 153-54 (Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, 2006), available at <http://www.ftrnsl.ca/docs/V4%283A%29%20Nicholls.pdf>.
- (8) 本章・第三節・第三款・1・②参照。
- (9) 証券訴訟の文脈におけるオンタリオ州の裁判所の審級は、①オンタリオ州上級裁判所 (Ontario Superior Court of Justice; Ont. Sup. Ct. J.)、②オンタリオ州上級裁判所上訴部 (Ontario Superior Court of Justice, Divisional Court; Ont. Sup. Ct. J. Div. Ct.)、③オンタリオ州上訴裁判所 (Court of Appeal for Ontario; Ct. App. Ont.)、④カナダ連邦最高裁判所 (Supreme Court of Canada; Sup. Ct. Ca.) の4レベルである。
- (10) Class Proceedings Act, 1992 (S.O. 1992, c. 6) [hereinafter OCPA].  
 オンタリオ州集団訴訟法の概要および同法の邦訳については、大村雅彦「集会的権利保護訴訟研究会外国法制調査研究—カナダ(オンタリオ州)のクラスアクション制度の概要(上)・(下)」NBL九二一号三四頁・九二二号八二頁(二〇〇九年)参照。また、同法制定の背景については、山本和彦「カナダ・オンタリオ州からみたクラスアクションの検討——オンタリオ州法改正委員会「クラスアクションに関する報告書」の紹介——」ジュリスト八四二号一五六頁(一九八五年)参照。
- (11) Poonam Puri, Securities Litigation and Enforcement: The Canadian Perspective, 37 Brook. J. Int'l L. 967, 1002 (2012).
- (12) OCPA s. 9.
- (13) OCPA s. 5.

- (14) See Philip Anisman & Garry Watson, *Some Comparisons Between Class Actions in Canada and the U.S.: Securities Class Actions, Certification, and Costs*, 3 *Canadian Class Action Review* 467, 470-81 (2006).
- (15) OCPA s. 33.
- (16) 本文における「証券集団訴訟」という言葉は、不実開示を根拠とするものだけでなく、証券が関係する集団訴訟全てを含む意味で用いられる。
- (17) Bradley A. Hays & Mark L. Berenburt, NERA Economic Consulting, *Trends in Canadian Securities Class Actions: 2011 Update* 5 (Jan. 13, 2012), available at [http://www.nera.com/nera-files/PUB\\_Recent\\_Trends\\_Canada\\_2011\\_0412.pdf](http://www.nera.com/nera-files/PUB_Recent_Trends_Canada_2011_0412.pdf)
- (18) Courts of Justice Act (R.S.O. 1990, c. C.43) s. 131; Rules of Civil Procedure (R.R.O. 1990, Reg. 194) s. 57.01.
- (19) Allen Committee Interim Report, *infra* note 51, at 44.
- (20) OCPA s. 31 (1).
- (21) Jasminka Kalajdzic et al., *The Globalization of Class Actions: Canada*, 622 *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science* 41, 45 (2009). See also Robert Carson, *Narrowing Section 31 (1): The Effects of the Supreme Court of Canada Decision in Kerr v. Danner on the Ontario Costs Regime*, 5 *Canadian Class Action Review* 268 (2009).
- (22) 本章・第三節・第一款・一〇参照。
- (23) 大村・前掲注(6)四一頁。そのもつた補償契約のごとくは、適法性が承認を要する。Holmes v. London Life Insurance Co. (2007), 45 C.T.L.R. (4th) 70 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (24) *Dugal v. Mamulife Financial Corp.* (2011), 105 O.R. (3d) 364 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (25) *チンタム・インベストメント Third-Party Litigation Funding* のごときで、Poonan Puri, *Financing of Litigation by Third-Party Investors: A Share of Justice?*, 36 *Osgoode Hall L.J.* 515 (1998). John P. Rossos, *Access to Justice: Using Third Party Financing to Fulfill the Promise of Class Action Litigation*, 5 *Canadian Class Action Review* 100 (2008). 参照。また、*訴訟費用分担メソッド* Marco de Mompurgo, *A Comparative Legal and Economic Approach to Third-Party Litigation Funding*, 19 *Cardozo J. Int'l & Comp. L.* 343 (2011). 参照。
- (26) 民事責任規定の解釈がごときで、立法は権利として重要な地位を享受する。See e.g., *Silver v. IMAX Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.290].
- (26) 第二章・第三節・第二款参照。



- (27) Mark R. Gillen, *Securities Regulation in Canada* 84 (3rd ed., 2007).
- (28) Ralph L. Simmonds, *Directors, Negligent Mis-statement Liability in a Scheme of Securities Regulation*, 11 *Ottawa L. Rev.* 633, 633 (1979).
- (29) Derry v. Peck (1889), L.R. 14 App.Cas. 337, 374 (U.K. H.L.).
- (30) カナダにおける証券の「開示」 Bell v. Source Data Control Ltd. (1988), 66 O.R. (2d) 78 (Ontario Supreme Court, Court of Appeal) 参照。
- (31) J. Peter Williamson, *Securities Regulation in Canada* 143 (1960).
- (32) Gillen, *supra* note 27, at 86. オンタリオ州では、一九二八年に初めて証券規制法が制定されたが、証券ブローカーの免許制および証券詐欺に対する捜査にこの規定が過剰なことがあった。Id. at 85.
- (33) Id. at 153, 3 *Louis Loss, Securities Regulation* 1872 (2nd ed. 1961).
- (34) Simmonds, *supra* note 28, at 634. See also Peter Dey, *Securities Reform in Ontario: The Securities Act, 1975*, 1 *Can. Bus. L.J.* 20, 47 (1975).
- (35) David L. Johnston, *Canadian Securities Regulation* 9 (1977); William E. McNally & Barbara E. Cotton, *A Thesis Regarding the Measurement of Damages as a Result of Misrepresentation in a Prospectus*, 26 *Advoc. Q.* 113, 124 (2002).
- (36) Allen Committee Interim Report, *infra* note 51, at 26.
- (37) 米國一九三三年証券法をオンタリオ州証券法の発行開示に関する民事責任制度の比較については、Adam C. Pritchard & Janis P. Sarra, *Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada*, 47 *Alberta L. Rev.* 881, 891-92, 902-03, 907-10 (2010) 参照。
- (38) Philip Anisman, *Takeover Bid Legislation in Canada: A Comparative Analysis* 319 n.102 (1974).
- (39) Philip Anisman et al., *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, Vol. 1/Draft Act: 89-90 & Vol.2 *Commentary* 264-66 (Consumer and Corporate Affairs Canada, 1979).
- (40) A.L.I. Federal Securities Code § 1705-1707 (Proposed Official Draft, 1978).
- (41) Anisman et al., *supra* note 37, at 90.
- (42) 取締役や役員などについては明示的な規定は存在しないが、法案二・一七条(1)項が証券法違反を教唆・補助した者の責任を定めており、この規定によってこれらの者の責任が検討されるものと解される。
- (43) 投資者の不実開示への信頼については規定がなく、投資者はその立証責任を負わないものと解される。

- (37) Leonard H. Leigh, *Securities Regulation: Problems in Relation to Sanctions*, *in* Philip Anisman et al., *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, Vol. 3/Background Papers 509, 561-63, 578, 580 (Consumer and Corporate Affairs Canada, 1979).
- (38) OSC, Request for Comments — Civil Liability for Continuous Disclosure Documents Filed under the Securities Act, 7 O.S.C.B. 4910 (Nov. 23, 1984).
- (39) *Id.* at 4910-14.
- (40) *Id.* at 4921-25.
- (41) *Id.* at 4919.
- (42) *Id.*
- (43) *Id.* 4914.
- (44) Joan C. Smart & Patricia L. Olasker, *Disclosure Standards in Canada*, *in* *Litigation Issues in the Distribution of Securities: An International Perspective* 73, 136 (William G. Horton & Gerhard Wegen eds., 1997).
- (45) CSA Report 2000, *intra* note 73, at 7385.
- (46) Committee on Corporate Disclosure, *Interim Report, Toward Improved Disclosure: A Search for Balance in Corporate Disclosure* (Toronto Stock Exchange, Dec. 1995) [hereinafter *Allen Committee Interim Report*].
- (47) Committee on Corporate Disclosure, *Final Report, Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (Toronto Stock Exchange, Mar. 1997) [hereinafter *Allen Committee Final Report*].
- (48) *Id.* at 5-6.
- (49) *Id.* at 6; *Allen Committee Interim Report*, *supra* note 51, at 58.
- (50) *Id.* at 58; *Allen Committee Final Report*, *supra* note 52, at 41.
- (51) *Allen Committee Interim Report*, *supra* note 51, at 58.
- (52) *Id.* at 58-59.
- (53) *Id.* at 58.
- (54) *Allen Committee Final Report*, *supra* note 52, at 52.

(60) 取締役会説明書の不実記載についてカナダ事業会社法に基づいて発行会社の責任が認定された *Sparling v. Royal Trust Co.* (1984), 45 O.R. (2d) 484 (Ontario Supreme Court, Court of Appeal) を挙げてみる。

同判決は、次のように判示して、開示文書の作成について発行会社と取締役を結びつけている。

「説明書を作成するにあたって、取締役らは、会社の情報を会社の記録や役員、さらには従業員から収集しなければならない。取締役らは、情報を収集するにあたって、会社のために行動している。当該状況においては、取締役会説明書における適切な開示の懈怠について、会社を取締役として責任を負わせることは正当かつ適切である。」[para.493].

(61) *Allen Committee Interim Report*, supra note 51, at 68 n.10.

(62) *Id.* at 68.

(63) *Allen Committee Final Report*, supra note 52, at 67 n.110, 68.

(64) *Id.* at 59.

(65) *Allen Committee Interim Report*, supra note 51, at 59. 後者に関しては、次の具体例が提示されている。

X社は、二〇〇万株を発行しており、四〇〇〇万ドルの現金を保有し、負債や他の資産は存在しない。株式は、純資産価値に対応する二〇ドルで取引されていた。投資者Aは、火曜日の朝にX社株式を一〇〇〇株取得し、投資者Bは、水曜日の朝にX社株式を一〇〇〇株取得した。火曜日の朝にX社のCFOはX社の保有する現金二〇〇万ドルと併に失踪し、同社のCEOは同日の午後早くに横領を発見したが、このことは水曜日の午後まで公表されなかった。公表時、X社の株価は、純資産価値に対応して一〇ドルに下落した。これによって、投資者AおよびBは共に投資価値の半分を失った。

しかし、投資者Bは、水曜日の朝に株式を取得した他の投資者と共に、水曜日の朝に取得された総計一〇〇万株に関して、CEOによる火曜日における横領の事実の迅速な開示の懈怠を主張して、集団訴訟を提起した。投資者Bらは勝訴し、一株あたり一〇ドルの賠償金を得た。一方で、X社の保有する現金は一〇〇万ドルとなり、株価は純資産価値に対応して五ドルに下落した。

以上の場合、実質的に同様の投資判断を行い、また違法行為についても同様に善意であったにも関わらず、投資者Aは、当初の投資価値の四分の三（一株当たり一五ドル）を失う一方で、投資者Bは、当初の投資価値の四分の一（一株当たり五ドル）を失うに留まることになる。また、X社の継続株主は、投資者Aのように投資価値の四分の三を失う一方で、水曜日の朝に株式を売却した投資者は一株当たり一〇ドルを得ることになる。

以上の状況について、*Allen* 委員会は、投資者Bは実質的に投資者Aから損害賠償を受け、一株当たり五ドルしか損失を被らないのに対して、同

様に善意の投資者であるAは一株当たり一五ドルもの損失を負うことになり、公正とは言えないとしている。Id. at 59 n.14.

このような適時開示の不履行の事案においては、開示義務違反の発生時点の判断如何で投資者の地位が異なることとなるため、不公正性が特に顕在化している。

- (96) Allen Committee Final Report, supra note 52, at xi.
- (97) Id. at 59.
- (98) Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 71.
- (99) CSA Report 2000, infra note 73, at 7387.
- (70) Request for Comment — Civil Liability for Continuous Disclosure, 21 O.S.C.B. 3367 (May 29, 1998).
- (71) CSA Report 2000, infra note 73, at 7387.  
なお、本草案には、Allen委員会の勧告には含まれていなかった「重要な事実」および「重要な変更」の定義の改正が盛り込まれている。これに引きついで、OSC, Request for Comments — Report of The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure and Proposed Changes to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change”, 20 O.S.C.B. 5751 (Nov. 7, 1997) 参照。
- (72) CSA Report 2000, infra note 73, at 7387 & n.10.
- (73) CSA, Notice 53-302, Report of the Canadian Securities Administrators: Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change”, 23 O.S.C.B. 7383 (2000) [hereinafter CSA Report 2000].  
なお、カナダ証券管理局は、二〇〇〇年以降も、次の青写真および証券法草案を公表している。
- (1) Request for Comment — CSA Uniform Securities Legislation Project, Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada, 26 O.S.C.B. 943 (Jan. 30, 2003) ; Notice 11-304, Responses to Comments Received on Concept Proposal — Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada, 26 O.S.C.B. 5887 (July 31, 2003). (2) Uniform Securities Act: A Legislative Proposal for Harmonization of Securities Laws: Consultation Draft (Dec. 16, 2003); Uniform Securities Legislation Project, Commentary on Consultation Drafts (Dec. 16, 2003) (on file with author).
- (74) CSA Report 2000, supra note 73, at 7387-88.
- (75) Id. at 7388-89.

- (76) Allen Committee Final Report, *supra* note 52, at 30-33.
- (77) CSA Report 2000, *supra* note 73, at 7390-91. 代替品を上限のマーケットを検閲された。 Id. at 7391 n. 23.
- (78) Id. at 7391-92. カナダの現行の民事責任制度と米国の制度の比較について、Pritchard & Sarra, *supra* note 35, at 892-93, 896, 910-13 参照。
- (79) Caron v. Bre-X Minerals Ltd. (1998), 41 O.R. (3d) 780 (Ontario Court of Justice, General Division).
- (80) Jeffrey S. Percival, Statutory Liability and Securities Class Actions: A Balanced Antidote to the Excesses of the Enron Era?, *in* Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century 259, 275 (Poonan Puri & Jeffrey Larsen eds., 2004).
- (81) 王佐兵教授は、Keeping the Promise for a Strong Economy Act (Budget Measures), 2002 年 4 月 2 日。 Bill 198 は、カナダ版の OX 法と言え得る大規模な改定法である。その全体像については、次の文献が参考となる。 H. Garfield Emerson, Q.C. & Geoff A. Clarke, Bill 198 and Ontario's Securities Act: Giving Investors and the OSC Added Muscle (2003), available at <http://www.fasken.com/en/bill-198-and-ontarios-isecurities-act-giving-investors-and-the-osc-added-muscle-11-13-2003>
- (82) Percival, *supra* note 80, at 285.
- (83) Bill 198 の可決後の民事責任規定の主な改正案をまとめた改正については、次のものが参考。 Bill 41, The Right Choices Act (Budget Measures), 2003, Schedule K: Amendments to the Securities Act (2003) (議案解散のため廃案); Bill 149, Budget Measures Act (Fall), 2004, Schedule 34: Amendments to the Securities Act (2004) (received Royal Assent on December 16, 2004).
- (84) Standing Committee on Finance and Economic Affairs, Report on the Five Year Review of the Securities Act 23 (Oct. 2004) [Hereinafter Standing Committee Report], available at <http://www.onla.on.ca/library/repository/mnop/9000/247247.pdf>
- (85) Christopher C. Nicholls, Civil Enforcement in Canadian Securities Law, 9 J. Corp. L. Stud. 367, 392 (2009).
- (86) Five Year Review Committee, Final Report — Reviewing the Securities Act (Ontario) 131-32 (Mar. 21, 2003), available at [http://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Securities/5yr\\_20030529\\_5yr-final-report.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Securities/5yr_20030529_5yr-final-report.pdf)
- なお、同報告書では、発行市場における民事責任についても、分割責任や発行者のマネー・ディリジェンスの抗弁の導入を検討すべきであると述べられている。 Id. at 132.
- (87) Standing Committee Report, *supra* note 84, at 24.
- (88) Nicholls, *supra* note 85, at 392-93.

- (98) OSA s. 53 (1).
- (99) OSA s. 71.
- (100) OSA s. 56 (1). National Instrument 41-101, General Prospectus Requirements; Form 41-101F1, Information Required in a Prospectus.
- (101) OSA s. 1 (1) "material fact".
- (102) OSA s. 1 (1) "reporting issuer". See also Gillen, *supra* note 27, at 183.
- (103) OSA s. 77 (1), 78 (1), 79 (1). National Instrument 51-102, Continuous Disclosure Obligations, s. 4.1 (1), 4.3 (1) [hereinafter NI 51-102].
- (104) NI 51-102 s. 6.1; Form 51-102F2, Annual Information Form.
- (105) OSA s. 138.1 "management's discussion and analysis". NI 51-102, s. 5.1 (1); Form 51-102F1, Management's Discussion & Analysis.
- (106) OSA s. 86 (1). NI 51-102 s. 9.1 (2) (a); Form 51-102F5, Information Circular Form; Form 51-102F6, Statement of Executive Compensation. National Instrument 58-101, Disclosure of Corporate Governance Practices, s. 2.1 (1); Form 58-101F1, Corporate Governance Disclosure.
- (107) OSA s. 75 (1), (2). NI 51-102 s. 7.1; Form 51-102F3, Material Change Report; National Policy 51-201, Disclosure Standards, Part II.
- (108) OSA s. 1 (1) "material change". ながトロント証券取引所の上場規則における「重要な事実」といっても適時開示が要求されること。TSX Company Manual § 407, 408.
- (109) OSA s. 94.2 (3)・(4).
- (110) OSA s. 95 (1). 取締役・役員は、独自に取締役説明書・役員説明書を送付する必要がある。OSA s. 96 (1).
- (111) OSA s. 1 (1) "misrepresentation".
- (112) 将来指向情報の開示は「重要な事実」の開示の関係が問題となった事案として、*Kerr v. Danier Leather Inc.* 事件がある。事案は次のとおりである。IPOに係る目論見書には第4四半期の収益予測が記載されていたところ、経営者らはIPOの完了前に収益が予測水準に達しないことを認識した。しかし、開示が行われたのはIPOの完了後であった。原告は、目論見書の届出時点では当該記載は適正であったが、収益について追加的に開示しなかったことにより、証券取得時において当該記載は誤導的となったのであって、二三〇条(1)項における訴権を有すると主張した。すなわち、「重要な事実」は「重要な変更」よりも幅広く定義されており、本件の第4四半期の収益情報は、重要な事実と該当すると主張した。
- カナダ連邦最高裁は、次のように判示した。証券取得者は、分売期間に目論見書において開示された重要な事実について重要な変更が生じていると確信することはできるが、証券法による確信の範囲はそれに尽きる。重要な事実と重要な変更のうち、後者についてのみ適時開示が要求され

いる（五七条(1)項、七五条(1)項・(2)項）のは、意図的かつ政策的なものである。原告は、本件における「業務の結果の変更」は重要な変更を構成するとも主張するが、売上げの不足は「業務の結果」に過ぎなく、Kerr v. Danier Leather Inc. (2007), 286 D.L.R. (4th) 601 (Sup. Ct. Ca.).

(10) OSA s. 138.1 “failure to make timely disclosure”.

(9) See Kerr v. Danier Leather Inc. (2005), 77 O.R. (3d) 321 (Ch. App. Ont.) [para.53]. See also Re YBM Magnex International Inc. (2003), 26 O.S.C.B. 5285 (OSC) [para.91-92]; Re Coventree Inc. (2011), 34 O.S.C.B. 10209 (OSC) [para.149, 156]. See also Bradley A. Heys, Economic Analysis of Materiality for Canadian Securities Litigation, 7 Canadian Class Action Review 311 (2012); Bradley A. Heys, In Re Coventree Inc.: Subjective Determinations of Materiality and the Requirement for Expert Economic Evidence (2011), available at [http://www.wenra.com/67\\_7559.htm](http://www.wenra.com/67_7559.htm)

市場への影響を基準とする「トクマロフ」投資判断には影響し得るが、市場への影響は「正しい要素（発行会社による政治献金など）」について重要性が否定される「トクマロフ」である。Borden Ladner Gervais LLP, Securities Law and Practice § 18.1.3 (3rd ed.) (In Westlaw).

二〇〇四年改正前は、「重要な事実」は「a fact that significantly affects, or would reasonably be expected to have a significant effect on, the market price or value of securities」と定義されていたが、二〇〇四年改正（本章・第二節・第五款・脚注（83）参照）により、事後的な判断が排除される「トクマロフ」である。

(9) Short Form Prospectus “トクマロフ”目論見書として責任が課される。OSA s. 63 (8).

(10) 当該目論見書により募集された証券を、流通市場において分売期間内に転得した者も、一三〇条(1)項における取得者として訴権を有する。Borden Ladner Gervais LLP, supra note 105, at § 23.1.3. See also Peter B. Oh, *Trading*, 80 *Tul. L. Rev.* 849 (2006).

投資者は、募集された証券に関心を抱き、目論見書を参照しつつも、流通市場において取得を行う場合があり、この場合も保護の必要性は変わらなく説明される。Gillen, supra note 27, at 158 n.38.

(10) OSA s. 130 (1).

出訴期限としては、①取消権については、訴訟原因を生じさせた取引の日の一八〇日後、②損害賠償請求権については、訴訟原因を生じさせている事実を認識した日の一八〇日後または訴訟原因を生じさせた取引の日の三年後のうち、いずれか先に到来する時が定められている。OSA s. 138.

(10) 「売出証券保有者」については定義が設けられているが、支配者 (OSA s. 1 (1) “controlling person”) の保有する発行者の既発行証券の取引は「分売」 (OSA s. 1 (1) “distribution”) に該当し、適用除外 (OSA s. 73 (1) (c), NI 45-102 s. 2.8) に該当する場合を除き、目論見書の届出を行わなければならない。

454-559 (OSA s. 53 (1)). See Gillen, *supra* note 27, at 134-35, 284.

- (10) 目論見書の認証に「ごうば」CEO・CFOおよびCEO・CFOではない取締役二名による署名が求められる。OSA s. 58 (1).
- (11) OSA s. 59 (1).
- (12) OSA s. 130 (1).
- (13) OSA s. 130 (1).
- (14) OSA s. 130 (2).
- (15) なお、募集覚書 (OSA s. 1 (1) “offering memorandum”) については、証券の分売から発行者が利益を得ていない場合であって、かつ、不実表示が発行者による情報に基づいていないなどの要件を満たす場合は、発行者は責任を負わないものとされている。OSA s. 130.1 (5).
- (16) 例外的な場合についてはあるが、次の抗弁も規定されている。すなわち、目論見書がその者に無断で届出られた場合は、それを認識した時に公示を行ったことが抗弁となる。また、目論見書の届出後かつ投資者の証券取得前に不実表示を認識した場合は、同意の撤回およびそれに関する公示を行ったことが抗弁となる。OSA s. 130 (3) (a)・(b).
- (17) OSA s. 130 (5). ニュー・ディリジエンスの抗弁に関する先例としては、*Re YBM Magnex International Inc.* (2003), 26 O.S.C.B. 5285 (OSC) があげられる。
- (18) OSA s. 130 (3) (c).
- (19) OSA s. 130 (3) (e).
- (20) OSA s. 132.
- (21) 専門家の意義は定義されていないが、流通市場における不実開示に関しては定義が設けられている。OSA s. 138.1 “expert”.
- (22) OSA s. 130 (4).
- (23) OSA s. 130 (3) (d).
- (24) OSA s. 1 (1) “forward-looking information”.
- (25) OSA s. 132.1 (1).
- (26) OSA s. 132.1 (2).
- (27) OSA s. 130 (9).
- (28) 条文中は「[as a result of the misrepresentation relied upon]とされており、不実表示について信頼が問題とされている。もともと、これは、二



〇〇四年改正前の二三〇条(1)項が「投資者は不実表示を信頼していたものと看做される」と規定していたことに対応するものであり、現在では不適切な規定となっている。 See *Borden Ladner Gervais LLP*, supra note 105, at § 23.1.6.

(129) OSA s. 130 (7).

(130) *Kerr v. Danier Leather Inc.* (2004), 46 B.L.R. (3d) 167 (Ont. Sup. Ct. 1.) [para.306].

二三〇条(7)項においては、価格 (price) のほかに、価値 (value) という文言が用いられている。これについては、相場操縦などの証券の価値と無関係な要因が影響した場合や、証券の価値に関係する重要な要素に関して市場が情報を得ていなかった場合には、市場における価格は現時点の価値と乖離するため、区別が設けられていると説明されている。なお、本文の①の例としては、訂正開示前に市場価格が全体的に下落していたことが挙げられている [para.312]。②については、不実開示発覚後の価格が、証券の価値以外の要素によって影響され、従って価値を反映していない場合を指している [para.313]。

(131) *Id.* at para.307, 353.

(132) OSA s. 130 (8). 引受人は、引受部分に相当する公募額を超える責任を負わない。 OSA s. 130 (6).

(133) OSA s. 138.1 “document”.

(134) OSA s. 138.4 (1).

(135) OSA s. 138.1 “core document”.

(136) *Borden Ladner Gervais LLP*, supra note 105, at § 23A.2.3.

(137) *Allen Committee Final Report*, supra note 52, at 53.

(138) OSA s.1 (1) “public oral statement”.

(139) *Borden Ladner Gervais LLP*, supra note 105, at § 23A.2.11.

(140) OSA s. 138.3 (6).

(141) OSA s. 138.3 (1) · (2) · (3) · (4).

(142) OSA s. 138.1 “responsible issuer”.

(143) *Abdulla v. Canadian Solar Inc.* (2012), 110 O.R. (3d) 256 (Ct. App. Ont.) [para.39].

事案は次のとおりである。C A社 (Canadian Solar Inc.) は、カナダ事業会社法に基づいて設立された会社であり、本店をオンタリオ州において

いたが、主たる事業活動は中国で行っていた。上級役員も大半が中国に居住しており、被告とされた者はカナダに居住していなかった。CA社の株式は、カナダの取引所ではなく、NASDAQに上場されていた。オンタリオ州に居住する原告は、カナダの事業者が提供するオンライン取引サービスによって株式を取得した。

オンタリオ州上級裁判所は、CA社が報告発行者ではないことを確認したうえで、「責任ある発行者」の後の定義について、カナダに所在する証券取引所において証券が取引されている発行者に限定する意図を立法史料は示唆しておらず、むしろ逆の意図が示唆されると判示した。Abdula v. Canadian Solar Inc. (2011), 92 B.L.R. (4th) 324 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.37]. そして、次の点を指摘して、CA社について、「オンタリオ州との現実的かつ実質的な関係」を認定した。すなわち、①CA社はカナダにおいて設立されており、本店がオンタリオ州に所在すること、②CA社は、オンタリオ州において事業を管理しており、株主総会も開催していること、③原告の主張する不実表示は、オンタリオ州でなされたプレス・リリースなどに含まれていることを指摘している [para.46]。なお、裁判所は、不実表示がオンタリオ州で行われたとされていることが、判断に大きく影響したことを述べている [para.47]。

そして、オンタリオ州上級裁判所も、域外適用に関する先例や立法史料などを検討し、責任ある発行者の定義における「その証券が、公に取引されている『発行者』」という文言について、カナダにおいて取引されていると解釈すべきではないと判示した [para.39]。そして、不実表示がオンタリオ州でなされたこととされていることなどを根拠として、「オンタリオ州との現実的かつ実質的な関係」を認定した [para.9, 49]。

- (144) Borden Ladner Gervais LLP, *supra* note 105, at § 23A.2.13.
- (145) トロント証券取引所の時価総額の五〇％を構成している大規模な上場会社は、米国にも重複上場している。Nicholls, *supra* note 7, at 149.
- (146) Silver v. IMAX Corp. (2009), 86 C.P.C. (6th) 273 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (147) Tanya J. Monestier, *Is Canada the New 'Shangri-La' of Global Securities Class Actions?*, 32 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 305 (2012).
- (148) McCann v. CP Ships Ltd. [2009] O.J. No. 5182 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (149) McKenna v. Gammon Gold Inc. (2010), 88 C.P.C. (6th) 27 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (150) Silver v. IMAX Corp., (2011) 105 O.R. (3d) 212 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.54]; McKenna v. Gammon Gold Inc. (2010), 103 O.R. (3d) 451 (Ont. Sup. Ct. J. Div. Ct.) [para.59].
- (151) See e.g. OSA s. 138.3 (1).
- (152) OSA s. 138.1 "issuer's security".

- (153) Borden Ladner Gervais LLP, *supra* note 105, at § 23A.2.8.
- (154) OSA s. 138.2.
- (155) General (R.R.O. 1990, Regulation 1015) (Last amendment: O. Reg. 437/10). [hereinafter Reg. Gen.].
- (156) Reg. Gen. s. 252 (1) · (2). ②に関しては、通則二五二条(1)項が、オンタリオ州証券法七二条(7)項(b)号に基づいて目論見書の届出要件の適用を除外される取引を例外としている。もつとも、七二条(7)項(b)号は、National Instrument 45-102, Resale of Securities, s. 2.2によって効力を有しないものとされ、故に削除された規定であり、当該通則の規定は意味をなさないものとなっている。そこで、通則二五二条(1)項は、NI 45-102 s. 2.8が定める取引に言及した規定であると理解すべきと指摘されている。Borden Ladner Gervais LLP, *supra* note 105, at § 23A.3.
- (157) OSA s. 138.3 (1).
- (158) OSA s. 138.3 (2).
- (159) OSA s. 138.1 “influential person” 「影響力を有する者」とは、投資ファンドではない責任ある発行者については、支配者、発起人、責任ある発行者の取締役または役員ではない内部者を言うものと定義されている。「内部者」については、一条(1)項において定義されている。
- (160) OSA s. 138.3 (3).
- (161) OSA s. 138.3 (4).
- (162) Allen Committee Interim Report, *supra* note 51, at 63; Allen Committee Final Report, *supra* note 52, at 48.
- (163) 出訴期限としては、不実表示・適時開示の不履行が生じた日の三年後、または、同一の不実表示・適時開示の不履行に関してカナダにおいて訴訟が提起されたことを開示する新聞広告の発布の六カ月後のうち、いずれか先に到来する時が定められている。OSA s. 138.14.  
なお、集団訴訟法二八条(1)項の出訴期限の進行の停止に関しては、二三八・三条に基づく訴訟においては、訴訟の開始の許可が要件となると解せられる。Sharma v. Trinnico Ltd. (2012), 345 D.L.R. (4th) 94 (Ct. App. Ont.) [para.28].
- (164) Allen Committee Final Report, *supra* note 52, at 46. See also Allen Committee Interim Report, *supra* note 51, at 60-61.
- (165) OSA s. 138.4 (1) · (2).
- (166) OSA s. 138.4 (3) · (4).
- (167) Allen Committee Interim Report, *supra* note 51, at 64; Allen Committee Final Report, *supra* note 52, at 49.
- (168) 具体的には、責任ある発行者または責任ある発行者を代表している個人もしくは法人に対して、文書を公表するように意図的に影響力を行使した

者、および、責任ある発行者の取締役または役員に対して、文書の公表について授權、許可または黙許するように意図的に影響力を行使した者が責任主体となる。 OSA s. 138.3 (1) (d). 公の口頭の陳述および適時開示の不履行についても同様である。 OSA s. 138.3 (2) (d)・(4) (c).

(169) OSA s. 138.3 (1). 不実表示を含む文書が専門家によって公表された場合は、報告書等の利用に関する書面による同意は要求されない。 OSA s. 138.3 (1) (e) (iii). 公の口頭の陳述に関しても、同様である。 OSA s. 138.3 (2) (e) (iii).

(170) OSA s. 138.3 (2).

(171) OSA s. 138.3 (3).

(172) OSA s. 138.3 (4). なお、影響力を有する者の取締役または役員である個人は、当該個人が責任ある発行者の取締役または役員として責任を負う場合は、影響力を有する者に関する地位においては責任を負わない。 OSA s. 138.3 (5).

(173) OSA s. 138.3 (7).

(174) 本章・第三節・第二款・六参照。

(175) OSA s. 138.4 (5).

(176) OSA s. 138.4 (6).

(177) 本文では、person or companyを指すものとして、「全つの被告」という言葉を用いている。 Person (個人) および company (法人) という文言については、一条(1)項に定義が存在し、両文言において自然人・非法人・法人がカバーされている。そして、発行者は、証券を発行する個人および法人と定義されている(一条(1)項)。なお、本章・第三節・第二款・五参照。

(178) OSA s. 138.4 (7). 例示列挙されているのは、次の事項である。

(a) 責任ある発行者の特性、(b) 個人または法人の知識、経験および職務、(c) 当該個人が役員である場合、役職、(d) 当該個人が取締役である場合、責任ある発行者とのその他の関係性の有無、(e) 責任ある発行者の継続開示義務の充足を確保するように設計されたシステムの存在およびその内容、(f) 責任ある発行者の開示順守システムおよび関連性のある事実についての情報を通常提供する義務を負っている発行者の役員、従業員ならびにその他の者に対する個人または法人の信頼の合理性、(g) 適用される法律に基づいて期間内に開示を行うことが要求される当該期間、(h) 専門家の報告書、陳述書または意見書に関して、当該専門家に適用される職業上の基準、(i) 個人または法人が認識していた、または合理的に認識すべきであった文書または公の口頭の陳述の内容および流布手段の範囲、(j) 不実表示については、不実表示を含む文書の作成および公表もしくは公の口頭の陳述の実行または当該文書または公の口頭の陳述に含まれる事実の確認における個人または法人の役割および責務、(k) 適時開示の不履行については、重要な変更

を開示しないという判断に関与した個人または法人の役割および責務。

この列挙事項は、非中核的文書もしくは公の口頭の陳述における不実表示または適時開示の不履行の場合の原告の追加的立証事項である、被告の重大な義務違反行為の判断においても考慮されるものとされている。OSA s. 138.4 (7).

なお、この列挙事項は、同趣旨の規定である連邦証券法典の一四〇三条(四)項の列挙事項を引き継いだものとなっており、内部統制システムなど近時の発展が追加的に反映されている。See National Instrument 52-109, Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings.

(179) OSA s. 138.4 (8).

(180) OSA s. 138.4 (9). See also OSC Policy 51-604, Defence for Misrepresentations in Forward-Looking Information, 31 O.S.C.B. 9543 (2008).

(181) 具体的には、当該将来指向情報および将来指向情報における結果、予測または計画とは実質的に異なる現実の結末を招来させ得る重要な要素を特定する合理的な注意文言を含んでいることが求められる。OSA s. 138.4 (9) 1.i.

(182) 将来指向情報を含む公の口頭の陳述に関しては、本文に掲げた要件を充足したと看做される場合について、一三八・四条(九・二)項に定めがある。

(183) OSA s. 138.4 (10).

(184) OSA s. 138.4 (11).

(185) OSA s. 138.4 (12).

(186) OSA s. 138.4 (13).

(187) OSA s. 138.4 (14).

(188) OSA s. 138.4 (15).

(189) Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce, 2012 ONSC 3637 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.446].

(190) Silver v. IMAX Corp. (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.397].

(191) なお、以上の認定は、訴訟の開始の申立てに対する判断における暫定的な認定であり、トライアルにおいて覆り得るものである。

(192) Green, supra note 189, at para 459-463. また、文書に不実表示が含まれていると考える合理的な根拠を有していなかったと立証できる合理的な可能性の存否の判断においても、CEO・CFO・副社長に対する判断を発行会社に帰属させるというアプローチが採られている [para 466-471]。

(193) 不実表示または適時開示の不履行が継続している間に証券を売却した投資者については、一三八・五条(2)項が同趣旨の規定を置いている。なお、同条が問題となるのは、不実表示または適時開示の不履行によって、発行会社の証券の市場価格が本来よりも引き下げられていた場合(例えば、逆

粉飾) である。

- (194) OSA s. 138.5 (1).
- (195) 一三八・五条(1)項2.ii.Bは、証券を処分する主体として、「the person」と規定しており、一見すると、company が除外されているように思われる。もともと、一三八・五条(1)項2.ii.Bにおける「the person or company」を「the person」が受けているのかもしれない。例えば、一条(1)項の支配者(controlling person)の定義には法人が含まれており、そこにおけるpersonという文言は一条(1)項の定義とは異なる意味で用いられている。いずれにせよ、証券を処分した者が、個人であるか法人であるかによって損害賠償額が異なり得るのは合理性を欠く。
- (196) 「公表市場」という文言については、八九・一条が、公開買付けについて規定する二〇章のための定義を設けてはいるが、一三八・五条(1)項における同文言に関しては定義が存在しない。
- なお、公表市場が存在しない場合は、裁判所が公正な価値を決定する。° OSA s. 138.5 (1) 2.ii.B.
- (197) Reg. Gen. s. 250.
- (198) Reg. Gen. s. 251.
- (199) Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 69; Allen Committee Final Report, supra note 52, at 58.
- (200) Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 69.
- (201) Id.; CSA Report 2000, supra note 73, at 7420. なお、Allen 委員会報告書においては、場合によっては一〇取引日は不適切となることが考えられるため、裁判所に裁量を与えるべきと勧告された。° Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 69.
- (202) OSA s. 138.5 (3). See Bradley A. Heys, Estimating Damages in Canadian Shareholder Class Actions, 6 Class Action Defence Quarterly 35 (2012).
- (203) OSA s. 138.7 (1); 138.1 “liability limit”.
- (204) Reg. Gen. s. 249.
- (205) Allen Committee Final Report, supra note 52, at 59.
- (206) OSA s. 138.7 (2).
- (207) OSA s. 138.6 (1).
- (208) Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 65.
- (209) OSA s. 138.6 (2).

- (210) OSA s. 138.6 (3).
- (211) OSA s. 138.6 (4).
- (212) OSA s. 138.8 (1).
- (213) OSA s. 138.8 (2). 供述書の提出手続きについては、原告が同手続きを自らに有利に用いようとして問題が生じている。すなわち、*Anislie v. C.V. Technologies Inc.* 事件では、次のようなことが問題となった。
- 被告のうち、監査人は、原告の供述書に関する反対尋問において明らかとなる事実には依拠することを意図し、供述書を提出しなかった。これに対して、原告は、一三八・二条(2)項は、供述書の提出を強制しており、それについての反対尋問が許可されるべきであり、このことが認められなければ許可の申立てにおいて適切に回答できないと主張した。これに対して、監査人は、被告の依拠しようとする証拠を不適切に提出させるものであると反論した。
- 裁判所は、まず、一三八・八条は、脅迫的訴訟および多額の訴訟費用の負担から被告を保護する門番的規定であり、原告の利益のための規定ではなると指摘した。*Anislie v. C.V. Technologies Inc.* (2008), 93 O.R. (3d) 200 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.15]。そして、答弁書の不提出はリスクを伴うが、被告は、一三八・八条において、なんらの負担も強さられず、許可の申立てに対して重要な事実の証拠を提示しようとして意図した場合にのみ、供述書を提出しなければならぬと判決した [para.24.25]。
- (214) OSA s. 138.8 (3). 作成者に対して反対尋問を行える範囲に関しては、引き出されようとしている情報と申立てにおいて提起された争点との「外見上の関連性」(semblance of relevance) の基準が採用されており、同基準によつてその範囲が制限されている。*Silver v. IMAX Corp.* (2008), 169 A.C.W.S. (3d) 64 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.12].
- (215) See e.g., *Epsstein v. First Marathon Inc.* (2000), 2 B.L.R. (3d) 30 [para.51-52].
- (216) *CSA Report 2000*, supra note 73, at 7425.
- (217) 同事件は、流通市場における不実開示に関する民事責任規定に基づく訴訟として初めて審理された事件でもある。*Silver v. IMAX Corp.* (2008), 167 A.C.W.S. (3d) 881 (Ont. S.C.J.) [para.2].
- (218) *Silver v. IMAX Corp.* (2009), 66 B.L.R. (4th) 222 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.18, 283].
- (219) *Dobbe v. Arctic Glacier Income Fund* (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (Ont. Sup. Ct. J.); *Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce*, 2012 ONSC 3637 (Ont. Sup. Ct. J.) ; *Gould v. Western Coal Corporation*, 2012 ONSC 5184 (Ont. Sup. Ct. J.).

- (220) IMAX, supra note 218, at para.295.
- (221) Id. at para.303.
- (222) Id. at para.308.
- (223) Id. at para.309.
- (224) Id. at para.25.
- (225) Id. at para.325-327. ナイスカバリーが証券集団訴訟の二段階で認められるべきかに関する議論について、Andrea Laing & Brian Donnelly, Silver v. Inmax and Ainslie v. CV Technologies: What Has Been Left Out of the Leave Requirement, 5 Canadian Class Action Review 180, 197-204 (2009) 参照。
- (226) IMAX, supra note 218, at para.324.
- (227) Id. at para.334.
- (228) Id. at para.328-329.
- (229) 事実認定に関しつは、許可の申立ての手続きにおいて特定の認定を行うことは適切ではなく、必要な限りで暫定的なものとして行うものとされるべき。Id. at para.386.
- (230) Id. at para.351.
- (231) Id. at para.392-397.
- (232) Id. at para.421-423.
- (233) Id. at para.424-426.
- (234) OSA s. 138.10.
- (235) OSA s. 138.11.
- (236) コロンロー上の詐欺に基づく責任追及の要件については、Derry v. Peek 事件判決 ((1889), L.R. 14 App.Cas. 337, 374 (U.K. H.L.)) (本章・第三節・第一款) 参照。
- (237) 特別の関係に基づく注意義務の存否は、第一に、近接した関係性 (relationship of proximity) が存在するか、第二に、責任の範囲が不明確になるといった当該状況において責任を制限すべき政策的理由が存在するか、と二段階の検討を経て決定される。Hercules Management Ltd. v. Ernst



- & Young (1997), 146 D.L.R. (4th) 577 (Sup. Ct. Ca.).
- (23) Queen v. Cognos Inc. (1993), 99 D.L.R. (4th) 626 (Sup. Ct. Ca.).
- (23) OSA s. 130 (10), 138.13.
- (24) A. Dimitri Lascaris & Anthony O'Brien, Certification of Reliance-Based Claims in Class Actions 1 (2010), available at [http://www.siskinds.com/Lawyer-Profiles/Dimitri\\_Lascaris.aspx](http://www.siskinds.com/Lawyer-Profiles/Dimitri_Lascaris.aspx)
- (24) Caron v. Bre-X Minerals Ltd. (1998), 41 O.R. (3d) 780 (Ontario Court of Justice, General Division), affirmed (1999), 46 O.R. (3d) 315 (Ontario Court of Justice, General Division), rev'd on other ground (2000), 51 O.R. (3d) 236 (Ct. App. Ont.).
- (24) 市場における詐欺理論を否認する理由として挙げられたのは、①カナダには証券取引所法規則10b-5に相当する規定が存在しないこと、②カナダにならびに、同理論の承認に伴って必要となる合理的な制限が用意されていないこと、③同理論の承認は、不法行為概念の再定義を導くことである。
- (24) CSA Report 2000, supra note 73, at 7392; See also Violetta Kokohis, Mining for Legislative Gold after Bre-X: A General Commentary on the Use of Class Actions for Fraud in the Secondary Market, 9 Appeal: Rev Current L. & L. Reform 59, 67 (2003).
- (24) See e.g., Metzler Investment GMBH v. Gildan Activewear Inc., [2009] O.J. No. 5695 (Ont. Sup. Ct. J.), [para. 53].
- (24) トロントの責任単独ではなく、証券法上の責任を同時に集団訴訟の根拠として主張されたこと。
- (24) See e.g., McCann v. CP Ships Ltd. [2009] O.J. No. 5182 (Ont. Sup. Ct. J.); Metzler Investment GMBH v. Gildan Activewear Inc. [2009] O.J. No. 5695 (Ont. Sup. Ct. J.); Silver v. IMAX Corp. (2009), 86 C.P.C. (6th) 273 (Ont. Sup. Ct. J.); Dobbie v. Arctic Glacier Income Fund (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (Ont. Sup. Ct. J.). 集団訴訟として訴訟を進行するのを認められた事件は、通常、和解にまでつぎ結ぶるケースがほとんど。 See Michael P.A. Carabash, Shareholder Class Actions in Ontario: Putting John C. Coffee, Jr.'s Findings to the Test, 4 Canadian Class Action Review 328, 364-65 Table 4E (2008).
- (24) See e.g., CP Ships, supra note 246, at para. 60; Gildan Activewear, supra note 246, at para. 59-60; IMAX, supra note 246, at para. 75; Arctic Glacier, supra note 246, at para. 227.
- (24) Allen Committee Interim Report, supra note 51, at 46; CSA Report 2000, supra note 73, at 7391.
- (24) McKenna v. Gannon Gold Inc. (2010), 88 C.P.C. (6th) 27 (Ont. Sup. Ct. J.) [para. 154].
- (24) Id. at para. 159.

- (24) Id. at para.160.
- (25) Id. at para.161. See also Andrea Laing & Robert Carson, An Analysis of Certification Decisions In *McGann v. CP Ships*, *Silver v. IMAX*, *McKenna v. Gannon Gold and Dobbie v. Arctic Glacier*, 7 Canadian Class Action Review 105, 147-48 (2011).
- (26) *Silver v. IMAX Corp.* (2011), 105 O.R. (3d) 212 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.54]; *McKenna v. Gannon Gold Inc.* (2010), 103 O.R. (3d) 451 (Ont. Sup. Ct. J. Div. Ct.) [para.38].
- (27) *Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce*, 2012 ONSC 3637 (Ont. Sup. Ct. J.) [para.595].
- (28) Id. at para.596-597.
- (29) Id. at para.600.

### 第三章 結びに代えて

本稿では、主として、オンタリオ州証券法上の流通市場における不実開示に関する民事責任制度について、その沿革および具体的内容を見てきた。本章では、民事責任制度の沿革と内容の整理および証券集団訴訟の現状の確認を行い、最後に、上場会社の規模と証券訴訟の関係について紹介し、結びに代えることとする。

#### 1 民事責任規定の沿革と内容

オンタリオ州証券法上の流通市場における不実開示に関する民事責任制度は、損害賠償額の上限の設定等によって制度のバランスを保つというコンセプトを継承している点において、米国法律協会の連邦証券法典を独自に発展させたものになっている。

まず、一九七九年のカナダ連邦証券市場法案においては同法典の民事責任規定がそのまま導入された。その理由としては、流通市場における不実開示に関しては投資者の損害賠償請求額が巨額となるため、上限の設定が必要であることが指摘されていた。さらに、一九八四年のオンタリオ州証券委員会の草案は、損害賠償額の上限を同様に設定したうえで、不実開示が意図的になされた場合にも上限が適用されるものとし、この点において、連邦証券法典よりも発行会社側の保護を重視したものとなっていた。そして、責任の基準としては、デュー・ディリジェンスの基準が抗弁として採用されており、不実開示の抑止の観点からも合理的な制度となっていた。なお、発行開示に関する責任が厳格責任であることとの相違の根拠は、同責任が原状回復を行うものであることが指摘されていた。

一九九五年および一九九七年のAllen 委員会報告書では、不実開示の抑止を主たる目的として制度設計を行うべきことが明確に指摘された。その根拠は、不実開示を効果的に抑止できれば損害填補の必要性が減少するということであった。また、抑止を主たる目的とした制度において、投資者の損害填補をどの範囲で認めるべきかについては、発行会社による民事責任の負担は、株主や債権者に帰することになり、ひいては資本市場やコミュニティに対して悪影響を及ぼしかねないこと、さらに、取締役等に対する責任の賦課は有能な人材の登用を阻害しかねないことを考慮するものとした。そして、同報告書の提案した制度は、損害賠償額の上限の設定等によって損害填補を制限することで前述の問題に対処するものとなっていた。一方で、民事責任の基準としてはデュー・ディリジェンスの基準が抗弁として採用されており、さらに、分割責任制度や故意の認定による上限の不適用などによって、不実開示を主導した者に責任を割り当てることで抑止を実現するという合理的な仕組みが採用されていた。

Allen 委員会の報告書において興味深い点は、発行会社のデュー・ディリジェンスの抗弁の成否の判断方法として、取締役や役員についての判断とリンクさせる方法を採用することが明らかにされている点である。この場合、通常の事案で

は経営者主導で不実開示が行われるところ、発行会社のデュー・デリリジェンスの抗弁は概ね否定されることになる。したがって、この点において、発行会社には常に損害賠償額の上限が適用されることが大きな意味を持つことになっている。<sup>(1)</sup>

二〇〇〇年のカナダ証券管理局の民事責任草案は、Allen 委員会の提案と概ね同じ内容であったが、訴訟の開始に関する裁判所の許可制度の導入が大きな変更点となっていた。もともと、主導的な先例である Silver v IMAX Corp. 事件判決では、許可の基準は低いものとされた。そして、現在、三件の訴訟について開始が許可されることとなっており、損害賠償額の制限や訴訟費用の負担などのハードルもあるが、集団訴訟制度も存在するところ、不実開示に関する民事責任制度は、次に見るように投資者にとつて一応利用可能なものとして存在している。

## 2 カナダにおける証券集団訴訟の現状

オンタリオ州では、一九九二年に集団訴訟制度が導入されるまでは、大規模な訴訟の提起は実質的には行われていなかったとされる。<sup>(3)</sup> すなわち、市場における詐欺理論が否認された一九九八年の Carom v. Bre-X Minerals Ltd. 事件が、初めての証券集団訴訟であった。<sup>(4)</sup>

二〇〇五年一二月の流通市場における不実開示に関する民事責任規定 (Bill 198) の施行以降は、状況が変わりつつある。すなわち、オンタリオ州以外の州の同様の民事責任規定に基づく集団訴訟を含めると、二〇一二年一月時点で、通算三五件の集団訴訟が提起されることとなっている。これは、二〇〇八年から二〇一一年に提起された証券集団訴訟<sup>(5)</sup>の合計四六件の三分の二を Bill 198 訴訟が占めていることを意味している。<sup>(6)</sup> 具体的には、二〇〇六年・一件、二〇〇七年・三件、二〇〇八年・八件、二〇〇九年・六件、二〇一〇年・八件、二〇一一年・九件となっており、持続的に訴訟が提

起されている。<sup>(7)</sup> なお、これらのうち三三件がオンタリオ州で提起されている。<sup>(8)</sup>

そして、二〇一二年一月時点では、これらのうち一〇件については和解が成立し、一件について訴訟が却下され、二四件は係争中となっている。なお、現時点では、目論見書における不実表示が問題となった *Kerr v. Danier Leather Inc.* 事件のみが、トライアルに至り、最終的な判断が下された事件となっている。<sup>(9)</sup>

和解が成立した事件における和解金額の中央値は、六二〇万ドルとなっている。<sup>(10)</sup> また、訴状における請求額との対比では、平均和解金額は請求額の一〇・七%となっている。<sup>(11)</sup>

### 3 上場会社の規模と証券訴訟

カナダにおいては、訴訟に関する費用や敗訴者負担のリスクなどを勘案すると、一〇〇万ドルを超える損害賠償額が期待できるような場合でないと訴訟提起の積極的インセンティブは生じないという見解がある。<sup>(12)</sup> また、米国におけるIPOに関する集団訴訟では、損害額が二〇〇万ドルを上回らないと原告側弁護士は訴訟を提起しようとしないと指摘されている。<sup>(13)</sup>

このような観点からカナダの証券市場を見た場合、同国には約四〇〇〇社の上場会社が存在するが、二〇〇五年一月末日時点では、時価総額が二〇〇〇万ドルを超える会社（損害賠償額の上限である「時価総額の5%」が一〇〇万ドルとなる会社）は、トロント証券取引所で一三六二社、TSXベンチャー取引所で三七一社となっている。<sup>(14)</sup> そして、同様に、米国においてIPOに関して集団訴訟提起の閾値とされる二〇〇〇万ドルが損害賠償額の上限となる時価総額が四億ドルを超える会社は、トロント証券取引所で四一〇社、TSXベンチャー取引所で三社であり、また損害賠償額の上限が一億ドルとなる時価総額が二〇億ドルを超える会社は、トロント証券取引所で一二九社となっている。また、ト

ロント証券取引所とTSXベンチャー取引所の時価総額の合計の八八%は上位二〇〇社の大規模な会社で占められており、上場会社の四〇%は時価総額が一〇〇万ドル未満となっている<sup>(15)</sup>。

このようにカナダにおける上場会社は、規模が小さいものが多く、民事責任追及の対象となり得る会社の割合が少ない状況にある。一方で、和解金額の中央値は米国におけるそれと同程度の額となっており、責任追及は、やはり大規模な会社を対象に行われていると指摘されている<sup>(16)</sup>。したがって、小規模な会社についてエンフォースを行うために、公的機関が役割を果たさなければならぬと指摘されている<sup>(17)</sup>。

- (1) 金融商品取引法上の発行会社の責任については、無過失責任から過失責任への転換が議論されている。発行会社が民事責任を負担することによって株主や債権者が害されるという問題への対処としての責任要件の変更は、発行会社の過失がカナダのように取締役らとリンクして判断される場合、殆ど意味を成さなくなると考えられる。この点において、過失責任の導入は損害賠償額の上限の導入とセットで行う必要があるかもしれない。あるいは、無過失責任を維持したうえで、損害賠償額の上限を導入するという選択肢もありうるかもしれない。もっとも、これらは、対処すべき問題をどのように把握するかに依存するものであり、今後の検討課題としていた。
- (2) *Silver v. Inmax Corp.* (2011), 105 O.R. (3d) 212 (Ont. Sup. Ct. J.); *Dobbie v. Arctic Glacier Income Fund* (2011), 3 C.P.C. (7th) 261 (Ont. Sup. Ct. J.); *Green v. Canadian Imperial Bank of Commerce*, 2012 ONSC 3637 (Ont. Sup. Ct. J.).
- (3) *Adam C. Pritchard & Janis P. Sarra, Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada*, 47 *Alberta L. Rev.* 881, 882 (2010).
- (4) *Mark L. Berenblut et al., NERA Economic Consulting, Trends in Canadian Securities Class Actions: 1997-2008 3* (30 Jan. 2009) [hereinafter *NERA 1997-2008*], available at [http://www.nera.com/67\\_5408.htm](http://www.nera.com/67_5408.htm)
- (5) 本文における「証券集団訴訟」という言葉は、不実開示を根拠とするものだけでなく、証券が関係する集団訴訟全てを含む意味で用いている。
- (6) *Bradley A. Heys & Mark L. Berenblut, NERA Economic Consulting, Trends in Canadian Securities Class Actions: 2011 Update 1* (Jan. 13, 2012) [hereinafter *NERA 2012*], available at [http://www.nera.com/nera-files/PUB\\_Recent\\_Trends\\_Canada\\_2011\\_0412.pdf](http://www.nera.com/nera-files/PUB_Recent_Trends_Canada_2011_0412.pdf)

- (7) *Id.* at 3 Fig.2, 13.
- (8) *Id.* at 5.
- (9) Mary G. Condon et al., *Securities Law in Canada: Cases and Commentary* 633 (2nd ed. 2010).
- (10) NEBA 2012, *supra* note 6, at 10.
- (11) *Id.*
- (12) Christopher C. Nicholls, *Civil Enforcement in Canadian Securities Law*, 9 *J. Corp. L. Stud.* 367, 399 (2009).
- (13) Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 *Stan. L. Rev.* 497, 511 (1991).
- (14) Nicholls, *supra* note 12, at 399.
- (15) Christopher C. Nicholls, *The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative Regulatory Response to Sarbanes-Oxley*, *in* 4 *Canada Steps Up* 129, 133-34 (Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, 2006), available at <http://www.tfnsl.ca/docs/V4%283A%29%20Nicholls.pdf>.
- (16) Poornam Puri, *Securities Litigation and Enforcement: The Canadian Perspective*, 37 *Brook. J. Int'l L.* 967, 1006 (2012).
- (17) *Id.* at 1002.