

Slack 最高裁判決後の下級審裁判例

—証券法訴訟におけるトレーシングの立証を巡って—

本学経営管理研究科 研究員

筑波大学ビジネスサイエンス系 研究員

戸本 幸亮

【要約】

ダイレクトリスティングによって上場した発行体に対する証券法 11 条訴訟であってもトレーシングの立証が必要と判示した Slack 最高裁判決後、Coinbase 地裁判決が原告による統計的トレーシングの主張を認めたが、Slack 差戻控訴審判決を含むその他の下級審判決は厳格な立証基準を適用して原告の訴えを退けた。2025 年 10 月には、Slack 差戻控訴審判決に対する最高裁への上訴申立ても不受理とされた。

2025 年に入ってダイレクトリスティングによる上場が増加し、IPO であっても未登録株式へのロックアップの免除や期間短縮によってトレーシングの立証が困難な場合が増える中で、証券法による投資者保護を維持するためには、議会による法改正か SEC による対応が必要との指摘もなされている。しかし、これまで SEC はこの問題への対応に消極的な姿勢をとっており、加えて 2024 年 6 月に Loper Bright 最高裁判決が Chevron 法理を否定したことにより、問題が一層深刻化するまで消極的姿勢が維持される可能性がある。

【キーワード】

ダイレクトリスティング、証券訴訟、当事者適格、トレーシングの立証、証券法 11 条、証券法 12 条 (a) 項 (2) 号

【目次】

はじめに

1. Slack 最高裁判決
2. Coinbase 地裁判決
3. Slack 差戻控訴審判決
4. Palantir 地裁判決
5. Allbirds 地裁判決

おわりに

はじめに

ダイレクトリスティングによって上場した株式を市場で取得した投資者が、上場時に提出された登録届出書に虚偽記載等があった場合に 1933 証券法の民事責任規定に基づいて救済を受けることができるか否かは、従来から学説で議論されてきた。即ち、Barnes 判決（Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1967)）以降、証券法 11 条及び 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく救済の要件とされてきた、原告の取得した証券が虚偽記載等のある登録届出書に登録された証券であるとの立証（トレーシングの立証）は、一般的な IPO であれば、登録届出書に登録された株式を引受人から取得した投資人や、未登録株式へのロックアップにより登録株式しか流通しない期間に市場で取得した投資者には可能である。しかし、引受人が存在せず、上場初日から登録株式と未登録株式が同時に市場で取引されるダイレクトリスティングでは、IPO と同様の方法でのトレーシングの立証は不可能であるから、登録届出書に虚偽記載等があった場合に投資者が証券法による救済が得られない可能性が指摘されてきた¹。これに対して、Slack 事件では、カリフォルニア北部地区連邦地方裁判所と、第 9 巡回区連邦控訴裁判所が、ともに証券法が無効化されるとの政策的理由から、ダイレクトリスティングで上場した発行体らへの請求においてはトレーシングの立証を不要と判示した。

しかしながら 2023 年 6 月の連邦最高裁判決（Slack Techs., LLC v. Pirani, 598 U.S. 759 (2023)）は、ダイレクトリスティングによって上場した発行体に対する証券法 11 条に基づく請求であってもトレーシングの立証は必要と判示し、トレーシングの成否を判断させるために控訴審へ差し戻した。Slack 最高裁判決後、2024 年 9 月の Coinbase 地裁判決（*In re Coinbase Glob., Inc. Sec. Litig.*, 2024 U.S. Dist. LEXIS 160023 (D.N.J. 2024)）は、確率的に登録株式を取得していた可能性が高いとする原告による統計的トレーシングの主張を肯定し、証券法 12 条 (a) 項 (2) 項に基づく請求も肯定した。

しかし、2025 年 2 月の Slack 差戻控訴審判決（Pirani v. Slack Techs., Inc., 127 F.4th 1183 (9th Cir. 2025)）、Palantir 地裁判決（Cupat v. Palantir Techs., Inc., 2025 U.S. Dist. LEXIS 75800 (D.Colo. 2025)）はともに、証券法 11 条に基づく請求では Barnes 判決によって確立された厳格なトレーシングの立証が必要であるとし、12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求におけるトレーシングの要否についても、Gustafson 判決（Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995)）を引用してトレーシングの立証が必要との判断を示して原告の請求を退けた。一般的な IPO で上場した発行体を被告とした証券訴訟である 2025 年 6 月の Allbirds 地裁判決（Shnayder v. Allbirds, Inc., 2025 U.S. Dist. LEXIS 118998 (N.D.Cal. 2025)）においても、上場初日から未登録株式が市場で取引されていた可能性があるとし、Slack 最高裁判決を引用して、被告の訴え却下の申立てを認めた。

Slack 事件の原告は、証券法 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求におけるトレーシングの立証の要否、立証責任の被告への転換の適否についての最高裁の判断を求める上訴申立書を提出したが、2025 年 10 月に不受理とされた。

本稿では、まず Slack 最高裁判決を振り返り、次にその後の下級審判決を概観し、最後に若干の私

¹ この問題を論じるものとして、Benjamin Nickerson, *The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing*, 86 U. Chi. L. Rev. 985 (2019); Brent J. Horton, *Spotify's Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?*, 72 SMU L. Rev. 177 (2019); Cody L. Lipke, *Direct Listing: How Spotify Is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play*, 12 J. Bus. Entrepreneurship & L. 149 (2019); Andrew F. Tuch & Joel Seligman, *The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers, and Direct Listings*, 108 Iowa L. Rev. 303 (2022); Brent J. Horton, *Direct Listings and the Weakening of investor protections*, 50 Fla. St. U. L. Rev. 279 (2023) などがある。

見を加える²。

1. Slack 最高裁判決

1-1. 事案の概要

ダイレクトリスティングにより 2019 年 6 月にニューヨーク証券取引所（NYSE）へ上場した Slack の取引開始価格は 38.50 USD であったが、その後に複数のサービス障害が起こって 25 USD を下回った。Slack 株式を市場で取得した投資者である原告は、登録届出書及び目論見書において、顧客に損害が生じていなくともサービスが中断する度にサービスクレジットを顧客に付与することを規約で定めている事実を開示していなかったことや、Microsoft の Teams との競争を軽視したような記載が、重要な虚偽記載等に当たると主張して、同年 9 月に Slack とその役員らに対して 1933 年証券法 11 条及び 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく損害賠償を求めて集団訴訟を提起した。

2020 年 4 月のカリフォルニア北部地区連邦地方裁判所による第一審判決は、証券法 11 条に基づく請求について、「当該証券」（such security）を Barnes 判決に従って狭義に解釈すると、上場初日から登録株式と未登録株式が同時に市場で取引されるダイレクトリスティングではトレーシングの立証は不可能となり、11 条の責任が免除される法の目的と異なる無益な結果となるから、「当該証券」は広義に、登録届出書に登録された証券と同じ性質の証券と解釈されるべきであるとした³。12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求については、勧誘への該当性は陪審に委ねられるべき事実問題であるとして、被告による訴え却下の申立てを退けた⁴。

2021 年 9 月の第 9 巡回区連邦控訴裁判所による控訴審判決は、証券法 11 条に基づく請求について、「当該証券」とは登録されたか否かにかかわらず登録届出書が有効になった時点で一般に分配された証券を指すとし、本件では登録届出書は一つしか提出されていないためにトレーシングを妨げる問題はないとした⁵。12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求については、被告らが勧誘又は販売したといえるかは事実問題であるとした⁶。

1-2. 判決の概要

2024 年 6 月の連邦最高裁判決は、証券法 11 条に基づく請求にはトレーシングの立証が必要であるとして原判決を破棄し、トレーシングの成否と 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求におけるトレーシングの要否を検討させるために控訴審へ差し戻した。

全員一致による判決は、「当該証券」の意義について、証券法 11 条は定冠詞を用いて虚偽記載等のある特定の登録届出書を参照しており、さらに登録届出書の「当該部分」（such part）といった形

² 最高裁判決までの Slack 事件の一連の判決を含む、ダイレクトリスティングにおける投資者保護上の問題については、拙稿「ダイレクトリスティングによる株式上場と 1933 年証券法による投資者保護」筑波法政 93 号（2024）83 頁参照。

³ Pirani v. Slack Techs. Inc., 445 F. Supp. 3d 367, 376-81 (N.D. Cal. 2020).

⁴ *Id.* at 383-85.

⁵ Pirani v. Slack Techs., Inc., 13 F.4th 940, 946-49 (9th Cir. 2021). また、判決は Gustafson 判決に従って「当該証券」を登録届出書で登録された証券に限定すると証券法の保護を弱体化させ、証券法上の責任を回避する目的でダイレクトリスティングが選択されるようになる可能性があり、また法の抜け道となって過度に楽観的な登録届出書を提出する動機となることも判決の理由であるとした。*Id.* 948-49.

⁶ *Id.* at 949-50.

で "such" を繰り返して法の適用範囲を限定していること、証券法の他の条項でも、証券法 5 条 (a) 項が登録届出書が証券について効力を発生するまで「当該証券」の販売を禁止するとして、明らかに登録対象となる証券を指す形で規定し、証券法 6 条 (a) 項が「登録届出書は、そのなかに募集を行う旨を明記した証券に関してのみ効力を有する」と規定していること、証券法 11 条 (e) 項に定める引受人の損害賠償の上限を、引受人が引受けて販売した証券の総額として、証券の価値のみに関連付けて規定していることから、「当該証券」は登録届出書の登録証券のみを指すと解するのが自然であること、Barnes 判決以降のすべての連邦控訴裁判所が同じ結論をとったことを指摘して、証券法 11 条に基づく請求を行うためにはトレーシングの立証が必要であるとした⁷。

原告の主張のうち、証券法 11 条に基づく責任を特定の登録届出書に従って発行された証券のみに負わせることを議会が意図していたならば、証券法 5 条の「登録届出書が提出されている証券」(any security with respect to which a registration statement has been filed) と同じ文言を 11 条にも用いたはずだから、「当該証券」(such security) には追跡可能な証券だけでなく、登録届出書がなければ公衆に販売されなかった証券も含まれると解すべきとの主張に対しては、そうした論理を用いれば議会は「あらゆる証券」(any security) に責任が及ぶことを明確にすることもできたがそうしなかったとも言えるのだから、原告の主張は議会の意図を証明するものではないと退けた⁸。

また、「当該証券」を広義に解せば不作為への責任が拡大して証券法の目的をより良く達成できるとの原告の主張に対しては、証券法は限定的な領域を対象として登録届出書の重大な虚偽記載等について発行者に厳格な責任を課しているところ (Herman & Maclean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 382 (1983))、1934 年取引所法はこれと対照的に、証券のあらゆる販売に関する訴訟を認める代わりに欺罔の意図が証明された場合にのみ請求を認めていることに鑑みると、請求できる局面が限定されていれば立証負担が小さく、請求できる局面が広い場合には重い立証負担を要求するバランスのとれた責任制度を議会が意図したと考えることもできるとした⁹。

市場売却されたすべての証券に登録義務があった訳ではないことを前提に控訴審まで争ってきたところ、原告が最高裁で初めてこれに異議を唱えてすべての証券に登録する義務があったと主張したことについては、争点として適切に提示されていないため判断しないとした¹⁰。

原告の証券法 11 条、12 条訴訟の当事者適格の要件についての判断は差戻審に委ねるとしたが、判決文の脚注で裁判所は、「証券法 12 条の解釈や本件への適用について意見は述べないが、11 条と 12 条が常に道連れとなる (travel together) との第 9 巡回区連邦控訴裁判所の意見を支持するものではなく、代わりにこの 2 つの条項には慎重な検討を必要とする異なる文言が含まれていることを警告する」とした¹¹。

最高裁はトレーシングの立証が必要と判断したものの立証に足りる主張の内容を示さなかったため、次にみる下級審判決ではこれが争点となって判断が分かれた。

⁷ Slack Techs., LLC v. Pirani, 598 U.S. 759, 766-68 (2023).

⁸ *Id.* at 768-69.

⁹ *Id.* at 769-70.

¹⁰ *Id.* at 765-66 n.1.

¹¹ *Id.* at 770 n.3.

2. Coinbase 地裁判決

2021 年 4 月にダイレクトリスティングによって上場した Coinbase も Slack と同じく上場日時点から未登録株式が取引所で取引可能な状態であったが、ニュージャージー地区連邦地方裁判所は、確率的に登録株式を取得していた可能性が高いとする統計的トレーシング (statistical tracing) の主張を肯定し、証券法 12 条訴訟については登録届出書へのトレーシングは要件でなく目論見書に追跡できればよく、被告は証券法 12 条 (a) 項 (2) 項に基づいて責任を負う売主に当たるとの被告の主張を肯定した。

2-1. トレーシングの立証基準

まず、裁判所は登録届出書に虚偽記載等が含まれていたかを検討し、Coinbase が破産した場合に同社の顧客が資産を失うリスクを開示しなかったことは、投資家にとって重要であったとする¹²。

証券法 11 条に基づく請求の要件については、「証券法 11 条の訴訟要件は、原告が虚偽記載等のある登録届出書に従って発行された証券又はそれに追跡可能な購入を行ったという一般的な主張 (general allegations) によって充たされる」(Alta Partners, LLC v. Forge Glob. Holdings, Inc., 2024 U.S. Dist. LEXIS 44577, 22(S.D.N.Y. 2024)) と説示した¹³。

その上で、原告らが、原告らが 2021 年 4 月 14 日の上場初日に初値に近い価格で取得した時点で、発行済株式の 88% が募集書類に基づき登録されており、同年 11 月 30 日に取得した時点では発行済株式の 74% が募集書類に登録されていたと主張をしたことを取り上げた上で、単に原告が追跡可能と主張するだけで十分と判断した裁判例 (Alta Partners, LLC v. Forge Glob. Holdings, Inc., 2024 U.S. Dist. LEXIS 44577 (S.D.N.Y. 2024))、被告の既存の流通株式が 2,023,000 株あった中でセカンダリーオファリングによって 1,750,000 株が市場に供給された日にこれと近い価格で株式を購入したと主張した原告の当事者適格を認めた裁判例 (In re Salomon Analyst Level 3 Litig., 350 F. Supp. 2d 477 (S.D.N.Y. 2024)) を挙げて、原告の主張を認めた¹⁴。

2-2. 証券法 12 条 (a) 項 (2) 号訴訟の当事者適格

証券法 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求要件のうち、当事者適格については、「裁判所は、証券法 12 条は登録株式のみに適用されるとの被告の主張を認めない」とした上で、11 条の当事者適格で論じた理由付けをもって、裁判所は、原告らが目論見書に基づいて、又は目論見書に追跡可能な形で Coinbase 株式を購入したと主張することにより、12 条 (a) 項 (2) 号に基づく当事者適格を原告が十分に主張していると認めた¹⁵。

次に、被告らが証券法 12 条 (a) 項 (2) 号により民事責任を負う「販売者」(seller) であることを、原告が十分に立証できているかについては、「第 3 巡回区連邦控訴裁判所は、証券法 12 条 (a) 項 (2) 号における売主とは、『対価を得て買主へ権利を移転する者 (直接売主 ; direct seller)、または少なくとも部分的に自らの経済的利益、若しくは証券の所有者の利益を図る動機により、成功裏に購入を勧誘した者 (勧誘売主 ; solicitor seller) がなり得る』(Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622, 643 (1988)) と判

¹² *In re Coinbase Glob., Inc. Sec. Litig.*, 2024 U.S. Dist. LEXIS 160023, 30-35 (D.N.J. 2024)

¹³ *Id.* at 55-56.

¹⁴ *Id.* at 56-57.

¹⁵ *Id.* 64-65.

示したことに触れた上で」¹⁶、原告の主張、即ち、被告らが募集書類の記載内容の検討、承認、作成に関与し、相当の量の株式を売却し、金銭的な動機をもっていたことを挙げて、「被告らはダイレクタリスティングで提供された株式の売主、提供者、または購入者の勧誘者であった。募集書類は原告のような投資家を誘引し、ダイレクタリスティングにおいて Coinbase の株式を購入させるために用いられた」、「証券法上の被告の勧誘（solicitation）には、虚偽かつ誤解を招く募集書類の作成への関与が含まれる。従って、被告は Coinbase 株式の購入を勧誘した」との主張を取り上げて、「（証券法に基づく請求は詐欺ではなく過失責任が主張されているから）連邦民事訴訟規則 8 条に基づくリベラルな訴答基準を適用し、被告らが証券法 12 条 (a) 項 (2) 号で責任を負う売主に当たることを原告が十分に主張していると判断する」として、被告による訴え却下の申立てを棄却した¹⁷。

3. Slack 差戻控訴審判決

2025 年 2 月の差戻控訴審で第 9 巡回区連邦控訴裁判所は、トレーシングの立証は不可能との控訴審での原告の主張の撤回は認められず、また証券法 12 条 (a) 項 (2) 号も証券法 11 条と同様にトレーシングの立証が必要だとして、原告の主張を退けた¹⁸。控訴審で反対意見を述べた Miller 判事が述べた法廷意見は次のとおりである。

3-1. トレーシングの立証基準

裁判所は、証券法 11 条に基づく請求のためには、虚偽記載等があるとする特定の登録届出書へ原告の証券が追跡できることが必要と Slack 最高裁判決が判示したことに言及し、重要な論点は原告の購入した株式が Slack の登録届出書へ追跡できることを十分に主張したかどうかであるとした上で、原告が第一審、控訴審で「登録株式と未登録株式が同時に市場に流通するため、購入者が株式を追跡できない」と主張したことを、トレーシングの立証を否定する判断の根拠であるとする¹⁹。

続けて、これまでの審理ではトレーシングの立証は不可能と主張していたにもかかわらず、差戻控訴審ではトレーシングの立証が可能と主張を変更する理由、即ち、①原告がトレーシングを立証できないと主張していたことを知りながらも、最高裁が証券法 11 条の当事者適格を審理するためとして審理を差し戻したことは、原告は主張を放棄したはずとする被告の主張を最高裁は暗に退けており、②原告の購入した株数と登録株式の割合（約 42%）から統計的に追跡可能性を立証できるし、また、トレーシングできないことの立証責任は被告に転換されるべきで、③これまでの審理でのトレーシングの立証は不可能との原告の主張の放棄は認められるべきとのいずれの主張に対しても、次のとおり説得力はないとして退けた。

3-1-1. 事実認定の権限と主張の放棄

まず、主張①に対しては、最高裁が繰り返し自らを事実審の裁判所ではなく審理の裁判所である（a court of review, not of first view）と述べており、通常は下級審裁判所が解決していない立証の放棄（waiver）や不作為による喪失（forfeiture）といった問題には対処しないことを指摘した上で、第 1

¹⁶ *Id.* 65.

¹⁷ *Id.* 65-67.

¹⁸ Slack, 127 F.4th 1183 at 1186.

¹⁹ *Id.* at 1188-89.

Slack 最高裁判決後の下級審裁判例

次控訴審では証券法 11 条の適正な解釈も、原告がトレーシングの立証可能性を放棄したかどうかを検討しなかったから、これらは未解決のまま残されており、当裁判所はトレーシングが不可能との原告の主張を放棄を認めるかどうかを検討する自由を有するとした²⁰。

3-1-2. 統計的トレーシングと立証責任の転換

主張②に対しては、統計的トレーシングの理論は当裁判所の先例に反し、Century Aluminum 判決 (In re Century Aluminum Co. Securities Litigation, 729 F.3d 1104 (9th Cir. 2013))、第 5 巡回区連邦控訴裁判所も pcOrder 判決 (Krim v. pcOrder.com, Inc., 402 F.3d 489 (5th Cir. 2005)) において統計的トレーシングを否定したことに当裁判所も同意するとした。

また立証責任を転換すべきとの主張には、最高裁の「議会が意図した理由がない限り…立証の負担は通常、救済を求める当事者に課される」(Schaffer v. Weast, 546 U.S. 49, 57-58 (2005)) との判示に触れた上で、法の条文や最高裁の判断には、トレーシングがこの原則の例外となるべきことを示唆するものはないとした²¹。

3-1-3. 主張の放棄

主張③については、トレーシングの立証は不可能との原告の主張に基づいて連邦最高裁まで数年もの間訴訟を継続してきており、原告の新たな理論で再度争うことは当事者と司法の支出が無駄になるため、当裁判所に主張の放棄を認める裁量権があるとしても、これを認める理由はないとした²²。

3-2. 証券法 12 条 (a) 項 (2) 号訴訟におけるトレーシングの要否

証券法 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求については、連邦最高裁が 11 条と 12 条 (a) 項 (2) 号は「慎重な検討を要する異なる文言を含む」と指摘し、これらが「必ずしも一体として解釈されるわけではない」としたことを認めたものの、当裁判所は 12 条 (a) 項 (2) 号においてもトレーシングの立証が必要と判断しており、原告はトレーシングの立証を放棄しているため、12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求も認められないとした。

まず法の文言について、証券法 12 条 (a) 項 (2) 号も 11 条と同様に「当該証券」(such security) との文言を用いている一方、11 条の「当該証券」が何を指すかは曖昧であるが、12 条 (a) 項 (2) 号では、「目論見書または口頭による通信により」提供または販売された「証券」を指すことが明らかであるから、原告は、購入した株式がそのような手段により提示または販売されたことを立証することでのみ、12 条 (a) 項 (2) 号の主張を成立させることができるとした²³。

また、続けて、連邦最高裁の Gustafson 判決 (Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995)) が、目論見書の交付義務がない場合は証券法 12 条 (a) 項 (2) 号の責任は生じないとしたことから (*Id.* at 571)、同条の責任は 11 条と同様のトレーシング立証が必要となることが導かれるとした。12 条 (a) 項 (2) 号が「口頭での通信」と規定していることから、その適用範囲は登録の有無を超えたとの原告の主張に対しては、Gustafson 判決が『『口頭の通信』』との文言は、目論見書に関連するものに限ら

²⁰ *Id.* at 1189.

²¹ *Id.* at 1189-91.

²² *Id.* at 1191.

²³ *Id.*

れる」(Id. at 567-68) としたことが答えになるとした²⁴。

さらに、証券法 12 条 (a) 項 (2) 号が登録免除規定である 3 条に規定される証券を明示的に対象としているから議会には 4 条に基づく登録免除証券も同条の対象とする意図があったはずとの原告の主張に対しては、法の文言が 3 条を参照しながら 4 条を参照しなかったことは、4 条に基づく登録免除株式を 12 条 (a) 項 (2) 号の対象としないとの議会の意図だったと既に Gustafson 判決が判断しているとした (Id. at 573)²⁵。

株式を取得しようとした者は、それが登録株式か未登録株式であるかに拘わらず、目論見書を参照したはずとの原告の主張に対しては、Yung v. Lee, 432 F.3d 142 (2d Cir. 2005) が目論見書を交付する義務がない場合は取引が目論見書により行われたと合理的に看做することはできないと判断したことを挙げて (Id. at 149)、当裁判所も同じ判断だとして退けた²⁶。

3-3. 上訴不受理

差戻控訴審判決を受けて原告は、2025 年 7 月に連邦最高裁へ上訴申立書を提出し、① 証券法 12 条 (a) 項 (2) 号に基づく請求における、被告が虚偽の目論見書を提出した募集において登録された株式を購入したことの立証の要否、②ダイレクトリスティングにおけるトレーシングの立証責任の被告への転換（原告が取得した証券が未登録証券であることの立証を被告に求める）の適否についての判断を求めたが²⁷、連邦最高裁は同年 10 月に上訴不受理を決定した²⁸。

4. Palantir 地裁判決

2020 年 9 月にダイレクトリスティングにより上場した Palantir は、上場時に取引可能な株式の 47% が未登録株式であった。

原告は同社に対して提起した証券訴訟において、①訴答段階 (pleading stage) ではトレーシングが可能であることの一般的な主張で十分であること、②流通していた登録株式と未登録株式の比率から原告が登録株式を取得した可能性が高いこと (統計的トレーシング)、③法的に保管が義務付けられたタイムスタンプ付の取引記録を証拠開示によって取得できれば、先入先出法 (FIFO) や後入先出法 (LIFO) といった会計手法を適用することなどによってトレーシングが可能なこと、④ Palantir の 2020 年 9 月 30 日から 12 月 28 日までのすべての株式の売却は (i) 単一の資金調達計画の一部であり、(ii) 同一のクラスの証券について、(iii) ほぼ同時期に行われ、(iv) ほぼ同じ対価を受け取り、(v) 同じ目的のために行われたこと (統合的募集 ; integrated offering) を主張した。

2025 年 4 月、コロラド連邦地方裁判所は証券法 11 条に基づく請求について、次のように判示して原告の請求を退けた。

²⁴ Id. at 1191-92.

²⁵ Id. at 1192.

²⁶ Id.

²⁷ Pirani v. Slack Tech., No. 25-44, at i (U.S. 2025) (petition for cert.).

²⁸ Order List: 607 U.S. (Oct. 6, 2025) <https://www.supremecourt.gov/orders/courtorders/100625zor_5368.pdf>.

4-1. トレーシングの立証基準

裁判所は、Slack 最高裁判決がトレーシングの立証が必要であるとしたものの立証できたと認める判断基準を示さなかったことに触れた上で、訴答段階で一般的な主張で当事者適格を容易に認めた連邦地方裁判所の裁判例はあるものの²⁹、第 1 巡回区及び第 9 巡回区連邦控訴裁判所は一般的な主張では不十分との立場であるとした (*In re Ariad Pharms, Inc. Sec. Litig.*, 842 F.3d 744, 755-56 (1st Cir. 2016); *In re Century Aluminum*, 729 F.3d 1104 at 1106-09)。そして、第 1 巡回区連邦控訴裁判所の *In re Ariad Pharms* 判決の論理、即ち、「Twombly 判決 (*Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, 550 U.S. 544 (2007)) は、訴えの却下申立てを退けるためには、訴状が救済請求を主張するのに十分な事実を含み、その主張が表面上もっともらしいものでなければならないと判示した。この基準は、単なる訴因の要素の形式的な列挙以上のものを要求する。したがって、関連する法規範を繰り返すだけの主張は認められない。さらに、訴状が単に被告の責任と整合する事実を主張する場合、救済を受ける権利の可能性と妥当性の境界線には達しない。この拘束力のある判例を、トレーシングに関する一般的な主張だけで訴答段階では十分とする原告の主張と整合させることは困難である。実際、トレーシングの立証は証券法 11 条に基づく請求の構成要素である。そして原告の株式が問題の募集に追跡可能とする一般的な主張は、その要素を形式的に列挙したに過ぎない。したがって、当裁判所は本問題を明確に扱った他の巡回区控訴裁判所の見解に同意し、そのような一般的な主張のみでは却下を回避するには不十分と判断する (*In re Ariad Pharms*, 842 F.3d 744 at 756)」を引用し、これに賛成するとして一般的な主張では不十分と判示した³⁰。

4-2. 統計的トレーシング

裁判所は、統計的トレーシングを否定した連邦地方裁判所の裁判例を挙げた上で³¹、「証券法 11 条の立証要件に関する巡回区裁判所の判例は、原告が、その保有株式が実際に追跡可能であるという妥当な推論を裏付ける事実を主張しなければならないことを強く示唆している。保有株式が争いのある登録届出書におそらく追跡可能であるという推論を裏付ける事実を単に主張するだけでは不十分である。Century Aluminum 事件において、原告らは、引受人が大量の登録株式を市場に投入した日に株式を購入したため、当事者適格を合理的に主張したと述べたが、第 9 巡回区連邦控訴裁判所はこの主張を退け、次のように判示した。『これらの主張は、原告らの株式が募集へ追跡可能であるという合理的な推論を生じさせない。原告らの株式が募集に由来する可能性はあるが、これと異なる説明として、それらは既に発行済みの株式プールに由来する可能性もある (*Twombly*, 550 U.S. 544 at

²⁹ *Northumberland Cnty. Ret. Sys. v. Kenworthy*, 2013 U.S. Dist. LEXIS 131655 (W.D.Okla. 2013) (原告が単に「関連する登録届出書に基づき、またはこれに遡及可能な」証券を購入したと主張するだけで、遡及可能性を十分に主張したと結論づけた判決)、*Perry v. Duoyuan Printing, Inc.*, 2013 U.S. Dist. LEXIS 121034 (S.D.N.Y. 2013) (「訴状要件は複雑ではない。原告は自社株の追跡方法を説明する必要はなく、虚偽の登録届出書に『基づく』または『起因する』購入を一般に主張するだけで、請求を述べるのに十分」とした判決)、*In re Wachovia Equity Sec. Litig.*, 753 F.Supp.2d 326, 373 (S.D.N.Y. 2011) (「証券法 11 条の立証要件は、原告が虚偽の登録届出書に基づき購入した、または同届出書に遡及可能であるという一般的な主張によって満たされる」とした判決) を挙げる。

³⁰ *Cupat v. Palantir Techs., Inc.*, 2025 U.S. Dist. LEXIS 75800, 38-41 (D.Colo. 2025).

³¹ *Doherty v. Pivotal Software, Inc.*, LEXIS 195360, 10 (N.D.Cal. 2019) (「単に有利な割合を根拠に株式の追跡可能性を主張しても、原告の株式が追跡可能であるという合理的な推論は生じない。原告の株式は公募から来た可能性もあれば、そうでない可能性もある」); *Johnson v. CBD Energy, Ltd.*, LEXIS 87174, 6 (S.D.Tex. 2016) (「統計的追跡」による立証資格理論は成立しないと結論づける)。

567)』。『二つの異なる説明が成り立ち、そのうち一つだけが真実であり、かつ責任を生じさせる場合、原告らは、自らが支持する説明と単に整合するだけでなく、異なる説明を否定する主張を提示しなければならない (Iqbal, 556 U.S. 662 at 678)。Iqbal 判決及び Twombly 判決の趣旨において原告らの主張を妥当なものとするには、異なる説明が真実である可能性を排除する方向の事実など、さらなる要素が必要である (Twombly, 550 U.S. 544 at 554)。本件において、原告らの主張は『中立領域』に留まったままである (*Id.* at 557)。なぜなら、彼らの株式が既に発行済みの株式プールから来た可能性を排除する理由がないからである』 (Century Aluminum, 729 F.3d 1104 at 1108)」として Ariad Pharms 判決も同様の判断をしたことに触れた上で、「原告らが『一部の株式はおそらく登録済みであり、証拠開示により実際に登録済みであることが判明する可能性がある』と主張しても、当事者適格を主張するには不十分である。原告が取得した 1,280,700 株は、257,135,415 株の登録株式プールから取得された可能性がある。しかし、それとは別に、231,992,817 株の登録免除株式プールから取得された可能性も排除できない。原告らの主張はこの可能性を否定していない」として、統計的トレーシングの主張を退けた³²。

4-3. 証拠開示後の取引記録に基づいたトレーシングの立証

「原告らの『可能性』及び『証拠開示』に関する主張は、Slack 最高裁判決の『証券法 11 条の原告は追跡可能性を主張しなければならない』との判示とやや整合しない。Slack 最高裁判決は、11 条の原告は『追跡可能な株式を購入したことを主張しなければならない』としており、『その登録届出書に起因する追跡可能な株式を購入した可能性がある』とか『その説明書に起因する追跡可能な株式を購入した可能性があり、実際に購入したかどうかを判断できるかもしれない』とはしていない。『主張される欠陥のある登録届出書に遡及可能な株式を購入したことを立証しなければならない』と述べており、当該届出書に遡及可能な株式を購入した可能性があること、あるいは証拠開示を得れば実際に遡及可能な株式を購入したことを確認できるかもしれないことを立証せよとは述べていない (Slack, 598 U.S. 759 at 770)」として、証拠開示によって取引記録が開示されればトレーシングが立証できるとの主張も退けた³³。

4-4. 統合的募集

「原告らの統合的募集 (integrated offering) の主張も同様に、当事者適格を主張するには不十分である。第 1 に、この理論も Slack 最高裁判決と整合させるのは困難である」。「Slack 事件の原告は (本件原告と同様に)、自身の株式が登録されていたことを主張・立証するためにトレーシングの立証は要求されるべきではないと主張した。その根拠として『登録株式の登録届出書が存在しなければ、未登録株式は公衆への販売資格を得られなかった』とした (*Id.* at 768-69)。しかし最高裁は、原告が『この法理の限界がどこにあるのか、それを証券法 11 条からどのように導き出すのか、あるいは責任が登録株式のみに帰属することを示唆する様々な文脈上の手がかりとこれをどのように整合させるのか』を説明していないとして、原告が提案した法理の採用を拒否した (*Id.* at 769)。原告が統合的募集の法理に依拠することを認めることは、最高裁が示唆した厳格なトレーシングの要件を迂回することを許容することになる」。

「さらに、原告自身が認める通り、統合的募集の法理は、発行者が実質的に単一の募集を複数の募

³² Palantir, 2025 U.S. Dist. LEXIS 75800 at 44-47.

³³ *Id.* at 47.

Slack 最高裁判決後の下級審裁判例

集に分割することで登録規制を回避しようとする場合に適用される。しかし本件において、被告はそうした行為を行っておらず単一の募集のみが存在した（したがって統合すべき複数の募集は存在しない）。また被告が登録要件のいずれかに違反したとの主張も存在しない。つまり、統合的募集の法理を適用する正当な事情は存在しない。最後に、原告らは、単一のダイレクトリスティング又は証券法 11 条の当事者的適格の立証を伴う事案において統合的募集の法理を適用した判例を裁判所に対して提示していない（裁判所もそのような判例を発見していない）。これらの理由から、裁判所は原告らの統合的募集に関する主張および論拠を説得力のないものと判断する」として、この主張も退けた³⁴。

4-5. トレーシングの立証に厳しい基準を適用する影響

「当裁判所は、証券法 11 条の解釈（および証券法 11 条に基づく請求の要件に関する解釈）が厳しい結果をもたらすことを認める。証券法 11 条の原告が、本案の原告が行った以上の追跡可能性を主張する必要がある場合（例えば、所有権の連鎖に関する主張を必要とする場合）、それはダイレクトリスティングという状況において証券法 11 条による救済の可能性を閉ざすことになる。なぜなら、将来の証券法 11 条の被告は、トレーシングを妨げるように募集条件を設計できるからである。第 9 巡回区連邦控訴裁判所は、破棄された Slack 控訴審判決において同様の指摘を行い、その論理がダイレクトリスティングにおける証券法 11 条の解釈としてトレーシングを要求しない判断を部分的に正当化した。『ダイレクトリスティングでは、登録株式と未登録株式が同時に公衆へ放出され、購入者が登録株式か未登録株式かを認識できるロックアップ期間は存在しない。したがって、ダイレクトリスティングにおいて証券法 11 条を登録株式のみに適用すると解釈すれば、登録の有無を問わず、ダイレクトリスティングにおける登録届出書上の虚偽、誤解を招く記載に対する証券法 11 条における責任が実質的に排除されることになる。企業が伝統的な IPO による上場を選択するビジネス上の理由は存在するかもしれないが、法的責任の観点からは、ダイレクトリスティングを選択することで証券法 11 条の責任リスクを回避できるにもかかわらず、善意の企業であっても伝統的な IPO による上場を選択する理由は分らない。さらに、企業は、証券法 11 条に基づく株主に対する責任を一切負わないことを承知の上で、株価を押し上げるために、登録届出書を過度に楽観的に作成するインセンティブを持つことになる。証券法 11 条のこの解釈は、その制定以来理解されてきた証券法 11 条の目的を損なうほど大きな抜け穴を生み出すだろう（Slack, 13 F.4th 940 at 948）』」。

「しかし、最高裁は第 9 巡回区連邦控訴裁判所の判決が表明した政策上の懸念にもかかわらず、証券法 11 条が原告にトレーシングの立証義務を課すと判示した（Slack, 598 U.S. 759 at 769）。つまり最高裁判所は、Slack 判決が課した要件がダイレクトリスティングに抜け穴を生じさせる可能性があるとしても、証券法 11 条の原告に厳格なトレーシングの立証を課すと判断している。この抜け穴に対する司法的解決策は存在するかもしれない—例えば、〔中略〕トレーシングを立証するための限定的な証拠開示を認めることなどである。しかし、この問題は法改正や規制変更によって解決することが最善であろう」³⁵。

³⁴ *Id.* at 47-49.

³⁵ *Id.* at 49-51.

5. Allbirds 地裁判決

ダイレクトリスティングのみならず伝統的な IPO でも、Slack 最高裁判決を引用してトレーシングの立証を否定した判決も現れた。

2021 年 11 月に 1 株 15.00 USD の公募価格で上場した Allbirds はその後 1.06 USD まで下落し、原告らは 2023 年 4 月に最初の集団訴訟を提起する訴状を提出した。被告 Allbirds はこれに対し、原告の取得した株式が登録届出書へ追跡可能であることを原告は十分立証していないなどと主張して、訴え却下を申立てた。

2025 年 9 月、カリフォルニア北部地区連邦地方裁判所は次のように判示して、上場初日から未登録株式が市場で流通していた可能性があるから、原告は登録届出書への追跡を立証できていないとして、被告による訴え却下の申立てを肯定した。

「原告が証券法 11 条に基づく請求で勝訴するためには、まず法定の当事者適格の要件を満たさなければならない (Century Aluminum, 729 F.3d 1104 at 1109)。従って原告は、『欠陥があるとされる登録届出書に追跡可能な株式を取得した』ことを合理的に立証するのに十分な事実を主張しなければならない (Slack, 598 U.S. 759 at 770)。訴状において原告らは、『Allbirds の IPO に関連して発行された登録届出書に基づいて Allbirds 株式を購入またはその他の方法で取得した』と主張する。原告らは、『Allbirds は単一の登録届出書に基づき、単一の募集で株式を発行した』ため、『当事者適格は…十分に主張されている』と主張する」³⁶。

「登録届出書には次のように記載されている。『当社株式の Nasdaq 上場日から 7 営業日の間、当社の現在の従業員（現在の高級執行役員と取締役を除く）は、2021 年 9 月 8 日時点で保有する当社の普通株式の最大 25% を公開市場で売却することができる』。これは、『会社が株式上場する場合は登録届出書に従って新株を発行する』ものの、『発行体の初期からの投資家と従業員は登録義務のない既発行株式を保有している可能性がある』ため重要である (Id. at 763)。『原告の株式が問題となる募集に直接追跡できると主張することは、会社のすべての株式が単一の登録届出書に基づく単一の募集で発行された場合には十分であるかもしれない』が、他方で本件においては、『登録届出書の記載によれば、会社の全ての株式が問題の募集に直接追跡できるわけではないため、更なる事実の補強 (further factual enhancement) が必要である』 (Century Aluminum, 729 F.3d at 1107)。したがって、原告は、その株式が『会社の IPO に関連して発行された登録届書に起因している』というざんざんな (cursory) 主張に依拠することはできない (Id. at 1108)。これらの理由により、裁判所は当事者のそのほかの主張に触れず、証券法 11 条に基づく請求を当事者適格の欠如を理由として、被告による訴え却下の申立てを認める」³⁷。

おわりに

Coinbase 地裁判決は立証基準を緩やかに解して原告によるトレーシングの主張を否定せず、被告による再考請求 (defendants' motion for reconsideration) も 2025 年 4 月に退けた³⁸。

しかし、Slack 差戻控訴審判決、Palantir 地裁判決はダイレクトリスティングによるトレーシング

³⁶ Shnayder v. Allbirds, Inc., 2025 U.S. Dist. LEXIS 118998, 24 (N.D.Cal. 2025).

³⁷ Id. at 24-26.

³⁸ In re Coinbase Glob., Inc. Sec. Litig., 2025 U.S. Dist. LEXIS 67192 (D.N.J. 2025).

Slack 最高裁判決後の下級審裁判例

の立証を厳格に解して統計的トレーシングを否定し、Slack 事件の上訴は受理されなかった。さらに IPO で上場した Allbirds を被告とした地裁判決も、Slack 最高裁判決を引用してトレーシングの主張を退けた。

以上のようにダイレクトリスティングにおける証券法による投資者救済が司法により確保されるかは不透明となっている一方で、米国でのダイレクトリスティングの件数は 2025 年に入ってから増加しており³⁹、IPO においても早期にロックアップが解除されるケースも増えるなど⁴⁰、証券法による投資者保護が無効化され得る場合が増えているから、議会による立法や SEC の規則改訂による解決が必要と指摘されている。Slack 事件の最高裁での審理に当たって提出されたアミカス・ブリーフや SEC への規則改正の提案では、①登録株式と未登録株式に別々のティッカーコードを割り当てる、②上場初日は登録株式だけ取引させ、その翌日まで未登録株式を取引させない、③ SEC が清算・決済システム全体を分散型台帳システム等に移行することで、混蔵保管された証券の持分としてではなく、個々の株式として追跡可能とする⁴¹、④後入先出法（LIFO）によるか先入先出法（FIFO）によるかのマッチング・ルールを決めて統合取引監視システム（CAT）へ集約された取引情報を利用して追跡する⁴²、⑤全株式を登録届出書に登録することの明示的な義務化⁴³、⑥トレーシングの立証責任の原告から被告への転換が提案されたほか⁴⁴、⑦未登録株式に (a) 上場後 90 日、又は (b) 10-Q 又は 10-K 報告書提出までの継続保有義務を課す証券法規則 144 の改正の提案もなされている⁴⁵。

2024 年 2 月に機関投資家評議会が深刻なトレーシングの問題に対応するよう SEC へ求めたことに

³⁹ ダイレクトリスティングによる上場件数は、2018 年の Spotify 上場から 2025 年 11 月 19 日までに 28 件にとどまるが、このうち 9 件が 2025 年の上場。Jay R. Ritter, Initial Public Offerings: Direct Listings Through Nov. 19, 2025 <<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>>.

⁴⁰ Sophia Kunthara, *The Market Minute: Goodbye Six-Month Lockups*?, CRUNCHBASE NEWS (Oct. 20, 2021) <<https://news.crunchbase.com/public/the-market-minute-early-lockup-releases/>>; Edwin Hu et al., Working Group on Investor Protection in Public Offerings, Rulemaking Petition for the Modernization of Rule 144, 3-4 (Mar. 9, 2023) <<https://www.sec.gov/files/rules/petitions/2023/petn4-801.pdf>>.

⁴¹ ① - ③について、Brief amici curiae of Hon. Jay Clayton and Hon. Joseph A. Grundfest in Support of petitioners, 2023 U.S. S. CT. BRIEFS LEXIS 423, 43-47 (Feb. 3, 2023).

⁴² Brief for Amici Curiae Law and Business Professors in Support of Respondent, 2023 U.S. S. CT. BRIEFS LEXIS 781, 11-24 (Mar. 6, 2023); John C. Coffee, Jr. & Joshua Mitts, *Can Section 11 Be Saved?: Tracing Path to its Survival*, 15 Harv. Bus. L. Rev. 1 (2025). ③分散型台帳システムへの移行、④ CAT へ集約された取引情報の利用を採用した場合はロックアップ解除の影響を受けることなくトレーシングの立証が可能となるから、時効が到来するまで流通市場で登録株式を取得した投資者は証券法 11 条・12 条に基づいて請求できることとなる。これは配番された株券が実際に移動していた 1970 年代以前と同じといえるが（拙稿・前掲注 2）88-89 頁参照）、証券訴訟が盛んな現在に潜在的な原告と訴訟機会が大きく拡大することは発行体にとって過酷で、Slack 連邦最高裁判決が述べた責任制度のバランスを損ねると考える余地もあるのではないか。

⁴³ Brief for Nokota Capital Management, LP as Amicus Curiae Supporting Respondent, 2023 U.S. S. CT. BRIEFS LEXIS 819, 26-30 (Mar. 6, 2023).

⁴⁴ Brief of Evidence and Civil Procedure Scholars as Amici Curiae in Support of the Respondent, 2023 U.S. S. CT. BRIEFS LEXIS 785, 14-21 (Mar. 6, 2023); Brief of Former SEC Officials as Amici Curiae in Support of Respondent, 2023 U.S. S. CT. BRIEFS LEXIS 787, 26 (Mar. 6, 2023).

⁴⁵ Hu et al., *supra* note 40, at 7.

続き⁴⁶、2025 年 3 月には SEC の投資家諮問委員会も、Slack 最高裁判決を受けて証券法 11 条の実効性を保護する行政上の救済策を検討すべきとして、トレーシングの立証を可能とするために IPO 後に未登録株式に対するロックアップ期間の設定を義務付けることを提案した⁴⁷。

もっとも、以上に示された提案の多くが、議会による法改正ではなく、SEC による規則改正の提案であるところ、SEC は、少なくともこれまでは SEC の権限で対処することに消極的な姿勢をとっており⁴⁸、Slack 事件でも最高裁へアミカス・ブリーフを提出することなく静観していた。加えて、2024 年 6 月の Loper Bright 最高裁判決(Loper Bright Enterprises v. Raimondo, 603 U.S. 369 (2024))によって、裁判所は行政機関による制定法の解釈を尊重 (deference) すべきとする Chevron 法理が否定されたことで、問題が一層深刻化するまで SEC の消極的な姿勢が維持される可能性がある⁴⁹。

⁴⁶ Letter from Jeffrey P. Mahoney, General Counsel, Council of Institutional Investors, to Vanessa A. Countryman, Sec’y, SEC, at 2 (Feb. 29, 2024)<<https://www.sec.gov/files/rules/petitions/2024/petn4-824.pdf>>.

⁴⁷ Investor Advisory Committee, Recommendation of the Investor as Owner and Investor as Purchaser Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee regarding Preserving Investors’ Ability to Bring Claims Under Section 11 of the Securities Act of 1933 (Mar. 6, 2025) <<https://www.sec.gov/files/iaac-approved-slack-recommendation-030625.pdf>>.

⁴⁸ SEC は、プライマリー・ダイレクトリスティングの導入のための NYSE 規則改訂を承認する際、トレーシングが証券法 11 条訴訟の障壁となるとの問題はダイレクトリスティングに限ったものではないとしたし (Securities Exchange Release No. 34-89684 (Aug. 26, 2020) 85 FR 54454, 54461 (Sep. 1, 2020))、プライマリー・ダイレクトリスティングの価格制限規制を緩和するための NYSE 規則改訂承認の際にも、当該規則改正で引受人としての法的責任を負う投資銀行がロックアップを求める可能性があるとして、トレーシングの論点は規則改訂を妨げるほどの問題ではないと消極的な姿勢をとった (Securities Exchange Act Release No.34-96514 (Dec. 15, 2022) 87 FR 78141, 78149 (Dec. 21, 2022))。2021 年当時、民主党系委員の 2 名は、トレーシングの問題に対応すべきとしてプライマリー・ダイレクトリスティングを認める規則改訂に反対していた。Allison Herren Lee & Caroline Crenshaw, *Statement by Commissioners Lee and Crenshaw on Primary Direct Listings*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Jan. 5, 2021).

⁴⁹ Loper Bright 判決以降、SEC の法執行や規制に対して意義を唱える訴訟の提起や、SEC の規則を無効とした連邦地裁判決への控訴を取り下げるなどの動きがあったことを指摘する文献として、Kevin Campion & Jake Griggs, *Beyond Loper Bright: Securities Enforcement and Regulation in a Post-Chevron World*, 55 Seton Hall L. Rev. 1659 (2025) がある。