

# 流通市場における会社の不実開示責任について（六・完）

王子田 誠

## 目次

- 一 はじめに
- 二 証券詐欺クラス・アクションの現状
  - 1. 制度改革の流れ
  - 2. 証券詐欺クラス・アクションの補償目的
  - 3. 証券詐欺クラス・アクションの抑止目的
  - 4. 現代の保険実務
  - 5. 小括  
(以上25巻1号)
- 三 会社責任改革提案
  - 1. 企業責任否定・削減論  
(以上25巻2号)
  - 2. 企業責任擁護論  
(以上26巻2号)
  - 3. 最近の学説
    - i ガバナンスの観点
    - ii 仲裁の活用  
(以上27巻2号) (以上28巻2号)
    - iii 責任保険の改革
      - (a) 和解の現状
      - (b) D & O 保険による抑止と対応策
      - (c) 近時の改革提案
- 四 むすびにかえて  
(以上本号)

## iii 責任保険の改革

### (a) 和解の現状

本節においては保険制度の関係について検討するが、その前に最近の証券クラス・アクションの現状を概観しておきたい。

まず、2015年における証券クラス・アクションをめぐる全般的な状況調査を紹介する<sup>1</sup>。2015年、連邦裁判所に申し立てられた証券クラス・アクションは234件であり、2008年の金融危機以降毎年200件を上回っている。この数は全上

場会社の4.4%に相当し、私的証券訴訟改革法施行後5年間（全上場会社の2.6%）と比較すると比率が上昇している。直近の増加は標準的証券クラス・アクション（証券取引所法規則10b—5および証券法11条・12条）に基づくが、2015年は証券法11条に基づく申立てが増加した。また、監査法人を共同被告とするケースも2015年は3件にとどまる。この理由としては会計に関するケースの減少と二つの最高裁判決（直接不実開示に責任を負わない者を訴える原告の能力を制限したJanus判決<sup>2</sup>とスキームライアビリティを否定したStoneridge判決<sup>3</sup>）によるとされる。クラス認可の申立てが提出される前に、74%のケースは和解または却下された。証券クラス・アクション提起件数の相対的低下にかかわらず、和解・却下件数は私的証券訴訟改革法以降最低水準であるが、ケース解決の長期化のためと説明されている。なお、直近2年間において提起された証券クラス・アクションのクラス期間中央値は短くなる傾向にある。不正行為が迅速に発見できるようになったからであるとされる<sup>4</sup>。

2015年の和解に関しては、和解金の中央値は730万ドルであり、2014の中央値や過去10年の平均に近い数字であった。投資家損失の中央値は、私的証券訴

---

1 Svetlana Starykh and Stefan Boettrich, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2015 Full-Year Review (2016), available at [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015\\_Securities\\_Trends\\_Report\\_NERA.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015_Securities_Trends_Report_NERA.pdf) 2005年から2012年までは100億ドル以上の巨大損害が大部分を占めていたが<sup>2</sup>、2013年・2014年は様々な規模の損害となってきた。2015年は会計や収益ガイダンスに関するケースは2011年以来最も少ない。

2 Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, Inc., 131 S. Ct. 2296 (2011). 藤林大地「証券取引所法規則一〇b—五(b)の『make』の意義」商事1964号57頁(2012)。

3 Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148 (2008). 黒沼悦郎「不実開示をした発行者の取引相手の責任」商事1833号42頁(2008)。

4 すべての財務書類が機械可読式の形態でファイルされることを命令するSEC規制の導入により、透明性が増加し、会計異常の迅速な検出につながったとされる。See, “The SEC’s Renewed Focus on Accounting Fraud, Insights and Implications for Auditors and Public Companies,” The CPA Journal, February 2014; 過去5年間における証券法違反の通報に基づくエンフォースメントアクションは5億ドルを超え、通報者への報奨金は現在まで1億ドル支払われている。SEC Press Release, SEC Whistleblower Program Surpasses \$100 Million in Awards (2016), at <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-173.html>

訟改革法以降上昇傾向であったが、投資家損失に占める和解金の中央値（2015年は1.6%）は2014年のHalliburton II判決<sup>5</sup>以降減少傾向にある。また、原告弁護士費用は和解額に応じて高くなるが、和解総額に占める原告弁護士費用の割合については、和解規模が大きくなるにつれて低くなっている。この点は1996年からの5年間でも直近5年間でも同様である。

次に、保険制度を前提に和解で当事者はどのような要素によって影響を受けたかに関する調査がある。この調査によると、第一に和解の時期としては、訴え棄却の申立て（motion to dismiss）がなされたときに、典型的には訴え棄却の申立てが拒まれたときに和解されるが、主に保険会社によって資金を供給される限り、被告側は株主訴訟の偶発債務を除去するために和解を求めるビジネス上の緊急性によって意外に早く和解に至る。原告側弁護士にとっては、手数料を正当化するために十分長く訴訟する必要もあれば法律事務所の運営資金のために早期に和解する必要もある<sup>6</sup>。

第二に、和解において考慮される要素としては、①責任要素としてのアピール度、②損害要素としての投資家損失、③保険金・構造などの情報、④過去の和解からのデータおよび⑤訴訟力学である。このうち①は和解価値を高めるものと理解されている。具体的には、会計修正、インサイダー取引、欺罔の意図などのように特定の責任要素の直接証拠ないし特定の責任要素をみたく理論を構成しうる要素が含まれるが、刑事上の事実審に直面する重役のような請求を鮮明にしたりまたは注目させる要因も含まれる。後者は責任要素との相関はないが、社会政策の観点からは抑止に値する不正または経営上の欠陥の形態を示

5 Halliburton II, 34 S. Ct. 2398 (2014). 池谷誠「Halliburton事件最高裁判決の検討」商事2042号41頁（2014）。

6 Tom Baker & Sean J. Griffith, Ensuring Corporate Misconduct: How Liability Insurance Undermines Shareholder Litigation, 153-156 (2010). この調査はすでにいくつかの文献で紹介されている。江頭憲治郎「財務諸表保険」石田重森他編『保険学保険法学の課題と展望—大谷孝一博士記念論文集』273頁（2011）、井上健一「D & O保険と企業・役員の裁量的行動の抑止」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔上巻〕』338頁（2013）、和田宗久「流通市場における上場会社の不実開示責任—アメリカにおける証券クラス・アクションを巡る現状と議論の分析—」上村達男＝尾崎安史＝鳥山恭一＝黒沼悦郎＝福島洋尚編『正井章彦先生古希祝賀—企業法の現代的課題』593頁（2015）。

しており、その限りでは実体に関係する側面もあるとみることもできる。②は一般的に原告が請求の際に使用する不実開示発覚前後の市場価格の差額である。ここでは市場価格に影響を与える他の事由は考慮されていないが、この損害が高額であればあるほど被告側に和解を促すこととなる。もっとも、実際の和解額は、詐欺の証拠の強さおよび詐欺と被害を関連づけている証拠の強さなど他の責任要素も考慮されている。④は過去の和解から引き出される平均、中央値、傾向、その他の統計などのデータによって和解モデルが形成されているということである。しかしながら、実質的にすべてのケースが和解するので、過去データ自体が事実審理先例に基づくわけではないという点が問題である。実体のない和解が積み重なっているという一種の無限後退 (infinite regress) 問題ともいわれる。⑤の訴訟力学とは、提訴された法域、裁判官、弁護士などが和解の時期や和解額に影響を及ぼす要素として挙げられている<sup>7</sup>。

これらのうち①と②は実体上の事項に関連しているが、③④⑤は明らかに請求の実体とは無関係である。そうすると、実体がない場合にも和解の結果がもたらされる可能性があるし、実体がある場合としても現実の和解は想定される訴訟結果との乖離が生じている可能性もある<sup>8</sup>。そこで以下では、このような分析は保険制度とどのような関係があるのか、解決方法はどのようなものが考えられるかについて検討する。

#### (b) D & O 保険による抑止と対応策

アメリカにおいてD & O 保険は、経営者を人的責任から保護するもの (SideA)、取締役・役員の損失補償から生じている損失に関して会社を填補するもの (SideB)、および会社自体に対する責任を填補するもの (SideC) に分けられる<sup>9</sup>。60%を超える会社は全3種類のタイプを含むため<sup>10</sup>、以下ではそのような会社を前提として検討する。

7 Id. at 156-169.

8 Id. at 171-176. ここで実体とは法の禁止行為に関して適切な者に適切な額の責任を課すかどうかの客観的基準として使われている。実体の容易に観察可能な代用を作成し、実際の和解と比較することが課題であった。証券詐欺における証券取引所法規則10b-5の責任要件は欺罔の意図のように主観的な要件も含まれており、和解のような早い段階では考慮される要素には含めることは困難である。

D&O保険が他の保険と比べてモラルハザードが生じやすい保険であることからすると、会社自体に対する責任を填補する保険は、株主からの訴訟が担っていた不実開示の抑止機能を保険会社が代替しうる限りにおいて合理化される<sup>11</sup>。

D&O保険を不実開示抑止目的で利用するためには3つの点が問題となる。第一は、個別の会社のガバナンスの程度に応じた保険料に差を設けて、不実開示の抑止を図ることである。実務においては保険料決定の要因として財務リスクだけでなくガバナンスリスクも考慮されており、ガバナンスリスクに関しては保険会社による独自の精査がされている<sup>12</sup>。しかしながら、保険料自体が正確でない場合もありうるし<sup>13</sup>、仮に正確であるとしても保険料が企業全体のコストに比べて少額であり、ガバナンスの良い会社と悪い会社間のD&O費用にあまり差がないため、不実開示を抑止するようなガバナンスの改善につながらないと評価される<sup>14</sup>。もっとも、D&Oプレミアムが開示されていないためD&O保険価格設定で財務およびガバナンスリスクの相対的重要度を決定することは不可能である<sup>15</sup>。

第二に、会社のガバナンスを監視して改善を促すことである。保険契約にお

---

9 多くの会社が経営者に直接補償すると仮定すると、会社が支払不能であるかまたは経営者に補償しない（もしくは補償するのを禁じられる）ときに、Side Aは最も重要である。Tom Baker and Sean J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*, 95 *Georgetown L J* 1795, 1802-03 & n 25 (2007).

10 Towers Watson, *Directors and Officers Liability Survey: 2011 Summary of Results 12* (2011), at <http://www.towerswatson.com/assets/pdf/6532/Towers-Watson-Directors-and-Officers-Liability-2011-Survey.pdf>

11 井上・前掲（注6）338頁。そもそも保険契約には情報の非対称性に基づいて、逆選択やモラルハザードの問題が生ずるが、以下の議論ではこれらの分析も含まれている。Gerhard Wagner, *Tort Law and Liability Insurance*, in *Tort Law and Economics* 380 (Michael Faure ed., 2009).

12 Baker=Griffith, *supra* note 6 at 88-94. ガバナンスリスクの調査は調査項目など内部統制の発展から影響を受けている。

13 *Id.* at 98-101. 取締役会、会計士、アナリストなどを欺く経営者が保険会社を欺く可能性は高い。また、外部の市場環境も保険料決定に影響を及ぼすとされる。

14 *Id.* at 102.

15 *Id.* at 112. 実体上の事項が損失防止プログラムを正当化するために十分に重要かどうかは今のところはっきりしない。

いて保険事故が起こらないようにモニタリングするのは当然であり、D&O保険ではその対象が会社のガバナンスである。しかしながら、実際には保険会社によるモニタリングは行われていない。その理由としては、会社における経営者のエージェンシーコストであると説明されている。経営者は証券クラス・アクションの可能性についての保険会社の懸念によってガバナンスに関する裁量が制約されることを許容しない。保険会社によるモニタリングの欠如は、株主費用で経営者が地位を保全することをより容易かつ有利にするために購入する特権の結果である。経営者がこのような保険を購入できるのは経営判断原則によって保護されているからである<sup>16</sup>。他方、そもそもモニタリングの主体として保険会社よりも監査法人のほうが適しているのではないかとの指摘もある<sup>17</sup>。

第三に、保険会社の防御や和解への関与により、証券クラス・アクションの抑止機能を復活させることである。すなわち、保険会社は、実体のないケース和解を拒み、それらについて訴訟することができる。それにより、原告が和解価値を求めて請求を起こすのを思いとどまらせることができる。しかしながら、保険会社の和解プロセスにおける強力な影響力は実際には行使されていない。まず、保険会社が和解を拒否するとD&O保険金額を超える確定判決の責任を負う可能性もあるし、保険会社の和解拒否自体が訴訟の対象となる可能性もある。それゆえこれらの権限を行使することを控えて保険金支払いが事実上強制される<sup>18</sup>。次に、その基礎的価値に従って請求を和解する保険会社による試みは、請求の基礎的価値または実体上の事項を認識し主張する保険会社の能力によって制限され、和解において考慮される要素は請求の基礎的な価値または実体とは一致しない。前述のように大多数の事例において和解される時期は、「実際に」詐欺があったかを何者でも確信することができるよりもかなり前で

---

16 Id. at 116-127.

17 これに関連して財務諸表の正確さを保証する財務諸表保険 (Financial Statement Insurance) が議論されている。Lawrence A. Cunningham, Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability, 52 UCLA L. REV. 413 (2004); Joshua Ronen, Post-Enron Reform: Financial Statement Insurance and GAAP Re-visited, 8 STAN. J.L. BUS. & FIN. 39 (2002)。江頭・前掲 (注6) 273頁。ここで財務諸表保険について論ずる余裕はないが、学説上は有力であるにもかかわらず保険会社や監査法人に受け入れられていないため実現していない。

18 Baker = Griffith, supra note 6 at 129-141.

ある<sup>19</sup>。

また、不実開示の抑止は、担保範囲の抗弁（coverage defense）の紛争にも関連する。被告が不正行為をする可能性が最も高いとき（株主の請求が最も実体がありそうとき）、保険会社の担保範囲の抗弁が最も強いとすると、株主請求の支払を回避する保険会社の能力は会社違法行為に事後の抑止力を効果的に確立するからである。担保範囲の抗弁のうち主として問題となるのは故意免責と告知義務違反による保険契約の効力否定である。前者については大部分のD&O保険において、被保険者が故意に不正を行った場合には保険者免責条項が含まれている。しかしながら、この免責は確定判決が必要とされているため、和解が一般的な証券詐欺クラス・アクションにおいてはこの免責に期待することはできない<sup>20</sup>。また、この免責を徹底するとD&O保険の担保範囲はほとんどなくなり、保険商品としての存在意義が薄れるという事情もある。故意は会社違法性の水準に関係する重要な要素を占めているにもかかわらず、保険会社のコントロールが及んでいないということになる<sup>21</sup>。

告知義務違反については、D&O保険契約締結時に会社に対し直近の財務諸表の提出が求められることが多いが、財務諸表の虚偽記載が発見された場合にはそれが同時に保険者に対する告知義務違反を構成し、保険契約の効力が否定される可能性がある。保険契約者が保険契約締結時に虚偽記載を認識している場合には、株主からの請求と同様の基盤を有する<sup>22</sup>。しかしながら、ここでもその後の保険販売における営業上の悪影響に配慮してめったに告知義務違反の

---

19 保険会社の側も詐欺の事実について認識しながら保険金を支払っているわけではない。Donald C. Langevoort, Introduction: Commentaries on Ensuring Corporate Misconduct by Tom Baker and Sean J. Griffith, 38 Law & Soc. Inquiry 477-478 (2013)。したがって、保険会社が十分にその職務を果たしていないという批判はあたらない。

20 Baker=Griffith, supra note 6 at 187. 原告が有罪の被告の個人拠出分を主張するか、または、その被告が民事上の和解から除外されない限り、その被告についても和解の保険担保を受ける。

21 会社の主観的要件の検討として、王子田誠「金融商品取引法21条の2における発行者の主観的要件について」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編『現代商事法の諸問題—岸田雅雄先生古稀記念論文集』111頁（2016）。

22 契約の取り消しを認めた事例として、Federal Ins. Co. v. Homesore, Inc., 144 Fed. Appx. 641 (9th Cir. 2005)。



主張はされていない<sup>23</sup>。

学説はこのような状況について株主訴訟の抑止機能を低下させるかまたは破壊すると理解している。そして、D&O保険は会社被告から保険会社へ責任リスクを移動するが、このような状況においては責任リスクを変質させる<sup>24</sup>。

従来証券クラス・アクションは原告弁護士が虚偽記載を契機として会社インサイダーに挑むものにとらえられてきたが、この評価には保険会社および防御側弁護士の利潤動機が抜け落ちている。被告側弁護団は法的小競り合いおよび広範囲な証拠開示の間に担保額を溶かしてしまうまでに利用可能な自由な金銭を利用したくなる。保険制度は、保険会社という第三者の監視を通じて会社側の損失回避と会社のガバナンス改善のバランスを図ろうとするものであるが、和解と結びついて巧妙に制度の隙間を利用することによりこれらの目的が妨げられている。この結果を失敗したガバナンスの例とみてこのような事例への保険の適用そのものを懐疑的にみる見解もある<sup>25</sup>。もっとも、一般的にはこれに賛成する見解は少ない。保険会社は実際に詐欺があったことを認識しながら和解しているわけではないからである。しかしながら、保険自体は否定しないとしても少なくとも現状の抑止について解決策が必要と認識されている<sup>26</sup>。

証券クラス・アクションの抑止効果を復活させるために、前述の三つの観点に対応した改善策が提唱されている。第一に、保険プレミアム（D&O保険タイプ、保険料および保険金等）の年次報告書における強制的開示が提案されている。これによれば、保険プレミアムは会社のガバナンス品質に関する重要な情報をコード化するものであり、プレミアムをより多く払うほど会社の責任リスクはより大きくなる<sup>27</sup>。また、保険プレミアムの開示は、ガバナンス品質のための代用としてファンドマネージャー、アービトラジャーその他のプロの投

23 Baker=Griffith, supra note 6 at 196-197.

24 Id. at 200.

25 この見解によると、保険会社は実際の引受け・監視よりもむしろ安全性を錯覚させるような「想像リスク管理 (fantasy risk management)」に従事している。また、保険契約者の支配の見地から役員および取締役による無責任であるか不正な挙動はそもそも保険担保に含まれるかという問題も指摘する。Carol A. Heimer, Failed Governance: A Comment on Baker and Griffith's Ensuring Corporate Misconduct, 38 Law & Soc. Inquiry 480, 486, 491 (2013).

26 Langevoort, supra note 19 at 478.



資家の財務分析に組み入れられる。これらの者による分析は劣ったガバナンス慣行を有すると認められる会社の株価を割引するため、資本調達費用の増大を回避したい会社のガバナンス改良を促す<sup>28</sup>。

第二に、モラルハザードの重大なリスクが保険会社監視の不足および法人レベル適用範囲の利用可能性によって発生する点に関しては、D&O保険担保の会社保護局面に関する比例填補保険（coinsurance）も提案されている。これは会社保険契約者の自己負担を増やすために、経営者の行為を監視して、証券クラス・アクションの和解が請求の実体上の事項を反映するよう求めるインセンティブを増大させる。被告会社は責任リスクのより大きな分担を負担する結果、和解を争って、実体のない請求と戦って、和解に関する談合から原告および防御弁護士を妨げるより大きな役割が期待される。そして、会社には株主訴訟につながるおそれのある種類の行為を発見して、防止するためにより良い内部監視の構築が期待される<sup>29</sup>。

第三に、和解情報（和解および防御費用が保険によって資金を供給される構造および保険金額範囲を含む）の追加的開示により資本市場参加者に請求の実体上の事項の手がかりを示すことも推奨されている。和解における会社負担部分は詐欺免責などの担保範囲の抗弁にかかわる可能性があるからである。実体上の事項を市場参加者は被告の株式評価に組み入れ、将来の被告に実体のある請求を回避するためにガバナンス品質の改善を促すこととなる<sup>30</sup>。

しかしながら、保険および損失補償に関する州法の変更については実現していない。証券クラス・アクションが一大産業として弁護士や保険会社の利益追求のための制度になる一方、和解の結果は請求の実体を反映しておらず会社の役員・取締役などに対する抑止機能は不十分であるといえることができる。

ところで、ガバナンス品質の情報信号に注目することは、抑止体制の新たな

27 Baker=Griffith, supra note 6 at 203-204. 当該開示が現在必要である法域においては、D&Oプレミアムが、実際、コーポレートガバナンス品質の重大な予測手段であると認識されている。John Core, The Directors' and Officers' Insurance Premium: An Outside Assessment of the Quality of Corporate Governance, Journal of Law, Economics, and Organization 16 : 449-77 (2000).

28 Baker=Griffith, supra note 6 at 203-205.

29 Id. at 221-225.

30 Id. at 230-232.

アプローチとしても評価されている。すなわち、抑止体制で従来使われてきたインセンティブは、特定の状況で一定の法的義務に従うべきか否かに関して会社行為者をして意識的に熟慮させるかもしれないが、法令遵守に関する会社能力または確固たる意思を変えそうにない。信号は、規制体制のインセンティブギャップを緩和することができる<sup>31</sup>。このようなアプローチにより監督機関が法執行資源を不遵守の可能性が最も高い個人または会社に目を向けさせることもできる<sup>32</sup>。保険料・保険金額などは会社のガバナンス遵守能力を示すものであるし、役員・取締役から会社などの担保範囲は法令遵守能力に課する会社の信頼に関する情報を知らせるものといえる。

不実開示の抑止のための手段は株主からの訴訟だけではない。SEC法執行、刑事訴追、州当局による訴訟などの公的法執行制度は効果的に保険をつけられることができない潜在的に辛辣な制裁も存在する<sup>33</sup>。また、証券クラス・アクションの提起による市場からの評判面の制裁については訴訟継続中には一定の経営効率低下がみられるがそれは永続するものではないという調査もある<sup>34</sup>。

31 Jodi L. Short, *Competing Normative Frameworks and the Limits of Deterrence Theory: Comments on Baker and Griffith's Ensuring Corporate Misconduct*, 38 *Law & Soc. Inquiry* 493, 499 (2013). 抑止体制の一定の選択に応答する会社の挙動がコンプライアンスのための動機付けおよび能力に関する重要な情報を明らかにするとして、規制機関が法令遵守の意思および能力を有する会社とそうでない会社を区別するヒューリスティック分析は他分野でも行われている。Alex Raskolnikov, *Revealing Choices: Using Taxpayer Choice to Target Tax Enforcement*, 109 *Colum. L. Rev.* 689, (2009); Jodi L. Short & Michael W. Toffel, *Making Self-Regulation More than Merely Symbolic: The Critical Role of the Legal Environment*, 55 *Admin. Sci. Q.* 361 (2010).

32 Eric Hellend, *The Enforcement of Pollution Control Laws: Inspections, Violations, and Self-Reporting*, 80 *Rev. Econ. & Stat.* 141-153 (1998).

33 SECエンフォースメントアクションはSECの科した罰金の7.5倍のキャッシュフロー減少をもたらすとのも研究もある。Jonathan H. Karpoff, D. Scott Lee & Gerald S. Martin, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 581 (2008). もっとも、刑罰・行政罰の手続は不法行為責任と保険の組み合わせのような民事的安全装置よりも手間とコストがかかると考えられている。Wagner, *supra* note 11 at 383.

34 Lynn Bai, James D. Cox & Randall S. Thomas, *Lying and Getting Caught: An Empirical Study of the Effect of Securities Class Action Settlements on Targeted Firms*, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1877 (2010).

次に再び証券クラス・アクション制度自体の改革についての議論に戻って検討を加えることとする。

(c) 近時の改革提案

保険制度を前提とした不実開示抑止対策が実現しないため証券クラス・アクションの新たな改革に焦点が集まっている。ここではこれらの改革案をいくつか紹介するが、その前に重要な判例の動向を確認しておきたい。

近時、市場に対する詐欺原則に重大な影響を及ぼす可能性のある最高裁判例が示されている。代表的なものが2014年のHalliburton II事件である。最高裁は、被告に虚偽の声明が「価格衝撃」を有しなかったことを証明する（おそらくevent studiesによる）ことによってクラス証明段階で市場に対する詐欺推定に反論する強化された能力を与えると判示した<sup>35</sup>。Halliburton IIの意義としては、被告は事実審理段階でこの推定に反論することができたが、素人の陪審員は複雑な経済争点の知識をほとんど有しないため、事実審理段階に争点を遅延させることは、実際には被告に和解を強要することになっていた。すなわち、証券クラス・アクションの和解割合が高いのは、実体に対応しているからではなく、被告が事実審理に行く勇気がないからである。したがって、クラス証明段階で裁判官がスクリーニング役割を果たすことになれば、強要の見込みを減らすと評価されている<sup>36</sup>。もっとも、Halliburton IIは市場に対する詐欺を否定し、クラス証明を妨げるわけではない。その意味では被告にどれほど有利になるかを予測するには時期尚早である。

さらに、最近の動向としては、2014年にデラウェア州最高裁は、会社（役員または取締役）を訴えて敗訴した株主に弁護士費用その他の費用を負担させる付属定款を有効とした<sup>37</sup>。この片面的費用転換（one-way fee-shifting）条項は原告にみに適用され、原告請求額をかなり下回る場合であっても適用されるものであり、実質的に証券クラス・アクションの制限を企図したものであった。

35 See also *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013).

36 John C. Coffee Jr, *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future* 170-71 (2015).

37 *ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund*, 91 A. 3d 554 (Del. 2014).

この条項は、株主勝訴の可能性のある訴訟が抑制され、取締役の行動を規制するデラウェア州法の主要な執行メカニズムの機能不全をもたらすとして、2015年のデラウェア州会社法改正により禁止されている<sup>38</sup>。しかしながら、SECは態度を表明しておらず、Alibaba社にこの条項があることを同社のIPOにおいて開示要求しなかったため、論争は続いている<sup>39</sup>。このような状況は証券クラス・アクションに対する会社側の不満を表しており、新たな制限を模索していると評価することもできる。いずれにしても費用転換条項については今後の動きが注目される。

証券クラス・アクションの背景となる証券詐欺に関する法理に関して、抑止機能の観点から、役員・取締役の個人責任を中心に位置づける一方、会社責任を否定・制限する見解についてはすでに紹介した<sup>40</sup>。

これに加えて、会計士や投資銀行を含むゲートキーパーに対する幫助・教唆責任を立法上復活すべきとする見解もある<sup>41</sup>。証券諸法の教唆・幫助責任は1994年のCentral Bank事件最高裁で否定されているものであるが<sup>42</sup>、抑止の強化につながる。理論的側面からも、証券詐欺の幫助・教唆は刑事犯であるにもかかわらず<sup>43</sup>、犠牲者に告訴する権利を与えないのはバランスを欠くといえる。

38 Delaware General Corporation Law §109 (b).

39 Fee-Shifting Bylaws: Can They Apply in Federal Court?—The Case for Preemption” (Testimony of Professor John C. Coffee, Jr.), available at <http://ssrn.com/abstract=2508973>.

40 王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について (二)」駿河台法学25巻2号37頁 (2012)。カナダのオンタリオ州証券法は、流通市場の会社の不実開示責任として時価総額の5%または100万ドルの高額の方を上限とする。See Ontario Securities Act, R.S.O., 1990c, S.5, sec. 138. 7.

41 Coffeeはこの責任は法律上の上限 (例えば、直近3年間発行者の平均的年間収益、監査された正味財産または年末の時価総額のうちで最大値の10パーセントの基準) を設けるべきとする。See Testimony of John C. Coffee, Jr., before the Subcommittee on Crime and Drugs of the United States Senate Committee on the Judiciary, Sept. 17, 2009 (Hearings on S.1551: The Liability for Aiding and Abetting Securities Violations Act of 2009).

42 Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

43 See 18 U.S.C. §2. This statute dates back to 1909. See 35 Stat. 1152 (Act of Mar. 4, 1909). また、民事法分野でも不法行為の幫助・教唆責任は存在する。See Restatement (Second) of Torts, §876 (b) (1977).

この責任では株主間における補償の循環も起こらない。エンロンとワールドコムの証券クラス・アクションにおいては、二次的参加者の責任として主に投資銀行が約73億ドルおよび65億ドルを支払った事例もある<sup>44</sup>。会社責任の制限とゲートキーパー責任は賠償額を減らす一方で、抑止可能な者に訴訟の標的を移す効果を有している。

しかしながら、エンロンやワールドコムにおいて二次的参加者の責任を認めたスキームライアビリティの理論構成はStoneridgeの判断によって否定されている点は注意すべきである。スキームライアビリティ構成も教唆・帮助責任との類似性を含め理論的に再検討しなければならないであろう。

従来の議論では、会社役員・取締役による会社法・証券規制遵守の決定は完全に制裁の厳格さやその可能性に基づくものであるが、保険は制裁のこうした効果を弱めるものであるという見方を前提としていた。しかしながら、保険や和解の制度を改善したとしても、会社行為者の反応に対する強力かつ独立した影響を及ぼす株主価値最大化は経営者をして虚偽記載および隠蔽の方向に促すとみる見解もある<sup>45</sup>。すなわち、株主価値最大化のような定着した規範が挙動に動機づけをするときに、単純な抑止は挙動を変更するのに十分ではなく実際に逆効果かもしれない。規制者はこのような挙動を変えたい場合、挙動と関連した社会的意味を変更しなければならない<sup>46</sup>。こうした動機づけられた挙動の社会的意味を変更するための方法についての議論もなされている<sup>47</sup>。

株主価値最大化の基準が近時様々な観点から経営者の挙動に影響を与えてい

---

44 Coffee, *supra* note 36 at 169.

45 Short, *supra* note 31 at 505-506.

46 Lawrence Lessig, "The Regulation of Social Meaning," 62 *University of Chicago Law Review* 943 (1995); Cass R. Sunstein, *Social Norms and Social Roles*, 96 *Colum. L. Rev.* 903 (1996); Michael P. Vandenbergh, *From Smokestack to SUV: The Individual as Regulated Entity in the New Era of Environmental Law*, 57 *Vand. L. Rev.* 515 (2004).

47 Hope M. Babcock, *Responsible Environmental Behavior, Energy Conservation, and Compact Fluorescent Bulbs: You Can Lead a Horse to Water, But Can You Make It Drink?*, 37 *Hofstra L.J.* 943 (2009); Yuval Feldman, *The Complexity of Disentangling Intrinsic and Extrinsic Compliance Motivations: Theoretical and Empirical Insights from the Behavioral Analysis of Law*, 35 *Wash. U.J.L. & Pol'y* 11 (2011).

るが、これらの基準と「真実を開示せよ」という証券規制のルールが反する場合の相互の影響についてはあまり注目されてこなかった。しかしながら、短期株主価値の協調について警鐘を鳴らす見解も増えてきた<sup>48</sup>。

このような見方は不実開示の抑止に関する議論において欠落していた重要な視点を加えるものであり、注目すべき見解である。もっとも、株主価値最大化基準と「真実を開示せよ」という証券規制のルールとどのように適合させていくのかについては明確になっているとはいえない。

以上のような従来の制度の枠組みを維持した改革に加えて、最近では法執行全体の見地から証券クラス・アクションを再構成しようという見解もある。従来から公的法執行に関しては証券クラス・アクションと比較して回復額が小さいことが指摘されており<sup>49</sup>、著名な例で訴訟を差し控えた点についても批判されてきた<sup>50</sup>。公的法執行の内容としても、ほとんど重役が訴えられていない点や会社が訴えられる場合でも制裁が甘いとの批判もあった<sup>51</sup>。そこで、SECなどの公的執行官が大規模かつ複雑な訴訟を民間の法律事務所に委託するシステムが提案されている。この提案は、企業内弁護士と社外法律事務所のように、法執行機関が従来から有している法律関係のスタッフに反復的・形式的な訴訟を担わせる一方、大規模かつ複雑な訴訟については専門知識の観点から外部の法律事務所に委託する。これにより効率的な人的配置が可能となる。また、外部の法律事務所に訴訟委託する場合に成功報酬を採用すれば、費用やリスクを外部化することができるとする<sup>52</sup>。外部の弁護士事務所には規制の虜 (regula-

48 Leo E. Strine, Jr, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, 66 Bus. Law 1 (2010); William W. Bratton & Michael L. Wachter, The Case Against Shareholder Empowerment, 158 U. Pa. L. Rev. 653 (2010).

49 エンロン、ワールドコムなどの事例では証券クラス・アクションとSECの回復はおおよそ10:1である。Coffee, supra note 36 at 174-175.

50 リーマンブラザーズの事例では、何人もいかなる詐欺に関与しなかったという結論は、詐欺が2008の危機の中心にあったという金融危機調査委員会の結論に矛盾する。See Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Commission, available at <http://www.fcic-static.law.stanford.edu/cdn-media/fcic-report-conclusions.pdf>.

51 Jed S. Rakoff, The Financial Crisis: Why Have No High-Level Executives Been Prosecuted?, New York Rev. of Books, Jan. 9, 2014.

tory capture) といった問題もない。ただし、民間司法長官による背信行為・馴れ合いを防止するために、公的執行官からの事後的監視が必要である。和解に公的執行官が法廷助言者 (amicus curiae) として参加することにより、裁判官と共に監視の役割を果たすことが期待されている<sup>53</sup>。連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation) や連邦住宅金融局 (Federal Housing Finance Agency) は金融機関に対する訴訟のために民間弁護士の利用を行った例があり、同様の例も最近拡大している<sup>54</sup>。

この提案は民間司法長官の起業家的熱意を公的法執行のために利用することで抑止強化を図ろうとするものであり、非常に興味深い。ここでは詳細について論じる余裕はないが、いくつかの問題点を指摘しておきたい<sup>55</sup>。公的執行官が外部法律事務所に委ねる訴訟の基準について明確ではない。現在の証券クラス・アクションの原告代理人とは異なるとすれば訴訟規模ではなく質的な基準が考えられるが、難しい問題である。SECの法執行権限との関係はどうなるのかという疑問もある<sup>56</sup>。さらに、公的機関の事後的監視についても、監視を強

52 Coffee, supra note 36 at 180-182.

53 Id. at 223-224. さらに、公的機関への責任という構成になると、教唆・幫助者に対する免責は与えられないし、会社による損失補償も与えられないという意味では、抑止機能が復活するという実益がある。

54 連邦預金保険公社は民間弁護士を利用して勝訴した。Karen Weise, The FDIC Claims an IndyMac Victory, Bloomberg Businessweek, Dec. 10, 2012. 他方、SECは同一事例においてわずかな和解金を得ただけであった。Cornerstone Research, Characteristics of FDIC Lawsuits against Directors and Officers of Failed Financial Institutions (Sept. 2013), at Report Summary and I, available at <https://www.cornerstone.com/getattachment/a6315fce-2429-43fd-a0bb-aedd86f72e71/Characteristics-nsbsp;of-FDIC-Lawsuits-against-Dire.aspx>. また、連邦住宅抵当公庫および連邦住宅金融抵当公庫のための管理者としての役割において、連邦住宅金融局は約18の主要な金融機関を告訴した。その際、これら金融機関が連邦国民抵当協会および連邦住宅金融抵当公社に有毒のモーゲージ担保証券を組み込んで、販売したと主張した。See Press Release: FHFA Announces \$5.1 Billion in Settlements with JPMorgan (Oct. 25, 2013), available at <http://www.fhfa.gov/webfiles/25649/FHFAJPMorganSettlementAgreement.pdf>.

55 近時、公的訴訟の民営化について様々な分野で議論されている。Margaret H. Lemos, Privatizing Public Litigation, 104 GEO. L.J. 515 (2016). 費用や訴訟の変質の問題の検討が必要であり、従来の政府訴訟との関係も重要である。



めすぎると外部法律事務所の訴訟追行を阻害するおそれもある。

#### 四 むすびにかえて

従来アメリカにおいて証券詐欺クラス・アクションをめぐる議論は実体のない訴訟に対する対応策が中心であった。その具体的な対策として立法としては1995年私的証券訴訟改革法があり、Halliburton IIなどの最高裁判例も同様の趣旨として理解することが可能である。さらに、実務からは仲裁という証券詐欺クラス・アクションを排除する代替策も提案されたが、現状では採用されていない。このように紛争解決制度の観点から証券詐欺クラス・アクションを総合的に評価する場合、クラス範囲や訴訟費用などの訴訟手続に関連する問題や他分野のクラス・アクションとの関係なども検討すべきであろう。

他方、証券詐欺に限定するとクラス・アクションの目的については、補償目的よりも抑止目的であると理解されている。抑止主体として会社、役員・取締役の位置づけに関しては様々な理論構成が唱えられており、これに対応して責任のあり方も活発に議論されている。本稿で検討した保険制度もそれにより抑止機能の向上が期待されているが、現実には被告会社・被告代理人と保険会社側が保険金額の範囲内では実体と関係なく和解が促進される事情が明らかになってきた。そこで、実体を結論に反映させるために保険プレミアムや和解情報の開示などの改善策が提案されている。しかしながら、これらの改善策は未だに実現しておらず、不十分な抑止体制が続いているといえる。結局、証券クラス・アクションは原告側・被告側の弁護士、会社、役員・取締役、保険会社の利害が一致している限り強固な一大産業となっており、現状を改革することは容易ではないかもしれない。

このような状況の下で片面的費用転換規定によって新たに証券クラス・アクションの制限を模索するような動きがあることは、現状の証券クラス・アクションに対する実務からの新たな対抗策とみることもできる。学説においては監査法人等のゲートキーパーの補助・教唆責任の復活や公的法執行の民間法律

事務所への外部委託などの提案も議論されている。これらの提案は証券詐欺に関する企業責任や個人責任とは別の制度として不実開示の抑止を再構成する見解とみることもできよう。これらを契機として民事責任に過度に依存すシステムではなく、刑事責任・行政罰といったエンフォースメント制度全体を総合的に検討する余地もあろう。近時不実開示の抑止に関連して経営者の動機づけなども議論されている点も注目に値する。

わが国では、2013年に「消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律」（消費者裁判手続特例法）が成立し、2016年10月1日に施行された<sup>57</sup>。この法律は特定適格消費者団体を原告として相当多数の消費者に生じた財産的被害を集団的に回復する手続を定めている。しかしながら、金融商品取引法の請求権はこの法律の対象となっていない<sup>58</sup>。したがって、証券分野ではクラス・アクションに関連した訴訟制度がそのまま参考にはならず、当面クラス・アクションとは別の領域として展開することが想定される。そして、証券クラス・アクションがそれにかかわる弁護士や保険会社の利益追求のための制度となっているアメリカの事情と比べてわが国の方が証券詐欺に関する法理を発展させる余地もあろう。もっとも、民事責任制度を活用するためには会社の主観的要件などの問題も残されている。こうした点は今後の課題であるが、公的法執行との関係や監査法人の役割などを含め抑止機能の観点から検討すべきであろう。

D&O保険との関係では現在わが国で民事責任に関連した制度として会社損害を填補する保険商品がどの程度普及しているかは必ずしも明確ではない。このタイプの保険も今後ある程度浸透するということであれば、和解の場面も含め請求の実体を結果に反映させて保険の抑止効果を損なわないようにすることが重要であろう。

---

57 消費者庁のウェブサイト (<http://www.caa.go.jp/planning/index14.html>) に掲載されている。

58 消費者庁消費者制度課「消費者裁判手続特例法Q&A」（平成26年4月）8頁。消費者庁のウェブサイト (<http://www.caa.go.jp/planning/pdf/qa-all.pdf>) に掲載されている。