

流通市場における会社の不実開示責任について (一)

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
(以上本号)
- 三 会社責任改革提案
- 四 むすびにかえて

一 はじめに

流通市場においては公正な価格形成を確保するために有価証券の価値に関する真実の情報が迅速に開示されなければならない。金融商品取引法（以下金商法とする）は開示情報の真実性を図るために各種の制度を設けている。こうした制度としては虚偽の情報開示がなされた場合にそれを是正する行政手続や刑事・民事責任および課徴金制度が中心である。最近の改正では平成16年改正により不実開示に基づく発行者の民事責任規定が設けられ¹、平成17年改正により継続開示における虚偽記載に課徴金が拡大された²。その後、西武鉄道事件

1 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「市場監視機能強化のための証券取引法改正の解説―課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し―」商事1705号44頁（2004年）。

2 吉田尚弘「継続開示義務違反に対する課徴金制度の概要―証券取引法の一部改正に係る衆議院修正―」JICPAジャーナル17巻9号（602号）39頁（2005年）。

やライブドア事件など一般投資家が発行者に対して不実開示に基づく民事責任を追及する事例も増加している³。これは発行者の民事責任が無過失責任とされかつ損害額の推定が設けられたことが契機とされる。これに関連して流通市場における不実開示に基づく損害についても活発な議論がなされている⁴。

しかしながら、わが国においては流通市場における発行者の不実開示に基づく民事責任の目的やその構造、責任主体として発行者はどのように位置づけるべきか、他の責任主体との関係等についてはこれまであまり議論がされてこなかった。本稿はこれらの問題に関してアメリカの議論を参考にして検討するものである。アメリカでは証券詐欺クラス・アクションを通じて発行者の民事責任を追及してきた実績があるが、実証研究を踏まえて近時発行者の民事責任についてさまざまな改革案が提示されている。これらの改革案は流通市場における民事責任制度の今後のあり方を考える上でも重要な問題と思われる。また、アメリカの議論は濫用的和解防止のような集合訴訟における問題を考える際にも参考になろう⁵。論述の順序としては、第二章ではアメリカにおいて発行者の民事責任制度がその目的との関係でどのように機能しているのか実証研究を踏まえて検討する。第三章では発行者の民事責任に関する改革の方向性について、近時のアメリカの議論を検討する。そして第四章ではこれらの議論を踏まえわが国の民事責任制度の改革について考えてみたい。

なお、本稿は会社が継続する場合の財務情報に関する金商法の民事責任を議

3 株主代表訴訟に従事していた弁護士も発行会社に対する民事責任追及による個人株主の権利擁護に軸足を移しつつあると報道されている。日本経済新聞2010年6月15日大阪版朝刊16面。

4 代表的な文献として黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討(上)(中)(下)」商事1838号5頁、1839号20頁、1840号29頁(2008年)。神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時62巻3号619頁(2010年)。また、王子田誠「判批」龍谷法学43巻2号366頁(2010年)。

5 ここでは集合訴訟を正面から検討することは避けるが、集合訴訟に関する議論については消費者庁「集団的消費者被害救済制度研究会」報告書2010年9月参照。
<http://www.caa.go.jp/planning/pdf/100914body.pdf>。落合誠一＝上原敏夫＝武井一浩＝坂田礼司＝石井輝久＝矢嶋雅子「動き出す消費者クラス・アクション制度—日本経済へのインパクト—(上)(下)」ビジネス法務11巻1号50頁、11巻2号58頁(2011年)。

論の対象とする⁶。倒産時における不実開示に基づく会社の民事責任のような問題はここでは取り扱わないこととする⁷。

二 証券詐欺クラス・アクションの現状

1. 制度改革の流れ

アメリカにおいては流通市場で不実の開示がなされた場合に発行会社の責任は証券詐欺クラス・アクションを通じて追及されている。本章ではまずこうした証券詐欺クラス・アクションの制度的展開を検討し、多くの訴訟が和解に至っている現状を紹介する。次に、発行会社の責任を追及する証券詐欺クラス・アクションの目的とされてきた補償と抑止が達成されているかを検証する。そして最後に、証券詐欺クラス・アクションに関連したD & O保険 (Directors' and Officers' insurance) の現状についても言及する。

証券詐欺のケースにおいて投資家の救済は1934年証券取引所法（以下取引所法とする）18条(a)項ではなく、立証要件や訴訟費用の点で原告に有利な取引所法10条(b)項に基づき連邦証券取引委員会（以下SECとする）が制定した規則10b—5（以下規則10b—5とする）によってなされてきた⁸。ここでは詳細な沿革は省略するが、注意しなければならないのは、当初規則10b—5による私的執行とSECによる執行は目的も手段も住み分けがなされていたことである。すなわち、規則10b—5による私的執行は不実表示 (misrepresentation) および欺瞞 (deceit) に関するコモンローに基礎を置き、詐取された投資家に損失を補償する矯正司法 (corrective justice) 理想を前提としていた⁹。救済として

6 本稿と同様に発行会社の損害賠償責任の目的を論ずるものとして加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究11巻303頁以下（2011年）。

7 こうした問題については、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法(上)(下)」ジュリスト1357号108頁、1358号63頁（2008年）。和田宗久「判批」金判1328号14頁（2009年）。

8 黒沼悦郎「アメリカ証券取引法〔第2版〕」114頁（2004年）。

9 Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946)。規則10b—5が利用された初期のケースは不実表示または欺瞞というコモンロー上の不法行為として訴えることも可能であったといわれている。

も不法行為 (tort) 救済の見地から損害はしばしば現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure) で算出されていた¹⁰。他方、SECによる執行は主として詐欺防止目的でなされるが、抑止機能を果たするためにさまざまな救済措置が設けられていた¹¹。

こうした私的執行とSECによる執行の住み分けは現代のクラス・アクション装置の出現 (1966年)¹²と市場における詐欺 (Fraud on the Market) 理論 (1988年)¹³によって不鮮明になった。すなわち、コモンロー詐欺ケースにおいて原告は不実開示を認識し、それに依存したということを証明しなければならないが、市場における詐欺理論によればこうした信頼要件は原告が効率的市場で株式を購入する限り不要とされる。したがって、市場に対する詐欺により急激に拡大した原告がクラス・アクションにより救済を求めるようになった。規則10b—5 ケースは、詐欺で自ら利益を得なかった資力のある (deep-pocketed) 会社被告に対して、大部分のクラス・メンバーが決して読まない開示書類における不実表示または省略に基づいて、何千もの投資家に代わって提起されるクラ

10 Robert F. Serio, Mark Holton & Aric H. Wu, Basic Claims Under the Federal Securities Laws, in *Securities Litigation: A Practitioner's Guide* §§ 2:1, 2:2.2 [A] [4] (Jonathan C. Dickey ed., 2006).

11 現行法ではこれらの救済措置には民事制裁金、役員および取締役からの排除、差止救済、排除命令、不正利得の吐き出しならびに開示訂正およびコーポレートガバナンス変更を求める命令などが含まれる。See Vincent J. Badolato, Dennis J. Lawson & Carolyn M. Welshhans, SEC Proceedings—An Overview, in *Securities Law Techniques* §§ 87, 87.06–87.07 (A.A. Sommer, Jr. ed., 2006); James D. Cox & Randall S. Thomas, SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry, 53 *Duke L.J.* 737, 746–48 (2003); John H. Sturc & Jonathan C. Dickey, SEC Investigations and Enforcement Actions, in *Securities Litigation: A Practitioner's Guide*, §§ 15:3.2–15:3.3 (Jonathan C. Dickey ed., 2006).; see also *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*, Pub. L. No. 101–429, 104 Stat. 931.

12 See Fed. R. Civ. P. 23 advisory committee's notes to 1966 amendments.

13 See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 241–47 (1988).

ス・アクションになった¹⁴。この種のケースは不実表示または欺瞞というコモ
ンロー上の不法行為とかけ離れているともいわれる¹⁵。

こうした状況の下で、原告の代理人が性急な和解および多額の弁護士費用を
求めるあまりに多くの実体のない (unmeritorious) 証券詐欺クラス・アクショ
ン訴訟をもたらしたと産業界や多くの学説は非難した¹⁶。産業界は、議会に信
頼の市場における詐欺推定を除去するよう主張した¹⁷。議会は1995年に私的証
券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) を制定した
が¹⁸、同法は市場における詐欺推定を除去せず、様々な手続的手段等を通じて
取るに足りない (frivolous) 訴訟を取り除こうとした。代表的な手段としては、
サイエンター訴答、デイスカバリーの停止および指導的原告などが挙げられ
る¹⁹。すなわち、議会は証券詐欺クラス・アクションを除去せず、是正するほ
うを選択して、米国資本市場の誠実性 (integrity) に対する重要性を確認した²⁰。
1995年私的証券訴訟改革法の基礎となったのは、クラス・メンバーとクラス弁
護士間の誘因の不整合が私的司法長官 (private attorneys general) の約束と
実績の間の乖離原因であるとし、改革の基本的な目標がエージェンシー・コス

14 裁判所は、経営者が権限の範囲内でかつ少なくとも部分的には会社に利益を与え
る意図で詐欺的に表示するかまたは行動する場合、会社は連帯責任があるとおも
ね考えてきた。Donald C. Langevoort, On Leaving Corporate Executives “Naked,
Homeless and Without Wheels”: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the
Debate over Entity Versus Individual Liability, 42 Wake Forest L. Rev. 627, 631
(2007). 最近では前ワールドコム取締役11名が2,020万ドルを支払うことに同意した
ように例外もないわけではないE.g., Shawn Young, Ex-WorldCom Directors
Reach Pact, Wall St. J., Mar. 21, 2005, at A6.

15 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 744-45 (1975).

16 Janet Cooper Alexander, Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Se-
curities Class Actions, 43 Stan. L. Rev. 497 (1991).

17 See Joel Seligman, The Transformation of Wall Street 664-65 (3d ed. 2003).

18 Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

19 See Donna M. Nagy, Richard W. Painter & Margaret V. Sachs, Securities Litiga-
tion and Enforcement Cases and Materials 9-10 (2d ed. 2008).

20 H.R. Rep. No. 104-369, at 31 (1995), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N. 730730.

トの削減であるとする考え方であった²¹。裁判所も数十年間にわたり実体法を変えて、証券詐欺クラス・アクション「濫用」に対する懸念に基づき執行の持続的障害を設けるといった議会と同様の対応を示していた²²。その例としては第一に証券の非購入者および非売却者に規則10b—5の当事者適格を否定するBlue Chip Stamps判決が挙げられる²³。第二に、取引所法10条(b)項が幫助・教唆責任を認めないと判示するCentral Bank判決も同趣旨であるとされている²⁴。

しかしながら、学説には、これらの改革が実体のないケース（特に単なる株価下落に基づくケース）を早期に除去しうる一方、実体のある訴訟も減らすかもしれないと警告するものも見られる²⁵。エンロン、ワールドコム、その他を含む2000年代前半の破局的な企業倒産の原因の一つとして少なくとも私的証券訴訟改革法を挙げる見解もあった²⁶。また、Central Bank判決についても私的証券訴訟改革法と同様に最近10年間前半の企業倒産の洪水の一因となったとの批判もある²⁷。

21 See John C. Coffee, Jr., Understanding the Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions, 86 Colum. L. Rev. 669, 726 (1986) [hereinafter Coffee, Plaintiff's Attorney].

22 See John C. Coffee, Jr., Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working, 42 Md. L. Rev. 215, 228 (1983) [hereinafter Coffee, Rescuing].

23 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, Inc., 421 U.S. 723, 740 (1975).

24 Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 188–90 (1994).

25 See, e.g., Donald C. Langevoort, Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 Ariz. L. Rev. 639, 640–41 (1996); A.C. Pritchard, Markets As Monitors: A Proposal to Replace Securities Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers, 85 Va. L. Rev. 925, 961–62 (1999).

26 See John C. Coffee, Jr., Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, 84 B.U. L. Rev. 301, 318–20 (2004) [hereinafter Coffee, Gatekeeper Failure]; Michael A. Perino, Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?, 2003 U. Ill. L. Rev. 913, 914, 935–36; see also Hillary A. Sale, Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard on '33 and '34 Act Claims, 76 Wash. U. L.Q. 537, 564 (1998).

27 See Coffee, Gatekeeper Failure, *supra* note 26, at 318–20.

これに対し、証券詐欺クラス・アクションに反対する産業界の運動は、私的証券訴訟改革法の制定以来軽減しなかった。産業界は、証券クラス・アクションが米国経済の健康に対する深刻な脅威を提起するという私的証券訴訟改革法以前の警告を繰り返すとともに、濫用的クラス・アクションの文化が数十億ドルも原告弁護士産業によって操縦されると私的証券訴訟改革法以前と同様の主張をする²⁸。さらに、産業界は私的証券訴訟の普及が米企業を競争上の非優位性をもたらし、外国ビジネスが米国証券市場に参入するのを阻止すると主張する²⁹。産業界の見解によると、SECおよび他の規制当局は、証券法の執行権限だけでなく、投資家の補償を回収する権限を有するから、私的訴訟は不要であるとする³⁰。

2. 証券詐欺クラス・アクションの補償目的

規則10b—5による私的執行は出発点としては不法行為的な投資家の損失補償を目的としていた。発行市場で不実の開示がなされた場合には投資家の損失と発行会社の利益が対応関係にあるため不法行為的な原状回復に向けられた損

28 See, e.g., U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, Securities Class Action Litigation, at i (2008).

29 See id.; U.S. Chamber of Commerce, Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century: Report and Recommendations 28–31 (2007); Michael R. Bloomberg, City of New York, and Charles E. Schumer, U.S. Senate, Sustaining New York’s and the U.S. Global Financial Services Leadership 73–77 (Jan. 23, 2007); Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report 72, 74–84 (Nov. 30, 2006).

30 See U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *supra* note 28, at iii. 投資家の補償を回収する権限を有するのはサーベンス＝オクスリー法308条の公正基金を念頭においている。公正基金に対しても産業界からは批判がある。See Barbara Black, Should the SEC Be A Collection Agency for Defrauded Investors?, 63 Bus. Law. 317, 325–27, 337–39 (2008). なお、このような産業界の見解を10b–5訴訟における責任の範囲を制限する理由として取り入れる判例もあるStoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific–Atlanta, Inc. 128 S. Ct. 761, 772–73 (2008).

失補償の目的は合理的といえる³¹。他方、流通市場で不実開示がなされた場合、取引そのものからは発行会社は直接的な利益を受けていない（もっとも発行会社は不実開示により間接的な利益を得ることも多い）³²。このような見方からは責任の最終的な負担者が発行会社であることは問題となろう。

証券詐欺クラス・アクションにおいて補償目的はどの程度達成されているであろうか。証券詐欺クラス・アクションが提起された場合、対象会社は和解するかまたは応訴するか決定しなければならないが、応訴した場合経営者が数年間訴訟に注意をそらされ、敗訴するとかなりの賠償額となるおそれもある。それゆえ証券詐欺クラス・アクション和解は近年増加し、2007年の和解総額は1998年の総額のほぼ15倍となった。この間約518億ドルの和解金が支払われた（2006年は176億ドル）。しかも2007年の平均和解額（10億ドル以上の和解を除く）は、2006年からほぼ43%増加した³³。その後2008年の和解総額は前年の半分であり、和解件数も2007年の110件から99件に減少したが、これはサブプライムローン問題により訴訟ケースが一時的に増えたからと評価されている³⁴。2010年において和解件数は2009年より15%減少したが、和解総額の中央値は1,130万ドルであり、平均値は3,630万ドルであった。中央値は毎年上昇し初めて1,000万ドルを超えたが、平均値は1億ドルを超えるメガ和解が減少したことによりわずかに減少した³⁵。

31 この発想は不実開示が発行市場のみでなされた場合（IPO等）には妥当するかもしれない。もっとも、流通市場をすでに有する場合には不実開示は発行市場と流通市場に影響を与えており、いずれの市場で取引したかによって投資家の取扱いが異なることには疑問の余地がないわけではない。

32 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 641 (1985).

33 U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *supra* note 28, at ii.

34 数年前まで多かったストックオプション・バックデートのようなケースは最近では減少している。Stephen Taub & Roy Harris, *Class-action Values Plunging, but Not for Long*, CFO. com, Mar. 11, 2009, available at <http://www.cfo.com/printable/article.cfm/13277439>.

35 See Laura E. Simmons & Ellen M. Ryan, *Cornerstone Research, Securities Class Action Settlements 2010 Review and Analysis*, at 2 (2011), available at http://www.cornerstone.com/files/News/029b31a7-ff84-4000-b1ff-d177014ced27/Presentation/NewsAttachment/fd13e1e4-5564-4d46-86a3-882f232147a9/Cornerstone_Research_Settlements_2010_Analysis.pdf.

和解により原告投資家が受け取る金銭は損失との割合では1991年から2004年までは最高でも7.2%であり、2002年以降では2%～3%にとどまった。この割合は2007年には2.4%であった³⁶。注意すべきはこれらの低い割合は、総費用の控除前の数字である。その費用には、原告弁護士費用および経費、被告弁護士費用および経費、D & O保険プレミアムならびに混乱、汚名および悪評の可能性のある費用が含まれる。これらの費用の合計金額は、総損害賠償額を越えることもあり、そのすべては株主の負担となる³⁷。少なくとも1990年代中に、証券詐欺クラス・アクションの原告代理人は、平均して損害賠償額の32%に相当する金銭を受け取った³⁸。2007年までの10年間だけでも170億ドルが弁護士に支払われた³⁹。また、証券訴訟の防御費用もしばしば和解の25%～35%の範囲であって、和解の50%または100%にも達することもあるとの調査もある⁴⁰。証券訴訟防御費用が高水準である主要な理由は、D & O保険であるといわれる。D & O保険では防御費用が合理的であるかぎり、保険証書の制限まで保険契約者の防御費用が支払われる。それゆえ、責任保険と異なり、D & O保険会社は、防御費用をおさえる少しの能力しか有しない⁴¹。証券詐欺クラス・アクションの和解は投資家にわずかな収益しかもたらさないのだからこうした高いコストに値しないと評価されている⁴²。

36 See Elaine Buckberg et al., NERA Econ. Consulting, Recent Trends in Shareholder Class Action Litigation: Are WorldCom and Enron the New Standard? 6 (2005), available at http://www.nera.com/Publication.asp?p_ID=2544; see also U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *supra* note 28, at ii.

37 John C. Coffee, Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1545-46 (2006) [hereinafter Coffee, Reforming Securities Class Action].

38 See Denise N. Martin et al., Recent Trends IV: What Explains Filings and Settlements in Shareholder Class Actions, 5 Stan. J.L. Bus. & Fin. 121, 141 (1999). もっとも指導的原告の制度によりこの割合は低下傾向にあるといわれる。

39 U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *supra* note 28, at ii.

40 See Tom Baker & Sean J. Griffith, The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer, 95 Geo. L.J. 1795 (2008).

41 *Id.*

42 See Barbara Black, Eliminating Securities Fraud Class Actions under the Radar, 2009 Colum. Bus. L. Rev. 802, 812.

ところで、証明可能な損失を有する大多数の機関投資家が証券クラス・アクションで請求を提出しなかった点は注意を要する⁴³。少なくとも、これは証券クラス・アクションの補償役割に対する多くの投資家の無関心を示すものといえる。

発行会社の責任と補償目的との関係については利益の循環 (Circularity) 仮説が近時有力である。利益の循環仮説とは株主間での単純な財産移転を出発点とする。証券詐欺クラス・アクションは発行会社の責任を前提とすると、クラス期間の株主とそれ以外の株主間での財産移転の結果となるというものである⁴⁴。この論者はクラス期間以外の株主を罪のない (innocent) 株主とみるため、このような株主に最終的責任を負わせるのは不合理であるとする。また、証券詐欺クラス・アクションにおいて活発な取引をする投資家は原告クラスに属する可能性もあれば、訴訟のコストを負担するそれ以外の株主クラスに属する可能性もある。両方のクラスに属する場合証券訴訟の高い取引コストを支払って自身で財産移転をしていることになる⁴⁵。さらに、活発な分散投資を前提にすると、原告クラスになる確率と訴訟のコストを負担する株主クラスになる確率は同程度であるということができる (ネットィング効果)。ここでも投資全体からみると自身で財産移転をしていることになる⁴⁶。このようなケースは分散投資により不実開示に対する保険がかけられているとする⁴⁷。そうすると、分散投資という保険に加えて発行会社の責任はこれらの投資家に過度に補

43 See James D. Cox & Randall S. Thomas, Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements, 58 Stan. L. Rev. 411, 413 (2005); see also James D. Cox & Randall S. Thomas, Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?, 80 Wash. U. L.Q. 855, 879 (2002). 比較的小さい賠償に無関心な機関投資家が毎年10億5,000万ドルも剥奪されているとされる。See A.C. Pritchard, Who Cares?, 80 Wash. U. L.Q. 883, 883-84 (2002).

44 Coffee, Reforming Securities Class Action, *supra* note 37, at 1557.

45 *Id.* at 1558.

46 *Id.*

47 Richard A. Booth, Who Should Recover What in a Securities Fraud Class Action? 6 (University of Md. Legal Studies, Research Paper No. 2005-32, 2005), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683197.

償を与えることになる可能性がある⁴⁸。

利益の循環仮説によると、クラス期間の株主とそれ以外の株主間での財産移転の場合には罪のない株主に責任を負わせることになって妥当でない。クラス期間の株主とそれ以外の株主が同一人である場合には請求が無意味で高いコストがかかる。活発な分散投資を前提にすると投資全体で原告クラスになる確率と訴訟のコストを負担する株主クラスになる確率は同程度であり、自身で財産移転をしている。このように分散投資は保険機能を果たしているため、原告クラス投資家に過度に補償を与えることとなる⁴⁹。結局いずれの場合も補償目的は達成されていないとするものであり、発行会社の責任の否定（少なくとも削減）の論拠とする。こうした発行会社の責任否定・削減論の内容については次章で検討する。

もっとも、近時は利益の循環仮説についての疑問もいくつか示されている。第一に、利益の循環仮説の論者も認めるように分散投資が投資全体に占める割合は半分にすぎない⁵⁰。利益の循環仮説が分散していない投資家はいかなる損害賠償も得るべきではないと考えているとすれば問題である⁵¹。この批判については次のような分析もある。分散投資を行っていない場合においては、非分散小口投資家（従業員、退職者等）は証券詐欺クラス・アクションから金銭的

48 Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report 80 (Nov. 2006), available at http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf; Anjan Thakor, The Unintended Consequences of Securities Litigation 10-11 (Oct. 2005); Anjan Thakor et al., U.S. Chamber Institute for Legal Reform, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation 12-18. (Oct. 2005).

49 Letter from Donald C. Langevoort et al. to the Honorable Christopher Cox, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission (Aug. 2, 2007), available at <http://www.the10b-5daily.com/archives/Chairman%20Cox%20SEC%20Letter.pdf> (signed by Professors Donald Langevoort, James D. Cox, Jill Fisch, Michael A. Perino, Adam C. Pritchard, and Hilary A. Sale).この書簡は高額な弁護士費用と現行システムの抑止機能不全も指摘する。また、小口投資家の損害が小さい（100ドル程度）であることを指摘する見解もある。Langevoort, *supra* note 25, at 647-648.

50 Anjan V. Thakor, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation 11 (2005), available at <http://www.instituteforlegalreform.com/issues/docload.cfm?docId=855>.

51 Thomas A. Dubbs, A Scotch Verdict on “Circularity” and Other Issues, 2009 Wis. L. Rev. 455, 458.

利益を受け取る側ではなく、訴訟のコストを負担する残余の株主クラスに属する可能性が高い⁵²。これらの長期保有投資家 (buy and hold investor) は、委託手数料、投資情報、監視能力の点で大口投資家より不利なため、積極的に取引しないからである⁵³。その結果、発行会社の責任は長期保有投資家から分散していない頻繁に取引するトレーダー (in and out trader) (例えばヘッジファンド) に移転させるように見える⁵⁴。このような財産移転の結果となるため発行会社の責任は望ましくないとする説明である⁵⁵。ただし、頻繁に取引するトレーダーは一般投資家より情報分析コストを多く負担しているのでこのような財産移転は正当であるとする見解もある⁵⁶。

第二に、活発な取引は全ての機関投資家に当てはまらないという批判である。利益の循環仮説は積極取引投資家の回転率 (turnover rate) はある程度一定でなければならないことを前提とするが、機関投資家の中でも回転率が大幅に変化するというデータがある。例えば2004年に、すべての株式投資信託のほぼ半分は、60%未満の回転率であった。そのような資金のほぼ4分の3は、その年117%の平均以下の回転率であった⁵⁷。また、インデックスファンドは仮定された「ネットティング」効果を作り出すほど十分な回数取引するかどうか不明らかではない⁵⁸。

第三に、利益の循環仮説の実証研究として証券クラス・アクションに敵対す

52 Coffee, Reforming Securities Class Action, *supra* note 37, at 1559–60.

53 See, e.g., John Finnerty & George Pushner, An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions, 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 213, 230–32 (2003); Michael Barclay & Frank C. Torchio, A Comparison of Trading Models Used for Calculating Aggregate Damages in Securities Litigation, *Law & Contemp. Probs.*, Spring/Summer 2001, at 105, 117–18.

54 Coffee, Reforming Securities Class Action, *supra* note 37, at 1560.

55 *Id.* at 1560–61.

56 Jill E. Fisch, Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation, 2009 *Wis. L. Rev.* 333, 347–48.

57 Brian Reid & Kimberlee Millar, Mutual Funds and Portfolio Turnover 2 (2004), available at http://www.ici.org/statements/res/rc_v1n2.pdf.

58 S & P500のインデックスファンドの回転率は約5%であった。Robert B. Wolf, Total Return Trusts: Meeting Human Needs and Investment Goals Through Modern Trust Design, in *Sophisticated Estate Planning Techniques* 343, 408 (2002).

る米国商工会議所が後援する調査が表面上無批判に容認されていることも問題である⁵⁹。実際に分散投資を行った多数の機関投資家も過去10年間に証券詐欺から重大な純損失を被るとする正反対の実証研究もある⁶⁰。

さらに、利益の循環仮説が前提とする現代のファイナンス理論自体に批判がある点も注目すべきである。ファイナンス理論は主に株主を発行会社から切り離し、株主保護の主要な様式として分散化に依存するようになった⁶¹。これと同時に、ポートフォリオ理論は、株主が発行会社について無関心であるだけでなく、そうすることが効率的であるとする⁶²。このような現代のファイナンス理論に基づく株主と発行会社の関係は再構成されなければならないとして、株主責任強化の必要性を主張する見解もある⁶³。

3. 証券詐欺クラス・アクションの抑止目的

前節のように規則10b—5による私的執行の補償目的の説得力は低下したが、他方抑止目的は強調されるようになった。こうした抑止目的が初めて認識されたのは1975年のBlue Chip Stamps判決⁶⁴である。原告は被害者としてよりも抑止目的訴訟を提起する報酬として損害額が支払われる私的司法長官としての性格を有するとされる⁶⁵。実際に、今日証券詐欺クラス・アクションの目的は、従来の私人による民事訴訟より刑事的民事訴訟 (qui tam actions) によるもの

59 Dubbs, *supra* note 51, at 460.

60 Alicia Davis Evans, Are Investors' Gains and Losses from Securities Fraud Equal Over Time? Some Preliminary Evidence (Jan. 27 2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1121198>.

61 See *Joy v. North*, 692 F. 2d 880, 886 (2d Cir. 1982).

62 Lawrence E. Mitchell, The Morals of the Marketplace: A Cautionary Essay for Our Time, 20 *Stan. L. & Pol'y Rev.* 171, 177 (2009).

63 Lawrence E. Mitchell, The "Innocent Shareholder": An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class-Action Lawsuits, 2009 *Wisc. L. Rev.* 243, 294; Merritt B. Fox, Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?, 2009 *Wisc. L. Rev.* 297.

64 See *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975).

65 Tamar Frankel, Implied Rights of Action, 67 *Va. L. Rev.* 553, 557 (1981).

に類似している⁶⁶。どの程度の抑止が求められるかは実際難しい問題であるが、一般論としては不実表示から利得を得る経営者がその利得を超える制裁に直面する場合には不実表示の抑止となるといえる。他方、制裁によっては会計、予測およびその会社の投資政策について意思決定する際経営者が過度にリスク回避的になる過剰抑止の危険性もある⁶⁷。

ところで、証券詐欺クラス・アクションの抑止目的からは損害とはどのように考えればよいかという問題がある。詐欺が資本コストを上昇させ、効率的な資源配分を混乱させるとき、損害はすべての投資家—実際、社会のすべてのメンバーである—が被害を受けうるまとまりのない損害であると捉えられている⁶⁸。こうした伝染効果 (contagion effect) がエンロン等の2000年前半のスキャンダルによって生じたことを示すデータもある⁶⁹。いずれにせよこの見方からは従来の現実損害賠償方式のような損害額は抑止を求められる損害とほとんど関係がない⁷⁰。

証券詐欺クラス・アクションの抑止目的がどの程度達成されているかは制度の運用を検証する必要がある。第一に、証券詐欺クラス・アクションは増加傾

66 See Jill E. Fisch, *Class Action Reform, Qui Tam, and the Role of the Plaintiff*, *Law & Contemp. Probs.*, Autumn 1997, at 167, 175; see also Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages In Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487, 1508 (1996); Matthew C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, 91 *Va. L. Rev.* 93, 103–04 (2005).

67 Coffee, *Reforming Securities Class Action*, *supra* note 37, at 1548.

68 See Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* 660 (7th ed. 2007); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 *Va. L. Rev.* 669, 673–79 (1984); Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. Law.* 1, 16 (1982); Pritchard, *supra* note 25, at 937–45.

69 Geoffrey Colvin, *The Other Victims of Bernie Ebbers's Fraud*, *Fortune*, Aug. 8, 2005, at 32, 32; see also John J. Keller, *AT & T's Armstrong Is Expected to Cut as Much as 15% of Staff*, *Wall St. J.*, Jan. 22, 1998, at A3.

70 See, e.g., Alexander, *supra* note 66, at 1498; Langevoort, *supra* note 25, at 646.

向にあるが⁷¹、あらゆる会社を平均的にカバーするわけではない。実際は、時価資本総額がより大きい会社はしばしば訴訟の対象となり、大きな損害額を支払う可能性がある⁷²。この背景としては弁護士報酬が私的執行に結び付けられていることも挙げられている⁷³。こうした誘発的な構造は過剰執行とその結果としての過剰抑止につながるともいわれる⁷⁴。この弊害については、弁護士報酬から制裁を切り離し、総損害額の一部を成功報酬にする措置も考えられる⁷⁵。ただし、この措置は成功報酬としての弁護士報酬が和解の際の報酬より低くなると和解へのインセンティブが働くことに注意する必要がある⁷⁶。

第二に、証券詐欺クラス・アクションにおいて会社以外の共同被告としては、通常上級経営者 (senior management) が挙げられる⁷⁷。他方、社外取締役は共同被告とされることは少ない⁷⁸。社外取締役に關しては私的証券訴訟改革法のサイエンター訴答の立証が困難だからである。すなわち、社外取締役は会社と典型的にかけ離れており、かつ日常的に経営者にとって公知の事実を認識していないので、特に原告が証拠開示手続の前に詐欺をこれらの者に容易に帰せしめることができない⁷⁹。また、監査人およびアンダーライターが共同被告と

71 1998年から2005年まで証券詐欺クラス・アクションの被告となった割合は全上場会社の2.1%から2.8%であった。See Cornerstone Research, Securities Class Action Case Filings, 2005: A Year in Review 4 (2005), available at <http://securities.cornerstone.com/pdfs/YIR2005.pdf>. 平均的公開会社は、少なくとも一つの株主クラス・アクション訴訟に直面するという10%の確率に直面するというデータもある。See Buckberg et al., *supra* note 36, at 2.

72 このほか株価ボラティリティや業種 (消費財、技術、通信および金融などは被告となりやすい) にも影響される。Cornerstone Research, *supra* note 71, at 14.

73 Easterbrook & Fischel, *supra* note 32, at 621.

74 Richard A. Bierschbach & Alex Stein, Overenforcement, 93 Geo. L.J. 1743, 1745 (2005).

75 Coffee, Rescuing, *supra* note 22, at 220 n.14; Coffee, Plaintiff's Attorney, *supra* note 21, at 694-95.

76 Posner, *supra* note 68, at 660.

77 See PricewaterhouseCoopers LLP, 2004 Securities Litigation Study 16 (2004), available at http://www.pwc.com/gx/eng/cfr/gecs/pwc_2004_seclit_study.pdf

78 See Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism, 56 Vand. L. Rev. 859, 896 & tbl. 3 (2003).

79 Coffee, Reforming Securities Class Action, *supra* note 37, at 1549.

される割合も低い⁸⁰。これらの者が共同被告とされることがなくなったのは Central Bank判決の影響と説明されている⁸¹。

ところが、1990年代半ばの調査によると最終的な結論としては証券詐欺クラス・アクションの和解において、現実に責任保険会社は和解金の平均68.2%を負担し、被告会社が31.4%を負担する。個々の被告によって負担されるのは多くても0.4%であった⁸²。また、証券詐欺クラス・アクション和解のそのほぼ96%は保険でカバーされる⁸³。したがって、個々の被告は個人的に和解金をほとんど支払わない⁸⁴。過去に個人が和解金を拠出したのは、発行会社が破産しており、かつ当該個人が刑事罰を軽減するために拠出したケースに限られる⁸⁵。このように最終的責任を負担しているのは発行会社であり、個人がほとんど負担しないとすると、個人に向けられた抑止は働かない。

現在のシステムに基づく抑止の有効性は、大きい制裁を会社に課すことによって、社会が証券詐欺から利益を得る会社従業員のさらなる監視を誘導するという発行会社責任の有効性に基づいている。しかしながら、企業がその不正の原因となっておらず、かつ経営者や従業員との契約を通じて不正の可能性を効果的に削減できない場合、経営者や従業員の不正行為に関する代位責任を企業に課すことは非効率になりがちである⁸⁶。その例としては、経営者が自己利益のため十分な監視を行わない最終期間問題 (final period problem) が指摘されている。経営者は通常は市場における詐欺を犯すコストは非常に高い (解任や民事・刑事責任等の制裁がある) が、予想される利益は低い。しかしながら、

80 監査人が共同被告とされたのは2004年では4%, 2005年では3%であった。アンダーライターについては2004年では1%, 2005年では4%であった。See Cornerstone Research, *supra* note 71, at 16.

81 Coffee, *Reforming Securities Class Action*, *supra* note 37, at 1550.

82 See Frederick C. Dunbar et al., NERA Econ. Consulting, *Recent Trends III: What Explains Settlements in Shareholder Class Actions?* 9 (1995).

83 See James D. Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 *Ariz. L. Rev.* 497, 512 (1997).

84 Alexander, *supra* note 66, at 1499.

85 Coffee, *Reforming Securities Class Action*, *supra* note 37, at 1552-53.

86 See Alan O. Sykes, *The Boundaries of Vicarious Liability: An Economic Analysis of the Scope of Employment Rule and Related Legal Doctrines*, 101 *Harv. L. Rev.* 563, 571-81 (1988).

会社が業績不振で再任の可能性がないと経営者が認識するときに、将来の雇用の期待は次のように挙動への制約としてはもはや役立たない⁸⁷。このようなケースでは会社が詐欺を禁止する場合、会社が失敗し、経営者は不実表示をしなくても将来の職務を減らす。次に、このようなケースで経営者により不実表示がなされた場合、発見されるか発見されないかの可能性があるが、発見されると会社が失敗し、その経営者は将来の職務を減らす。発見されないと不実表示は成功し、将来の職務などは守られる。

最終期間問題については発行会社からの報酬の主流はストックオプションであるため、現在では経営者のインセンティブは理論的には株主と一致しているといわれる⁸⁸。経営者は、仕事が脅かされている時だけ不実表示をなす誘因があるというより、ストックオプションを行使したいとき時々収益を過大に表示するインセンティブがあるからである⁸⁹。

ところで、以上のような分析は発行者による抑止の意義についてほとんど議論されていない。発行者の責任を否定・削減する論拠とするのであれば、少なくとも発行者による抑止が一般論として機能しないことを示すべきである。例えば、発行者は役員等の個人の行為者に対して制裁を課したりすることができるとし、不実表示を防止するように内部統制体制も整備されているはずである。こうした制度が抑止のためにどのような効果を有するかも検証すべきであろう。

4. 現代の保険実務

アメリカにおける証券詐欺クラス・アクションの責任負担の現状は保険の実態と密接に関連している。従来から公開会社はD & O保険に加入していたが、

87 Jennifer H. Arlen & William J. Carney, Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence, 1992 U. Ill. L. Rev. 691, 702-703. 市場における詐欺の事例の多くは最終期間問題で説明することができるとする。

88 James J. Park, Assessing the Materiality of Financial Misstatements, 34 J. Corp. L. 513, 558 (2009). CEOを含む高額報酬上位5名で、各人につき100万ドルを超える部分は損金算入不可とする1993年の内国歳入法典162条(m)項が影響を与えたとされる。

89 See Donald C. Langevoort, The Future Content of the U.S. Securities Laws: Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment, 63 Law & Contemp. Probs. 45, 54 (2000).

取締役・役員に対する補償 (Indemnification) 保険に加入が拡大していった。最近では会社に対する責任 (訴訟費用も含む) をカバーする法人向けの担保 (corporate entity coverage) も生まれ⁹⁰, こうしたタイプが2002年ではD & O被保険者の90%以上を占めるようになった⁹¹。

こうしたD & O保険では一社の保険会社が役員・取締役から会社まで実質的にあらゆる者の危険度をカバーしたので, 配分は表面上不必要になった。保険の範囲を超える賠償請求が提起された場合 (ほとんどの和解が一般的に保険範囲上限とされている3億ドル以下である⁹²), 発行会社には圧倒的な和解圧力がかかる。また発行会社への和解圧力はふまじめな (frivolous) (または少なくとも実体がありません) 訴訟を招くかもしれない⁹³。したがって, 法人を担保する保険によって証券詐欺クラス・アクションの抑止的価値は低下したと評価されている。

しかしながら, 保険による和解促進の問題は現在の保険実務を変えて, 個々の被告と会社を異なる保険会社によってカバーさせればこうした弊害に対処できるとする見解もある。それぞれの保険会社が損害分担について利害を有するので会社や役員・取締役間の和解コストの公正な配分につながる⁹⁴。規制方法としては開示事項にすることによる奨励が考えられる⁹⁵。

90 See Ernest Martin, Jr., D&O Insurance Coverage: Surviving the Turmoil (Lessons We Are Learning from Enron) 2-3 (2002), available at http://www.haynes-boone.com/files/Publication/543674db-89c4-4885-baad-f1b1f16e0b63/Presentation/PublicationAttachment/234f554a-4d7c-47a9-8ce4-8c8c34f4e5dc/09042002_Martin1.pdf; see also Lawrence A. Cunningham, Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability, 52 UCLA L. Rev. 413, 443 (2004).

91 See Michael W. Early, Another Glimpse into the Current State of Directors and Officers Insurance, Summer 2003, at 29.

92 See Baker & Griffith, *supra* note 40, at 1806.

93 Coffee, Reforming Securities Class Action, *supra* note 37, at 1570.

94 *Id.* at 1580.

95 See Sean J. Griffith, Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies, 154 U. Pa. L. Rev. 1147, 1147-208 (2006).

5. 小 括

アメリカにおいては証券詐欺クラス・アクションにより発行者の責任が追及されてきた。証券詐欺クラス・アクションの第一の正当化根拠としての補償目的に関しては、和解により現実に補償目的にほとんど貢献していない。また、利益の循環仮説により活発な分散投資を行う機関投資家に過度に補償を与えることになるという見解が主張されている。第二の正当化根拠としての抑止目的は実証研究からは弁護士報酬の点では過剰抑止であり、個人に向けた抑止が働かない点では過少抑止であると評価されている。最終期間問題のケースにおいては取締役の監視が機能しないとする見解がある。さらに、法人を担保する保険を含めあらゆる保険を一社の保険会社が提供する実務により証券詐欺クラス・アクションの抑止効果が低下したとされている。こうした現状認識の見地から証券詐欺クラス・アクションにおける発行会社の責任に疑問が投げかけられるようになった。

もっとも、これらの現状認識について必ずしも見方が一致しているわけではない。すなわち、利益の循環仮説についてはさらなる検証が求められるとする見解も有力であるし、最終期間問題について現在はあまりあてはまらないとする見解もある。最大の問題は発行者の責任を議論しながら発行会社による抑止についてあまり検討されていない点である。これに関しては発行者の責任を肯定する立場からの見解を次章で検討する。