

流通市場における会社の不実開示責任 について (二)

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
 - i 企業責任否定論
 - ii 損害額限定説
 - iii 民事罰説
 - iv 取引所による民事罰説
 - v 小括(以上本号)
- 四 むすびにかえて

1. 企業責任否定・削減論

i 企業責任否定論

前章においては、実証研究に基づく証券詐欺クラス・アクションの問題点を概観した。その対処として企業責任を否定・削減する立法論が提唱されてきた。

企業責任を全く否定する見解は、前章で指摘したように実務の考え方が主流であり、学説において企業責任を明確に否定するものはほとんどない。Coffeeは、連邦証券取引委員会（SEC）が流通市場における発行者をSEC規則10b-5（以下10b-5とする）責任から免除する一方、原告代理人による会社インサイ

ダーおよび会社のゲートキーパー（例えば、投資銀行、監査人およびエージェント）に対する責任追及を予定する¹。この見解は企業責任削減論を踏まえていることから、本稿ではまず企業責任削減論を論じた上で企業責任からの転換を目指すものとしてこの見解は後に論じることとしたい。もっとも、Coffeeは企業責任の否定について、幅広い社会的損害および経済不適正配分の可能性を前提にすると、流通市場証券詐欺に関する会社責任を廃止する根本的改革はあまりに危険な措置に見えるとする²。その意味ではCoffeeの見解を企業責任否定論として紹介するのは正確ではないかもしれない。

企業責任否定論とは異なり、企業責任の削減論としては1990年代を中心に活発に議論がなされた。次節からはそのうちの代表的な見解の論理や内容をいくつか取り上げる。

ii 損害額限定説

企業責任削減論としてまず挙げられるのは、流通市場における不実開示に関する発行者の責任に上限を設けるLangevoortによる立法論である³。

この見解は流通市場における不実開示のケースにおいて投資家に差額全額を補償することは組織的に過剰であり、それ自体機能不全に陥っているとする⁴。この分析は、非当事者関係詐欺のケースにおける投資家の損失は反対取引者の利益に対応しており、インサイダー取引のような隠れた当事者関係がない限り、法は損失者の回復のために反対取引者の利益を吐き出させることはしないという点から出発する⁵。この帰結として、第一に潜在的回復がおそらく社会の損

1 John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1582–84 (2006).

2 *Id.* at 1566.

3 Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639 (1996).

4 *Id.* at 646.

5 See Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U.Chi.L.Rev.* 611 (1985). See also Jennifer Arlen & William Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theories and Evidence*, 1992 *U.Ill.L.Rev.* 691, 718–19; Paul Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 *Va.L.Rev.* 623, 627–29 (1992).

害を超える。第二に、分散した活発なトレーダーは、証券詐欺からの損失者であると同時に勝者である機会を有するため、損失を補償することは過剰になる。第三に、この種の詐欺からの利益と損失が見合っているとすると合理的な投資家は損失に対する幅広い保護を要求しない。

もっともLangevoortはこうした請求の循環モデルを全面的に採用するわけではない。このモデルは機関投資家を前提としているため全ての投資家にはあてはまらないことを認めたとうえで、機関投資家が現実には大部分の訴訟の主要な請求者である⁶。その反面、市場において活発に取引しない小口投資家に関しては損失が十分に補償されていないおそれもある。しかし、これらの小口投資家の損失は個人ベースでは小さい⁷。小口投資家に対する損失補償は高い訴訟コストの観点から社会的に正当化できるほどのものではないとする。

投資家に差額全額を補償することは、不正を行った経営者や弁護士事務所のような二次的被告から資金が供給されないため、保険を通じて株主によって負担される。合理的な投資家はこうした現実を認識している場合過剰に補償するシステムを選択することは少ないし、高価な訴訟システムを選択することも少ない⁸。他方、保険によって補償される訴訟システムは高い弁護士費用や保険管理費用を伴う。また、会社の収益性に影響を及ぼす訴訟と関連した無形のコスト（不確実性、悪評、証拠開示に費やされる非生産的な時間等）も存在する⁹。

さらに、補償を目的とする証券詐欺クラス・アクションの誘発的構造は弁護士による実体をほとんど有しない訴訟の提起を増加させるとともに、経営者が他人の金を使用して和解を組み立てていることも弁護士にとっては魅力的であ

6 See Elliott Weiss & John Beckerman, Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions, 104 Yale L.J. 2053, 2088-94 (1995); see also Janet C. Alexander, The Value of Bad News in Securities Class Actions, 41 UCLA L. Rev. 1421, 1448-51 (1994).

7 小口投資家の損失は一般的には100ドルくらいであり、最大でも1,000ドルと見られる。See Langevoort, *supra* note 3, at 647-48.

8 *Id.* at 649.

9 *Id.* at 650.

る¹⁰。実際、大部分の訴訟・和解が実体よりも過剰であると評価する¹¹。

そこで、補償よりも抑止目的の体制が必要であるとするが、過剰抑止によって投資家に高コストになる可能性はここでも存在する。さらに、半面の真実原則 (half-truth doctrine) の漠然性や更新義務を前提にすると、経営者が問題に対処する不明確な結果をおそれて秘密を守りたいときには、開示がなされないかまたは少しの開示しかなされない傾向になるとする (中途半端な開示であればかえって紛らわしいともいえる)¹²。

次に、経営者にほとんど責任が負担されず、会社が責任を負担している証券詐欺クラス・アクションの結論に疑問を投げかける。この結論は制度目的が最適抑止であるとしても、通常は会社の責任が経営者の不正行為に関するより効率的なコントロール機構 (経営者の選択や不正防止対策による監視等) を発生させるという仮定に基づいて一般的に支持されている¹³。こうした見解に対して、Langevoortは「最終期間問題」の観点から批判する。すなわち、会社の業績不振のため経営者の評判や長期契約の利益がすでに失われているような場合に公開市場における不実開示のほとんどが生ずる。また、社外取締役や株主

10 Janet C. Alexander, Do the Merits Matter: A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 Stan. L. Rev. 497 (1991); Joseph Grundfest, Disimplying Private Rights of Action Under the Federal Securities Laws: The Commission's Authority, 107 Harv. L. Rev. 961 (1994); Reinier Kraakman et al., When Are Shareholder Suits in Shareholder Interests? 82 Geo.L.J. 1733 (1994); Jonathan Macey & Geoffrey Miller, The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Actions and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform, 58 U.Chi.L.Rev. 1 (1991); Roberta Romano, The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation? 7 J.L.Econ. & Org. 55 (1991).

11 See Langevoort, *supra* note 3, at 651.

12 See, e.g., *In re Time Warner Inc. Sec. Lit.*, 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993); *Greenfield v. Hublein Inc.*, 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1215 (1985). But see *Stransky v. Cummins Engine Co. Inc.*, 51 F.3d 1329 (7th Cir. 1995).

13 See, e.g., Frank A. Easterbrook & Daniel Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 340 (1991); Lewis Kornhauser, An Economic Analysis of the Choice Between Enterprise and Personal Liability for Accidents, 70 Cal.L.Rev. 1345 (1982); Reinier Kraakman, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls, 93 Yale L.J. 857 (1984); Alan Sykes, The Economics of Vicarious Liability, 93 Yale L.J. 1231 (1984).

は、時間・情報の欠如および込みこまれた構造バイアスの組み合わせにより、エージェンシーリスクを効果的にモニターするような地位に置かれていないとする¹⁴。

もっとも、Langevoortは会社の業績不振の場合に常に経営者が詐欺を行うとまでいうわけではない。業績不振の際の不実表示は客観性が一貫した楽観論を進める種類の認知バイアス (cognitive bias) に屈する組織的文化およびリーダーシップスタイルの所産である¹⁵。いずれにせよ会社の責任は全く効果を有しないわけではないとする。その意味では最終期間問題が妥当しないケースも認めているといえる。

具体的な損害額としては詐欺が計画的 (deliberate) でない限り、会社の責任を総所得または利益の1パーセントのいずれか大きな方に制限する (最高1,000,000ドルを上限とする)。同様に経営者にも100,000ドルと受けた利益のいずれか大きい方に制限される。計画的な詐欺の場合、従来の差額基準が適用される¹⁶。ここでは不明確性が指摘されてきた欺罔の意図 (scienter) 要件を使っていないことも注目すべきであろう。このような責任区分は過剰予防のリスクを削減するとする¹⁷。

ところで、このように損害額に上限を設けながらも、Langevoortは証券詐欺クラス・アクションの制度自体は残すべきとする。その意味では原告弁護士

14 Arlen & Carney, *supra* note 5, at 702-03. see also James Cox & Harvey Munsinger, *Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion*, 48 *Law & Contemp. Probs.* 83 (1985).

15 See generally Albert Bandura, *Human Agency in Social Cognitive Theory*, 44 *Am. Psychol.* 1175 (1989); Jeff Greenberg et al., *Why Do People Need Self-Esteem: Converging Evidence that Self-Esteem Serves an Anxiety Buffering Function*, 63 *J. Pers. & Soc. Psychol.* 913 (1992).

16 See Langevoort, *supra* note 3, at 658.利益を測定することは難しい。経営者の自己奉仕的利益には仕事保全、会社事業売り込み、エゴ、地位、仲間圧力などである。それゆえ、経営者の利益は詐欺の直前期間に受けた経営者報酬等の倍数が提案されている。

17 詐欺の区分は証券執行救済法の民事罰条項の立案および1990年のペニー・ストック改革でも考慮された。Pub. L. No. 101-429, 104 Stat. 931 (1990).

が和解を目的として実体のない訴訟を提起する可能性は残る¹⁸。しかしながら、最近の証券詐欺クラス・アクションを過剰に制限しようとする司法の敵意は、詐欺を行った者を保護するほうが罪のない投資家を責任にさらずより望ましい。損害額に上限を設けることで詐欺を行った者に責任を課したいという裁判所の意欲が実際に増加するかもしれないとする¹⁹。

この見解に対しては、そもそも原告に制限付ではあるが損害を補償する余地を残しており理論的に徹底していない。そして、抑止のための方策についてもあまり論じられていない点も不十分な面もある。

iii 民事罰説

Alexanderは制裁の不確実性や損害規模の社会的コストとの解離から、民事罰の制度を提案する。制裁の不確実性に関しては、法的分野において一般的な四つの不確実性²⁰が証券詐欺クラス・アクションにも妥当するとする²¹。四つの不確実性とは、法的基準の内容の不確実性、法的基準をみたす者が告訴されるかどうかの不確実性、告訴された場合事実認定者が責任を正確に認定するかどうかの不確実性および責任を負う場合被告が負担すべき損害賠償額についての不確実性である。この第一の不確実性は証券詐欺クラス・アクションにおいては重要性 (materiality) 要件の問題がある²²。第二と第三の不確実性は、経営者は告訴される可能性を過大評価しており²³、陪審が理性的に決定しないため

18 このような弁護士を排除することも可能であるが、和解交渉を管理する経営者の側も金銭で解決したがつているかもしれない。See Langevoort, *supra* note 3, at 661-662.

19 See Langevoort, *supra* note 3, at 664.

20 John E. Calfee & Richard Craswell, Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standards, 70 Va. L. Rev. 965, 968-69 (1984).

21 Janet Cooper Alexander, Rethinking Damages in Securities Class Actions, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1494 (1996).

22 *Id.*

23 See, e.g., Common Sense Legal Reform Act, 1995: Hearings Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the House Comm. on Commerce, 104th Cong., 1st Sess. 222, 233-34 (1995); Private Litigation Under the Federal Securities Laws: Hearings Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking, Housing & Urban Affairs, 103d Cong., 1st Sess. (1993).

責任を認定される場合が実際の法的基準より広いと思っている。こうした信念は過剰抑止につながる²⁴。そして、証券詐欺クラス・アクションにおける最大の不確実性は、第四の損害額を予想できないことである²⁵。この不確実性には、一株当たり損害額算定の問題とクラスメンバーの確定の不確実性が含まれる。前者はイベントスタディを通じて算定されるが、イベントスタディ方法論はさまざまな論争の余地がある事実の仮定に依存するばかりか²⁶、同じ方法論を使用しても具体的損害額が異なることがある²⁷。後者はクラス期間中に売買するトレーダーをクラスメンバーから排除する方法も取引パターンの仮定に依存する統計モデルである²⁸。

クラスの総損失はおそらく開示違反の真の純社会的コストあるいは違反者によって受領される利益より大きく、これらの両方は本来推論的でありかつ算定困難である。すなわち、流通市場における開示違反の真の社会的コストはリスク証券の過少投資・資本コストの上昇により経済のインテグリティや健全性を次第に害する損害である²⁹。しかしながらこのような組織的損害を特定・測定することは困難である。また、違反者の受ける利益としては、個人にとっては昇進、ストックオプションの価値増加および評判・名声の向上、会社にとっては資本コストの低下、敵対的買収からの保護および一時的事業上の優位などが

24 Alexander, *supra* note 21, at 1495.

25 Calfee & Craswell, *supra* note 20, at 969.

26 See Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 UCLA L. Rev. 883, 894-87 (1990). 現在わが国では西武鉄道事件をはじめこの問題が議論されている。

27 Janet Cooper Alexander, The Value of Bad News in Securities Class Actions, 41 UCLA L. Rev. 1421, 1456-57 (1994).

28 最も使われている統計モデルでも比較的短期間のクラス期間においても100%以上実際のクラス損害額を誇張する。See *id.* at 1460-62; Jon Koslow, Note, Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement, 59 Fordham L. Rev. 811, 831-34 (1991). わが国でクラス・アクションを採用せずに投資家の平等をどのように考えるかは重大な問題であろう。

29 See, e.g., Frederick C. Dunbar, Vinita M. Juneja & Denise N. Martin, Shareholder Litigation: Deterrent Value, Merits and Litigants' Options 11-12 (Nat'l Economic Research Assocs., Working Paper No. BLE-95-07-a, 1995).

挙げられる。これらの利益の測定も困難である³⁰。さらに、違反に関して責任のある個人は和解金の支払にほとんど寄与しない。これらの者が職を失うこともあるが、和解条件として取り決められたものではない。実際、和解が不正の承認を含むことはまれである³¹。したがって、流通市場取引に関わる証券詐欺クラス・アクションにおいて損害補償を通じた抑止の不法行為 (tort) モデルは適切ではないとする³²。開示の投資家に対する個別および組織的利益とバランスがとれるリスクは、会社が情報を発見・開示して公衆を誤らせることを避ける措置、会社情報を公開する競争的短所、会社が投資家に情報を提供しまたは事業を行う際にあまりに用心深くなるリスクならびに会社が全く公的な株式市場を利用するのを避ける可能性を含むかもしれないとも指摘する³³。

次に、Alexanderは和解が投資家に請求額のごく一部しか取り戻さない³⁴ことから、クラスメンバーに補償が公平・効率的に分配されないとする³⁵。それゆえ、直接弁済をクラスメンバーに提供しない選択肢が現在の損害補償システムより多くのクラスメンバー経済的利益によく貢献する。その根拠としては、第一に多くの投資家は開示違反のリスクに対して分散しているため補償に実際に必要としない³⁶。クラス・アクション訴訟を通じて補償される可能性が最も高い大手機関投資家は、まさに最も分散した者で、それゆえ補償必要が最も少ない³⁷。第二に発行者がクラス期間中に、すべての購入者の市場喪失に等しい損害額を支払うことを必要とする補償体制は、多くのクラスメンバー、特に継

30 Alexander, *supra* note 21, at 1498.したがって、利益ベースの責任は最適抑止をもたらす可能性があるが、不確実性の点で問題がある。

31 *Id.* at 1499.

32 *Id.*

33 Cf. Richard Craswell, *Interpreting Deceptive Advertising*, 65 B.U. L. Rev. 657 (1985).

34 弁護士費用、訴訟費用および和解管理費用などにより請求損害額の12%しか回収しないというデータもあった。See Dunbar, Juneja & Martin, *supra* note 29 at 23 & tbl. 3; see also Frederick C. Dunbar & Vinita M. Juneja, *Recent Trends II: What Explains Settlements in Shareholder Class Actions?* 4.

35 Alexander, *supra* note 21, at 1501.

36 Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 640-41; Langevoort, *supra* note 3, at 646.

37 Alexander, *supra* note 21, at 1502.

続株主および機関投資家の経済的利益でないかもしれない³⁸。継続株主は会社による自分たちおよび他の株主への損害賠償よりも、違反に関する責任を負う個人に対する金銭その他の制裁³⁹または会社の経営・支配の変更を望むかもしれない⁴⁰。その意味では現在のシステムはこのような継続株主の利益を考慮していない。クラスメンバーの利益がクラス期間の終結後株式を売却した者およびその弁護士が全体として訴訟から受領する総額を最大にすることにあり、クラスメンバーが和解資金の出所および会社の将来の健全性への影響に完全に無関心であるだけでなく、証券詐欺に関与した個人が経営者の立場にとどまることを妨げる権益を有しないふりをする⁴¹。

こうした継続株主の利益に対しては、大部分の株主は悪いニュースの開示により株式を売却するのでクラス株主は元株主で構成されるとか、和解するコストは現在の株価に反映されているので現在の株主はそのコストを負担しないといった批判もある⁴²。前者に対しては、悪いニュースの開示後株主が完全に交代するわけではない。こうした場合であっても元株主の大部分は主な利益を補償よりも抑止に置く機関投資家である⁴³。また、後者に対しては、確かに悪いニュースの発表後予想される訴訟コストが株価下落の一部であるが、将来の訴

38 Id. at 1504.

39 個人制裁と会社制裁のいずれが抑止目的に適合するかに関しては活発に議論がされてきた。See, e.g., Arlen & Carney, *supra* note 5; William F. Baxter, *Enterprise Liability, Public & Private*, 42 *Law & Contemp. Probs.* 45, 49 (1978); Easterbrook & Fischel, *supra* note 5, at 640; Kornhauser, *supra* note 13; Kraakman, *supra* note 13; Reinier H. Kraakman, Hyun Park & Steven Shavell, *When Are Shareholder Suits in Shareholder Interests?*, 82 *Geo. L.J.* 1733 (1994); A. Mitchell Polinsky & Steven Shavell, *Should Employees Be Subject to Fines and Imprisonment Given the Existence of Corporate Liability?* 13 *Int'l Rev. L. & Econ.* 239 (1993).

40 もっとも、会社に対する非金銭的制裁に関しては和解の共謀になりやすい点には注意すべきである。See Anthony Borden, *The Shareholder Suit Charade: The Wilmington Filers Shake Down Corporations in Delaware and No One Seems to Mind*, *Am. Law.*, Dec. 1989, at 67; Romano, *supra* note 10, at 63-65.

41 Alexander, *supra* note 21, at 1505.

42 See William S. Lerach, *Prevalence and Economic Impact of Securities Class Actions: Is Reform Necessary?*, in *Avoiding and Managing Securities Litigation and SEC Enforcement Inquiries for In-House Counsel* 20, 22 (PLI Corp. No. 888, 1995).

43 Alexander, *supra* note 21, at 1506.

訟費用はクラス損害額に含まれてはならないと反論している⁴⁴。ここでは従来
の機関投資家による分散投資という論理に加えて継続株主の利益の観点から補
償不要であるとする分析は興味深い。

以上のような証券詐欺クラス・アクション制度の問題点を踏まえて、Alex-
anderは新たな制裁を提案する。その際、流通市場取引に関わるクラス・アク
ションは理論的にコモンローの不法行為とは異なることを出発点とする⁴⁵。ま
た、規制違反に対する制裁は公衆に対する損害によって通常測定されないし、
補償救済は課されない。一般的救済は、総額が行為者の責任にしたがって伸縮
される罰金である⁴⁶。一種の環境法に基づく私的訴訟に類似する⁴⁷。例えば、水
質汚染防止法 (Clean Water Act) では、制定法の違反に対する救済は各違反
に関する1日最高25,000ドルの民事罰であり、私的訴訟の原告は合理的な弁護
士費用を回復する権利を有する⁴⁸。そして、流通市場取引に係る規則10b-5違
反に関する私的訴権を廃止し、財務省に支払われる民事罰を内容とする立法論
を提案する⁴⁹。具体的な額としては、現実の和解額を参考に発行者に対する制
裁は規模により500万ドルから1,500万ドルとする (ただし意図的な詐欺 (inten-
tional fraud) の場合はその2倍とする可能性あり)。個人に対する制裁は10万

44 Alexander, *supra* note 26.

45 コモンローの不法行為との最大の相違点は当事者関係の要件である。これを判例
によって緩和してきた。See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); *Affiliated
Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972); see also *Langevoort*, *supra* note
3, at 11-12.

46 Alexander, *supra* note 21, at 1509.

47 See Harold Feld, *Saving the Citizen Suit: The Effect of Lujan v. Defenders of
Wildlife and the Role of Citizen Suits in Environmental Enforcement*, 19 *Colum. J.
Envtl. L.* 141, 144 n.16 (1994); Marcia R. Gelpe & Janis L. Barnes, *Penalties in Set-
tlements of Citizen Suit Enforcement Actions Under the Clean Water Act*, 16 *Wm.
Mitchell L. Rev.* 1025, 1025 n.1 (1990).

48 33 U.S.C. s 1365 (2010); see also Reed D. Benson, *Clean Water Act Citizen Suits
After Gwaltney: Applying Mootness Principles in Private Enforcement Actions*, 4
J. Land Use & Envtl. L. 143, 143-51 (1988); Gelpe & Barnes, *supra* note 47 at
1025-27.

49 Alexander, *supra* note 21, at 1515.

ドルから30万ドルの範囲とする⁵⁰。さらに、これらの制裁は無保険にされなければならないとする。保険の存在が現行法で実体のない和解の作成の主要因だからである⁵¹。

こうした民事罰による制裁の明確化は、抑止を犠牲にすることなく、証券詐欺クラス・アクションの取引コストを劇的に低下させることができるとする。第一に、このような考え方は異なる主観状態によって加害者を区別する（不注意ないし過失の違反より意図的な違反を厳罰化する）ことができる。ここでは制裁の総額よりも予防措置の望ましいレベルとの関係が重要である⁵²。第二に、制裁が明確化されれば現在よりも事実審に持ち込まれるケースの増加が予想され、事実審の判断の集積は和解にベンチマークを提供し和解の精度を向上させる⁵³。さらに、詐欺的行為に従事した者はそれらの責任が明らかにされる判決を受け入れる可能性も高まる。それゆえ、個人の不正行為者は（当該会社だけでなく他の会社においても）同様の行動に従事することを妨げられる⁵⁴。第三に、無保険とされ個人が実際に支払うのであれば、相対的に小さい制裁であっても会社・保険業者によって支払われる大きい補償よりも抑止効果を有する⁵⁵。第四に、実体はないが大きな潜在的損害額に関わるケースは原告弁護士にとって魅力的であり、補償が目的である場合この結果は望ましい。しかしながら、抑止が目的の場合はそのようなケースが増えることは望ましいとはいえず、この点でも前述の民事罰の提案が妥当である⁵⁶。

また、制定法は、違反から被告が受け取る利益（例えば被告が非開示の期間中に従事した取引からの収益、ストックオプション価値の増加または誤解を招

50 ここでAlexanderはヴァージニア州法による善管注意義務違反に関する役員責任制限10万ドルまたは年間報酬額のいずれか大きい額を参照する。

51 Alexander, *supra* note 10, at 550-54. 現行制度で莫大な損害額を無保険にすると、経営者の就任意欲を大幅に削減するといわれるが、行為者の主観状態によって縮小・限定された民事罰ではそのような懸念はない。Alexander, *supra* note 21, at 1512.

52 Alexander, *supra* note 21, at 1511.

53 See Kevin C. McMunigal, *The Costs of Settlement: The Impact of Scarcity of Adjudication on Litigating Lawyers*, 37 *UCLA L. Rev.* 833, 860-72 (1990).

54 Alexander, *supra* note 21, at 1512.

55 *Id.*

56 *Id.*

く表示もしくは非開示期間の株価に結びついた他の報酬)の吐き出しを義務づけることができる⁵⁷。

以上のような制裁を判断する手続として、Alexanderは一貫した執行水準のために私的訴訟を維持する。SECも有限資源であるし、SECの執行政策が一定の期間中の行政優先事項に従って変化するからである⁵⁸。そうすると、現行制度と同様に、クラスメンバーはクラス弁護士の活動をモニターする十分なインセンティブを有しないというエージェンシー問題は残る⁵⁹。この問題に関しては機関投資家が原告になるようなインセンティブを提供することによって対処する。機関投資家の経済的利益は、誠実な資本市場における公益、証券諸法の効率的執行および実体のない訴訟の回避に結びついているからである⁶⁰。前述のように機関投資家は追加コストがかかるクラス・アクションに関与したがるかもしれないが⁶¹、勝訴原告に弁護士費用等のコストに加えて奨励金(bounty)を付与することで解決しようとする⁶²。また、和解の共謀の可能性から和解の裁判所による承認が必要であるとする⁶³。

AlexanderはLangevoortと異なり経済の健全性を害する組織的損害を想定するため、損害賠償よりも民事制裁というのは必然であるともいえる。抑止のために利益の吐き出し、保険の適用範囲および主観的状態による責任の区別という方向性も出されている。

57 Id. at 1515.

58 Id. at 1516.

59 このような状況は誠実かつ善意の弁護士でさえクラスの最善の利益でない決定につながる可能性がある。See *In re California Micro Devices Sec. Litig.*, No. C-94-2817-VRW, 1995 U.S. Dist. LEXIS 11587, at *4 (N.D. Cal. Aug. 8, 1995).原告弁護士の監視および支配の不足は、証券詐欺クラス・アクションの問題のかなりの原因である。See Alexander, *supra* note 51, at 535-36; Weiss & Beckerman, *supra* note 6; 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, 677-84 (1986); Macey & Miller, *supra* note 10, at 3, 6, 12-18.

60 See Weiss & Beckerman, *supra* note 6, at 2095; Coffee, *supra* note 59, at 677-78.

61 Alexander, *supra* note 21, at 1522.

62 Id. at 1523.

63 Id. at 1525.

iv 取引所による民事罰税

Pritchardも同様に損害から制裁への移行を提案するが、個人よりも取引所に執行を任せる。この見解は市場に対する詐欺の主要な社会的コストは投資家による取引の減少であるという分析を出発点とする⁶⁴。経営者による市場に対する詐欺の原因としては、最終期間問題のような地位を失う恐怖⁶⁵、インサイダー取引やストックオプションのような金銭的強欲 (greed)⁶⁶および Langevoortが指摘した楽観論 (Pollyannaism) が支配する企業文化が挙げられる。このような原因に基づく市場に対する詐欺は以下の3つのコストを生ずる。第一に、会社の開示を管理するために経営者の監視を強化する必要が生ずる⁶⁷。第二に、投資家からは、会社の株価評価のために現実の資源を費やす情報に基づいたトレーダーの存在により、インサイダー取引と同様に情報を有しない投資家は情報に基づいたトレーダーとの取引を避けるため一般的に取引回数を減らすことになる。したがって情報を有しない投資家が参加しない流動性が低下した市場になってしまう⁶⁸。第三に、会社の株価を不正に上昇させた経営者は、配当の形で株主にキャッシュフローを支払う代わりに、費用的に妥当とされないプロジェクトに投資することが可能かもしれない⁶⁹。そして、補償はこれらの市場に対する詐欺のコストを解決しない。まず、流動性低下コストについては、補償は情報に基づいたトレーダーの取引利益を削減しないので、これらの

64 A.C. Pritchard, *Markets As Monitors: A Proposal to Replace Securities Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 Va. L. Rev. 925, 928-29 (1999).

65 See Arlen & Carney, *supra* note 5, at 693, 703.

66 See Richard H. Walker et al., *The New Securities Class Action: Federal Obstacles, State Detours*, 39 Ariz. L. Rev. 641, 651 (1997); David J. Bershad et al., *A Disorienting Introduction*, in *Securities Class Actions: Abuses and Remedies* 5, 19 (Edward J. Yodowitz et al. eds., 1994).

67 Pritchard *supra* note 64, at 937-38; see also Louis Lowenstein, *Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure*, 96 Colum. L. Rev. 1335 (1996).

68 *Id.* at 942-44; see also Charles M.C. Lee, *Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities*, 48 J. Fin. 1009, 1014 (1993).

69 See Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 Mich. L. Rev. 2498, 2544-45 (1997).

者が会社の表示を検査するインセンティブは変わらない。他方、情報を有しない投資家は十分な補償を受領しないので、それらの者は損失を避けるために取引をさらに削減する⁷⁰。次に、補償は減少した経営者の責任およびゆがんだ資本配分の問題も改善しない。会社が株主に対し富を移転させることは、標準以下の経営者の実績および不当な投資決定によって失われた利益を元に戻さない。それは、高い取引コストを伴って一部の株主（または元株主）だけに支払われる配当金にすぎないからである⁷¹。

そうすると、こうした市場に対する詐欺コストの抑止の観点から現行証券詐欺クラス・アクションの有効性が問題となる。まず、原告弁護士が株主の分散等により依頼人から十分にモニターされないために、自己のインセンティブで行動するおそれがある。原告弁護士は（詐欺の証拠が強力なケースが存在しても）資源を分散する傾向にあり⁷²、取引量が少ない会社であれば詐欺の証拠が強い場合でも訴訟提起を差し控えたり⁷³、ひいては詐欺の証拠が強力であっても敗訴リスクを考慮して和解に持ち込んだりする⁷⁴。このような原告弁護士のインセンティブは訴訟規模や証拠に応じた訴訟提起および和解への誘導において市場に対する詐欺にとって限られた抑止効果しかない⁷⁵。

被告のインセンティブからは、証拠開示や弁護士費用を避けるために訴訟よりも和解を選択する問題が考えられる⁷⁶。訴訟の一般的争点が不実表示時点の被告の主観状態であるため、その立証のために被告会社において文書作成や証

70 Pritchard *supra* note 64, at 946-47.

71 See Arlen & Carney, *supra* note 5, at 719.

72 See Coffee, *supra* note 59, at 704-12; Alexander, *supra* note 6, at 547.

73 See Macey & Miller, *supra* note 10, at 24.

74 See John W. Avery, Securities Litigation Reform: The Genesis of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 51 *Bus. Law.* 335, 372 (1996).

75 Pritchard *supra* note 64, at 950-52.

76 See Joseph A. Grundfest, Why Disimply?, 108 *Harv. L. Rev.* 727, 741 (1995); see also Dale E. Barnes, Jr. & Constance E. Bagley, Great Expectations: Risk Management Through Risk Disclosure, 1 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 155, 156-57 (1994).

言録取の膨大な作業を要する⁷⁷。また、活発に取引される証券では実体が弱いケースですら和解を魅力的な選択肢とする⁷⁸。責任の基準が不明確なため詐欺を単なる事業の失敗から区別することは困難である⁷⁹。経営者は資産家でさえ潜在的に破産させる人的責任に直面するため事実審への出廷を嫌う⁸⁰。保険は意図的な詐欺をカバーしないが⁸¹、その認定を和解は避けることができる⁸²。すなわち、意図的な詐欺の認定なしで保険は支払われ、経営者等は何も払わず逃げ

77 See John F. Olson et al., Pleading Reform, Plaintiff Qualification and Discovery Stays Under the Reform Act, 51 Bus. Law. 1101, 1112-13 (1996); cf. Sherrie R. Savett, The Merits Matter Most and Observations on a Changing Landscape Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 39 Ariz. L. Rev. 525, 526 (1997).

78 See Alexander, *supra* note 21, at 1511. 原告弁護士にこのようなケースさえ提起する誘因を与える。See Lucian A. Bebchuk, Suing Solely to Extract a Settlement Offer, 17 J. Legal Stud. 437, 448 (1988); Avery Katz, The Effect of Frivolous Lawsuits on the Settlement of Litigation, 10 Int'l Rev. L. & Econ. 3, 14 (1990); D. Rosenberg & S. Shavell, A Model in Which Suits Are Brought for Their Nuisance Value, 5 Int'l Rev. L. & Econ. 3, 9-10 (1985).

79 Frederick C. Dunbar & Vinita M. Juneja, Making Securities Class Actions More Responsive to the Modern Shareholder, in *Securities Class Actions: Abuses and Remedies* at 181, 183 (Edward J. Yodowitz et al. eds., 1994). それゆえ、株価下落が楽観的な表示を伴う場合、訴訟につながる可能性が高い。See Grundfest, *supra* note 76, at 735.

80 See Richard M. Phillips & Gilbert C. Miller, The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants and Lawyers, 51 Bus. Law. 1009, 1015 (1996); Alexander, *supra* note 10, at 530.

81 See Coffee, *supra* note 59, at 715; Clifford G. Holderness, Liability Insurers as Corporate Monitors, 10 Int'l Rev. L. & Econ. 115, 117 (1990). 州会社法の役員責任問題にも関連する。

82 See Coffee, *supra* note 59, at 715-16. See *Raychem Corp. v. Federal Ins. Co.*, 853 F. Supp. 1170, 1177 (N.D. Cal. 1994).

ることが可能である⁸³。したがって、証券詐欺といいながら被告の主観は問題とされていない。結局、被告のインセンティブからみても証券詐欺クラス・アクションの和解は抑止につながらない。

他方、以下のように取引所には抑止の観点から市場に対する詐欺と戦う強力なインセンティブがある。第一に、取引所はすでに執行部門を有する⁸⁴。第二に、流動性低下は取引所に影響力を有する証券業者の収益を害する⁸⁵。詐欺抑止に対する姿勢が不十分な取引所は誠実な会社を失い、取引詐欺をコミットする見込みが高い会社が残される⁸⁶。こうした詐欺に甘い取引所を経営者が選択した場合、発行市場においてディスカウント幅が大きくなり発行会社を害する⁸⁷。詐欺抑止の利益を有する機関投資家の承認を要するので経営者だけで詐欺に甘い取引所への市場の切り替えはできない⁸⁸。第三に、SEC監視は詐欺防止禁止を活発に執行しない取引所にSECが制裁を加えることを許容する⁸⁹。もっとも、詐欺に関し上場会社に制裁を課した取引所は、クラス・アクションにその会社を曝す。会社に対する決定はその後のクラス・アクションで既判力効果をおそらく有するため、莫大な損害額に会社を曝す⁹⁰。さらに、現行規制において取引所が利用できる唯一の制裁は上場廃止であるが、これは執行不可能な制裁である⁹¹。

以上を踏まえ制裁としてPritchardは市場に対する詐欺に基づくクラス・アクションを除去し、会社、経営者および外部専門家に対する取引所を通じた民

83 See James D. Cox, Making Securities Fraud Class Actions Virtuous, 39 *Ariz. L. Rev.* 497, 509 (1997); Donald C. Langevoort, Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms), 146 *U. Pa. L. Rev.* 101, 114 n. 45 (1997); see also Savett, *supra* note 77, at 527.

84 See David P. Doherty et al., The Enforcement Role of the New York Stock Exchange, 85 *Nw. L. Rev.* 637, 638-39 (1991).

85 See John O. Matthews, Struggle and Survival on Wall Street 98 (1994).

86 Pritchard *supra* note 64, at 968.

87 *Id.* at 968-969.

88 *Id.* at 971-972.

89 *Id.* at 976-977.

90 See *Parklane Hosiery Co. v. Shore*, 439 U.S. 322, 332-33 (1979).

91 Pritchard *supra* note 64, at 981-82.

事罰や差止命令を提案する。具体的な損害額は提示していないが、制裁額を大幅に削減する。制裁の削減は競争の場を公平にして、和解よりも訴訟に誘導する⁹²。また、抑止のためには詐欺に責任を負う当事者に直接制裁を課すべきであるとする⁹³。不実開示の大部分を占める取引詐欺ケースにおいては、不実表示に関する責任を負う役員または取締役は、自分自身の利益（会社のものでない）のために表示した。これらの状況において、クラス・アクション和解のように会社に制裁を課すことは、利益を与えられなかった行為に関して会社の株主を罰することになるからである⁹⁴。その意味では制裁は吐き出しを基礎とすべきであるとする⁹⁵。ただし、過剰な制裁に直面する経営者はそのリスク負担に関し会社から追加報酬を要求するため、株主はそのコストを究極的に負担するおそれもある⁹⁶。なお、取引所は経営者に会社への責任転嫁を思いとどまらせるために、取引所の判断を増加させるとともに和解に関し不法な意図（wrongful intent）条項を要求することができる。こうした判断の増加と和解の条件は保険担保や補償を排除する⁹⁷。さらに、差止命令による救済として取引所は詐欺に関する責任を負う経営者の解雇または停職を求めることができる。職務の特権を守ることが市場に対する詐欺の重要な誘因である場合、特に被告に対する利益が定量化するのが難しい場合において、不正行為者からその職務を奪うことは特に適切な制裁であるからである⁹⁸。

ところで、Pritchardは代位責任（vicarious liability）と二次的責任（secon-

92 Id at 987.

93 Id. at 987-88; see also Michael S. Raab, Detecting and Preventing Financial Statement Fraud: The Roles of the Reporting Company and the Independent Auditor, 5 Yale L. & Pol'y Rev. 514, 523 (1987).

94 Pritchard supra note 64 at 988.

95 See Langevoort, supra note 3, at 658.

96 See Richard Craswell, Damage Multipliers in Market Relationships, 25 J. Legal Stud. 463, 468 (1996).

97 See Joseph P. Monteleone & Nicholas J. Conca, Directors and Officers Indemnification and Liability Insurance: An Overview of Legal and Practical Issues, 51 Bus. Law. 573, 599, 600, 601 (1996).

98 See Raab, supra note 93, at 524; cf. Daniel R. Fischel, Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities, 38 Bus. Law. 1, 16 (1982).

dary liability) との関係について以下のように述べている。代位責任については、補償を必要としなければ、会社の「十分な資力 (deep pocket)」を考える必要はない。代位責任は個人が詐欺責任に関する必要な欺罔の意図を有しない可能性がある場合、特に過剰な楽観論ケースでより積極的役割を演ずるかもしれない⁹⁹。代位責任は、取締役が社内で情報の流れのインテグリティを強化するように設計された手続を主張するのを奨励する¹⁰⁰。また、会社が詐欺をコントロールするための処置を講ずる場合、経営者の不実表示に関する会社の代位責任は削減されうる¹⁰¹。制裁削減により会社からも社外取締役からも多くの通報をもたらす¹⁰²。和解においても、経営者の利益を会社の利益と切り離すために和解が公平な社外取締役の過半数で承認されることを要求しうる¹⁰³。二次的責任についても取引所に執行権限を置くことにより十分な資力よりも合理的な執行戦略として位置づけることができる。すなわち、専門家の詐欺への協力の差し控えや取引所への疑わしい取引報告の奨励につながり¹⁰⁴、執行体制の全体のコストが削減できるとする。

なお、取引所による執行においては内部的決定または仲裁パネルといった手続も考えられる。こうした手続においては陪審裁判より判断が予測可能であり、秘密保持も許容されるため、実体が弱いケースを和解する要因が制限されるだろう¹⁰⁵。取引所による執行においては調査への協力を会社に要求することができるが、クラス・アクションの証拠開示ほどコストはかからない。会社も自己

99 Pritchard *supra* note 64, at 992–93.

100 See Langevoort, *supra* note 83, at 128.

101 会社にパブリック・ステートメントの正確性をコントロールすることに関する既存の方針があるときに、責任を削減することは会社が社外取締役の監査委員会による審査を条件として法律顧問の監督に基づく開示政策の採用を奨励する。See generally Harvey L. Pitt & Karl A. Groskaufmanis, *Minimizing Corporate Civil and Criminal Liability: A Second Look at Corporate Codes of Conduct*, 78 *Geo. L.J.* 1559 (1990); see also Raab, *supra* note 93, at 519–24; Rachel Witmer, *Accountants: Audit Committee Reliance on Internal Auditor Will Aid Fraud Detection*, Panelist Says, 30 *Sec. Reg. & L. Rep.* (BNA) 1204 (Aug. 7, 1998).

102 Pritchard *supra* note 64, at 993–94.

103 *Id.* at 994–95.

104 See Langevoort, *supra* note 83, at 159.

105 Pritchard *supra* note 64, at 996–97.

利益最大化を目的とする原告代理人より公正な執行官である取引所と協力するであろう¹⁰⁶。さらに、取引所による執行は詐欺の要件、とりわけ欺罔の意図を広げて過失責任の導入可能性もある¹⁰⁷。過失責任の場合軽い制裁でなければならぬが、通常保険がかけられるのでリスクを避けたい経営者は保護される。そうすると、取引所の詐欺基準とSECによって執行される詐欺の基準とが異なる余地が生ずるが、そもそもSECの執行は資源の限界から一般的にひどいケースに限定されており、使い分けが可能であるとされる¹⁰⁸。

v 小 括

企業責任削減論が共有する証券詐欺クラス・アクションの問題は以下のように集約することができる。第一に、原告の損害補償という考え方は否定すべきである。第二に、抑止の立場からは、原告弁護士への訴訟提起・和解を誘発するおそれがある。第三に、保険を通じた被告側の和解への傾斜や経営者・ゲートキーパー個人責任の欠如である。

ここでは請求の循環は原告の補償を否定する論拠として利用されているだけで、誰にどの程度の制裁を課すのが詐欺の抑止目的に適合するかに焦点が移っている。その意味では損害額の限定や民事罰といった会社への制裁再構成、さらに進めて会社への責任追及構造自体の転換というのも自然な流れといえよう。もっとも、純粋な抑止の観点からは損害賠償の側面を残すLangevoortの見解は中途半端であるし、Alexanderも奨励金を与えて私人による責任追及を許容する点では同様である¹⁰⁹。すなわち、従来の補償よりも請求額が下がっただけで状況は変わらない面もあり、これらの見解の支持が広がらない理由ともなっている。取引所による制裁というのも非現実的で賛同者は少ない。

しかしながら、企業責任削減論には傾聴すべき指摘も多いと思われる。例えば、経営者の最終期間問題は市場に対する詐欺の原因の一局面であるという

¹⁰⁶ Id. at 997.

¹⁰⁷ Id. at 998-99; see also Alexander, *supra* note 21, at 1511; Mahoney, *supra* note 5, at 648.

¹⁰⁸ See Pritchard *supra* note 64, at 999.

¹⁰⁹ Alexanderは無保険・無填補にすればよいとするがAlexander, *supra* note 21, at 1512,賞与の形で填補を偽装することも可能であるといわれる。Id. at 1016.

Pritchardの分析は注目すべきである。抑止の観点から詐欺の原因によって分類する考え方からすると、最終期間問題のような経営者の地位保全が原因であればその職務を奪う制裁となり、インサイダー取引やストックオプションのような金銭的利得であれば制裁は利益の吐き出しとなり、楽観論が支配する企業文化が原因の場合会社の内部統制によって会社に代位責任の制裁が課せられることとなろう。代位責任や二次的責任を資力ではなく抑止の観点から位置づけようとする試みも示唆に富む。すなわち、企業責任削減論からみても企業責任は会社が抑止しうることを前提としている。このような視点は次節で検討する企業責任を肯定する伝統的立場でも十分に考慮すべきであろう。

さらに、主観的状态によって経営者の個人責任に差を設けることは理論的には意義があると思われる。この考え方は過失責任の導入とそれに対する保険という新たな制度の展開の可能性に道を開くものと思われる。