

# 流通市場における会社の不実開示責任 について (三)

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 Langevoortの見解
    - iii Alexianderの見解
    - iv Pritchardの見解
    - v 小括(以上25巻1号)
  - 2. 企業責任肯定論
    - i 企業責任肯定論
    - ii 企業責任肯定論の背景
    - iii 小括(以上本号)
  - 3. 最近の学説
- 四 むすびにかえて

## 2. 企業責任肯定論

### i 企業責任肯定論

現在アメリカにおいては前節の企業責任に対する否定論・削減論にもかかわらず、流通市場における発行会社の不実開示責任は1934年証券取引所法規則10

b-5に基づく証券詐欺クラスアクションという構成で追及されている。本節では企業責任否定論・削減論が指摘する企業責任の問題点について企業責任を擁護する立場はどのように説明してきたのか、ひいてはこのように合理的な理由がないにもかかわらず企業責任が生き残っているのはなぜかを中心に検討する<sup>1</sup>。

ここで前節まで論じてきた点を確認しておきたい。証券詐欺クラスアクションは補償目的と抑止目的の見地から説明されてきた。しかしながら、補償目的の点ではきわめて不十分とすることができる。第一に原告はコスト効率が良くない確定判決に至らないため<sup>2</sup>、損害額のごく一部しか回復しない（他方、弁護士は莫大な報酬を得る）。一部の損害しか回復しない状況は損害賠償の制度としての機能に疑いが生ずるし、損害計算に関する判例法も集積していない<sup>3</sup>。第二に、会社がD&O保険の枠にかかわらず損害賠償責任を負担する現実がある。それは現在の株主の最終的負担を意味する<sup>4</sup>。もっとも法制度としてはこうした結果を予定していたわけではない。取締役会は個人の被告に対して損害分担を要求することができるし、あるいは裁判所は個人の損害分担が無いことを理由として和解を拒絶することができるからである<sup>5</sup>。

証券詐欺クラスアクションの抑止目的については、時価総額が大きい会社が

1 アメリカ法を素材にして企業責任を論ずる最近の研究としては、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号303頁（2011年）、藤林大地「不実開示に対する発行会社の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学63巻4号139頁（2011年）などがある。

2 私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）制定以来事実審理に至ったのが18件に過ぎず、その中でも7件は評決前に和解となっているというデータがある。Adam T. Savett, Risk-Metrics Grp., Securities Class Action Trials in the Post-PSLRA Era (Jan. 2010) (unpublished presentation), available at <http://blogissgovernance.com/slw/SCAS%20Trials.pdf>. 大規模で、複雑で、なおリスクの高い訴訟のためリスクが回避されている。See John C. Coffee, Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Colum. L. Rev. 1534, 1543-44 (2006).

3 法律は訴えの出発点の問題だけに関連する。「賠償」は、和解論議に関するパラメータを提供するための数字に過ぎないとも評価されている。William W. Bratton & Michael L. Wachter, The Political Economy of Fraud on the Market, 160 U. PA. L. REV. 69, 100 (2011).

弁護士報酬の点でターゲットにされやすい過剰抑止も指摘されているが、経営者・社外取締役・監査人などの不実開示に関与した個人が裁判でも和解でも負担をしていないため、個人に向けた抑止が機能していないのではないかという問題がより重大であると思われる。個人に向けた抑止を機能させる提案については後述する。経営者の不実表示抑止が機能しない最終期間問題については、ストックオプションによる報酬の増大により現在では妥当しないという見解もある。

企業責任を肯定する論拠としては政府による制裁との比較において企業責任を擁護するものがある。まず、会社が違法行為者に制裁を科すように誘導することは、政府による制裁より執行コストの削減が可能である<sup>6</sup>。また、法人責任は違法行為を困難ないし高価にしたり、または、処罰を免れた違法行為の不当利益を削減するといった「予防措置」を実施するように会社を誘導しうる<sup>7</sup>。さらに、法人責任は、規律違反の (wayward) エージェントが制裁を科される可能性を増加させる様々な警戒措置を取るよう会社を誘導することができる。会社は政府よりエージェントによる違法行為の監視・調査能力が高いからである<sup>8</sup>。

執行コストの削減については、会社が実際に違法行為者に制裁を科しているか検証しなければならない。解雇を含む懲戒処分は別として、現実の調査からみると損害賠償責任の負担を求めているのではないであろう。とはいえ企業責任擁護論者も個人責任を否定しているわけでないという点は注意すべきである。警戒

---

4 グローバルクロッシング、ワールドコム、アデルフィアのように重役がかなりの拠出をしたケースは例外である。Coffee, supra note 2, at 1551-53. 社外取締役はほとんど責任を負っていない。1991年から2004年の数百もの和解の中で社外取締役による現実損害賠償は13件に過ぎない。See Bernard Black et al., Outside Director Liability, 58 Stan. L. Rev. 1055, 1068 (2006). 例外としてはワールドコムの取締役会が和解価値の20%を負担した例が有名である。Coffee, supra note 2, at 1552-53. 前ニューヨーク州会計監査官Alan Hevesiはこの点を強調した。See Gretchen Morgenson, Ex-Directors at WorldCom Settle Anew, N.Y. Times, Mar. 19, 2005, at C1.

5 Bratton & Wachter, supra note 3 at 100.

6 Jennifer Arlen & Reinier Kraakman, Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes, 72 N.Y.U.L. REV. 687, 692 (1997).

7 Id. supra note 6 at 692.

8 Id. supra note 6 at 693.

措置に義務の面を加えて、会社には少なくとも一定の詐欺を発見し、予防する能力と義務があるとする見解もある<sup>9</sup>。具体的措置としてコンプライアンス・プログラムを含む内部統制等の監視体制が想定されている<sup>10</sup>。この他経営者の選択やインセンティブの考案を挙げる見解もある<sup>11</sup>。いずれにせよこれらは証券詐欺クラスアクションの抑止目的にも資する説明であり、会社は予防・警戒措置の主体として違法行為に責任を負うことが正当化される。本稿ではこれを企業責任肯定論の第一の論拠とする。

この論拠を採用するとしても、内部統制の限界事例において実質的に会社が全面的な責任を負うわけではないであろう。その場合会社にどの程度責任があるのか、個人の監視義務との関係は明らかにされていない。また、監視システムについても、理論的には社外取締役などのゲートキーパーが評判リスクの観点から自発的に十分な監視を行う余地があるとする見解もある<sup>12</sup>。しかし他方で、歴史的に十分に動機づけられ、知識のある社外取締役の仮定が疑問であるともされる<sup>13</sup>。SOX法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) の背景にはこうしたゲー

---

9 James D. Cox, Making Securities Fraud Class Actions Virtuous, 39 *Ariz. L. Rev.* 497, 511 (1997). 社外取締役の利用と監査委員会による監視の強化が挙げられている。この見解は、企業責任は高コストの法律違反を削減するために効率的戦略を使用する所有者にインセンティブを提供するとする。

10 たとえば、ワールドコムに関する報告書では、決算作成と公表に関する内部統制は機能不全であったし、若干の分野で統制は完全になくなっていたとする。Richard V. Breedon, Restoring Trust: Report to the Hon. Jed S. Rakoff, The United States District Court for the Southern District of New York, on Corporate Governance for the Future of MCI, Inc. 15 (2003), available at <http://www.sec.gov/spotlight/worldcom/wcomreport0803.pdf> また、上院報告書は制裁可能性によってコンプライアンスプログラム改善が促進されるとする。See generally Sec. & Exch. Comm'n, Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties, <http://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm> [hereinafter Financial Penalties Statement]. 野村亜紀子「米国SECの法人に対する民事制裁金の考え方」資本市場クォーターリー 9巻4号56頁 (2006年)

11 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, 635 (2007).

12 Eric Helland, Reputational Penalties and the Merits of Class Action Securities Litigation, 49 *J.L. & Econ.* 365, 366 (2006).

トキーパーの機能不全への対処であった<sup>14</sup>。もっとも、SOX法によって必要なインセンティブが生ずるかどうかは未解決である<sup>15</sup>。この問題が解決されるならば抑止としての企業責任の意義は低下するともいわれるが<sup>16</sup>、その後のドッド=フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) でも内部通報制度の改革を促すなど<sup>17</sup>詐欺防止のシステムは絶えず進化している。こうした状況は立法がないと企業責任だけでは抑止効果が望めないことを意味する。また、後述のように私的訴訟の抑止効果について疑問を呈する実証研究も存在する。

企業責任肯定論の第二の論拠としては、株主は財務的な不実表示を含む詐欺から利益を得ることができる。例えば、借入利率や自社株を用いた買収などである<sup>18</sup>。すなわち、会社に現実の利益が帰属すると、経営陣にも利益がありうるが、不実表示が明らかになるまでに売却した株主は当該株式を購入した投資家の損失に対応する株価上昇分の利得を獲得する。

前章で指摘したように経営者がオプション報酬を得る限り、経営者のインセンティブは株主に合致する。この場合、経営者は自分の職務に対する脅威よりも、ストックオプション行使の際に収益を水増しするおそれがある<sup>19</sup>。会社の利益の結果株主自身にも利益が生じているから株主の負担も正当化されるという論拠である。

13 Sanjai Bhagat et al., Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover, 54 Bus. Law. 885, 887-89 (1999).

14 E.g., Jill Fisch & Caroline Gentile, The Qualified Legal Compliance Committee: Using Attorney Conduct Rules to Restructure the Board of Directors, 53 Duke L.J. 517, 519-20 (2003).

15 Id. at 566-82. また、SOX法のシステムが高コストという批判がある。See Donald C. Langevoort, Internal Controls After Sarbanes-Oxley: Revisiting Corporate Law's "Duty of Care as Responsibility for Systems," 31 J. Corp. L. 949, 959-60 (2006).

16 Langevoort, supra note 11 at 636.

17 See, e.g., Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), § 21D(a)(3), (b)(1), 15 U.S.C.A. § 78u-6(a)(3), (b)(1).

18 See, e.g., Patricia M. Dechow et al., Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, 13 Contemp. Acct. Res. 1, 30 (1996). Langevoort, supra note 11 at 632.

同様の指摘は2006年1月の民事制裁金を科すかどうかの連邦証券取引委員会（以下SECとする）政策ステートメントにおいても見られる<sup>20</sup>。このステートメントは証券諸法違反の結果としての会社に対する直接的な利益の有無を主要な考慮点とする。会社の株主が違反の結果として不正の利益を受けた場合には制裁金の可能性が高まり、現在の株主が証券法違反の主要な被害者である場合には制裁金の可能性が低くなるとする。前節で述べたように楽観論が支配する企業文化に不実開示の原因があることを考えると、会社の利益とは使用者責任の見地からは違法行為者が会社に利益を与えることを意図したかどうかという基準も考えられる。エンロンやワールドコムのような大部分の財務報告詐欺が、少なくとも部分的には、会社および株主に利益を与えることを意図するので、この基準は相当幅広い会社責任にさらされることを意味する<sup>21</sup>。しかしながら、幅広い会社責任の可能性があるからといって、十分な抑止が達成できるかは疑わしいとの批判がある<sup>22</sup>。

このステートメントの契機となったマッカーフィーとアプリアクスの不正会計・不実開示事例においては、前者では自社株による企業買収という会社の利益が存在したが、後者では会社にも株主にも不正利益がなかったとされている。こうした認定を主たる根拠として、SECは前者に関し5,000万ドルの民事制裁金を申し立てたが、後者については民事制裁金はなしとされた<sup>23</sup>。いずれにせ

19 経営者にとって短期的な株価水増しからの利益のほうが評判低下の間接的効果による損失よりも大きいとする見解もある。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).

20 このステートメントは不正会計を行った会社に対する民事制裁金を科すかどうかに関するものであるが、企業責任一般にも妥当するとされている。See generally *Financial Penalties Statement*, supra note 10. 制裁金が被害株主に対する補償となるのか損害となるのかという点も主要な考慮要素であるとする。ここでは他の考慮要素として、抑止の必要性、被害の程度、社内共謀の範囲、意図の水準、摘発の困難さ、是正措置、SECへの協力なども挙げられている。

21 See Langevoort, *Technological Innovation and the Devolution of Corporate Financial Reporting*, 46 *Wm. & Mary L. Rev.* 1, 10 (2004); Baruch Lev, *Corporate Earnings Management: Fact or Fiction?*, 17 *J. Econ. Perspectives* 27, 36 (2003).

22 Langevoort, supra note 11 at 637-38.

23 *Financial Penalties Statement*, supra note 10.

よ、SECは会社の利益とは実際の利益であり、不実開示のみでは会社に対する制裁を求めないという立場である。

しかしながら、こうした会社利益の強調によりSECの執行スタッフは、制裁金を科す際にイベントスタディに基づいて会社に有形の利益が存在したことを積極的に提示しなければならなくなった<sup>24</sup>。その結果、純粋な市場詐欺状況で罰金を科すことがより困難になった。その政策はまたSECスタッフに複雑な事件の着手を思いとどまらせ、実にひどい行為に関する制裁金の賦課を妨げ、制裁金と吐き出しの間で区別を曖昧にさせた<sup>25</sup>。会社の現実の利益は証券詐欺に対する法執行を変質させる可能性があるともいえる。したがって、SEC政策ステートメントを評価する見解もあるが<sup>26</sup>、会社の現実の利益について継続的に適用されることには反対論も強い<sup>27</sup>。私的訴訟における企業責任についての第二の論拠についても同様の批判が妥当するようと思われる。理論的に考えても第二の論拠からは会社の現実の利益分だけしか企業責任を追及できないことになりそうであるが、それでは抑止効果も限定されることとなろう。

このほか、企業責任を擁護する論拠として個人責任だけに頼ることはコストが増大することを指摘する見解もある。財務諸表に関する詐欺において個人責任の負担割合決定が困難であるし（個人責任を割り当てることが不可能な全体的な失敗もあろう）、詐欺事件においては被害が個人に対する保険の範囲を上回るからである<sup>28</sup>。しかし、これらは補償の観点に重点を置いており、抑止の観点からの論拠としては必ずしも説得的なものとはいえないだろう。実際、最近の企業責任擁護論は役員等の実際の不正行為者を訴追することに重点を置くべきとする<sup>29</sup>。

個人責任に関する代表的な提案としては1978年アメリカ法曹協会による連邦

24 See U.S. Gov't Accountability Office, Securities and Exchange Commission: Greater Attention Needed to Enhance Communication and Utilization of Resources in the Division of Enforcement 41 (2009), available at <http://www.gao.gov/new.items/d09358.pdf>.

25 See id. at 42-43.

26 Langevoort, *supra* note 11 at 639.

27 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 142.

28 James J. Park, Assessing the Materiality of Financial Misstatements, 34 J. Corp. L. 513, 559 (2009).

証券法典案 (Federal Securities Code) において会社の規模や報酬額により制限される制裁金または個人の純資産の割合で定められた制裁金がある<sup>30</sup>。制裁金は原告代理人にとって魅力的な額でなければならないが、厳しすぎると会社の人員補充およびリスク負担を委縮させる<sup>31</sup>。これらの強調は企業責任論を補強する面もある<sup>32</sup>。もっとも、萎縮効果に関しては公的組織が制裁金を設定し、公的執行によって代替すればよいとする見解もある<sup>33</sup>。

しかしながら、SECは個人に対する制裁 (民事制裁金、利益吐き出し、資格剥奪<sup>34</sup>) という武器を従来利用してこなかった。SECのエンフォースメントアクションも、証券詐欺クラスアクションと同様に、企業による制裁金拠出という結果に至ることが多い<sup>35</sup>。SECはエンロン事件以後個人責任に重点を置くようになったが、個人と会社の分担割合についてはSEC内部でも意見の相違がある<sup>36</sup>。こうした現状については、SECが慢性的に資金不足・人員不足であるだけでなく<sup>37</sup>、後述のように政治的影響を受けやすいからと評価されている。し

29 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, 452 (2005).

30 See Fed. Sec. Code § 1708(c) (1978). なお、株主代表訴訟における個人責任追及を提唱する見解もある。See Richard A. Booth, *The Paulson Report Reconsidered: How to Fix Securities Litigation by Converting Class Actions into Issuer Actions*, 2 *J. Sec. L. Reg. & Compliance* 244, 247 (2009); Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Colum. L. Rev.* 237, 284 (2009).

31 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 108.

32 See Langevoort, *supra* note 11 at 635.

33 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 109.

34 Sox法では報酬凍結、報酬返還のような制度も導入されている。Sarbanes-Oxley Act § 1103, 15 U.S.C. § 78-u3(c); § 304, 15 U.S.C. § 7243.

35 See Langevoort, *supra* note 11, at 654. 個人的に罰金が科された場合であっても、会社と経営者間の損失補償の合意が許容されてきた。Chester S. Spatt, Chief Economist, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Speech by SEC Staff: "Penalties and Sanctions for Securities Fraud": Remarks Before the American Economic Association* (Jan. 6, 2007), available at <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch010607css.htm>. しかし、最近では個人の支払を義務化するようになったとされる。See Dan Bailey & Tom Geyer, *SEC's Dim View of Indemnification Darkens 1* (2005), available at [http://www.baileycavalieri.com/68-SECs\\_View\\_Indemnification.pdf](http://www.baileycavalieri.com/68-SECs_View_Indemnification.pdf).



たがって、個人責任の実効性を高めるためには、これらの課題にどのように対処するかが重要になる<sup>36</sup>。

## ii 企業責任肯定論の背景

企業責任肯定論はその論拠とは別に企業責任を伴う私的訴訟の抑止効果の観点からも検証する必要がある。

私的訴訟の抑止効果に関する実証研究は、訴訟がない会社よりもCEOを交代する可能性が高いことを示す<sup>39</sup>。その結果、職務保持に関心のあるCEOは詐欺に関与を避けるべきであるし、解任という意味での個人責任もないわけでない<sup>40</sup>。しかしながら、CEOの交代は会社の業績低下と密接に関係しており<sup>41</sup>、業績低下したことで私的訴訟が提起されているにすぎないとの分析も可能である。取締役に対する評判損害と証券クラスアクションの相関関係に関する実証研究の分析としても<sup>42</sup>、私的訴訟はそれ自体では市場にガバナンス欠損の信号

36 See Langevoort, *supra* note 11, at 628. SECにおいて個人責任を強化する立場は少数と言われる。See Kara Scannell, *Clawbacks Divide SEC*, *Wall St. J.*, Aug. 7-8, 2010, at B3.

37 See Donald C. Langevoort, *Managing the "Expectations Gap" in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 48 *Villanova L. Rev.* 1139, 1140, 1156 (2003).

38 BrattonとWachterは人員・資金を供給してSECを強化すべきとする。Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 147-167.

39 See, e.g., Greg Niehaus & Greg Roth, *Insider Trading, Equity Issues, and CEO Turn-over in Firms Subject to Securities Class Action*, 28 *Fin. Mgmt.* 52, 53 (1999); Philip Strahan, *Securities Class Actions, Corporate Governance and Managerial Agency Problems* 3-4 (Fed. Reserve Bank of N.Y., Paper No. 9816, 1998), available at [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/research\\_papers/9816.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/research_papers/9816.pdf).

40 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 111-112.

41 Cf. Jerold B. Warner et al., *Stock Prices and Top Management Changes*, 20 *J. Fin. Econ.* 461, 487-88 (1988); Michael S. Weisbach, *Outside Directors and CEO Turnover*, 20 *J. Fin. Econ.* 431, 453 (1988).

42 See Eric Helland, *A Secondary Market Test of the Merits of Class Action Securities Litigation: Evidence from the Reputation of Corporate Directors* 18 (Contracting & Orgs. Research Inst., Working Paper No. 2004-05, 2004), available at <http://ssrn.com/abstract=517183>.

を送らない。また、大規模な和解はガバナンス欠損の信号を送る。業績が最大の関係であり、抑止効果に関する限り訴訟は二次的、追加的役割であるとされる<sup>43</sup>。株価との関係では、私的訴訟の見込みは株価下落の一要因であるが、開示の訂正の方が価格下落の幅が大きいとする研究もある<sup>44</sup>。企業責任が悪い会社の状況を悪化させて、罪のない両当事者を傷つけていることにもなる<sup>45</sup>。こうした分析からは損害に関する市場に対する詐欺推定が疑問ということになる。現状の私的訴訟の有効性は自己の抑止力からでなく、むしろSECの抑止力欠如から生じる。これに対し、抑止力を有した執行体制になればリスク負担を萎縮させる予期に反した効果を有するので、現状の私的訴訟は成功と考えられる<sup>46</sup>。近時詐欺の抑止を図る制度としては、公的執行の強化<sup>47</sup>、前述した内部統制の充実および内部通報の改善などがあり、これは私的訴訟の周辺領域である。ここでは、私的訴訟は抑止力を有しないと評価されている点は注目すべきである。

他方、会計修正の減少傾向<sup>48</sup>は基本的な情報が開示されているという市場の信頼確保につながる。この傾向について次のような分析がある。評判市場および私的ガバナンスは両方とも詐欺が付随するか否かを問わず財務上の破綻を罰するが、詐欺を伴う場合より厳格に刑罰を加えることが期待される。加えて、

43 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 113.

44 Stephen P. Ferris & A.C. Pritchard, *Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act 3* (Univ. of Mich. Law Sch., John M. Olin Ctr. for Law & Econ., Paper No. 01-009, 2001), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=288216](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=288216). 開示訂正によって株価は25%下落するが、私的訴訟提起によっても株価は3.33%下落する。

45 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 113.

46 *Id.* at 115.

47 ブッシュ政権のチームは、ほぼ1,300の判決(200名のCEOを含む)を得て、2002～2008年に罰金および原状回復で数億ドルを科した。Anton R. Valukas et al., *Enforcement Actions in the Post-Enron World: Zero Tolerance in the White-Collar Arena*, 37 *Rev. Sec. & Commodities Reg.* 133, 141 (2004), available at [http://www.jenner.com/files/tbl\\_s18News/RelatedDocuments147/1246/Valukas\\_Stauffer\\_Travis.pdf](http://www.jenner.com/files/tbl_s18News/RelatedDocuments147/1246/Valukas_Stauffer_Travis.pdf).

48 2006年に1,564の会社の修正があったが、2009年において、数字は630まで下落した。Mark Cheffers et al., *Audit Analytics, 2009 Financial Restatements: A Nine Year Comparison 1* (2010).

金融市場の認識が速いので、不実表示は執行制裁なしでも高コストである<sup>49</sup>。このような実証研究の分析を通じて、市場に対する詐欺訴訟の抑止的な価値は不明確で、個人の執行選択肢が明確に優れているので、「抑止」が適切な正当化であることができないと結論付けられている<sup>50</sup>。こうした分析からすると、詳細な検証が必要であるが証券詐欺クラスアクションは補償目的も抑止目的も果たしているとはいえないという評価もある。その意味では従来の説明とは異なる正当化原理を模索する必要に迫られているといえよう。この新たな正当化論理については次節で検討する。

このように証券詐欺クラスアクションの正当化原理が揺らいでいるにもかかわらず、証券詐欺クラスアクションの現状が維持されているのは、BrattonとWachterによると、経営者責任、株主への配慮およびエージェンシー問題という政治的な背景が主たる要因であるとする。

このうち経営者責任については、会社の権限の詐欺および濫用が問題となる場合、一般に経営判断を拘束して、分裂を削減することにより経営者の権限を奪う事前の規制か、経営者に対する政治的な要求の既存規制のより厳格な執行への切り換えという対応が考えられる<sup>51</sup>。好況時には経営者の正当性が裏付けられ私的証券訴訟改革法のような後者の立法となるが<sup>52</sup>、不況時には新たな責任を伴う前者の立法がなされる（外国腐敗慣行防止法（Foreign Corrupt Practices Act）、SOX法およびドッド・フランク法などが代表例）<sup>53</sup>。後者の対応は前者のような経営判断の裁量を拘束する実質的な規制を回避することができる。すなわち、市場に対する詐欺訴訟を維持することにより、実質的な規制を回避しようという意味では経営者自身も受益者であるといえることができる。このことは市場に対する詐欺訴訟の廃止が現在の経営者からの要望リストにないことからもうかがえる。企業責任で安全に練り込まれた私的訴訟と、個人に対し直

49 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 117. 最近の刑事訴追の増加や私的訴訟の制裁金引き上げは過剰抑止の可能性すらあると指摘する。

50 *Id.* at 118.

51 See Langevoort, *supra* note 37, at 1142; see also Cary Coglianese, Legitimacy and Corporate Governance, 32 *Del. J. Corp. L.* 159, 161-62 (2007)

52 See William W. Bratton & Joseph A. McCahery, The Equilibrium Content of Corporate Federalism, 41 *Wake Forest L. Rev.* 619, at 672 fig. VII (2006).

53 See *id.* at 661-69.

接の訴訟に移動することができる公的執行の間では、経営者利益が前者に明確にあるからである<sup>54</sup>。

株主に対する配慮については、年金およびミューチュアル・ファンドを通じた株式保有の拡大（「投資家クラス」<sup>55</sup>「オーナーシップ社会」<sup>56</sup>）が政治的な圧力により株主利益を直接促進する立法をもたらしたとする。具体的な立法例としては、取引所取引・SEC登録の手数料を削減する2002年投資家および資本市場手数料救済法<sup>57</sup>、SECに制裁金額を被害にあった投資家に返却する努力を課すSOX法の公正基金<sup>58</sup>などが挙げられる。さらにはドッド・フランク法は、私的証券訴訟に關係してFOTM訴訟の範囲を制限する二つの最高裁の判決をくつがえして、教唆・帮助責任を復活させる可能性を調査する<sup>59</sup>。しかしながら、公正基金も会社の支払であり、株主間の資金移動である点では市場に対する詐欺訴訟の和解と同様であることから、理論的正当性よりも政治的圧力の結果であると評価されている。また、ドッド・フランク法は証券原告の現在の立場を何も強化しないにもかかわらず、上記の調査は株主偏向の信号を送る<sup>60</sup>。そうすると、現状の市場に対する詐欺訴訟における企業責任の廃止は政治的には困難ということになる。

---

54 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 147.

55 2004年にはアメリカ国民の3分の1は議決権を有するため、政治家も無視できなくなっているといわれる。Richard S. Dunham & Ann Therese Palmer, *Just Who's in the 'Investor Class?'*, *Bus. Wk.*, Sept. 6, 2004, at 42-43.

56 ブッシュ大統領の政策はオーナーシップ社会に有利なものであった。See Press Release, The White House, Fact Sheet: America's Ownership Society: Expanding Opportunities (Aug. 9, 2004), available at <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2004/08/20040809-9.html>.

57 Pub. L. No. 107-123, 115 Stat. 2390 (codified at 15 U.S.C.).

58 See 15 U.S.C. § 7246(a)-(b) (2006). この他、ドッド・フランク法の委任状に株主推薦取締役候補者の配置を可能にする規制やsay-on-payと呼ばれる役員報酬の承認等も株主への配慮の立法例とされている。Dodd-Frank Act §§ 951, 953-55, 971, 15 U.S.C.A. §§ 78j-4, 78n-a, 78n-1.

59 二つの最高裁判決とはCentral Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994)とStoneridge Investment Partners LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148 (2008)である。See Dodd-Frank Act § 929Z, 124 Stat. 1375, 1871.

60 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 139-40.

こうした株主に対する配慮に基づく錯覚は立法だけではなく証券法執行活動を徐々にむしろむしばむことにもなる。こうした点は経営者ロビイストがSECの執行政策を弱めるためにも利用されている<sup>61</sup>。SECの執行政策が株主に対する制裁正当化のために会社の現実の利益を基準とした問題についてはすでに述べた。その執行政策において2007年にコックス委員長は、制裁手続への委員会早期関与、執行スタッフの交渉地位の強化および一貫性・説明責任・適正手続の維持の観点から和解論議の開始に先立つ制裁金範囲の委員会承認要件を追加した<sup>62</sup>。この政策は、法執行の重大な遅延を引き起こして、スタッフに制裁金に値する可能性のあるケースで制裁金に関して論ずることを思いとどまらせて、時には、制裁金額の減少となったため<sup>63</sup>、この事前承認要件は2009年に削除されている<sup>64</sup>。その後SECの執行部門はそれ自体再編成され、制裁金および吐き出し額の増大を含む強化された効率および結果が報告されている<sup>65</sup>。

原告代理人のエージェンシー問題とは、原告代理人の裁量を悪用して、株主利益なく死荷重コストを被告の会社に課すことである。私的証券訴訟改革法において濫用的訴訟慣行(嫌がらせ訴訟)に対応するため訴訟ガバナンスを改善した指導的原告(lead plaintiff)制度が採用されている<sup>66</sup>。この制度は、株式の金銭的利害関係が、訴訟エージェンシー・コストをコントロールするインセンティブの意味を含むことを前提とする<sup>67</sup>。具体的には指導的原告として機関投資家を想定していたようである。しかしながら、ミューチュアル・ファンドは株主行動主義で投資する時間および資源を避ける競争的理由を有して、友好

61 See, e.g., U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, Securities Class Action Litigation: The Problem, Its Impact and the Path to Reform 41 (2008), available at [http://www.instituteforlegalreform.com/get\\_ilr\\_doc.php?docId=1213](http://www.instituteforlegalreform.com/get_ilr_doc.php?docId=1213).

62 See U.S. Gov't Accountability Office, *supra* note 24, at 35–36.

63 *Id.* at 36–37.

64 *Id.* at 36.

65 See Robert Khuzami, Director, Div. of Enforcements, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Speech to the Society of American Business Editors and Writers (Mar. 19, 2010), available at <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch031910rsk.htm>.

66 15 U.S.C. § 78u-4(a) (3) (2006).

67 Elliott J. Weiss & John S. 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).

的なチャンネルを会社部門に開放的にしておく事業上の理由を有するため<sup>68</sup>, 指導的原告としては行動しない<sup>69</sup>。他方, 公的年金基金はガバナンス活動家としての評判を得るインセンティブを有する公務員によって管理されるため<sup>70</sup>, 私的証券訴訟改革法によって意図された純粋な金銭的誘因を欠いていた場合でもしばしば指導的原告となった<sup>71</sup>。ところが, この制度により法律事務所が市場に対する詐欺訴訟の原告代理人業務のために年金基金の属する州に政治献金をする慣行 (pay to play) が広がった<sup>72</sup>。さらに, 原告に対して不適正な支払いをしていたとする著名な弁護士に対する刑事手続も腐敗の雰囲気を増大させている<sup>73</sup>。この慣行は産業界の企業責任反対論に拍車をかけたが<sup>74</sup>, 不適正な慣行は立法によって収束できないわけではない<sup>75</sup>。現在では嫌がらせ訴訟はあま

68 See Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 *Geo. L.J.* 445, 474 (1991).

69 Steven J. Choi & Robert B. Thompson, *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes During the First Decade After the PSLRA*, 106 *Colum. L. Rev.* 1489, 1504 (2006).

70 See William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *Regulatory Competition, Regulatory Capture, and Corporate Self-Regulation*, 73 *N.C.L. Rev.* 1861, 1914-18 (1995).

71 See Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, 61 *Vand. L. Rev.* 315, 330 (2008).

72 See Stephen J. Choi, Drew T. Johnson-Skinner & Adam C. Pritchard, *The Price of Pay to Play in Securities Class Actions*, *J. Empirical Legal Stud.*, available at <http://ssrn.com/abstract=1527047>; see also David H. Webber, *Is "Pay-to-Play" Driving Public Pension Fund Activism in Securities Class Actions? An Empirical Study* (NYU Law Sch., Ctr. for Law, Econ & Org., Research Paper No. 09-28, 2010), available at <http://papers.ssrn.com/abstract=1432497>.

73 こうしたケースは複数報告されている。See Jonathan D. Glater, *High-Profile Trial Lawyer Agrees to Plead Guilty*, *N.Y. Times*, Mar. 21, 2008, at C1; Michael Parrish, *Leading Class-Action Lawyer is Sentenced to Two Years in Kickback Scheme*, *N.Y. Times*, Feb. 12, 2008, at C1.

74 See, e.g., U.S. Chamber Inst. for Legal Reform, *Securities Class Action Litigation: The Problem, Its Impact and the Path to Reform 30-34* (2008), available at [http://www.instituteforlegalreform.com/get\\_ilr\\_doc.php?docId=1213](http://www.instituteforlegalreform.com/get_ilr_doc.php?docId=1213); Richard M. Kovacevich et al., *The Fin. Servs. Roundtable, The Blueprint For U.S. Financial Competitiveness 69* (2007), available at <http://www.fsround.org/cec/pdfs/FINALCompetitivenessReport.pdf>

り問題ではないことからすると<sup>76</sup>、腐敗の確かな裏付けがないと市場に対する詐欺訴訟を制限する政策は弱まり、規制緩和のよりはっきりしない政策に逆戻りするとされる<sup>77</sup>。

このような分析に基づいてBrattonとWachterは証券詐欺責任を企業よりも有責の個人に集中させることが抑止につながり、私的訴訟よりもSECによる法執行を通じて責任追及すべきであるとする。ただし、分散化されていない情報トレーダーについては現実の信頼要件を課したうえで私的訴訟を認める<sup>78</sup>。企業責任を伴う伝統的な私的訴訟は認めつつ、市場に対する詐欺推定を否定する立場であるといえる。SECによる法執行のあり方については次節において改めて検討する。

ところで、こうした学説の評価については、Coxが証券詐欺クラスアクションは詐欺抑止という公益目的に貢献するとして企業責任肯定論の立場から批判を展開している<sup>79</sup>。まず、実証研究に基づく認識としてSECによる法執行はコストがかかりすぎるとか<sup>80</sup>、現在の私的訴訟がSECの執行訴訟より高コストであるため安易な訴訟提起にはなっていないとする<sup>81</sup>。BrattonとWachterの見解は企業責任を否定するが、特許紛争などが上場会社間で存在する際にそれぞれの会社に分散投資している投資家が存在する場合に企業責任を否定するのはお

75 指導的原告とその代理人との間の金銭的関係の開示や指導的弁護士を決定する際の競争入札手続などが提案されている。Securities Litigation Attorney Accountability and Transparency Act, H.R. 5463, 110th Cong. §§ 3-4 (2008).

76 See Stephen J. Choi, Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?, 23 J.L. Econ. & Org. 598, 601, 616 (2006); Eric Talley & Gudrun Johnsen, Corporate Governance, Executive Compensation and Securities Litigation 25 (Univ. of S. Cal. Law & Econ. Research Paper Series, Research Paper No. 04-7, 2004), available at <http://ssrn.com/abstract=536963>.

77 Bratton & Wachter, *supra* note 3 at 144-145.

78 *Id.* at 97-104.

79 James D. Cox, Securities Class Actions as Public Law, 160 U. Pa. L. Rev. PEN-Numbra 73, 74-75 (2011). 現行の証券詐欺クラスアクションが詐欺抑止という公益目的にどの程度貢献するかは示されていない。また、BrattonとWachterが情報トレーダーのみに私的訴権を認める点について、価格を信頼したあらゆる投資家に訴権を与えるべきと批判する。

80 *Id.* at 79-81.

81 *Id.* at 81-82.

かしいと同様に、不実開示の場合も企業責任を否定するのはおかしいとする<sup>82</sup>。しかしながら、前述のように流通市場においては不実開示による企業の利益を計算することは不可能であるし、現実の利益とすると不実開示のみの場合には企業責任の責任追及が困難である。また、不実開示の事実発覚によって株価に評判損害がすでに生じているともいえる。Coxの批判は特許紛争のような伝統的不法行為と市場に対する不実開示を同視するものといえよう。もっとも、Coxも会社のみが責任を負い、不正行為者が負担をしない詐欺防止訴訟の現実については問題であるとしており、企業責任を肯定しているのはCentral Bank事件最高裁判決により第一次責任 (primary liability) を否定したからであるとする<sup>83</sup>。この点は個人責任によって詐欺を抑止すべきとするBrattonとWachterの見解と同様であり、興味深い。

RoseはSECの法執行を通じて個人責任を追及するやり方には全面的に賛成する。行為者個人に向けた詐欺抑止には莫大な金銭的制裁がなくてもよいが、その規模では私的訴訟の原告のインセンティブは生じない。そもそも証券執行に金銭によってインセンティブを与えることは、社会福祉を最大にする見地からは疑問である。そして、私的訴訟よりもSECによる法執行の方がこれらの目的を実現しうる。そのためにはSECのインセンティブを公衆の利益に合致させる必要があるとする<sup>84</sup>。また、個人責任への政策シフトを実施することに存在する膨大な政治的障害を解説する点について賛成したうえで、その論文は極めて野心的であると評価する。市場に対する詐欺が経営者の特権的な地位に挑戦し、かつ、株主利益 (実際は株主の費用で経営者を保護している) を擁護する手段であるという錯覚から公衆が被害を被ることをヘッジ・ファンド、ミューチュアル・ファンドおよび公衆年金基金の関係者にも周知させ、公的執行の優位性を議会に確信させるようにすべきであるとする<sup>85</sup>。

---

82 Id. at 78.

83 Id. at 84-85.

84 Amanda M. Rose, *Fraud on the Market: An Action without a Cause*, 160 U. Pa. L. Rev. PENumbra 87, 93-96 (2011).

85 Id. at 96-97. なお、Roseは情報の理論 (informational theory) による新たな正当化を試みる。See Amanda M. Rose & Richard Squire, *Intraportfolio Litigation*, 105 Nw. U.L. Rev. 1679, 1693 (2011).



### iii 小 括

企業責任には、企業が詐欺の予防・警戒措置の主体となりうるし、そうする義務もあるという論拠と企業が詐欺から利益を得ているという論拠が代表的なものであった。しかしながら、前者に関してはどの程度の監視責任を負っているのが理論的に明確化されているわけでないし、内部統制をはじめとする詐欺防止措置は私的訴訟よりも主として立法に基づくものである。また、私的訴訟の抑止効果について疑問を呈する実証研究もある。

次に、企業が詐欺から利益を得ている点に関しては、会社の利益の結果株主自身にも利益が生じているから株主の負担も正当化されるという点ではわかりやすい。SECもこうした見地から会社の利益を求める制裁政策を採用した。しかしながら、会社への利益とは会社に利益を与える違法行為者の意図では足りず、会社に有形の利益が存在したことを積極的に提示する必要があると解されているため、純粋な市場詐欺状況で罰金を科すことが困難となるという批判がある。会社の現実の利益分だけしか企業責任を追及できない場合に抑止効果も限定されるという問題もある。

なお、企業責任を擁護する消極的論拠として個人責任だけに頼ることはコストが増大することを指摘する見解もあるが、詐欺事件においては被害が個人に対する保険の範囲を上回るという理由は補償の観点に重点を置いており、抑止の観点からの論拠としては必ずしも説得的なものとはいえない。最近の企業責任肯定論には役員等の実際の不正行為者を訴追することに重点を置く見解もある。もっとも、個人に対する制裁は可能であるが、SECはそれを行ってこなかった。個人責任に重点を置く法執行のためには、SECが慢性的に資金不足・人員不足であるだけでなく、後述のように政治的影響を受けやすい点を解決する必要があるといえる。

このように企業責任肯定論は理論的な正当化根拠が揺らいでいる。また、実証研究でも抑止効果が疑問とするものもある。それにもかかわらず企業責任が維持されているのは経営者責任、株主への配慮およびエージェンシー問題という政治的な背景が主たる要因であると説明する学説が注目される。この見解は経営者、株主、原告代理人の立場からの政治的な圧力のため、企業責任を除去してそれに代わる責任論を構築することが困難になっているとする。こうした政治的背景から企業責任肯定論を説明する見解は従来には見られなかったもの

であり、正当性に疑問の残る企業責任をうまく説明するものといえよう。市場に対する詐欺推定を否定することは株主の保護切り下げへの強い抵抗が予想される。このような株主への配慮は投資者保護政策の難しさを示すものといえよう。したがって、証券詐欺クラスアクションにおける企業責任肯定論を含め株主への配慮とされる立法や政策が実際には株主の負担になっているかどうかの検証が必要となろう。

そうすると証券詐欺クラスアクションはもはや正当化できないのか。次節では新たな正当化根拠としてコーポレートガバナンスの観点から説明する見解を検証する。さらに、本稿でも言及したように個人責任を中心に証券詐欺の抑止を図る見解についても検証することとしたい。