

流通市場における会社の不実開示責任について (四)

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
(以上本号)
 - iii 責任保険の改革
- 四 むすびにかえて

3. 最近の学説

これまで証券詐欺クラスアクションは正当化根拠が揺らいでいるが、政治的圧力により企業責任が維持されているとする見解を概観した。ところで、証券詐欺クラスアクションの問題点に対処する過去の規制改革についてはすべての訴訟に影響を及ぼす厳格な改革およびゲートキーパー裁量に依存する柔軟性のある改革の二つに分類する立場がある。

前者については1995年の私的証券訴訟改革法のように訴訟のハードルを上げ

る制度（第二章）や賠償額の制限（第三章）などが代表的である。こうした改革は、管理するのが容易で、裁量的な政治または偏見によって影響を受けない長所を有するが¹、過剰執行と過少執行とのバランスをとることができないという欠点を有する。すなわち、価値のある訴訟をも制限してしまう問題点を有する。

後者はゲートキーパーの裁量によって訴訟を事前に遮断する改革であり、ゲートキーパーとしてSECとする立場²と証券取引所とする立場³がある。いずれにせよ過剰執行を制限しながらも、より厳格な改革によって生じる過少執行を避ける。

しかしながら、2つの重要な欠点がある。第一に、門番役のインセンティブは、株主のものと整列配置しないかもしれない。ゲートキーパーは規制の虜（regulatory capture）および政治的圧力の対象となる。第二に、ゲートキーパーは高価である。あらゆる訴訟を事前に遮断することは、増税または手数料を要求する莫大な費用を伴う。

こうしたことから過去に主張されたこの二つの改革は行き詰まっていたように見受けられる。もっとも、最近ではこうした状況を打開すべく新たな観点からの学説の展開がみられる。本章ではこれらの見解のうちまずガバナンスの観点・情報トレーダーの観点を概観し、次に、会社の定款に仲裁条項を設ける提案を論ずる。

i ガバナンスの観点・情報トレーダーの観点

近時証券詐欺クラスアクションをコーポレートガバナンスの見地から正当化を試みる見解もある。この見解によると、株主は会社の行為から利益を得られる一方、投票・取引を通じて我々の金融市場のインテグリティを保護する権限および責任を有する。責任の内容としては、慎重な取締役の選任および会社の

1 See Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 109 Stat. at 737.

2 Amanda M. Rose, Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5, 108 Colum. L. Rev. 1301, 1305 (2008).

3 A.C. Pritchard, Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers, 85 Va. L. Rev. 925, 983 (1999).

実績をモニタすることにある。このような株主責任の強化のために株主が選んでいる取締役について開示強化が必要であるとともに、取締役が再選を主張する場合の意見表明の記載等の制度も整備されなければならないとする⁴。そうした義務の失敗が詐欺ひいては証券詐欺クラスアクションをもたらす。したがって、この見解は投資者保護法制の歴史的分析に基づき証券詐欺クラスアクションの結果が罪のない (innocent) 株主 (長期保有の者も含む) を害しているという見方を否定する⁵。

この主張に対しては、以下のような批判がある。第一に、州法により、経営者をコントロールする株主の能力が制限されている⁶。行動するインセンティブを増加させるとしても、行動することができないことを克服することができない。第二に、経営者へのコントロールを修正するのに必要な集団行動は委任状争奪を伴うことも多く極めて高コストでありえる⁷。対照的に、株主訴訟のコストは、1株あたりではごくわずかである。結局、株主訴訟は、経営者が不正をしたことをもはや合図ではなく、いたる所に見られるようになったため、

4 Lawrence E. Mitchell, The "Innocent Shareholder": An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class-Action Lawsuits, 2009 Wis. L. Rev. 243, 291-92 (2009) (hereinafter Innocent Shareholder);

ミッチェルによると株主責任の強化にとってファイナンス理論が悪影響を与えるとする。すなわち、ファイナンス理論が主に分散化に依存して株主をその株式を発行する会社から切り離したことが問題である。また、ポートフォリオ理論は株主が発行会社に無関心となり、効率性のみを示す。ポートフォリオは会社の資料ではなく、ベータ値 (相対的変動率) の収集資料としての意味を有するだけである。したがって、現代のファイナンス理論は株主を会社への非参加者としたと批判する。Lawrence E. Mitchell, The Morals of the Marketplace: A Cautionary Essay for Our Time, 20 Stan. L. & Pol'y Rev. 171 (2009). 会社業務への株主参加拡大の要請が当惑や軽蔑を持って受け取られたのもこうした背景があるとされる。Lucian A. Bebchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 Va. L. Rev. 675, 678 (2007). 現代のファイナンス理論の位置づけとして興味深い視点を提供するものといえよう。

5 Mitchell, Innocent Shareholder, at 295.

6 See Jill E. Fisch, Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation, 2009 Wis. L. Rev. 333, 340-41 (2009).

7 See Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, 72 Fed. Reg. 42222-01, 42230-31, 42231 n.114 (Aug. 1, 2007). 紙ベースの委任状の場合 1株主あたり5.64ドルであるが、インターネット経由であれば1株主あたり2.36ドルである。

行動する意思を有する株主でさえも行動が必要であるという信号として株主訴訟を見ないようになった⁸。また株主訴訟の標的の予測手段としては、会社のガバナンス慣行よりも株価、ボラティリティおよび取引量の方が参考になるとの実証結果もある⁹。

他方、個々の会社価値最大化の見地から証券詐欺クラスアクションをコーポレートガバナンスとして正当化する立場もある。抑止が流動性を高めるために正確な市場価格を求めるのに対し、この見解は個々の会社の発行者に切り換えて、エージェンシーコスト切下げを達成する手段として透明性を求める¹⁰。同様の観点から証券詐欺クラスアクションのコストを投資家にとっての受益者負担金 (user fee) ととらえる見解もある¹¹。

こうした立場は証券詐欺クラスアクションがコーポレートガバナンスにもたらす利益として以下のような点を強調する。第一に、透明性を強制して、良いガバナンスを促進するために監視を容易にする。第二に、株主が経営者とのエージェンシー関係において本人として役割を成し遂げるために法的・集団行動障害を乗り越えるのを援助する。

第一の点に関してはそもそも証券詐欺クラスアクションによって透明性が増すのか疑問であるとされる。こうした訴訟を経験している会社はその自由裁量の開示を減少させることによって将来の対立を避けようとする例がみられるし¹²、現行の強制開示制度はこうした訴訟からの影響をあまり受けていないとされる¹³。また、証券詐欺クラスアクションの和解にはCEOの解任等の一定のガバナンス効果も含まれるが¹⁴、この効果が含まれるかどうかは事例による。しかも、訴訟における決定に関与する原告は株主の一部であるし、過去の不正発見に重点が置かれており、事業意思決定の観点からは適切な環境とはいえない。

8 Paul Weitzel, The End of Shareholder Litigation? Allowing Shareholders to Customize Enforcement through Arbitration Provisions in Charters and Bylaws, 2013 B.Y.U. L. Rev. 65, 76 (2013).

9 Eric L. Talley, Public Ownership, Firm Governance, and Litigation Risk, 76 U. Chi. L. Rev. 335, 349-52, 363-66 (2009).

10 See Paul G. Mahoney, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 U. Chi. L. Rev. 1047, 1049 (1995).

11 See Merritt B. Fox, Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade, 2009 Wis. L. Rev. 297, 327 (2009).

和解被告はしばしばガバナンス改革を実施するという点では結果的にガバナンスに貢献することがあるが、これらの非金銭的和解項目は訴訟そのものの効果と区別されることができる¹⁵。

第二の点は経営者束縛および株主監視という形で契約によりエージェンシーコスト削減が可能であるという主張である¹⁶。詐欺においては、経営者が真実を言わないときに、それは株主のモニタリング機能を無意味にするので、エージェンシーコスト削減は、開示命令および詐欺執行者を前提とする。しかしながら、情報の非対称性の結果株主は十分に権限を行使できないし、事業計画への株主の介入は株価への影響のために経営判断を歪曲する可能性すらある¹⁷。

12 Jonathan L. Rogers & Andrew Van Buskirk, Shareholder Litigation and Changes in Disclosure Behavior, 47 J. Acct. & Econ. 136, 154 (2009).特に将来の収益期待について、株主訴訟の対象となる会社は、それらが市場に示す情報量を削減する。また、会社の訴訟リスクプロフィールが高くなればなるほど、自発的な開示のレベルは低くなる。See also Stephen P. Baginski et al., The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets, 77 Acct. Rev. 25, 48 (2002). See generally Carol A. Frost & Grace Pownall, Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom, 32 J. Acct. Res. 75, 76 (1994).

13 強制開示制度はSECおよび財務会計基準審議会が作成主体となり、利害関係者に情報および専門知識を求める。他方、証券詐欺クラスアクションは真実、虚偽、または重要性という限られた範囲についての判例法を生み出すが、関与する訴訟代理人と裁判官は報告会社による政策または将来の適用機構に関して必然的に専門知識を備えていない。William W. Bratton, Private Standards, Public Governance: A New Look at the Financial Accounting Standards Board, 48 B.C. L. Rev. 5, 13-15, 22-24 (2007); see also Russell Wheeler, Brookings Inst., The Changing Face of the Federal Judiciary 6-8 (2009).

14 Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism, 56 Vand. L. Rev. 859, 871, 888 (2003).株主訴訟により株主が直接的「ガバナンス役割」を実行する機会を高め、実質的に株主に取締役会の監視役割を引き受けさせて、役員を有責にする。

15 See Stephen P. Ferris et al., Derivative Lawsuits as a Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings, 42 J. Fin. & Quantitative Analysis 143, 163 (2007).

16 Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305, 308-09 (1976).

さらに、証券詐欺クラスアクションが選択可能であったと仮定した場合、株主は公的執行に期待してこうした制度を回避する可能性もある。この結果執行費用は納税者負担で外部化されるだけである¹⁸。

このようなガバナンスの観点とは異なり、情報トレーダー理論により証券詐欺クラスアクションを正当化する立場もある。この見解は、証券詐欺が不均衡に情報に基づいた (informed) 投資家 (積極的に虚偽の情報を含む情報に基づいて取引する者) を害すると主張する¹⁹。すなわち、こうした投資家によってなされるリサーチは株価に組み込まれる、そして、正確な株価は公共財である。この意味で、情報に基づく取引は外部性を発生させる。しかしながら、追加的な会社に投資することに関連した高い調査費のため情報に基づいたトレーダーは分散されそうにない。情報に基づいたトレーダーは分散度が低く、情報に関して積極的に取引するので、詐欺の純損失者である可能性が高い。他方、情報に基づいたトレーダーは一般投資家より多く取引して、最近の情報に基づき取引するので、彼らは証券訴訟のクラス部分である可能性が高い。したがって、情報に基づいたトレーダーに証券訴訟が詐欺からその平均よりも大きい (greater than average) 損失を相殺することによって彼らが提供する外部性 (externalities) を補償すると主張する²⁰。

これはヘッジファンド等を情報に基づいたトレーダーの代表例と想定するものであり、証券詐欺クラスアクションを情報トレーダーの損失を補償するシステムと考える見解である。しかしながら、あらゆる証券詐欺クラスアクションに当てはまるものではないと批判されている。すなわち、買い手と売り手が両方とも情報に基づいたトレーダーである場合や両者とも情報に基づいたトレーダーでない場合には利得と損失が対応しない。取引が情報に基づいたトレーダーと知らないトレーダーの間で生じる場合だけ、理論は働く。このような

17 See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. Pa. L. Rev. 653, 696-705 (2010).

18 William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. Pa. L. Rev. 69, 131-32 (2011).

19 See Jill E. Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 Wis. L. Rev. 333, 346-48 (2009).

20 *Id.* at 346-48.

ケースは可能性としては否定できないが、これらの取引がこの理論が支持されるほどボリュームが十分な裏づけを占めることができる可能性は低いと批判されている²¹。

このように証券詐欺クラスアクションを正当化するいくつかの新たな試みは成功しているとは言い難い状況にある。そこで近時は証券詐欺クラスアクション自体の改革ではなく、他の制度を活用することによって現行制度の問題点を克服しようという傾向がみられるようになってきた。次節以下ではこの種の提案の中で代表的な仲裁の活用や保険制度の改革について検討する。

ii 仲裁の活用

2006年後半から2007年前半に公表されたアメリカの資本市場の競争力低下を懸念する報告書²²は、さまざまな規制コストと共に連邦証券法の私的執行を競争抑止の要因として評価する。そしてこれらのうち二つの報告書において、証券詐欺請求の仲裁を可能とする基本定款の修正を勧告する²³。それらは株主権の問題として仲裁を提示する。すなわち、「特に訴訟の株主に対する高コストを前提とすると、株主は選択権を有しなければならない²⁴。」さらに、「これらの株主がこれらの権利を控える選択をする場合には、SECは株主にクラスアクション証券訴訟に伴うコストを受け入れることを強制してはならない²⁵」とす

21 Weitzel, *supra* note 8, at 77.

22 Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report (Nov. 30, 2006) (hereinafter Interim Report); Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century Report and Recommendations (Mar. 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 (Jan. 23, 2007) (hereinafter Bloomberg-Schumer Report).

23 Interim Report, *supra* note 22, at 17-18; Bloomberg-Schumer Report, *supra* note 22, at 102-03. See also Cyril Moscow, Arbitration Bylaws to Bar Shareholder Class Actions, 20 Insights 8 (2006). See G. Richard Shell, Arbitration and Corporate Governance, 67 N.C. L. Rev. 517 (1989); John C. Coffee, Jr., No Exit?: Opting Out, The Contractual Theory of the Corporation, and the Special Case of Remedies, 53 Brook. L. Rev. 919 (1988).

24 Interim Report, *supra* note 22, at 18; See also Bloomberg-Schumer Report, *supra* note 22, at 103.

る。

これらの提案に応答して、SECが公開のコメントを求めて仲裁を許可するという提案を発表する予定であると報告されたが、いかなる提案も公表されなかった²⁶。もっとも、これらの勧告自体は表面的であって、1934年証券取引所法第29条(a)項との関係²⁷、将来の株主を拘束するか²⁸等の重要な問題についての検討が不十分であったと評価されている。これらの問題点については学説の対応も含め後述する。

証券詐欺クラスアクションの場面で仲裁導入に積極的な立場は、コスト、速度および専門知識をメリットとして強調する。第一にコストについては、手続的成本、責任コスト及び副次的コストのいずれでも節減が考えられる。まず手続的成本においては、証拠開示が訴訟費用の約50%を占めているという実態からすると²⁹、証拠開示のコストの削減が課題となる。そもそも現行法制の下では、証券詐欺クラスアクションの25%がいずれにしろ証拠開示に決して及んでいない(16%は裁判前の和解であり、9%は自発的取り下げである)³⁰。残りの75%が棄却の申立て後も存続するが、どのくらいのケースで証拠開示がなされているかについては不明である。証拠開示コストを回避したいのは当然被告であるが、保険がカバーする原告においても回復額にも影響するためコストを回避するインセンティブがありうる³¹。他方、確実な脅威を有する場合には

25 Interim Report, supra note 22, at 109-110.

26 Kara Scannell, SEC Explores A Wider Role for Arbitration-Agency May Consider Letting Firms Head Off Lawsuits by Investors, Wall St. J. Apr. 16, 2007, at A1.

27 Interim Report, supra note 22, at 110.

28 Interim Report, supra note 22, at 110-11. SECによる登録とウェブサイトでの公表; Bloomberg-Schumer Report, supra note 22, at 103.ブローカーディーラーによる通知。

29 Thomas E. Willging et al., An Empirical Study of Discovery and Disclosure Practice Under the 1993 Federal Rule Amendments, 39 B. C. L. Rev. 525, 547-48 (1998).

30 Cornerstone Research, Securities Class Action Filings: 2011 Year in Review 18 (2012), available at <http://bit.ly/UIImml>

31 Tom Baker & Sean J. Griffith, How the Merits Matter: Directors' and Officers' Insurance and Securities Settlements, 157 U. Pa. L. Rev. 755, 777 n. 93 (2009).

事実審の準備をしなければならない³²。したがって、証拠開示のコストを削減するためには、訴訟が棄却の申立て後も存続する場合だけ、有効となる仲裁規定を採用することになる³³。

仲裁導入に積極的な立場からは証券詐欺クラスアクションはめったに陪審判決に至らないため³⁴、責任コストは和解コストとして評価すべきとする。証拠開示のコストの削減により原告による高額の和解強要も少なくなると予測される。もっとも仲裁により和解コストを削減しないといういくつかの反論もある。まず、株主訴訟の最大のコストは株価の下落であるが³⁵、内部的不正行為の場合発表された損失以上に株価下落の可能性がある³⁶。このようなケースにおいては手続的コストや損失コストの圧力がなくても会社は株価の回復のために和解するという主張である。しかしながら、実証研究によると株式が訴訟の発表と共に下落するにもかかわらず、訴訟終了の際に、統計的に有意な反騰はない³⁷。次に、D & O 保険が和解をカバーするので、会社は和解コストを削減するために少しのインセンティブしか直面しない。この点についても D & O 保険

32 Id.

33 See Bradley J. Bondi, Facilitating Economic Recovery and Sustainable Growth Through Reform of the Securities Class-Action System: Exploring Arbitration as an Alternative to Litigation, 33 Harv. J.L. & Pub. Pol'y 607, 635 (2010).

34 私的証券訴訟改革法以来陪審判決に及んだのは7件のみである。Adam Savett, Only 7th Post-PSLRA Jury Verdict Is In, ISS Governance (May 7, 2009, 6:04 PM), <http://blog.issgovernance.com/slw/2009/05/only-7th-post-pslra-jury-verdict-is-in.html>; See also Peter Lattman, A Rare Species: The Securities-Fraud Class-Action Trial, Wall St. J.L. Blog (Oct. 24, 2007, 3:07 PM), <http://blogs.wsj.com/law/2007/10/24/a-rare-species-the-securities-fraud-class-action-trial>.

35 See J. David Cummins, Christopher M. Lewis & Ran Wei, The Market Value Impact of Operational Risk Events for U.S. Banks and Insurers 34-35 (Dec. 23, 2004), available at <http://ssrn.com/abstract=640061>.

36 対照的に、外部のショックに関しては、株価が発表された損失に1対1の比率で下がるとされる。Jason Perry & Patrick de Fontnouvelle, Measuring Reputational Risk: The Market Reaction to Operational Loss Announcements 2-3 (Oct. 30, 2005), available at <http://ssrn.com/abstract=861364>.

37 Daniel R. Fischel & Michael Bradley, The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis, 71 Cornell L. Rev. 261, 282-83 (1985-1986).

業者の保険プレミアムも和解額に対応するから可能性は低いとされる³⁸。さらに、仲裁和解がより秘密になりそうであるので、高額和解の先例とならない価値があり、会社は高額で和解するかもしれないとの批判である³⁹。しかしながら、和解価値がフォーム8-Kまたは会社の年次報告書におそらく記載されるのでこの可能性も低い⁴⁰。そして、責任コストよりも効率および手続のコストに集中するべきであるという反論もある。しかし、弁護士費用はしばしば和解価値のパーセンテージとして算出されるため、より高額な和解がより高い弁護士費用につながる。そのうえ高額な和解は、より多くの嫌がらせ訴訟を奨励する⁴¹。仲裁が和解金を削減する場合、奨励金目的の原告代理人は嫌がらせ訴訟を提起する少ないインセンティブしか有しないだろう。

仲裁肯定論者は訴訟の対象となっていない会社にも副次的影響を与えるとす。すなわち、低い手続的および責任コストのため、D & O保険料率は、すべての会社でおそらく下落するだろう⁴²。

仲裁の第二の長所は、現在の体制よりおそらく解決速度が速いことである。平均的連邦証券クラスアクションは、和解するために、4年がかかる⁴³。仲裁は類似した訴訟より2～3倍速い⁴⁴。和解との比較でも仲裁は平均31ヵ月を削減する⁴⁵。

仲裁の第三の長所は、仲裁人の専門知識が挙げられる。仲裁人が連邦裁判官

38 Roberta Romano, *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, 7 J.L. Econ. & Org. 55, 57 (1991).

39 See, e.g., *The Carlyle Grp. L.P.*, Registration Statement Under the Securities Act of 1933 (Form S-1), at 288 (Jan. 10, 2012), available at <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1527166/000095012312000638/w83442a2sv1za.htm>

40 U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Current Report: Pursuant to Section 13 OR 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934 (Form 8-K) Item 1.01*.

41 報酬額は総回復額の25～35%とされている。Id.

42 Id. at 71.

43 Ellen M. Ryan & Laura E. Simmons, *Cornerstone Research, Securities Class Action Settlements, 2010 Review and Analysis 3* (2011), available at http://securities.stanford.edu/Settlements/REVIEW_1995-2010/Settlements_Through_12_2010.pdf.

44 Theodore Eisenberg & Elizabeth Hill, *Arbitration and Litigation of Employment Claims: An Empirical Comparison*, 58 *Disp. Resol. J.* 44, 51 (2003-2004).

45 Id.

より多くの証券紛争の経験を有するので、仲裁は処置の品質をおそらく改善する⁴⁶。少数の専門知識を有する仲裁人が担当することで判断の整合性や予測可能性にも貢献する。

仲裁導入のデメリットとしては、経営者による詐欺的行為の助長、会社にとって好都合、株主の発言機会の保護、法律の衰退および透明性の欠如である。まず経営者による詐欺的行為の助長に関しては、仲裁が訴訟の賠償・抑止効果を失わせ、経営者に詐欺を行うライセンスを与えるという指摘である⁴⁷。この主張に対しては、仲裁肯定論者から株主訴訟は現在ほとんど利益を有しないし、抑止力や補償利益もほとんどないと反論されている。また、経営者は株主訴訟に合理的に無関心であるため⁴⁸、株主自身が自身の救済を制限することは考えられない。

仲裁が会社にとって好都合というのは、会社が継続的プレーヤーでありそれが仲裁に有利に働くという主張である。しかしながら、仲裁において消費者側が勝利することも多い。また、証券詐欺クラスアクションの継続的プレーヤーとなり、毎年2件以上の訴訟の対象となっているのは上場会社の1パーセント未満である⁴⁹。2010年においては連邦証券クラスアクションの91%を9つの法律事務所が担当している現実からすると⁵⁰、原告代理人の方が継続的プレー

46 1996～2011年の証券クラス・アクションで略式判決申し立てを裁決した160名の裁判官のうち83%は初めて証券クラス訴訟で略式判決を扱ったとされる。Cornerstone Research, Securities Class Action Filings: 2011 Year in Review 27, 20 fig. 18 (2012), available at <http://bit.ly/Ullmml>

47 Weitzel, *supra* note 8, at 90.

48 ファイザー社およびガネット社の経営者は仲裁規定の実施可能性につき訴訟の可能性があると株主からの仲裁要求を拒否した。経営者は仲裁よりも株主訴訟を選択していることを示す事例として興味深い。Gannett Co., Inc., SEC No-Action Letter, 2011 WL 6859124 (Feb. 22, 2012); Pfizer Inc., SEC No-Action Letter, 2012 WL 587597 (Feb. 22, 2012).

49 2011年に、証券詐欺クラスアクションの86.2%は、その年訴訟の対象とならなかった会社に対して登録された。Cornerstone Research, *supra* note 46, at 8. また、毎年証券詐欺クラスアクションを抱えている会社は上場会社の2～3%である。Id. at 9.

50 2009年には7大事務所が85%を占めていた。Robbins Geller Rudman & Dowdは2009年に証券詐欺クラスアクションの52%の主任弁護人であった。同事務所が主任弁護人である比率は2011年には証券詐欺クラスアクションの33%である。Id. at 21.

ヤーと見られる。こうしたことからすると、仲裁人が継続的プレーヤーの利益のために行動するとすれば、それは経営者ではなく原告側である。

株主の発言機会の保護とは仲裁により株主の提訴権を奪うという批判である。この批判に対しては、仲裁規定の採用前に購入した株主は、規定に関して投票する機会があったかあるいは一方的に定款を改正する取締役会権限を認めたかである。仲裁規定の採用後に株式を購入した株主については、公開情報が市場価格に反映することを前提にすると⁵¹、仲裁規定を反映した適切なディスカウントで取得しているはずである。すなわち、株主には仲裁に関して投票の機会があったか、仲裁を反映した価格で株式を取得したかのいずれかである。もっとも、定款変更が多数派によって可能な会社法制の下では、投票の機会だけでは株主の保護として不十分であり、少なくとも反対株主に株式買取請求権を認めるべきであろう⁵²。

法律の衰退 (atrophy) とは、仲裁が訴訟と異なり通常意見を求められないために先例とならないため、仲裁が一般化すると法律の発達を阻害するという見解である⁵³。この問題については、以下のような反論が可能である。まず、他の紛争とは異なり、株主訴訟は、すでにSEC、証券取引所および金融取引業規制機構 (FINRA) 等のいくつかの番犬の下にある。これらのグループのいずれかが仲裁人に意見書を要求することができるかまたは仲裁プロセスを研究することができて、調整を要求することができる。これらの規制当局が投資家を保護して、資本市場の効率を改善するためにインセンティブを有するためにその命令を維持するので、法律は発展し続ける⁵⁴。次に、仲裁の導入により量および質の見地から現状が悪化することは考えにくい。2011年には188件の連邦証券クラスアクションが提起されているが⁵⁵、1996年から2011年の間、連邦

51 Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 247 (1988).

52 Bloomberg-Schumer Report, supra note 22, at 103;定款変更により株主不利益が生ずる場合に株式買取請求権を認める法制もある。See, e.g., New York Bus. Corp. Law § 806(b) (6). Del. Code Ann. tit. 8, § 202(b).

53 Jennifer J. Johnson & Edward Brunet, Arbitration of Shareholder Claims: Why Change is Not Always a Measure of Progress 28, 4 available at <http://SSRN.com/abstract=1112826>.

54 Weitzel, supra note 8, at 93.

55 Cornerstone Research, supra note 46, at 1.

証券クラスアクションの60%が自発的に却下されるかまたは和解されており、上訴まで持ち込まれるケースはさらに少ない⁵⁶。すなわち、先例となる決定を発生させるには何百もの訴訟が必要であるが⁵⁷、現状の件数としては少ない。さらに、決定の品質も疑問である。裁判官は、概して、証券クラスアクションを扱っているごくわずかな経験しか有しないからである⁵⁸。したがって、仲裁を採用しても指摘されるような法律の衰退は生じないとされる。

関連する批判として透明性の欠如がある。透明性は将来の訴訟当事者および立法者を誘導するほか、不正行為者に評判の損害を与え、抑止効果を増大させる⁵⁹。前述のように仲裁人がその決定に関する意見を表明することを求められないので、仲裁は概して透明性を欠いているとされる。しかしながら、和解においても株主は結果だけを報告されることが多い⁶⁰。株主は、和解交渉、議事録または内部評価を審査する権利を有しない。現状の高い和解率を前提にすると、透明性については仲裁を採用してもそれほど悪化することにはならないだろうとの反論がある。

仲裁の実施形式としては、基本定款と付属定款が考えられる。まず、デラウェア州においては、基本定款は会社、取締役および株主の権限の発生、定義、制限及び規制に関する規定である⁶¹。デラウェア衡平法裁判所は直接、仲裁に言及しないが、仲裁合意がフォーラム選択 (forum-selection) 条項として分析され、基本定款改正として実施されることを示唆する⁶²。さらに、デラウェア一般会社法では基本定款の改正について株主投票を要求する⁶³。

56 Id. at 18.

57 Romano, supra note 38, at 85; see also Jeffrey A. Sanborn, Note, The Rise of “Shareholder Derivative Arbitration” in Public Corporations: In Re Salomon Inc. Shareholders’ Derivative Litigation, 31 Wake Forest L. Rev. 337, 339 (1996).

58 2011年に連邦証券クラス・アクションに関する議長をしている裁判官の経歴の研究で、過去に3件以上のクラス訴訟略式判決申立てに関して裁決した裁判官はいなかったことが示された。Cornerstone Research, supra note 23, at 19-20.

59 Johnson & Brunet, supra note 53, at 30.

60 もっとも重要な和解条項はフォーム 8-Kで開示される。See U.S. Sec. & Exch. Comm’n, Current Report: Pursuant to Section 13 OR 15 (d) of The Securities Exchange Act of 1934 (Form 8-K) Item 1.01.

61 Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(1).

仲裁規定は付属定款に含めることも可能である⁶⁴。ただし、いくつかの問題点がある。第一に、仲裁規定が株主の権限を制限するものであれば基本定款に含まれる必要がある⁶⁵。もっとも連邦最高裁はこのような見解を否定している⁶⁶。第二に、付属定款が株主の同意なしに取締役によって定められる場合、株主が仲裁に同意したという主張を弱める。この点は前述のように株主には仲裁に関して投票の機会があったか、一方的に付属定款を改正する取締役会権限を認められたか、あるいは仲裁を反映した価格で株式を取得したかのいずれかである⁶⁷。第三に、付属定款が株主によって一方的に採用される場合、実質上取締役会の経営者の権限を制限する付属定款を禁止するデラウェア一般会社法に違反するかもしれない⁶⁸。しかし、仲裁が手続的であり、実体的でないためこの主張は失敗するだろう⁶⁹。株主訴訟に合理的に無関心な経営者が仲裁規定を争う可能性も低い。第四に、取締役の受託者責任の行使を禁ずる場合、株主採用の仲裁付属定款は無効だろう⁷⁰。もっとも、仲裁に異議を唱える側が現在の紛争の仲裁が取締役の受託者責任に違反することを示さなければならないが、そのような証明は成功しそうにないであろう⁷¹。

仲裁の長所を肯定しながらも、両当事者が訴訟を好むタイプがあるとする見解もある。この見解によると、伝統的な仲裁とクラス仲裁との相違があるため、後者においては紛争解決の方法に合意する必要がある⁷²。証券クラスアクション

62 See, e.g., *Rodriguez de Quijas v. Shearson/Am. Express, Inc.*, 490 U.S. 477, 482-83 (1989); see also *Mitsubishi Motors Corp. v. Soler Chrysler-Plymouth, Inc.*, 473 U.S. 614, 630 (1985).

63 Del. Code Ann. tit. 8, § 242(a), (a)(3), (b) (1998).

64 *Id.* § 109(b) (1998).

65 *Id.* § 102(a)(4).

66 See *Rodriguez de Quijas*, 490 U.S. at 486.

67 See *Kidsco Inc. v. Dinsmore*, 674 A.2d 483, 492 (Del. Ch. 1995).

68 *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A.2d 227, 234, 234 n. 11 (Del. 2008).

69 *Id.* at 235.

70 *CA, Inc.*, 953 A.2d at 238.

71 Weitzel, *supra* note 8, at 100.

72 *Stolt-Nielsen S.A. v. Animalfeeds Int'l Corp.*, 130 S. Ct. 1775 (2010) (No. 08-1198).

ンおよび派生訴訟は、会社の被告が重大な責任を負う異例の結果を恐れる社運を賭けた (bet-the-company) 紛争の枠組み事例であることも多い⁷³。それゆえ、意味がある司法審査は重要であるとする⁷⁴。

こうした仲裁に対して、反対する原告側の弁護士が提示する問題点について、肯定論はどのように反論するかいくつかの点を検討してみたい。第一に、取締役が一方的に仲裁付属定款規定を含める場合、株主原告は取締役が不当威圧または圧倒的交渉力を有すると主張するかもしれない⁷⁵。しかしながら、仲裁規定は株価に反映されているはずであり株主を不当に取り扱っていることにはならない。また、デラウェア州裁判所によると、誠実かつ公平な者が賛成しないような場合に限って「非良心性または不公正さ」が問題となる⁷⁶。仲裁は嫌がらせ訴訟インセンティブを削減し、価値のある訴訟でより速い執行を提起することによって、株主に利益を与えるため、裁判所が仲裁規定を非良心的であると認定する可能性はほとんどないと反論されている⁷⁷。なお、連邦仲裁法 (Federal Arbitration Act) から見て良心的かどうかとも問題となる。個々の仲裁請求を提起するため連邦証券詐欺請求を証明する費用は、通常、小規模リテール投資家に関する実行不可能な個々の請求を押し進めることをするほど大きい⁷⁸。規制当局が発行者に執行訴訟を提起しない限り、これらのコストは莫大である。したがって、小規模リテール投資家を救済不足にするかもしれない。この問題への対応として個別消費者に魅力的な仲裁救済方法 (電話や仲裁付託書) が必要であるとされている⁷⁹。

73 Christopher R. Drahozal & Stephen J. Ware, Why Do Businesses Use (or Not Use) Arbitration Clauses?, 25 Ohio St. J. on Disp. Resol. 433, 454-56 (2010).

74 See Brief of the Chamber of Commerce of the United States of America as Amicus Curiae in Support of Petitioners at 16-17, Stolt-Nielsen, 130 S. Ct. at 1758.

75 See Rodriguez de Quijas v. Shearson/Am. Express, 490 U.S. 477, 483-84 (1989).

76 Tulowitzki v. Atl. Richfield Co., 396 A.2d 956, 960 (Del. 1978).

77 See Sara Lewis, Note, Transforming the “Anywhere But Chancery” Problem Into the “Nowhere But Chancery” Solution, 14 Stan. J.L. Bus. & Fin. 199, 202-03 (2008); Ted Mirvis, Anywhere But Chancery: Ted Mirvis Sounds an Alarm and Suggests Some Solutions, 7 M&A J. 17, 18 (2007), available at http://www.wlrk.com/docs/Mirvis_-_%20anywhere_but_chancery.PDF; see also Allied-Bruce Terminix Cos. v. Dobson, 513 U.S. 265, 280 (1995).

第二に、仲裁規定が採用される前に購入した株主は、彼らが裁判所の継続した利用可能性で確定された利益を有すると主張するかもしれない。この点に関しては、取締役が一方的にそれらを改正するために権限を与えられる場合、株主が付属定款規定に確定された権利を有しないとされている⁸⁰。

第三に、仲裁規定採用の前に購入した株主は、株式を購入するときに、彼らが裁判所の利用可能性に依存したと主張する。禁反言の要素である不利益的信頼 (detrimental reliance) という主張である。しかし、この信頼は合理的でなければならず、デラウェアでは会社が取締役会によって一方的に付属定款改正を許容する場合、当事者が一定の状態を維持している付属定款に合理的に依存することができないとされる⁸¹。

第四に、仲裁規定が取締役会によって、または、少数株主の異議にかかわらず株主の過半数によって一方的に採用される場合、原告は、改正が誠実で公正な取り扱いの義務に違反すると主張するかもしれない。この点、デラウェア州裁判所は、付属定款を有効と推定し、それらが「明確に不公平な目的で採用され、不公平な効果を有する。」場合のみそれらを拒絶する⁸²。しかしながら、仲裁規定は専門的フォーラム選択条項であるが、デラウェア衡平法裁判所は、会社がフォーラム選択条項をそのガバナンス文書に含むことができることを示唆する⁸³。したがって、デラウェア州裁判所は仲裁付属定款改正が不公平な目的または効果を有すると認定する可能性はほとんどないだろうとされる。

第五に、フォーラムが「原告がその発言機会を実際には奪われるほど深刻に困難および不都合な」場合、フォーラム選択条項は強行不可能である⁸⁴。実際、

78 虚偽、重要性、効率的市場、故意、因果関係および損害額等の証明である。See *Dura Pharms., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 (2005)。機関投資家は、損失がそれを費用効率が高くするのに十分大きいかぎり、彼らはアメリカ仲裁協会等の仲裁フォーラムで個々の証券アクションを提起することが可能である。Demand for Class Arbitration, President and Fellows of Harvard Coll. v. JSC Surgutneftegaz, American Arbitration Association, AAA No. 11 168 T 01654 04, June 29, 2004, available at <http://www.adr.org/si.asp?id=3544>.

79 *AT&T Mobility LLC v. Concepcion*, 131 S. Ct. 1740, 1744 (2011).

80 *Kidsco Inc. v. Dinsmore*, 674 A.2d 483, 492 (Del. Ch. 1995).

81 *Kidsco*, 674 A.2d at 493 n. 7.

82 *Hollinger*, 844 A.2d at 1080.

83 *In re Revlon, Inc. S'holders Litig.*, 990 A.2d 940, 960-61 (Del. Ch. 2010).

仲裁はデラウェアまたはニューヨークに限られているが、これらの会社の中心地に限定される困難は、「仲裁紛争解決のために際立った連邦政策によって補強されるフォーラム選択条項の執行に賛成する強力な推定」によって合理化されるであろう⁸⁵。

これまで証券詐欺クラスアクションへの仲裁導入に積極的な立場の論拠を中心に見てきたが、以上の検討においては証券規制としての視点が欠落している。すなわち、証券取引所法29条(a)項の証券法条項の遵守に関する権利放棄を無効と定めており、SECは従来から仲裁の採用がこの規定に違反するとする立場を堅持している⁸⁶。その意味では証券詐欺クラスアクションの紛争類型に仲裁を導入するためにはこうした証券法制上の問題を克服することが必須ともいえよう。そこで、次に証券取引所法29条(a)項の議論の展開や近時の判例の動向について検討し、仲裁の導入可能性について探ることとしたい。

84 M/S Bremen v. Zapata Off-Shore Co., 407 U.S. 1, 18 (1972).

85 Mitsubishi, 473 U.S. at 631.

86 See Order Approving Proposed Rule Change Relating to the Exclusion of Class Actions From Arbitration Proceedings, 57 Fed. Reg. 52,659, 52,660 (Oct. 28, 1992).