

ディスクロージャーの実効性確保 民事責任と課徴金

くろぬまえつろう
黒沼悦郎

Ⅰ 要 旨

本稿は、証券取引法上の民事責任および課徴金について、主としてディスクロージャーの実効性を確保するという機能に着目して、検討を加えることを目的とする。

本稿は3つのパートから成る。では、証券取引法上の民事責任について刑事責任との比較を試みたのち、現行の民事責任規定の不備を指摘する。続いて、一般私法規定と比較した民事責任規定の特徴を明らかにし、それぞれの特徴の理論的・政策的可否を検討する。平成16(2004)年の証券取引法改正により、継続開示書類に関する発行者の無過失責任、および当該責任に関する損害額の推定規定が設けられた。本稿では、改正の趣旨、改正法の解釈、改正の影響について分析を加え、いくつかの問題点を指摘している。

エンロン事件後の米国において、会計不正を抑止するために、引受証券会社、会計監査人等のいわゆるゲートキーパーに厳格責任(無過失責任)を負わせるべきだとの議論が学説においてなされている。では、ゲートキーパーに法的責任を課すことの意味、無過失責任のメリット・デメリットを明らかにしたのち、これに関する学説の議論を紹介する。そこでは、ゲートキーパーに無過失責任を課すことの意味、最低責任額を法定する必要性および方法、無過失責任化がゲートキーパー市場に及ぼす影響について、興味深い議論がなされていることが明らかにされる。

では、平成16年の証券取引法改正により導入された課徴金制度について、その導入の経緯、課徴金の対象と金額の算定方法を説明し、課徴金の額が違反者の経済的利得相当額に限定されているのでは十分な抑止効果が発揮できないことを論じる。続いて、本稿の検討対象である発行開示違反に対する課徴金、および平成17(2005)年改正で導入された継続開示違反に対する課徴金について、それぞれ解釈上・立法上の問題点を検討する。さらに、課徴金と没収・追徴ないし罰金との併科の是非について、二重処罰の禁止との関係、課徴金制度の趣旨から整理を試みる。最後に、課徴金制度の将来展望として、運用上の課題、立法上の課題を明らかにし、クラス・アクション制度が存在せず零細な投資者の保護が十分に図られていないわが国において、課徴金制度に損害填補機能を持たせるよう改革を行うことの重要性を指摘する。

キーワード：ディスクロージャー、民事責任、ゲートキーパー、課徴金

本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

まえがき

ディスクロージャーとは、証券の発行者等に、投資判断にとって重要な情報を開示するよう求め、投資者の投資判断に資するとともに、情報にもとづいた市場価格が実現するよう確保する制度である。証券発行者の行うディスクロージャーの手段としては、法律上のものとして、有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書があり、自主規制によるものとして、取引所の上場規則によるタイムリー・ディスクロージャーがある。さらに、取引所で行うタイムリー・ディスクロージャー以外にも、企業は常に情報を発信しているはずであり、それらの任意の情報開示もここでのディスクロージャーに含まれる。

法定開示書類に虚偽記載がある場合、訂正届出書の提出命令等の行政処分の対象となり、重大な虚偽記載については刑事罰が科せられる。刑事制裁の適用は、法文上は、虚偽記載のある法定開示書類の提出者、すなわち会社を代表してこれを提出した者に限定されているが、虚偽記載のある法定開示書類を作成した者、故意に虚偽の監査証明を行った公認会計士等は、虚偽書類提出罪の帮助犯として処罰の対象となる。また、虚偽の監査証明を行った公認会計士については、一定の行政処分の対象になるとともに、公認会計士法上の制裁を受けることになる。

タイムリー・ディスクロージャーについて取引所の規則違反があったときは、開示注意銘柄への指定、改善報告書の提出等の自主規制による制裁が加えられ、違反が繰り返されるような場合には、上場廃止処分が下される。タイムリー・ディスクロージャーや会社が任意に行う情報開示が、詐欺罪、風説の流布等の構成要件を満たすときには、刑事罰が科せられる可能性もある。

以上のような行政上、自主規制上、刑事上の制裁は、それぞれディスクロージャーの実効性（真の情報が遅滞なく開示されること）を確保するための仕組みであるが、関係者に課せられている各種の民事責任も、実効性確保のための仕組みの一部を構成している。また、平成16(2004)年の証券取引法改正で新設された課徴金制度も、ディスクロージャー違反と不公正取引の双方に適用されるものの、前者についていえば、ディスクロージャー違反を抑止するための制度といえる。

そこで、以下では、ディスクロージャーにおける情報の真实性を確保するための民事責任規定および課徴金制度に焦点を当てて、民事責任規定の機能・特徴をできるだけ横断的に分析し、問題点を抽出し、若干の検討を加えたい。課徴金制度についても、導入の経緯、理論上の問題点、および今後の課題について論じることとする。なお、本稿は平成18年改正前の証券取引法について検討を加えるものであるが、その内容は平成18年改正後の金融商品取引法についても妥当する。

証券取引法における民事責任規定

1. 民事責任の機能

民事責任には、損害填補機能と違法行為抑止機能があるといわれている¹。証券取引法のような経済法においては、民事法に比べて、とくに違法行為抑止機能の側面が重要である。

違法行為を抑止するためには、民事責任よりも刑事責任の方が効果的であり、とくに、刑事罰を受けることによる社会的制裁が重い日本においてはそうだと指摘されている。しかし、そのことは否定できないとしても、いくつかの注意が必要である。

第1に、刑事罰は、すでに犯罪に手を染めてしまった者（例えば、粉飾決算を開始した者）にとって、そこから引き返すインセンティブを与えることができない点で、抑止効果に限界がある。

第2に、刑事責任の効果を高めるために、罰則を引き上げるとすると、犯罪者を犯罪から引き戻せる時点が早く到来してしまい、かえって犯罪者を追い込む結果となってしまう。アメリカではエンロン事件等の不正会計事件を受けて、サーベンス=オックスリー法が制定され、ディスクロージャー違反について刑事罰が大幅に引き上げられたが、それに対しては、このような批判がなされている²。

第3に、刑事制裁は原則として故意犯のみを対象としているため、事情を知らなければ処罰の対象とならない。これに対し、民事責任は過失責任が原則であり、過失がなければ責任を負わないので、民事責任を課すことにより、行為者に注意を払わせ、違法行為を抑止することができる³。

例えば、証券発行の際に公開される有価証券届出書および目論見書に虚偽記載があったときには、発行会社の取締役・監査役、監査証明をした公認会計士・監査法人、元引受証券会社、目論見書を使用した証券会社等が、過失責任を負う旨が定められている（証券取引法21条。以下、「証券取引法」の条文の引用に限り法律名を省略する。）。このように多くの者に過失責任を負わせることによって、同法は有価証券届出書・目論見書の記載内容に注意を払わせているのである。

1 Tamar Frankel, "Implied Rights of Action," *Virginia Law Review*, Vol.67, No.3, p.555 (1981).

2 Larry E. Ribstein, "Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," *Journal of Corporation Law*, Vol.28, No.1, p.21 (2002). サーベンス=オックスリー法の抑止効果全般については、Michael A. Perino, "Enron's Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," *St. John's Law Review*, Vol.76, No.4, p.671 (2002) を参照。

3 Steven Shavell, *Economic Analysis of Accident Law*, Harvard University Press, pp.5-31, 127-150 (1987).

2. ディスクロージャーに関する民事責任規定

(1) 規定の不備

イ. 半期報告書・臨時報告書

証券取引法上の民事責任規定は、制定から50年以上が経過した現在でもなお、不備が多いという点を指摘しておかなければならない。発行者によるディスクロージャーのうち、半期報告書および臨時報告書の制度は昭和46(1971)年の改正で導入されたが、これらの書類に虚偽記載や記載漏れがあった場合の関係者についての民事責任は、平成2(1990)年の改正により、ようやく定められた。

ロ. 発行者の責任

有価証券報告書・半期報告書等の継続開示書類に虚偽記載があった場合の発行者自身の責任は、平成16年改正により、初めて導入された(21条の2)。もっとも、発行者の責任規定がなかったのには、理由がないわけではない。有価証券届出書に虚偽記載があった場合、発行者は証券発行によりその対価を納めているので、発行者に民事責任を課しても、適正な価格で資金を調達したのと同じ状態にするだけだから問題はない。それに対して、有価証券報告書に虚偽記載があった場合、発行者は資金を取得していないので、投資者に対し発行者が損害賠償をすることは、出資の払戻しに当たり、許されない。このような考え方が残っていたものと思われる。しかし、違反者が利得を得ていないが、被害者が損害を受けるという事態は、不法行為では一般的なことであり、そのことが違反者に責任を課さない理由にはならない。そこで、学説は、発行者は一般不法行為(民法709条)の規定により損害賠償責任を負うと解してきたが⁴、不法行為責任では被告の過失を原告の側で証明しなければならない点で、原告に不利である。平成16年改正で、ようやく発行者の責任が規定されたものの、当該責任が無過失責任とされた点がかえって問題を複雑にしている(後述(2)ト・参照)。

ハ. 請求権者の限定

有価証券報告書等の継続開示書類に虚偽記載があった場合、発行者・取締役・監査役・執行役・監査法人等は、有価証券を取得した者に対して損害賠償責任を負う(24条の4)。発行者が株価を引き上げるような情報を有価証券報告書等に記載せず、その結果、安い価格で株式を売却した者は、虚偽記載による損害を被ったといえるが、証券取引法は、株式を売却した者に対する責任を規定していない。

損害賠償の請求権者を有価証券の取得者に限定することは、証券取引法の母法といえるアメリカの連邦証券規制にもなく、学説からも批判されている⁵。しかし、

4 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代法学全集 52 現代の経済構造と法』516頁注(5) 筑摩書房、1975) 神崎克郎『証券取引法』296頁(青林書院、新版、1987)。

5 近藤光男ほか『証券取引法入門』321頁(商事法務、新訂第2版、2003)。

いっこうに改まる気配がなく、流通市場における発行者の責任を定める新しい規定である証券取引法21条の2も、請求権者を証券の取得者に限定している。

(2) 民事責任規定の特徴

イ．請求権者からの売買を行わなかった者の除外

虚偽の情報を信頼した結果、売買を行わなかった者は、保護の対象にされていない。もっとも、このような限定は、規定の不備というよりも、証券取引法上の民事責任の特徴をなすものであるといえる。アメリカでは、この点は解釈問題とされており、最高裁は、売主と買主のみが原告になりうるとしている。その根拠は、売買を行わなかった者にも請求権を認めると、濫訴のおそれがある点に求められている⁶。

売買を行わなかった者は行動を起こしていないから、保護の対象にならないという議論がありうるかもしれない。しかし、その者も「買わない」、「売らない」という投資判断をしているのであり、この点で作為と不作為を区別する理由はない。

たしかに、真の情報が開示されていれば当該証券を購入していたであろうという主張を認めると、誰でも訴訟を提起できることになるから、濫訴のおそれがある。しかし、真の情報が開示されていれば、もっと早く当該証券を売却していたであろうという主張は、当該証券の保有者にしかできないため、当該証券の保有者が限られている以上、主張を許しても、それほど濫訴のおそれがあるとはいえない。このような主張は、不法行為法で認められるのかが問題になろう。

また、たとえ、売買を行わなかった者には原告適格が認められないとしても、次のようなケースはどうであろうか。粉飾決算の事実が秘匿されているうちに会社の業績が悪化し倒産に至ったため、粉飾決算が継続している間に証券を取得した者が、会社が倒産するまで当該証券を保有し、証券が無価値となった場合である⁷。このケースでは、投資家が被る損害は、理論上は、「取得時における当該証券の真の価格と実際の取得価格との差額」であるが、粉飾決算が発覚しなかったために後続損害を回避することができなかったわけであるから、後続損害を含む損害の賠償を認めてよいのではないかと考える。そして、そのような損害賠償を認めることは、真の情報が開示されていれば、もっと早く証券を売却していたであろうという主張を認めることに繋がるのであり、証券を売却しないという投資判断をした投資家を保護の対象に含めることに繋がるのである。

ロ．請求権者からの悪意者の除外

証券取引法上の民事責任のいずれの条項も、記載が虚偽であることを知っていた者を請求権者から除外している（18、21条等）。悪意の者が保護されないことは、衡平の観念から導かれる普遍的な法原則であるが、証券市場を通じて投資者が取引する場合には、当てはまらない可能性があるのではないかと考える。

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

7 山一証券の破綻（1998年）はこのようなケースであった。

虚偽の情報が証券市場に向けられている場合、証券の市場価格は虚偽情報を反映して形成されるため、投資家は、いくら真実の情報を知っていても、市場で取引をする以上、真の情報を反映した価格との差額分の損失を等しく被る。一般投資家は、真実の情報を自ら公表して株価に反映させる適切な手段を有していないので、取引の前に株価を是正することもできない。真実の情報を知っているのであれば、不利な価格で取引をしなければよいのかもしれないが、例えば借金返済のため株を換金せざるを得なかったとか、契約上、市場で当該証券を購入する義務を負っていた等、経済的ないし法的な理由から取引をせざるを得ない場合も考えられる。

このように、少なくとも市場で取引が行われるケースでは、当該投資家が情報を知っていたかどうかは重要なのではなく、市場が情報を知っていたかどうかは重要なのであり、悪意者に請求権を認めるべき場合があるのではないと思われる。

八．利得者の存在

虚偽の情報により市場価格が歪められているとき、市場取引においては、一方の当事者が損失を被り、他方の当事者は利得を受ける。理論的には、他方当事者は、一方当事者に対し、不当利得を返還する義務を負うことになる。実際には、一方当事者が他方当事者から利得を返還してもらうことは難しいので、発行者やその関係者の責任を追及するであろう。すると、虚偽記載等により利得を受けた投資家を、どう扱うかという問題が残ることになる。この問題は、損害が市場取引を通じて生じることに由来するものである。

現代では多くの投資家は分散投資をしているので、虚偽記載が行われた証券について、売主になっていることもあれば、買主になっていることもある。一方で損をしても、他方で得をしており、全体を総合すれば、投資家は損失を被っていないという指摘がよくなされる⁸。この議論は、ディスクロージャーに関する違法行為の抑止は、民事責任の賦課とは別の制裁によるべきだとするものであり⁹、虚偽記載により損害を被った投資家による損害賠償請求権を否定するものではない。

二．証明責任の転換

虚偽記載の民事責任に関する限り、証券取引法では、被告側に過失の証明責任が転換されている。そこでも、違反行為と損害との間の因果関係についての一般的な議論に照らして、興味深い規定がある。例えば、証券取引法21条2項1号によると、有価証券届出書提出会社の役員は、記載が虚偽でありまたは欠けていることを知ら

8 Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, "Optimal Damages in Securities Cases," *University of Chicago Law Review*, Vol.52, No.3, p.641 (1985); Janet Cooper Alexander, "Rethinking Damages in Securities Class Actions," *Stanford Law Review*, Vol.48, p.1502 (1996); Adam C. Pritchard, "Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers," *Virginia Law Review*, Vol.85, No.6, p.940 (1999).

9 Easterbrook and Fischel, *supra* note 8, pp.639-644; Alexander, *supra* note 8, pp.1508-1520; Pritchard, *supra* note 8, pp.983-1015.

ず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明すれば、責任を負わない。これは、相当な注意を実際に用いたことを免責の要件とするものであり、相当な注意を用いなかった場合には、「たとえ相当な注意を用いたとしても、粉飾が巧妙だったので見抜けなかったであろう」という、因果関係不存在の主張を許さない趣旨の規定であると解される。会社法429条2項（虚偽の目論見書等に関する取締役の第三者に対する責任）や、一般不法行為の規定によって責任追及がなされるときは、任務を懈怠した取締役に因果関係不存在の立証を許す解釈になると思われるが、立法論としては、それでよいのかが問題になろう。

ホ．損害額の法定

証券取引法19条は、有価証券届出書に虚偽記載があった場合に、募集・売出しに応じて有価証券を取得した者に対する発行者の責任について、ユニークな規定を置いている。すなわち同条は、請求権者が当該証券の取得について支払った額から、請求時の市場価額（市場価額がないときは、その時点における処分推定価額）請求時より前に当該証券を処分したときは、その処分価額、を引いた額を、発行者が賠償すべき額と定めている。

このような規定が置かれたのは、発行市場において、発行者と投資者は直接または間接の契約関係に立つから、虚偽記載があった場合には契約を取り消して当事者を契約前の状態に置くのと同じ効果のある損害賠償を与えるべきであるという考え方によるものと考えられる。アメリカの判例では、このような考え方を原状回復方式（rescissory damage measure）と呼んでいる¹⁰。

アメリカの判例上、虚偽記載があったときの損害額は、原則として、取引時の真の価格と実際の取引価格との差額であると解されており、これを現実損害賠償方式（out-of-pocket measure）というが¹¹、原状回復方式はその特例をなしている。

原状回復方式が用いられるのは、取引後の証券の価格変動リスクを被告に負わせるべきだと判断されるような場合であり、その典型例として、証券発行の場合、証券外務員の不当勧誘により証券を購入した場合の損害賠償等が考えられる。届出書の効力発生前の証券の売付け、目論見書の交付義務違反にもとづく損害賠償責任（16条）も、原状回復方式をとるべき場合の適例であろう。証券外務員の不当勧誘の場合は、民法709条の解釈の問題になるが、「当該不実表示がなければ、当該証券を購入しなかったであろう」ことが証明されれば、原状回復方式による損害賠償が与えられるべきであろう。つまり、証券取引法上の民事責任規定によるのであれ、不法行為法によるのであれ、損害賠償額の算定方法、あるいは因果関係のある損害の

10 James D. Cox, Robert W. Hillman, and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Publishers, p.698 (4th ed., 2004); 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』120頁（弘文堂、第2版、2004）参照。

11 Cox *et al.*, *supra* note 10, p.697; Robert B. Thompson, "'Simplicity and Certainty' in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5," *The Business Lawyer*, Vol.51, p.1191 (1996).

捉え方は、決して1つではなく、類型に応じて異なるのではないかと考えられる¹²。

なお、発行開示違反を原状回復方式が当てはまる類型と捉えると、証券取引法19条の規定は不徹底であることが分かる。同法19条2項は、発行者が、証券の市場価額の値下がりや虚偽記載以外の事情によって生じたことを証明した場合には、損害賠償額が減額される旨を定めているが、虚偽記載後の価格変動リスクを被告に負わせるべきだとすると、このような減額の抗弁を認めるべきでないからである。

へ．損害額の推定

継続開示書類に虚偽記載があった場合の発行者の責任を定める証券取引法21条の2第2項は、虚偽記載の事実が公表されたとき（虚偽であることが公表されたとき）に、その公表前1ヵ月間の当該証券の平均市場価額と、公表後1ヵ月間の平均市場価額との差額を、虚偽記載により生じた損害の額とすることができると定めた。

この規定は、原告側が虚偽記載により生じた損害の額を立証することが困難であり、そのため証券取引法違反に対する民事訴訟がほとんど提起されていないことから、原被告間の立証の負担のバランスをとったものであると説明されている¹³。

この規定は、虚偽記載が発覚したことによる相場の下落を投資家が被った損害とみて、これを賠償させるようにみえるかもしれない。しかし、この規定は、「取引時のあるべき市場価額と実際の市場価額との差額」を投資家の損害とみただけで、虚偽記載発覚時の相場の下落を、そのような損害に近似するものとして取り上げていることが、立法担当者の解説でも明らかにされている¹⁴。すなわち、現実損害賠償方式をベースとしたものであるといえる。

ただし、この推定方式だと、虚偽記載の発覚までの間に、真実の情報が少しずつ漏れ株価が徐々に下落していった場合には、公表前後の相場の下落幅が小さくなり、推定損害額が低く抑えられてしまうという欠点がある。

また、損害額の推定規定が発行者の責任に限定されてしまったことから、この規定を他の民事責任規定に類推適用できないかが、問題になる。立法が適用を限定したことを考慮すると、類推適用は難しいように思われるが、立証の困難な損害額を裁判官の判断により認定できるとする民事訴訟法248条を通じて、本条の推定規定の内容を実質的に適用できる場合とはどんな場合なのかの検討がなされている¹⁵。

12 詳しくは、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（3）」法学協会雑誌106巻2号193頁以下（1989）を参照。

13 岡田ほか「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」商事法務1705号50頁（2004）。

14 岡田ほか・前掲注13）53頁。

15 斎藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔中〕」商事法務1718号35頁（2004）。

ト．無過失責任

証券取引法の平成16年改正による継続開示書類に関する発行者の責任規定（21条の2）は、無過失責任として定められた。無過失責任にするということは、平成15（2003）年12月の金融審議会金融分科会第一部会（以下、「第一部会」という。）の報告書¹⁶が提案するところではなく、第一部会では議論もされていない。無過失責任にした理由を、立法担当者は、開示書類に虚偽記載がある場合、発行者に故意・過失がないということは考えられず、無過失による免責を認めるべきでないからであると説明している¹⁷。しかし、有価証券報告書に虚偽記載があったにもかかわらず、発行者に過失がないことは、いくらでもありうる¹⁸。有価証券報告書の記載事項の中には、「大株主の状況」のように社外の情報が含まれているからである。なお、ここでは、法人の過失・無過失は、法人の業務として当該行為を行う自然人の過失・無過失によって判断するという立場をとる。そうだとすると、無過失による免責を認めるべきではないといい切れるかどうかについては、疑問が残る¹⁹。

過失責任では、過失の判断によって相当因果関係のある損害の範囲が決定されるが、無過失責任では、相当因果関係のある損害の範囲を画する基準がないという考え方もあろう。その考え方からは、証券取引法21条の2について、無過失責任にしたために損害額の推定規定を置いたのだという説明ができそうである。しかし、損害額の推定規定を置くためには無過失責任にしなければならなかったとは、いえないであろう。過失責任について損害額の推定規定を置くことに、全く問題はない。

なお、無過失責任だからといって義務の内容が確定しないことはない。虚偽記載による民事責任では、開示書類に虚偽記載をしないことが行為者の義務内容だからである。したがって、虚偽記載のある書類の公表と相当因果関係のある損害は、過失の有無や義務射程を持ち出さなくても、合理的に確定することができる。

過失責任のルールと比較して無過失責任のルールを支持する理論的な根拠としては、無過失責任の方が、法令を遵守するインセンティブが高まる、裁判所が責任の有無を判断するに際して、過誤を犯すリスクが低くなる、行為者が、その行為の社会的コストを全部負担することになるので、最適レベルの行動量が達成されるといったことが、伝統的に挙げられてきた²⁰。これを継続開示の虚偽記載に置き換えると、は、その企業にとって、公衆から資金調達をすることのメリットが虚偽記載によって社会が被る害を上回っている企業だけが、上場できる、換言すれば、資本市場にアクセスできるということを意味する。

より具体的にいうと、発行者の責任を無過失責任としたことで、虚偽記載があれ

16 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」3（1）（平成15年12月24日）。

17 岡田ほか・前掲注13）51頁。

18 西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載事件を参照。

19 黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号5頁（2004）。

20 Shavell, *supra* note 3, pp.5-18.

ば損害賠償が認められる可能性が高まり、投資家が損害賠償を請求するケースが増えることが予想される。発行者の責任は、これを取締役らに転嫁できないときは、会社のコストとなり、取締役らに転嫁できるときは、そのような潜在的な責任主体がコストの負担をおそれ、いずれにせよ上場をためらうことが考えられる。したがって、発行者の責任を過失責任から無過失責任に変更したことによって、短期的には上場企業が減少するか、その増加が抑制されると思われる。

ここで無過失責任化に付随する問題点を挙げておこう。第1に、発行者が損害賠償責任を果たしたときに、発行者の株主が代表訴訟を提起して、虚偽記載について取締役・監査役等の責任を追及することが予想される。このとき、取締役らに故意または過失があれば会社に対して責任を負い、過失がなければ責任を負うことはない。

第2に、発行者は虚偽記載の損害賠償責任を保険に付することができるかという問題が、実務上生じるのではないかとと思われる。この保険は賠償責任保険ということになるが、一般に、賠償責任保険の約款では、法令違反の行為、故意・重過失のある行為については保険者免責とされている。虚偽記載については、発行者に故意・重過失がなくても、法令違反だから保険者免責となるようにも思われる。しかし、通常、の法令違反とは、故意による法令違反、広く解するとしても重過失による法令違反を意味しており、軽過失または無過失の法令違反については保険の対象にしてよいのではないかと考える。

．ゲートキーパー責任論

1．ゲートキーパーとは

エンロン事件後のアメリカでは、会計不正を抑止するために、引受証券会社、会計監査人等に厳格責任（無過失責任）を負わせるべきだという議論がなされている（後掲3．参照）。もっとも、これらはいわゆるゲートキーパーの責任について論じているものであって、発行者の責任を論じるものではない。

ゲートキーパーとは、非行ないし違法行為を抑止するに当たり、当の違法行為者（第1次行為者）ではなく、第三者にその抑止を期待するものをいい、会社組織についてみると、会計監査人、引受人、弁護士、社外取締役等がこれに当たる²¹。行為者自身は違法行為をしても露見しなければ利益を得られることがあるので、第三者に違法行為を抑止する役割を負わせれば、行為者自身の行為を規制するよりも容易に違法行為を抑止することができる。

21 Reinier H. Kraakman, "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.2, No.1, p.53 (1986). これに対し、ゲートキーパーの定義をもう少し狭くとの見解もある。

ゲートキーパーが違法行為を抑止できるのは次の理由による。ゲートキーパーは、長年にわたる実務経験から巨大な評判に関する資本（reputational capital）を蓄積しており、証明を提供することにより、企業と投資家の間の情報ギャップを埋める役割を果たしているが、受け取る報酬はその役割に比べて極端に少ない。このため、ゲートキーパーは、依頼者からの報酬を得るために、虚偽記載等を見逃し、評判に関する資本を毀損するような不合理な行動はとらないはずである。エンロン事件では、アーサー・アンダーセンが会計不正を発見できなかったか、これに協力していたが、アーサー・アンダーセンは2300もの顧客を抱えており、エンロンのために評判を毀損するインセンティブはなかったことになる²²。

このメカニズムがうまく働けば、ゲートキーパーに法的責任を負わせる必要はない。しかし、ゲートキーパーが誠実に行動するように依頼者とゲートキーパーの間で完全な契約を締結することができない、優良なサービスを提供するゲートキーパーが劣等なサービスを提供するゲートキーパーの機会主義的な行動を阻止することができないので、評判に対する十分な投資を行わせる手段としてゲートキーパーに法的責任を課すことが必要になると説明されている（Kraakman(Reinier H.)教授の見解)²³。

このように、一定の市場では、仲介者がゲートキーパーとしての責任を果たせるよう、政府規制が介入し、不実表示をする発行者または質の低い発行者の市場参入を阻止すべきであるとする伝統的なゲートキーパー責任論に対し、これを批判する見解が登場した。すなわちChoi(Stephen)教授は、洗練された投資家は証券の質を検証する代替的手段を有しているので、ゲートキーパーの提供する保証は最小限度のもので足り、競争があれば、このような市場の選好を満たす保証者が登場するのに、ゲートキーパーに一律の責任を課すと市場の選好に応えることができないと批判する²⁴。そしてChoi教授は、当事者間の契約とゲートキーパーの一律の責任との中間形態として、ゲートキーパーが立法者の用意したセット・メニューの中から自らが負うべき義務を選択する自家製の責任制度（self-tailored liability）を提唱する。自家製の責任制度の下では、第1次違法行為者の責任は、ゲートキーパーの責任を補完し、あるいは市場の失敗を救済する補完的役割が与えられる。Choi教授はこれを証券法に及ぼして、法は引受人にdue diligence義務のように一律のゲートキーパー責任を課すのではなく、より穏健な方法で、引受人というゲートキーパーによる保証市場が成立するよう、手助けすべきであるとする²⁵。

この見解は注目すべきものであるが、エンロン事件の発覚によりゲートキーパーの機能不全が指摘されるよりも前の論稿であることに注意を要する。

22 なぜ巨大な会計事務所が一企業の不正に協力したかについては、さまざまな説明が試みられている。

23 Kraakman, *supra* note 21, p.53. 邦語による紹介として、野田耕志「開示規制における証券引受人の『ゲートキーパー責任』」商事法務1636号76頁（2002）を参照。

24 Stephen Choi, “Market Lessons for Gatekeepers,” *Northwestern University Law Review*, Vol.92, No.3, p.916 (1998).

25 Choi, *supra* note 24, pp.962-966.

2. ゲートキーパー責任のメリットとデメリット

社会政策としてみた場合に、第1次違法行為者に責任を負わせるのに加えてゲートキーパーに責任を負わせるメリットとデメリットはどこにあるだろうか。ここでは、Hamdani(Assaf)氏の論稿²⁶にもとづいて、現在の分析の到達点を紹介しておきたい。

第1次違法行為者に厳格責任を負わせることは、その者に違法行為の社会費用を内部化させ、行為のレベルを最適化させることになるため、社会的に望ましい。ゲートキーパーが、顧客の違法行為から生じると予想される社会的費用をサービスの対価に含め、これを顧客から徴収することができれば、顧客は違法行為の社会費用を内部化して行動することになるから、同じ結果（行為レベルの最適化）が生じる。

第1次行為者に加えてゲートキーパーに責任を負わせることのメリットは、ゲートキーパーに顧客（第1次行為者）の違法行為を監視させ、違法行為を行う顧客の市場参入を阻止しようゲートキーパーを仕向けることに求められる。厳格責任も過失責任も、ゲートキーパーによる監視行為のレベルを最適化することは可能であるが、前者では、ゲートキーパーが、賦課が予想される責任に照らして、第1次行為者に対する監視手段を選択することになるのに対し、後者では、裁判所または規制当局が、最適の監視行為を行わせるのに適当な「注意義務の程度」を確定しなければならない。一般に、ゲートキーパーの方が裁判所等よりも、監視行為のコストとベネフィットに精通しているから、過失責任よりも厳格責任を採用した方が最適の監視行為が実行される可能性が高いのである。

しかし、現実には、情報の非対称性ゆえ、ゲートキーパーは違法行為を行う意思を持った不法な顧客（wrongdoers）と遵法的な顧客（law-abiding clients）を区別できないため、Hamdani氏は3つのシナリオが出現しうるといふ。第1に、ゲートキーパーが設定するサービスの対価が遵法的な顧客にとって高くなりすぎ、遵法的な顧客が市場参入を諦める。第2に、ゲートキーパーは不法な顧客のみが残っていることを認知し、サービスの対価を引き上げるところ、この対価が不法な顧客が市場参入から得られる（不法な）利益を上回っていれば、不法な顧客も市場参入を諦める²⁷。この結果、市場は崩壊する。第1・第2のシナリオが成り立つ場合には、遵法的な顧客の市場へのアクセスが断たれることになり、これがゲートキーパー責任のデメリットである。第3に、上昇したサービスの対価が、なお遵法的な顧客が参入から得られる利益よりも小さいのであれば、遵法的な顧客も不法な顧客も市場へ参入する事態が生じうる。

26 Assaf Hamdani, "Gatekeeper Liability," *Southern California Law Review*, Vol.77, No.1, p.53 (2003).

27 このモデルでは、市場参入により不法な顧客が得る利益は、遵法的な顧客が得る利益よりも大きいことを前提としている。シナリオ1とシナリオ2は、連続して生起する事態の2つのポイントを示しているだけであることに注意を要する。

第1から第3のどのシナリオが出現するかは、ゲートキーパーがどれだけ違法行為を効果的に抑止できるかに依存する。ゲートキーパーの監視活動によって違法行為を抑止できる可能性が高くなれば、予想される責任コストはそれほど上昇しないから、ゲートキーパーのサービス提供対価もそれほど上昇せず、シナリオ2が出現する可能性は低くなり、第3のシナリオが出現する可能性が高くなる。第1のシナリオが出現する場合、ゲートキーパー責任の価値は、合法的な顧客が市場を去ることの社会的損失（デメリット）と市場にいる顧客の違法行為による害悪をゲートキーパーの監視行為によってどれだけ除去できたか（メリット）とを比較衡量して決定されることになり、後者が前者を凌駕していればゲートキーパー責任が正当化されることになる²⁸。第3のシナリオが出現する場合、ゲートキーパー責任のデメリットは生じておらず、メリットのみが生じているから、ゲートキーパー責任は望ましいことになる。

3. ゲートキーパーに厳格責任を負わせる見解

(1) 背景

エンロン事件では、社外取締役、投資銀行（引受人）、会計事務所、法律顧問といったゲートキーパーが多数いたのに、経営者による会計不正（粉飾決算）を抑止できなかったことが問題になった。これに対しサーベンス＝オックスリー法は、虚偽記載に対する罰則の強化、コーポレート・ガバナンスに対する規制強化、会計監査人の独立性の強化、役員の利益相反取引の規制強化によって対処しようとしている。このような対処の方法については、リスクを無視するアウトサイダーによる会社詐欺を、刑事罰の強化やモニターの独立性を高めることで抑止するのは不可能であり、規制の強化は内部者やモニターの株主価値を向上させるインセンティブを低下させるという批判も有力である²⁹。

そこで学説の中には、むしろゲートキーパーに無過失責任を負わせるべきだとの見解が現れている。

(2) Partnoy教授の見解

Partnoy (Frank) 教授は、ゲートキーパーが注意義務（due diligence）を尽くせば責任を負わず、注意義務の違反があれば責任を負う現在のシステムから生じるコストの問題は、ゲートキーパーに修正された厳格責任を負わせれば解決するという³⁰。Partnoy教授は、次のように提案する。現在のアメリカ連邦証券法11条（わが国の証券取引法18、21条に相当）を改正して、発行者だけでなく、その取締役、引受人そ

28 Hamdani, *supra* note 26, p.90.

29 Ribstein, *supra* note 2, p.1.

30 Frank Partnoy, "Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime," *Washington University Law Quarterly*, Vol.79, No.2, p.491 (2001).

の他すべての専門家の責任を無過失責任とすべきである。このときdue diligenceの抗弁は認められない。ただし、ゲートキーパーの役割に応じて責任の範囲および額を限定することができる。責任範囲の限定とは、例えば、法律顧問や引受人は財務諸表の不実記載について責任を負わないと定めることをいう。額の限定とは、発行者の責任の何パーセント分の責任を負うかということであり、これは基本的に契約によって定められるが、最低責任割合を法定し、あとは市場で決定されることになる。市場で決定されるとは、適正な責任割合の提示を伴う証券の発行は高い価格で行うことができるようになり、最低限の責任割合の提示しか伴わない証券の発行は成功しないということである。

Partnoy教授によれば、現行のゲートキーパーを巡る責任の不明確さは、ゲートキーパーの参入コストを高め（regulatory license）、ゲートキーパーにdue diligenceのための余計なコストをかけさせ（regulatory cost）、それらを投資家に転嫁することを許しているが、このような厳格責任を課すことにより、これらのコストは消失するという。Partnoy教授の構想では、発行者はちょうど証券詐欺のリスクを保険にかけ、ゲートキーパーがその保険を引き受けることになる。

（3）Coffee教授の見解

これに対しCoffee（John C., Jr.）教授は、行為者に無過失責任を負わせれば、行為者は行為の社会的コストを負担することになるという点で無過失責任が優れているとしつつ、いくつか、その欠点を指摘する³¹。第1に、ゲートキーパーは、事前の段階で、正直な顧客を詐欺的な顧客から区別できないので、両者に割高の同額の報酬を要求する。その報酬は正直な顧客には高すぎるので、正直な顧客は市場から撤退してしまう。いわゆる逆選択（adverse selection）が起こるのである。第2に、厳格責任を負わせると、一顧客のために倒産するリスクが生じるので、例えば会計事務所は監査業務を提供することをやめ、コンサルティング業務しか提供しなくなるかもしれない。市場原理からすると、これに代わって参入する者が現れるだろうが、新規参入者はリスクを選好する小規模の会計事務所になるだろう。つまり厳格責任はゲートキーパーの市場に悪影響を及ぼす。第3に、会計事務所がリスクを引き受けきれないような不法な顧客が、資本市場へのアクセスを失う。そのこと自体は望ましいだろうが、事前の段階では、不法な（lawless）顧客と法を遵守する（law-abiding）顧客とを区別できないので、後者も市場へのアクセスを否定され、社会的損失が発生する³²。第4として、無過失責任の体制でも、責任の前提として発行者による虚偽記載がなければならぬところ、裁判所がこの点で過誤を犯すリスクは残っている。そうだとすると、無過失責任の下では、裁判所の過誤から会計

31 John C. Coffee, Jr., "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, p.347 (2004).

32 最近の研究では、すでにこのようなプロセスは始まっているという（Coffee, *supra* note 31, p.348 n.148）。

事務所が莫大な責任を負わされる可能性が高まり、会計事務所としては和解をする圧力を受けることになる。その結果、無過失責任の方が過失責任よりも、嫌がらせ訴訟を誘発することになるというのである。

そこでCoffee教授は、ゲートキーパーの責任を無過失責任化することには賛成するが、十分な抑止効果を発揮しつつゲートキーパーのサービス提供市場を失敗させない程度にまで、その責任は制限されるべきだとする。具体的には、ゲートキーパーを保険者に見立てた場合に、その責任額（付保限度額）については、顧客から受け取った過去数年間の最高報酬額を基準として、その倍数（例えば10倍）を最低限の責任額とすることが提案されている。Partnoy教授の提案との相違点は、まず、損害賠償責任が発生したときに、Coffee教授の提案ではゲートキーパーを破産させることがほとんどなく、したがって、損害賠償責任を実現しやすい点である。つぎに、Partnoy教授の提案では、ゲートキーパーが何パーセントの責任を引き受けるかはゲートキーパーと発行者の間の契約によって決まり、あとは市場の規律に委ねられることになるが、Coffee教授の提案では、責任の下限が法定される。Coffee教授はPartnoy教授の提案を、責任額の提示を市場原理に委ねておくと、引受人間の競争制限により十分なレベルの責任の引受けが生じにくい、発行者の経営者側には、ゲートキーパー（例えば会計事務所）に高い割合の責任を引き受けさせるインセンティブがないと批判する³³。なぜなら、(i)ゲートキーパーが高い額の責任を引き受けるからといって発行者の責任が減少するわけではないので、発行者がゲートキーパーに高い責任割合を引き受けさせるインセンティブがないし、(ii)経営者がストック・オプションの価値を上昇させるために利益を過大計上したいと望んだ場合、監査人の責任割合が低ければ低いほど、監査人をして疑わしい会計政策を黙認させやすいからである。もっとも、Coffee教授の提案でも、ゲートキーパーの側で自ら高い責任額を引き受けることにより、自己の評判を発行者に付与し、それに応じた報酬を受け取ることは可能とされている。

(4) Partnoy教授の反論

Coffee教授の批判に対して、Partnoy教授はいくつかの反論を試みているので、それを紹介しておこう。まず、Partnoy教授は、自身の提案とCoffee教授の提案の相違点を次の3点に見出している。すなわち、(a)前者は契約による解決の提案であるのに対し、後者は規制による解決の提案であること、(b)前者は責任の一定割合を最低責任額とするのに対し、後者は報酬の一定倍数を最低責任額とすること、(c)後者の提案の方が前者より、ゲートキーパーを破産に追い込む可能性が低いであろうことである³⁴。

33 Coffee, *supra* note 31, p.351.

34 Frank Partnoy, "Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, p.365 (2004).

(a)について、まず、ゲートキーパーの市場が寡占状態であり、競争により引受責任割合を引き上げることが難しいとの批判(前述(3))に対しては、引受責任割合の提示は、ゲートキーパーの競争の手段を1つ増やすものであり、かつその割合は開示されるので、ゲートキーパー間の競争は成立するはずであるという³⁵。第2に、バブル期には投資家はゲートキーパーの引受責任割合に関心を示さないから、引受責任割合が株価に反映しないとの批判に対しては、引受責任割合はゲートキーパーが発行者の財務諸表をどれ位強くサポートするかを端的に示すものであるから、財務諸表の情報のように投資家に無視されることはないだろうと反論する³⁶。第3に、発行者にはゲートキーパーに高い割合の責任を引き受けさせるインセンティブがない(前述(3))とする批判のうち(i)の点については、ゲートキーパーの責任割合が高いと発行者が実際に支払うべき額が減少するので、発行者がゲートキーパーと交渉するインセンティブはあるという³⁷。これに対し、(ii)の点については、発行者とその経営者の利益相反に由来する困難な問題であり、Partnoy教授の提案が最低責任割合を法定するのも、Coffee教授の提案が最低責任額を法定するのも同じ問題に対処するためであり、いずれが優れているかは、最低責任額・割合の決定方法に依存すると主張する³⁸。

そこで最低責任額・割合の決定方法(前述(b)(c))であるが、Partnoy教授は報酬を基準として最低責任額を決定する方法には4つの問題があるとする³⁹。すなわち第1に、最低責任額が、社会的コストではなくゲートキーパーにとっての私的なコストに依存して決定されることになるため、ゲートキーパーは少額の損害に対しては過剰な注意を払い、多額の損害に対しては過少な注意しか払わなくなってしまう。第2に、発行者が負う責任額に比べて、ゲートキーパーの報酬額は操作可能なので、最低責任額引下げのインセンティブが働く。第3に、報酬額の一定倍数を最低責任額とする方法が責任額の一定割合を最低責任額とする方法よりも、ゲートキーパーを破産に追い込む可能性が低いとは必ずしもいえない⁴⁰。第4に、ゲートキーパーは発行者における詐欺の兆候に応じて価格(報酬)を引き上げることができる

35 *Ibid.*, p.369.

36 *Ibid.*

37 これについてCoffee教授は、発行者が責任を負わずゲートキーパーのみが責任を負うような場面では、契約により発行者がゲートキーパーに厳格責任を負わせるインセンティブが全くないと、再反論している(John C. Coffee, Jr., "Partnoy's Complaint: A Response," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, p.380 (2004))。このような議論の食い違いは、両者の議論の対象の相違に由来するものと思われる(本文(5)参照)。

38 *Ibid.*, p.370.

39 *Ibid.*, p.371.

40 例えば、最近の証券クラス・アクションの平均和解額は、15百万ドルと25百万ドルの間で推移しており、これに5%の割合を乗じてゲートキーパーに責任を課しても、ゲートキーパーを破産に追い込むことはない。これに対して、監査人の平均監査費用は1.3百万ドル(平均コンサルティング費用は3.2百万ドル)であり、その10倍を最低責任額とすると、それは証券クラス・アクションの平均和解額とほぼ同額になる(*Ibid.*, pp.372-373)。

が⁴¹、最低責任額が報酬額を基準として決定されると、報酬の引上げにより責任額が上昇してしまうため、ゲートキーパーの価格政策が機能しにくくなる⁴²。

(5) 注意点

本稿では、注目すべき見解として、Partnoy教授の見解とCoffee教授の見解を紹介したが、両見解の議論の対象（ゲートキーパーの定義）にずれがあることを指摘しておきたい。いずれの見解も、ゲートキーパーを評判の仲介者と捉えているが、Partnoy教授は、証券法11条の責任を発行者・取締役のみならず、すべての引受人について厳格責任とするべく改正すべきだとしているので⁴³、引受人、登録届出書に関連して意見書を作成し、その他証明を与えた専門家（会計士、技術者、弁護士等）がゲートキーパーに当たると解していることは疑いない。しかし、発行者の取締役（登録届出書に署名をした者に限る）は、もともと過失責任しか負わされておらず、11条が取締役に厳格責任を課しているという理解はおかしいし、同条において取締役は「専門家」(experts)のカテゴリーに含まれていないのである。もっとも、Partnoy教授の提案が、発行者の取締役（とくに社外取締役）に厳格責任を負わせるべきであるという主張だとすると、わが国における検討を行う際に、参考になる点が多いように思われる。

これに対しCoffee教授は、投資家に対し検証ないし証明サービス（verification or certification services）を提供する評判の仲介者（reputational intermediary）のみをゲートキーパーといい、その例として、会計監査人、債券格付機関、証券アナリスト、合併比率にフェアネス・オピニオンを提出する場合の投資銀行、引受人に対し、発行者に関するすべての重要な情報が適切に開示されていることについて意見書を提出する証券弁護士を挙げている⁴⁴。引受人はIPOの際にはゲートキーパーに当たるとしている⁴⁵、IPO以外ではゲートキーパーとみないものと思われる。このような定義からすると社外取締役はゲートキーパーではないということになりそうである。そして、上述のように、Coffee教授は主として会計監査人を念頭に置いてゲートキーパーの責任のあり方を論じているのである。

もう1つの注意点は、Partnoy教授が、発行者が厳格責任を負うべき場面を想定してゲートキーパーの責任を論じているのに対し、Coffee教授は、流通市場における不実表示の場合等、発行者が過失責任しか負わない場面を含めて、ゲートキーパーの責任を論じていることである⁴⁶。換言すると、Partnoy教授の提案は発行市場に限定されているのに対し、Coffee教授の提案は発行市場と流通市場に向けられたものになっている。

41 これにより、遵法的な顧客が支払う価格を抑えることができ、ゲートキーパーの市場が成立する。

42 *Ibid.*, p.374.

43 Partnoy, *supra* note 30, p.540.

44 Coffee, *supra* note 31, p.309.

45 *Ibid.*

46 Coffee, *supra* note 37, p.378.

4. 日本法への示唆

わが国の証券取引法は、アメリカの連邦証券規制と同様に、ディスクロージャーについて多くの者にゲートキーパー責任を課している。まず発行者の取締役・監査役は、自身が開示書類の作成に関与しなかった場合であっても、虚偽記載について過失による損害賠償責任を負う（21条、24条の4等）。有価証券届出書・有価証券報告書中の財務諸表について監査証明を行った会計監査人も、不実の証明について責任を負う（同条）。有価証券届出書に弁護士その他の専門家による証明書類が要求されることがあり、あるいは任意にそのような書類が添付されることがあるが、それらについて弁護士等の専門家に特別の責任を負わせる規定は、現在のところない。証券の募集・売出しについて元引受契約を締結した証券会社は、有価証券届出書の記載を相当の注意をもって審査しなければならず、注意義務を怠った場合には証券取得者に対して損害賠償責任を負う（21条1項4号）。そのため、元引受証券会社はいわゆる「引受審査」を行っている。

これらのゲートキーパーの責任は、発行者が倒産しており、発行者に資力がない場合には、投資家保護のための鍵となる。注目すべきは、3.で紹介したように、エンロン事件後のアメリカにおいて、ゲートキーパーの責任を無過失責任としつつ、その責任の範囲を限定しようという学説が現れてきていることである。この責任は投資家に対する責任であり、日本法でいえば不法行為による損害賠償責任に相当するものである。発行者とゲートキーパーとの契約によりゲートキーパーの不法行為責任を限定できるかという疑問はあるものの、発行者が倒産している場合の投資家保護のあり方として参考になる。

他方、アメリカの連邦証券規制では、1995年の改正により比例責任（proportional liability）を導入しており、虚偽記載に関与した被告はその責任割合（percentage of responsibility）に応じて投資家に対し損害賠償責任を負うとされている（証券取引所法21D条（g）項）。したがって、各被告が自己の責任割合を超えた損害賠償責任を負担する可能性は低くなっている。しかし、Partnoy教授やCoffee教授の論稿でも触れられているように、過失の程度がどれ位であったかの認定を必要とする比例責任の考え方は、訴訟を長引かせるだけであり、投資家保護に役立たないおそれがある。ゲートキーパーに無過失責任を課したうえで、その責任の範囲を限定し、あとはゲートキーパーの市場における競争に委ねるという考え方は、ゲートキーパーの評判仲介機能に着目した、極めて魅力的な提案に思える⁴⁷。

ゲートキーパーは、発行者の役員、監査人、引受人に限られるものではない。株式公開について助言を行う証券会社、証券アナリスト、発行者の上場を審査する取引所、発行開示書類の審査を行う財務局もゲートキーパーとして機能する。責任が

47 筆者による試論として、黒沼悦郎「取締役の投資家に対する責任」商事法務1740号19頁以下（2005）を参照。

法律上明記されていないこれらのゲートキーパーの役割および法的責任をどう考えるかという点でも、アメリカにおける議論は大いに参考になる⁴⁸。

．課徴金制度

1．導入の経緯

わが国の証券取引法の執行は不十分ではないかという指摘が、かねてよりされてきた。とくに、行政規制が投資家に及ばないこと、および刑事罰は高度の立証を要求されるため適用が難しいうえ、罰金が低いので十分な抑止効果を発揮できないことが問題である。また、業者規制にしても、顧客に迷惑がかかる登録取消や業務停止よりも、金銭的負担を課す方がよいのではないかと考えられる。そこで、違反行為の程度・態様に応じた機動的なサンクションを可能にするものとして、行政上の措置としての課徴金制度が、平成16年の証券取引法改正により設けられた。

2．対象と金額

(1) 対象の限定

課徴金の対象となる違反行為について、平成15年12月の第一部会の報告書では、不公正取引、ディスクロージャー違反、および証券会社の行為規制違反が挙げられていた⁴⁹。ところが改正法では、発行開示違反（172条）、風説の流布または偽計（173条）、159条2項の相場操縦行為（174条）、インサイダー取引（175条）の4つに課徴金の対象が限定されてしまった。

この点について、立法担当者の解説では、証券取引法違反の中でもとくに悪質で、抑止の必要性が特別に高いものを対象としたのであり、将来、法改正によって対象を拡大することも考えられるとしている⁵⁰。

(2)に述べるように、課徴金の額を違反者の経済的利得相当額に限定するという考え方を採用したことが、ディスクロージャー違反のうち、継続開示違反に課徴金が導入されなかった理由と関係していると考えられる。すなわち、継続開示違反については違反者の経済的利得の額が不明確であるという理由から、平成16年の改正では、継続開示違反が課徴金の対象とされなかったのである。

48 筆者による分析として、黒沼悦郎「発行開示と引受業務に関する諸問題」証券取引法研究会編『近年の証券規制を巡る諸問題』147頁以下（日本証券経済研究所、2004）を参照。

49 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注16)3(1)。

50 岡田ほか・前掲注13)45頁。

(2) 発行開示違反に対する課徴金

課徴金の額については、対象行為ごとに具体的な算出方法を法律に規定している(172~175条)。それらによると、以下に述べるように、課徴金の額は、違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準として算定されることが分かる。しかし、経済的利得相当額を吐き出させるだけでは、違反行為を抑止する効果を発揮できないことは明らかである。理論的には、課徴金を抑止力を発揮するには、利得の吐き出しに加えて制裁部分がなければならず、さらには違反行為が発見されない確率を考慮して、その逆数を乗じるべきであると考えられる。

この点について平成15年12月の第一部会の報告書では、「少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである。」としていたのであり⁵¹、明らかに立法段階で内容が後退している。

本稿の検討対象である発行開示違反についてみると、重要な事項につき虚偽の記載のある有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類等を提出した発行者には、発行価額の1% (株券等は2%) の課徴金が課せられる(172条1項1号)。1%および2%の数値は、過去に決算発表を行った会社の株価変動率のデータ等を踏まえて設定されたという⁵²。発行者の担当者に、届出書等の記載が虚偽であるとの認識があることは要件とされていない。課徴金は行政上の措置であり刑事罰でないことから、責任非難の観点を考慮する必要はないからであると説明されている⁵³。「虚偽の記載」には「重要な事項の記載漏れ」が含まれると解すべきである⁵⁴。誤った情報によって利得を得るという構図は、虚偽の情報も記載漏れ(不開示)も変わりがないからである。参照方式の対象となった継続開示書類に虚偽記載があった場合には有価証券届出書に虚偽記載があったものとされる(172条3項)。この扱いは、18条による民事責任の場合と同じである。

売出しの場合には、課徴金制度の適用が制限されている。すなわち、発行者がその保有する有価証券を売却する場合に限って、発行者に売出価額の1% (株券等は2%) の課徴金が課せられる(172条1項2号)。この場合には、虚偽記載により発行者が利得を得る可能性があるからであると説明されているが⁵⁵、発行者が売付けを行わない場合の有価証券届出書の虚偽記載を抑止する必要性を考慮すると、立法政策としては疑問である。

虚偽記載に関与した発行者の取締役・監査役・執行役・使用人は、その者が売出しにより有価証券を売り付けた場合に限り、売出価額の1% (株券等は2%) の課徴

51 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注16)3(1)。

52 岡田ほか・前掲注13)47頁。

53 三井秀範編ほか『課徴金制度と民事賠償責任 条解 証券取引法』53頁(金融財政事情研究会、2005)。刑事罰でないことを強調するのであれば、5.に述べるような二重処罰の禁止を問題とする必要もなくなるであろう。

54 反対、三井編・前掲注53)53頁。

55 三井編・前掲注53)56頁。

金が課せられる。したがって、有価証券の募集の場合には、課徴金に、発行会社の役員等による虚偽記載を抑止する直接的な効果はない。もっとも、役員等は発行会社から課徴金相当額の損害賠償を求められる可能性がある。有価証券届出書等に含まれる財務書類に監査証明をした公認会計士・監査法人は、課徴金の賦課対象とされていない。公認会計士・監査法人は、被監査会社の発行する株式の所有が禁止され（公認会計士法（昭和23年7月6日法律第103号）24条、34条の11）虚偽の監査証明をすると行政処分の対象となる（同法30条）から、すでに実効性が確保されていると説明されているが⁵⁶、発行会社の役員等と同様、あまり説得的でない。

すでに開示されている有価証券の売出しのように有価証券届出書が提出されない場合（4条1項1号）には、虚偽記載のある目論見書を使用して有価証券を売り付けた発行者および自己の保有する有価証券を売り付けた役員等に課徴金が課せられる（172条4、5項）。

3. 平成17年改正

(1) 経緯

課徴金制度の施行は平成17(2005)年4月からを予定していたところ、その後、西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載事件が発生し、継続開示書類のディスクロージャー違反が課徴金の対象とされていないことが問題になった。そこで、金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループが報告書を作成し、第一部会に報告書を上げて法律改正を提案した⁵⁷。

平成16(2004)年12月の第一部会の報告では、次の理由を挙げて、継続開示違反に対する課徴金の導入を提案している⁵⁸。第1に、発行市場と流通市場における取引数量や取引金額等を比較すれば、継続開示義務違反を抑止する必要性は、発行開示義務違反に比べても劣るものではないこと。第2に、継続開示義務に違反した会社は、上場の維持等を通じて、当該会社の有価証券について価格水準や流動性の確保が可能となるほか、財務状況が実際より健全にみえることによるレピュテーションの上昇およびそれに伴う取引拡大、人材確保の容易化、会社の格付等の上昇による借入金等のスプレッド改善等、さまざまな形で利得を得ていること。第3に、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス等主要な証券市場においては、発行開示義務違反、継続開示義務違反のいずれもが課徴金制度の対象とされており、発行開示義務違反のみが課徴金制度の対象とされている例はないこと、の3つである。

その後、継続開示違反に対する課徴金の導入の部分は落として法案が作成され、国会に提出されたが、衆議院でこの部分を復活させる修正が加えられ、可決成立した⁵⁹。

56 三井編・前掲注53) 49頁。

57 金融審議会金融分科会第一部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」(平成16年12月24日)。

58 同上3。

59 「証券取引法の一部を改正する法律」(平成17年法律第76号)。

(2) 継続開示違反に対する課徴金

継続開示違反に対する課徴金は、平成16年改正と同様、違反行為の抑止を目的とする。平成16年改正との相違点は、課徴金額の水準について、経済的利得を勘案しながらも違反行為の抑止のために必要かつ合理的と思われる水準に設定したこと、事実上、刑罰と接近する側面もあることから、政策的な観点から罰金との調整規定を設けたこと（5.で後述）にあると説明されている⁶⁰。

重要な事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した発行者には、300万円と有価証券の市場価額の総額の10万分の3のいずれか大きい額の課徴金が課せられる（172条の2第1項）。300万円という金額は、時価総額が1,000億円程度の企業が得るであろう虚偽記載に伴う資金調達コスト低下額を試算したものであるという⁶¹。つまり、この試算では、虚偽記載に伴う資金調達コスト低下額を時価総額の10万分の3とみていることとなる。しかし、資金調達コスト低下額は、虚偽記載の規模（例えば、資産1億円相当の虚偽記載か100億円相当の虚偽記載か）によって異なるのであり、この算定基準では、規模の大きい虚偽記載に対して抑止力が利かないおそれがある。

重要な事項につき虚偽の記載のある半期報告書・臨時報告書を提出した発行者には、150万円と有価証券の市場価額の総額の10万分の1.5のいずれか大きい額の課徴金が課せられる（172条の2第2項）。有価証券報告書の記載対象事項・期間が、半期・臨時報告書と比べ、より広範囲にわたるものであることが考慮された⁶²。市場価額の総額は、有価証券が上場されているときは、虚偽記載がある継続開示書類に係る事業年度の平均時価総額により算定され、有価証券が上場されていないときは、連結貸借対照表上の純資産額により算定される（証券取引法第172条の2第1項第2号イに規定する市場価額の総額等を定める内閣府令（平成17年11月30日内閣令第104号）1、2条）。同一事業年度に虚偽記載のある半期報告書と有価証券報告書が提出される等、2以上の違反行為があった場合には、違反行為ごとに経済的利得を上乗せして課徴金額を算定することは適切でないことから⁶³、1事業年度分に相当する課徴金額を超えないように調整が行われる（185条の7第2、3項）。

継続開示書類の虚偽記載について、発行者の役員等は課徴金納付命令の対象とされていない⁶⁴。これは、発行開示違反に対する課徴金について発行者の役員等も対象とされていることとバランスを欠くように思われる。もっとも、継続開示書類の虚偽記載を利用して自己の保有する有価証券を売り抜けた役員等については、風説の流布または偽計行為による課徴金（173条）、相場操縦行為による課徴金（174条）

60 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）。

61 同上40頁。

62 同上40頁。

63 同上41頁。

64 課徴金制度については、刑法総則の共犯（刑法60～65条）の規定の適用がない。

またはインサイダー取引による課徴金（175条）の対象となる可能性がある。また、臨時報告書の不提出は課徴金の対象とされていない。臨時報告書は重要な会社情報を遅滞なく開示させる制度であるから、臨時報告書については、虚偽記載とともに、不提出（遅滞なく提出しなかったこと）が投資者に重大な影響を及ぼす。今後、早期に手当てがされるべきであろう。

4. 課徴金手続

課徴金賦課手続としては、まず金融庁長官の審判開始決定（178条）にもとづき、審判官3名からなる行政審判が公開で行われる（180条）。審判官は、金融庁の職員の中から指名されるが、事件の調査に関与した者は除外される（同条4項）。審判官は、審判手続を経た後、決定案を作成し、金融庁長官に提出する（185条の6）。金融庁長官は、決定案にもとづき、違反事実があると認めるときは課徴金納付命令を発しなければならない（185条の7）。違反事実がないと認めるときは、その旨を明らかにする決定を行う。このように、審判手続は行政手続であるが、ある程度の独立性を持たせている点に特徴が認められる⁶⁵。

課徴金納付命令に不服のある者は、行政事件訴訟法にもとづく取消訴訟を提起することになる（185条の18参照）。行政手続において被審人の手続的防御権は尽くされたことから、事後的な行政手続は定められていない。

5. 没収・追徴、罰金との調整規定

（1）諸外国の状況

課徴金制度の導入に当たり問題になったのは、二重処罰の禁止（憲法39条）に抵触しないかという点である。民事制裁金と刑事罰との併科については、諸外国で扱いが異なっている⁶⁶。イギリスでは、併科ができるが、運用上、いずれか一方の手続がとられているようである。ドイツでは刑事処分が科されないときに限って、行政制裁金を課すことができるとされている。フランスでは行政制裁金と刑事罰は併科されうるが、罰金および行政制裁金の総額がいずれかの上限金額を超えてはならない旨を憲法院が判示している。アメリカでは、民事制裁金を刑事罰と併科することができ、そうしても「二重の危険」（double jeopardy）に当たらないとする最高裁判決が1997年に出ている⁶⁷。

（2）平成16年改正

課徴金制度を導入した平成16年改正証券取引法では、刑事事件で罰金刑が選択さ

65 橋本博之「証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務1707号7頁（2004）。

66 諸外国の制度につき、三井編・前掲注53）168頁以下を参照。

67 John Hudson, et al. v. United States, 118 S. Ct. 488 (1997).

れた場合に、罰金と課徴金との間で調整を行っていない。ここから、改正法は二重処罰には当たらないとの解釈を前提にしているものと思われる。それに対し、刑事事件における没収・追徴との間では調整規定を置き、没収・追徴相当額を控除して課徴金を決定するとされている（185条の7第5項）。没収・追徴が課徴金納付命令後に決まった場合には、納付命令の変更または取消が行われる（185条の8第7項）。ただし、発行開示違反に関する発行者に対する処罰は207条（両罰規定）によって行われ、207条は没収・追徴規定（198条の2）の対象とされていないことから、187条1項1号は、没収・追徴との調整規定の適用対象とされていない（185条の7第5項、185条の8第7項参照）。

改正法が課徴金と没収・追徴との調整規定を置いたのは、違反者に利得を保持させない点に没収・追徴の趣旨があることを考慮したものと思われる。しかし、課徴金が違反者の利得を基準に定められているのは、抑止効果を狙ったものであるからにすぎず、没収・追徴の趣旨と同一であるとはいえないから、調整を行う必要はなかったと考える。

これに対し、課徴金と罰金の併科が二重処罰の禁止に反しないかという問題点は、理論的には残っており、今後訴訟で争われる可能性はある。しかし、実務上は、ほとんど問題なく運用されるであろう。なぜなら、6(1)で述べるように、実務上は、刑事訴追が困難であるか相当でないケースについてのみ、課徴金の審判手続が開始されることになると思われるからである。

(3) 平成17年改正

継続開示違反に対する課徴金については、罰金と課徴金との間で調整規定が設けられた。すでに述べたように(3(2))、これは政策的判断によるものであると説明されている⁶⁸。具体的には、課徴金納付命令の決定前に罰金の確定判決があるときは、罰金額等を控除して課徴金額が決定され（185条の7第4項）、課徴金納付命令の決定後に罰金の確定判決があるときは、罰金額等を控除した額に課徴金納付命令が変更される（185条の8第6項）。他方、発行開示違反による発行者に対する課徴金の場合と同様の理由から、没収・追徴との調整規定は、継続開示違反に対する課徴金（178条1項2号、172条の2）には適用されない（185条の7第5項、185条の8第7項参照）。

罰金との調整規定は、継続開示違反に対する課徴金（178条1項2号、172条の2）についてのみ適用される規定であり、他の課徴金制度との不整合を合理的に説明することは難しい。考えられる説明は、継続開示違反に対する課徴金では、違反行為抑止効果を持たせるために経済的利得を超えて課徴金を課すことにしたため、罰金との調整規定が必要になった⁶⁹というものであろう⁷⁰。

68 吉田・前掲注60) 41-42頁。

69 証券取引法研究会（2006年2月24日開催）における芳賀良教授のご報告。

70 独占禁止法では、課徴金と罰金の併科を認めつつ、課徴金額から罰金額の2分の1を控除することとしている（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律7条の2第14項、51条）。

6. 展望

(1) 刑事罰の付された規制の執行

課徴金制度のメリットの1つは、刑事手続ほど高度の立証が要求されない点に求められる。証券取引法上の課徴金制度は、まず証券取引法上重い罰則が付されている違反について設けられた。しかし、課徴金制度では、発行者の行為につき故意の要件が定められていないことを除き、刑事事件と行政手続とで違反行為の要件は同じに定められている。そこで、刑事事件として立件できないようなケースについて、實際上、課徴金を課することができなければ、上述のメリットを発揮することができず、課徴金の存在意義を問われることになる。このような観点から、制度の運用状況が注目される⁷¹。

(2) 刑事罰のない規制の執行

証券会社等に対する行為規制の多くは、罰則が付されていないものの、投資家保護のために重要な規制が含まれている。そのような行為規制は、今回の改正では、課徴金の対象とされなかった。しかし、業者の行為規制は、課徴金制度が最もよく効果を発揮できる分野であると思われる。なぜなら、課徴金制度は、規制違反の態様に応じたきめの細かい制裁を課することができるうえ、インサイダー取引の受託禁止（証券会社の行為規制等に関する内閣府令（昭和40年11月5日大令60号）4条8号）のように、業者の行為規制は不公正取引を防止する側面を有しているからである。行為規制の法執行を十分に行えば、反射的に、市場の公正性が保たれ、投資者が保護されることが多いと考えられる。さらに、罰則のない業者規制については、課徴金を課しても、二重処罰の問題は生じない。したがって、今後、平成15年12月の第一部会の報告書どおりに（2（1））、課徴金の対象が拡大されることが期待される。

(3) 投資者保護への活用

わが国には、いわゆるクラス・アクション制度がないので、零細な投資者が個別に証券取引法違反に対する民事責任を追及する訴訟を提起するインセンティブがほとんどない。課徴金の制度は、もともと違反行為の抑止を目的としたものであるが、投資者による損害賠償請求が事実上困難であるわが国において、課徴金制度に損害填補機能を持たせることはできないだろうか⁷²。具体的には、徴収した課徴金を投資者保護に役立てる仕組みを構築できないかが問題になる。

71 2005年4月の課徴金制度施行以降、1年間で、インサイダー取引について2件の課徴金納付命令が下されている（2006年2月8日および2月15日）。

72 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号18頁（2005）は、課徴金制度を損害賠償制度として再構築すれば二重処罰の問題もクリアしやすくなるとする。

アメリカの連邦証券規制における民事制裁金は従来、国庫に納められていたが、サーベンス=オックスリー法による改正で、民事制裁金を被害者保護のために用いることができるようになった（サーベンス=オックスリー法308条、証券取引所法21条(d)項(3)(C)(i)、21A条(d)項(1)）。これは、SECが裁判手続または行政手続で証券諸法の違反者から利益の吐き出し（disgorgement）を受けるとともに、同人から民事制裁金を獲得したときは、前者の吐き出し基金に後者を加えて、証券被害者の救済に役立てることができる制度である。

このような制度改正に対応して、SECは、証券諸法違反により被害を被った投資家のための基金（Fair Fund）を創設し、基金の分配計画を策定し実行するための手続規定を設けている⁷³。わが国でも同様の制度を創設することが今後の課題になるう。

.....
73 SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans. 17 CFR 201.1100, et seq. 森田・前掲注72) 20頁。

参考文献

- 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」商事法務1705号44-53頁（2004）
- 神崎克郎『証券取引法』（青林書院、新版、1987）
- 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）
- 「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」（平成16年12月24日）
- 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（3）」法学協会雑誌106巻2号193-293頁（1989）
- 「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号4-11頁（2004）
- 『アメリカ証券取引法』（弘文堂、第2版、2004）
- 「発行開示と引受業務に関する諸問題」証券取引法研究会編『近年の証券規制を巡る諸問題』131-152頁（日本証券経済研究所、2004）
- 「取締役の投資家に対する責任」商事法務1740号17-25頁（2005）
- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務、新訂第2版、2003）
- 斎藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔中〕」商事法務1718号32-43頁（2004）
- 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫・道田信一郎・前田庸・龍田節・手島孝『現代法学全集52 現代の経済構造と法』477-553頁（筑摩書房、1975）
- 野田耕志「開示規制における証券引受人の『ゲートキーパー責任』」商事法務1636号76-87頁（2002）
- 橋本博之「証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務1707号4-11頁（2004）
- 三井秀範編・岡田大・東崎賢治・端本秀夫・大和弘幸・吉田修『課徴金制度と民事賠償責任 条解 証券取引法』（金融財政事情研究会、2005）
- 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号16-21頁（2005）
- 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）39-42頁（2005）
- Alexander, Janet Cooper, "Rethinking Damages in Securities Class Actions," *Stanford Law Review*, Vol.48, pp.1487-1537 (1996)
- Choi, Stephen, "Market Lessons for Gatekeepers," *Northwestern University Law Review*, Vol.92, No.3, pp.916-966 (1998)
- Coffee, John C., Jr., "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, pp.301-364 (2004)
- , "Partnoy's Complaint: A Response," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, pp.377-382 (2004)
- Cox, James D., Robert W. Hillman, and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Publishers (4th ed., 2004)

- Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel, "Optimal Damages in Securities Cases," *University of Chicago Law Review*, Vol.52, No.3, pp.611-652 (1985)
- Frankel, Tamar, "Implied Rights of Action," *Virginia Law Review*, Vol.67, No.3, pp.553-585 (1981)
- Hamdani, Assaf, "Gatekeeper Liability," *Southern California Law Review*, Vol.77, No.1, pp.53-121 (2003)
- Kraakman, Reinier H., "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.2, No.1, pp.53-104 (1986)
- Partnoy, Frank, "Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime," *Washington University Law Quarterly*, Vol.79, No.2, pp.491-547 (2001)
- , "Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee," *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, pp.365-375 (2004)
- Perino, Michael A., "Enron's Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," *St. John's Law Review*, Vol.76, No.4, pp.671-698 (2002)
- Pritchard, Adam C., "Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers," *Virginia Law Review*, Vol.85, No.6, pp.925-1020 (1999)
- Ribstein, Larry E., "Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002," *Journal of Corporation Law*, Vol.28, No.1, pp.1-67 (2002)
- Shavell, Steven, *Economic Analysis of Accident Law*, Harvard University Press (1987)
- Thompson, Robert B., "'Simplicity and Certainty' in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5," *The Business Lawyer*, Vol.51, pp.1177-1201 (1996)