

〔論 説〕

公開会社における取締役・執行役の資格に関する
基礎的考察（2・完）

—アメリカ連邦証券規制における Officer & Director Bar を参考に—

若 林 泰 伸

- V Patel 基準（SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995)）
 - 1 初期の事例
 - 2 Jayne W. Barnard 教授の提案
 - (1) Barnard 教授の O&D Bar についての認識
 - (2) Barnard 教授の提案する「著しい不適格」判定のための 7 要素
 - 3 Patel 基準の確立
 - (1) SEC v. Patel, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶98340, 1994 WL 364089 (S.D.N.Y. July 14, 1994)
 - (2) SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995)
 - (3) 小括
- VI 90 年法の下での裁判例
- VII 結びに代えて

V Patel 基準 (SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995))

1 初期の事例

SEC は 90 年法制定直後から O&D Bar を積極的に活用したわけではない。O & D Bar は、公開会社の役員または取締役として職務を執行する (serve) のに著しく不適格 (substantial unfitness) であると証明された場合には、この者がこれらの発行者の役員または取締役として行為すること (acting as an officer or director) を禁止することができるとするものであり、O&D Bar 発動の要件である「著しい不適格 (substantial unfitness)」の内容が明らかになっていなかったことも²⁾、活用を難しくした要因であったと考えられる。そこで、まず「著しい不適格」の基準を示した SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995) が出されるまでの裁判例について簡単に時系列で見ておこう。

①SEC v. Shah, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 98,374, 1993 WL 288285(S.D.N.Y. July 28, 1993)

本件は最初に「著しい不適格」について基準を示したとされるニューヨーク南部地区連邦地裁の裁判例であり、事案はNYSE 上場会社である Par Pharmaceutical 社の子会社であるジェネリック薬品の製造業を営む Quad Pharmaceutical 社の社長である Dilip Shah (Shah) によるインサイダー取引について、SEC が Shah に対して O&D Bar とともに、差止め、不当利得の吐出しと民事制裁金の賦課を求めたものであり、後述の Patel 基準の事件と背景及び地裁の判事 (Robert P. Patterson, Jr.) は同じである。

Par 社はジェネリック薬品を販売するに当たり、食品医薬局 (FDA) の承認を得る必要があったところ、Shah と Par 社の上級副社長兼取締役であった Ashok Patel は、1986 年 9 月から 1988 年 4 月にかけて、FDA のジェネリック薬品部に

¹⁾ Remarks of Stephen M. Cutler at the Glasser LegalWorks 20th Annual Federal Securities Institute(Feb. 15, 2002), available at <https://www.sec.gov/news/speech/spch538.htm>; Stephen J. Crimmins, Where Are We Going With SEC Officer and Director Bar, Securities Regulation & Law Report(April 24, 2006), at note 9 and its accompanying text.

²⁾ Ralph C. Ferrara, et al., Hardball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons, 47 Bus. Law. 33, 67(1991); Marc I. Steinberg & Ralph C. Ferrara, 25 Securities Prac. Fed. & State Enforcement, § 6:18(Sept. 2023 Update).

勤務する職員2名に対して、計9600ドルの賄賂を渡していた。この間、Shahは自身の口座でPar社株式の取引を行い、1987年12月18日から翌年6月16日までの間に、11000株を232000ドルで売却し、4000株を72750ドルで買い付けていた。1988年7月14日にロイターがPar社によるFDA職員への賄賂について報じるに及び、Par社の株価は下落していった。Shahは贈賄について有罪を認め、18カ月の収監（ただし、60日のみで、それ以外は執行停止）、2年間の保護観察（probation）、および12カ月のフルタイムの地域社会奉仕を言い渡され、また、25万ドルの罰金（後に半額に減額）と50ドルの特別賦課金（special assessment）を課され、また他の連邦政府機関による契約停止などの制裁や民事責任の追及を受けている。

本件では、Shahは違法なインサイダー取引により33年法17条(a)、34年法10条(b)・Rule 10b-5の違反については争っておらず、SECによる救済の内容について争った。その結果、裁判所はSECの略式判決の申立ての中で119053ドルの不当利得の吐出しと判決前利息の支払いは認められたが、1984年内部者取引制裁法による民事制裁金の支払とO&D Barについては認めなかった。

裁判所は、O&D Barの「著しい不適格」の基準として、後に触れるBarnard教授のフレームワークを参照した³⁾。具体的には、①違法行為が悪質であること、②被告が過去に違反を犯したことがあること、③詐欺の際の被告の役割・地位、④欺罔の意図の程度、⑤違反に関する経済的利害、⑥再発の蓋然性を示したうえで、本件でこれを当てはめると、①Shahはインサイダー取引による違法な売却において損失を回避しているものの、その金額は121,340ドルと比較的少額であり、悪質とまでは言えないこと、②Shahは再犯者ではないこと、③ShahはParの子会社の役員であったときにインサイダー取引を行ったこと、④Shahのインサイダー取引の状況から見て、欺罔の意図はさほど強くはないと考えられること（情報伝達、他人名義での株式の買付け、秘密口座での取引などはしていない）、⑤Shahは、そのインサイダー取引によるすべての利益を得ていること、⑥Shahが重い処罰をされたという前歴がないことからすると⁴⁾、将来不正行為を行う蓋然性は

³⁾ Jayne W. Barnard, When is a Corporate Executive “Substantially Unfit to Serve”?, 70 N.C.L. Rev. 1489(1992).

⁴⁾ ②と⑥の基準において前歴がないことをダブルカウントしているとの指摘につき、David Franklin Levy, Comment, The Impact of the Remedies Act on the SEC’s Ability to Obtain Injunctive

相対的に低いと考えられることを認定し、以上を踏まえて総合的に検討して、公開会社の役員・取締役として行為するのに「著しい不適格」があるとまでは言えないと判断された⁵⁾。

①事件は、O&D Bar の「著しい不適格」の基準について論じた判例がなかった状況の中で、初めて「著しい不適格」について判断した重要な裁判例であり、Barnard 教授の後述の論文の基準を用いて、O&D Bar の発動を認めなかった事例である。まず、「著しい不適格」の判断基準についてみると、後述の Patel 基準と比較して、取り上げている要素は同じものである。異なっているのは、後述の Patel 基準が、裁判所は、上述の 6 要素をすべて考慮する必要があるというわけではなく、また 6 要素以外の要素を考慮することができるとして、裁判所の裁量を広範に認めている点や、終身禁止 (permanent bar) を命じる前に条件付や期限付の禁止を検討すべきであるとされている点である。本件は、第 2 巡回区におけるインサイダー取引の事案としては比較的少額の事案に属するものとされており⁶⁾、それゆえ O&D Bar の発動が認められなかったものであって、上述の 6 要素以外の要素を取り上げたり、O&D Bar の条件を判断する余地がなかった事案であったから、6 要素のみを判断基準としたのは自然である。

そして、この事件では、どの要素が重視されたのかは明確ではないが、免れた損失額の少なさから違反行為が悪質なものとは言えず、「再犯」者でもなかったこと、欺罔の意図の程度も高くなかったこと、将来の再犯の蓋然性も相対的に低かったことから、O&D Bar が適用されなかった点が重要である。刑事事件として立件されたのは、贈賄行為についてのものであり、インサイダー取引についてのものではないことから、上記のような判断がなされたものと推測しうるし、SEC が求める救済としては、不当利得の吐出し等で十分と考えられたのであろう⁷⁾。

②SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc., 837 F. Supp. 587(S.D.N.Y. 1993); SEC v.

Relief, 44 Am. U.L. Rev. 645, n.228(1994).

⁵⁾ SEC v. Shah, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 98,374, 1993 WL 288285(S.D.N.Y. 1993), at *7.

⁶⁾ Id.

⁷⁾ 他の事件でより重大なものもあったとの指摘につき、Callcott, *infra* note 33, at 362-362.

Posner, 16 F.3d 520(2d Cir. 1994)

本件は、1980年代のDrexel Burnham社とMichael Milkenの著名な証券規制違反事件の一端をなす続編ともいうべき事案であり、Victor Posnerとその息子のSteven Posner、そして彼らが支配していたPennsylvania Engineering Corp. (PEC社)に関わるものである。ニューヨーク南部地区連邦地裁は、VictorとPEC社による大量保有報告を定める34年法13条(d)とそれに基づくSEC規則の違反、Stevenによるその教唆・幫助、被告らによるIvan Boeskyの13条(d)とそれに基づくSEC規則の違反の教唆・幫助また10条(b)とRule 10b-5の違反、証券業者の記録保持義務を定める34年法17条(a)(1)とSECのRules 17a-3・17a-4の違反の教唆・幫助、Posner親子による証拠金規制を定める34年法7条およびRegulations TのBoeskyによる違反の教唆・幫助およびRegulation Xの違反を認定した上で、証券諸法違反の差止命令、不当利得の吐出し・判決前利息の支払いが命じられた。

O&D Barについては、上記の違反行為がなされた時期が90年法施行前であったため、その遡及適用が問題となったが、裁判所は、90年法が裁判所がすでに有し行使してきた権限を明文化したに過ぎないものであること、および、90年法1条が本法は制定により有効となると規定しており、他方、制定日前に生じた行為には適用されないとする制裁金と、本件には関係ないペニースtock改革に関連する条項が施行についての例外とされており、これらから解釈すると、議会は本法制定後に生じた行為だけでなく、その制定前に生じた行為についての救済にもO&D Barを利用できると判断された⁸⁾。

その上で、本件の証拠からPosner親子は一般の株主の利益を軽視して、満たされることがないであろう自身の欲求よりも下に置こうとすると判断され、Posner親子には、永久かつ無条件の差止命令が十分に正当化されるとして、90年法制定時の議会の報告書で指摘された要素との関わりで次の事情を挙げる。すなわち、Posner親子の違反行為は悪質な(egregious)ものであること、Posner親子は再犯者(recidivists)であること、彼らはその会社における資格で詐欺的な行為を行ってきたこと、彼らが役員・取締役である会社の支配権を有していることから、「一般の株主は(彼らを)その地位から退任させるだけの十分な支配権を欠

⁸⁾ SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc., 837 F. Supp. 587, 613-614(S.D.N.Y. 1993).

いており、一般の株主がその利益を守るその他の方法がない」こと、彼らの行為は、彼らが違反した様々な報告規定と詐欺防止条項の基礎にある公共政策をあざ笑うものであって、それにより「市場の完全性 (integrity) を侵害」しようとするものであったから、ここでは「より広範な社会的な懸念が関わっている」ことが指摘された⁹⁾。

最後に、Posner 親子は自身が役員・取締役である公開会社の支配株主であることから、将来の違反を防止するために、衡平法上の救済として当該株式について議決権信託を命じられた¹⁰⁾。

Posner 親子は、これを不服として控訴したが、O&D Bar については 1984 年から 1985 年に行われた株式の Parking スキームには 90 年法は適用されないと主張した。これに対して、第 2 巡回区控訴裁判所は、差止めを命じる根拠として衡平法上の一般的な権限を有しているため、90 年法の遡及適用については判断する必要はなく¹¹⁾、Posner 親子は裁判所がその広範な裁量権を濫用したという重い証明基準を満たしていないと判示して斥けた。その際、裁判所は、地裁が「高度の欺罔の意図 (high degree of scienter)」により違反行為が行われたこと、Posner 親子の過去の違反と将来の違反 (しないこと) に対する保証の欠如が、そうした違反行為が将来も継続するであろうと証明していると認定したことを挙げ、一般投資家保護のために役員・取締役としての行為の禁止を地裁が命じた結論を十分に支持するものと指摘した。そのうえで、このような判示は、証券諸法に違反する者に対する厳しい警告となり、まさに永久に取締役会から追放される処分を受けることなる旨を指摘している¹²⁾。

②事件では、90 年法の遡及適用が問題となったが¹³⁾、地裁判決では 90 年法の条文解釈によりこれが認められ、控訴審判決では衡平法上の権限により遡及適用について判断されなかった。この点、90 年法の O&D Bar の規定が衡平法上の救済を明確化するために創設された点に鑑みれば、90 年法が適用されなくとも

⁹⁾ Id. at 614-615.

¹⁰⁾ Id. at 615-616.

¹¹⁾ 加えて、役員・取締役としての行為の禁止命令を同意判決により普段から課してきたことも指摘されている。SEC v. Posner, 16 F.3d 520, 522 (2d Cir. 1994).

¹²⁾ Id. at 521-522.

¹³⁾ Callcott, *infra* note 32, at 375-378.

O&D Bar に相当する救済が命じられるのは自然なことであり、この場合には違反行為自体の問題性よりは将来の違反行為の予防に重点がある。

もともと、問題はそのような命令を出す際の基準である。この点、地裁判決では、O&D Bar の規定を適用して終身禁止を命ずるに当たり、議会の報告書で指摘されていた点を取り上げられており、違反行為が悪質であったこと、および、Posner 親子が「再犯」者であること、加えて被告らの違反行為により市場の完全性が侵害され、株主の利益が損なわれる点が重視されており、裁判所が保護されるべき対象として市場の完全性と（一般）株主の利益をあげている点が注目される。また、控訴審判決では、地裁判決が「高度の欺罔の意図」があることから、被告らの違反行為と将来の違反の継続が証明された点から、終身禁止が正当化されると述べている。いずれも後述の Patel 基準の内容と被るところがあるが、O&D Bar による禁止の程度を明らかにするには十分とは言えない。それは、本件が様々な法令違反が問題となった悪質な事案であり、「再犯」者でもあることから、将来の違反行為の蓋然性が高かった事案であり、どのような基準からも、終身禁止が命じられたであろう事案であったためでもあると考えられる。

③SEC v. Sprecher, Civ.A.No.92-2860LFO, 1993 WL 544306(D.D.C. Dec.16, 1993); SEC v. Sprecher, 81 F 3d. 1147 (D.C.Cir. 1996)¹⁴⁾

本件は、Shell Company である World Wide Medical Technology 社弁護士兼支配者であった（役員や取締役ではなかった）被告 Sprecher が Rule 10b-5（虚偽開示）や 33 年法 5 条の登録義務に違反して詐欺的な証券募集等を行ったとして、将来の証券法違反の差止めや不当利得の吐出しに加えて、90 年法に基づく O&D Bar を SEC が求めたのに対して、D.C.連邦地裁がこれを認めたため、被告が控訴した事案である。

D.C.連邦地裁は、90 年法に基づく O&D Bar の適用について、先行する刑事裁判での有罪判決¹⁵⁾によりこれらの違反についての主張を制限される（collaterally estops）と判断し、先行する刑事事件の判決を引用して 34 年法 10 条（b）の違反があったものとされた¹⁶⁾。

¹⁴⁾ 上告したものの、裁量上訴は却下されている。519 U.S. 965(1996).

¹⁵⁾ U.S. v. Sprecher, 783 F. Supp. 133(S.D.N.Y. 1992), conviction aff'd, 988 F. 2d 318(2d Cir. 1993).

¹⁶⁾ SEC v. Sprecher, Civ.A.No.92-2860LFO, 1993 WL 544306(D.D.C. 1993), at *1-2. 本件の地裁判

そして、会社等の受任者の資格で行為している際の詐欺的行為を行った場合に終身禁止命令 (permanent bar) が妥当とする 90 年法制定時の上院の報告書¹⁷⁾を引用した上で、役員・取締役として職務を行うことを禁止することは、証券諸法の将来の違反を禁止するのと同様、対象者の行為と再発のリスクの観点から妥当と判断された¹⁸⁾。

D.C.巡回区控訴裁判所は基本的に地裁の判断を認めたものであるが、被告が、SEC に対して重要な書類について虚偽の提出をそれと知りつつ行い、また会社の取締役会議事録を不正に作成したことなど刑事裁判における判事が認定したその他の詐欺的行為によれば、これは 10 条(b)に違反するとされた¹⁹⁾。

本件では、違反行為が 90 年法施行前に行われたものであり、原審では 90 年法を遡及適用したため、この点が問題となったが、裁判所は衡平法上の一般的な権限により役員・取締役としての行為禁止の命令を出すことができるため、控訴審ではこの点について判断しないとされた²⁰⁾。

そして、控訴審は、差止命令 (injunction) を出すに当たって重要な点は、当該命令が「同類もしくは同種の」行為を制限するものであるかどうかや、「被告の過去の行為から相応に予期しうる」行為であるかどうかであるところ、原審は適切に判断しており、被告が役員・取締役と同様の信認義務を負う支配的地位にあり、その証券諸法違反は悪質かつ意図的であり、役員または取締役としての地位を持てば、将来同様の違反を行う蓋然性があると判示した²¹⁾。

③事件も 90 年法の遡及適用が問題となり、地裁判決ではこれを肯定した上で終身禁止命令が妥当であると判断されたが、控訴審判決では、衡平法上の権限があることからこの点については判断されず、この点は②事件と同様である。

地裁判決では、「対象者の行為と再発のリスク」の観点から終身禁止が妥当とされ、他方控訴審判決では、差止命令の対象となる行為が同種のものであるかどうかや、過去の行為から相応に予期できるかという差止命令の発出が問題と

決が下された時点で 37 か月の収監をされているところであった。Id. at *1.

¹⁷⁾ S.Rep. No.101-337, at 22(1990).

¹⁸⁾ SEC v. Sprecher, 1993 WL 544306, at *2.

¹⁹⁾ SEC v. Sprecher, 81 F 3d. 1147 (D.C.Cir. 1996), at *3.

²⁰⁾ Id. at *2-3.

²¹⁾ Id. at *4.

された。本件は shell company の詐欺的な証券募集の事案としてきわめて悪質な事案であったことから、いずれの方法によっても終身禁止が妥当な事案であったと考えられ、Patel 事件の判決のように、相応の基準を立てて慎重に審理するほどのものではなかったものと推測される。

④SEC v. Sands, 902 F. Supp. 1149 (C.D. Cal. 1995)

本件は、1987年に行われた First Pacific Bancorp (Bancorp) とネバダ州法により設立された白地会社 (blank check corporation) である PacVen 社による公募の際の不実開示と資金の返還の懈怠等に関わる民事事件である。Bancorp は 1981年にデラウェア州法に基づいて設立された銀行持株会社であり、First Pacific Bank 社 (FPB 社) がその保有する唯一の銀行であった。Bancorp の普通株式のうち 54.6% を同社の取締役会会長兼 CEO である Leonard S. Sands が保有しており、Sands は FPB 社の取締役兼法務部長 (corporate counsel) でもあった。また、Sands は PacVen 社の社長兼 CEO でもあった。

Bancorp 株式は店頭市場で取引されており、1987年4月から SEC に登録届出書を提出してその株式等の公募を開始した。この公募では、会社が最低限の株式等を売り付けることができなければ、引受証券会社による取扱引受募集は行われれないという mini-max 募集により行われるとされていた。売付けによる発行手取金は、所定の数量の売付けが行われるまでは、エスクロー口座に隔離されることとなっており、最低単位の売付けが行われなければ、投資家の資金は返還されることとなっていた。Bancorp によるこの募集により取得された手取金 168 万 8 千ドルのうち 100 万ドルは Paul Kutik のパーソナル・チェックにより支払われたものであったが、結局この小切手は不渡りとなり、また 50 万ドルについても別の被告が支配している会社が投資したものであって、結局のところ最低条件の売付けを充足できなかったにもかかわらず、投資家の資金は返還されなかった。これらの事実から、Sands と Bancorp は 33 年法 17 条 (a)、34 年法 10 条 (b)、Rule 10b-5・10b-9 に違反したと判断された²²⁾。

SEC は被告らに対して連邦証券諸法違反の差止めのほか、Sands に対して終身

²²⁾ この他、PacVen 社の公募に関する Regulation C の Rule 463 の違反、Sands による 34 年法 13 条 (d) (2)、16 条 (a) 違反等についての SEC による一部略式判決の申立てが認められているが、省略する。

禁止を求めたが、Sands はこれを争った。裁判所は、SEC は Sands が将来の違反行為に関与するかその蓋然性があることを証明しておらず、また、当該救済は許容され得ないほど広範に過ぎるとした²³⁾。

④事件は、白地会社による詐欺的な証券募集の事案であり、O&D Bar について SEC がそれに値する者であることの立証がなされていないとされたものであるが、そのためには将来の違反行為を行う蓋然性がなければならず、また、求められている救済が過度に広範であると述べられており、それほど規模の大きくない詐欺的な証券募集の事案では、首謀者であっても O&D Bar を得るのは必ずしも容易ではないことがわかる。もっとも、本件は控訴されたため、後述する(⑥事件)。

以上のように、①事件では、90 年法制定後の数年で、O&D Bar の事例において「著しい不適格」について Barnard 教授が提唱した基準が用いられており、先駆的な基準定立により O&D Bar が適用されず、謙抑的に運用された点が注目される。もっとも、違反行為の悪質性、「再犯」者でないこと、また将来の再犯の蓋然性が高くなかったことなどをいわば並列的に挙げており、どのような要素が特に重要であったのかは判決文からは必ずしも明らかではない。

他方で、衡平法上の民事差止命令に関する従来の規範によっても O&D Bar に

²³⁾ なお、将来の違法行為の差止命令については、SEC は、将来証券諸法に違反する相当の蓋然性があることを証明する必要があるとされるところ、現在違反行為に関与していないことは、差止命令を排除するものではないとされ、また、将来の違反行為の蓋然性を予測するに当たっては、(1) 当該事件での欺罔の意図の程度、(2) 当該違反の性質が単独のものか再発か、(3) 被告の不正行為の性質に対する被告の認識、(4) 被告の職業のゆえに将来の違反が起こる蓋然性、(5) 将来の違反に対して行った被告の保証の誠実性といった要素を勘案して、被告とその違反行為をめぐる諸状況を総合的に考慮するものとされ (SEC v. Murphy, 626 F.2d 633, 655(9th Cir. 1980))、本件では、Sands に対して差止めを命じるに値する者と判断されている。この差止めの基準と O&D Bar における Patel 基準とはかなりの程度重なり合う部分があるが、Patel 基準では違反行為が悪質であるかどうか(第一の要素)、また、違反行為について経済的利害を有しているかどうか(第五の要素)を考慮事由としており、違反行為に関する被告の利害によってどの程度悪質な行為が行われたかといった客観的な状況により注目していると考えられるのに対して、衡平法上の権限としての差止命令の基準では、(1) 欺罔の意図の程度、(3) 不正行為の性質に対する被告の認識、(5) 将来の違反に対して行った被告の保証の誠実性が問われており、被告の主観的な要素を重視して将来の違反行為の蓋然性を判断しているように思われる。

相当する命令が肯定され得るため、90年法のO&D Bar規定の遡及適用については判断しないままに同様の命令が発せられており、90年法制定以前の差止めに関する規範を継承している面も見受けられる。こうしたある種の連続性は、90年法が従来からの付随的救済としてのO&D Barに相当する命令を明文化したために生じたものであり、仮に90年法のO&D Barの適用が不可能である場合にも、それに相当する命令を裁判所が発することができる点でSECにとっては法執行上のメリットがあると言えるが、他方で従来からの付随的救済におけるO&D Barに相当する命令に縛られる面がないではなく、O&D Bar適用上のデメリットにもなり得るところであり、特に将来の違反行為の予防の観点から薄い事案においてその可能性がある。

いずれにせよ、②～④事件判決からは、O&D Barを適用する際の基準や「著しい不適格」の内容については不明確な点があり、裁判所は違反行為の性質・内容や将来の違反行為の蓋然性ないし「再犯」の蓋然性から判断しようとしているものの、②・③事件はO&D Barの発動の可否や終身禁止の妥当性について裁判所が迷うことが少ない事案について判断されたものといえる。

そこで、次に「著しい不適格」に関するBarnard教授の主張を概観し、その後、それが実際の裁判例においてどのように適用されていったのかについて見ていこう。

2 Jayne W. Barnard 教授の提案

(1) Barnard 教授の O&D Bar についての認識

前述のように、O&D Barの「著しい不適格」の判例上の基準とされるPatel基準が示される以前から、Barnard教授の標記論文における解釈が用いられている。

Barnard教授は、90年法制定前からO&D Barについて検討を試みており、O&D Barの適用拡大に慎重な立場を表明していた²⁴⁾。すなわち、将来の特定の行為を予防しようとするだけなら、従来より用いられてきた差止命令で十分なはずであり、O&B Bar、中でも終身禁止（lifetime bar）はいわば「死刑」規定であり、被告を最も再起させるはずの就職の機会を奪うものであるとする。こうした観点からは、O&D Barが90年法の投資家保護の目的達成に必要なだったとは必ずしも

²⁴⁾ Barnard, *supra* note 4, at 1510.

言えないのかもしれない、他に代替的な手段が利用できることを考えると、裁判所は「最後の手段」としてのみ用いるべきと主張された。Barnard 教授の主張は、きわめて悪質な証券法違反者に対しても 90 年法の命令を課すべきでないということではなく、この種の制裁は、性質上過剰適用がされるから、この強力な資格喪失要件のきわめて安易な適用に対しては、警告しなければならないという趣旨のものである。

ここで「過剰」適用が何を意味するかはさておき、90 年法の制定時に言われた、複数回違反行為を行った者 (recidivist violator) やとりわけ悪質な違反 (particularly egregious violation) を行った者²⁵⁾に絞って O&D Bar、特に終身禁止が適用されているかと言えば、その後の法運用を見ると必ずしもそうとは言えないように思われる。その意味で、Barnard 教授のいう「過剰」適用の懸念は当たっているのではないかと思われるものの、そうまでして終身禁止を適用しなければならない事情がアメリカにはあるとも言い得る。

(2) Barnard 教授の提案する「著しい不適格」判定のための 7 要素

Barnard 教授は、その論文 *When is a Corporate Executive “Substantially Unfit to Serve”?*, 70 N.C.L. Rev. 1489(1992)において、O&D Bar の適用要件である「著しい不適格」を判断する際に、次の 7 つの点を検討すべきであるとされる。ただし、7 つのうち、最初の 2 つは「入口要件 (threshold)」としての位置づけであり、議会の意思に照らして、裁判所は、被告の行為が「悪質」であるか、「常習性」のものかをまず判断すべきとされる²⁶⁾。

①違法行為が悪質であること (the “egregiousness” of the underlying violation)

まず、違法行為が悪質であることがあげられているが、この要素は 90 年法制定前の裁判所による差止めの実務でも、違反行為の程度について検討していたことであるし²⁷⁾、また 90 年法制定時の SEC 委員長らが、この場合に限って O&B

²⁵⁾ S. Rep. No.101-337, *supra* note 15, at 21.

²⁶⁾ 以下の Barnard 教授の主張についての説明は、Barnard, *supra* note 4, at 1510-1522 による。

²⁷⁾ 懲罰的損害賠償の場合でも、十分に故意の違反であるかどうかを判断していたとされる。Id. at 1511.

Bar を求めると表明していたことでもあった²⁸⁾。

悪質性を判断するための要素として、Barnard 教授は次の 8 つの点をあげる。①投資家の損失が現実のものか仮定のものか、②投資家の合計および個別の損失額、③損失を被った投資家の数、④単独かより有責性の低い他者と共同して行っていたか、⑤違反行為が一事業体内でのものか、複数の組織が関わっているか、⑥独立した行動か、長期間継続する全体の計画の一部か、⑦当該計画の時間的長さ、⑧違反行為が人々の注目を引いたかどうか、の 8 点である。そして、違反行為により、個々の被害者と証券市場の双方に対して相当な侵害があったか否かを判断すべきとされる。

ここでは、基本的には、投資家が被った損失の深刻さと違反行為の規模や悪質さが基準とされている。投資家の損害と証券市場に対する侵害とは一応区別され得るが、一般的には投資家の損害が大きい場合には証券市場に対する侵害も深刻なものとなろう。

②被告が過去に違反をしたことがあること (the defendant's 'repeat offender' status)

90 年法制定前の実務や 90 年法の立法過程での基準として指摘されていたものであり、繰り返し、あるいは常習的に行われたものかどうかを基準とされ、O&D Bar の適用は、常習的な違反パターンの一部として行われた場合に限定されるべきとされる。

以上の 2 つの要素を入口要件として、これらのいずれかが満たされる場合に、以下の③～⑦の要素を検討することが必要になるとする。

③詐欺の計画における被告の役割 (the role of the defendant in the scheme to defraud)

まず、詐欺の計画において被告が果たした役割が検討されるべきであるとされ、これは公開会社の役員・取締役であったときに行われたものでなければ、O&B Bar を課すべき適格性がないとの反証可能な推定が働くとされる。

²⁸⁾ Hearings on a Bill to Amend Federal Securities Laws in Order to Provide Additional Enforcement Remedies for Violation of these Laws: H.R. 975 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the House Comm. on Energy and Commerce, 101st Cong., 1st Sess. 69 (1989) (statement of David S. Ruder, Chairman of the SEC); The Securities Law Enforcement Remedies Act of 1989: Hearings Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking, Housing and Urban Affairs on S. 647, 101st Cong., 1st Sess. 62 (1990) (statement of Richard C. Breeden), at 30.

公開会社の役員・取締役になっただけで、そのような地位と不正行為とは完全に無関係な場合には、原則として O&D Bar の対象外とされ、ごくまれに対象になるに過ぎないとされる。

これに対して、詐欺の計画の中心にいた CEO、数年にわたる大規模な金融詐欺に関与していた者や、発行手取金を流用した詐欺の前科者は、O&D Bar の対象になるとされる。

④ 欺罔の意図の程度 (the defendant's degree of scienter)

欺罔の意図 (scienter) は、Rule 10b-5 の適用要件の 1 つであり、これがなければ、O&B Bar も適用されない。この点、単に不注意で (negligent) 違反した場合や重過失 (grossly negligent) の場合に比べて、意図的な (intentional) 違反は O&D Bar の対象になる蓋然性が高いとされ、適用に当たっては、意図的かそれに準ずる主観的要素が必要であり、違反行為の態様がこれを裏付ける事実となるとされる。

そして、この要素の判断に当たっては、被告自身がその地位に任用されていたかどうかにかかわらず、当該違反行為を行ったかも重要であるとされ、また、規制を意図的に無視したかどうかといった要素も関係してくるとされる。

⑤ 当該違反行為に関する被告の経済的利益 (the defendant's economic stake in the violation)

この要素は、当該違反行為から個人的利得を得たかどうかに関わるものであり、経済的利益が関係していなければ、O&B Bar は不要とされる。

⑥ 不正行為を再度行う蓋然性 (the likelihood that misconduct will recur)

不正行為を再度行う蓋然性があるかどうかは、「著しい不適格」の判断の中核的判断要素であるとされる。複数回違反行為を行った者である場合には、その事実に基づいて O&D Bar を適用することができることからすれば、ここでの主たる問題は、「初回の」「悪質な」違反者をどう扱うかという点になる。この点、Barnard 教授が上記論文を執筆した時点では、初犯のホワイトカラー犯罪者についての再犯の蓋然性についてはよく知られていないとされ、ただ、ホワイトカラー不正は年齢とともに減少し、そのスティグマは将来の違法行為を促す方向に

働くとされる。

そこで、裁判所の着目点としては、被告の生活歴全体と社会における立ち位置があげられており、被告の詐欺行為だけでなく、詐欺を行う動機、政府への事後の協力、家族によるサポートの安定性について評価できるとされる。

そして、裁判所は過剰な制裁にならないように、自己抑制的に運用すべきと忠告する。

⑦経営者の信認義務の被告に対する適用（the defendant's application of an executive's fiduciary obligations）

最後に、経営者が適切に履行する必要がある信認義務や注意義務についての認識が理解され、かつ内部化されているかが問われ、単に悔恨や自責の念があるというだけでなく、この点の理解が問われるべきとされる。そして、被告が、他の公開会社の役員・取締役と同じく、投資家の信認・信頼に値するかどうかについて、被告自らが説得する責務を負うとされる。

以上、Barnard 教授の論文に沿って「著しい不適格」に関する7つの要素について概観してきたが、まず、入り口要件である①と②のいずれかが満たされることが、90年法の立法過程における議論に照らして必要であるとする。

①の違反行為の悪質性は、そのような違反行為を行った者に対しては、O&D Barのような厳しい「制裁」ないし「責任」を課す正当性があるという点に関わる。この点、たとえばペニー・ストックや microcap の詐欺行為のように、違反行為がきわめて悪質である場合に、将来「再犯」を行う蓋然性が高いことがあるものの、その他の事例においても同様に、そのような蓋然性が高いとは必ずしも言えず、悪質な違反行為を行った者であっても、将来違反行為を犯さないように行動することは十分あり得るものと考えられる。したがって、違反行為が悪質であるかどうかは、「再犯」の可能性があるかどうかに関与するよりも、むしろ悪質な違反行為を行った者に対して厳しい「制裁」ないし「責任」を課すとともに、そのような悪質な違反行為を行った場合には、厳しい「制裁」ないし「責任」が課されるということを明らかにすることで、将来証券規制に違反しないよう行動する一般的な予防ないし抑止効果への期待をより重視するものと言えよう。その意味で、①の要素は、O&D Bar の「制裁」ないし「責任」といっ

た性格に、より重点を置いたものと解される。

これに対して、②の「再犯」であるかどうかという要素は、従来の差止命令の基準に似て、当該違反行為者が将来も違反行為を行うかどうかの蓋然性に直接関わるものである。この点、繰り返された違反行為が悪質でなければ、O&D Barのような厳しい制裁ないし責任を課す必要性は必ずしもなく、他の制裁措置ないし責任を課せば足りるとも考えられるが、公開会社の役員または取締役は、証券市場という公共財に関わるだけでなく、公開会社の経営を通じて多数の利害関係者に影響を与え得る地位にある者であることからすれば、そのような誠実性を著しく欠く者を公開会社の役員または取締役として行為させることは、証券市場の公正性のみならず、公開会社の経営の健全性の観点からも問題であると言えよう。

①と②の「入口要件」のいずれかを満たす者については、③～⑦の要素が検討されるべきことになるが、これらの要素のうち、⑥の不正行為を再度行う蓋然性は、将来の「再犯」の可能性を問うものであり、③④⑤⑦の要素が何らかの形で違反行為の悪質性を評価しようとしているのと性格的に異なる要素と言える。このように考えてくると、Barnard 教授が提示した7つの要素のうち、①と③④⑤⑦が、②と⑥が、それぞれ強い関連性を有するものと考えられる。

3 Patel 基準の確立

そこで次に、Barnard 教授の7つの要素を参照し、O&D Barにおける「著しい不適格」の判例の考え方を確立した SEC v. Patel の事件について見ていこう。

(1) SEC v. Patel, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶98340, 1994 WL 364089 (S.D.N.Y. July 14, 1994)

①事案の概要

本件は、1987年から1989年1月までの間、ジェネリック薬品の製造を行う Par Pharmaceutical 社（以下、Par 社という）の役員兼取締役であった Ratilal Patel（以下、Patel という）が内部者取引を行ったとして、SEC が差止め、不当利得の吐出しと判決前利息の支払い、1984年内部者取引制裁法に基づく民事制裁金の賦課、O&D Bar を求めた事案である。

Patel は、Par 社の創業者・取締役であるとともに、研究開発部門の上級副社長

であった。1987年11月にPar社は食品医薬局（the Food and Drug Administration: FDA）に対して、高血圧の治療のために用いられる医薬品のジェネリック薬品の申請を行ったが、この申請には虚偽の内容が含まれていた。すなわち、Par社のジェネリック薬品の元となったMaxzideという薬品製剤には重曹（sodium bicarbonate）が含まれており、これは人間に対する同等性研究においてテストされたものとしていたが、実際にはこの研究が行われた際のMaxzide製剤には重曹が含まれていなかったのであり、この事実を隠蔽するために日付が改竄された分析証明書がPar社の申請書に含まれていた。Patelはこの虚偽申請を知っており、1988年2月と3月にPar社の普通株式75000株を売却した（平均売却価格は約21ドル）。これによりPatelは157万6358ドルを得た。

その後、1988年7月にはジェネリック業界についての調査を開始していた連邦議会の小委員会がPar社に注目し、同月5日にPar社の記録について召喚状が送付され、またその後の報道によれば、Par社は、FDAの職員に対する賄賂や献金の疑惑について小委員会の調査を受けていた。この情報が、Par社の株価にマイナスの影響を与えることとなった。さらにより深刻な株価の下落が生じたのは、1988年10月に、ジェネリック薬品業界における賄賂を含む各種の不正について大陪審の調査の対象になっている点が報道された後のことであった。その後も、Par社の上級副社長であった別の役員が有罪答弁に同意して同社を辞任したこと、収賄によりFDAの職員が起訴されたこと、前記小委員会がジェネリック薬品の承認プロセスについての公聴会を開催したこと、FDAとPar社役員との関係に関する報道がなされたこと、Par社が贈賄について有罪を認めたことなどのPar社の不正に関する報道がなされた。

Par社が、当該医薬品のタブレットのリコール、FDAに対する虚偽の報告書の提出、Patelらの休職、年次株主総会の延期を公表したのは、1989年7月24日のことであった。株価は同月21日が10ドルであったが、24日の引け値が8.375ドル、翌25日の引け値が7.125ドルであった。

Patelは同年9月8日にPar社の取締役、上級副社長および子会社の取締役を辞任した。

1992年3月に、Patelは証券詐欺のクラスアクションについて和解をして、約300万ドルの価値を有するPar社株式50万ドルにより支払いを行った。また、1993年1月には、Patelは、ジェネリック薬品の申請に関してFDAを欺罔した

共謀の罪を認め、27か月の収監、2年間の監視付釈放 (supervised release)、2万5千ドルの罰金を科された。

本件は、1993年7月7日にSECが訴状を提出し、33年法17条(a)、34年法10条(b)およびRule 10b-5の違反を主張して、前述の各処分を求めたものである。Patelは、前記の詐欺防止条項違反を認め、将来の違反行為に対する永久差止めおよび不当利得の吐出しに同意した。もっとも、PatelはSECの不当利得の計算方法に異議を述べ、また内部者取引制裁法上の民事制裁金の支払とO&D Barの賦課についても異議を申し立てた。

ニューヨーク南部地区連邦地裁は、内部者取引制裁法上の民事制裁金の賦課についてはPatelの主張を認めたものの、証券諸法違反の差止め、O&D Bar、45万3203ドルの不当利得の吐出しと判決前利息の支払についてはSECの主張が認められた。

②地裁判決におけるO&D Barの解釈とあてはめ

O&D Barの「著しい不適格」について、地裁は、SEC v. Shahの6つの基準(①違法行為が悪質であること、②被告が過去に違反を犯したことがあること、③詐欺の際の被告の役割・地位、④欺罔の意図の程度、⑤違反に関する経済的利益、⑥再発の蓋然性)を用いて、次のように当てはめて、O&D Barを命じた²⁹⁾。

①免れた損失は453203ドルであり、他者と比較して、違反行為は悪質とまでは言えない。②過去の証券法違反はなく、証券法違反についての再犯者ではない。③Patelは、Par社の役員兼取締役としての立場にいた。虚偽のジェネリック医薬品の新薬申請書の提出を認め、元の医薬品であるMaxzideのオリジナルの定式のサンプルとすり替え、調査妨害の意図ですり替えたサンプルをFDAの検査官に提出した。④Patelは何らかの欺罔の意図をもっていた。ただし、情報伝達(tipping)、他人名義での証券の買付け、秘密口座での取引などはない。⑤自身のインサイダー取引による経済的利益を得ている。⑥Par社の創立者であり、不正行為のために役員兼取締役としての地位を利用した。

以上から、請求された差止命令による救済を正当化するだけの将来の不正行為の蓋然性があると判断され、Patelには公開会社の取締役または役員として職

²⁹⁾ SEC v. Patel, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 98340, 1994 WL 364089 (S.D.N.Y. July 14, 1994), at *4.

務を行うのに「著しい不適格」があると認められ、O&D Bar（終身禁止）が命じられた。

(2) SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995)

①事案の概要

Patel は、地裁判決の中には、不当利得の吐出しの計算において「免れた損失」の計算に誤りがあること、および O&D Bar の終身禁止の判断要素に不適切なものがあることを理由として控訴した。第 2 巡回区控訴裁判所は、前者については地裁は適切に判断したが、後者については将来の不正行為の蓋然性を認定するための事実に関する根拠を明示していないとして、終身禁止の部分について破棄・差し戻した³⁰⁾。以下では、O&D Bar についての高裁の判断について述べる。

②O&D Bar の適用と裁判所の裁量

まず、Patel は、SEC が Patel によるインサイダー取引と Par 社による FDA に対する虚偽申請とを混同しており、O&D Bar の要素の適用に誤りがあるとの主張については、Patel は FDA への申請当初は意図していなかったであろうが、Patel の信認義務違反や投資家に対する侵害に行きつくような計画を発動させることとなったとして、SEC の判断に誤りはないとした。

その上で、控訴審では、地裁は著しい不適格を評価する際に、6つの要素を適切に考慮したと判断した。もっとも、控訴審は、これら6つの要素に限定されるものではなく、また、これらの要素をすべての事案で適用する必要はないとも述べ、さらに、地裁は O&D Bar の適用の可否を判断するに当たって、相当な裁量を認められるべきであるとしており、基準の適用にかなり柔軟性を持たせている。

③将来の不正の蓋然性の要素について

もっとも、「将来の不正の蓋然性 (the likelihood of future misconduct)」は、「著しい不適格」により終身禁止を課すことが正当化されるかを判断する上で重要な要

³⁰⁾ もっとも、Westlaw や LEXIS を見る限りでは、その後の経緯は不明である。

素であるとし、その地裁の判示内容には問題があるとする。具体的には、地裁がこの点について判断したのは、Patel が Par 社の創業者であり、役員および取締役の地位にありながら、不正行為を行ったという点のみであって、これは単に事実を概括的に説明したものにはすぎず、将来の不正行為が生じるとの予測を正当化するものとはなり得ないとする。また、「生計の手段の喪失 (the loss of livelihood)」や「会社内での地位から生涯排除されることに伴うスティグマ (the stigma attached to permanent exclusion from the corporate suite)」を正当化するには、上記のような説明では足りず、コモンローの救済事例として終身禁止を肯定する事案 (前述の SEC v. Posner) では、「高い程度の欺罔の意図 (high degree of scienter)」で証券法の違反行為を行ったことや、過去の証券法違反行為や将来の違反に対する保証がないために、違反が継続するであろうと証明したことが必要とされたのであって³¹⁾、過去の違反は終身禁止に必ずしも本質的なものではないが、そうした違反がなければ、地裁は再発の可能性についての認定をするに足る事実の根拠を明らかにする必要があると判示した。

④終身禁止・無条件と禁止対象範囲の限定・条件付の選択

最後に、控訴審が留意すべきこととして指摘したのは、O&D Bar は、「条件付か無条件か」、また「終身か裁判所が定める期間」といった選択をすることができる点である。この点につき、裁判所は、終身禁止を検討する前に、まず先に禁止の対象を制約するか条件付にすることを検討すべきであると判示し、具体例として、条件としては特定の業界に限定されたものであること、また期間の制限の例として5年間を挙げた。そして、こうした条件は、不適格さを示す前歴がない場合には、特に当てはまるとされる。関連して、過去の何らかの処分歴であって、刑事手続において科され得た過去の処罰を地裁が考慮することは不適切ではないとし、仮に条件を付すことが正当化されないと判断するのであれば、こうした点が終身禁止を課す理由となると判示した。

(3) 小括

この後、O&D Bar の適用にあたって、裁判所は「著しい不適格」の審査にお

³¹⁾ 過去の違反は終身禁止に必ずしも本質的なものではないが、そうした違反がなければ、地裁は再発の可能性についての認定をするに足る事実の根拠を明らかにする必要があると判示。

いて Patel 基準を判断基準として用いることとなった。Patel 基準は、前述した Barnard 教授の7つの基準とかなり似た内容を持った基準を定立した。Barnard 教授が示した7つの基準のうち、欠けているのは、最後の「⑦役員の情報義務の被告に対する適用」である。この点、そもそも情報義務について認識していれば、違反行為など行わないはずであり、また Barnard 教授によれば、裁判官が被告に尋ねるのではなく、被告が他の公開会社の役員として投資家の信頼に値する者であるかどうかを自問すればよいとされていた³²⁾。さらに、この要素は、別の基準（たとえば④の欺罔の意図の程度）の中に組み込んで判断することができる。しかも、O&D Bar の適用対象者は、必ずしも公開会社の役員・取締役であった者に限られない。したがって、⑦の「役員の情報義務の被告に対する適用」は、裁判所が「著しい不適格」の有無を審査するに当たって必須の要素というわけではないと考えられる。

裁判所は、上記の6つの要素を「著しい不適格」を判断する際に有益と評価して、本件においても適用したのであるが、ただし、「これらが考慮に入れるべき要素のすべてではないし、すべての事例においてすべての要素を当てはめる必要はない」と判示し、さらに「公開会社における任用に対する禁止を課すかどうかを判断するに際して、地裁は実質的な裁量権を与えられるべきである」と判示して、基準の適用にかなり柔軟性を持たせた。伝統的に、O&D Bar は衡平法上の権限として差止命令に加えて付随的救済を与えてきた中で発展してきたものであるから、裁判所の裁量を広く認める考え方に合致する面がある。

もっとも、このように裁判所の裁量を広く認めると、基準としての明確性に欠け、一貫性ないし予測可能性を持たせにくくなる可能性がないわけではなく、このことは O&D Bar、特に終身禁止の処分としての過酷さと相まって、O&D Bar の制度に対する批判を惹起する要素ともなり得る。Barnard 教授の提言では、①違法行為が悪質であることと②被告が過去に違反をしたことがあることの2つは、O&D Bar を適用するうえでの入口要件とされ、これらのいずれかを満たすことが必要とされており、しかもこの2つの要素は役員・取締役の職務を行うことを禁止する規制の趣旨にも適う基準であったため、そのような運用がなされれば、上記のような懸念は（ある程度は）払拭される可能性がある。

³²⁾ Barnard, *supra* note 4, at 1522-1523.

この点は、O&D Bar の命令に条件や期間の制限を付すかどうかにも関わる。控訴審では、終身禁止を検討する前に、条件付（期限付）禁止の適用を検討することが示唆された。O&D Bar が命じられた事案の中には、条件付、特に期間の制限があるものが多いが、他方で SEC との和解事例を中心に、終身禁止が命じられたものも相当数存在している³³⁾。SEC は、Patel 判決後、和解の申し出に従って下された判決に関して、一定の期間制限付きの停止命令を容認してきたが³⁴⁾、実態としては終身禁止や無条件の禁止命令を含む事案が積み重ねられてきた。SEC としては、予算が潤沢にあるわけではない中で³⁵⁾、効率的に事件を処理していくためには有効な手段であるのかもしれない、このような財政的側面が和解で民事訴訟を終結させることに繋がる一因となっているように思われる一方³⁶⁾、microcap や penny stock の詐欺など、きわめて悪質な事案が多いのも事実であって、終身禁止や無条件の禁止を命ずる必要がきわめて高い事案が多いというアメリカ資本市場の実態を反映した面もあるように思われる。

VI 90 年法の下での裁判例

そこで、次に、Patel 基準が適用されて O&D Bar が課された裁判例についてみていこう。裁判例の中には、O&D Bar を適用する際の判断基準や具体的なあてはめを示さずに、O&D Bar を課したものも存在するが³⁷⁾、ここでは Patel 基準の

³³⁾ O&D Bar を命じたことを報じる SEC の多くのリリースでは、基本的には、無条件で期間について言及の無い O&D Bar が命じられている。O&D Bar に関する初期の事案を分析した論文によれば、90 年法制定前の差止命令と吐出しで足りた事案や終身禁止の必要がない事案に対して O&D Bar が利用されており、立法過程等から O&D Bar に相応しいとされる事案は比較的少ないと批判されていた。W. Hardy Callcott, *Patterns of SEC Enforcement Under the 1990 Remedies Act: Officer-And-Director Bars*, 21 *Sec. Reg. L.J.* 347, 372-372(1994).

³⁴⁾ Bloomenthal & Wolff, 3D *Sec. & Fed. Corp. Law* § 20:10.11(2d ed. 2020).

³⁵⁾ S. Rep. No.101-337, *supra* note 15, at 2.

³⁶⁾ 1993 年 3 月までに SEC はおよそ 35 件・およそ 50 人に O&D Bar を求め、このうち 28 名について同意または欠席により O&D Bar が命じられたとされる。Callcott, *supra* note 33, at 360.

³⁷⁾ SEC v. Solucorp Industries, Ltd., 274 F. Supp 2d 379(S.D.N.Y. 2003)は、プレスリリース、株主向けのレター、年次報告書、財務諸表や SEC への提出文書に故意に虚偽の記載をし、帳簿記録に関する義務違反および会社の収益のかさ上げを知りつつ会社の証券を売却したインサイダー取引を行った社長および事実上の役員について、違反行為の差止めおよび利得の吐出しのほか、終身禁止を命じた。

適用について検討するために、同基準が適用された事例について公表年順に論じる。

⑤SEC v. Farrell, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 99,365, 1996 WL 788367(W.D.N.Y. Nov.6, 1996)

本件は、インサイダー取引を行った社外取締役に対して、銀行または金融機関に限定して役員・取締役の終身禁止を命じた判決としてすでに紹介したものである。すなわち、Thomas Farrellは、1986年5月から1994年12月までNASDAQに普通株式を上場していたRochester Community Savings Bank (RCSB)の社外取締役であったところ、同社を買収するよう積極的には勧誘はしないとの同社の方針に違反して、1992年11月24日にFarrellともう1人のRCSBの取締役がFirst Empire State社とM&T Bankの執行副社長であったWilliam A. Buckinghamに対して、First Empire State社によるRCSBの買収の可能性についてRCSBの経営者にアプローチするよう提案した。翌1993年1月から3月にかけて、RCSBとFirst Empire State社との間で企業結合に関する議論が積み重ねられた。Farrellは前年12月22日のRCSBの資産負債委員会でこの件について話していたほか、93年2月23日の資産負債委員会、24日の取締役会で、First Empire State社がRCSB買収に関心を持っていることが告げられ、この情報は内密のものであると忠告を受けた。2月26日、FarrellはRochester Business Journalで、RCSBが魅力的な買収のターゲットであるとの記事を読んだ。その後、1993年3月9日にFarrellは、自身と妻の名義で有している口座を通じて、RCSBの株式6500株を買い付けた。3月30日にはFirst Empire State社による合併提案がRCSBに届き、同年4月7・28日には本件が重要な内部情報であり、RCSB株の取引が禁じられる旨が取締役に伝えられた。5月5日にはRCSBが同社の買収提案(an unsolicited bid)を受け付ける旨が公表され、同日以降RCSBの普通株は15ドルから最高値で21.75ドルまで上昇し、その後18.5ドルまで下落した。6月2日に、RCSBは合併は行わない旨を公表した。

SECの主張によれば、Farrellは次のような行為を行ったとされる。Farrellは、同年4月2日には、その友人Frank Vegaに対して、RCSBが合併される可能性がある旨を伝達し、少量の買付けであれば気づかれる可能性が低いとため、RCSB株を少量買い付けるよう助言を行った。Vegaは4月7日から23日にかけて、合

計 6500 株の RCSB 株を買い付けた。加えて、Farrell は友人である Gerald Sigal に対して、自身は RCSB の取締役であるために買付けができないため、自分のために RCSB 株 1 万から 1 万 2 千株を少量ずつ買い付けるよう Sigal に要請し、Sigal の税引き後利益のうち 2 万から 3 万ドルを所望した。Sigal は 4 月 21 日から 5 月 5 日の間に計 23000 株の RCSB 株を買い付け、4 月 30 日と 5 月 5 日に Farrell から合併交渉が公表されると告げられたことを受け、5 月 14 日に 3000 株を売却したが、のちに Farrell から破談になった旨の知らせを受け、残りの保有株式の売り時は Farrell が知らせる旨が伝えられた。さらに、Farrell は Kenneth Vasile に合併交渉の話伝え、Vasile が Farrell のために Farrell と義母との共同口座からの約 18 万ドルと Farrell の自己資金 14000 ドルで RCSB 株を買い付けることを合意し、Vasile は 4 月 19 日から 29 日までの間に 15000 株の RCSB 株を計 193020 ドルで買い付けた。Vasile はこの情報をそのビジネスパートナーである Peter Mancuso に伝え、Mancuso はこれを 2 人のビジネスパートナーであった Martin Slater に伝え、Slater は 4 月 7・13・27 日に 4500 株の RCSB 株を 1 株約 12.5 ドルで買い付け、同月 26 日に Mancuso は約 3000 株を 1 株当たり 12.375 ドルで買い付けた。

5 月 24 日に Farrell は Sigal、Vega、Vasile に対して、RCSB が独立したままであることになりそうなため、売り時である旨を伝えた。これにより、24・25 日に Sigal は 2 万株、Vega は 6500 株、Vasile は 15000 株、Mancuso は 3000 株、Slater は 4500 株を売却し、上げた利益は、Sigal は同月 28 日に Farrell に 6000 ドル支払ったのち 162157 ドル、Vega は 46469 ドル、Vasile は 110965 ドル、Mancuso は 22533.03 ドル、Slater は 30420.20 ドルであった。

1993 年 6 月 29 日に、Vasile は Farrell の義母の名義の証券口座に 18 万ドルを入金したが、これは RCSB 株を買い付けるために義母から Farrell が「借りた」資金を返却したものであった。また、同年 8 月に、Sigal は Farrell に対して、SEC が接触してきたことを告げたところ、Farrell は Sigal に Farrell のことは知らないと告げるよう指示した。

Farrell は 1996 年 3 月 7 日に合併交渉に関する未公表の重要情報を Vega、Sigal、Vasile に伝達したことにより連邦証券諸法に違反した重罪で起訴され、同日有罪を認め、同年 6 月 6 日に 18 か月の収監、3 年の監視付釈放、150 日間の社会奉仕活動を宣告された。ただし、Farrell が支払い不能であることと特定できる被害

者が存在しないことから、罰金や損害填補（restitution）は命じられなかった。

SEC は、証券諸法違反の差止め、O&D Bar（終身禁止）、6500 株の買付けから得たすべての利得、Sigal から得た 6000 ドルと判決前利息の支払、1988 年内部者取引証券詐欺執行法に基づく民事制裁金の支払を求めて略式判決を求める申立てをした。Farrell は 93 年 3 月 9 日に行った RCSB 株の買付けは、未公表の内部情報に基づくものではなく、雑誌の記事を読んだためであると主張したが、前記の事実関係から退けられており、かえって未公表情報を所有しつつ RCSB の証券を取引することが同社の取締役としての信認義務に違反することを認識していたと認定されている。裁判所は、10 条（b）の違反の差止め、計 32187.50 ドルの不当利得の吐出しと判決前利息の支払、ならびに不当利得額と同額の民事制裁金と判決前利息の支払を命じる判決を下した。

O&D Bar については、前述の通り、SEC は、金融機関の社外取締役であった Farrell に対して終身禁止を求めたものの、裁判所は、Patel 基準の 6 要素に照らして不相当であると判示した。具体的には、違法行為は深刻なものであり、Farrell は、当該違法行為が発見されないであろうとの願望にしたがって詐欺的行為を行った。しかし、刑務所から釈放されることで、「いかなる（any）」役員・取締役の地位につくことも禁止されるべきではない。Farrell は才能のある経営者であり、終身禁止は彼が生活を再建するためにその才能を用いることを効果的に妨げることとなろう。しかし、Farrell の違反行為に鑑みて、銀行または金融機関の役員・取締役の地位については終身禁止とした。

⑤事件は、前述の通り、銀行または金融機関の役員・取締役の地位に就くことという条件を付した終身禁止とした点に特徴があるが、Patel 基準における終身禁止の前に条件付の検討をすべきであるとの判示の部分が引用されており³⁸⁾、その上で銀行または金融機関という条件付での終身禁止が決定された。これは、重大な証券犯罪による収監の後は、Farrell が有能な役員であり、生活を再建するためにその能力を使うことまで禁止してしまうことは適当でないとされたためである。Farrell は社外取締役であったから、少なくとも銀行または金融機関を除く

³⁸⁾ 裁判所は、O&D Bar の範囲を決定する際には、証券諸法違反についての前科（prior punishment）が関連する旨の Patel 判決の判示（SEC v. Patel, 61 F.3d at 142）を引用している。SEC v. Farrell, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 99,365, 1996 WL 788367(W.D.N.Y. 1996), at *8.

一般企業における社外取締役就任に就任する余地を残したものと言える。

このように、本件は、社外取締役によるインサイダー取引に対する O&D Bar の事案であるという特徴を有するとともに、業種を限定する条件を付した点で、終身禁止と生計の手段の確保との調整を図っているユニークな裁判例であると言え、判決文を読む限りでは、悪質な違反行為に対する制裁は刑務所への収監等で果たされており、違反行為の再発防止の観点から銀行または金融機関に限定して終身禁止とされたように読める。

⑥SEC v. First Pacific Bancorp, 142 F.3d 1186(9th Cir. 1998)

本件は、前述の④SEC v. Sands により連邦証券諸法違反の行為を行ったと判断され、トライアル後に終身禁止などを命じられた被告らが控訴した事案であり、第 9 巡回区控訴裁判所は、mini-max 募集期限後に支払われずに返却された小切手につき、募集の最低投資額の条件を充足しなかったと判断し、当該募集に関する規則違反について Sands は欺罔の意図をもって行ったと判断され、同人は不当利得 68 万 8 千ドルの吐出しについて他の被告とともに責任を負い、かつ公開会社の役員・取締役として職務を行うことにつき禁止を命じられた。

O&D Bar の判示の部分について、裁判所は地裁による終身禁止の判断は、公衆の保護の観点から正当化されるとした。Sands はその他の証券の取引についても指揮しており、それらが FPB 社の価値を大いに人為的に高めるものであったと認定した。そして、地裁は衡平法上の広範な権限に基づいて、O&D Bar を命じる権限を有しており、そうした本来裁判所が有する衡平法上の権限に加えて、90 年法により、「著しい不適格」が証明された場合には、O&D Bar を命じる権限が与えられていると判示した。この「著しい不適格」の判断に当たって、裁判所は Patel 基準の 6 要素（①基礎となっている証券法違反行為の悪質性、②被告が「過去に違反を犯した者 (repeat offender)」であること、③詐欺の際の被告の「役割」・地位、④欺罔の意図の程度、⑤違反行為に関する被告の経済的利害、⑥不正行為再発の蓋然性）を考慮することができるとして、地裁がこれらの要素を考慮した点については、次のように述べた。すなわち、Sands の「証券諸法違反は悪質なものである。Sands は連邦預金保険に対象となっている銀行を倒産させた。Sands は銀行当局がその職務を行うのを妨害しようとした。Sands は「再犯」をしている。そして、Sands が自身が行った詐欺的行為は、会社における資格または受任者としての資格で行った

ものである」と地裁は判断した。また地裁は、Sands は高いレベルの欺罔の意図をもっていること、実行中の違反行為に従事し、違反行為を繰り返していること、自分の法令違反について何ら責任を負う気がないこと、自身の行為の性質が不正であるという認識を全く欠いていること、将来違反行為を行う蓋然性が強く認められると判断した。裁判所はこの地裁の判示について同意した上で、これらによれば地裁の判断は十分に支持されるとし、公益を保護するために、O&D Bar を命じることに同意している。

この地裁の判断について、Sands は O&D Bar は彼が慈善活動に積極的に携わることが妨げることになると主張したが、裁判所は、O&D Bar が出されても、慈善活動には従事し続けることができると述べてこの主張を退けている。

④事件では SEC は O&D Bar に必要な立証をしておらず、またその救済は広範に過ぎるとされていたが、⑥事件では、裁判所が有する広範な衡平法上の権限に加えて、90年法の「著しい不適格」の要件を満たす場合には O&D Bar が正当化されると述べ、その要件について Patel 基準により O&D Bar が妥当であると判断された。90年法の O&D Bar の規定が従来から裁判所が有する衡平法上の権限を明確化するために規定されたことからすると、このような判示も理解できるところである。もっとも、このような判示によれば、裁判所が有する衡平法上の権限に基づいて、O&D Bar に相当する命令を裁判所が出そうとする際に、Patel 基準ないしそれに類する基準に拘束されることになるのか、という疑問が出てこないわけではない。

いずれにせよ、本件では、違反行為の悪質性や「再犯」であることに加えて、高いレベルの欺罔の意図、法令違反についての責任意識の欠如や不正であることの認識の欠如といった Sands の主観的要素が O&D Bar の発出を正当化する重要な理由付けとなっており、そのことが、（地裁において立証が必要と指摘された）違反行為が将来生ずる蓋然性が高いと判断されている面があるように思われる。

⑦SEC v. McCaskey, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 91,533, 2001 WL 1029053(S.D.N.Y. Sept. 6, 2001)

本件は、1994年5月から12月にかけて行われた Marcorp 社普通株式の相場操縦ないし安定操作に関する連邦証券諸法違反を理由として、SEC が将来の証券

諸法違反の差止め、O&D Bar、不当利得の吐出しと民事制裁金の支払を求めてニューヨーク南部地区連邦地裁に提訴したものである。被告の Douglas G. McCaskey (McCaskey) は、2000年10月13日に、並行して行われていた刑事事件で34年法10条(b)とRule 10b-5違反につき有罪を認め、同年4月30日に5年の保護観察、30,000ドルの罰金および100ドルの特別賦課金 (special assessment) を命じられた。

Marcorp社は、American International Technologies社(AIT社)から低電圧電子ビーム技術(low-voltage electron beam technology)についての世界での排他的ライセンスを購入したが、そのライセンス契約中には、AIT社に対する分割払い条項が含まれていた。そこで、Marcorp社はこの支払のために33年法のRegulation Sに基づき登録をしないで株式を売却して資金を調達したが、1994年3月になって当該株式が米国内に還流してきて米国内の市場で売却され始めたため、Marcorp社の株価が下落することとなった。そこで、SECが主張するところによれば、同年5月から12月にかけて、McCaskeyは自分が支配している、米国とカナダにある様々な証券業者の口座を通じて、Marcorp社株式を売買し、仮装売買、馴合売買や、活発に取引されているとの印象を与えることを目的とした取引をして、Marcorp社株式の価格に対して人為的な影響を与えたとする。

本件における証券諸法違反については、刑事事件における認定に反する主張ができず、のちの民事事件でこれに拘束される(collateral estoppel)と判断された結果、SECの34年法10条(b)・Rule 10b-5違反の主張だけでなく、この民事事件においてSECが主張していた、同様の要件を定める33年法17条(a)違反も認められた。

O&D Barについては、「著しい不適格」の要件に関してPatel基準の6つの要素が言及されたうえで、これらの要素に限られるわけではなく、これに拘束されるわけではないこと、裁判所はこれら以外の要素を考慮することができ、すべての要素を検討する必要はないことが述べられた上で、McCaskeyへの当てはめが検討された。そこでは、まず、1994年10月5日から11月30日までの間に行われた取引に関して、McCaskeyによる取引がMarcorp社株式の市場における取引高の51%から100%を占めていたことから、本件における違反行為が悪質であったことが指摘されている。次に、この相場操縦が行われている間、McCaskeyはMarcorp社に対して重大な影響を及ぼしていたため、この違反行為において

McCaskey の役割が重要であったことが指摘されている。そして、McCaskey が Marcorp 社の社長兼取締役であり、少なくとも 1992 年 12 月から 1994 年 12 月までの間、Marcorp 社は McCaskey の妻から借りた事務所と McCaskey の自宅のガレージを事業の拠点としていた。また、McCaskey は、Marcorp 社株式を 1.435 ドルで 35,000 株売却し、1.5 ドルで同数を買戻していたとし、1 株当たり 0.565 ドルの損失が生じており、仮装売買や馴合売買から利益を得ていないと主張しているが、McCaskey は Marcorp 社の大株主であり、株価の下落を食い止め、株価を支える強いインセンティブを有していた。さらに、McCaskey が証券関連規則に違反したのは初めてではないことが指摘されている。すなわち、1991 年ころに仲裁機関は McCaskey の以前の顧客の方を支持して 33 万ドル余りの損害賠償を命じる裁定を下したが、これは McCaskey が当該顧客の特定の取引を禁止する指示を無視し、無権限取引で損失を重ね、McCaskey が口座における債務をカバーするために当該顧客の当初のポートフォリオの一部を売却したためであった。最後に、将来の証券諸法違反の差止めのところで検討した結果、McCaskey は差止めが認められなければ、連邦証券諸法に違反する蓋然性があると認められる。

しかし、裁判所は、終身禁止を命じる前に、条件付ないし期限付の禁止を検討すべきであるとの Patel 判決を引用した上で、McCaskey には役員・取締役として著しい不適格があるものの、終身禁止は正当化されず、期間制限のついた禁止で十分であると述べて、6 年間の禁止を命じ、SEC の主張を認めなかった。

⑦事件は、大株主兼社長が自社の株式について相場操縦を行った違反行為により 6 年間の期限付禁止が認められた事案である。Patel 基準の当てはめにあたっては、相場操縦という行為それ自体に悪質性に加えて、相場操縦の態様として取引手法や相場に占める割合が考慮されており、また、経済的利害が強いこと、そして過去の違反行為による「再犯」であることが考慮されている。本件では 6 年間の期間制限が認められた点が特徴的であるが、これは相場操縦の悪質性はさておき、量刑に鑑みてもその違反の規模がそれほど大きくなかった点や、「再犯」とはいえかつての違反行為も同種のものではない上、厳罰に処する必要があるほどの悪質性がなかった点などが考慮されているように思われる。

⑧SEC v. Robinson, Fed. Sec. L. Rep.(CCH) ¶ 91,948, 2002 WL 1552049(S.D.N.Y. July 16, 2002)

本件は、株式の詐欺的な公募に係る証券諸法違反を受けて、SEC がそれを行った会社 (Cellular Video Car Alarms, Inc. : CVCA 社) とその役員である Carl M. Robinson (Robinson) に対して予備的差止命令と会社に対する欠席判決が出された後、SEC が求める Robinson に対する民事救済の内容について勧告するよう委託された治安判事 (magistrate judge) が、O&D Bar (終身禁止)、42,000 ドルの不当利得の吐出しと判決前利息の支払い、並びに 1 万ドルの民事制裁金の支払いを命ずるよう勧告したものである。

2000 年 12 月 21 日に連邦証券諸法違反による予備的差止命令等の際に認められたこととして、CVCA 社は遅くとも 1999 年 9 月から同社普通株式の 1,000 万ドルの公募を、インターネット、プレスリリースおよび新聞広告により行ったが、これは Regulation D の Rule 504 に違反するものとされ、また、この株式募集には (1) CVCA 社は何ら実際に商品を保有していないにもかかわらず、年次売上高は 2002 年末までに 170 億ドルまでに達すること、(2) 実際には AT&A との間で何らの合意がないにもかかわらず、CVCA 社の商品は、AT&A と共通のブランドのものであり、AT&A のロゴが付され、かつ 8802 の AT&A の店舗で販売されること、(3) CVCA 社の経営チームは、実際には通信分野での正式な教育や実質的な経験がないにもかかわらず、通信のマーケティングや戦略的プランニングに精通していることなどの多数の重要な不実表示をしていたため、無届募集や不実表示の禁止、資産凍結、監査の強制、文書保全の命令が出された。また SEC からの略式判決の申立てが認められた際には、CVCA 社の株式取得の対価として少なくとも 220 名から 42 万ドルを超える資金を得たことが認定され、33 年法 5 条 (a)・(c) と 17 条 (a) の違反、および 34 年法 10 条 (b) と Rule 10b-5 の違反を行ったものとされた。

2002 年 2 月 19 日に欠席判決、Robinson に対する略式判決、CVCA 社と Robinson に対する永久差止命令の申立てが認められ、併せて Robinson に対する救済の内容として治安判事に報告と勧告が求められた O&D Bar (終身禁止) については、次のように判示されている。まず、Robinson は O&D Bar については何ら主張を行っていない。O&D Bar の「著しい不適格」については Patel 基準の 6 要素が引用され、そこでは併せてこれらの要素に限られないこと、これらのすべての要素

を当てはめる必要はないこと、地裁は O&D Bar の判断に当たって広い裁量を有することが述べられ、本件においては、関連する要素をすべて考慮すると、Robinson に対して終身禁止の命令を出すほかないと結論付けられた。具体的には、①基礎となっている証券法違反行為の悪質性については、Robinson の行為が悪質であることとされており、具体的にはその不実表示は目に余る常軌を逸したものであり、商品はなく有名企業との関係が何らなく、また売上げの期待もないなどの行為から、洗練された窃盗 (polite form of theft) に他ならないこと、②被告が「過去に違反を犯した者 (repeat offender)」であることについては、Robinson が 2000 年 12 月 21 日に予備的差止命令が出された後にも 2001 年 3 月に追加の募集を行っていることが認定され、将来違法行為を行う意図も有責性もすでに証明されていること、③詐欺の際の被告の「役割」・地位については、Robinson は CVCA 社の役員兼取締役であり、2000 年末に同社の発行済み株式の 87% を所有していたこと、同社の経営「チーム」の唯一の者であったことや不実表示の文書を自ら拵えたことから、投資家を騙すこのスキームの唯一の原動力であったこと、④欺罔の意図の程度については、目に余る、常軌を逸した不実表示の文書を故意に作成した点で、高度に有責性があり (highly culpable)、「欺罔の意図の程度」はきわめて高いとされ、⑤違反行為に関する被告の経済的利害については、CVCA 社の 87% の株式を保有しており、会社から 26 万ドル超の「貸付け」を受けていることから当該違反行為における Robinson の経済的利害は明らかであること、最後に⑥不正行為再発の蓋然性については、明白な証拠があるにもかかわらず Robinson は違反行為を否認しており、SEC の調査は人種差別的バイアスの産物であるといった主張を行っており、永久差止めを肯定する 1 つの要素である、不正行為の自認がないこと、さらに前述の通り、将来違法行為を行う意図も有責性もすでに証明されていると述べられていることが指摘されている。

そして、終身禁止の命令を出す前に条件付が相当かを判断する必要がある点については、当裁判所は終身禁止の重みは認識しており、軽々しく勧告するものではないけれども、本件においては、Robinson の行為の異常さ、不正を認めない態度、予備的差止命令の違反から考えて、終身禁止が相当であるとされた。

⑧事件は、きわめて悪質な詐欺的な証券募集に対する終身禁止が命じられた事案である。違反行為の悪質性に加えて、1 つの事件としての括りの中での「再

犯」性も認められており、さらに違反行為に対する責任の意識も感じられず、主観的な態様も含めて、終身禁止しか選択肢が無いことが首肯される事案であったと言える。

VII 結びに代えて

アメリカにおける役員・取締役の資格については、州会社法においては日本の会社法におけるような資格制限の制度はなく、伝統的には、連邦証券諸法における差止めを求める訴訟を SEC が提起した際の付随的救済として、公開会社の役員・取締役への就任ないし職務執行の禁止が命じられてきた。もともと、証券市場の規模が著しく拡大する中で、SEC による効果的な法執行手段の強化が求められた結果、この付随的救済の 1 つである公開会社の役員・取締役としての行為の禁止が 90 年法において明文化されることとなった。

90 年法の立法段階において、O&D Bar の制度、特に終身禁止は、その違反行為が異常ないし悪質である場合や「再犯」をした者を対象に適用されることが指摘されていた。そのことは、O&D Bar が職務の執行について「著しい不適格」のある者に対して適用される際に基準足り得るものであったが、その内容は Barnard 教授の提言を受けて、Patel 基準として定式化されるまでは、明確とはいえないものであり、Patel 基準の確立は O&D Bar 規定の適用を容易にした面があると考えられる。そして、裁判所は Patel 基準の適用に当たって、終身禁止を命ずる前に、条件ないし期間の制限を設けるか検討することとされ、終身禁止といういわば「死刑」相当の判決を出すことには慎重な運用がなされるように配慮された（⑤事件（インサイダー取引）、⑦事件（相場操縦））。けれども、きわめて悪質な事案に対しては、終身禁止が厳然と命じられており（⑥⑧事件（いずれも詐欺的な証券募集））、またそのような事案では違反行為が繰り返されているなどの「再犯」である場合がある（Patel 基準確立前の事案である②事件も）。そして将来の違反行為が行われる蓋然性の程度は、被告の主観的要素からも推し量ることができるため、その点も重視されていると考えられる（特に⑥事件）。また、日本法との関係で重要なのは、O&D Bar が命じられた事案の中には刑事罰が適用されていない事案も含まれており、終身禁止はともかく、期限付禁止が命じられる事案の中にはそ

のような事案も含まれている点である。もっとも、Patel 基準に対してはそれが明確性を欠いており、指針として役に立たないといった厳しい批判もある³⁹⁾。また、O&D Bar の適用ないし運用実態を知るには、以上のような裁判例における O&D Bar の適用ないし運用とともに、SEC の請求に同意した事案における O&D Bar の適用ないし運用についても検討の必要がある。

さらに、エンロン・ワールドコムなどの事件を受けて改正されたサーベンス・オクスレー法によりコーポレート・ガバナンスの連邦法化が一層強化されたが、この中には O&D Bar の適用が拡大される改正が含まれる⁴⁰⁾。この点の検討も含めて、今後の課題としたい。

以上

³⁹⁾ Renee M. Jones, Unfit for Duty: The Officers and Directors Bar as a Remedy for Fraud, 82 U. Cin. L. Rev. 439, 451(2013).

⁴⁰⁾ Marc I. Steinberg, Federalization of Corporate Governance 290(Oxford University Press 2018).