

論文の内容の要旨

論文題目 不実の企業情報開示と民事責任—日米比較研究に基づく考察

氏名 朱 翹楚

会社は証券を発行することにより証券市場に参加する一般投資家から資金を調達することができる。証券の流動性を高めるために会社は積極的に投資家に対して情報開示をするインセンティブを有する一方で、法は証券市場の安全性と公平性、又は一般投資家が十分な情報に基づいて投資判断を行うことを確保するために、発行会社に強制的な開示義務を課すと同時に、情報開示において不実の情報が織り込まれている場合に、発行会社及び不実開示に関与する者に民事責任と刑事責任及び行政罰を課する規定も用意している。

発行会社が証券を発行する際に発行市場に向けて不実の情報を公表する場合には、不実情報により吊り上げられた価格で不当な利益が得られるのに対して、流通市場向けの継続開示において不実の情報を公表しても、直接的な利益が得られないと思われる。不実開示についての民事責任規制は従来不実開示から損害を被った投資家に対する救済手段として位置づけられていたが、証券市場が成熟化・効率化していくにつれ、発行市場及び流通市場における不実開示の特徴に応じて、それぞれの不実開示民事規制に期待すべき最も重要な目的も再検討する必要があると考える。本稿では、日米比較の視点から、不実開示についてそれぞれの制度変遷、政策理由、学説の論争を整理し、アメリカ法研究から得られる示唆を参照し、立法論の観点から日本の現行制度に潜んでいる問題点を探り、解決策を試みることを目的とする。

日本では、昭和 23 年に証券取引所法を制定する際に、アメリカの 1933 年証券法 11 条を参照して発行市場における発行開示に関する民事責任規定（18 条、22 条）が設けられていた。しかし、投資家が不実開示により被る損害額が少額であることなどが原因で、投資家がこれらの民事責任規定に基づいて責任追及の訴えを提起する事件はあまりなかった。不実開示民事規制の実効性を高めるために、昭和 46 年改正において発行市場における不実開示について発行会社役員や監査法人などのゲートキーパーの立証責任の転換された過失責任を定める 21 条と継続開示に含まれる不実開示について役員の上記責任の転換された過失責任を定める 24 条の 4 が導入された。さらに、平成 17 年改正において流通市場における不実開示について発行会社の無過失責任を定める 21 条の 2 が設けられ、損害額の推定規定も同条第 2 項により設けられることになった。その後において、西武鉄道事件、ライブドアなど世間を騒がす不実開示民事訴訟が提起されることになった。

アメリカでは、1933 年証券法が制定される際に、発行市場における不実開示について発行会社の無過失責任と役員、証券引受人や監査法人などのゲートキーパーの上記責任の転換された過失責任を定める 11 条が設けられている。1934 年に証券取引所法が制定される際には、流通市場における不実開示について発行会社と役員、及び会計士など不実開示に関わる者の立証責任の転換された過失責任を定める 18 条(a)項が設けられていたが、原告投資家が同条に基づいて責任追及を行うためには、不実開示と自己の証券取引行為の間に因果関係が存在するという信頼要件を立証しなければならないことになる。アメリカでも日本と同じようなことを経験し、個々の投資家が不実開示による損害額は少額であることなどが原因となり、これらの規定が制定されて何十年の間あまり利用されることはなかった。

日本では投資家が不実開示民事規制に基づいて訴訟を提起するインセンティブを引き上げるために、無過失責任規定や損害額と因果関係に関する推定規定を設けるなど、発行会社に対して立証責任の緩和された責任規定を設けることにした。それに対して、アメリカでは証券訴訟において集団訴訟制度を導入すると同時に、連邦最高裁判所が一連の判決において、元々は SEC しか利用できない 34 年法 10 条(b)項と規則 10b-5 が黙示的な私的訴訟原因として投資家に利用されることを認め、信頼要件に関する Fraud-on-the-Market 理論の推定の適用を認めることなど、不実開示の民事責任を規制する 10 条(b)項及び規則 10b-5 に関する判例法を形成した。アメリカにおいては、発行開示書類に含まれる不実開示を対象とする 11 条訴訟と流通市場における不実な情報発表を対象とする 10b-5 訴訟が盛んになり、2014 年の調査報告を見ると、アメリカ NYSE、NASDAQ 及び AMEX に上場している 5209 社の公開会社は約 4.2%の確率で不実開示民事訴訟の被告として訴えられる可能性があることが分かった。ほとんどの不実開示集団訴訟が和解により終結されるアメリカの実情において、発行会社又は不実開示訴訟の被告となる他の者は、終局判決により責任を認定されることで投資家の損害について全額賠償する事件は一件もなかった。従って、日本においては、証券発行会社は訴訟が一旦提起されたら、責任が認定されて大きな賠償額が命じられる可能性が大きいという意味で不実開示責任リスクが大きいと言えるのに対して、アメリカにおいては不実開示訴訟が提起されることが多いという意味で、発行会社の不実開示訴訟リスクが大きいと考えられる。

流通市場における不実開示について、発行会社は不実開示から直接的な利益を得ていなかったことに加えて、不実開示に影響された価格で証券取引をしたのは流通市場における一般投資家であることで、誰が不実開示で得する投資家になるか、又は誰が不実開示で損をする投資家になるかというのは全くランダムなことであり、証券投資社会全体から見れば、損失はゼロと言える一方、発行会社に損害賠償を負担させるのは、不実開示により生じる不当な利益移転を戻すことにならないだけではなく、不実開示から生じる一部の投資家の損害を発行会社の残存株主に移転することになることで、発行会社の責任を容易に認めることは不当とする考え方がアメリカにおける一般的な認識である。アメリカにおいて不実開示訴訟が実現できる最も重要な役割は、投資家の現実損害を賠償するという救済目的ではなく、不実開示行為への抑止目的であると指摘されている。

本稿は以上の現状を踏まえて、不実開示民事規制の法的要件について日米の異同を比較して考察することではなく、アメリカではどのような問題意識の下で発行会社と投資家の利益調整を行い、法律改正及び判例法上のアプローチ変更が行われたか、それに従って発行会社の不実開示責任はどのように変化したかなどの問題を明らかにし、日本における不実開示民事制度改正あり方を考察したい。

第 1 部序論では、不実開示民事責任について日本における制度変遷と学説の議論を整理した上で、本稿で用いられる方法論及び先行研究との関係を説明し、現行制度の問題点、又はアメリカ法について考察するに当たっての問題意識を明らかにする。

第 2 部では、アメリカ法の不実開示民事制度と規制の現状について考察する。まずアメリカにおける情報開示制度を整理した上で、発行市場における不実開示を規制する 1933 年証券法 11 条の規制範囲及び判例法理について考察し、同条の規制の現状を明らかにする。次いで、流通市場における不実開示民事規制を分析するのに先立ち、発行市場と流通市場における不実開示の相違点を踏まえて、発行会社が直接に証券取引に参加しなかった場面において、損害賠償目的、不実開示抑止目的及びコーポレート・ガバナンス目的の観点から、流通市場における不実開示民事責任に関するアメリカ現行制度はどのような問題点があり、これ

らの目的を調整するためにいかなる制度設計が合理的であるかについて行われた研究者による理論的研究を整理する。そして、これらの理論的基礎に基づいて、流通市場における不実開示の民事責任規制状況を整理する。原告投資家が 1934 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づいて不実開示についての損害賠償請求を行う際には、連邦最高裁判所が判例法において確立した六つの法的要件を証明しなければならないが、各要件について明確な判断を加える終局判決が出る前に和解するのがほとんどの場面であるから、この部分では発行会社は現行制度の下でいかなる責任リスクを有するかという問題と 10b-5 訴訟の現状を最も明らかにする会社のサイエント、重大性要件及び信頼要件について考察を加える。その後で、ゲートキーパーなど不実開示に関与する者の第二次責任について考察を加える。最後に、SEC による民事制裁訴訟の制度の変遷、政策理由及び規制の現状を整理した上で、10b-5 民事訴訟と SEC によるエンフォースメントの相互関係を分析する。

第 3 部では、日本の情報開示制度と不実開示民事規制及び証券取引等監視委員会による課徴金処分制度を整理した上で、アメリカ研究から得られる視点に基づき序論により提起した問題点について解決策を試みる。