

令和 2 年 5 月 31 日現在

機関番号：17102

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2019

課題番号：15K16956

研究課題名（和文）不実の情報開示に関するエンフォースメントの全体的研究

研究課題名（英文）Study on the enforcement of disclosure rules in capital markets

研究代表者

荒 達也（ARA, Tatsuya）

九州大学・法学研究院・准教授

研究者番号：20547822

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,000,000円

研究成果の概要（和文）：資本市場における情報開示を適切に促進するためには、情報開示に関する実体的なルールのみならず、当該ルールを遵守させる手段（エンフォースメント）を整備することが重要である。本課題においては、情報開示ルールを遵守させる手段のうち、私的エンフォースメント（民事上の損害賠償請求）と公的エンフォースメント（行政上の課徴金）について研究した。その結果、比較法的視点や法の経済分析の視点から、民事上の損害賠償請求制度を設計するにあたって考慮すべき要素を明らかにした。また、非財務情報の開示に関して適切なエンフォースメントを行うための方策についても検討した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

企業情報開示に関するエンフォースメントの問題をめぐっては、2000年代半ば以降、金融商品取引法の改正がなされ新しい規定が導入されるとともに、いくつかの損害賠償請求訴訟に対する判決が下されたことを受けて、解釈論・立法論が活発化してきた。本研究は、それらの議論を改めて整理し、新しい視点からの知見を加えた点で意義を有していると考えられる。

また、非財務情報の開示については、平成31年（2019年）の企業内容等開示府令の改正により、充実が図られた。本研究は、まだ研究の蓄積が多いとは言えない非財務情報の開示に関するエンフォースメントの問題について試行的な分析をした点で意義を有していると考えられる。

研究成果の概要（英文）：In order to encourage corporate disclosure in capital markets, it is important to develop both disclosure rules and their enforcement. This study researches on private enforcement (civil lawsuit for damages) and public enforcement (administrative monetary penalty). As a result, it clarified the points to be considered in the private enforcement system design. In addition, it examined the appropriate enforcement of disclosure rules about non-financial information.

研究分野：金融商品取引法

キーワード：企業情報開示 金融商品取引法 虚偽記載 損害賠償責任 課徴金 エンフォースメント

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

資本市場における情報開示を適切に促進するためには、情報開示に関する実体的なルールだけではなく、当該ルールを遵守させる手段(エンフォースメント)を整備することが重要である。情報開示ルールを遵守させる手段としては、一般的に、私的エンフォースメント、行政的エンフォースメント、刑事的エンフォースメント、自主規制機関によるエンフォースメントなどが挙げられる。私的エンフォースメントの代表例は、不実の情報開示により財産的損害を受けたと主張する投資家等の私人による証券発行会社やその役員等に対する損害賠償請求訴訟であり、行政的エンフォースメントの代表例は、行政機関による証券発行会社等に対する課徴金の賦課であり、刑事的エンフォースメントの代表例は、証券発行会社やその役員等に対する刑事責任(罰金、自由刑)の追及であり、自主規制機関によるエンフォースメントの代表例は、証券発行会社に対する上場廃止措置や上場契約違約金の徴収などである。本研究は、これらのうち、私的エンフォースメント(民事上の損害賠償請求)を中心にして、公的エンフォースメント(行政上の課徴金)との関係や適切な役割分担についても視野に入れて検討するものである。

(1) 民事上の損害賠償責任について

本研究課題のうち、資本市場における証券発行会社による不実の情報開示に対する民事上の損害賠償責任の分野に関しては、1980年代末に日本における研究の基礎となる論文が公表された。その後、2000年代に至り、市場メカニズムを重視した金融システム改革の要求が高まり、虚偽記載等のある法定開示書類の提出者が流通市場での証券取得者に対して負う民事損害賠償責任の規定(旧証券取引法21条の2)を新設する法改正が行われた。このような状況の変化を受け、不実の情報開示に対する民事損害賠償責任の分野における研究が活発化した。

本研究課題の開始当初における研究動向として、法解釈論の分野では、損害賠償額に関する研究が数多く発表されていたが、通説的見解が確立されていたわけではなかった。この論点については、最高裁判決(最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁、最判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁など)が一定の解釈を示したが、その後も判決内容の意味や妥当性について議論が続いている状況であった。他方、立法政策論の分野では、不実開示に基づく民事責任の機能を分析する論文が公表されていたものの、解釈論と比べると研究は発展途上の段階にあった。

(2) 行政上の課徴金について

本研究課題のうち課徴金の分野に関しては、課徴金制度の目的や憲法上の二重処罰禁止規定との整合性などを検討した研究があった。しかし、課徴金制度と民事損害賠償制度との関係や総合的な制度設計について本格的に検討した研究は公表されていなかった。

2. 研究の目的

上記のように、本研究の開始当初は、資本市場における証券発行会社による不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償責任に関する先行研究は損害賠償額の算定をめぐる解釈に関するものが中心であり、その他の解釈上の論点や立法政策論に関する研究は発展途上の段階にあった。また、損害賠償額の算定に関する分野においては、会社法・証券法の専門家による研究と民法の専門家による研究の問題関心が異なっており、両者の議論が適切に統合されていないように見受けられた。他方、行政上の課徴金に関しては、実務家から解釈論・

立法政策の両面にわたる問題提起がなされていたが、学界における研究はそれらの問題提起に対して十分に答えられていなかった。

そこで、本研究の目的は、民事損害賠償責任について、損害賠償額、重要性の要件、免責事由といった現行法に関する主要な論点について、外国法との比較や民法上の不法行為などの関連分野における研究の成果を参考にして解釈論を示すとともに、外国の法制度や「法と経済学」の成果を参考にして、現行法の改善点について一定の提言をすることとした。また、課徴金制度に関しては、外国における行政上の措置との比較を通じて、比較法的に見た日本法の課徴金制度の特徴について明らかにするとともに、日本における不実開示の実態を踏まえて、政策論的に妥当な制度のあり方について一定の提言をすることを目的とした。

3．研究の方法

資本市場における証券発行会社による不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償責任の分野に関しては、研究開始当初、日本及びアメリカの法制度・判例・学説に関する知見を前提にして、日本における不法行為法や損害賠償法、会社法などの関連分野の議論を参照しつつ、「法と経済学」の視点を踏まえて解釈論・立法政策論を検討するという方法で研究を進めた。その後、日本における損害賠償法に関する先行研究および不実の情報開示に基づく損害賠償責任に関する近年の最高裁判決を考察した結果、それらの内容が少なくとも表面上はドイツにおける損害賠償法に関する伝統的な概念枠組から影響を受けていることがわかった。それと同時に、ドイツにおいて、損害賠償法に関する伝統的な概念枠組が不実の情報開示に対する民事上の損害賠償責任をめぐる現代的な議論に対してどのような影響を与えているのか、それは日本における議論状況と同様なのかどうかという点にも関心を持つようになった。そこで、研究課題の遂行の途中から、ドイツにおける損害賠償法に関する伝統的な概念枠組および不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償責任をめぐる現代的な議論状況についても検討対象に加え、研究範囲を拡大した。

他方、行政上の課徴金制度の分野に関しては、どのような背景事情が原因で不実の情報開示が行われたのか、公的機関によるエンフォースメントは十分に機能しているのか、といった問題意識に基づき、経済・社会的視点からの検討を進めた。

さらに、研究期間中の平成 29 年（2017 年）から、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループにおいて、非財務情報の開示に関する議論が進められ、平成 31 年（2019 年）に企業内容等開示府令が改正されたことにより、非財務情報の開示の充実が図られることとなった。このような状況の変化を受けて、今後は実務上も非財務情報の不実開示に関する責任をめぐる問題が発生してくると予想されることから、本研究では非財務情報の開示に関するエンフォースメントの問題について、アメリカの議論状況も参考にしながら試行的な分析をした。

4．研究成果

資本市場における証券発行会社による不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償責任の分野に関して、まず、この分野のリーディングケースである最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁（西武鉄道事件）、最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁（ライブドア事件）を分析した。その結果、両判決は表面的には「相当因果関係」という伝統的な概念に依拠して結論を導出しているものの、その内容を実質的に検討すると、「相当因果関係」という伝統的な概念に拘束されている面だけではなく、証券流通市場の経済的特性という

新しい要素を考慮に入れている面もあることを明らかにした。そして、両判決を理解し、批判的に発展させていくためには、民法上の損害賠償法に関する視点と証券流通市場の経済的特性を踏まえた分析の視点の双方が必要となることを示した。

次に、不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償請求訴訟が数多く提訴されており、参考にすべき先例の蓄積があると思われるアメリカの判例・学説を調査した。その結果、アメリカの判例については、1990年代半ば以前は損害賠償責任の要件を緩和して広く責任を認める傾向が見られたが、それ以降近年に至るまで、損害賠償責任の要件を厳格化する傾向にあることを確認した。こうした傾向の変化は、法概念的議論に支えられたものというよりも、企業の情報開示への委縮効果や不当訴訟の増加への懸念が強まったことによるものではないかとみられる。この点で、アメリカの判例は、損害賠償責任の実体的要件の緩和とクラスアクションというアメリカの訴訟制度が組み合わさったことによる弊害の発生やアメリカ社会における実質的価値判断の変化などを示唆するものとして参考になるが、精緻な法的議論や法の経済分析の視点を獲得するためには、判例以外の検討も必要であることを示した。そこで、アメリカの学説について調査したところ、不実の情報開示に基づく民事上の損害賠償責任に関する制度設計について、法の経済分析の視点から論じるものが見られた。それにより、損害賠償責任が発行会社やその役員等の情報開示に関するインセンティブや市場参加者の投資行動に与える影響について論じる際の理論的枠組みを得ることができた。

また、日本における損害賠償法をめぐる法的概念に大きな影響を与えているドイツの判例・学説を調査した。ドイツにおいては、損害賠償額の算定に当たって、「原状回復」という基本概念から出発して、不実開示がなされなかったと仮定した場合の「原状」とは、いかなる状態なのかという視点から分析がなされていることを確認した。ただし、ドイツにおける不実開示に基づく損害賠償責任の議論は、アメリカの研究の影響も受けており、必ずしも法的概念からの演繹的議論が貫徹されているわけではない部分があることも明らかにした。

さらに、上記の通り、研究期間中の平成29年(2017年)から、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループにおいて、非財務情報の開示に関する議論が進められ、平成31年(2019年)に企業内容等開示府令が改正されたことにより、非財務情報の開示の充実が図られることとなり、今後は実務上も非財務情報の不実開示に関する責任をめぐる問題が発生してくると予想されることから、非財務情報の開示に関するエンフォースメントの問題について分析を試みた。その結果、これまでの議論の対象となってきた財務情報の開示については、開示すべき内容が法令等により事前に相当程度定形化されているのに対して、非財務情報の開示に関しては、開示すべき内容を法令等により事前に定形化することが相対的に困難であるなどの理由から、エンフォースメントの設計の仕方によっては開示内容にかえって悪影響をもたらす可能性があることを指摘した。具体的には、非財務情報について虚偽あるいは誤導的な内容を記載する行為と開示すべき内容を開示しない行為とを比較したとき、法文上はともかく従来の解釈によれば、前者の行為に対するエンフォースメントのほうが実質的に見て厳格になりがちであり、結果として発行会社に対して非財務情報の開示内容を減らすインセンティブを与えてしまうおそれがあることなどを論じた。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 荒 達也
2. 発表標題 リスク情報の不開示に基づく責任について
3. 学会等名 西南学院大学金商法研究会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 荒 達也
2. 発表標題 MBOにおける取締役の会社に対する責任 情報開示義務を中心にして
3. 学会等名 九州大学産業法研究会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考