

令和 2 年 6 月 11 日現在

機関番号：37105

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K17037

研究課題名（和文）発行会社の不実開示の抑止のための法的エンフォースメントの総合的研究

研究課題名（英文）Comprehensive Study on Legal Enforcement for Detering Misrepresentation of Issuer

研究代表者

藤林 大地（Fujibayashi, Daichi）

西南学院大学・法学部・准教授

研究者番号：80631902

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,000,000 円

研究成果の概要（和文）：本研究では、発行会社の不実開示を抑止するための法的エンフォースメントのあり方について、発行会社やその役員等に対する民事責任の追及を中心に検討を行った。研究成果としては、有価証券届出書の虚偽記載に係る発行会社の民事責任のD&O保険による付保可能性、取締役等の各責任主体の主観的責任要件の意義の解釈、不実開示に関する損害論、コーポレートガバナンス・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制について論考を公表した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

不実開示は、投資者の投資判断をゆがめて損害を被らせるとともに、有価証券の市場価格をゆがめて資源の効率的な配分を阻害するものであり、その抑止を図ることが必要となる。他方、不実開示に対する法的エンフォースメントが過剰な内容・水準で行われる場合、有益な情報の開示が阻害されることになる。本研究では、不実開示に関する法的エンフォースメントをめぐる幾つかの問題を取り上げて、不実開示の効率的な抑止のための法制度の設計について検討を行った。

研究成果の概要（英文）：In this study, we discussed legal enforcement to deter issuers from making misrepresentations. The study focused on the pursuit of civil liability of the issuer and its directors. As a result of my research, we published papers on the insurability of the civil liability of issuers for false statements in securities filings, the interpretation of the negligence for each responsible entity, such as directors, the damage theory of misrepresentation, and the liability for misrepresentation of information about corporate governance.

研究分野：金融商品取引法

キーワード：不実開示 虚偽記載 情報開示 民事責任 相当な注意 有価証券

## 1．研究開始当初の背景

(1) 発行会社の不実開示について、金融商品取引法（以下、「金商法」という）は、不実開示によって歪められた価格で証券の取引を行い損害を被った投資者に関して、発行会社やその役員、さらに、監査法人や証券会社といったゲートキーパーの民事責任を規定している。これは、投資者の損害填補および不実開示の抑止の観点から、民法の不法行為の特則として定められたものである。

もっとも、投資者の損害填補を金商法の民事責任制度の主たる目的と位置付けて、上述の者の責任を積極的に認めていくことには問題がある。まず、発行会社が損害賠償の主体となる場合、投資者に対する損害賠償に伴う会社財産の減少は、株主や会社債権者の利益を害し、企業価値の毀損ひいては発行会社の倒産を生じさせる。また、役員やゲートキーパーに対する民事責任の追及は、それらの者の活動を委縮させ、積極的な情報開示や証券の発行による資金調達を阻害する可能性を孕んでいる。さらに、私的・公的エンフォースメントによって不実開示を効果的に抑止できるのであれば、あるいは、投資者は不実開示のリスクを十分に管理できるのであれば、投資者の損害填補の重要性は低いものとなる。

(2) 不実開示に関する民事責任制度が内在する問題や同制度の目的論については、民事責任の追及が盛んになされてきたアメリカなどで活発に議論されており、具体的な制度設計についても種々の提案がなされている。我が国においても、金商法上の民事責任制度の目的の再検討が必要であることが指摘され（加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号 303 頁(2011 年)）、また、不実開示を実効的に抑止するための制度設計に関して、発行会社や役員といった各種の主体に責任を課すことの意義や課題、さらに公的エンフォースメントの位置付けも含めた、総合的な研究が必要であることが指摘されている（田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任」『商事法の新しい礎石』861 頁（有斐閣、2014 年））。我が国でも不実開示に対する民事責任の追及が盛んになっているところ、投資者の損害填補を主たる目的の一つとして設計されている金商法の民事責任制度が内在する問題が顕在化しつつあり、同制度の目的の在り方に立ち返った検討を行うことは喫緊の課題となっている。

## 2．研究の目的

(1) 本研究は、不実開示の抑止という目的を達成するための私的エンフォースメントおよび公的エンフォースメントの在り方について、解釈論および立法論を総合的に提示することを目指す。具体的には、次の五つの点について検討を行う。

本研究の前提として、民事責任制度の主たる目的を投資者の損害填補とすることの問題、および、不実開示の抑止を主たる目的と位置付けることの合理性について検討を行う。

不実開示に関する「発行会社の過失」の意義について、不実開示の抑止のインセンティブを高めるためにはそれをどのように理解すべきかについて検討を行う。

役員および監査法人などのゲートキーパーに責任を課すことの意義と限界、各種の主体間の役割分担の在り方、そして、責任の要件の在り方について検討を行う。

不実開示に対する発行会社や役員の損害賠償責任に関しては、保険（いわゆる D&O 保険）が発売されるようになってきているところ、民事責任の追及による不実開示の抑止効果等が損なわれないようにするための規律の在り方について検討を行う。

不実開示の抑止における公的エンフォースメントの意義を検討し、私的エンフォースメントとの協働の在り方について検討を行う。

## 3．研究の方法

本研究では、上記の問題に関する我が国および諸外国の立法・判例・学説の調査を行い、それを基に解釈論や立法論の検討を行う。

具体的には、我が国においては、平成 16 年の証券取引法改正後、不実開示について多数の訴訟が提起されており、判例や裁判例の蓄積がみられ、またそれに伴って活発な議論が展開されているところ、それらを狩猟し、検討を行う。また、アメリカにおいては不実開示に関する法的エンフォースメントについて理論的検討が進められており、制度設計に関する提言もなされているところ、それらについても検討を行う。さらに、アメリカ以外の国についても、一定の議論の蓄積が見られ、また我が国ともアメリカとも異なる法制度を採用している国もあるところ、それらについても検討を行う。

## 4．研究成果

(1) 本研究の研究成果としては、第一に、有価証券届出書の虚偽記載に係る発行会社の金商法 18 条の損害賠償責任について D&O 保険のいわゆる Side C によって付保することは法的に認められるかという問題について論考を公表した（「利益返還型の損害賠償責任の付保可能性に関する

る一考察 有価証券届出書の虚偽記載に係る発行会社の損害賠償責任の D&O 保険による付保を中心に」損害保険研究 78 巻 4 号 1 頁(2017 年)。

虚偽記載のある有価証券届出書によって有価証券の募集が行われた場合、発行会社は投資者に対して金商法 18 条や民法 709 条に基づく損害賠償責任を負うことになるが、この損害賠償責任の履行は、実質的には、発行会社から投資者への資金(利益)の返還となる。そして、かかる損害賠償責任について責任保険(D&O 保険の Side C)による填補がなされる場合、発行会社は違法に得た利益を維持することになるところ、このような帰結は法的に許容されるかが問題となる。

わが国では、このような利益返還型の損害賠償責任の付保可能性の問題は議論されてこなかったと思われる。他方、米国では、かかる問題について判例が議論の蓄積が見られる。とりわけ、主導的判例と位置付けられている判例は、モラル・ハザード(利益の違法な獲得のインセンティブの発生)などを理由として付保可能性を否定している。もっとも、アリゾナ州の Cohen 判決は、利益返還型の損害賠償責任の付保は可能・不可能というように択一的に議論されるべき問題ではなく、約款の文言や被保険者の利益獲得時の態様等を考慮して個別的に判断することが必要であることを指摘している。

本研究では、Cohen 判決などから示唆を受け、利益返還型の損害賠償責任の付保可能性をカテゴリーカルに論じるのではなく、金商法 18 条等の損害賠償責任の付保可能性という問題に限定して検討を行った。そして、まず、狭義のモラル・ハザードの問題については保険法 17 条 2 項によって対処されていることと考えられることを指摘した。次に、被保険利益を一応観念できることを指摘したうえで、被保険利益の適法性については、金商法 18 条の虚偽記載の抑止および投資者の損害填補という目的を実現するためには発行会社の損害賠償責任を填補する D&O 保険契約を無効とすることが必要不可欠となるかが問題となることを指摘した。そして、かかる D&O 保険契約の存在は投資者の損害填補に資するものであり、かかる D&O 保険契約の取得を許容したとしても、取締役やゲートキーパーのインセンティブに大きな影響は生じないと考えられるため、虚偽記載の抑止という目的を達成するためにかかる D&O 保険契約を無効にすることが必要不可欠とはいえず、被保険利益の適法性は認められると考えられることを指摘した。

ただし、本研究は付保可能性という観点から検討を行うものであり、金商法 18 条の損害賠償責任の付保が政策的に望ましいかという問題が残されることになっている。

(2) 本研究の研究成果としては、第二に、有価証券報告書等の虚偽記載に係る取締役等の責任主体の免責要件である「相当な注意」の意義について、昭和 46 年証券取引法改正時の学説の解釈を批判的に検討する論考を公表した(「不実開示に係る取締役等の「相当な注意」に関する序論的考察 昭和 46 年証券取引法改正時の学説を中心に」商事法務 2165 号 4 頁(2018 年))。

昭和 46 年改正によって有価証券報告書等の虚偽記載について取締役等が責任主体とされ、面積要件として「相当な注意」が規定されたことに伴い、その意義についていくつかの解釈論が示された。その特徴は、取締役等の「相当な注意」について厳しい水準を設定していることにある。かかる解釈は、米国の BarChris 判決や Folk 教授の見解を参考として展開されているため、本研究では、BarChris 判決や Folk 教授の見解について再検討を行った。そして、同判決は「相当な注意」として具体的にどのような行為が求められるのか明らかにしていないところがあること、同教授の見解は一部疑問があることを指摘した。また、昭和 46 年改正時の学説について個別的に検討を行い、「相当な注意」の内容として、多大なコストを伴う一方で虚偽記載の抑止という点では効果の乏しい行為を要求している部分があることを指摘した。

公表した論考では、「相当な注意」の内容をどのように理解すべきかという肝心な問題については論じることができていない。この点については、近日中に別途論文を公表することを予定している。

(3) 本研究の研究成果としては、第三に、コーポレートガバナンスに関する情報の不実開示に関する論考を公表した(「コーポレート・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制」青山アカウンティング・レビュー 9 号 28 頁(2019 年))。

記述的情報に注目が集まっているところ、コーポレートガバナンスに関する情報もその一つとして記載事項が拡充されている。また、その虚偽記載が訴訟で争われる事例も登場することになっている。そこで、有価証券報告書等の記載事項として、コーポレートガバナンスに関してどのような情報の記載が求められているかを整理したうえで、意見としての性質を有する情報についてどのような場合に「虚偽の記載」と評価されるのかという問題や、「重要な」虚偽記載か否かはどのように判断されるべきかという問題について検討を行った。そして、コーポレートガバナンスに関する情報の虚偽記載が問題となった FOI 事件について、その位置づけを検討した。また、日産自動車事件について、重要な事項の虚偽記載といえるのかについて、訂正報告書をもとに検討を行った。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計12件（うち査読付論文 1件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 9
2. 論文標題 コーポレート・ガバナンスに関する情報の不実開示に対する責任法制	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 青山アカウンティング・レビュー	6. 最初と最後の頁 28-32
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2018-02
2. 論文標題 1933年証券法11条の民事責任の法定責任期間に対する衡平法上の進行停止の原則の適用の可否 〔California Public Employees' Retirement System v. ANZ Securities, Inc., 582 U.S. __, 137 S.Ct. 2042 (2017)〕	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 アメリカ法	6. 最初と最後の頁 326-330
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 1558
2. 論文標題 有価証券届出書・目論見書の虚偽記載と社外監査役・元引受証券会社等の民事責任 F01事件	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2-7
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2140
2. 論文標題 平成二八年度会社法関係重要判例の分析〔上〕	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 4-19
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2141
2. 論文標題 平成二八年度会社法関係重要判例の分析〔下〕	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 51-66
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 1521
2. 論文標題 有価証券報告書等の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任 IHI事件	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2-7
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 1533
2. 論文標題 有価証券届出書・目論見書の虚偽記載と元引受証券会社等の民事責任 FOI事件	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2-7
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 22
2. 論文標題 粉飾上場における取引先協力者の責任および投資者の損害の評価（FOI・富士通事件）	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 法学セミナー増刊 速報判例解説 新・判例解説Watch	6. 最初と最後の頁 121-124
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2165
2. 論文標題 不実開示に係る取締役等の「相当な注意」に関する序論的考察 昭和46年証券取引法改正時の学説を中心に	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 4-13
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2107
2. 論文標題 平成二七年度会社法関係重要判例の分析〔上〕	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 4-17
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 2108
2. 論文標題 平成二七年度会社法関係重要判例の分析〔下〕	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 34-47
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藤林大地	4. 巻 78・4
2. 論文標題 利益返還型の損害賠償責任の付保可能性に関する一考察 有価証券届出書の虚偽記載に係る発行会社の損害賠償責任のD&O保険による付保を中心に	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 損害保険研究	6. 最初と最後の頁 73-106
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔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
--	---------------------------	-----------------------	----