

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 17 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380121

研究課題名(和文) 上場会社の不実開示時における損失分配ルールのあり方に関する研究

研究課題名(英文) The Compensation System for the Misrepresentation of Publicly-held Corporations

研究代表者

和田 宗久 (WADA, Munehisa)

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：60366987

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、法人としての会社に対して、不実開示に関する民事責任を課すことの意義について、大要、(1)不実開示の抑止、および(2)不実開示がされた場合における、投資家に対する経済的損失の填補を通じた証券市場の信頼性の確保・向上、の2つにあると仮定し、そうした観点からみた場合、わが国における現状の金融商品取引法上の民事責任制度等の運用・解釈は、穏当な損害(賠償)額を導き出すことに拘泥しすぎており、そのために(1)および(2)の両意義とも十分に果たされていないことを指摘し、今後は、財務情報に関する不実開示を認定や賠償責任保険のあり方なども併せて、諸制度のあり方を考えていくことの必要性を指摘した。

研究成果の概要(英文)：This study explored the functions of the issuer corporation liability system. I presumed that there are two functions of the liability system; to deter misleading statement or dishonest omission and; to compensate to investors who suffered from misleading statement or dishonest omission in order to enhance the integrity of the financial market. But, in this study, I suggested that there are some difficulties in the recent situation of implementation of the liability system and in the interpretation of provisions in Financial Instruments and Exchange Act because interests of many judges and scholars have overly focused on the problem of investor's damages from the misrepresentation. Finally, I concluded that we need to study about wide variety of the relating laws and systems around the issuer liability including D&O insurance, accounting system and auditing system in the future.

研究分野：会社法、金融商品取引法

キーワード：会社法 金融商品取引法 不実開示 クラスアクション 民事責任 課徴金

1. 研究開始当初の背景

本研究を開始した平成 25 年当時、いくつかの上場会社では、不実の情報開示などにより、当該会社の株主においてその保有する株式の価値の下落、より端的に言えば、当該株式の市場価格の下落という形で経済的な損失が発生し、当該損失について、金融商品取引法（以下、「金商法」とする）21 条の 2 や民法 709 条などに基づき、法人たる会社に対して賠償を求める訴訟が提起されたり、または、民事再生等の倒産処理手続の中で損害賠償債権の査定が申立てが行われるといった例が多く見られていた。

そうした事例の中には、実際に株主に対して賠償を認めたケースもみられ（たとえば、最判平成 23 年 9 月 13 日金判 1383 号 16 頁・西武鉄道事件、最判平成 24 年 3 月 13 日金判 1394 号 16 頁・ライブドア事件など）、そうした責任認容事例の出現や増加は、一見したところ、「投資家保護」といったような観点からは、肯定的な評価がなされていたように思われる。

他方で、とくに流通市場において不実開示が行われたような場合について考えてみれば、発行会社は、その発行する株式の取引について直接の当事者とはなっておらず、発行市場において不実開示が行われた場合とは異なり、不実開示そのものからは直接的に経済的利得を得ていない場合が多い。さらに、上場会社のように株主の数が非常に多く、株式の時価総額も大きな会社においては、不実開示時の時価総額の消失額なども非常に巨額なものとなることが想定される。そして、こうしたことを念頭に置けば、株主からの損害賠償請求が認容された場合、会社から多額のキャッシュが流出し、会社のキャッシュフローや財務状況に悪影響が及んだり、場合によっては当該会社の継続企業の前提さえ崩れる可能性が出てくることも考えられていたところであった。

とりわけ、不実開示の事実が露見した後は、信用の毀損等に伴う様々な形での不利益が発行会社に積み重なっていることも多く、結果として投資家らが会社に対して損害賠償責任を追及した場合であっても、既に会社が倒産処理手続に入っていたり、そこまで至っていないまでも、上場廃止や事業活動の大幅な縮小を迫られている例も多く見られていた。そのような状況において、一部の株主に対してのみ、会社の財産を原資とする損害賠償を認めることは、不実開示の露見後も請求を行っていない株主、不実開示の露見後に株主となった者、または、従業員、取引先やメインバンクなどの会社債権者、その他会社を取り巻く多くの利害関係者との間で深刻な利害対立に関わる問題を顕在化させることになる。

とはいえ、本研究の開始時点では、多くの事例に関連して、不実開示によって経済的損失を被った投資家らに対し、どのような形で、

不実開示と因果関係のある損害（額）の認定を行うべきか、といったことが問題とされたり、議論されてきたりしていたものの、以上のような利害関係者間における利害対立も踏まえた問題の解決、といった視点を取り入れた解釈論のあり方や、場合によっては立法的解決を含めた制度の改変・構築に向けた問題提起や議論は、あまりなされていなかったように思われる。

2. 研究の目的

本研究における研究代表者は、従前から、「…株主がその被った損害のうち、適切な部分ないし割合について賠償を受けるための制度、さらに言えば、そうしたことがなされる仕組みが組み込まれた、会社自体、株主、債権者その他の利害関係者間での広い意味での損失の分配（痛み分け）のための制度ないし仕組みの確立こそが求められるべきなのかもしれない…」との見解を示してきていた（和田宗久「有価証券報告書の虚偽記載と会社の株主に対する損害賠償責任—西武鉄道株式会社一般投資家集団訴訟事件—」金融・商事判例 1328 号 8-23 頁（2009 年））。

本研究は、上記の問題意識を端緒として、各国における議論を参考に、法人としての会社に対して、不実開示に関する民事責任を課すことの意義について、大要、(1)不実開示の抑止、および(2)不実開示がされた場合における、投資家に対する経済的損失の填補を通じた証券市場の信頼性の確保・向上、の 2 つにあると仮定し、そうした観点から、「仮に上場会社等において不実開示等が行われた場合に、当該上場会社が発行していた株式その他有価証券の保有者等に対し、その保有していた有価証券の価値の毀損等に基づく経済的損失について、当該有価証券の発行会社は、投資家らに対して損害賠償責任を負うべきか否か、仮に負うとした場合に、如何にして導き出した金額（なお、この金額は、投資家が被った経済的損失額と必ずしも一致するものでもなく、政策的な考慮に基づく、別の算定方式によって導き出されるということも考えられ得るものである）について賠償責任を負うものとするべきであるか」という問題について検討を行うとともに、発行会社の民事責任のあり方に関する金商法上の民事責任規定のあり方、その解釈のあり方、そして、その他の関連制度のあり方に関して一定の提言を行うことを目的としたものである。

3. 研究の方法

本研究に関係する領域としては、法分野だけでも、会社法、金融商品取引法、不法行為法、倒産法などの領域が含まれる。そうした中、本研究では、不実開示に関する民事紛争、それもクラスアクションという形でそれが多くみられるアメリカ（法）の状況について分析・検討を行うことを研究の柱とした。また、不実開示に関する民事責任制度の周辺領

域、とくに、不実開示が行われた際の被害者への救済の原資になることが考えられる保険制度に関わる事項や、そもそも不実開示が起こったのか起こっていないのか、という問題に関わる「一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行とは何か?」「一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行からの逸脱とはどのような場合をいうのか?」といった会計分野に関する問題についても本研究での研究対象とした。

(1)まず、周辺領域に関する研究について述べれば、保険制度については、とくにアメリカにおけるD&O保険の現状と、それに関わる議論について研究を行い、そもそもアメリカにおいては、株主が会社やその役員に対して、訴訟、それもクラスアクションを提起することについて、損害の填補ということはそれほど念頭に置かれておらず、そうした訴訟が提起される(または、その可能性がある)ことによる抑止(deterrence)機能がどれだけ期待されるのか?または、そうした機能の実効性はどれくらいあるのか?といった観点から議論されていることを確認し、そうしたことに関わる様々な文献等をもとに分析・検討を行った。

(2)また、「一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行」と関わる問題については、過去の破綻銀行、とくに日本長期信用銀行や日本債券信用銀行に関するケースなどを参考にしながら検討を行った。なお、この問題に関しては、本研究の終了間際において、株式会社東芝が大きな財務情報の不実開示に関する事件を起こしたこともあり、監査法人による監査のあり方やそれに関わる制度のあり方も含めて継続して研究を行っているところである。

(3)そのうえで、本研究では、アメリカ法に関する研究、証券クラスアクションとそれに関わる判例や制度の分析検討を行った。アメリカでは、証券クラスアクションの存在を前提に、一部の投資家側(原告側)弁護士に対して、訴訟提起をするインセンティブを証券規制やD&O保健を通じて一部弁護士に与え、そうした訴訟を喚起することを通じて、不実開示の抑止を図る、といったことが考えられてきたようであるが、そうした考え方について、近時の裁判所や学界における研究者らの反応について分析・検討を行った。

(4)なお、本研究期間中、ロンドン等への出張を行い、上記制度等に関連する資料収集をロンドン大学図書館等で行うとともに、Financial Reporting Council(FRC)やDepartment for Business, Innovation & Skills(BIS)などを訪問し、近時のイギリスにおけるガバナンス制度改革の動向や、FRCが発行会社と機関投資家間の関係を良好

にし、それによって長期的なリターンを両者が得られるようにするといった目的から策定された"The UK Stewardship Code"、そして、コーポレートガバナンスの分野におけるソフト・ローであり、わが国においても同様のコードを採択する際に模範とされた"The UK Corporate Governance Code"などの策定において検討されたことや、採択後のイギリスにおける運用状況等についてもヒアリングを行った。

4. 研究成果

本研究によって明らかになったことは複数あり、その詳細については、下記「5. 主な発表論文等」において示した業績において公表したところであるが、以下では、それらの概要について述べる。

(1)まず、わが国における不実開示の際の会社の責任に関する議論や、判例の中で展開されてきている解釈では、投資家らが不実開示によって被った経済的損失のうち、どのような考え方の下で、どの程度、金銭による損害賠償を認めるか、という問題に過度に集中して論じられてきていることを指摘した(後掲の論文など)。

こうしたこと背景には、わが国では、いわゆる証券関連訴訟において、クラスアクション(集団訴訟)が認められておらず、また、法人としての会社について賠償責任保険が付保されている例も少ないことから、アメリカと比較して相対的に訴訟の数が少なく、それ故に、投資家によって提起された訴訟が終局判決にまでいたるケースが多いことの影響もあると思われる。すなわち、アメリカのように保険金の支払いがなされることを前提に、和解で終了するケースがあまりなく、裁判所が、最終的な損害賠償額の認定を行わなければならない局面にまで至ってしまうことが多い、というわが国特有の事情に起因しているところが少なからずあるものと思われる。

しかし、現状のわが国において行われている損害賠償額のあり方に関する議論、それも、投資家に生じた経済的損失が巨額な場合であっても、穏当な損害賠償額を導きだそうというスタンスで行われてきている議論に論点や争点を集中させることは、法人としての会社に民事責任を課すということの本来の目的である不実開示の抑止や、投資家への損害賠償を通じた市場の信頼性の確保・向上という観点からは、必ずしも適切なアウトプットを導き出すことに繋がらないと思われる。本研究では、わが国におけるこれまでの判例の分析や、不実開示責任に関する各国の議論等を参考に、制度の運用面や議論に関して、このような問題があることを確認・指摘した。

(2)本研究では、アメリカ法の状況について

も分析・研究を行った。

アメリカでは、上述したように、本研究の目的との関連において、保険（制度）が重要な役割を果たしてきていると言われる。すなわち、わが国における役員賠償責任保険に相当する保険（D&O 保険）の付保範囲（Coverage）に、会社自身が株主から提起された訴訟の当事者となった場合における和解金や損害賠償金が含まれているとされ、それ故に、保険金による支払を前提とした和解狙いの訴訟も多いということが従前から指摘されてきている。

そのうえで、証券クラスアクションの提起件数の増加については、1988年に、Basic 事件判決（Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224(1988)）において、連邦最高裁が「原告投資家らが不実の情報開示について、それを直接に信頼して取引を行わなかった場合であっても、発行会社による不実の情報開示を信頼して取引を行ったものと推定する」ことを認めたことの影響も大きいとされている。同判決以降、証券クラスアクションが提起され、クラス認定（Class Certification）がなされた後は、その後のディスカバリー段階での費用負担を考慮し、事実上、被告会社側から保険金から支払がなされることを前提に和解することが強いられているケースが急増したとされている。

以上の事実について、本研究では、アメリカにおいて証券訴訟に関する支援を行っている NERA Economic Consulting が公表している証券クラスアクションの提訴状況や和解の状況についてのレビュー（TOM BARENZO COMOLLI AND SVETLANA STARYKH, RECENT TRENDS IN SECURITIES CLASS ACTION LITIGATION: 2014 FULL-YEAR REVIEW (2015)）などをもとに、具体的データに基づいて分析・確認を行った（後掲の論文、なお、この文献においても、賠償責任保険の分析を行っている。なお、アメリカにおける証券クラスアクションでは、近年、その半数程度が和解で終結しているが、不実開示によって投資家が被った損失の額（Investor Losses）に対し、そうした和解において支払われている金額の割合は、年々下落傾向にあり、ここ数年は 2% を下回る状況が続いているといったことを論文で紹介した）。

ところで、こうした中、アメリカでは、2006年に、金融業界の関係者らを中心として、証券クラスアクションは、会社や一般の投資家に多大なコストを生じさせ、結果としてアメリカの資本市場の競争力を弱体化させることに結びついているなどとして、証券クラスアクションおよびその関連制度について、会社や経営者らに責任が発生する要件についてより一層の明確化や厳格化を図っていったり、いわゆるサーベンス・オクスレー法 308 条に定められている、SEC が課した利益の吐き出し（disgorgement）や民事制裁金（civil penalty）について、それらを投資家への賠

償金へ充当するための制度（Fair Fund 制度）との棲み分けを明確にしていくべき、といった制度改革を求める意見が強く主張され、実際にそうした内容の提言が連邦議会へ提示されるたりもした

さらに、2014年には、連邦最高裁が、Halliburton 事件（Halliburton co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014)）において、不実開示によって株価を吊り上げていたとして提起される Rule10b-5 に関するクラスアクションにおいて、被告会社側には、不実開示が被告会社側には不実開示が株価に対してインパクトを与えておらず、それによって原告らが経済的な損失を被っていない旨の反証を行うことができ、Basic 事件によって確立されたとされる、いわゆる「市場に対する詐欺に基づく推定」を覆す機会がクラス認定の段階で与えられなければならないということを判示した。連邦最高裁によるこのような判断は、Halliburton 事件の原審をはじめ、それまでの多くの判例が、不実開示が株価へのインパクトを与えていたかという問題は実体的事項（merits）にかかわる問題であり、クラス認定の段階ではなく、クラス認定後に考慮されるべきとしていたことを覆すものであった。

こうした Halliburton 事件のような判例の登場が、アメリカにおいて、証券クラスアクションを制限していこうという動きに直結していくのか否かということについては、今後の学界における議論やさらなる判例の動向をみない限り、現段階で、確定的なことがいえるわけではない。しかしながら、長年にわたって、証券クラスアクションが活発に提起されてきたアメリカにおいて、本研究期間中にこうした大きな動きがみられたことは、本研究において大変興味深い出来事であった。

なお、アメリカでは不実開示に関して、刑事責任制度はもちろん、利益の吐き出し（disgorgement）や民事制裁金（civil penalty）に関する制度も用意されており、これら制度も一定の運用実績があるとされている。とはいえ、本研究におけるアメリカの学界の動向に関する分析によれば、証券クラスアクションは、金融業界をはじめとする実務界からの根強い抵抗がある中において、なお、不実開示を抑止するためのメカニズムとして、一定の位置づけがなされながら、活用の道が模索されてきているようである。そして、おそらく、そうした背景には、刑事責任や行政処分のみでは、不実開示を十分に抑止することができず、市場の高潔性（integrity）をより向上させていくためのさらなるメカニズムが必要であるという共通認識またはコンセンサスが、アメリカにおける証券取引委員会（SEC）や学界を中心存在してきているのではないかと、といったことを確認した。

(3)流通市場における不実開示に関する法人としての発行会社の責任については、アメリカ以外の国や地域においても、たとえば、EUにおけるいわゆる透明性指令（Transparency Directive）によって、その構成国に発行会社やその経営者等に不実開示に関する責任を課すことが明示的に求められている（同指令7条参照）。

証券市場が国際化し、さらに、金融分野やその先にある企業間の国際的な競争が先鋭化した現在、証券市場の高潔性（integrity）を維持・向上させ、長期的な視野をもった投資家から、適切な資金を多く呼び込もうとすることは、世界的に大きな課題となっている。

とりわけ、現在においては、世界的に、クラウドファンディングや、中小企業またはSMEs（Small and Medium-sized Enterprises）向けの株式その他のエクイティのための市場を整備し、リスクマネーを成長性のある新興企業に投入するための市場の整備が進められているところである（こうした点の紹介を行ったものとして後掲論文および論文がある）。

そのような中で、証券市場の高潔性（integrity）の維持・向上は常に大きな課題となるが、中でも、本研究で分析・研究対象としたアメリカやEUにおける法制度、そして、それらの国や地域における当局や学界の研究者のレベルにおいては、法人としての上場会社に課す不実開示責任制度に一定程度の役割を果たさせようと考えているようである。

しかしながら、上場会社自身の不実開示責任制度を、刑事責任や行政処分などのとの関係で、具体的にどのように位置づけ、投資家に生じた経済的損失に対する実効的な填補という観点から、どのような制度設計を行っていくか、といったことについては、まだまだ世界的にも暗中模索の状況にあり、議論のまっただ中であるということを確認した。

研究代表者としては、こうした現在の状況を踏まえつつ、本研究で得られた以上のような成果をもとに、本研究で扱った分野や各制度のあり方について、さらに研究を深化させていきたいと考えている。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計12件）

和田宗久「クラウドファンディングの現状と課題」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report81号 21頁-32頁（2015年）査読なし

和田宗久「エクイティ市場を侵食する『短期志向』への挑戦」ビジネス法務 2015年10月号 118頁-122頁（2015年）査読なし

和田宗久「流通市場における上場会社の不実開示責任-アメリカにおける証券クラスアクションを巡る現状と議論の分析-」『正井章祐先生古希祝賀 企業法の現代的課題（成文堂）』593頁-619頁（2015年）査読なし

和田宗久「機関投資家を巡る近時の環境変化と企業ガバナンスへの影響」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report77号 21頁-29頁（2015年）査読なし

和田宗久「会社法上・金商法上の民事責任制度と抑止機能」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report73号 29頁-35頁（2015年）査読なし

和田宗久「金融商品取引法二一条の二に基づく発行会社の投資家に対する損害賠償責任-アーバンコーポレイション事件最高裁判決」判例時報 2235号（判例評論 670号）151頁（判例評論 13頁）-168頁（判例評論 30頁）（2014年）査読なし

和田宗久「株式会社における株式の保有構造とガバナンス」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report65号 27頁-38頁（2014年）査読なし

和田宗久「あるべき会計処理と会社および経営者らの法的責任-大阪地判平成 24年 9月 28日判時 2169号 104頁（三洋電機事件）」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report61号 12頁-18頁（2014年）査読なし

和田宗久「財務情報の不実開示と法的責任（1）-『一般に公正妥当と認められる企業会計の基準・慣行』の概念とその逸脱に対する法的責任のあり方に関する一考察-」早稲田商学 438号 369頁-413頁（2013年）査読なし

和田宗久「（著書紹介）役員賠償責任保険と企業不祥事の相関関係」アメリカ法 2013-1 123頁-131頁（2013年）査読なし

和田宗久「一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行」について」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report50号 11頁-17頁（2013年）査読なし

和田宗久「集团的消費者被害救済制度について」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report36 号 1-9 頁
(2012年) 査読なし

〔図書〕(計1件)

和田宗久「不実開示と会社の損害賠償責任」高田晴仁=久保田安彦編『人間ドラマから会社法入門』(日本評論社)13-25頁(研究代表者執筆部分) (2015)

6. 研究組織

研究代表者

和田 宗久 (WADA, Munehisa)

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号: 60366987