

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 23 日現在

機関番号：37105

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2015

課題番号：26780069

研究課題名(和文) 上場会社の不実の情報開示に関する民事責任制度の総合的研究

研究課題名(英文) Comprehensive Research on Civil Liability for Corporate Disclosure of False or Misleading Information

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) 1,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、第一に、発行会社の不実開示に関する民事責任制度の目的および会社関係者の利害調整の在り方について、諸外国における立法・判例・学説を素材として分析を行った。そして、諸外国における発行会社の故意・過失概念の意義を明らかにするとともに、発行会社が倒産した場合の投資者の損害賠償請求権の処遇について提言を行った。第二に、民事責任の対象となる不実開示の意義について米国における判例や学説を素材として分析を行い、ソフト情報の不実開示の意義について解釈論を提示した。

研究成果の概要(英文)：In this research, first, I explored the purpose of civil liability system for corporate disclosure of false or misleading information and the coordination of the interests of multiple parties. Then, I analyzed the meaning of corporate scienter or fault and the status of investor's claim in corporate bankruptcy. Second, I researched the definition of "false or misleading soft information" in the U.S., and analyzed the interpretation of Japanese law.

研究分野：民事法学

キーワード：不実開示 不実表示 虚偽記載 会社の過失 倒産 劣後化 ソフト情報 民事責任

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 金融商品取引法(以下「金商法」という)は、証券市場における価格形成が発行会社による不実開示によって歪められた場合、証券市場で取引を行った投資者が被った損害を発行会社が賠償すべきことを定めている。そして、損害賠償の請求において、金商法は不実開示と損害の因果関係の立証を要求しておらず、投資者の損害填補を容易なものとしている。また、平成 26 年金商法改正までは発行会社の責任は無過失責任とされており、金商法上の民事責任制度は、投資者の損害填補に傾斜したものとなっていた(黒沼悦郎「取締役の投資家に対する責任」商事法務 1740 号 19 頁(2005 年))。

(2) しかし、発行会社による損害賠償は、発行会社の財産を減少させ、当該会社の株式を長期的に保有している者や会社債権者の利益を害する。さらに、証券市場では多くの投資者が取引を行うため、発行会社の損害賠償額も巨額となり、それによって発行会社が倒産してしまうことも考えられる。

また、取締役の民事責任に関しても、投資者は不実開示と損害の因果関係の立証を要求されておらず、その追及が容易となっているところ、取締役の行動の萎縮によって有益な情報の開示が減少し、かえって証券市場の効率性が低下することとなる可能性がある。

(3) このような問題の存在自体は、我が国でも既に指摘されていた(黒沼悦郎「証券取引と法」同『証券市場の機能と不公正取引の規制』43 頁(2002 年))。

しかし、不実開示に対して実際に民事訴訟が提起されるようになったのは最近のことであるため、従来の研究の多くは、投資者の損害の意義に関する判例・裁判例の検討に留まっていた(上記の問題に関する研究は、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 11 号 303 頁(2011 年)などに限られていた)。

(4) 一方、海外に目を向ければ、アメリカでは、不実開示に対して民事訴訟が活発に提起されてきたため、会社関係者の利害調整の在り方だけでなく、民事責任制度の目的という根本的な問題についても、研究が蓄積されている(著名な研究として、John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Colum. L. Rev. 1534 (2006))。さらに、イギリス・ドイツ・カナダでは、研究の蓄積があるだけでなく、それが立法として結実している。

(5) 顧みれば、我が国でも民事訴訟の提起が散見されるようになり、ライブドア事件最高裁判決(最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁)では発行会社や取締役に 98

億円もの損害賠償が命じられている。したがって、会社関係者の利害調整は喫緊の課題となっていると言える。そこで、諸外国の法制度や議論を素材として、金商法上の民事責任制度の目的および会社関係者の利害調整の在り方を検討することとした。

さらに、不実開示に対する民事責任の追及においては、開示された情報が不実であり、また重要性を有することが要件となっているが、それらの意義についても我が国では研究の蓄積が十分ではないところ、この点についても検討を行うこととした。

## 2. 研究の目的

(1) 本研究は、第一に、発行会社が不実開示を行ったことによる投資者の損害賠償請求権が発行会社の倒産時にどのように処遇されるべきかという問題を検討する。かかる問題は、民事責任制度の目的論や会社関係者の利害調整、倒産法との交錯などが関連する問題である。

(2) 第二に、平成 26 年金商法改正によって発行会社の責任が無過失責任から過失責任へと変更されたところ、発行会社の過失とは何かという問題を検討するために、諸外国における不実開示の文脈における発行会社の故意・過失概念について分析を行う。かかる問題も民事責任制度の目的論や会社関係者の利害調整が関連する問題である。

(3) 第三に、ソフト情報と呼ばれる情報に関して、その開示が如何なる場合に虚偽記載等と評価されるかという問題を検討する。かかる問題は、取締役による有益な情報の開示の促進に関連する問題である。

## 3. 研究の方法

本研究では、上記の問題に関する諸外国の立法・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。

(1) 具体的には、本研究の第一の課題については、同問題に関する判例や学説の蓄積があり、また立法的解決が図られているアメリカ・カナダ・オーストラリア、さらに判例が存在するイギリスを比較法の対象国として検討を行う。

(2) 第二の課題については、発行会社に欺罔の意図がある場合に発行会社は責任を負うとするアメリカについて故意責任とされている理由および発行会社の欺罔の意図の認定方法、発行会社に関して合理的調査の抗弁を認めるカナダについて過失責任とされている理由および発行会社の合理的調査の認定方法、さらに発行会社に詐欺の意図が存在する場合に発行会社は責任を負うとする

イギリスについて故意責任とされている理由および発行会社の詐欺の意図の認定方法を明らかにする。また、民事責任制度においてほかに如何なる利害調整手段が組み込まれているかについても検討を行う。

(3) 第三の課題については、ソフト情報の開示に関して判例や学説の蓄積があるアメリカを比較法の対象国として検討を行う。

#### 4. 研究成果

(1) 第一の課題については、比較法的考察の結果、次のような成果を得た。すなわち、第一の課題については、不実開示によって投資者に生じた損失の衡平な分担、不実開示によって投資者に生じた損失の効率的な分配、不実開示に関するモニタリングへの影響、発行会社の資金調達への影響、投資者の倒産手続参加に伴う同手続の遅延等による発行会社や事業の再生可能性等の減少、投資者の民事再生手続参加による非効率的な再生計画案の選択が考慮要素となることを明らかにした。

そして、<sup>1)</sup>については、投資者の損害賠償請求権を一般債権として処遇する場合は発行会社の一般債権者に投資者の損失が一部移転されることになるが、一般債権者にはリスク管理能力等が低い者が含まれるため、衡平性を欠く結果が生じ得ること、<sup>2)</sup>については、一般債権として処遇する場合の損失の分散効果は正と負の両方の面を有しており、決定的要素とはならないこと、<sup>3)</sup>については、モニタリングを期待できる大株主等のインセンティブは何れの処遇を採用しても殆ど変わらないこと、<sup>4)</sup>については、何れの処遇を採用してもトータルでは資金調達コストに差が生じない可能性があり、また倒産手続における資金調達にも殆ど影響しないこと、<sup>5)</sup>については、投資者の損害賠償請求権を一般債権とする場合には、倒産手続における議決権や分配額を決定するためにその存否や額の査定が必要となり手続の遅延が生じるが、かかる問題は倒産法の一般的問題として解決されるべきであること、<sup>6)</sup>については、一般債権として処遇することによる投資者の民事再生手続への参加は、短期的利益の実現を図る再生計画の選択に繋がり得る点で非効率的となり得るが、かかる問題も民事再生法の一般的問題として解決されるべきであることを明らかにした。

そして、以上の検討の結論として、<sup>7)</sup>の観点から投資者の損害賠償請求権を一般債権に劣後する債権（劣後債権）として処遇することが望ましいことを指摘した。

以上については、〔雑誌論文〕の <sup>8)</sup> および <sup>9)</sup> として公表し、また〔学会発表〕 <sup>10)</sup> を行った。

(2) 第二の課題については、次のことを明

らかにした。

まず、アメリカ法については、欺罔の意図がある場合に責任を負うという仕組みは判例によって形成されたものであり、そこでは制定法の構造に加えて、過失責任を採用する場合には過酷な責任が生じることとなり会社関係者に萎縮効果が生じることになる点が考慮されたこと、発行会社の欺罔の意図の認定方法については代位責任（*respondeat superior*）法理が基本的に採用されているが、発行会社に過酷な責任が生じないように一定の修正がなされていることを明らかにした。

次に、カナダ法については、不実開示の抑止を民事責任制度の主たる目的と設定し、重大な影響を与える不実開示を効果的に抑止する範囲でのみ民事責任が肯定されるように制度が設計されていること、不実開示の効果的な抑止のために立証責任が転換された過失責任が採用されていること、発行会社の合理的調査の認定方法は必ずしも明らかではないが、末端の従業員の過失は発行会社に帰属しないと解釈されていると考えられることを明らかにした。

最後に、イギリス法については、包括的かつ適時の開示を阻害しないようにする必要があることや、投資者の損失を既存株主に間接的に負担させることの費用を上回る社会的効用が見いだされるかは疑問があることなどから、詐欺が責任の基準とされていること、発行会社の詐欺の意図の認定方法については、その趣旨は必ずしも明らかではないが、全ての取締役について詐欺の意図が否定される場合には発行会社についても否定される構造となっていることを明らかにした。

以上については、〔雑誌論文〕の <sup>11)</sup> および <sup>12)</sup> として公表した。我が国の金商法の解釈論については近日中に論文として公表することを予定している。

(3) 第三の課題については、「意見」（*opinion*）が如何なる場合に虚偽記載等となるかという問題について 2015 年にアメリカの連邦最高裁の判断が下されたところ（*Omnicare* 判決）同判決までの判例・学説および同判決を素材として、我が国の解釈論の検討を行った。

具体的には、ソフト情報とは、その内容を自動的に導く客観的基準が存在する種類の情報ではなく一定の主観的評価を必然的に伴う情報と定義できること、そして、ソフト情報の開示は開示者が当該記載の内容を実際に信じているという事実の開示であるところ開示者の内心と記載内容に相違がある場合には虚偽記載となること、記載内容について合理的な投資者は背後に合理的根拠が存在すると期待するものであるところかかる根拠が実際には存在していなかった場合には当該事実の不記載は誤導的省略となることを指摘した。

以上については、〔図書〕として近日中に公表される予定である。

(4) さらに、不実開示に関するその他の問題について、〔雑誌論文〕の、  
、およびとして研究成果を公表した。

#### 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 11 件)

藤林大地「発行会社倒産時における投資者の債権の処遇 不実開示に係る損害賠償請求権の劣後化の是非」私法 78 巻 174-181 頁 (2016 年)〔査読無〕

藤林大地「事前備置書類の備置きの懈怠と株式交換無効」ジュリスト 1492 号 109-110 頁 (2016 年)〔査読無〕

藤林大地「有価証券報告書等の虚偽記載に係る投資者の高値取得損害の意義と損害額の算定方法(オリンパス事件)」新・判例解説 Watch / 商法 No.87 / 1-4 頁 (2016 年) [https://www.lawlibrary.jp/pdf/z18817009-00-050871331\_tkc.pdf] 〔査読無〕

藤林大地「社外取締役に期待される機能 - 近時のコーポレート・ガバナンスの議論をふまえて - (同志社大学監査制度研究会と関西支部監査実務研究会との共同研究会『社外取締役への期待 - 監査役から見た課題と展望 - 』)」監査役 646 号 120-128 頁 (2015 年) [http://www.kansa.or.jp/support/el009\_150731.pdf] 〔査読無〕

藤林大地「有価証券報告書等の虚偽記載等に関して非財務担当取締役に「相当な注意」の履行が認められた事例 [東京地裁平成 25.2.22 判決]」金融・商事判例 1479 号 2-7 頁 (2015 年)〔査読無〕

藤林大地「意見の不実表示および会社の欺罔の意図の意義 [In re Omnicare, Inc. Securities Litigation, 769 F.3d 455 (6th Cir. 2014)]」商事法務 2081 号 57-62 頁 (2015 年) 〔査読無〕

藤林大地「〔試訳〕財務報告における情報の重要性の評価に関する米国証券取引委員会スタッフ会計広報第 99 号 (SEC Staff Accounting Bulletin No.99)」西南学院大学法学論集 48 巻 2 号 43-58 頁 (2015 年) [http://repository.seinan-gu.ac.jp/bitstream/handle/123456789/1250/lr-n48v2-p42-57-fuj.pdf?sequence=1&isAllowed=y] 〔査読無〕

藤林大地「カナダにおける株主の損害賠償

請求権等の会社倒産時の劣後化」同志社法学 67 巻 2 号 863-901 頁 (2015 年) [https://doors.doshisha.ac.jp/duar/repository/ir/17044/028003590004.pdf] 〔査読無〕

藤林大地「不実開示に関する金融商品取引法上の民事責任制度の沿革(1)」西南学院大学法学論集 47 巻 4 号 1-29 頁 (2015 年) [http://repository.seinan-gu.ac.jp/bitstream/handle/123456789/1143/lr-n47v4-p1-29-fuj.pdf?sequence=1&isAllowed=y] 〔査読無〕

藤林大地「市場に対する詐欺理論の法的有効性および価格影響性の意義 [Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S.Ct. 2398 (June 23, 2014)]」商事法務 2063 号 84-89 頁 (2015 年)〔査読無〕

藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義 我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に」金融法務事情 62 巻 13 号 25-41 頁 (2014 年) 〔査読無〕

〔学会発表〕(計 1 件)

藤林大地「発行会社倒産時における投資者の債権の処遇 不実開示に係る損害賠償請求権の劣後化の是非」日本私法学会 (2015 年 10 月 10 日、立命館大学衣笠キャンパス)

〔図書〕(計 1 件)

藤林大地「ソフト情報の開示は如何なる場合に虚偽記載等となるか 米国連邦最高裁 Omnicare 判決を契機として」岸田雅雄先生古希記念論文集掲載予定 (2016 年)〔査読無〕

#### 6. 研究組織

(1) 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