

令和元年6月14日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03421

研究課題名（和文）証券市場における不実開示抑止の観点からの上場会社等の民事責任制度の再定義

研究課題名（英文）Deterrence Function of the Liability for Misstatement in Mandatory Disclosures

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） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、証券市場において上場会社等が不実開示を行った際における、当該上場会社やその役員等の民事責任について、その制度設計のあり方、さらに、当該制度の解釈・運用のあり方を明らかにしていくことを目的とするものである。本研究では、とくに「不実開示の抑止」の観点から、個人としての役員、証券取引所、元引受証券会社、監査法人等の責任のあり方、それら主体の責任と法人としての会社の責任との関連性が重要であり、将来的に、これらの主体に対して、どの程度の賠償負担を持たせるかということを検討していくことが重要であるとの結論に至った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

これまで、一般的に証券市場における不実開示時の関係者の民事責任について、その性質は一般的に不法行為責任であると考えられてきた。そのため、仮に不実開示に関して有責であると法的な評価がされた場合は、それによって生じた損害の全額賠償が基本となると考えられてきた。他方で、不実開示時の投資家等の総計損害額は莫大な金額となることも多く、実効的な賠償には困難が伴うことが多かった。そこで、本研究は、不実開示時の民事責任を、損害の填補よりも不実開示の抑止にスポットを当てて捉えなおそうというものであり、学術面で大きなチャレンジであったと考える。

研究成果の概要（英文）： This study explored the deterrence function of civil liability that company and management would held due to the misstatement in mandatory disclosures. This study figured out that it is important for effective enforcement of the civil liability system to resolve the relationship of the each liability systems for individual officer & director, securities exchange, securities underwriter, auditor.

研究分野：会社法、金融商品取引法

キーワード：不実開示 金融商品取引法 会社法 民事責任 課徴金

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

証券市場において、企業内容開示制度（ディスクロージャー制度）が適切に構築・運用されることは、公正な価格形成という面からも、企業経営に対する市場の規律を十分に発揮させるという面からも、さらには、投資家に対して投資に関する自己責任を課し、かつ、モニターとしての役割を果たしてもらうという面でも極めて重要であることはいうまでもない。しかしながら、残念なことに、上場会社が発行市場や流通市場において行っている情報開示に関して、不実の開示が行われた例は、これまでのわが国において絶え間なくみられてきている。そうした例の中でも、近年、オリンパスや東芝といったわが国を代表する多国籍企業で起こった不実開示の例は、わが国の証券市場のみならず、世界に対しても大きな衝撃を与えたとともに、不実開示を抑止することの困難さを改めて多くの関係者に認識させることとなった。ただ、同様の状況は、わが国だけではなく、証券市場を有する他の国々においても見られているところである。

ところで、こうした証券市場における不実開示に関して、法律面からの対応、とくにそれを行った場合に課される責任に関する制度という観点からみた場合、わが国では、金融商品取引法（以下、「金商法」とする）の下で、開示書類の提出者に対する刑事責任（金商法 197 条 1 項 1 号、197 条の 2 第 6 号、207 条 1 項 1 号・2 号等）や、役員等または法人としての発行会社に対する民事責任（金商法 18 条、21 条、21 条の 2、22 条、24 条の 4 等）に関する規定が用意されている。加えて、民事責任としては、会社法上、役員等について、同法 423 条に基づく会社に対する損害賠償責任や同法 429 号 1 項または 2 項に基づく第三者に対する損害賠償責任を生じさせる可能性も考えられるところとなっており、また、役員等および法人としての会社の両方について、一般不法行為（民法 709 条）に基づく損害賠償責任が発生することも考えられるところである。もとより、発行開示書類や有価証券報告書等において「重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている」と認められる場合、法人としての発行会社に対して行政処分としての課徴金納付命令の決定もなされ得る（金商法 172 条の 2、172 条の 4）。また、発行開示書類に関する虚偽記載については、役員等も課徴金納付命令の対象となり得るところである（金商法 172 条の 2 第 2 項）。

こうした一連の不実開示に関する法制度が存在している中、研究代表者は、民事責任制度の一つである、金商法 21 条の 2 に基づく責任を中心として、法人としての会社の投資家に対する損害賠償責任に着目した研究を行ってきた（平成 25 年度～27 年度 JSPS 科研費基盤研究(C) 課題番号 25380121 など）。ただ、これまでの申請者の研究や問題関心の中心は、不実開示がなされた場合において投資家に生じた、通常は巨額となることが想定される経済的損失について、会社債権者その他の投資家以外の利害関係人の利益に配慮しながら、そうした損失をどのようなルールのもとで、損害賠償を前提とした民事責任制度の枠の中で填補していくかということにあり、抑止機能の追及については補足的・付随的にしか捉えてこなかった。

他方で、拙稿「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—」『正井章彦先生古希祝賀 企業法の現代的課題(成文堂)』593 頁以下(2015 年)(後掲・研究業績 3)で明らかにしたように、近時のアメリカでは、法人およびその役員等に関する民事責任と、そうした責任を追及する手段であり、かつ、投資家側弁護士に訴訟提起の大きなインセンティブを生じさせているクラスアクションを不実開示の抑止を中心に据えて捉えていこうとする見解が有力になってきている。具体的には、行政機関のキャパシティの問題等により、刑事責任や行政処分は不実開示を行ったすべての会社に課することはできないことを前提に、それら責任制度でカバーしきれない抑止機能の発揮を補完的に担わせるものとして民事責任制度やクラスアクションは位置付けられていくべきとされ、逆に言えば、そのような機能が期待できないのであれば、それらの制度は、上場会社に高額な保険への加入を強いるなど、社会的に多大なコストを生じさせるだけであって、制度の廃止も含めて検討すべきとも言われている（See John Coffee Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1585-1586 (2006)）。

ただ、民事責任をとりまく以上のような議論は、近時のアメリカにおいて盛んになされるようになってきている一方、他国においては、民事責任制度に関する抑止機能の観点からの研究はそれほど進展がみられてきているわけではない（なお、わが国において、このような観点から研究を行ったものとして、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—インセンティブの観点から」『落合誠一先生古希記念 商事法の新しい礎石(有斐閣)』857 頁(2014 年)がある）。

本研究は、こうした世界的には議論の端緒についたところにすぎない、不実開示に関する刑事責任、行政処分との関係を踏まえた、抑止機能を中心に据えた民事責任制度の存在意義や将来性、または、それらがあるとした場合の制度設計や解釈のあり方について研究することを試みたものである。

2. 研究の目的

本研究は、証券市場において、上場会社等が不実開示を行った際に課され得る刑事責任、行政処分、民事責任に関する制度の関係性を明らかにし、とくに、法人としての上場会社やその役員等に関する民事責任制度について、刑事責任および行政処分の抑止機能を補完・強化

ものとして位置づけることの是非、そして、仮にの命題が「是」であるとする場合における、上場会社等の民事責任制度の設計のあり方、さらに、当該制度の解釈・運用のあり方、を明らかにしていくことを目的とするものである。

3. 研究の方法

本研究では、まず、平成 28 年度には、上記の不実開示に関する各種責任制度の中で、行政上の処分、とくに金融商品取引法上の課徴金制度について分析・検討を行った。

つぎに、平成 29 年度には、本研究の大きな柱の 1 つである比較法的な分析・検討の中でも、会社に対する不実開示責任の追及事例が圧倒的に多い、とくにアメリカ法の状況について分析を行った。具体的には、アメリカにおける証券クラスアクションの提起やその後の和解の状況、そして、州会社法に基づく役員責任追及訴訟の提起状況等について分析を行い、提起件数としては前者の方が圧倒的に多いことを確認した。また、平成 29 年度は、責任追及事例の数自体は少ないものの、様々な議論のなされているイギリスにおける、とくに取締役等の会社役員の責任と D&O 保険（役員賠償責任保険）に関する議論の状況についても調査を行った。

最後に、平成 30 年度には、比較法的な分析・検討を継続しつつ、「不実開示の抑止」ということを考えていくうえで、上場会社以外に、個人としての役員、証券取引所、元引受証券会社、監査法人等の責任のあり方や、それら主体の責任と法人としての会社の責任との関連性について研究を行っていく必要があるとの認識にたち、そうした責任主体の責任のあり方も念頭においた研究を行った。

4. 研究成果

(1) 前述したとおり、本研究では、まず各種責任制度の中でも、とくに行政上の処分、金融商品取引法上の課徴金制度について分析・検討を行った。そうした中で、まず、わが国の課徴金制度は、制度の趣旨としては、上場会社が開示書類の中で重要な事項について虚偽記載を行ったと認定された場合に、自動的に課徴金納付命令が発出されなければならないという仕組みになっており、当該上場会社に虚偽記載によって経済的利得が発生しているか否かであるとか、虚偽記載について故意・過失があったか否か、ということは問題とされていないことを確認した。ただ、実際の制度の運用状況を分析してみると、上場会社が訂正報告を提出した件数などと比較して、課徴金納付命令が発出されたケースは明らかに少ない状況にあり、課徴金納付命令が下されるケースについては、実質的には広い意味での「悪質性」が考慮されているのではないかと本研究では見出した。そうした研究の成果は、主に下記の雑誌論文において公表しており、そのことを踏まえ、行政上の処分は、不実開示が行われたという事実と、その発覚によって有価証券の市場価格が一定程度変動したことをもって、自動的に行われるべきではないかという問題提起を行った。

(2) 次に、本研究では、比較法的分析・検討の一環として、主にアメリカにおける証券クラスアクションの提起やその後の和解の状況、および、州会社法に基づく役員等に対する責任追及訴訟の提起状況等について分析を行った。その結果、アメリカでは訴訟の提起件数としては前者の証券クラスアクションの方が圧倒的に多いことを確認した。そのうえで、証券クラスアクションは、D&O 保険およびそれが付保されていることを前提に訴訟提起を行う原告側代理人弁護士が存在がその提起件数が多いことと密接に関連しており、証券関連訴訟に対応する保険も販売はされているものの、実際にはほとんど付保されていないわが国では、単純にアメリカの制度との比較を行うことや、同国からの関連制度の導入を議論することが適切ではないことなどを下記の雑誌論文 および学会発表 などにおいて主張した。

(3) 本研究の期間中である平成 29 年度には、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において次期の会社法改正に関する検討がなされ、そこにおいて本研究とも密接な関連性のある、アメリカにおいて既に導入され、一定の運用の実績もみられる会社補償（indemnification）や D&O 保険に関する規定の整備についても議論がなされた。そこで、本研究代表者は、下記の雑誌論文を通じた、本研究による成果の一部と、それをベースとした自らの意見を公表し、とくに部会における議論・検討の途上では消極的な意見が多かった、会社補償（indemnification）および D&O 保険に関する情報開示の重要性を説いた。

(4) また、本研究遂行中、研究代表者は、「不実開示の抑止」について考えていくうえでは、不実開示を行った会社だけではなく、個人としての役員、証券取引所、元引受証券会社、監査法人等の責任のあり方や、それら主体の責任と法人としての会社の責任との関連性について研究を行っていく必要があるとの認識に至った。

近時の裁判所における司法判断では、東京高判平成 30 年 3 月 23 日資料商事 414 号 84 頁（F01 事件）において、それらの責任主体・関係者の中でも、社外監査役についてのみ責任を認めただが、私見では、元引受証券会社、考え方によっては、証券取引所の責任も問われるべき事件であった。「不実開示の抑止」の観点からいえば、役員等、各種ゲートキーパー、法人としての会社に対し、どの程度の賠償負担を持たせることが、バランスをもって抑止機能や損害の填補機能を実効的に発揮できることに結びつくかという視点に立った研究を行っていく必要があり、

具体的には、今後の研究の方向性としてとして、定量的なデータや説得力のあるモデル等を用いた分析・検討を行うことが必要であるということについて、下記の雑誌論文 などにおいて主張を行った。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 10 件)

和田 宗久「わが国における会計監査制度と今後の課題」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report90号 11- 21 頁 (2016 年) 査読なし

和田 宗久「株主総会制度改革に関する近時の議論と将来に向けた課題」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report93号 31-39 頁 (2016 年) 査読なし

和田 宗久「コーポレートガバナンス・コードの現状と課題」株式会社ミロク情報サービス 税経システム研究所 Monthly Report(97)42-53 頁 (2017 年) 査読なし

和田 宗久「会社法改正と会社補償・D&O 保険法制のあるべき姿」企業会計 69 巻 10 号 115-122 頁 (2017 年) 査読なし

和田 宗久「有価証券届出書における虚偽記載と課徴金賦課の要件-クラウドゲート(旧テラネット)事件-東京地判平成 26・2・14 判時 2244 号 6 頁」金融・商事判例 1524 号 2-7 頁 (2017 年) 査読なし

和田 宗久「有価証券届出書の虚偽記載と元引受証券会社等の民事責任」新・判例解説 Watch22 号 133-136 頁 (2018 年) 査読なし

和田 宗久「有価証券届出書の虚偽記載と元引受証券会社の民事責任-F01 事件-」法律のひろば 71 巻 9 号 63-73 頁 (2018 年) 査読なし

和田 宗久「近時のコーポレートガバナンス改革とこれからの企業に求められるもの-企業とステークホルダーの関係の変化」MJS 税経システム研究所 Monthly Report118号 19-23 号 (2018 年) 査読なし

和田 宗久「虚偽記載に関する発行会社の民事責任制度のあり方」ディスクロージャー & IR8 号 11-17 頁 (2019 年) 査読なし-

和田 宗久「開示書類の虚偽記載等に関する会社役員等の民事責任 - 近時の判例の動向を中心に」月刊監査役 693 号 14-25 頁 (2019 年) 査読なし

〔学会発表〕(計 7 件)

和田 宗久「法律学からみた 3 つのケースおよび現状の分析と将来の課題」早稲田大学産業経営研究所アカデミックフォーラム『1990 年代の主要な企業不祥事と財務諸表監査-教訓と今日的意味』(2016 年)

和田 宗久「証券市場における不実開示と発行会社の民事責任」日韓法学会・韓日法学会・韓国経済法学会『日韓両国における資本市場法制の最近動向と対応方案』2016 年

和田 宗久「会社補償 & D&O 保険」東京商事法研究会記念大会 (2017 年)

和田 宗久「証券市場における不実開示の抑止・被害者救済に関する非比較法的考察」東京商事法研究会 (2017 年)

和田 宗久「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」早稲田大学金融商品取引法研究会 (2018 年)

和田 宗久「会社法と金融商品取引法における役員の民事責任制度の関係性-アメリカ法を参考にして」比較企業法研究会 (大阪大会) (2018 年)

和田 宗久「有価証券届出書の虚偽記載と元引受証券会社等の民事責任-F01 事件-」東京商事法研究会 (2018 年)

6. 研究組織

研究代表者

氏名：和田 宗久

ローマ字氏名：WADA, Munehisa

所属研究機関名：早稲田大学

部局名：商学大学院

職名：教授

研究者番号(8桁): 60366987

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。