

令和 5 年 6 月 26 日現在

機関番号：11301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2022

課題番号：17K13643

研究課題名（和文）行為規制の実現手段としての開示規制：証券市場における開示規制の再構築

研究課題名（英文）Disclosure Regulation as an approach of Achieving Substantive Regulation

研究代表者

温 笑トウ（Wen, Xiaotong）

東北大学・法学研究科・教授

研究者番号：80754548

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 4,600,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、証券市場における開示規制の正当化根拠として、投資家への投資判断の材料を提供する手段という従来の位置付けだけでなく、行為規制の実現手段という新たな位置づけを与えるべきことを提唱し、そのメカニズムを解明することを目的とする。本研究は、非財務情報の開示規制を対象に、虚偽記載の民事責任を基礎とする財務情報の開示規制との違いに注目し、その役割と限界を検証した。開示規制は、企業の行動に対して、絶大的な影響力を持つことは明らかにされる一方、投資者保護の角度から、非財務情報の有効利用と開示される非財務情報の信憑性の確保を目的とするハートローまたはソフトロー上の保障は不十分であることを指摘した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

情報の「量」を求める観点から、これまで約100年の間に、年次報告書をはじめとする各種の提出書類において開示すべき非財務情報の範囲が膨らんできた。企業行動に対する情報開示規制の影響力を期待する一方、かかる影響が確実に企業を良い方向に導いていることを保障するためのハートローまたはソフトロー上の方策に対する検討がまた不十分である。本研究は、主に非財務情報の開示規制を対象に、そのメカニズムを解明したうえ、行為規制の代替手段として開示規制を利用する場合、現行法システムの限界を示した点に社会的意義を有する。

研究成果の概要（英文）：This study examined the new roles of the mandatory disclosure regulation which has long been regarded as an approach of providing investment information to investors. This study focuses on the impact of non-financial information disclosure regulations on corporate behavior in the securities market, revealed the possibility of the information disclosure system as a means of achieving substantive regulation, while also pointing out that the both hard-law and soft-law are insufficient to ensure the effective utilization and accuracy of disclosed non-financial information.

研究分野：商法

キーワード：開示規制 非財務情報 ソフトロー

## 1. 研究開始当初の背景

日本は、かつてから、ドイツ法を中心とするヨーロッパ大陸法を承継した会社法の中で、発行の段階における投資者保護を図ってきた。例えば、発起人の不当な報酬や、その特別な利益、水増しされた価額による現物出資や財産引受などについては、裁判所の任命する検査役の検査などの方法で予防している。そのため、発行開示制度に相当するものは、証券取引法が制定されるまで日本には存在しなかった。一方、証券法規による開示規制は、昭和 23 年までに全く発達していなかったが、戦後昭和 23 年、アメリカの 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法の内容をほぼ完全に取り入れる形で、現行金融商品取引法の前身となる証券取引法が国会を通過したと言われている。このような経緯から、現在日本における企業情報の開示規制には、会社法をベースとしたものと金商法や金融商品取引所上場規則をベースとしたものが併存している状況になっている。そして、近年では、中長期的な企業価値向上に向けた投資家と企業との対話を促進するために、非財務情報を充実させようとする動きが見られ、2015 年 3 月 5 日には、金融庁と東京証券取引所が共同でプリンシプル・ルールをベースとした「コーポレートガバナンス・コード」を公表し、また、最近では、営方針・経営戦略などに関わる非財務情報も有価証券報告書に記載するように企業内容等の開示府令によって求められた。開示規制の目的及びその正当化の根拠をめぐっては、従来は、大きく分けて、強制開示不要説と必要説とが対立している。しかしながら、強制開示必要説も不要説も、強制開示が「投資判断材料の提供」を目的とすることを前提としてきた。また、いずれも学説も、開示情報一般を対象としており、開示情報の類型ごとに強制開示の必要性を議論・分析するものではなかった。非財務情報の強制開示規制が積極的に用いられている現在では、開示規制の目的及びその正当化に関する以前の議論がそのまま当てはまることができるかについて疑問があった。

## 2. 研究の目的

本研究は、証券市場における開示規制の正当化根拠として、投資家への投資判断の材料を提供する手段という従来の位置付けではなく、行為規制の実現手段という新たな位置づけを与えることを提唱する。現在、コーポレートガバナンス・コードなど取引所自主規制によってコーポレートガバナンスに関する情報開示規制が拡大しているが、この一部は、もはや投資家への情報提供目的ではなく、特定の行為を抑止または推進することを目的としており、行為規制の実現手段と位置付けるべきである。本研究は、日本および米欧中の開示規制の内容について、各法圏における行為規制との関連性に着目し、投資判断の材料提供という位置づけと行為規制の実現手段としての位置付けの 2 つの柱によって開示規制を現実に整合的に再構築することを目指す。

## 3. 研究の方法

本研究は、開示規制の行為規制を実現させるための手段として役割を確認し、その限界を明らかにするために、以下の 4 つ取り込みを行なった。①コーポレートガバナンス情報について、2400 社あまりの上場会社が公表したガバナンス報告書を対象に分析し、コーポレート・ガバナンス・コードの原則をすべて順守する上場会社 100 社と、10 個以上の原則を明示的に順守しな

い上場会社 100 社をランダムに取り出し、各社が公表した報告書が公表日において各社の株価に与える影響を回帰分析の手法を利用して推定し実証研究を行い、コーポレート・ガバナンス情報が投資材料として重要度を検証した。②非財務情報に関する開示規制の真の目的を確認するために、イギリス会社法及びアメリカ証券法における開示規制の歴史を調査した。③非財務情報の開示規制を行為規制の実現手段として考える場合、そのエンフォースメントの有効性を検証するために、内部統制報告書制度に焦点を当て、内部統制システムの有効性について虚偽記載がなされた場合の事後的司法救済の有用性を明らかにするために、アメリカの裁判例を収集し、ケーススタディーを実施した。最後④、各行為規制手段の優劣を明らかにするために、敵対的買収防衛策、新株発行調達資金の使途、及び大株主による株式の売却や保有方針などに関する規律に焦点を当て、事前的な開示規制を中心とする日本、裁判による事後的な対処を中心とするアメリカ、及び事前の許可認可制度もしくは禁止規制を中心とする中国の法制度に関する比較研究を行った。

#### 4. 研究成果

(1) コーポレート・ガバナンス報告書に関する実証研究を行った結果、CG 報告書が株価に与える影響がゼロであるという仮説を否定することはできず、CG 情報には、いわゆる投資判断材料としての有用性は極めて軽微である可能性があり、CG 情報を開示させる制度上の役割は、むしろ行為規制にある可能性が高いことを言える(温笑とう「行為規制を実現するための開示規制——強制開示の正当性についての再考察」『法学』85 卷 3 号、2021 年、1-16 頁)

(2) 1933 年証券法とアメリカ 1934 年証券取引法の立法とエージェンシー問題を調査し、アメリカ証券法年立法の背景には、イギリス会社法を参考に、エージェンシー問題を対処するための行為規制の目的があったことが判明した。また、1933 年法と 1934 年法の制定後、Proxy Regulation、Williams Act、SOX Act 等の重要な法改正が行われたが、いずれも開示規制でありながら、コーポレートガバナンスを意識した法制度であることがわかった((温笑とう「行為規制を実現するための開示規制——強制開示の正当性についての再考察」『法学』85 卷 3 号、2021 年、1-16 頁)、温笑とう「企業情報開示規制の素描」2022 年 11 月東北法学会報告)。

(3) アメリカの証券法立法の背景の調査と先行研究の整理に関するこれまでの研究成果をもとに、開示規制のエンフォースメント及び規制違反に対する民事救済について調査を行い、非財務情報の開示規制が失敗する原因を探った。(温笑とう「内部統制報告制度の形骸化 ——内部統制の有効性に関する虚偽記載の原因を探る」ソフトロー研究 31 号 2020 年 8 月)

(4) 日米中の法制度の比較研究を行った結果、開示が求められる将来の情報と実際の状況との乖離から生じる法的責任の欠如は、開示規制が行為規制の実現手段として利用する際に大きな弱点であることと、開示義務者と行為者の乖離は、行為規制の代替案として期待される開示規制を無意味にする危険があるの示唆を得た(温笑とう「中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制」『法学』82 卷 3 号 2018 年 39-56 頁、温笑とう「手取金の使途に関する新株発行規制の在り方」『法学』第 81 卷第 1 号 2017 年 1-23 頁)

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 2件）

1. 著者名 温笑とう	4. 巻 85
2. 論文標題 行為規制を実現するための開示規制—強制開示の正当性についての再考察	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 法学	6. 最初と最後の頁 1 - 16
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 温笑とう	4. 巻 31号
2. 論文標題 内部統制報告制度の形骸化 内部統制の有効性に関する虚偽記載の原因を探る	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 ソフトロー研究	6. 最初と最後の頁 1 - 20
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 温笑とう	4. 巻 1532
2. 論文標題 虚偽記載の可能性を認識して株式を取得した者の保護	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 95-98
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 -

1. 著者名 温笑とう	4. 巻 82
2. 論文標題 中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 法学	6. 最初と最後の頁 39-56
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 温笑とう	4. 巻 17
2. 論文標題 敵対的買収と防衛実務の中日比較研究 万科支配権争奪事件をめぐって	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 中日民商法研究	6. 最初と最後の頁 299
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 該当する

1. 著者名 温笑とう	4. 巻 81巻
2. 論文標題 手取金の使途に関する新株発行規制の在り方	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 法学	6. 最初と最後の頁 1-23
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 -

〔学会発表〕 計7件（うち招待講演 7件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 行為規制を実現するための開示規制 強制開示の正当性についての再考察
3. 学会等名 東北大学商法研究会（招待講演）
4. 発表年 2021年～2022年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 悪意的株式取得者の認定基準
3. 学会等名 東京大学商法研究会（招待講演）
4. 発表年 2018年～2019年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 Corrective Disclosure and Loss Caution: A comparative Study of Japan and the United States
3. 学会等名 Harvard Law School EALS Roundtable Meeting (招待講演)
4. 発表年 2018年～2019年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 敵対的買収防衛策の合法性について――中日比較会社法の観点から
3. 学会等名 中日民商法研究(招待講演)(国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 開示書類の虚偽記載と損害賠償額の算定――大阪高判平成28年6月29日金判1499号20頁
3. 学会等名 東京大学商法研究会(招待講演)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 中国における大株主の持株売却禁止規制
3. 学会等名 日本証券業協会客員研究員会合(招待講演)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 温笑とう
2. 発表標題 企業情報開示規制の素描
3. 学会等名 東北法学会（招待講演）
4. 発表年 2022年～2023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

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関