

令和 5 年 6 月 16 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01407

研究課題名（和文）証券市場における不実開示時の損害賠償制度のあり方

研究課題名（英文）Civil Liability for Disclosure Violations in Financial Market

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） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、証券市場における虚偽の情報開示に対し、どのような形の民事責任制度を構築・運用していくことが、虚偽の不実開示の効果的な抑止やそれが行われた場合の投資家へ救済に繋がるかということを検討するものである。現時点において、本研究では、証券クラスアクションが盛んに提起されているアメリカにおいても、そうした訴訟における和解金額の低さや和解プロセスへ煩雑さのため、現実には投資家がほとんど金銭的な救済を受けられていない実態があることを確認し、抑止効果についても、今後の制度運用や改革に活かしていけるほど、明確かつ定量的にそれを示すことに困難さがあることを確認した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、証券市場における虚偽の情報開示に対し、どのような形の民事責任制度を構築・運用していくことが、効果的な抑止や投資家の救済に繋がるかということについて、法律学のみならず、会計学や経済学等の分野における文献や知見、とりわけ虚偽の情報開示に対するの探索・予測を行うことを試みる文献等も踏まえつつ、実証データの分析や経済モデルの構築も試みながら学術的新規性のある検討を行おうとしたものであり、そうした点に社会的意義があるものと考えられる。

研究成果の概要（英文）： This study examines what kind of civil liability system should be constructed in response to false and fraudulent disclosure in the financial market, and how it can effectively deter false and fraudulent disclosure and lead to relief for investors if it occurs. At present, this study confirms that there is a reality that investors are hardly financially compensated due to the low amount of settlement and the complexity of the settlement procedure even in the United States, where there are many securities class cases filed to federal courts. It also confirms that it is difficult to clearly and quantitatively demonstrate the deterrent effect to the extent that it could be useful for future operations and reform relating to the civil liability system for false and fraudulent disclosure.

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 証券市場 クラスアクション

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

わが国では、金融商品取引法(以下、「金商法」とする)において、不実開示によって投資家等が経済的損失を被った場合の民事責任につき、発行会社については同法 19 条、21 条の 2 などの規定が設けられている。また、金商法 21 条 1 項 1 号、22 条、23 条の 12 第 5 項、24 条の 4 などで役員等の民事責任についても定めている。

ただ、これら金商法上の民事責任規定の多くは、一般不法行為責任の特則として位置づけられてきており、不実開示に起因する投資家の損害の捉え方について、これまでの学説や判例は、原則として一般的な不法行為法上の損害に関する考え方、いわゆる「差額説」の考え方に依拠してきた。すなわち、加害原因がなかったとしたならば被害者があるべき利益状態と加害がされた現在の利益状態との差を「損害」と捉えるという考え方(於保不二雄『債権総論』(有斐閣、新版、1972 年)135 頁参照)である。

そのうえで、不実開示に基づく損害賠償額額の具体的な認定を行う際にあたっては、「不実開示がなかったとしたならばあったであろう状態(株式価格)」をどのように仮定するか、といった点から、大きく分けて次の二つの考え方がベースとされてきた。まず、(i)当該不実開示がなければ当該株式を取得しなかったであろうという状態を仮定し、原状回復的な救済を図る形で損害(額)を認定しようとする考え方(取得自体損害説)と、(ii)不実開示がなかったとしてもなお当該株式を取得していたが、不実開示がなければより安い価格で株式を取得していたであろうということを仮定し、取得時において不実開示がなかったと仮定した価格(想定価額)よりも高い価格で取得した差額分を損害(額)として認定しようとする考え方(高値取得損害説)である(神田秀樹「不実開示と投資者の損害」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』以下、黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実開示に関する責任」別冊法学セミナー1223 号 170 頁など参照)。

これらのうち、とくに(ii)の高値取得損害説の考え方については、あくまで仮定にすぎない、取得時における「想定価額」や「取得価額-想定価額」とみなすことのできる価額を如何にして説得的に導き出すかということがポイントとなる。同説に属するとされる考え方の中には、たとえば、虚偽記載等の事実が公表された前後にみられる株価の「下落額」が、有価証券の取得の際に不実開示によって不当に吊り上げられていた市場価格と、真実情報を反映していれば形成されていたであろう、取得の時点での(仮定の)市場価格との差額に近似するのではないかと考えるものがあり(公表前後下落額基準説)。こうした考え方は、金商法 21 条の 2 第 3 項所定の損害額の推定規定のベースにもなっている。すなわち、同項は虚偽記載等の事実の公表前 1 年以内に有価証券を取得し、かつ、当該公表日に引き続き当該有価証券を所有している者について、当該事実の公表日前 1 か月間の当該有価証券の市場価格の平均額と公表日後 1 か月間の市場価格の平均額の差額を損害額とすることができる、としている。そのうえで、同条 2 第 5 項および 6 項では、同条 3 項によって導き出される損害額のうち、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」損害の額について、発行会社に賠償責任がない旨を定めている。

その結果、これまで裁判例では、こうした規定の適用に関して、(a)ろうばい売り、すなわち、不実開示の発覚に伴う、場合によっては、上場廃止の可能性の健在化などにも起因する、投資家の過剰反応等に基づく有価証券の売却による株価の下落分、(b)不実開示の事実の公表後に倒産処理手続きに入るような事例における、倒産処理手続きに入ることの公表による株価の下落分、(c)不実開示の事実の公表前から継続的な株価の下落傾向が見られていた場合の当該下落分、などにつき、それらの下落分が損害賠償額から控除されるべき金額として認められるか、といったことが問題とされてきた。これまでのところ、裁判所は、(a)については、「虚偽記載等と相当因果関係のある損害」であり、賠償の対象とすべきであるとして、賠償額の減額要素としては認めないものの(最判平 24・3・13 判時 2164 号 33 頁)、(b)および(c)については、減額要素として認めるというスタンスを採ってきている(最判平 24・12・21 判時 2177 号 51 頁)しかし、今後も判例が同様の立場に立ち続けるかということについてはまだまだ流動的である(和田宗久「判批」判評 670 号 13 頁判時 2235 号(2014 年)151 頁以下参照)。

こうしてみると、従前のわが国における議論や判例では、不実開示がなされた場合、被害者である主に投資家らの経済的な損失の填補を念頭に置きつつも、それを完全に実現することの困難さ、とくに上場会社を念頭に置いた場合における投資家全体の経済的な損失の莫大さ、それを発行会社等に填補させた場合の継続企業としての存続に影響を与える可能性や債権者等の他のステークホルダーに与える影響などを暗黙裏に考慮し、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」損害の額にかかる認定を謙抑的にしか行ってこなかった、ことによって対応してきたかのようにも思われる。

しかしながら、そもそも、上場会社のような大規模に資金を調達し、事業を行っている会社は、その事業活動において、ときに会社自身や関係者の賠償能力を大きく超える経済的損失を関係者や社会一般に与え得る存在であることをまずは認識し、そのことを前提に責任制度を構築すべきではないだろうか、というのが本研究における基本的な問題意識である。もちろん、被害者に損害が生じた場合は、その損害の回復が可能であれば、それをできる限り追及すべきであり、その実現のための制度や解釈のあり方を追及していくべきであろうが、それが困難である場合

は、それを所与としたうえで、民事責任制度の目的やあり方を正面から再考し、その目的が実効的かつ効率的に達成できる制度設計や解釈を考えるべきではないだろうか。

本研究では、以上のような問題意識に基づき、不実開示がなされた場合における単純な被害者救済よりも、まずは、市場の信頼性および高潔性 (Integrity) の確保・向上、そのための投資家において信頼性をより高めるといった観点から、実効的な填補と不実開示の抑止を促進する民事責任制度のあり方を探求しようとしたものである。

2. 研究の目的

本研究は、上述したような問題意識に基づき、わが国および主要国における虚偽の情報開示に対するエンフォースメントの状況をベースにしつつ、どのような形で民事責任制度を活用していくことが、虚偽の不実開示の効果的な抑止やそれが行われた場合の投資家へ救済(原則として金銭的な補償)に繋がり、結果として証券市場の Integrity の向上に結びついていくのかということについて、データ分析や有用なモデルの構築と同モデルを用いた分析によって導き出すことを目的とするものである。

3. 研究の方法

本研究の期間中、多くの期間がパンデミックにあたってしまったこともあり、本研究では、当初の計画よりもより多くの時間を各国の文献調査のために時間を割いた。とりわけ本研究では、法律学分野のみならず、会計学や経済学等の分野における文献を読み込み、分析・検討を行った。

具体的には、2019年度(令和元年度)は、まず本件研究の問題意識をより明確にするべく、「不法行為制度の意義・目的」に関するこれまでの議論に関する研究を行い、分野によっては「損害の填補」から「抑止」という機能を重視する流れがあることを明らかにした。

2020年度(令和2年度)は、主に、アメリカやイギリス等の主要国における虚偽の情報開示に対するエンフォースメントの状況に関する調査・分析を行った。具体的には、この分野の有名な判例であるアメリカの Halliburton 事件 (Halliburton co. v. Erica P. John Fund, Inc. 134 S. Ct. 2398 (2014.)) の後の証券クラスアクションの動向、イギリスにおいてスーパーマーケット・チェーンを営むTescoが起こした不実開示事例などの分析を行った。

2021年度(令和3年度)は、主に各国の文献調査に時間を割いた。とりわけ、同年度は、会計学や経済学等の分野における文献の読み込みを行った。また、虚偽記載の探索・予測を行うべく、故意の不正・虚偽記載と誤謬をいかにして区別し、また、何をもち重要な (Material な) 虚偽記載と見るかといったことに関連する議論の掲載されている文献の読み込みも行った。あわせて、2021年度は、データ分析を行う際のデータの収集も行った。たとえば、米国において証券取引委員会 (SEC) が 1982年から2018年の間に発した約4000件の Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) のデータを入手し(その後、2021年分までアップデートを行った)、以降のデータ分析に向けた準備を行った。

2022年度(令和4年度)も、前年度に引き続き、主に各国の文献調査に時間を割いた。会計学や経済学等の分野における文献の読み込みを中心に研究を進めた。

4. 研究成果

本研究では、上述したように、法律学分野のみならず、会計学や経済学等の分野における文献を読み込み、分析・検討を行った。それら分野では、ディスクロージャー情報の中から虚偽記載や不実開示の探索・予測を行うことを試みる文献が数多くみられた。加えて、マーケットにおける虚偽記載の探索・予測を行うべく、故意の不正・虚偽記載と誤謬をいかにして区別し、また、何をもち重要な (Material な) 虚偽記載とみるか、といったことに関する議論が掲載されている文献の読み込みも行った。これらの調査・分析は、将来的に本研究の成果をさらに発展させていくうえでの基礎となったと考えている。

また、本研究では、アメリカやイギリス等の主要国における近時の虚偽の情報開示に対するエンフォースメントの状況に関する調査については、判例や事例の動向について分析を行い、一定の進展をみた。

以上の研究成果の一部は、たとえば、拙稿「虚偽の情報開示に関する民事責任制度のあり方」砂田太士ほか編『企業法の改正課題』513-527頁(法律文化社、2021年)などで公表を行った。

また、本研究における各国の文献調査の結果、証券クラスアクションが盛んに提起され、そうしたケースのうち、30%から40%が和解で終結しているアメリカにおいても、不実開示によって生じた経済的損失に対する和解金額の低さや和解プロセスへ煩雑さのため、現実には投資家がほとんど金銭的な救済を受けることができている実態があることを確認した。また、各種先行研究によれば、証券クラスアクションを含む民事責任制度が有する不実開示の抑止効果についても、それを明確かつ定量的に示し、それを今後の制度運用や改革に活かしていくことの困難さも明らかとなった。他方で、こうした中でも、様々な研究者・文献等を通じ、とくにアメリカの証券クラスアクションについて、それを投資家に対する実効的な救済につながるような改善提案を行ったり、不実開示の抑止に結びつけようという様々なアイデアが示されており、引き続きそれらのアイデアをもとにアメリカの証券クラスアクションを中心とした諸制度や文献について分析を行いながら、本研究の目的である発行会社を中心とした民事責任制度のあり方に関するアウトプットを今後も公表していく予定である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 和田宗久	4. 巻 63
2. 論文標題 有価証券報告書等の虚偽記載に関して上場会社が支払った罰金および課徴金と取締役の会社に対する損害賠償責任	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 私法判例リマークス	6. 最初と最後の頁 82-85
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 和田宗久	4. 巻 157
2. 論文標題 人的資本の活用および開示に関する近時の動向	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 MJS税経システム研究所 Monthly Report	6. 最初と最後の頁 12-16
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 和田宗久	4. 巻 74(3)
2. 論文標題 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	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 法律のひろば	6. 最初と最後の頁 51-61
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 和田宗久	4. 巻 123
2. 論文標題 不法行為制度の意義と機能損害の填補から抑止機能の重視へ向けた再検討	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 MJS税経システム研究所 Monthly Report	6. 最初と最後の頁 23-27
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 和田宗久	4. 巻 127
2. 論文標題 企業による記述情報（非財務情報）開示の意義 - 2019年企業内容開示府令の改正を契機として	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 不法行為制度の意義と機能損害の填補から抑止機能の重視へ向けた再検討	6. 最初と最後の頁 12-17
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 和田宗久	4. 巻 1578
2. 論文標題 有価証券報告書の虚偽記載と取締役の善管注意義務-東京地判平成30・3・1 金融・商事判例1544号35頁	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 Munehisa Wada	4. 巻 33(4)
2. 論文標題 Recent Reforms in Japanese Company Law & Financial Instruments and Exchange Act	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 BUSINESS LAW REVIEW (Korea Business Law Association)	6. 最初と最後の頁 97-123
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.24886/BLR.2019.12.33.4.97	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 該当する

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 1件/うち国際学会 1件）

1. 発表者名 Munehisa Wada
2. 発表標題 Recent Reforms in Japanese Corporate Law & Financial Instruments and Exchange Act
3. 学会等名 The 2019 International Conference on Trends and Implications of Corporate Legislation in Asian Countries (The Korean Business Law Association) (招待講演) (国際学会)
4. 発表年 2020年

〔図書〕 計3件

1. 著者名 砂田 太士、久保 寛展、高橋 公忠、片木 晴彦、徳本 穰編	4. 発行年 2021年
2. 出版社 法律文化社	5. 総ページ数 550
3. 書名 企業法の改正課題（担当箇所「虚偽の情報開示に関する民事責任制度のあり方」513 - 527頁）	

1. 著者名 岸田雅雄監修， 神作裕之， 弥永真生， 大崎貞和編， 和田宗久ほか分担執筆	4. 発行年 2020年
2. 出版社 金融財政事情研究会	5. 総ページ数 1223
3. 書名 注釈金融商品取引法【改訂版】第4巻	

1. 著者名 和田宗久（河内隆史ほか編）	4. 発行年 2019年
2. 出版社 勁草書房	5. 総ページ数 612
3. 書名 金融商品取引法の理論・実務・判例	

〔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
---------	---------