

【別紙 2】

審査の結果の要旨

氏名 朱翹楚

近時、証券市場に有価証券を発行している会社（以下、「発行会社」という）が虚偽の内容を含む情報開示を行ったとして、流通市場において当該会社の株式を取得した投資家から損害賠償請求訴訟を提起される例が増加してきている。また、流通市場において不実開示がなされた発行会社の証券を取得した投資家の損害賠償請求権について、平成 17 年に損害賠償請求を容易にする方向で証券取引法（現・金融商品取引法）の改正がされたが、平成 26 年にはその方向を部分的に修正する改正が行われるなど、立法政策も揺れ動いている。本論文は、不実の企業情報を開示した場合に発行会社が負うこととなる民事責任について、アメリカ法との比較法的考察を通じ、日米両国における規制の変遷、規制の政策目的、学説における論争点を整理することで、日本の現行制度の立法論的な問題点を明らかにし、これに対する解決策を提示することを目的とするものである。

本論文は大きく 3 部に分かれる。「第 1 部 序論」では、不実の情報開示を行った発行会社の民事責任について、昭和 23 年の証券取引法改正以後の日本法の規制の変遷について概観し、ついで学説における議論を整理する。特に不実開示に対する民事責任の目的（たとえば抑止か補償か）に関する理解や、流通市場における不実開示について発行会社に責任を負わせることから生じる株主間の利益移転や不実開示発覚後の株価のスパイラル的下落の可能性といった問題点が指摘され、現行制度に存在する問題点が提示される。最後に、不実開示規制にかかるアメリカ法の変遷と現状の分析に基づき得られる視点から現行法の問題点の解決策を探るといふ本論文の採用する方法論が、先行研究との関係やアメリカ法について考察するに当たっての問題意識や注意点をも明らかにしつつ説明される。

「第 2 部 アメリカ法」では、アメリカ法の不実開示に対する規制の変遷と現状について考察する。まず第 1 章において、アメリカにおける企業内容の開示制度を概観した上で、発行市場における開示から流通市場における継続開示へと重点が移ってきていること、流通市場における不実開示については、発行会社の損害賠償責任を認めると発行会社の株主間において利益移転（circular）が生じるという問題が意識されていること、そして流通市場における不実開示を規制する 1934 年証券取引所法（以下、「1934 年法」という）10 条(b) 項及び証券取引委員会（SEC）規則 10b-5 に基づく発行会社の責任追及の可否をめぐっては判例の変遷があり、発行会社の責任について慎重な姿勢が強くなってきつつあることが簡潔に示される。

第 2 章では、発行市場において不実開示をした発行会社の責任について、1933 年証券法 11 条の規制範囲及び判例法理について考察し、同条の規制は、流通市場において株式を取得した投資家による利用には大きな制約があり、その結果、発行市場における不実開示と

流通市場における不実開示とでは、発行会社の責任に大きな差があることが明らかにされる。

第3章は、発行市場と流通市場における不実開示の相違点を踏まえて、発行会社が直接に証券取引に参加するわけではない流通市場における不実開示責任について、損害填補目的、不実開示抑止目的及びコーポレート・ガバナンス目的の観点から、アメリカの現行制度にはどのような問題点があり、これらの目的を調整するためにいかなる制度設計が合理的であるかといった点に関する学説による理論研究を整理して紹介する。

第4章では、前章において検討された理論的な視点を踏まえて、流通市場において不実開示を行った発行会社の民事責任について詳細な紹介を行う。不実開示がなされた状態で流通市場において証券を取得した投資家が1934年法10条(b)項及び規則10b-5に基づいて損害賠償請求を行う際には、①発行会社が重大な不実開示を行ったこと、②サイエンタ（詐欺の意図）が存在すること、③不実開示と投資家の取引行為との間に関連性があること、④投資家は不実開示に影響されて取引を行ったこと（信頼要件）、⑤投資家に経済的な損害が存在すること、⑥不実開示と投資家の損害の間に因果関係が存在することという6つの要件を満たす必要があることが連邦最高裁判例において確立している。本論文は、これらのうち1934年法10条(b)項及び規則10b-5に基づく訴訟の現状を理解する上で最も重要な、発行会社のサイエンタ、不実開示の重大性要件及び投資家の信頼要件の3つについて、判例法の現状を詳細に検討する。

まずサイエンタについては、1995年の証券民事訴訟改革法によって、訴答段階における原告の疎明すべき事項として、サイエンタと強い関連性のある重要な事実を要求されることとなった。同法のもとで要求されるサイエンタの疎明は、連邦最高裁判例によると、「相当な根拠（probable cause）」を越える厳格な基準を満たす必要がある反面、状況を総合的に考慮し、不実開示に関与した者の会社内での地位・役割、不実事項の重要性等からサイエンタを推認するアプローチを容認するものとされる。その上で、情報公表を行った役員が当該公表情報に虚偽内容が含まれることを認識していることを厳格に要求する伝統的な判断手法をとる裁判例と、より柔軟に情報発表者以外の関与者の認識を考慮してよいとする裁判例、そもそも特定の役員等の認識を問題とせず会社の重要業務について著しい不実開示がなされた場合には会社に詐欺の意図あるいは未必の故意があると認定する裁判例があることが紹介される。

次に不実開示の重大性に関しては、その一般的な意義、判断基準、重大性を有しない情報開示の具体例等についての検討がなされる。

最後に信頼要件をめぐるっては、特にいわゆる「市場に対する詐欺（fraud on the market）」理論の扱いに関する裁判例が詳細に検討される。連邦最高裁は、Basic事件判決において、いわゆる効率的資本市場仮説を前提に、公開され発達した市場において株式を購入する投資家は、当該市場価格を信頼して取引を行って損害を被った場合には、たとえ開示された不実情報を直接見て信頼していなくても、1934年法10条(b)項及び規則10b-5に基づき責

任追及する際に要求される信頼要件を満たす（クラスアクションの場合には、クラスに共通の信頼要件の立証が認められる）ものとし、その後も市場に対する詐欺に関する裁判例が集積されていく。本論文は、特に、原告である投資家は市場に対する詐欺理論を援用して責任追及するために、市場の効率性をどのようにして示す必要があるかといった点をめぐる裁判例や学説を詳細に検討する。これに加えて、市場に対する詐欺理論が適用される場合に、発行会社側がどのような反証をすることで責任を免れることができるか、市場に対する詐欺理論と不実開示された情報の重要性の関係がいかなるものかといった点に関する裁判例についても言及する。その上で、市場に対する詐欺理論に対する学説の批判として、同理論により流通市場における不実開示について発行会社の責任が広く認められることが株主間の利益移転問題を引き起こしているという見解と、効率的資本市場仮説それ自体に対して向けられている疑念が説明され、これらの批判を踏まえたとも理解しうる近時の連邦最高裁判決（Halliburton II 事件）が紹介される。同判決は、従来確立してきた市場に対する詐欺理論を根本的に変更することはしなかったものの、株価が不実開示によって影響を受けなかったことを示すことで市場に対する詐欺理論の適用を排除することができることを認めた。最後に、そもそも効率的な市場のない証券について、発行会社が市場において証券を発行することができるか否かにかかる重要情報について不実開示がある場合に原告が依拠することができる「詐欺によって作り出された市場

（fraud-created-the-market）理論」について、これを認める裁判例と否定する裁判例が紹介される。

第5章では、不実開示書類の作成に関与した発行会社役員、弁護士、監査法人等の二次的な責任主体について考察を加える。1994年に出された Central Bank 事件判決により、連邦最高裁は幫助・教唆者の責任を 1934 年法 10 条(b)項及び規則 10b-5 に基づく民事訴訟の範囲から除いたが、1995年の証券民事訴訟改革法において幫助・教唆者の責任を規則 10b-5 に基づく民事訴訟において追及する権限が SEC に与えられたこと、しかしその後の最高裁判例は、二次的な責任主体の責任を認めることについて非常に限定的な態度をとっていることが紹介される。

第6章では、不実開示に関する SEC による民事制裁訴訟と民事制裁金制度が検討される。アメリカの学説においては、流通市場において証券を取得した投資家が不実の情報開示をした発行会社に対し責任追及することに対して批判的な見解が少なくなく、むしろ市場に対する詐欺理論等に依拠した投資家に対する損害賠償責任ではない制度に依拠すべきではないかという問題意識が見られる。SEC による民事制裁訴訟の制度はその候補の一つであり、本論文は、SEC によるさまざまな制裁手段のうち、民事制裁訴訟と民事制裁金制度の詳細について、その政策理由及び規制の現状を整理した上で、投資家による民事訴訟と SEC によるエンフォースメントの相互関係を分析する。

「第3部 日米比較の視点から見る日本の不実開示民事規制」では、第2部の検討から得られた示唆をもとに、日本法に対する提言を行う。第1章では、日本の企業内容開示制

度の変遷が示され、基本的にアメリカ法と同様の構造であることが示される。第2章では、発行市場における開示（発行開示）、流通市場における開示（継続開示）及び適時開示に不実情報が含まれていた場合の、発行会社、発行会社役員、監査法人・公認会計士の責任が説明される。第3章では、証券取引等監視委員会による課徴金制度の変遷と現状、刑事罰との関係、手続上の問題等が紹介される。

第1章から第3章を受け、第4章では、アメリカ法研究から得られる視点に基づき、現行法上の問題点について解決策が提示される。第1章で示したように企業内容開示制度は基本的に日米両国において類似の構造を有する。それにもかかわらず、不実開示に基づく発行会社の民事責任制度は日本法とアメリカ法で大きく異なる。最大の違いは、アメリカ法のもとでは、発行市場における不実開示とは異なり、流通市場における不実開示に関しては、発行会社に投資家に対する民事責任を負わせることについて様々な批判があり、判例法・制定法上も、様々な制限を加えてきている点である。近時の連邦最高裁判決において、不実開示が市場価格に影響を与えなかったことを示すことで市場に対する詐欺理論の適用を排除する余地が認められたことも、これと整合的な流れである。これに対して日本法は、不実開示の規制を強化するために、流通市場における不実開示について投資家による損害賠償請求を強化する目的で、平成17年証券取引法改正により発行会社の無過失責任、損害額と因果関係の推定等を導入した。平成26年改正によって無過失責任は立証責任の転換された過失責任に変更されたものの、アメリカにおける学説の議論や法制度の変遷から示唆されるように、投資家による発行会社の損害賠償責任の追及に偏重した規制の方向性は根本的な方向性において妥当ではなく、むしろ発行会社役員や監査法人等のゲートキーパー責任を強化し、さらに課徴金制度のように民事責任以外の制裁を科す方向を目指すべきであると論じる。

以上が本論文の要旨である。

本論文の長所としては、次の点があげられる。

第1に、本論文は、流通市場において不実情報の開示がなされた場合の発行会社の民事責任について、発行会社以外の主体（不実情報の開示に関与した発行会社の役員・従業員、不実情報の開示を見逃した会計監査人等）の負うべき責任、損害賠償以外の制度を通じた抑止（監督機関によるエンフォースメント、課徴金制度等）との関係等、多角的な観点から、論点を包括的に検討した上で自説を展開するという点で、これまでにないすぐれた研究と言える。

第2に、この問題をめぐるアメリカ法との比較法的研究はこれまでも少なくなかったが、本論文では、それらの研究においてはあまり取り上げられてこなかったクラスアクションの要件、和解や役員賠償責任（D&O）保険の実務等についても詳細な検討がなされている等、アメリカ法に関する重要な情報や新たな知見を付け加えるものと言える。また市場に対する詐欺理論に関して、ごく近時に出された連邦最高裁判決（Halliburton II 事件）

についても、複雑な論旨をよく整理した上で、丁寧に分析が加えられていることも評価されるべき点としてあげられよう。流通市場における不実開示を行った発行会社に民事責任を負わせる規律がもたらす問題について、経済分析を含む理論的な著作についてよく咀嚼し、丁寧な紹介がなされている。

第3に、発行開示規制と流通開示規制に分かれている金商法上（アメリカの場合は証券法・証券取引所法上）の開示規制を詳細に分析し、流通市場における不実開示の場合の発行会社の民事責任について、発行市場における不実開示の場合とは異なる取扱いをすべきことについて、それぞれの市場における開示制度の意義や機能に着目しつつ、議論が展開されている点に特色がある。

もとより、本論文にも問題点がないわけではない。

第1に、流通市場において不実情報の開示がなされた場合に発行会社が投資家に対して負う民事責任を緩和すべきことを説くものの、具体的にどのような形で法改正をするのが望ましいかという点についての検討が不十分である。さらに制度固有の問題点や日本法との整合性についてほとんど検討しないまま集団訴訟の導入によって不実開示規制の実効性を上げるべきであるとするなど、本論文でなされた比較法的考察それ自体からは直ちには導くことのできない内容の提言が唐突になされている箇所もある。

第2に、アメリカ法について制定法や判例とともに、学説の詳細な記述がなされているものの、学説の議論の内容は、アメリカ法の理解の仕方や日本法に対する示唆にあまり反映されておらず、孤立した紹介におわっているうらみがある。たとえば、市場参加者の属性を区別した分析、不実開示リスクの再分配問題、さらに市場に対する詐欺理論と資本市場の効率性の論理関係を否定する見解など、興味深い議論が数多く紹介されているにもかかわらず、これらは本論文における日本法についての具体的な制度設計に関する提言に十分生かされていない。また、流通市場における不実開示について発行会社に責任を課すことで生じる株主間の利益移転の問題や不実開示によって発行会社が利益を得ているわけではないという視点が論文全体を通じて何度も繰り返されているが、理論的な分析が十分に深められることのないまま規制の弊害と断定されているきらいがあり、将来に課題を残す形となっている。

第3に、包括的に論点を検討していることの裏面として、各論点に関する分析が表層的にとどまるきらいがあり、また、特にアメリカ法の紹介に関する部分において、叙述に重複があったり、順序が未整理であったりするために、論旨を追うことが容易でない箇所があるとといった難点も見られた。

本論文には、以上のような問題点がないわけではないが、これらは長所として述べた本論文の価値を大きく損なうものではない。

以上から、本論文の筆者が自立した研究者あるいはその他の高度に専門的な業務に従事

するに必要な高度な研究能力およびその基礎となる豊かな学識を備えていることは明らかであり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。