

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

著者	温 笑?
雑誌名	法学
巻	85
号	3
ページ	1-16
発行年	2021-12-30
URL	http://hdl.handle.net/10097/00133531

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

温 笑侗

- 一 はじめに
- 二 CG コードの対応状況の強制開示と株価への影響
- 三 行為規制を実現する手段としての開示規制
- 四 開示規制に基づく信認義務違反への救済
- 五 結論

一 はじめに

金商法上の開示規制は、通常、有価証券及び有価証券発行会社に関する情報が正確、公平かつ適時に投資家に開示されることにより、事実を知らされないことによって被る損害から投資家を保護することであるとされている。強制開示の正当性をめぐって、従来から強制開示不要説と必要説が唱えられてきた。強制開示不要説は、発行者は、重要な情報をすべて開示するインセンティブを持っており、なぜなら、情報を開示しなければ、投資者が最悪の状況を想定して証券の価値を評価してしまうから、情報の開示を強制する必要はないという考え方である⁽¹⁾。これに対して、強制開示必要説は、企業の経営者が個人的な利益のために、都合のよい虚偽の情報を開示する誘因があるから、法は虚偽の情報開示を禁止するとともに一定の情報開示を強制

(1) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 VA. L. REV. 669, 683-85.

し、その違反に対して制裁を課すことによって市場機能の維持を図っていると主張する⁽²⁾。そして、強制開示を正当化する根拠について、市場価格に含まれる情報の増やし、洗練されていない投資家の保護、正確な株価形成による資源配分の効率化、市場の失敗など、議論がさらに大きく分かれている。ただ、強制開示必要説も不要説も、強制開示は「投資判断材料の提供」を目的とすることを議論の前提としており、投資判断に必要となる情報の提供を法規制によって強制すべきかが争点である。

しかし、開示規制のうち、特に非財務的情報に関して、強制開示の正当性を投資判断材料の提供という目的だけから説明しにくいものがある。一方、これらの開示規制は、上場会社の行動を望ましい方向へと導いていることも確かである。本稿は、まず、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）が2015年に導入された直後における各上場会社の対応と株価の変動を分析し、投資判断材料としてCGコードの対応状況の有用性が限られていることから、それを強制的に開示させることの正当性は、むしろ行為規制を実現する目的に求めるべきであると主張したうえで、イギリスやアメリカの経験を踏まえ、行為規制を実現する手段として開示規制が利用されることの普遍性と、開示規制に基づく信託義務違反への救済信託義務違反の限界とその問題点を指摘した。

二 CGコードの対応状況の強制開示と株価への影響

2015年、金融庁と東京証券取引所（以下「東証」という）を共同事務局とする有識者会議がCGコードを公表し、実効的なコーポレートガバナンスの

(2) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第4版）』（商事法務、2015年）261頁、そのほか、龍田節「開示制度の目的と機能」論叢110巻4-6号114頁、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』有斐閣86頁、及びJohn C. Coffee, Jr. & Sale, Securities Regulation 2-4 (12th ed. 2012)。

実現に資する主要な原則を取りまとめた。東証は、当該コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはコーポレートガバナンス報告書（以下「CG報告書」という）においてその理由を説明すること（いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」モデル）を上場会社に求めるようになった（上場規程第436条の3）。CGコードはソフトローというスタイルがとられているが、CG報告書の作成と開示が上場規程によって強制されている。

本稿は、投資者が投資判断材料としてCG報告書の重要性をどう評価しているかについて、CG報告書に記載されているCGコードへの対応状況の株価に与える影響を、回帰分析で検証した。具体的に、本稿は、東証一部の上場会社を対象に、CGコードが公表された2015年から2016年までの間に提出されたCG報告書のうち、初めてCGコードの対応状況を開示したものを調べた（2033社）。初回の開示のみを対象としているのは、CGコードの対応状況は各会社につき大きく変化するものではないため、初回以降の開示にあたり、その内容に対する予測がある程度できるからである。調べた結果、CGコードが提示した73個の原則を全て実施すると報告したものは293社（グループ1）、10以上原則が実施されていないと報告したものは186社である（グループ2）。本稿は、各グループからランダムにそれぞれ100社を抽出し⁽³⁾、CG報告書が公表された日をイベント日とする株価イベント・スタディを実施した。各標的会社の株価の変動幅をTOPIXの変動幅に回帰するマーケット・モデルにより、CGコードの対応状況の開示によって各社の株価に与える影響（異常リターン）を求めた⁽⁴⁾。推定期間はイベント日の前日までの6ヶ月である。各標的会社につきイベント日当日の異常リターン（ab-

(3) コーポレートガバナンス報告書の公表前3日以内（公表日を含めて）に別の情報開示を行なった会社を排除した。

(4) 株価の変動幅をTOPIXの変動幅と線形的に関連づけていないものを除いた。

normal return) を計算し、0 と異なるかの検定を行った。結論として、どちらのグループについても、異常リターンが5%水準で統計的にゼロから有意に乖離していないため、「CGコードの対応状況が株価に与える影響はゼロ」の仮説を有意水準が5%で棄却することはできなかった(表1と表2)。

表1 CGコードの対応状況の短期株価効果(グループ1)

イベント期間	サンプル数	異常リターン	標準誤差	P値
[0, 1]	100	0.0002695	0.0150369	0.814

表2 CGコードの対応状況の短期株価効果(グループ2)

イベント期間	サンプル数	異常リターン	標準誤差	P値
[0, 1]	100	-0.00037701	0.02733186	0.683

これまでの議論において、市場が効率的であれば、開示される情報が直ちに市場価格に反映され、正確な株価が形成されると論じられてきた⁽⁵⁾。また、市場の効率性に関わらず、開示が求められる情報には、統計的に株価の形成に大きな影響を与える類型と、そうでない類型が存在する⁽⁶⁾。ある情報が株価の形成に与える影響が極めて小さいである場合、当該情報が投資判断材料としての有用性も限られていると考える。CGコードへの対応状況に関わらず、その公表によって株価への影響を見出すことはできなかったのは、ガバナンスの水準が企業価値に反映するまで相当長い期間を要するからであ

(5) Eugene F.Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J.FIN.383 (1970), 倉澤資成「資本市場の効率性:日本における実証研究の展望」フィナンシャル・レビュー 15号3頁。

(6) Jonathan R.Macey, Geoffrey P.Miller, Mark L.Mitchell & Jeffrey M.Neter, Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic V.Levinson, 77 VA.L.REV.1017は市場が効率的でなくてもそのボラティリティによって価格の変動が統計的に有意かどうかを判断できると指摘する。

と考えることもできるが、CGコードへの対応状況は、その公表される前にすでに市場によって周知され、もしくは容易に予期でき、すでに株価に織り込まれているからであると考えられる(7)。すでに周知されている情報をなぜ強制的に開示させる必要があるかという疑問がある。強制開示の正当性をもつばら「投資判断材料の提供」に求めるならば、CGコードへの対応状況を強制的に開示させる必要性と正当性を欠くことになる(少なくとも不十分である)。インターネットの普及により、企業に関する様々な情報が世の中にあふれかえるようになった今日では、情報開示を強制する必要性を、単に情報の提供そのものに求めるのはもはや不十分であり、強制開示を正当化する根拠をより機能的に説明しなければならない時代になった。

もっとも、CGコードの対応状況の開示が統計的に有意に株価に影響しないことは、長期的にみてCG情報自体の投資判断材料としての価値を否定し、また、CGコードの遵守が企業価値の向上に寄与しないことを意味するわけではないことを注意されたい。また、興味深いことに、2015年、CGコードの導入以降、日本の上場会社のガバナンスは、社外取締役の設置の普及をはじめとして大きく変化した。東証の統計データによれば、2019年7月の時点において、CGコード原則の90%以上をコンプラインしている会社は、市場第一部のうち86.7%を占めており(8)、遵守率からみれば、形は相

(7) 例えば、実施率が比較的に低い補充原則4-2①(経営陣の報酬の客観性・透明性ある手続に従った報酬制度の設計及び具体的な報酬額の決定)と補充原則4-10①(独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など独立した諮問委員会の設置)について、コード策定前から既に実施している会社は、策定後も実施する蓋然性が高い。他方、実施していない会社について、コーポレートガバナンスに対するこれまでの方針や財務状況などを分析すれば、コード策定後の対応状況を予期できる場合がある。

(8) 東証「改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び取締役会並びに指名委員会・報酬委員会の活動状況に係る開示の状況(2019年7月12日時点)」2019年11月29日 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000004epdk.pdf>

当に整ってきたと評価されている⁽⁹⁾。また、この成果を踏まえて、CGコードなどの改訂等が重ねられることによって、ガバナンス改革がさらに深化した。各上場会社のガバナンス水準が容易に比べられるように、CGコードは一定の基準を提示し、その対応状況がCG報告書の一部として開示されることは、上場会社にとってプレッシャーとなり、コードを遵守し、より望ましい行動をとるように上場会社を動機付けることになる。その意味において、CGコードがベストプラクティスとして遵守すべき規範を提示することが成功しているとみることもできる。このように、CGコードへの対応状況は、投資材料として有用性が限られているけれど、その強制開示は、上場会社の行動を規律するための手段として現実的な意味があるのではないかと考える。

三 行為規制を実現する手段としての開示規制

コンプライ・オア・エクスプレイン・モデルを利用して、コーポレートガバナンスを規律する方法は英国の制度を起源とし、コーポレートガバナンス・コードの歴史は1992年の「キャドベリー報告書」に遡ることができる。しかし、開示規制が行為規制を実現するための手段として利用できることは、遥かに昔から認識され、重視されてきた。証券開示規制の発端は、19世紀のイギリスに遡る。当時、会社の設立と同時に公募が行われることが多く、発起人は、公募による調達資金を対価として、低価格で第三者から購入した資産や事業を高値で新設会社に取得させ、また、時には当該資産の売主である第三者から高額な報酬（promoter fee）を受け取り、この業務を専門とすることもあった。発起人は、会社の代理人であると考えられているため、本来であれば利益相反取引を開示する義務があり、開示せずにこれを実施した場合、会社は、当該取引の取消しもしくは利益の吐出を求めることができる

(9) 神作裕之「コーポレートガバナンス・コード改訂とガバナンス改革」商事法務2264号18頁。

とされている。しかし、資産の購入は、会社設立前になされた場合、発起人は、自分は会社の代理人ではなく、自分のために資産を購入したと主張して、開示義務を回避する可能性があった。この問題を対処するために、1900年会社法は、目論見書制度を導入し、一般公衆を対象とする新株発行を行う際に、発起人が事前に資産提供者との間に締結したすべての契約と発起人が獲得した利益を目論見書において開示しなければならず、もし開示せずに新株を発行すれば、株主が直接発起人に対して訴訟を提起することができることとされた。このような開示規制は、エージェンシー問題を対処するために、より厳格な信認義務（自己取引の禁止など）を代替するものとして導入されたものであると Paul G. Mahoney 教授が指摘した⁽¹⁰⁾。Mahoney 教授は、強制開示規制を正当化できる合理的な根拠として、従来よく言われる情報収集の効率化とは違って、エージェンシーコストの削減効果を強調した。

確かに、発起人からその保有する資産を買い取るために行う新株発行であれば、新株の引受人は、発起人が当該資産を取得する際に支払った対価と資産の元の所有者から得た報酬額などの情報を知りたいのも無理はない。しかし、通常の売買契約では、売主にそのような開示義務を課していないのに、発起人から資産を購入する場合になぜこのような特別規制を設けたのだろうか。これを説明するためには、投資判断材料の提供というだけでは不十分であり⁽¹¹⁾、このような開示規制は、発起人と新株引受人との間に代理関係が認められることを前提に、発起人は、原則として代理人の地位を利用して利益を得ることができないという英米代理法上の伝統的な考え方に基づくもの

(10) Paul G. Mahoney, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, *The University of Chicago Law Review* (1995).

(11) もし投資判断の材料を提供するだけでよければ、新株を発行するとき当該資産の市場価値がいくらであるか、また、新株発行の目的であるプロジェクトの将来性はあるのかなどの情報を開示すれば足りて、発起人がいくらで当該資産を購入したか、また、元の所有者から報酬を得られているかどうかは必ずしも重要ではない。

であると考えれば、発起人の行動を規律し、エージェンシーコストを削減することが、当該開示規制の重要な目的になっていたのではないと言える。

イギリスの1900年会社法が目論見書制度は、イギリスにおける最初の強制開示規制である。また、興味深いことに、アメリカの1933年証券法 (Securities Act of 1933) のモデルとなったイギリスの1929年会社法 (Companies Act 1929) は、イギリスの1900年会社法が目論見書制度をほぼそのまま引き継いだものである⁽¹²⁾。1929年の大暴落前のアメリカでは、一獲千金を夢見る投資者の要望に応じるために、証券市場における投資の機会を増やす目的で事業の拡張と新株の発行が盛んに行われていた。その中、収益性のない鉱山や不動産などの資産に投資するために新株を発行し、一般投資者からお金を騙し取る事件が頻発した。その後、1929年の大暴落を受けて、ルーズベルト大統領の主導の下で証券市場監督体制の改革が行われた。当時、アメリカの各州は、証券詐欺を対処するためにすでにブルースカイ法を制定しており、州の監督当局は、発行される株式の価値を実質に審査し (licensing laws)、詐欺的な行為と認める場合当該新株発行を差し止める (antifraud laws) 強い権限が与えられている。しかし、ブルースカイ法のこのような実質的な規制はあまりにも硬直すぎて、また、証券規制は証券の価値を保証するものではないという当時の立法スタンスに合致しないため、最終的に、イギリス会社法の開示規制を参考にアメリカ1933年証券法が制定された⁽¹³⁾。ルーズベルト大統領の立法理念は、ブランダイス氏の著作の中に、以下のように説明されている。「パブリシティ (publicity) は、社会と工業の病弊を治

(12) 矢沢惇「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」旬刊商事法務 49号 29頁 (1956年)。

(13) Elisabeth Keller and Gregory A. Gehlmann, symposium: current issues in securities regulation: Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934., 49 Ohio St. L. J. 329 (19); Landis, The Legislative History of the Securities Act of 1933, 28 GEO. WASH. L. REV. 29, 30-32 (1959).

療するために推奨すべきである。日光は最高の殺菌剤、電灯は最も効率的な警察である。……パブリシティの強大な力は、……継続的な救済手段としていろいろな方法で利用されるべきである⁽¹⁴⁾」。従って、アメリカの1933年証券法の制定は、純粋に投資者への情報提供を図るものではなく、発行段階における証券詐欺の発生を抑止する目的があった⁽¹⁵⁾。このような証券法上の開示規制は、イギリスの1900年会社法の日論見書制度と同じく、より厳格な行為規制を代替する役割があると考ええる。

開示規制が行為規制を実現するための手段として利用される場面は、ほかにもたくさんある。例えば、①企業グループ内の取引や資金の援助などの開示を求めることで、関連企業間の不適切な利益移転を抑止すること⁽¹⁶⁾、②役員報酬額及びその算定基準の開示を求めることで、平均水準より著しい高額な報酬の支払いを抑止し、合理的な報酬仕組みの構築を促進すること⁽¹⁷⁾、③委任状勧誘における委任状説明書などの参考書類の公衆縦覧を求めることで、委任状勧誘の公正性を確保すること⁽¹⁸⁾、④内部統制の有効性の開示を求めること⁽¹⁹⁾で、内部統制システムの改善を動機付けることなどを挙げることができる⁽²⁰⁾。また、証券規制のみならず、会社法上の説明義

(14) L. Brandeis, *Other People's Money* (R. Abrams ed. 1967).

(15) 日論見書における法定開示事項は15USCS § 77aa (17)-(32)に記載されている。日本の場合、「企業内容等の開示に関する内閣府令」第二号様式の記載上の注意事項(21)を参照。

(16) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」第三号様式の記載上の注意事項第二号様式の記載上の注意事項(28)を参照。

(17) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」第三号様式の記載上の注意事項(38)と第二号様式の記載上の注意事項(57)や、アメリカのドッド・フランク法 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Sec. 953を参照。

(18) アメリカ1934年証券取引所法15U.S.C. § 78n(a), 17C.F.R. § 240.14a-1-14 a-104.

(19) 金融商品取引法第24条の4の4

(20) Mark A. Sargent, *State Disclosure Regulation and the Allocation of Regulatory Responsibilities*, 46 MD. L. REV. 1027, 1044-1046 (1987). see also Troy

務も類似する役割を果たしている。例えば、株主割当て以外の方法で募集株式の発行を行う場合、払込金額が株式を引き受ける者に特に有利な金額であれば、取締役は、株主総会で当該払込金額により募集を行うことを必要とする理由を説明しなければならないという規定がある（会社法199条3項、200条2項、201条1項）。当該規定の目的は、有利発行から生じる経済的な不利益とそれを実施する必要性を既存株主に開示した上、適切な議決権行使を促すことであると説明されているが、そもそも、理由の開示を強制すること自体が不合理な有利発行の発生を抑止する効果がある。会社法上の説明義務はほかにもたくさん存在しており、いずれも説明義務者の行動に重要な影響を及ぼしている⁽²¹⁾。

このように、ある者に特定の情報を強制的に開示させることは、当該特定の情報に関連して、その者の行動に影響する効果があり、このメカニズムに従えば、開示規制は、行為規制を実現する手段として幅広い場面で利用されることが可能である。実質的な行為規制に比べて、開示規制は比較的柔軟であり、各規制対象が自らの実情に照らして、現状のまま開示をするか、それとも行動を修正してからするかなどの選択が可能であるため、より受け入れやすく、社会的通念や慣習の形成に寄与し、最終的に行為規制の定着に繋がる可能性もある。従って、情報の強制開示は、投資判断材料の提供という目的から正当化することが不十分な場合でも、このように、行為規制を実現

A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U.L. Q. 417, at 423 n. 17 (“For example, the federal securities laws regulate proxies, shareholder proposals, and tender offer bids.”).

- (21) 例えば、全部取得条項付種類株式の全部取得（会社法171条3項）、株式の併合（180条4項）、単元株式数の定め（190条）、報酬の決定（361条4項）、差損が生じる組織再編（795条2項、816条の3第2項）などを行う際にも特別な説明が求められており、いずれも開示を強制するだけで経営陣による権限濫用を抑止する効果が得られる。

(216)

する目的で正当化できる場面がある。

四 開示規制に基づく信認義務違反への救済

開示規制は、その生まれた時から今日にかけて、発行会社やその役員などの行動に影響し、行為規制を代替する目的で幅広い場面で利用されてきたことは上述したとおりである。アメリカでは、コーポレートガバナンスについて国会から直接的な管轄権限を付与されていないSECは、このような目的での開示規制の運用に熟練しており、その結果、コーポレートガバナンスに関する多くの問題は、結局、開示規制を通じて連邦証券法、SEC規則及び取引所の自主規制によって対処されており、これに対して、州会社法は、規制の緩和競争の結果、主に企業買収や利益相反取引の問題だけを中心に取り扱うことになったと言われている⁽²²⁾。

しかしながら、証券開示規制による救済は、会社法による救済とは異質的なものであると考えられており、その限界を示したアメリカの有名な裁判例がある。Santa Fe事件⁽²³⁾では、被告Satan社は、その完全子会社を通じて、デラウェア州の会社であるKirby社の95%の株式を保有しており、残りの少数株主を締め出すために、一株につき150ドルを対価として少数株主に交付する旨の略式合併を実施しようとした。かかる合併対価は不公正であると考えた原告Green氏は、州会社法が用意した価格決定申立手続ではなく、SEC規則10b-5に基づいて訴訟を提起した。原告は、本件合併の唯一

(22) Robert B. Thompson; Hillary A. Sale, Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism, 56 Vand.L.Rev. 859 (2003). また, Roe, M. J., Delaware's competition, 117 (2) Harv.L.Rev. 588 (2003) は, テラウェア州の競争相手は過去も現在も他の州ではなく連邦政府であり, テラウェア州の会社法によって規制されている内容は, 結局, 連邦政府が州法による規制を許している領域に属するもののみであると指摘した。

(23) Santa Fe Industries, Inc. v. Green Santa, 430 U.S. 462, 97 S.Ct. 1292 (1977).

の目的は少数株主の締め出し以外何らの正当な事業目的はなく、かつ、株主への事前通知もなされていないため、SEC 規則 10b-5 に違反する詐欺的な行為であると主張した。これに対して、ニューヨーク連邦地方裁判所は、デラウェア州会社法は、略式合併について正当な事業目的と少数株主への事前通知を求めておらず、また、SEC 規則 10b-5 は、デラウェア州会社法の定めに優先するものではないと述べたうえ、たとえ合併対価が不公正であっても、会社法に求められた情報開示が完全になされていたならば、SEC 規則 10b-5 の適用範囲外になると判断したのに対し、第 2 巡回区控訴裁判所は、株式価値の低評価は SEC 規則 10b-5 に違反するものではないが、虚偽記載は SEC 規則 10b-5 訴訟の不可欠要件ではなく、正当な事業目的がなく、かつ、事前の通知がなされていない略式合併は、大株主の少数株主に対する信義義務違反であり、SEC 規則 10b-5 の適用を受けるべきであると判断した。

連邦最高裁判所は、連邦証券取引法の 10 条 b 項及び SEC 規則 10b-5 の規制対象になるものは、操作的 (manipulative) と欺瞞的 (deceptive) 行為でなければならないことは、10 条 b 項の文言から明白であり、その文言は、議会の意思を適切に反映していると判示したうえ、本件取引では、開示すべき情報がすべて開示されており、欺瞞的な行為はなく、また、明らかに操作的な行為でもないことを指摘し、SEC 規則 10b-5 の適用を否定した。同判決は、信義義務違反が SEC 規則 10b-5 違反だととられるためには何らかの詐欺、虚偽記載、もしくは開示漏れを含んでいる必要があると説明している⁽²⁴⁾。また、一般的に、信義義務違反の事実を開示しないこと自体が、虚偽記載として SEC 規則 10b-5 違反の原因になるわけではないと考えられている⁽²⁵⁾。

(24) *Id.* at 476.

(25) *Kas v. Financial General Bankshares, Inc.*, 254 U.S. App. D.C. 217, 796 F.2 d 508 (D.C. Cir. 1986), *Panter v. Marshall Field & Co.*, 646 F.2 d 271 (7th

Santa Fe 事件判決は、開示規制に基づく信認義務違反への救済の限界を示したが、この限界にどのぐらい実質的な意味を持つかは疑問である。すなわち、信認義務の違反は、しばしば不適切な会計処理を誘発し、虚偽記載の発生原因は、単純な会計上のミスよりも、コーポレート・ガバナンスの不備に帰することが多い⁽²⁶⁾。例えば、①取締役の報酬額や利益相反取引の内容に関する不実記載は、利益の流出を隠蔽する目的で行われたケース、②架空な取引による売上の過大計上は、取締役の監視義務違反や内部統制システムの整備義務違反によるケース、③損失の過小計上は、経営判断のミスによって生じた損失を隠す目的で行われたケース、④資産の過大評価は、現物出資の水増しに起因するケースなどが考えられる。役員等の信認義務違反は、結局のところ、開示書類の虚偽記載に発展していくことが多く、その場合、虚偽記載に対する規制は、実質的に、その原因となる信認義務違反に対する規制であると言っても過言ではない。

他方、日本法において、開示規制に基づく信認義務違反への救済の限界を考える際に、以下のことがより実質的な意味を持つ。まず、民法 709 条の不法行為責任に基づいて虚偽記載の救済を受けられるのは、虚偽記載と損害との間に相当因果関係が認められるものである。また、金商法 21 の 2 第 3 項の推定規定を適用するためには、虚偽記載等の事実の公表がされた日前 1 年以内に株式を取得し、当該公表日において引き続き当該株式を所有し、かつ、取得時に虚偽記載の存在を知らなかったものでなければならない。そのため、取締役の信認義務違反により間接的な損害を受けた株主のうち、この要件を満たさないものについては、開示規制に基づいて救済を受けることは

Cir.1981), 7547 Corp. v. Parker & Parsley Dev., 38 F.3 d 211 (5th Cir. 1994)。

(26) Joel Seligman, The New Corporate Law, 59 BROOK.L.REV.1, 59-60 (1993).

できない。次に、虚偽記載による損害額を算定する際、虚偽記載が公表された直後の株価の下落幅が重要な要素となる。通常、信託義務違反が重大であれば、株価の下落幅も大きいはずであるが、両者は絶対的な相関関係にあるわけではないので、虚偽記載が公表された後の時価総額の下落分が信託義務違反によって会社に与える損失より小さい可能性がある。その場合、開示規制に基づいて損害賠償を求めても、信託義務違反に対する救済としては不十分である。

なお、金商法上の開示規制に基づく救済は、会社法上の信託義務規制に基づく救済より、原告側にとって有利な点も多い。まず、①会社法は、株主利益の保護だけでなく、経営の効率性を図り、ひいて企業活動を促進することも重要な目的としており、経営を萎縮しないようにバランスを常に保つ必要がある。そのため、例えば、取締役の義務違反の有無を判断する際に、経営判断原則や信頼の原則などの適用があるが、金商法の開示規制には類似する理論や原則は存在しない。次に、②取締役の信託義務違反によって株主が受ける損害は、間接損害であるのが一般的である。そのため、会社法に基づいて救済を図る場合、同法 423 条に基づいて株主代表訴訟を提起する必要がある。原則として 6 ヶ月前から引続き株式を有する株主のみ提訴適格が認められており、賠償金も会社に帰属することになる。これに対して、開示規制に基づく救済を図る場合、これらの制限はなく、株式を売却した後でも提起可能であり、また、賠償金も直接原告側である投資者に帰属する。さらに、③金商法では、原告側の立証責任を軽減するために相当因果関係及び損害額の推定が認められているのに対して、会社法ではこのような推定規定は存在せず、立証責任は原則として原告側にある。したがって、株主としては、金商法の適用を受けることができるなら、会社法よりも金商法上の救済を求めたほうが有利であるので、金商法は、会社法に優先して紛争の解決に用いられ、また、結果的に、金商法による救済を受けることが困難である株主の

み、会社法上の救済を求めることになるのではないかと考える。もっとも、虚偽記載の責任主体は、提出会社の役員のほかに提出会社自身も含まれており、提出会社を相手に証券訴訟が提起された場合、もしくは責任主体である役員の資力が不十分である場合、金商法による救済を受けることのできる株主とできない株主の間に利益の移転も生じてしまう可能性がある。

五 結論

強制開示の正当性は、これまでの議論では、主に投資者に投資判断材料を提供し、情報の非対称性を解消することに求めると考えられてきたが、本稿は、強制開示は、純粋に投資判断材料の提供を目的とするものではなく、その生まれた時から発行会社の行動に影響する目的で利用され、また、開示する情報の範囲の拡大につれ、今日においては、強制開示規制が行為規制を実現するための手段として重要な役割を果たしていることを指摘し、強制開示の正当性を改めて根拠づけた。実質的な行為規制に比べて、開示規制は、各規制対象が自らの実情に照らして、現状のまま開示をするか、それとも行動を修正するかなどの選択ができるため、比較的柔軟な対応が可能であると同時に、社会的通念や慣習の形成に寄与し、最終的に行為規制の定着に繋がる可能性もあるので、行為規制を実現するための手段として推奨すべき部分はある。しかしながら、開示規制のこのような役割を実現するためには、違反行為を行ったものに対する制裁が必要であり、その典型例として虚偽記載に関する金商法上の損害賠償責任があるが、開示規制は、投資判断材料を提供するための手段だけではなく、行為規制を実現するための手段でもあるという本稿の考え方が正しいければ、開示規制に基づく損害賠償責任の追及を徹底することには慎重でなければならない。すなわち、本稿の第四の部分で説明したとおり、虚偽記載に対する規制は、実質的に、取締役の信認義務違反に対する規制である場合が多く、そのため、金商法上の救済を与えるこ

とは、実質的に、取締役の信認義務違反による損害を填補する効果があると言える。ところが、会社法は、経営を萎縮しないように取締役の責任を限定的に解釈しており、また、損害賠償を請求する場合でも、株主間の不平等及び利益の移転が生じることを避けるべく制約を設けているのに対して、金商法は、このような視点を持っておらず、株主全体の利益や企業価値の向上よりも投資者の保護を優先しているから、開示規制違反による損害賠償責任の追求を徹底することは、会社法が構築しようとする中立な利害調整の仕組みを瓦解するおそれがあるからである。この立場からは、開示規制違反に基づく損害賠償制度の目的を損失の填補ではなく、違反行為の抑止機能に求めることの重要性を改めて認識した。

* 本稿で行った実証研究は、東北大学法学研究科の商法演習の成果である。演習生である賓揚、郭遠、宋天宇、王勁琿、趙文靜、周安欣によるデータへの貢献に感謝する。

* 本稿は、JSPS 科研費 17K13643 の助成を受けた研究成果の一部である。