

近時の企業情報開示を巡る課題

—実効性確保の観点を中心に—

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

本研究所の『証券取引法研究会研究記録』の第6号として、「近時の企業情報開示を巡る課題―実効性確保の観点を中心に―」を公表する。この研究記録は、本年3月30日開催の同研究会における新潟大学山田剛志助教授による研究報告と、その場の討議内容を整理したものであり、報告に使用されたレジュメ等を添付してある。

この研究報告では、証券規制の重要分野であり、近年内外ともに改革の動きが活発になっている企業情報開示問題をテーマとして取り上げ、ガバナンス情報等開示対象情報の拡大、実効性確保のための課徴金制度の導入、不実開示に対する民事責任に関する問題点等を説明されている。

さる6月下旬に、上場会社の親会社に対する情報開示の義務付け、外国会社の英文による開示の一部許容、課徴金制度の拡大等を含む証券取引法改正が成立する一方、適正な情報開示という観点からみて問題となるような事例も幾つか表面化している。適正な企業情報開示の確保は引き続き重要な課題であり、研究者や実務家の方々の関心が高い問題である。この研究記録の公表が広い範囲の読者に何らかお役に立つことができればと期待している（この研究記録は本研究所のホームページにも掲載しているので御利用いただければ幸である）。

なお、当研究所の証券取引法研究会は昨年11月以降研究活動を再開しており、これからも、研究記録を同様に公開していく予定である。

このような形で研究成果の早期の公表を認めていただいた江頭憲治郎・森本滋共同会長を始めとする研究会の先生方、特に、この研究記録のまとめに当たり御多忙な時間を割いていただいた山田先生に、心からお礼を申し上げたい。

2005年7月

財団法人日本証券経済研究所
理事長 関 要

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|------------------------------|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 | 2003年11月 |
| 報告者 森田章同志社大学教授 | |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」 | 2004年1月 |
| 報告者 山下友信東京大学教授 | |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 | 2004年3月 |
| 報告者 前田雅弘京都大学教授 | |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」 | 2004年6月 |
| 報告者 浜田道代名古屋大学教授 | |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 | 2005年7月 |
| —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 | |
| 報告者 神作裕之東京大学教授 | |

近時の企業情報開示を巡る課題

－実効性確保の観点を中心に－

(平成17年3月30日開催)

報告者 山 田 剛 志
(新潟大学助教授)

目 次

1. はじめに	2
2. 開示対象情報の拡大	5
(1) E D I N E Tによる情報開示と開示情報の拡大	5
(2) 内部統制システム（ガバナンス情報）の開示	6
3. 実効性確保の課題	10
(1) 課徴金に関する法改正	10
(2) 取引所法による誓約義務	14
4. 不実開示と民事責任	17
(1) 改正証券取引法による不実開示と因果関係・立証責任	17
(2) ドイツの証券取引法改正と取締役の責任	19
(3) 証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任	21
5. 終わりに	25
討 議	28
資 料	47
報告者レジュメ	47
アメリカ証券法における「発行者」の定義	58

証券取引法研究会出席者（平成 17 年 3 月 30 日）

報告者	山田 剛志	新潟大学助教授
共同会長	江頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森本 滋	京都大学教授
幹事	神田 秀樹	東京大学教授
〃	前田 雅弘	京都大学教授
委員	神作 裕之	東京大学教授
〃	川口 恭弘	同志社大学教授
〃	藤田 友敬	東京大学教授
〃	中東 正文	名古屋大学助教授（現 教授）
〃	青木 浩子	千葉大学助教授
〃	戸田 暁	京都大学助教授
〃	中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
〃	太田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブザーバー	永井 智亮	野村証券法務部長
〃	細川 健	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	坂下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	小柳 雅彦	日本証券業協会自主規制企画部長（現 企画部長）
〃	美濃口 真琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研究所	関 要	日本証券経済研究所理事長
〃	若林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小林 和子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	新道 仁信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤田 哲史	日本証券経済研究所事務局長

（敬称略）

近時の企業情報開示を巡る課題

—実効性確保の観点を中心に—

江頭共同会長 まだこれからお見えになる方もおられるようですけれども、定刻でございますので、研究会を始めさせていただきたいと思います。

本日は、山田さんから「近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点から」という表題でご報告をいただくことになっております。

山田さん、どうぞよろしくお願いします。

山田委員 ただいまご紹介いただきました新潟大学の山田です。

本日は企業情報開示というテーマでご報告をさせていただきたいと思います。

最初に、これからの報告内容ですが、実効性確保の観点を中心にということで、(1) 開示対象情報の拡大という点から、方法論として、E D I N E T等による情報開示、開示情報そのものの拡大、内部統制システム、ガバナンス情報の開示という点について、(2) 実効性確保の観点から、課徴金に関する法改正、続きまして、証券取引所による誓約義務というものを、少しアメリカ法の観点から考えていきたいと思います。

次に(3) 不実開示と民事責任ということで、今般改正されました改正証券取引法による不実開示と、特に因果関係、立証責任の観点から改正法を考えていきたいと思います。また、主にドイツの判例ですが、ドイツの証券取引法改正と取締役の責任について、具体的な判決を1つ見ていきたいと思います。さらに、日本法ですが、証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任ということで、先ほどお話ししましたケースもそうですが、民法709条とか、あとは商法上の266条の3というような一般法というもので対応しなければならないような問題もあるかと思いますので、その点を整理させていただきます。

1. はじめに

近年世界的にも、企業情報開示をめぐる不祥事が相次いでおります。アメリカでは、周知のように、エンロン社初め、数社の粉飾決算が資本市場全体を揺さぶったというのは記憶に新しいところであります。そのため、アメリカ政府は、サーベンス・オクスレー法によって、速やかに市場の信頼回復を図ったとされております。一方、我が国では、西武鉄道という著名な企業が、数十年にわたって大口保有株主をめぐる虚偽の情報を開示して上場廃止となったというのは記憶に新しいところであります。

そもそも企業におきましては、営業上のノウハウや資金繰りなど、いわゆる企業秘密に属するような情報もありますし、顧客に関する個人情報というのも蓄積しております。これらの情報は当然公開されるような性質のものではございません。同時に、考えねばならないことは、開示にかかるコストでございます。また、紛争となった場合の訴訟上の利益も当然考慮されねばなりません。

しかし、一方で、このような制約はありますが、公開企業におきましては、株主等だけでなく、潜在的な投資家に対して、投資意思決定を適正ならしめるためには、会計上の情報を中心に、必要な情報を開示しなければならないという要請があるわけであります。

この点に関しまして、有名なアメリカのブランドイス（Brandeis）判事は、「日光は最良の消毒薬である」という言葉を残されております。いずれにしても、企業情報開示というものは、発行者と投資家サイドの利害調整の対立であろうと考えますし、特に公開企業に関しましては、どのような内容の情報を、どの程度、どのような方法で、いつ開示するかということが重要であります。

1 番目として、2004 年 6 月に E D I N E T の義務化、続いて対象情報が拡大して、きょうの話の中心ですが、本年（2005 年）の 4 月 1 日から課徴金が導入される。続きまして、昨年（2004 年）の 12 月 1 日から民事責任に関する改正

も行われた。同じく目論見書制度の見直し、そして適時開示に関する宣誓書を、東証では1月1日付で規則が改正された。続きまして、会計士のなれ合い防止に関する内閣府令の改正、及び内閣府令では、コーポレート・ガバナンスにかかる情報の開示、そして今法案提出ということで、有価証券届出書開示情報、英文による情報開示等々の改正が行われた。

続きまして、この辺は区別が非常にあいまいですが、現在検討中の改正ということで、委員の先生方の前で大変恐縮ですけれども、継続開示への課徴金の導入はどうか。あとは有価証券報告書等内容が適正であることの誓約書の義務付けの必要があるかどうか。会計士による監査基準の明確化、内部統制に関する監査報告書について、あとは、これは私見ですが、適切な情報開示をするために、内部統制を構築する義務があるのかどうか。そして、民事訴訟における損害の立証責任、証取法21条の2というものが一般化できるのかどうか。あとは大量保有報告書、これはご承知のライブドアの事件で出てきたのですけれども、この改正の必要があるかどうか。適時開示に関して課徴金というのは、理論的に可能なのかどうか。そしてクラスアクションを導入すべきなのかどうかというように、関連諸法令をその報告が決まってから集めただけでも相当な分量があるということで、大変な改正状況であります。

そこで、今見た近時のディスクロージャーに関する制度改正を、失敗を恐れず、大ざっぱに2種類に分けますと、1つは、開示方法の改良、もう1つは、開示情報の拡大ではなかろうかと考えております。

前段については、先ほど申し上げたように、EDINET及び適時開示に関しまして、TDNETと呼ばれる方法で、オンラインでいつでも見られるようになっている。もう1つは、開示情報の拡大ということで、例えばリスクに関する情報とか、MD&Aと呼ばれる「経営者による財務・経営成績の分析」及び「コーポレート・ガバナンスに関する情報」の3項目について、新たに開示が義務付けられた。また、先ほど申し上げましたように、正確な決算内容の経営者による宣誓、課徴金の導入、及び内部統制に関する開示情

報の充実等が挙げられるということでもあります。また、法案提出の内容ですが、これも親会社の情報開示に関しても、緊急に改正の必要性が指摘されたというのは、先生方よくご存じのとおりだと思います。

また、つい最近ですが、いわゆるライブドア事件において、村上ファンドと呼ばれるファンドが、大量保有の報告書をいつ開示するかということで、大量保有報告書の改革も議論になっているということでございます。このように、新しい問題が起きますと、いろいろ検討すべき問題がまた現われてくるということでございます。

問題は、きょうの報告の中心の論点は、企業情報開示の実効性をどのように確保するかということで、課徴金、宣誓書ということですが、そのほかに民事的な損害賠償請求というものも考えていきたいと考えております。

例を挙げますと、西武鉄道事件で、株主による損害賠償訴訟が提起されたことと、年金基金、機関投資家は、西武に対し賠償を提訴すると報じられております。これに関して改正法を使ったのか使わないのかということも含めて、後から検討させていただきたいと思います。

ごくごく大ざっぱな整理ですが、同僚の行政法学者によりますと、行政法上のエンフォースメントというのは、行政が出した法令規則の実効性を確保するために、例えば課徴金等を課すということだそうです。

しかしながら、本報告では、例えば虚偽の情報を開示したことによって、投資家が損害をこうむった場合に、損害賠償請求をする。これもアメリカ法の考え方によると、シビル・ペナルティーということで、実効性確保の大きな手段の1つであるとされる立場もあるそうですが、基本的に、私はその立場に立って今回報告させていただきます。ですから、課徴金というものの目的、もしくは損害賠償という目的は、あくまでも発行者から投資家に対して、このような媒体を経由して開示される情報の内容、方法、時期、こういうものの実効性確保ということであり、ひょっとすると、先生方のお考えになっているような実効性の確保という観点から少し違うかもしれませんが、本日の報告では、課徴金及び損害賠償もあわせて報告させていただきたいと思い

ます。

2. 開示対象情報の拡大

(1) E D I N E Tによる情報開示と開示情報の拡大

続きまして、2番目に「開示対象情報の拡大」ということで、1番目として、「E D I N E Tによる情報開示と開示情報の拡大」であります。

有価証券の募集もしくは売出しを行う際には、発行者は有価証券届出書を提出するが、従来、有価証券届出書は、管轄財務局長に対し、紙面で提出されてきたということであります。

しかし、2004年6月から、財務局の運営するE D I N E T (Electronic Disclosure for Investor's NETwork) による電子ファイルが強制的に実施された。E D I N E Tのサイトで公衆の縦覧に供されております。当然のことですけれども、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書等も、E D I N E Tで縦覧が可能であります。

一方、外国会社ですが、これも同じく有価証券報告書に関し、企業開示内閣府令15条1項にいう8号様式というものに従って作成されるということであります。このように、中心的な情報というのは、発行会社の財務諸表、財務書類の開示ということですが、特に外国企業に関しましては、会計監査制度の違いが非常に大きくなっている。

外国会社に対しても、いわゆる財務諸表規則が適用される結果、国際会計基準を採用している会社に対しても、日本型G A A Pに従って開示するのかどうかということが大きな論点とされているそうですが、この場では、非常に大きな論点過ぎて扱い切れないということで、割愛させていただきたいと思います。

15年3月期改正による有価証券届出書第2部、及び、有価証券報告書第1部の2の「事業の状況」におきまして、「経営者による財務・経営成績の分析(MD & A)」が、第7項として新設されたということであります。これは、ご承知のように、アメリカで一般的な「財政状態及び経営成績に關す

る経営者の討議と分析（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation）」というものを我が国にも導入されたものといわれております。

MD & Aは、財政状態及び経営成績を経営者自身が要約して分析する。それをみずからの言葉で責任を持って業績を分析することであるというように説明されております。

実際に有価証券報告書を見ると、例えば今話題のライブドアでは、キャッシュフローの分析は、そこでは業績等の概要の中にキャッシュフローの状況に記載していますということで、ほかのところを見てくださいということで、具体的には書いていないので、この点に着目しますと、改めてMD & Aを設ける必要があるかどうかということも疑問があるというのが実務家からの声であります。

この点、特に経営者の分析がなく、しかも今後の見通しといった情報がないという指摘があります。この点諸外国では、将来事項の記述（Forward Looking Statement）ということが書かれることが多いということで、その観点からしますと、我が国のMD & Aというのは物足りないといえるかもしれません。

ただ、この場合に、もし仮に将来事項の記述に関し、断定的な判断を提供したという場合、これは当然見通しが外れた場合には、証券取引法 18 条もしくは 22 条に従って責任を負担しなければならないということがありますから、当然これは簡単にはいえないということであります。例えば、アメリカ法ですと、セーフ・ハーバー・ルール（Safe Harbour Rule）というのがありまして、合理的根拠に基づく将来事項の記述は、たとえ見通しが異なっても免責されるというルールがあるといわれておりまして、さすがにもう少し改善の余地があるのではないかと思います。

（２）内部統制システム（ガバナンス情報）の開示

続きまして、「内部統制システム（ガバナンス情報）の開示」ということで、

次に進みたいと思います。続いて、「コーポレート・ガバナンスに関する情報」は、有価証券届出書第2部もしくは有価証券報告書第1部第4の「提出会社の状況」というものについて公表される。

これについても、例えばライブドアのコーポレート・ガバナンスに関する考え方ということを見ますと、『インターネットを通じた様々なサービスを提供し企業価値を高める』という経営方針を実現するために、経営上の組織体制や仕組みの整備、必要な施策の実施を経営上の重要な課題と位置付けています。このため当社は、急速に拡大する事業に対応し、且つ、効率的な経営管理を行うために、適宜組織の変更を行っています。これにより各事業について利益に対する責任と権限が明確化され、より機動的な事業展開と収益の追求が行える体制となっています。」ということで、具体的な記述は余りないということです。

このようにコーポレート・ガバナンスに関する情報は、非常に広範な内容を含んでおりますけれども、まだ実務ではこういった内容を公表しなければならないというような理解が完全には浸透してないのかなという感じがしております。

金融庁は、金融審議会の答申「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応について」において、その際、内部統制システムに関して、企業の財務報告にかかる内部統制を経営者が評価し、公認会計士が監査する仕組みを検討中であるということを報告したということであります。

後からアメリカ法の検討をいたしますが、これを構築する義務というのは非常に厳しい義務ですけれども、まだ検討段階であって具体的な実現には至ってない。この点、指摘させていただきたいと思います。

次に、アメリカ法ですけれども、そもそもアメリカで内部統制が開示すべき企業情報として認識されたきっかけというのは、ご承知のように、1992年に元S E Cの議長であったトレッドウェイ（Treadway）氏が組織したトレッドウェイ委員会（The Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission）、略称C O S Oですが、これが公表しました「内部

統制の統合的フレームワーク（Internal Control – Integrated Framework）」というものの影響が大きいとされております。

それによりますと、内部統制というのは、第1番目、業務の有効性と効率性、2番目、財務報告（Financial Reporting）の信頼性、3番目、適用され得る法令及び規則の遵守という3種類の目的に関し、その達成に合理的な保証を提供することを意図したその事業体に属する経営者並びに取締役等により遂行されるプロセスという考え方をしているということです。

しかし、その後、内部統制システムをリスクマネジメントの観点から理解するという実務からの要求が強まりましたので、2004年に「企業リスクマネジメント－統合的フレームワーク（Enterprise Risk Management – Integrated Framework）」という改訂版というのか、全く新しくもないのですけれども、内部統制に関する新しい報告書が出された。インターネットで概要が公開されております。

これによりますと、内部統制というのは、5つの構成要素、すなわち、①「統制環境」、これは会社の経営理念とか、倫理規定、人事制度等、②「リスク評価」、リスクの分析及び基礎的な管理体系、③「情報伝達」、会社の構成員に必要な情報が適時に伝達されるか、④「統制活動」、経営者の指示が具体的にどのように伝達されるか、⑤「監視活動」、内部統制の実施状況の監視の5段階に分けて議論を進めているということであります。

その後、ご承知のように、エンロン事件に代表されます会計上の不正処理というものが発生をしまして、2002年にサーベンス・オクスレー法（企業改革法）が制定されて、その中で、経営者による内部統制の評価報告書の作成と、独立監査人による監査が義務付けられたということであります。

サーベンス・オクスレー法 404 条は、年次報告書に内部統制報告書をあわせて報告するルールをSECに定めるように規定をしてあった。そこでそれを受けまして、SECは、サーベンス・オクスレー法 404 条を補足する規則を最終的に採用しまして、3つの重要な段階を決定した。

1 番目に、サーベンス・オクスレー法 302 条と境界がないような方法で

404 条と統合した。2 番目に、証券取引所法第 13 条（b）（2）（B）項がいう内部会計システム（Internal Accounting Controls）の基準を超えて、内部統制体系（Internal Control Structure）というものを義務付けたということであります。3 番目に、SEC はすべての公開会社に対して、適切で、かつ評価されている統制フレームワークの採用を要求した。そのフレームワークの代表例が、先ほど申し上げましたように、この COSO のフレームワークといわれております。

具体的には、（1）、経営者は、責任を持って、適切な内部統制システム及び財務報告手続を構築して維持すること、（2）として、内部統制報告書が包含しなければならない事項は、発行者の最新の事業年度における内部統制システムの効率性、及び発行者の会計監査手続の評価ということであります。これらの規定は、具体的に SEC の規則によって補足されます。

（1）として、一部の投資会社を除いて、財務諸表に内部統制報告書を包含しなければならない。（2）としまして、一部の投資会社を除いて、公開会社の主要な経営執行者を含む経営者は、毎会計年度末に、財務報告にかかる当該企業の内部統制の効率性に関する評価を行わなければならない。その内容に関しては、経営陣の宣誓書、フレームワークの特定、そしてもし弱点（material weakness）があった場合に、それに対する特定経営者の評価及び監査人が発行した経営者の評価に関する評価レポートを含むとされております。このように、アメリカではサーベンス・オクスレー法によりまして、内部統制報告書の提出が義務化されつつあって、監査人の役割が非常に大きくなったといわれております。

これは新聞記事ですが、アメリカの大手会計事務所であるデトロイト・トウシュ・トーマツの会長によりますと、サーベンス・オクスレー法以後、経営者は企業統治や内部統制を真剣に考えるようになって、その結果、顧客企業からの収入は 4 割ふえたという新聞記事が載っておりました。このことは、それだけ企業の負担が大きくなったことを意味すると思います。

ただし、会計士による監査はどうかというと、これも残念ながら強制力は

ないので、すべての不正を発見するのは困難であるという指摘もあるところでもあります。ですから、監査のみに負担をかけるというのも妥当ではない。それよりも重要なのは、内部統制システムの構築及びそれにかかる費用といわれています。

また、金融庁によりますと、平成 17 年 3 月期以降、ディスクロージャーに関する内閣府令を改正して、コーポレート・ガバナンスに関する開示の充実を図る。このように、コーポレート・ガバナンスに関する情報開示は、開示強化というのが趨勢であろうと思いますが、一方で費用が過大になることは避けなければならないと思います。

したがって、E D I N E T の言語を、例えば非 html 化するということがもいわれているそうでございますけれども、アメリカであったように、財務報告にかかる内部統制の有効性を評価した内部統制報告書の作成を経営者に義務付け、公認会計士による検証を受けることとすべきかどうか。さらに内容に関しても、内部統制に関して、アメリカ型のフレームワークを導入すべきかどうか。この点は考えてみる必要があると思います。

3. 実効性確保の課題

(1) 課徴金に関する法改正

続きまして、「実効性確保の課題」ということで、課徴金に関する法改正というところに進みたいと思います。

証券取引分野における市場監視機能の強化を目的として、平成 16 年証券取引法改正によりまして、不公正取引（インサイダー、相場操縦、風説の流布・偽計）と並んで、新規発行時の届出（有価証券届出書の虚偽記載）に対しまして、課徴金を科す改正が行われました。4 月 1 日付施行です。

つまり、重要な事項に関しまして、虚偽の記載がある開示書類を提出した発行者が、当該開示書類に基づいて、募集、売出しを行った場合に、課徴金納付命令の対象となるとされております。また、当該発行者の役員、代理人、使用人その他の従業者で、虚偽の記載があることを知りながら、開示書類の

提出に関与して、自己の所有する有価証券の売出しを行った場合も同様であるとされておりま

す。課徴金の額ですが、虚偽記載によって、それが無い場合に比べて増加した資金調達額といわれておりまして、具体的には、会社の株価変動率のデータを踏まえて、募集、売出し額の1%、株式の場合には2%とされているのであります。さらに手続的に重要なことは、課徴金納付命令に先立って行政審判を経るということでありま

す。仮に発行会社が不満を持つ場合であっても、異議申立て等、不服申立てはできないということが特徴的であるといわれております。

この場合、審判官は、審判手続を経て決定案を作成して、内閣総理大臣（これは金融庁長官ですが）は、決定案に基づいて、違反事実があると認められるときは、課徴金の納付を命ずる決定を行うということでありま

す。この場合、もし仮にこの課徴金納付命令について不服がある場合には、名あて人は行政事件訴訟法によって裁判手続で争うということでありま

しかしながら、課題といたしましては、今回は有価証券報告書等の継続開示に関する課徴金というのは導入されなかったということであります。これも立法担当者によりますと、発行開示の場合には、虚偽記載によって発行会社に帰属する資金調達額が増加するが、継続開示の場合には、会社のメリットを定量的に説明することが困難であるからというのが理由とされております。

そこで、アメリカ法を多少見て、ドイツ法を検討させていただきたいのですが、アメリカでは、このような場合に、付随的救済による不正の利益の吐き出し（disgorgement）ということを認めるだけでなく、得た利益の最大3倍までの提供を認める民事制裁（civil penalty）の制度があるとされております。しかし、この場合に、多くの場合、SECは独自で制裁金を科すということよりは、取引所法21（c）条によって、民事裁判手続によって民事制裁金を科すことが特徴だとされております。

アメリカでは、「継続開示書類における不実開示に対しまして、真実を確保する最大の手段は、民事責任追及だと考えられている」ということで、この点で、民事責任追及というのは、エンフォースメントの手段になるのかなということは最初に申し上げさせていただきましたとおりであります。

このように、アメリカでは、司法手続による司法的な執行を基軸に、行政委員会が行政命令（cease and desist order）を下すシステムが融合されているのが特徴だというように行政法ではいわれているということでもあります。

一方、ドイツでは、ご承知のようにドイツ証券取引所は、2002年3月末をもってノイアマルクト（Neur Markt）という市場が閉鎖されたということでもあります。この原因は、企業情報開示の不信が大きいのではないかとこのようにいわれていて、さらに多くの個人投資家が損失をこうむったということが指摘されております。その後、2003年1月1日付で、ご承知のように、プライムスタンダードとゲネラルスタンダードという2本立てに改めたということでもあります。

その後、前回、神作先生からもご説明がありましたように、2004 年、投資家保護改善法（Anlegerschutzverbesserungsgesetz：AnSVG）によりまして、適時開示に関する法律が大幅に改正されまして、開示方式のような実務に重要な規定は、しかし、法規命令のままで変更されなかった。これまでドイツ法では、証券取引法 15 条にいう適時開示に関する義務を持つ事実と、同じく 13 条 1 項の意味におけるインサイダー情報に関連する事実とに区別されてまいりましたけれども、それを新しく 15 条に統一をしまして、基本的にドイツの証券取引法 15 条 1 項に従って、すべてのインサイダー情報に関連する事実を適時開示情報とするのだということがいわれております。

このように立法者は、適時開示情報の中にインサイダー情報の伝達禁止を埋め込んで、基本的にインサイダー法にいう過失を避けるために、インサイダー情報は原則として遅滞なく開示されねばならないというようにされたとしております。

ドイツ証券取引法 39 条に従いますと、秩序罰に対する過料が科せられるということでもあります。それによりますと、従前は過料は過失責任でしたけれども、現在では無過失責任である。第 4 項は、秩序違反に対しまして、本条 1 項 1 号等々の違反は 100 万ユーロ、本条第 1 項 3 号等々の違反の場合には 20 万ユーロ以下の過料、それ以外の場合には 10 万ユーロもしくは 50 万ユーロの過料が科せられるということでございます。この場合、行政秩序罰違反ということですから、司法手続を経ることなく、過料を科すことができるということで、この点も専門家の神作先生の前で恐縮ですけれども、ドイツ法は伝統的に、行政上の義務を行政的に執行するという行政強制モデルが整備されているとされるということでもあります。

そこで、日本法に戻りますと、今回の西武鉄道事件でも明らかなように、継続開示義務違反の場合でも、投資家に損害が生じ得るとされております。ですから、やはり継続開示義務違反についても、答申どおり課徴金制度の対象とすべきではなかろうかと思われます。ただ、この反対は、これも新聞情報ですけれども、課徴金の額の算定についてあいまいな部分があるという法

務省の危惧があると出ていましたけれども、当然このような危惧を払拭するような法案が必要であると思われます。

1つ問題かなと個人的に思いますのは、適時開示の場合の虚偽開示ということかと思えます。これはご承知のように、証券取引所で課せられる義務ですから、そっくりそのまま行政が課徴金を科すというのは、理論的には当然おかしいのですが、やはりこれが上場廃止という契約義務違反ということで、ペナルティーが科されますけれども、果たしてそれだけでいいのかということも問題であります。

これに関しまして、ドイツでは、規制当局であります Bafin と呼ばれていますけれども、これが直接適時開示義務違反を規制しますが、我が国では、取引所政策である点が異なるため、適時開示に関して課徴金を科すかどうかという議論は、やはりこれは次元が異なると思うわけであります。

早大の上村教授によりますと、この点、適時開示義務違反についても、偽計取引規定（証券取引法 158 条）を用いて課徴金を認めるべきであるというようにされます。しかしながら、私企業であります証券取引所と発行者の間に結んだ契約という観点からは、少し検討の余地があるのかなと考えております。もちろんですけれども、適時開示情報の重要性というのは、疑う余地がないということでもあります。

（２）取引所法による誓約義務

続きまして、誓約義務ということに話を移させていただきたいと思えます。これも東京証券取引所の話で恐縮ですけれども、2005 年 1 月から、東証は、会社情報に対する信頼性確保のために、上場有価証券の発行者に対し、その代表者等による適時開示にかかる宣誓書、及び有価証券報告書等の適正性にかかる確認書の提出を求めたということでもあります。

特に上場有価証券の発行者に対しまして、有価証券報告書または半期報告書について、当該上場有価証券の発行者である代表者が、不実の記載がないと認識している旨、及びその理由を記した書面（「確認書」という）の提出

を求めて、公衆の縦覧に供することにした。また、上場有価証券の発行者は、有価証券報告書等を内閣総理大臣に提出した後、遅滞なくその確認書を東証に提出しなければならないということであります。

これも新聞報道によりますと、対象企業 2300 社のうち、2 月末でほぼ 2250 社から提出がなされて、ほぼ全社から提出される見通しとなったということであります。これはほとんどすべての会社が提出したということでもあります。なお、形式的な書面の提出だけでは不十分ということで、体制の整備状況を添付書類で説明するように求めています。

東証は、宣誓事項について重大な違反を行った場合には、上場廃止という厳しい姿勢を示すということで、株式市場の信頼回復を目指しているとホームページには記載されておりました。

ただ、この場合も、先ほど申し上げましたように、宣誓を義務で課しているのが証券取引所ということで、これは契約先ということですから、行政が行うような課徴金というペナルティーは当然、科すことができないということでもあります。問題としては、その内容の検査体制をどうするのかということ、形式的に出せばいいのかということ、これが非常に大きな問題であるとされております。

次に、アメリカの方を見ていきますと、サーベンス・オクスレー法の 302 条、及び S E C の規則によりますと、経営者に年次報告書における開示が適正である旨の宣誓を義務付けるとともに、さらに財務報告において内部統制が有効であることを宣言する内部統制報告書の作成を義務付けて、さらにその報告書には公認会計士による検証が必要であるとされております。

具体的には、同法 302 条は、公開企業の C E O 及び C F O に対して、すべての S E C から要請された財務報告を含むすべての定期報告書を認証するようにというように求めているということです。この場合、その証明というのは、財務諸表及び報告に含まれる情報開示の適正さをも含んで、その情報開示は発行者の営業及び財務状況を適正に反映しなければならないということでもあります。

もう少し具体的にその規則を見ていきますと、基本原則ですけれども、①役員自身が報告を調査すること、②当該報告書は、虚偽もしくは紛らわしい記述を含まないこと、③財務諸表その他の財務的な情報は正確に発行者の財務状況と事業結果を反映していること、そして④当該役員は、内部統制システムを構築して維持する責任を負うと記載されています。

もしそれに違反した場合には、サーベンス・オクスレー法の 906 条で、これは刑法典を改正しており、署名した CEO らが、その証明が上記の要請に適合していないことを知りながら証明した場合には、100 万ドル以下の罰金もしくは 10 年以下の懲役またはその併科で、故意に同様の行為をした場合には、500 万ドル以下の罰金もしくは 20 年以下の懲役またはその併科ということで、非常に厳しい罰則があるというのは先生方ご承知のとおりかと思います。

このようにアメリカでは、サーベンス・オクスレー法 302 条及びその関連規則によって、経営者に年次報告における開示が適正である旨の宣誓を義務付けて、財務報告において内部統制が有効であることを宣言する内部統制報告書を作成して、またそう判断した証拠も提出する。さらに、その報告書には公認会計士による検証が必要とし、経営者がそれらの情報を、同条は署名をした CEO らが、その証明が上記要請に適合していないことを知りながら証明した場合には、100 万ドル以下等々の罰則があるということでございます。

次に、その課題ですけれども、まず 1 番目として、我が国でも、今は上場規則で課されている誓約義務というのを法令で課して、違反者には刑事責任を問うべきかという疑問があります。

この点に関しまして、コロンビア大学のカーティス・ミルハウプト教授によりますと、我が国では、会社法の制定を契機に法規の任意法規化を進め、授權主義に向かっているとされていますが、アメリカでは、サーベンス・オクスレー法以後、強行法規が増加していると評価されているということであり、この点、やはり我が国では、法律、罰則で強制するよりは、公開企

業に対して上場規則等で義務を規定し、その義務に違反した場合には、発行者が上場廃止という市場におけるペナルティーを受ける方が、我が国の法令上、ふさわしいのではないかと思います。

当然ですけれども、この場合に、もしペナルティーを受けた場合には上場廃止ということですから、これはご承知のように、後に述べる個人責任を負担したり、もしくは株主代表訴訟で個人責任を追及されるという可能性が当然出てくるということでございます。

今お話をしたように、上場規則等で誓約義務を課すべきかということに関しては、やはり我が国では、契約上の義務でよろしいのではないかというのが個人的な考えであります。さらに誓約義務の中には、内部統制の構築及び会計士の監査まで要求するのかどうかということでもあります。これは非常に重い負担でありまして、安易に私のような者が結論を出すべきものではないということは認識しておりますが、一般的にやはり例えば情報開示委員会のような、情報開示に関する内部統制を整備して、その整備に関して会計士の監査を受けるというようにした方が、市場の評価は高まるという観点からは、やはりこれはある程度必要なのではないか。

その理由は、違法な状況を見逃して、適法というように開示した場合に、違法であるというように情報開示するだけでは、これは、そのことを改めるだけでは、根本的な解決ではない。なぜ違法な状態を見逃して情報を開示するという決断をするに至ったのか。またその状態を是正すること自体がより根本的な問題かなと考えまして、やはりこの点は企業側としては考えるべきではないのかと考えます。

4. 不実開示と民事責任

(1) 改正証券取引法による不実開示と因果関係・立証責任

続きまして、4番目に「不実開示と民事責任」ということで、まず1番目として、「改正証券取引法による不実開示と因果関係及び立証責任」という点に話を進めさせていただきたいと思います。

証券取引法は従来、例えば不実の目論見書の使用者責任を定めた17条、続きまして、不実の有価証券届出書の届出者の責任を定めた18条ないし20条、3番目として、同じく不実届出書関係者の発行市場における責任が21条等々、非常に詳細に記載がなされてきたということでもあります。しかしながら、これまでこれらの規定はほとんど使われることがなかったということでもあります。

それに関して、この理由は、そもそも不実開示自体が発見されにくいこと、2番目として、原告による損害額及び因果関係の立証は困難であること、我が国ではクラスアクション等がないことというように理由が指摘されているということでございます。

そこで、平成15年12月の金融審議会の報告を受けまして、今回、証券取引法21条の2というものが新設されたということでもあります。具体的には、通常民法709条にいう損害というのは、加害行為がなかった場合の財産状態と、現実の財産状態の差額と考える。それに対して証券取引法21条の2は、当該情報の公表前1カ月間の市場価格の平均額から、公表後1カ月間の市場価格の平均額の差額としまして、取得者側で不実開示がなかった場合の証券の想定価額を算出することなしに、平均した下落額イコール損害額ということで、この場合、取得者の立証の負担を軽減したとされております。

また、因果関係に関しましても、証券取引法21条の2第4項で、損害が当該有価証券の値下がり以外の理由によって生じたことを賠償義務者が立証した場合には免責されるということで、これは立証責任が転換されているということがいわれております。

もしこの場合、被告といいますか、その賠償を求められた者が立証に失敗した場合でも、21条の2第5項は、被告による損害額の立証が性質上極めて困難な場合には、裁判官の裁量により減額ができると規定されております。

また、発行開示及び継続開示以外の適時開示は、民事責任追及の対象にならないか。及び証券取引法21条の2でいう損害額の算出方法及び因果関係の立証責任の転換という法理は、一般法化されないのか。もしくは24条の

4で個人責任を追及されて、損害は「平均値立証責任は転換」と考えることができるかというような問題点がまだ残るとされております。

恐らくその理由だと思いますけれども、新聞記事によりますと、この場合の請求の根拠は、証券取引法上の虚偽記載と民法上の不法行為ということで、証券取引法に基づいて賠償を提訴したのではないようです。

なお、立証の点ですが、発行開示に関して、先ほど申し上げましたように、今後は課徴金制度が導入されるということですので、不実開示の審判手続において、被害者は利害関係人ということで、その事件記録を閲覧したり謄写して、民事訴訟における証拠とすることもできて、負担が軽減されることにもなろうというように立法担当者からは指摘されております。

(2) ドイツの証券取引法改正と取締役の責任

続きまして「ドイツの証券取引法改正と取締役の責任」というところでございますが、先ほど申し上げましたように、ドイツでは企業情報の適時開示に関して、特にインサイダー取引禁止、投資家保護の観点から、監視が強化されてきたところでございます。虚偽の届け出をしたことについて、株式会社の取締役の個人責任について問題となったインフォマテック株式会社事件（Infomatec AG）というものを少し見ていきたいと思っております。これは2004年7月19日にBGH（Bundesgerichtshof）で出された判決ということであります。

事実関係ですが、原告は、インフォマテック社の適時開示情報における虚偽記載（unzutreffende Angaben）に基づいて、その間に価値がなくなった（wertlos）株式を取得した株主であります。被告である取締役らに対して、損害賠償請求を提起した。被告は、インフォマテック社の取締役会議長（Vorstandsvorsitzender）、及び副議長、並びに民事訴訟法240条によって、2001年7月1日判決で破産して、控訴中に被告ではなくなりましたけれども、会社自身というものが被告とされました。

インフォマテック社の株式は、1998年7月、ノイアーマルクトに27.1ユー

ロで上場しまして、その後、急激に上昇して、1999年2月には318ユーロという最高値をつけた。その後、1999年8月には、1：5の比率で株式分割を行って、分割後、51ユーロという高値をつけた。その間、同社は、1999年5月20日、9月13日、11月16日に適時開示情報を開示したのですが、しかし、その中で、一番重要な情報の1つでありますインターネット関連の Mobil Com 社（Mobil Com）が保有する J N T ライセンスの使用料をめぐり情報等を正確に開示しなかった。J N T ライセンスというのを調べたのですけれども、よくわからなかったのですが、そのような情報を適時に開示しなかった。そのため、その後、株価が下落して、最終的には破綻をしたということですので、株主が、平均株価を40ユーロとして、被告に損害賠償を請求したという事件といわれております。

B G H は、次のように判示しております。適時開示に基づく届出は、これは、資本市場法にいう目論見書責任（kapitalmarktrechtlichen Prospekthaftungsgrundsätze）に生じさせる目論見書には当たらない。2番目として、証券取引法15条及び証券取引所法88条は、ドイツ民法典823条第2項にいう民事責任規定ではない。3番目として、取締役会の構成員は、重要な情報及び虚偽の適時開示された届出は、投資家の売買決定に関して必要な情報であるとしたのですが、最終的には、その理由は、適時に開示する義務がある事実が相場に与える影響について、その状況判断が投資決定にとって非常に重要であるとしたわけであります。

しかし、結論的には、適時開示義務違反というものが、証券取引法及び証券取引所法上、直接には取締役に民事責任を生ぜしめるものではないと判示しております。

その後、前にも少しご説明いたしましたように、第4次資本市場振興法及び2004年投資家保護改善法によりまして、証券取引法が改正されまして、37b条及び37c条を新設、改正して、同時に15条の届出義務を内部者情報（Insiderinformationen）というように再構成して、その公表届出義務と内容に関する規定も調整をしたといわれております。また損害賠償責任規定

も設けられたということでもあります。

この場合に、上場有価証券の発行者は、2002年7月1日以降、投資家に対し、市場に対して重要な情報（kursrelevante Tatsachen）を遅滞なく公表する義務に違反した場合には、損害賠償請求を負う責任を負担しなければならないとし、37 b条は、「内部者情報を遅滞なく開示しなかったことに対する損害賠償義務」、37 c条は、「虚偽の内部者情報を開示したことに対する損害賠償義務」について、それぞれ法定をした。その請求権のもとには、取引所法 44 f 条に規定する上場目論見書責任（Börsenprospekthaftung）、及び有価証券取引及び引受法（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz）第12条に規定する提出された基礎資料（Angebotsunterlage）の開示責任、及び提出された有価証券取扱会社の基礎資料における金融業務の正確性に関する責任を補足するとされた。

その後、前回の神作先生のご報告にもございましたように、投資家保護改善法というものが決議されまして、その結果、同法は、企業統合（Integrität）及び取消権の現代化に関する法律（UMAG）等も改正されました。

特に重要なのは、先回もございましたように、灰色資本市場（grauer Kapitalmarkt）において、販売目論見諸法の中に、目論見書責任（Prospekthaftung）を規定したことでありまして、神作先生はこのことによって、証券市場を通さない有価証券取引において、包括的な投資家保護法への第1歩が踏み出されたというように評価されるべきであるとされております。

（3）証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任

続きまして、（3）ですが、「証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任」ということで、また日本に話を戻しまして、証券取引法以外の一般法とされます民法 709 条や商法 266 条の 3 などの法律に基づきまして、投資家の責任追及は可能かどうかということも考えてみたいと思います。先ほど

の西武の事件でも民法 709 条ということでございました。

これを幾つかに分類して考えますと、まず①証券取引法の不実開示責任規定が適用されない場合、②不実開示責任が適用されますけれども、投資家がそれ以上の救済を求める場合、③発行体としての会社が課徴金や損害賠償責任を負担した場合に、果たして役員等に転嫁することが可能かどうかということに分類して、少し具体的に見ていきたいと思います。

まず①として、証券取引法の不実開示責任規定が適用されない場合としては、まず第 1 に、1) 証取法の不実開示責任の対象でない書類の不開示、(i) 証券取引法上提出が規定されているが対象ではない書類、(ii) 発行会社自体の I R、(iii) 企業合併時の情報が虚偽の場合、(iv) 取引所契約における不開示というものがあると思われます。

第 2 に、②証券取引法上、原告に該当しないような投資家、(i) 例えば売却した場合、(ii) 買収を断念した場合というものも含まれるかということが、指摘されます。

1) の類型に関し具体的に見ていきますと、(i) として、例えば有価証券届出書の定義の中には添付書類が含まれておりますが、有価証券報告書及び半期報告書の添付書類は、不実開示責任の対象とはならないということでございますので、例えばここで問題となるのは、代表者による有価証券報告書の記載内容の適正性の宣誓書を提出する場合に、その宣誓書というのは、これは規制の対象外ということになるかと思われます。

そうすると、投資家は、その宣誓書が提出されておりますので、適切な内部統制に基づいて監査していたと信じて、当該会社の株式等を購入した場合というのが例として挙げられると思われます。また、臨時報告書の虚偽記載や、場合によっては開示義務が発生する場合の不開示なども、不作為不法行為を構成するのではないかと思われます。

続きまして、(ii) として、企業がホームページ等で自社の I R を公開している場合に、その中で不実開示が行われた場合にどうなるか考えてみたいと思います。特に積極的に会社みずからが不実開示を行った場合、これは不

法行為が構成されるのではないかと思います。

しかしながら、例えば企業が自社のホームページ等での I R 活動の中で不実開示が行われた場合、積極的に不実開示を行った場合には、これは不法行為となる確率が高いのではないかとわれておりますけれども、例えば単なる風説のような根拠のない情報が市場に流布している場合はどうか。これは会社に訂正義務があるというように解するのは少し困難ではなかろうかと思われま

す。

(iii) といったしまして、企業合併、買収時の情報が虚偽の場合、例えば合併対象企業の財務状況や保有資産、合併比率や現金対価などが当初開示されていたものが虚偽または不開示となった場合に、取締役は株主だけでなく、商法 266 条の 3 による第三者責任も負担する必要があるかどうか問題になると思われます。また、この場合に、M & A に関する合併契約書の表明保証という問題、担保責任、これも問題になるのではないかと思います。

(iv) として、発行者が取引所の契約に違反して適時開示を怠っている場合、これが不法行為となるかどうかということであります。

上場株式は、非上場株式と比較しまして、厳格な上場審査だけでなく、適時開示及び適切な開示を維持するための方策、たとえばうわさが流布しているときに取引所からの照会とか、開示内容の訂正、会社情報公開前の事前説明、開示注意銘柄の公表、T D N E T 等による迅速、広範な情報伝達の仕組み等によって、有価証券としての価値が非常に格段に上がっていると思われま

す。

その場合に、投資家と発行会社の間に、直接の契約関係はありませんが、特に適時開示制度の場合には、発行会社と取引所との間の上場契約を基本として、発行会社から取引所に情報が提供されて、かかる情報は T D N E T などを通じて、直ちに一般投資家に提供されるということでございます。そのような情報提供が基本となって価格形成が行われるのではないかと思います。

例えば東京証券取引所ですと、適時開示規則というのは、法律によって規

定されて、変更には総理大臣の認可が必要であって、かつ変更命令の対象にもなるというところから、斉藤弁護士の意見によりますと、このように適時開示規則は、法令に準じた実質を持つと考えれば契約でありますけれども、一般的に適時開示義務に基づく開示義務を認めていいかどうかというのは、かなり積極的に考える立場があるといわれております。

そのように考えますと、もし仮に宣誓書、確認書を提出して、経営者がもしその情報が虚偽であった場合に、課徴金ということは科されない場合であっても、不法行為ということで、損害賠償責任を負担することはあり得るのではないかと思います。

続いて、2) 証取法上原告に該当しない投資家に関する訴訟類型ということで、先ほど申し上げましたように、厚生年金基金連合会の場合には、これは既に株式を市場で売却しているということになると、これは原告適格に当たらないと思われます。

しかしながら、この場合の問題は何かというと、例えば民法 709 条によりますと、検討してきましたような立証責任の転換とか、あとは損害額の推計というような法理の適用はないということでございますので、原告の負担が非常に重くなるのではないかと思います。

なお、この場合の有価証券売却後の原告適格性に関しては、ドイツ証券取引法 37 b 条第 1 項第 2 文及び 37 c 条第 1 項第 2 文では、この場合にも原告適格があるということが明文で認められております。

続きまして、例えば敵対的買収に関連して、法定開示だけでなく証券取引所における適時開示や IR などによって、会社自身がネガティブな虚偽の情報を公表した場合、これも民法 709 条により請求する事例に該当するのではないかという指摘があります。

この場合に、実際には買収しようと思っていた例えば企業がネガティブな情報が出て、そのことによって買収を断念した。では、この場合の損害は何なのかということが問題になるのではないかとされています。

続きまして、②として、投資家が証券取引法で規定されている以上の救済

を求めた場合にどうなるかということも考えてみていきたいと思いますけれども、この場合に、損害額などでそれ以上の賠償額を請求したり、例えば虚偽記載と無関係な理由で株価が上昇するなどした場合に、これは損害額というのが非常に低く算定される可能性がある。ですから、この場合には、あえて証券取引法 21 条の 2 を使わないで、一般則である民法 709 条を使うことも理論的にはあり得るのではないかということがいわれております。

最後に③として、不実開示に関連して、開示企業が課徴金や損害賠償責任を負担した場合に、266 条 1 項 5 号にいう法令違反として転嫁できるかどうかということですが、これに関しては非常に批判的な意見が多いとされております。

以上、検討いたしましたように、今回の証券取引法改正は、21 条の 2 の新設など、画期的な改正と評価されておりますけれども、残された問題が多いと思われます。しかしながら、実効性の確保という観点からは、発行会社の責任追及を容易にすることが、結果的に関係者の不実開示への抑制機能が働くのではないかと期待されているということで、今後、責任追及の規定の運用がなされることで、証券市場における適正な情報開示の実効性確保が期待されます。

5. 終わりに

最後に、近年ご承知のように、会社法と証券取引法は、我が国では基本的に規制緩和の方向に改正されてきたとされております。しかしながら、一般大衆を潜在的な投資家として資金調達を可能とするような資本市場におきましては、市場の監視機能の強化は、健全な資本市場の発展にとってはマイナス要因ではないと思われます。

このことは、見てきましたように、世界的なディスクロージャー不信を受けて、諸外国のディスクロージャー規制は規制強化の方向に向かっているということからも疑いがないのではないかと思います。

例えばその中では、ドイツのように新たに課徴金という制裁を科したり、

アメリカのように経営者の誓約書をとって、違反した場合には罰金や懲役を科すというものもございます。同時に、アメリカでは外部監査も強化して、内部統制システムの構築、維持義務を経営者に課しているといわれております。一方、ドイツでは、証券取引法が改正されて、経営者の民事責任を問うような改正も同時に行われているということでもあります。

一番初めに申し上げましたように、行政法的な定義と異なりまして、民事責任も実効性確保の手段に含めたいというのが本報告の立場であります。一方で、発行者の側に立ちますと、著しい人的及び費用の負担が増加するといわれております。そうすると、企業情報開示に対する法改正を考える際には、この両者の負担のバランスをとることが必要になるかと思われます。

そこで、これも非常に雑駁な図（レジュメ 21 頁）で大変恐縮ですが、例えば発行者があって、投資家に対して情報開示を行うということで、例えば E D I N E T 等で、金融庁が間接的にその仲介をするという場合に、申し上げましたように、例えば前々回の報告ですか、野村証券の例にもありましたように、フレームワークまで則って、内部統制をつくり変えるということになりますと、非常に大きな負担がかかるということでもあります。

そのほかに、いかに正確な情報を開示するかということでは、会計士の関与も非常に重要になってくるということでもあります。ただ、会計士の関与が、果たして結果として正確な情報を完全に主張したものかどうかは、かなり問題があるというのは、先ほど申し上げた点であります。

そこで、実効性の確保ということで考えますと、見てきましたように、課徴金及び民事責任規定の強化、また宣誓書というのを出される。我が国では上場廃止ということですが、アメリカでは、場合によっては、刑事責任も問うという形で、利益相反という言葉がいいかどうかは別ですが、やはり負担がふえるということは、発行者にとってはデメリットといえばデメリットと思われます。

一方で、投資家にとっては、例えば今までは財務局に行かなければ見えなかった有価証券報告書等々が、E D I N E T 等によってオンラインで見られ

るということ、そしてその内容が、必要なものがすぐに見られる。例えばこれに関して、大量保有報告書などは今後の検討課題かと思われます。そしてその時期、これも1カ月に1回かどうかということが問題になりましたけれども、この時期というのも非常に問題になると考えます。

そこで、最後に、もとの戻って一言つけ加えさせていただきますと、例えば内部統制に関しましては、トヨタ自動車は「情報開示委員会」、ソニーは「ディスクロージャー・コミッティー」などの専門知識を設置または設置を予定しているということであります。

松下電工は、新聞報道によりますと、ディスクロージャー委員会というのを設置するということですが、その中には、広報だけではなくて、法務部門も加わって、個人情報にも配慮した社内規定の整備をして、開示内容に法的な問題がないか、また開示内容は適切かどうかを決定するというようにされております。

これらは法令による強制という要素ではなくて、資本市場において投資資金を呼び込むために、投資家の要望に合わせるように、発行者自身が独自の情報開示強化策を打ち出したものであるといわれております。これら自発的な企業情報開示努力が、結果として企業価値の向上につながるのではないかと考えるわけであります。

以上、総合しますと、投資家を対象とする情報開示は、適切な内容の情報が、適当な方法で、速やかに開示されることというのが資本市場の生命線であり、このことなしには市場自体が成り立たないと思われます。やはり本質的に株価の変動に直接、間接的に影響を与えるような情報は、発行者の負担も考慮しながら、速やかに投資家に知れ渡るような方法で投資家に公表されるべきであると考えます。

先ほど申し上げましたように、例えば現状では、大量保有報告書のように、重要な情報であるが、月に1度しか公表されない。しかも、財務事務所に行かなければ見られないという場合には、特に地方の投資家にとっては好ましくないと思われます。

そう考えると、規制当局は、投資家の投資決定に必要な情報を適正な範囲で拡大して、その違反には課徴金を科したり、場合によっては民事訴訟による損害賠償責任を発行会社に課すための法令の整備によって、適正な情報開示のための実効性確保を目指すべきでありましょう。

江頭共同会長 ありがとうございます。情報開示をめぐる近時の問題につき、実効性確保の点を中心に、充実した資料に基づきご報告をいただきました。

討 議

江頭共同会長 それでは、山田さんの報告をもとにして、どうぞご意見、ご質問をお願いできればと思います。どの先生からでも、よろしく願います。

中東委員 最後の図でも出てきたのですが、内部統制の整備等で負担増があるのではないかということなのですが、これは現実問題としてどれぐらいのものなのかというのをお教えいただきたいのです。

と申し上げますのも、東証が出しているものだと、有報等の適正性に関する確認事項では、宣誓するときに理由を書かなければいけない。その理由の書きぶりとしては、要するに、そういうシステムができているから中身が担保されているはずだというのが例示的に挙がっているわけです。となると、実際上は、それぐらいの負担増は覚悟しているのが現状ではないかという気もするのですが、その点をお教えいただけませんか。

山田委員 これも私の推測ですけれども、先ほど申し上げたように、例えばニューヨーク証券取引所上場企業の野村証券ですと、報告資料から拝見するだけですけれども、課の数が10ぐらいふえて、文書の数が物すごくふえた。プロセスレベルの内部統制まで要求するとそのぐらいふえる。あと、監査法人の収入が4割上がったとの試算もあります。そういうことから類推するしかないのですけれども、もし仮にアメリカ並みに要求すると、非常なマンパワーの負担の増と、文書の数が増えることになると思います。

ただ、現状の、最後に申し上げたような情報開示委員会ということですが、正直なところ、どのような内容になるか、最低限このぐらいしなければいけないとかいうことが、義務事項としてまだ決まっていないと思いますので、中東先生がおっしゃったように、その点ではそんなに負担増ではないのかなと思われます。ただ、しっかり内部統制をして、そのためのシステムをつくるということまでいくとすると、これはかなりの負担ではなかろうかと思います。

永井オブザーバー（以下 OBS） 多分ここでおっしゃっているのは、サーベンス・オックスレーの 404 条の点をおっしゃっているので、302 条ではないような気がいたします。404 条は、外国会社については、当初は 2006 年 3 月期、ことしの 4 月から始まる期でそれを実行しろという話がありましたが、外国会社とアメリカの中小会社については、1 年延期をされております。

ただ、今、山田先生がおっしゃられたのは、我々が東証の宣誓に関して、適時開示に関する宣誓書を 1 月に提出していますけれども、そこには、少し書き過ぎかなと思うぐらい書いており、404 条に対応する内容で、結局、業務のマニュアル的な文書化が必要になるというところがあります。ただ文書をつくればいいというわけではありませんが、それに対するシステムの手当てですとか、それを監査法人がさらに、山田先生は検証という言葉を使われていますが、証明していくような話が必要になってきます。そのため、人的なものとはシステム開発に伴うもののコストが、かなりかかっているのは事実であります。

我々のところでも、システム開発で外部に支払うものだけでも多分 20 億円ぐらいのレベルになるのではないかと思いますし、ブリティッシュ・ペトロリアムがアメリカに上場していますが、かかっている費用は、彼らの計算では、大体 1 億ポンドとのことですから、200 億円ぐらいはそのためが必要とされていることになります。

ただ、これは誰のためにやっているのかというと、株主のためにやっているということだと思いますので、株主からすると、その分の利益が減るという

ことについて、どこまで認容するかという話で、配当に回す分がそれだけ減ってしまう、けれども、その分の公正性なり确实性を求めるのかという議論は、実はアメリカの国内でもかなりあって、アメリカがここまで要求するのであれば、アメリカでの上場をデリストしたいという会社ももちろん出てっていると聞いております。

どこまで求めるかによってコストに関係してくると思いますので、逆に、どこまで株主として、あるいは制度として課すことを求めているのかという点は、少し議論していただかないと、今アメリカで求めているものを、仮にそのまま日本に直輸入することになりますと、かなりコスト増になると思います。

アメリカの企業にとっては、マニュアル化が割と一般的になっている部分もありますけれども、マニュアル作成が常識になっていない部分が、日本や、多分ヨーロッパの会社でもあるわけです。特に大陸系のところはそうではないかと思います。私どもでもマニュアル化で何千ページとか1万ページを超えています。従来は、文書化しないでやれる文化が日本にはあったのを否定して、それを全部書くことを義務化するみたいな話に今はなっております。

川口委員 課徴金についてお伺いしたいのですが、今回課徴金が導入されましたものは、ディスクロージャーだけでなく、インサイダーにせよ、相場操縦にせよ、すべて刑事制裁が既に存在しているものです。課徴金が導入されたときには、刑事制裁だと非常に禁欲的にならざるを得ないので、効率的に規制ができるようにするためと説明されました。そういうことで導入されたのですが、でき上がりました条文を見てみますと、刑事制裁と課徴金と、対象の違反行為が同じであり、その構成要件も全く一緒なのですね。

そうした場合に、課徴金は課することができるけれども刑事制裁を科することができないというようなことがあり得るのでしょうか。すなわち、課徴金でいけるものは刑事制裁でいけるのではないのでしょうか。今回でき上がったものに関していうと、効果があるのかどうかちょっと疑問があるのですが、いかがでしょうか。

山田委員 これも行政法の方の議論ですけれども、今回の課徴金制度の創設は、行政だけで、事前の手續だけで課徴金を課すという決定をすることができるといっていますが、刑事制裁ですと、これは当然裁判を経ることになりますので、恐らく迅速性という観点からは、かなり効果があるのではないかなというのが、行政法の先生方の意見でした。

川口委員 制裁という側面で、迅速性というのは、そこまで重要なものなのでしょうかという気がするのですが。

山田委員 先ほど藤田先生からご意見をいただいたのですが、例えば課徴金を法人に課した場合に、それを果たして取締役に移嫁することが本当にいけないのかどうかということでご指摘をいただいたのですけれども、これも私が読んだ範囲ですが、それぞれ刑事責任、刑事罰、及び行政罰、民事責任というのは、性質、制度自体が違うのではないかなという根本論に行くのではないかと考えておまして、行政だけで、しかも、事前の手續で、事後的な不服申立てを認めないということで課徴金を課すということで、この点は市場へのインパクトは非常に大きいのではないかな。

ただ、制度としての性質は、たとえ構成要件が同じであっても、そもそも制度の性質が違うので、直接すべてこれは刑事責任でということよりは、行政だけで、課徴金の方が、迅速性、市場に対する実効性の確保という観点から、インパクトが大きいのではないかと思います。

これも余談ですけれども、公正取引委員会の審判という手續の書類を見たことがあるのですけれども、やはり裁判に比べて、手續が少し簡易化されていておまして、しかも、職員が審判を下すということですから、例えば裁判のように、公平中立的な裁判官がいて、原告、被告に分かれるという形よりは、非常に簡易な形の手續と見受けられましたので、迅速性ということを用いるのであれば、その点も指摘できるのかなと考えております。

藤田委員 法人処罰の場合に、会社が機関に求償していいかという話は、別の論点なものですから、それを別途議論するのであれば、またそれは結構なのですけれどもここでの話の本筋とはややズレることになります。

1つ気になったのは、報告では転嫁を認めない説が非常に有力であるといわれたのですが、それは商法研究者の中でそれほど多いのかなということが疑問に思います。266条1項5号にいう「法令」は、あらゆるものを含むといっていて、証取法違反をして、それが原因で罰金をこうむった、因果関係もあるとすることが制度趣旨からして、それほどあり得ないような話なのか。確かに課徴金は特殊な制度かもしれないけれども、罰金のような純粋な制裁であったとしても、そのことが損害賠償を否定する要件になるのかどうかというのがよくわかりません。

刑法の人の中には、そういうことをおっしゃる人がいるのですね。法人を処罰したのだ、だから、それを転嫁するのはけしからぬという論理なのです（佐伯仁志「法人処罰に関する一考察」芝原邦爾＝西田典之＝井上正仁編『松尾浩也古稀祝賀論文集 上巻』（有斐閣、1998年）655頁、680頁以下）。しかし機能的な説明ではない。それよりは、法人が事後に、転嫁させて、押さえるべき人を押さえて、抑止を図った方がいいというのが、商法学者からすると素直なのかなと思ったものですから（藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト1228号34頁（2002年））、そんなに有力なのかとご質問させていただいたのです。

ただ、最初から申し上げましたとおり、さっきからされている議論の話とはちょっと次元の違う問題ですので、蛇足でしたけれども。

川口委員 大和銀行の事件（ニューヨーク支店巨額損失事件）では、たしかアメリカで罰金を科せられたものについて、日本で損害賠償請求されていますね。ただ、課徴金は利益の吐き出しという性質からすると、それになじまないというようなことはいえないのですか。

藤田委員 利益の吐き出しという形だとどうなるのですか。

川口委員 本来的には制裁だと思うのですけれども。

藤田委員 そうすると、それは支払われても会社のこうむった損害ではないということになるのですか。

川口委員 強いて言えば、という話なのですが。

江頭共同会長 神田先生、それを導入したときの事情については。

神田幹事 お読みいただくとわかるのですが、第1部会の報告書はこういう性格付けはしていなかったのです。あと、民事でいうと、差止めというのも、第1部会は行政限りでの差止めを提言していたのですが、内閣法制局との折衝によって、差止めは実現せず、課徴金の方は独禁法改正が先に走っていて、後ろからついていくはずだったのが、前の方が法案を出させてもらえないという事情になってしまったものですから、証取法のだけが走りまして、審議会の提言とはずれたような形になりまして、最終的には、刑事規定である、利益を基準とする。そして、刑事という性格にするから、没収・追徴とは調整するという、よくも悪くも小さなフレームになったのです。しかし、それでも、実現しないよりは、まず小さく生んでということで、そういうのがあった方がいいでしょうということになって、実現したといういきさつです。

森本共同会長 不服申立てができないことを強調されていますが、これについて、通常の裁判処理、つまり、185条の18の納付命令に対して、通常訴訟はできるわけですね。ただ、行政サイドの2段階チェックはしないということですね。それだけのこととっていいのかどうかは分かりませんが、こういう形で内閣総理大臣から出てきた決定だから行政部内は1つで、あと、通常訴訟制度にいきましょうというスキームが採用されたのであり、不服申立てができないことが決定的な差かなと思ったりもしたのです。迅速性と何かいい出すと、それが決定的なのでしょうか。

山田委員 ある論文では、やはり迅速性の観点から、不服申立てができないということはかなり意味があるのではないかと記載されておりましたが、先生がおっしゃるように、その後の行政訴訟で、司法的に救済が図れるということであれば、確かに迅速性以外の要件は余り考慮され得ないということも事実だと思います。

永井 OBS そこに関連してちょっとお伺いしたいのですが、公正取引委員会については、むしろ制裁的な意味で、何倍かという議論になるのに

対して、証取法の方は、ある意味で、本当に神田先生がおっしゃられるように、利益の吐出し部分で、審判官自体の金融庁内部での独立性を担保するような形で、今の制度はできており、そこに外部の人を入れるかどうかというのは、また違う議論があるのかもしれませんが。しかし、そこで決められたものに対しては、行政不服ができると理解していますから、今の制度が本当にどこまで運用されるのかというのは、むしろインサイダー取引での活用に期待も持っていますけれども、それほど問題という感じはしません。

あと、先ほどちょっといわれた中では、証券を売却した人に対しては、原告適格がないかのようなお話をされましたけれども、処分をした人も、これは訴えることができるのが前提になっていて、そのための処分価格との差額を、制限の中に取り込んでいるというように私は理解しています。

江頭共同会長 21条第2項で、公表の日において所有する者であれば、後から売却してもいいわけですね。

山田委員 その通りです。

太田委員 今の民事責任の問題に関連して、前からちょっとわからない点がございまして、お伺いさせていただければと思うのですが、因果関係の問題なのです。さっきこの辺りの方と話をしていたのですけれども、普通に、証取法上の民事責任の強化の規定が施行される前と後と、それぞれあると思うのですけれども、常識的に考えると、不实記載があって、その記載を見て、それを信賴して、それで証券を買って、損を出したという因果の流れだと思うのです。

例えば西武の案件で、西武の案件はいろいろ差しさわりはあるのですけれども、それは別といたしまして、例えば新聞記事（「厚生年金連合会 西武を賠償提訴」日本経済新聞 2005年3月30日朝刊1面）にも出ていますように、厚生年金基金連合会は実はパッシブ運用をやっているだけで、単に株価指数に連動する運用をしていた。要するに、インデックスの中に、鉄道株の代表的なものとして西武鉄道が入っていたから、自動的に買っているというだけなのです。ですから、いかなる意味でも、多分有報を信賴したわけでは

ないのです。上場が廃止されれば、当然インデックスからは抜けるでしょうから、そういう意味では、上場廃止にならないだろうということは、恐らく前提にはしていたと思うのですけれども。

パッシブ運用みたいな形でやっていた人と、まさに西武の株を自ら積極的に買った人と、何となく状況が違ような気もするのですけれども、まず民事責任強化の規定の施行前の時点において、因果関係のところが切れるという話なのかどうかという問題と、施行後において、因果関係の問題についても、反証はある程度はできるのか。条文上は、反証が因果関係の部分ではないかのようにも読めるのですけれども、不実記載のところを信用して買ったわけではないという反証は、果たして全く許されないのかどうか、よくわからないなと思っておりまして。要するに、不実記載があろうがなかろうが買ったということが、それが立証できるかどうかはともかくとして、もし仮に立証できたら一体どうなるのだろうかというのが、前からわからない点でございまして、いかがでしょうか。

中村委員 実務家として、同じような問題を検討したことがある身として、ついでに述べさせていただきますと（この大手の法律事務所から鑑定書を得たと新聞記事にあります、これがどこかというのは、私自身も、もしかするとうちの事務所かもしれないし、そうでないかもしれないという状況があるのですけれども、それは置いておいて）、パッシブ運用で、不実開示があろうがなかろうが買っていたはずだという議論については、他方で、幾らであらうが買っていたはずだというものの裏返しとして、実際に不実開示がなければ買ったであろう価格と、実際に買った価格との差額は、やっぱり損害と認識できるのではないのかというのが、因果関係の問題として、1つ検討しなければいけないこととしてあります。

もう1つは、太田先生がまさにおっしゃられたように、本件の場合には、もし不実開示がなければ、インデックスを既に構成しなかったはずだ、したがって、その株式を売買することはなかったであろうということが、売買しなかったであろうことについての因果関係を構成するのかなと。それがもう

1つ、検討しなければいけない点かなと思っていましたけれども、先生方はどのようにお考えになれるかというのは、興味深いところでございます。

江頭共同会長 現行法の解釈論としてどうなるかという問題と、制度的にどうかという問題とがある。

太田委員 まず、一般私法上はどうなるのか。普通に民法 709 条でいった場合には、というのが原則なのか。そうすると、論理的には、本当は有報を実際に見たことまで必要なようにも考えられなくはないと思うのですが、そこはどうなのでしょう。

中東委員 信託の要件の点は、709 条というよりむしろ 266 条の 3 の問題として、従来検討してきたところで、私は中村先生の意見にシンパシーを感じ、むしろ額については、こういった事情があるからということで争えるのではないかと思います。因果関係そのものはあるというような感覚でいるのですが、もっと専門の先生たちは違うのかもしれませんが。

太田委員 もし極論すると、見なくてもいいということですね。

中東委員 アメリカのクラスアクションで反トラストのケースでも、例えば航空運賃のカルテルであれば、乗ったかどうか重要なのであって、幾らかというのは知っているはずなのでしょうけれども、情報を見たかどうか、信託したかどうかというのがそんなに大事なかなという気はします。

太田委員 その場合、抽象的な規範としては、何を信託したということが因果の流れのメルクマールなのでしょう。上場廃止原因がないであろうということなのでしょう。

中東委員 私は、信託すら要件としなくていいとずっと考えてきましたが。

太田委員 266 条の 3 の 2 項は、ちなみに立証責任の転換の規定があるので、確かにそういう話になろうかと思いますが、今回も、ここの新聞記事には出ていませんが、営業報告書の中に大株主の状況が入っているはずですから、多分その話に当然なるのだと思うのです。もし 709 条の次元の問題としてとらえた場合には、どうなるとお考えでしょうか。その場合にも同じで、特に信託は不要ですか。

中東委員 故意、過失による違法行為について、認識があったかどうかという点では必要がないように思うのですが。

前田幹事 現実には価値の低いものを、高く掴まされたことによって、損害は生じている。その損害と虚偽記載があったこととの間には、因果関係があるといわざるを得ないのではないかと思うのですけれども。

山田委員 ただ、別な要素で、例えば株価が別な理由で上がったり、下がっているということがある場合には、因果関係の立証が少し困難になるのではないかと思います。でも、やはり 709 条のレベルですと、実際に株価が下がったということで、それは不実開示だということがわかっていれば、先ほど申されたように、当然インデックスから外すわけですね。であれば、これは因果関係ありとしてもいいのではないかなと思います。

太田委員 さらにいうと、実は、これは別に西武から聞かれて検討したことがあるのではなくて、全く別に検討したのですけれども、ここの新聞記事にも出てきているのですけれども、上場廃止になるという報道を受けて売却しているのですね。不実開示が発覚してから直ちに売却しているわけではなくて、当時は、東証が上場廃止するかどうかわからなかったので、模様眺めをしていた。上場廃止にするといううわさが流れてから、慌てて売却をしたということなのです。そうすると、刑法の相当因果関係みたいな話になって、直接的には東証が上場廃止をするというのが引き金になっている部分があって、理屈として、投資家側からの主張として東証がそういうことを見抜けなくて上場させていたことが悪いのではないかという議論もあり得るのか。頭の体操レベルの話なので、ご容赦いただければと思うのですが、どういう形で因果関係を考えればいいのかがよくわからないのです。

森本共同会長 よくわからなかったのですが、この新聞記事は 709 条問題ですね。21 条の 2 ではないのですね。

太田委員 はい。

森本共同会長 709 条問題について、何が違法なのかというと、虚偽記載を契機に上場廃止になったのでしょうけれども、論理必然的に上場廃止になる

わけではないのですね。少なくとも東証が上場を廃止するかどうかは絶対的なものではなかったわけですね。だから、模様眺めしていた。そうすると、上場廃止を根拠とするときに、虚偽記載と上場廃止の間の因果関係も考えなければいけない。つまり、論理必然的な、条件的なものでないから、そこら辺を整理しないと議論が混乱するかなと思ったのですが。

山田委員 なぜ上場廃止になるかという、やはり不実記載があったからですね。ただ、確かにそこに上場廃止という1つのファクターがあって、条件説みたい、原因・結果という単純な因果関係では説明できないと。

太田委員 でも、そうだとすると、パッシブ運用であろうが何であろうが、結論は常に同じということですね。

山田委員 はい。

森本共同会長 ですから、この記事に基づくと、大手法律事務所がどこかは知りませんが、特に悪質ということがあるから709条で、また、特に悪質だから上場廃止になったということなのでしょうけれども、単なる虚偽記載でなくて、特に許しがたいことだというのが709条問題に持っていけると、この大手法律事務所がいったような気もするのです。だから、21条の2の要件的なものをベースに、21条の2がなくても、709条でいくという議論ではなかろうという気はするのです。

江頭共同会長 この問題は後でということにして、この記事に「請求の根拠は証券取引法上の虚偽記載」と書かれているものは21条の2なのですか。そうではなく、従来からある条文のことなのですか。21条の2はいつ施行されたのでしたっけ。

太田委員 12月1日です。

江頭共同会長 では、これは適用はあるのですか。

太田委員 これは、何を根拠にしているのかわからないですね。多分普通に考えれば、これは発覚が12月1日より前なので、新法は使えないはずではあるかと思うのですけれども。

江頭共同会長 その辺もよくわからない点があるということですか。ほかの

点についてもご議論いただければと思います。

森本共同会長 いわずもがなのことだと思うのですが、この1月1日からの適時開示に係る宣誓書は、やはりアメリカで法律上のいろんな確認書というのか宣誓書というか、それと、質が違うものだという確認はしておかなければいけないと思うのです。これは2～3行の文章ですという失礼なのですが、一回やったら、代表者がかわるまでずっとほったらかしにしておいたのを、ある程度インターバルを置いて、こういうものを確認してもらって、法令遵守義務というか何かがありますよということを確認してもらいたいという最小限度のもので、ある立場からは及び腰の宣誓書であって、取引所としてももっときちっとすべきではないかという意見だって十分にあり得ます。それとアメリカのを並べられると、ちょっと誤解が生ずる。だからこそ、中東さんが、どれだけかかるのというような、東証の対応をするためにはそれほど金のかからないだろうと思ってもいいのではないかと思います、それこそまた東証の方にお聞きしたらいいのかもわかりませんが。

美濃口 OBS 前々回もご質問いただいたように記憶をしているのですけれども、アメリカの企業改革法の要件を果たしていないと、私どもが要求している宣誓書なりが出ないのかというようなことについては、私どもは、そうではないだろうとは考えておりますので、先生がおっしゃるように、質的といいますか、それは当然違いはあるとは認識をしておりますが、私どもとしても、未来永劫ずっとこのままでいいと考えているわけでは決してなくて、先生の方からもご指摘がありましたけれども、やっぱりコストとの見合いも常に考えていかなければいけないとは思っておりますし、また、私ども、各社から宣誓書なり出てきておりますので、今その分析作業をしております。その分析結果から見て、こういうところは直した方がいいとかそういうところが出てくれば、当然見直しはしていくつもりでございますが、今の時点では、アメリカの企業改革法と同じレベルのものを求めているわけではない。それは間違いないと思います。

江頭共同会長 東証の確認書に関するルールに対する違反についての実効性

の確保の問題も、山田さんが問題提起をしておられましたが、その辺はいかがでしょうか。

美濃口 OBS 私も、悩ましいところがありまして、今の時点では、重大なものであれば上場廃止をするというところにとどまっております、先ほど山田先生の方から、課徴金とかそういうご指摘もあったかと思うのですけれども、上村達男先生のご意見のご紹介もされていたかと思うのですが、上場廃止か、何もおとがめなしというわけではないのですけれども、改善報告書とかそういうところもあるのですけれども、そういう両極端の対応で本当にいいのだろうか。その中間的な対応みたいなものがないというのはいかがなものかというご意見があることは承知をしております。

山田委員 その場合、東証も株式会社ですから、やっぱり契約ベースの話ですね。

美濃口 OBS おっしゃるとおりです。

山田委員 ですから、それ以上、ただ、民事責任の場合には、これは法令に準ずるのだということで、例えば不法行為云々という議論があり得るかもしれませんが課徴金となると性質がかなり違うのではないかと。そうすると、契約ベースでどこまでできるのかということも、根本的に問題になるのかなと。

江頭共同会長 過怠金は。

美濃口 OBS そうですね。江頭先生がおっしゃったように、私どもは、今、取引参加者に対しては、過怠金という制度を設けておりまして、私ども、今、株式会社でございますので、取引参加者の方々との間は契約関係ということになると思うのですが、一定の違反行為があった場合に、状況によっては金銭を支払っていただくという制度を設けておりますので、契約関係だからそういうことが一切できないと、論理必然的にそういうことになるわけではないのだろうとは思っております。

中村委員 今の過怠金に関して、ちょっと質問があるのでありますが、新規上場の際に、主幹事証券会社から念書を出してもらって、情報開示について

きちんと指導いたしますというような内容の文言を入れてもらっていると思うのですけれども、上場直後に情報開示に不備あるいは問題があった場合に、証券取引所としては、その念書について、情報開示の指導をきちんとしていなかったという理由で過怠金を課すことも、一応仕組み上はできるとお考えですか。

美濃口 OBS 今こうですとお答えは持っていないのですが、過怠金を課せる理由としては、私どもの規則に違反をしているとか、あるいは、明文の規定でこの規定というのがなくても、信義則的なものに違反をされていると判断した場合には、そういったものをお支払いいただくことにしております。

中村委員 そうすると、条文を見ていけば、もしかすると可能性はあるということですか。

美濃口 OBS 今、私、お答えを持っていないので、申しわけありません。

永井 OBS 我々業者の立場からいわせていただきますと、発行時の開示といたしますか、IPOなり売出し時のものについては、目論見書などの書類自体に対するデューディリジェンスもかなりなエネルギーをかけていますけれども、継続的な開示で上場後の問題になりますと、ある意味では、発行会社と監査法人の問題になってきますので、幹事証券会社だからということでは、その内容まではなかなか踏み込めないというのが実情です。イニシャルなものとの継続的なセカンダリーのものとは別に考えられているのではないかと思います。

ですから、今の課徴金も、発行時のものについては比較的簡単に、調達金額がわかっていますが、継続的なものになると、何が一体時価なのかとかいうところが非常に難しいので、議論が難しくなっていると理解していますので、当初は、我々がかなり責任を問われても仕方がないのではないかと思います。

中村委員 今おっしゃられたことは非常に正当だと私も思っておりまして、ただ、念書の表現が、特にリザベーションなしで指導いたしますということになっているので、それが証券取引所と主幹事証券会社の間の役割分担とし

て、きちんとしたというか、本当にいいバランスのところにあるのかどうかというのをちょっと疑問に思っていたので、あわせて質問させていただいた次第です。

永井 OBS 賠償責任のところで、必ずしも行政機関だけがエンフォースメントするのではないという前提を置いてお伺いします。オーストラリアですと、規制機関が、違法行為をしたような人に対して民事的な損害賠償なり、あるいは賠償責任を問うような形で、制裁的なものも含めて課していく。それを裁判所が判断していくというような制度をとっているようでございます。場合によってそういうものも、主体が金融庁でない、民間同士のという山田先生のご説明もありましたけれども、民間の自主規制機関が請求を行い、裁判所が判断することによって、実質的には課徴金的なものを課していく、あるいは、罰則的な過怠金的なものを課していくという手法もあるのではないかと思います。その辺は、どのようにお考えですか。

山田委員 ご質問の趣旨は、例えば仮に行政とか、もしくは証券団体が原告となって、民事訴訟を追及する。結果的に、それで実効性の確保をすることは可能かというご質問でしょうか。

永井 OBS そうですね。

山田委員 例えば、次元はちょっと違うかもしれませんが、企業が何か問題を起こしたときに、1株の株主が、NPOなどが社会的な正義というかわかりませんが、それでその会社の取締役を株主代表訴訟で訴えたりということがあるかと思うのです。ただ、どうでしょうか。自分に実際に損害がなくて、損害の賠償が直接的に——例えば取引をして自分のところに損害が生じたという場合に、当然その損害の賠償を証取法とか、商法、または民法で請求するというのが、そもそもの民事損害賠償という機能だと思いますので、その団体がペナルティーを課すということで、例えば直接に取引をした当事者ではないのに民事訴訟を起こして、その上で責任追及をするというのは、我が国では少しなじまないのではないかという感じがしますけれども、いかがでしょうか。

森本共同会長 永井さんがおっしゃったのは、損害賠償という問題ですか。それとは別の……。

永井 OBS それよりも、もう少し広い意味かもしれないとは思っているのですが、まだ私自身もよくは考えが整理できないのですけれども。

川口委員 課徴金を国庫に納入するのではなくて、被害者救済とかそういうように回すようなシステムにすれば、大分違うのですね。

永井 OBS 自主規制機関ということですね。

中東委員 そういうことを考えるのであれば、山田先生も東証との関係でおっしゃったように、契約の内容になるので、それをエンフォースメントするときに裁判所が出てくるのは極めて自然な話だと思って聞いていました。

山田委員 契約当事者ではない者が、例えば銀行が破綻した場合に、R C Cなどがそれを承継して、旧銀行取締役らに対して損害賠償請求をするというのはあると思うのですけれども、それはあくまでも訴訟を承継して、もとの会社という法的な主体があるという前提ですから、それがないのに、例えば証券団体が公益に従って、損害賠償を通じて民事訴訟を提起するというのは難しいと思います。また、アメリカで認められる懲罰的な損害賠償は、我が国では公序良俗に反するという事で認められていないということです。そうすると、少し難しいのではないかと思います。

江頭共同会長 根本的なお話で、これは難しい問題ですね。

エンフォースメントの問題は、国によって制度の立て方が非常に違う問題です。それだけになかなか難しい点が多々あると思いますが、いかがでしょうか。ほかにご質問等はありませんでしょうか。

前田幹事 開示義務の主体に関して、東京証券取引所の適時開示制度の見直しにおいて、例えば上場会社の親会社についての情報を開示しなさいと書かれています。しかし、先ほど来お話が出ていますように、これは契約ベースの話ですから、開示義務を負うのは上場会社とせざるを得ない。親会社に直接義務を負わせようと思ったら、次の証取法の改正のように、法律の力でやらざるを得ないだろう。取引所がやるなら、上場会社に義務を課す形でしか

できないと思うのです。

ところが上場会社に、親会社についての情報を開示しなさい、例えば親会社の株主構成を開示しなさいといったときに、普通、親会社は子会社に情報を提供するでしょうけれども、必ずしも子会社は親会社の株主構成を知りうる制度的な手当てはないのではないか。もし提供せずに上場廃止にでもなれば、当該上場会社のほかの株主の大変な迷惑になる。そういうことは特に問題にはならないのでしょうか。

開示義務の主体が、取引所の規制による開示となると、初めに申しましたように、上場会社に開示義務を課す形でしか設計できないという問題なのですけれども。

美濃口 OBS お答えになるかどうか分かりませんが、実は、東京証券取引所の「会社情報等に対する信頼向上のための上場制度の見直しに伴う実務上の留意事項について」の10ページの中ほどの(ロ)に、「当該親会社等について、非上場の親会社等に係る会社情報を開示する必要がないと考える場合」とあり、これは、上場会社が親会社の情報は開示しなくていいと判断する場合は、こういう場合がありますよということで例示をしているのです。

その中の③で、「当該親会社等について上場会社との事業上の関係が希薄であり上場会社が親会社等について開示すべき事実を把握することが困難であると考えため」というのがございまして、※印で、注のようにして記載をしてあるのですけれども、例えば敵対的買収にあって、たまたま親会社が出てきてしまったというような場合も、これは極端な例だと思うのですけれども、そういうこともなくはない例だと思うのです。

先生がおっしゃるとおり、子会社側が親会社の情報を制度的にとれるという担保があるのかというと、それは法律上は恐らくないのだらうと思うのですけれども、実体としては、とれるケースが多いのではないかと。

ただ、こういう敵対的な買収に遭っているような場合は、とれといっても、いう方がむしろ不合理なことをいっているということになりますので、こういった場合については、開示できなくても仕方ありませんねというような

手当ては、私ども、しているつもりなのですが。

川口委員 とれなかったということを開示するのですか。

美濃口 OBS そうですね。とれないということを開示するということです。

山田委員 その理由もあわせてですか。

美濃口 OBS 理由もあわせてです。

中東委員 前田先生のご質問は、そういったことがもし証取法で規定されたならば、こういったエクスキューズを認めるのかというご質問ですか。

前田幹事 次の証取法改正で、親会社自身に、親会社等状況報告書提出を課す。これはまさに親会社を義務付けるからいいのですけれども、取引所にできることは契約ベースですので、上場会社に開示義務を課すことしかできないのですね。

神作委員 情報開示義務の主体についてのご質問がありましたので、私もそれに続けてご質問させていただきたいのですが、山田先生からご紹介があった昨年の冬のドイツにおける投資家保護改善法の中で、日本でいう有価証券報告書の発行者概念と、販売目論見書の発行者概念がずれることになったと思うのです。つまり、後者の方では、信託だとか人的会社や組合に対する持分なども規制の範囲に含めるために、発行者に加えて提供者という概念が入ったと思うのですけれども、アメリカにおける発行者概念はどうなっているのかをお尋ねしたいと思います。

日本の証取法のように、目論見書を発行者が作成する義務を課されていて、有価証券報告書と目論見書が一体的に規制されていると、金融商品の範囲が広がってくると、なかなかうまく扱えない部分が出てきますし、現行の証取法が、後者については、2条の第5号で、個別的な権利の種類ごとに解決するというやり方で、当面適切な解決をしているとは思いますが、将来的にも問題がないのかということが問題意識としてございますので、とりとめのない質問で恐縮ですが、とりあえずアメリカにおける発行者概念と、有価証券報告書と目論見書の作成義務者の関係、このあたりについて教えていただければありがたいのですが。

山田委員 まずドイツのことについて、一言申し述べさせていただきたいと思います。

神作先生がおっしゃったように、提供者（Aubieter）という概念で、目論見書法に関しては、発行者よりも非常に上位概念にありまして、灰色市場でも、基本的に提出者ということでこれは規制の対象になりました。

アメリカに関しましては、十分フォローしておりません。先生方からご教示いただければ幸甚です。

川口委員 調べまして、ご連絡させていただきます。（資料2参照）

江頭共同会長 それでは、そういうことで。

ほかにいかがでしょうか。ご質問がなければ、山田さんの方から、何かこの点は議論してほしいという点がありましたら、おっしゃってください。ぜひこの点は議論してほしいという点はございませんか。

山田委員 十分議論していただいたのですが、1つ、最後まで疑問といいますか念頭にありましたのは、やはり投資家サイドだけを考えると、発行者にすべての情報を適宜に、しかも、速やかに開示してほしいということですが、逆に、発行者側の立場からしますと、それには非常にコストと労力がかかる。こういう場合に、果たしてどこで調整をつけるべきなのかという根本的な疑問をずっと考えておりました。アメリカでは強制的に内部統制の構築義務までが含まれる。そこまで果たして本当に必要なのかどうか。

根本的に虚偽の情報を開示するというのは、どういうようにしたら防げるのかなということをずっと考えておりまして、もし先生方から、その点、ご教示いただければ、先生方のご意見等をお伺いできれば幸甚かなと思っております。

江頭共同会長 根本的なことで、もしこの場で何かございましたらどうぞ。

きょうは大変充実した内容のご報告をいただきまして、また、熱心にご討議いただきまして、どうもありがとうございました。



近時の企業情報開示を巡る課題 ～実効性確保の観点を中心に

新潟大学実務法学研究科助教授
山田剛志

Tsuyoshi Yamada

1

近時の企業情報開示をめぐる課題 ～実効性確保の観点を中心に

- (目次)
- 1、はじめに
- 2、開示対象情報の拡大
 - (1) EDINETによる情報開示と開示情報の拡大
 - (2) 内部統制システム(ガバナンス情報)の開示
- 3、実効性確保(エンフォースメント)の課題
 - (1) 課徴金に関する法改正
 - (2) 証券取引所による誓約義務
- 4、不実開示と民事責任
 - (1) 改正証券取引法による不実開示と因果関係・立証責任
 - (2) ドイツの証券取引法改正と取締役の責任
 - (3) 証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任
- 5、おわりに ～まとめにかえて

Tsuyoshi Yamada

2

1、はじめに

- 近年世界的にも、企業情報開示を巡る不祥事が相次ぐ。規制強化の動き。
- わが国でも、頻発する不祥事を背景に、金融庁も資本市場の信頼回復を図るべく、矢継ぎ早の証券取引法・付属法令改正を実現・計画している。
 - 1)開示方法の改良
 - 2)開示情報の拡大
- どのように実効性を確保するか
 - Cf.課徴金、宣誓書、民事責任規定の改正
- 企業(発行者)及び市場の調整

Tsuyoshi Yamada

3

近時の証券取引法・関連法令改正

1 近時の改正	①EDINETの義務化(2004年6月)
	②対象情報の拡大(MD&A、リスク情報、コーポレートガバナンス情報)(2004年3月期)
	③有価証券届出書(発行開示)に対する課徴金(2005年4月1日)
	④民事責任に関する改正(立証責任・損害額の推定:証券取引法21条の2)(2004年12月1日)
	⑤目論見書制度の見直し(2004年12月1日)
	⑥適時開示に関する宣誓書(有価証券報告書等の適正性に関する確認書:2005年1月1日以降に終了する事業年度以降)の提出(東京証券取引所規則)(2005年1月1日)
	⑦会計士のなれ合い防止に関する内閣府令改正(2005年4月1日)
	⑧内閣府令の改正(コーポレートガバナンスにかかる情報の開示[社外取締役等の独立性・内部監査・関与会計士の年数]、関与会計士の氏名)(2005年3月期から)
	⑨(法案提出)有価証券届出書開示情報(英文による情報開示、親会社情報、公開買付

Tsuyoshi Yamada

4

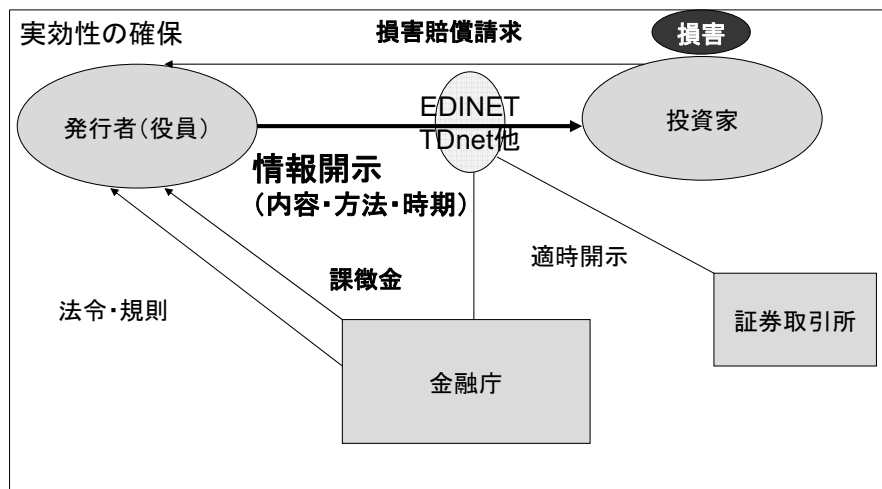
現在検討中の証券取引法・関連法令改正

2 現在検討中の改正	①継続開示(有価証券報告書等)への課徴金の導入(議員立法?)
	②有価証券報告書等内容が適正であることの誓約書の義務づけと罰則(法令化?)
	③会計士による監査基準の明確化(内部統制システムのモニタリング)
	④内部統制に関する監査報告書(金融審議会第一部会報告)
3 今後の検討課題	①適切な情報開示をするための内部統制を構築する義務
	②民事訴訟における損害の範囲・立証責任(証券取引法21条の2・一般規定化?)
	③大量保有報告書の改正(買収ファンドと運用ファンドの区別?)
	④適時開示に対する課徴金(適時開示の法制化?)
	⑤証券取引におけるクラスアクション制度?

Tsuyoshi Yamada

5

はじめに



Tsuyoshi Yamada

6

2、開示対象情報の拡大

(1) EDINETによる情報開示と開示情報の拡大

- 2004年6月から財務局の運営するEDINET (Electronic Disclosure for Investor's NETwork)による電子ファイルが強制実施
- 外国会社は、有価証券報告書に関し、企業開示府令15条 I 項にいう8号様式により作成
- 有価証券届出書第2部、有価証券報告書第1部2「事業の状況」において「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」が第7項として新設
- 将来事項の記述(Forward Looking Statement)はない。

Tsuyoshi Yamada

7

2、開示対象情報の拡大

(2) 内部統制システム(ガバナンス情報)の開示

- 「コーポレートガバナンスに関する情報」は、有価証券届出書第2部、もしくは有価証券報告書第1部第4「提出会社の状況」7において、公表
- 「提出会社の企業統治に関する事項(たとえば会社の機関の状況、内部統制システムの整備状況、リスク管理体制の整備状況、役員報酬の内容、監査報酬の内容)」について、具体的にかつわかりやすく記載すること
- 2004年に金融審議会答申として、12月24日「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応について」が公表。その際内部統制システムに関し、企業の財務報告にかかる内部統制を経営者が評価し、公認会計士が監査する仕組みを検討中

Tsuyoshi Yamada

8

2、開示対象情報の拡大

(2)内部統制システム(ガバナンス情報)の開示

- 1992年COSOが公表した『内部統制の統合的フレームワーク (Internal Control-Integrated Framework)』の影響
 - 内部統制とは①業務の有効性と効率性、②財務報告(Financial Reporting)の信頼性、及び③適用されうる法令及び規則の遵守という3種類の目的に関し、その達成に合理的な保証を提供することを意図した、その事業体に属する経営者並びに取締役等により遂行されるプロセス
- 2004年『企業のリスクマネジメントー統合的フレームワーク (Enterprise Risk Management Integrated Framework)』
 - 内部統制とは、①統制環境、②リスク評価、③情報伝達、④統制活動、⑤監視活動の5段階
- サーベンスオクスレー法404条は、年次報告書に内部統制報告書(Internal Control Report)を報告することを要請
 - (1)経営者は、適切な内部統制システム及び財務報告手続を構築・維持すること、
 - (2)内部統制報告書は、発行者の内部統制システムの効率性、発行者の会計監査手続を評価

Tsuyoshi Yamada

9

3、実効性確保の課題

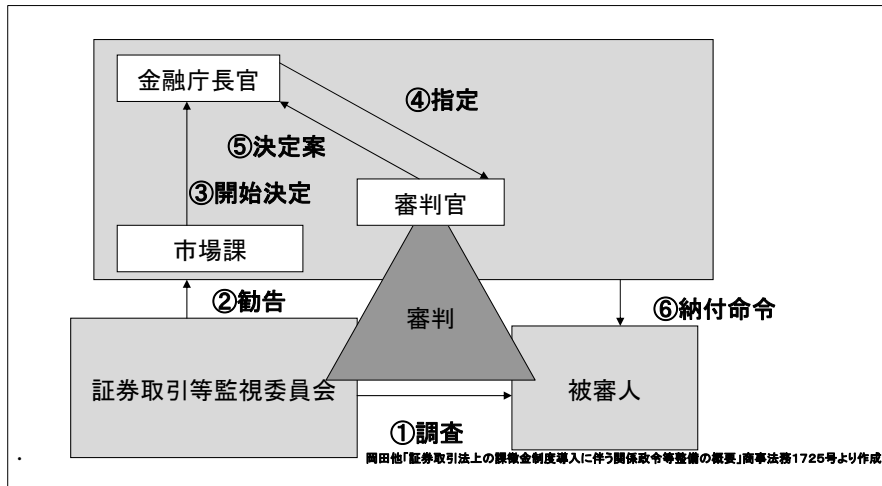
(1)課徴金に関する法改正

- 新規発行時の届出(有価証券届出書の虚偽記載)に対し、課徴金
- 重要な事項に関し、虚偽の記載がある開示書類を提出した発行者が、当該開示書類に基づき募集・売り出しを行った場合に、課徴金納付命令の対象
- 課徴金の額・・・「虚偽記載によりそれがない場合に比べ、増加した資金調達額」となり、会社の株価変動率から、募集売出額の1%(株式の場合には2%)
- 課徴金納付命令に先立って、行政審判を経る発行会社が不満を持つ場合でも、当該課徴金納付命令に対し、不服申立不可(証券取引法185条の21)
- (今後の課題)有価証券報告書等の継続開示に対する課徴金

Tsuyoshi Yamada

10

3、実効性確保の課題 ～課徴金制度の体制整備



Tsuyoshi Yamada

11

3、実効性確保の課題

(1) 課徴金に関する法改正

- ①アメリカ・・・不正に得た利益の吐き出し (disgorgement) 及び民事制裁 (civil penalty)
- ②ドイツ・・・ノイアマルクト (Neur Markt) を閉鎖→企業情報開示不信、多くの個人投資家が損失を被った
 - 2002年に証券取引法37b、37c条が新設、損害賠償責任規定も設けられた
 - 上場企業が証券取引法等に違反した場合、ドイツ証券取引法39条に基づき秩序罰による過料
- ③日本・・・(課題) 継続開示・適時開示違反へ課徴金を課すべきか？
 - 課徴金額の算定方法、金額の問題すなわち利益の吐出しかそれとも民事的罰則か、また刑罰(及び民事责任)と課徴金との整合性、課徴金賦課の手続、課徴金命令の対象

Tsuyoshi Yamada

12

3、実効性確保の課題

(2)証券取引所による誓約義務

- 東証は、上場有価証券の発行者に対し、その代表者による「適時開示に係る宣誓書」及び「有価証券報告書等の適正性に関する確認書」の提出
- 当該確認書には、①当該上場有価証券の発行者の代表者が有価証券報告書等の提出時点において当該有価証券報告書等に不実の記載がないと認識している旨、及び②その理由の記載が必要
- 東証は「宣誓事項について重大な違反を行った場合は、上場廃止」とする。
- 会社代表者による「有価証券報告書の記載内容の適正性に関する確認書」が任意の制度で導入されており、財務報告にかかる内部統制システムが有効に機能したか否かの確認

Tsuyoshi Yamada

13

3、実効性確保の課題

(2)証券取引所による誓約義務

- (アメリカ)サーベンスオクスレー法302条(SEC規則)
 - 経営者に①年次報告における開示が適正である旨の宣誓を義務づけるとともに、②財務報告において内部統制が有効であることを宣言する内部統制報告書の作成を義務づけ、さらに③その報告書には公認会計士による検証が必要
 - 基本的原則・・・①役員自身が報告を調査すること、②当該報告書は虚偽もしくは紛らわしい記述を含まないこと、③財務諸表その他の財務的な情報は正確に発行者の財務状況と事業結果を反映していること、④当該役員は、内部統制システムを構築し、維持する責任を負う
 - 同法906条より、①同条は署名をしたCEOらが、その証明が上記の要請に適合していないことを知りながら証明した場合には100万ドル以下の罰金若しくは10年以下の懲役またはその併科、②故意に同様の行為をした場合には、500万ドル以下の罰金若しくは20年以下の懲役、またはその併科

Tsuyoshi Yamada

14

3、実効性確保の課題

(2)証券取引所による誓約義務

- ☐ ①わが国でも法令で誓約義務を課し、違反者には刑事責任を問うべきか？
- ☐ ②わが国でも、公開企業に対し上場規則等で誓約・確認義務を課すべきか。
- ☐ ③誓約義務には、内部統制構築及び会計士監査を含むか？

4、不実開示と民事責任

(1)改正証券取引法による不実開示と因果関係・立証責任

- ☐ (証券取引法)①不実の目論見書の使用者責任を定めた17条、②不実の有価証券届出書の届出者等の責任を定めた18条～20条、③不実届出書の発行市場における責任が21条、④流通市場における責任を定めた22条、⑤不実の有価証券報告書提出関係者責任を定めた24条の4等の規定
- ☐ **規定はほとんど使われていない→(理由)①そもそも不実開示自体が発見されにくいこと、②原告による損害額及び因果関係の立証が困難であること、③わが国ではクラスアクションがない等**
- ☐ 不実開示に関する流通市場における発行会社の責任規定(**証券取引法21条の2**)が新設
 - (損害)「当該情報の公表前1ヶ月間の市場価格の平均額から、公表後1ヶ月間の市場価格の平均額の差額」
 - (立証責任)「損害が当該有価証券の値下がり以外の理由により生じたことを賠償義務者が立証した場合には免責される」
- ☐ 問題点は？

4、不実開示と民事責任

(2)ドイツの証券取引法改正と取締役の責任

- 開示義務違反に問われた企業の取締役はどのような責任を負うか。虚偽の届出をしたことにつき、株式会社の取締役の個人責任について問題となった…インフォマテック株式会社事件(Infomatec AG)
- BGH…①適時開示に基づく届出は、資本市場法にいう目論見書責任に生じさせる目論見書には、当たらない。②証券取引法15条及び証券取引所法88条は、ドイツ民法典823条第2項に言う民事責任規定ではない。③取締役会構成員の重要な情報及び虚偽の適時開示された届出は、投資家の売買決定に対し必要な情報である。
- 第4次資本市場振興法、投資家保護改善法による証券取引法改正により、37b条及び37c条を新設・改正し、同時に15条の届出義務を内部者情報と再構成し、その規定を調整した
- 証券取引法37b条は、「内部者情報を遅滞なく開示しなかったことに対する損害賠償義務」、37c条は、「虚偽の内部者情報を開示したことに対する損害賠償義務」について、法定した

Tsuyoshi Yamada

17

4、不実開示と民事責任

(3)証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任

- わが国において、不実開示に関し証券取引法の諸規定の一般法とされる民法709条や商法266条の3など、証券取引法以外の規定に基づく投資家等による責任追及が可能か？
- →①証券取引法の不実開示責任規定が適用されない場合、②証券取引法の不実開示責任が適用されるが、投資家がそれ以上の救済を求める場合、③発行体としての会社が課徴金や損害賠償責任を負担した場合、役員等に転嫁することが可能か等に分類
 - ①→1)証取法の不実開示責任の対象でない書類…(i)証券取引法提出が規定されているが対象ではない書類、ii)発行会社自体のIR、iii)企業合併時の情報が虚偽の場合、iv)取引所契約における不開示
 - 第2に、2)証取法上原告に該当しない投資家…(i)売却した場合、ii)買収を断念したものが自らの損失を請求する場合

Tsuyoshi Yamada

18

4、不実開示と民事責任

(3)証券取引法以外の法律に基づく不実開示の民事責任

- 1) 証取法の不実開示責任の対象でない書類
 - i) 証取法上不実開示責任の対象でない書類・・・有価証券報告書及び半期報告書の添付書類(宣誓書)、臨時報告書の虚偽記載
 - ii) 企業が自社のHP等のIR活動の中で、不実開示が行われた・・・風説?
 - iii) 企業合併・買収時の情報が虚偽の場合
 - iv) 発行者が取引所との契約に違反して適時開示を怠っている場合
- ② 証取法以上の救済・・・証券取引法の不実開示責任が適用されるが、損害額などでそれ以上の賠償額を請求する場合
- ③ 不実開示に関連して開示企業が課徴金や損害賠償責任を負担した場合に、商法266条1項5号にいう「法令」違反として取締役への転嫁できるか

Tsuyoshi Yamada

19

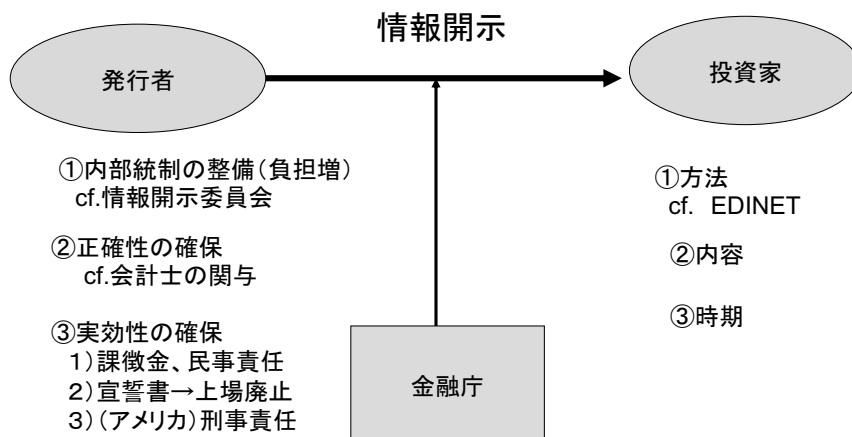
おわりに ～まとめにかえて

- 会社法・証取法の規制緩和
- 世界的な企業情報開示強化
 - 発行者の人的・費用の負担の著しい増加
 - 公正・公平な市場の確立
 - 「適切な内容の情報が・適当な方法で・速やかに開示されること」
 - 経営者に情報開示に関する内部統制構築義務があるか?
- 実効性を確保するには?

Tsuyoshi Yamada

20

企業情報開示における利益相反



Tsuyoshi Yamada

21

質問に対する川口委員の回答

〔アメリカ証券法における「発行者」の定義〕

Securities Act of 1933

Section 2(a)

4 The term "**issuer**" means every person who issues or proposes to issue any security; except that with respect to certificates of deposit, voting-trust certificates, or collateral-trust certificates, or with respect to certificates of interest or shares in an unincorporated investment trust not having a board of directors (or persons performing similar functions) or of the fixed, restricted management, or unit type, the term "issuer" means the person or persons performing the acts and assuming the duties of depositor or manager pursuant to the provisions of the trust or other agreement or instrument under which such securities are issued; except that in the case of an unincorporated association which provides by its articles for limited liability of any or all of its members, or in the case of a trust, committee, or other legal entity, the trustees or members thereof shall not be individually liable as issuers of any security issued by the association, trust, committee, or other legal entity; except that with respect to equipment-trust certificates or like securities, the term "issuer" means the person by whom the equipment or property is or is to be used; and except that with respect to fractional undivided interests in oil, gas, or other mineral rights, the term "issuer" means the owner of any such right or of any interest in such right (whether whole or fractional) who creates fractional interests therein for the purpose of public offering.

1933 年証券法

2 条 (a) 項

4 号 「発行者」の用語は、証券を発行しまたは発行しようとする全ての者を意味する。ただし、証券寄託証書、議決権信託証書、もしくは信託担保証券付証書に関しては、または、取締役会（もしくはこれと類似の機能を果たす者）を持たない、もしくは固定型、制限管理型もしくは単位型の非会社型投資信託における権利もしくは持分を表示する証書に関しては、「発行者」の用語は、当該証券の発行の基礎となる信託その他の約定または証書の規定に従い寄託者ま

たは管理者として行動しかつ義務を引受ける者を意味するものとする。もっとも、その定款によりすべての構成員の有限責任を定めている法人格なき団体の場合、または信託、委員会その他の法的主体の場合には、それらの受託者または構成員は、個人としては、当該団体、信託、委員会その他の法的主体の発行するいかなる証券についても発行者としての責任を負わない。設備信託証券またはこれに類する証券については、「発行者」の用語は、当該設備または財産を使用しまたは使用することを予定している者をいう。石油、ガスその他鉱業権の非分割部分権利については、「発行者」の用語は、当該権利または当該権利（全体であろうと一部であろうと）の持分の所有者であり、公募の目的でかかる部分権利的持分を創設する者を意味する。

アメリカ 1933 年証券法において、「発行者」(issuer) の定義は、登録届出書の署名者を決定し、さらに、同法 11 条に基づく責任を負う者を決定する重要な概念である。

1933 年証券法は、「発行者」の一般的定義として、「証券を発行しまたは発行しようとする全ての者」と定義している。その上で、証券の形式上の発行者が存在している場合でも、①証券寄託証券、②議決権信託証券、③信託担保証券付証券、④一定の条件を満たす非会社型投資信託における権利や持分を表示する証券については、実質的な判断により、信託契約等の規定に従い、寄託者・管理者としての地位にある者を「発行者」とみなす旨が規定されている。

「発行者の法律上の定義は、特定の証券の発行者を特定することが通常は容易であることから、一般的に条文解釈における深刻な問題を引き起こすことはない。」と言われている (T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation* (3d edition) 241)。しかし、上記の定義においては、個々のケースごとに取り決めの実質を検討することが必要となる。たとえば、ADR (American Depositary Receipt) について、原証券に包含される経営権が寄託者に留保されているものであれば、証券の寄託を受け、ADR を発行するだけの銀行（受託者）は発行者とは考えにくい。一方で、受託銀行がイニシアティブをとり、原証券を集め、これに対して ADR を発行するような場合もある。いずれの場合も、原証券の発行会社が ADR の発行につき同意するなどの特別の関与があれば、別の考慮（発行会社を発行者とみなす等）が必要となる。（以上。L. Loss and J. Seligman, *Securities Regulations* (3d edition) 3-A-1(i)）。

また、設備信託証券またはこれに類する証券についても、その設備または財産を使用しまたは使用することを予定している者が「発行者」となる。ここでも、実質的には判断により発行者が決定されることが予定されている。たとえば、

(節税目的などで)土地・建物を受託者に移転した上で(受託者が証書を発行)、長期的な賃貸(またはリース)契約で当該資産を実質上受け戻すような場合、発行者は、受託者ではなく、資産の賃借人となる(L. Loss and J. Seligman, *supra* 3-A-1(j))。

1933 年証券法 2 条(a)項(2)号は、同法にいう「者」(person)を、「個人、会社、パートナーシップ、団体、ジョイント・ストック・カンパニー、信託、法人格なき団体または政府もしくはその行政上の下部組織をいう」と規定している。したがって、会社に限らず、自然人等が発行者となる場合もある(*United States v. Rachal*, 473 F 2d 1338(1973))。さらに、直接の証券発行者ではなく、その背後にある会社および個人を発行者と認めた事例もある。すなわち、30 ものリニテッド・パートナー・シップ(LP)を設立し、それらの持分を 400 名の投資家に販売して 750 万ドルの資金調達をした会社(組合のパートナーとはなっていない)について、持分を直接発行した LPではなく、それらを設立した会社およびその取締役兼役員の個人を発行者とした判例が存在する(*SEC v. Murphy*, 626 F 2d 633(1980))。

証券取引法研究会メンバー

(平成 17 年 6 月現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学助教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブザーバー	永 井 智 亮	野村證券法務部長
〃	細 川 健	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	小 柳 雅 彦	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	関 要	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

証券取引法研究会編

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

証券取引法研究会国際部会訳編

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

当研究所訳編

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

アメリカ I 1933年証券法、1934年証券取引所法

A5判 179頁 2,548円 送料290円(1990年10月)

アメリカ II 1933年証券法規則

A5判 241頁 3,567円 送料290円(1996年4月)

アメリカ IV 1939年信託証券法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法他

A5判 213頁 3,364円 送料290円(1992年7月)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

B5判 57頁 525円 送料210円(2003年11月)

第2号 システム障害と損失補償問題

B5判 66頁 525円 送料210円(2004年1月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

B5判 69頁 525円 送料210円(2004年3月)

第4号 証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)

B5判 91頁 525円 送料210円(2004年6月)

第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向—投資商品、証券業務の範囲を中心として—

B5判 110頁 525円 送料210円(2005年7月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
なお、当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>
にてご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第6号

近時の企業情報開示を巡る課題

—実効性確保の観点を中心に—

平成17年7月15日

定価（本体500円＋税）

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>