

2011年3月

「流通市場における不実開示と投資家の損害¹」

第3期 客員研究員

東京大学大学院法学政治学研究科 准教授

加藤 貴仁

要約

本稿は、流通市場において不実開示を行った発行会社が投資家に対して損害賠償責任を負うことの合理性を、発行会社が負うべき賠償額と投資家が被った損害の観点から再検討することを目的とする。発行会社の損害賠償責任を巡る学説の対立は、平成16年改正によって法制度が整備された後も、収束する気配が見られない。その原因は、不実開示の関与者に対する民事責任の役割と流通市場における不実開示によって投資家が被る損害の双方について、十分な議論がなされてこなかったことにあるように思われる。また、不実開示の関与者に対する損害賠償責任を整備する際に、発行会社の責任とその他の責任主体の責任の役割分担が必ずしも十分に意識されなかったことも問題である。不実開示の関与者に対する損害賠償責任を、投資家の損害填補機能を中心とした制度として位置づけるか、不実開示の抑止機能を中心とした制度として位置づけるかによって、望ましい責任主体のあり方も異なるからである。

本稿は、以上に述べた問題を解決する示唆を得るために、不実開示が発覚したことによる生じる株価下落の要因と投資家の属性を組み合わせることで、不実開示と流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任によって投資家が被る影響を分析している。不実開示の発覚後の株価下落の要因は、少なくとも3つあるように思われる。1つ目は、真実の情報の反映である（以下、要因①という）。2つ目は、不実開示の発覚に伴う信用毀損などである（以下、要因②という）。3つ目は、損害賠償責任、訴訟費用や課徴金という形で、将来、会社から財産が流出することが予想されることである。

一方、本稿は、投資家の属性を6つに区分している。投資家①とは、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家②とは、不実開示後に株式を取得し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家③と

¹新世代法政策学研究第11号303-346頁（2011年3月）。Available at http://www.juris.hokudai.ac.jp/gcoe/journal/LPG_vol11/11_15.pdf

(注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

は、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す。投資家④とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家⑤とは、不実開示前から株式を保有し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家⑥とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す。

そして、発行会社の損害賠償責任は、投資家①～⑥に以下のような影響を与える。流通市場において不実開示を行った発行会社に対して損害賠償責任を追及することができるのは、投資家①と投資家②である。したがって、投資家④と投資家⑤は、投資家①と投資家②と同じく株価下落損害を被っているにも関わらず、株価下落損害について損害賠償請求できないことになる。そして、投資家①と投資家②が追及可能な発行会社の損害賠償責任を最終的に負担するのは、不実開示発覚時の株主である投資家①、投資家②、投資家④、投資家⑤となる。しかし、投資家①と投資家②は損害賠償責任を追及する主体であるので、最終的には、発行会社が投資家①と投資家②に損害賠償責任を履行することによって生じる株式価値の減少額を上回る損害賠償を得ることができる。そのため、発行会社の損害賠償責任の負担者とはいえなくなる。すなわち、発行会社の損害賠償責任は投資家④と投資家⑤によって負担されることになる。

現時点で、筆者は、発行会社の損害賠償責任は、損害填補よりも違法行為抑止に重点を置いて制度設計がなされることが望ましいと考えている。発行会社が負担すべき損害賠償責任額をどのように調整しようと、不実開示の被害者である投資家④と⑤から同じく不実開示の被害者である投資家①と②への利益移転は発生するからである。被害者同士の利益移転で損害填補を図るという制度設計は、被害者救済という観点から正当化することは困難ではなからうか。

しかし、発行会社の損害賠償責任を違法行為抑止の観点から説明するというだけではしても、投資家間での利益移転を正当化するためには不十分であるが生じることは否定できない。発行会社の損害賠償責任の合理性は、事後的に投資家間の利益移転を生じさせることによって、経営者、従業員、株主など発行会社の関係者に不実開示を防止するインセンティブを付与することができるか否かにかかっている。そして、発行会社が損害賠償責任を負うべき額は、経営者などに付与される不実開示を防止するインセンティブの大きさを決定する重要な要素である。したがって、本来であれば、「不実開示を防止するインセンティブを付与するために望ましい損害賠償責任額とは何か？」という観点から、発行会社が負うべき損害賠償責任額は決定されなければならない。しかし、発行会社の損害賠償責任が制度として社会に受け入れられるためには、発行会社が負うべき損害賠償責任額にも限度が存在するように思われる。

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。