

虚偽記載における取締役民事責任の比較研究 —発行市場と取引市場の責任の区別を兼論する—

湯 欣*・李 卓 卓*

- 一 問題の提起
- 二 アメリカ法における取締役の民事責任
- 三 アメリカ以外の国における虚偽記載における取締役の民事責任——ドイツ、イギリス、日本を例として
- 四 比較法の考察による示唆
- 五 結論

一 問題の提起

中国の証券法は2019年に大きく改正された。改正後の証券法は2020年より実施された。改正後の中国証券法の85条によれば、虚偽記載において過失がある取締役、監査役及び高級管理職は発行者と連帯して賠償責任を負わなければならないとされた⁽¹⁾。改正前の旧中国証券法63条には、「責任がある」取締役のみが損害賠償責任を負わなければならないと規定されていた。改正後の中国証券法85条の内容と改正前の旧証券法63条と比べれば、主として①「責任がある」という責任主体の制限がないこと、②連帯責任に発行市場と取引市場が区別されていないこと、③責任の主体となる取締役に社内や社外が区別されていないこと、の三点が前者の特徴として挙げられる。

改正後の中国証券法85条の規定について、2020年に康美医薬株式会社事件が起きた後、中国の学界において激しく批判されている⁽²⁾。実は、中国においてそれまでに取締役が連帯責任を負うという立法モデルに関して強烈な反対意見はなく、虚偽記載の民事損害賠償に関して発行市場と取引市場を区別すべきと主張することもあまりなかったのである。その原因について、中国において

* 湯欣（清華大学法学院教授）；李卓卓（清華大学法学院博士課程）。
訳者：朱大明（東京大学法学政治学研究科特任教授）。

関連する学説が発展する過程において外国法の影響を受けたが、多くの外国の証券法には発行者が証券会社、取締役及び公認会計士事務所等の証券仲介機構と連帯責任を負うと定められたことは重要であろう⁽³⁾。また、中国において、発行市場と取引市場を区別する意識が欠けるため、連帯責任の観念が発行市場から取引市場まで影響を及ぼした。さらに、虚偽記載の民事責任の構造と範囲に関する研究の中では、アメリカの1933年証券法11条の規定が主要な或いは唯一の参考立法例とされたため、中国の証券法の実務と理論の発展に大きな困難をもたらされた。なお、2020年改正中国証券法の立法背景からして、近年、違法・犯罪の行為が多発しているため、2020年中国証券法の改正は厳格的な法制度を規定すべきとの立法理念の影響をも受けたといったことも挙げられると考える。

また、中国証券法の理論において、取締役の民事責任に関する比較法の研究にはアメリカの1933年証券法11条を重視し過ぎて、その他の国に関する比較法の研究が極めて少ない。アメリカの1933年証券法11条の適用範囲について、発行市場の責任に限定されている。アメリカの判例法では11条の適用条件が厳格的に制限されている。また、アメリカの判例において1933年証券法11条以外に多くの規則が発展しているため、11条の表記と一致しない判例の法理又は理論が多数形成された。比較法の研究からして、アメリカ以外に、イギリスとドイツにおいては、中国とは大きく異なる証券虚偽記載の取締役民事責任体系が形成している。これにより、発行市場を規制するアメリカの1933年証券法を含めてアメリカ法は中国立法の唯一の参考立法例ではなく、ほかの国の立法例を参考にする必要もあると考える。

2023年は中国の経済発展にとって重要な年であると思われる。法律が経済と社会の形成に対してどのような役割を果たすかは、中国の市場経済の将来の運命に係る重要な問題となる。1992年から2023年にかけて、中国の資本市場は急速な変化を遂げ、資本市場の法制も飛躍的に進歩している。現在、中国の資本市場において、証券法と会社法のような基本法律と証券市場の監督機関による規定及び最高人民法院による司法解釈により資本市場の多層的な法体系が形成した。また、最近の中国行政機関の改革に関連するが、資本市場の監督体制について、“一委、一行、一会、一局”という資本市場の監督体制が構築・確立された⁽⁴⁾。証券法は中国の資本市場法制の重要な一部である。証券法の

法制度目的は投資家に投資のリスクを補填するような保護の体制を制定するためではなく、資本市場の法律体制と資本市場の監督体制及び資本市場の投資・融資制度の運営に効率的かつ合理的、詳細な制度の基盤を提供するためである。現在、中国において会社法の改正が順調に行われている。会社法改正の中、中国の学会は次回の証券法の改正に向けて準備を行うことを考える必要がある。特に、近年、中国の学会では、虚偽記載に関する民事責任の構成を反省する研究が多く行われている⁽⁵⁾。法律の実務において、中国の裁判所は、改正後の中国証券法 85 条に定められる厳格な連帯責任をそのまま適用せずに、「比例的連帯責任」を採用して判決を下した事例が少なくない。しかし、それでも、「比例的連帯責任」は必ずしも問題ないとはいえない。中国において、「比例的連帯責任」について、法理論の面からしばしば批判されている⁽⁶⁾。虚偽記載における取締役の民事責任に関して、「比例的連帯責任」は全額に連帯するものではないものの、一定の範囲内に連帯責任を負うということも厳しすぎると思われ、さらに、会社の運営と管理に大きな法的リスクを生じさせる可能性があると考えられる⁽⁷⁾。中国の証券法理論の発展が進まない原因について、学説の移植・継承と立法政策的動因等の影響を受けたことにあると考える。現在の法制度と法理論の下に問題をうまく解決することが難しいかもしれないと考えるため、根本的に理論と制度を再構築をする必要があると考える。

また、証券の虚偽記載に関する民事訴訟において、どの種類の取締役がどのような民事責任を負うべきかについて、証券の発行市場と取引市場を区別したうえで、取締役の民事責任を判断すべきと考える。虚偽記載における取締役等の民事責任について、改正後の中国証券法 85 条に定められた立法のモデル、民事訴訟における裁判所の裁判の方法、行政監督における監督機関となる証監会の態度は、重要なものとして検討しなければならないと考える。そのため、本稿では、虚偽記載における取締役等の民事責任を中心に、アメリカ、ドイツ、イギリス、日本の四か国を対象とする比較法の手法を使用して、取締役の民事責任の類型とその理論基礎及び発行市場と取引市場の責任の区別を考察・分析したうえで、中国の法制度の改正方向を提示したいと考える。

(1) 中国の証券法 85 条によれば、過失のある取締役と高級管理職は発行者と共同で連帯責任を負わなければならないとされている。また、2022 年に最高人民法院により制定・公布さ

れた「虚偽記載の民事賠償に関する司法解釈」(法釈[2022]2号)の14条及び15条によれば、取締役、監査役及び高級管理職の過失の認定規則が定められた。16条において過失に関して独立取締役の抗弁事由が定められた。これらの条文に基づく虚偽記載の民事責任追及訴訟において、監査役と高級管理職の責任構成とその範囲に関して取締役の規定が準用されることとなる。

- (2) 陳潔「虚偽記載に対する民事賠償制度の新理念とその実現」『法律適用』3巻2022号56頁。康美医薬株式会社事件において、上場会社である康美医薬株式会社が利益の虚偽を行った後、投資者保護機構は55326名の投資者を集めて特別証券代表人訴訟を提起した。その判決によれば、康美医薬株式会社は約25億人民元の損害賠償責任を負い、康美医薬株式会社の取締役、監査役、高級管理職、及び公認会計士事務所は約25億人民元の損害賠償責任に対して、各自の過失の程度により、100%～5%の間の比例的連帯責任を負うことになった。5%の比例的連帯責任でも約1.25億人民元という巨額の金額になるため、中国において証券法85条に定められた虚偽記載の主体责任等が批判されている。
- (3) 韓松「証券法違反の民事責任とその立法の改善」『法学』1995年4号47頁、郭敏「情報開示義務における民事責任の探求」『山東法学』1997年47号24頁。
- (4) 「一委」とは、中国共産党の金融政策の中央意思決定・調整機関である中央金融委員会、「一行」とは中央銀行となる中国人民銀行をいい、「一会」とは中国证券监督管理委员会をいい、「一局」は2023年に新しく設立された国家金融監督管理局をいう。
- (5) 耿利航「詐欺理論の再考」、『法学研究』2020年6号。
- (6) 民法518条1項によれば、連帯債務において、債権者は連帯債務者に債務の全額を清算するよう請求することができる⁸⁾とされている。李志剛弁護士、劉春梅弁護士は、比例連帯債務は純粋な価値判断であり、厳密な理論的論拠を欠き、法律学的根拠もかなり弱いと批判している。李志剛他「有価証券の虚偽記載に関する紛争における独立取締役の責任」『人民司法』2022年1号、106頁。
- (7) 黄輝「独立取締役の法的義務と責任」、『中外法学』2023年1号、203頁。

二 アメリカ法における取締役の民事責任

(一) 発行市場における取締役の民事責任

アメリカの1933年証券法(Securities Act)には、取締役の投資家に対する損害賠償責任の類型について、2つある。一つは、1933年証券法11(a)(2)/(3)条に定められた「目論見書に署名した取締役は、投資家に対して負わなければならない損害賠償責任」である⁽⁸⁾。もう一つは、1933年証券法15条(a)に定められた「支配者責任」(Controlling Person Liability)である。この15条(a)の立法目的は行為者が名目上の取締役を通じて目論見書に署名することによって、

11 条に定められた民事責任を回避することを防ぐためである⁽⁹⁾。

1 アメリカの 1933 年証券法 11 条に定められた民事責任

アメリカの 1933 年証券法 11 条において、取締役が民事責任を負うことに関する理論根拠について、取締役は就任の時から、取締役の地位に応じる法定義務 (Affirmative Obligations imposed by Law) を負わなければならないことから、取締役が目論見書に署名してこの法定義務に違反すれば、損害賠償責任を負わなければならないということとなる⁽¹⁰⁾。これによって、11 条に定められた取締役の民事責任は、資本市場法制において取締役の職務に対する規制に由来するものである。また、11 条は、アメリカの 1933 年証券法施行前に存在したコモンロー上の免責事項の多くを否定し、責任の主体に立証証明責任を課したものである。なお、アメリカの 1933 年証券法は、そのほかのコモンロー上の救済措置を消滅させるものではない⁽¹¹⁾。これにより、アメリカの 1933 年証券法 11 条による目論見書に関する取締役の民事責任の性質は、特別の法定民事責任であると考えられる。

アメリカの判例において、1933 年証券法 11 条の適用範囲が限定されつつ、その適用の構成要素が明確化にされることによって、目論見書に関する取締役の民事責任に対する同条の適用が制限されている。1967 年のある判決では、「追跡要求規則」(Trace) が制定された⁽¹²⁾。この規則は、11 条の適用範囲を大幅に制限したのである。その制限を具体的に説明すると、第一に、機関投資家及び直接に元引受証券会社から株式を取得できごく少数の投資家しか 11 条にしたがって損害賠償責任を請求することができない。第二に、目論見書に関して、11 条の民事責任を追及するには、投資家が当該株式を保有する場合のみ、11 条にしたがって目論見書における虚偽記載の民事責任を追及することができる。第三に、投資者が所持する株式は、虚偽記載がある目論見書と関係がなければ、11 条を適用することができない。具体的に、例えば、優先株を所持する株主は、新規発行の普通株の目論見書にあった虚偽記載を根拠として損害賠償を請求することはできない。また、最初に発行した株式を保有する投資家は、その後に株式を発行する目論見書に虚偽記載があったことに対して損害賠償を請求することができない⁽¹³⁾。さらに、1995 年にアメリカ連邦最高裁判所は、直接に発行者から株式を取得した投資者、すなわち有価証券の最初の引受人の

みが11条を適用することができる」と指摘した⁽¹⁴⁾。

2 アメリカの1933年証券法15条に定められた支配者責任

アメリカの1933年証券法15条によれば、1933年証券法11条及び12条に定められた行為者を支配する者は、支配される者の不正行為を知らない又は知る合理的理由がない場合を除き、支配される者と連帯責任を負わなければならないとされた⁽¹⁵⁾。1933年証券法の最初版には過失の抗弁要件が定められなかったが、この過失の抗弁要件は1934年に増設されたものである⁽¹⁶⁾。

(二) 取引市場における民事責任

流通市場の虚偽記載について、アメリカの判例法において1934年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) 10条 (b) に基づき制定されたSEC規則10b-5 (以下では10b-5と略す。) に定められた投資家の損害賠償責任から発展した。10b-5に違反する民事責任の性質は法定責任となる。1946年のある判例では、不法行為法に基づいて10b-5に従って黙示の訴権が最初に認められた。しかし、アメリカ連邦最高裁判所はJ.I. Caseの事件において10b-5による訴権の根拠が証券取引法に由来することを明確に示した⁽¹⁷⁾。

アメリカの1933年証券法と異なり、1934年証券取引所法に従い会社が10-Q又は8-K等の資料に関して日常の情報開示を行う際に、取締役はこれらの文書に署名する必要はない⁽¹⁸⁾。1933年証券法の11条は、発行市場における取締役の特別な法定民事責任を定めたが、1934年証券取引法には取締役は特別な法定民事責任を負わなければならないと定められていない。

したがって、取引市場において、取締役は取締役の地位により直接に投資者に対して10b-5に定められた虚偽記載における取締役の不作为による民事責任を負わないこととなる⁽¹⁹⁾。言い換えれば、非発行者である者に関する特別の法定責任が存在しないため、取締役は直接に投資者に対し情報開示の義務を負わない⁽²⁰⁾。さらにいうと、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任は、詐欺に基づくものである。アメリカ法では、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任について、「支配者の責任」と「幫助・教唆の責任」との二種類がある⁽²¹⁾。

アメリカの1934年証券取引法に関して、その立法経緯、規制目的、規制体系

及びその法律実務上の発展を考察すれば、取締役、公認会計士、元引受証券会社等の主体が不特定の投資家等の第三者に対して注意義務又は開示義務を課していない。1934年証券取引法20条に定められた「支配者の責任」は、法定される実質的支配者を規制するためであるというより、支配権を有する主体（具体的には、社外取締役と社内取締役及び執行役等の経営者を含む）を規制するためであるというべきである。会社の取締役及び執行役等の経営者は支配者責任の構成要件を満たした場合のみ、1934年証券取引法10bに違反する行為に対して民事責任を負う⁽²²⁾。したがって、判例法では、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任を追及する際に、20条に定められる「支配者の責任」を適用しなければならないと指摘した判例も存在する⁽²³⁾。

流通市場の虚偽記載について、極端的な場面のみにおいて、取締役は個人の民事責任を負う。「極端的な場面」について、判例法では、例えば、Zipco事件において、発行者が倒産手続きに入ったときに、取締役の行った虚偽記載は単純な不作為でなく、故意に詐欺行為を行った行為とされた⁽²⁴⁾。また、取締役が故意に関連情報を開示せずに取引を行って、取引の相手方を欺いた。この場合の責任は、虚偽記載により生じた民事責任というより、インサイダー取引行為により故意に詐欺を行った行為の民事責任というべきであると指摘された。Zipco事件において、裁判官は、取締役会が会社の経営を支配していることから、全ての取締役が支配者に該当すると認定したものの、詐欺的な行為を行った者は会社の最高経営責任者となる首席執行役のみであると認定した。そのほかの取締役は幫助・教唆の行為を有せず、しかも、取締役は監督義務を負うが、その監督義務に違反する行為は直ちに詐欺行為に該当することができないため、結局、最高経営責任者である首席執行役のみは1934年証券取引法20条に違反したと認定された⁽²⁵⁾。

以下では、アメリカ法における流通市場の取締役民事責任に関して、「支配者の責任」と「幫助・教唆の責任」との二つの類型を簡単に説明する。

1 「支配者の責任」

「支配者の責任」は取締役の投資者に対する責任の一類型である。上述したようにアメリカの1934年証券取引法20(a)条に「支配者の責任」が定められた。この規定によれば、支配者は被支配者と連帯責任を負わなければならない

とれている⁽²⁶⁾。私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 以下ではPSLRAと略す。)において、故意に10b-5に違反する以外の場合の取締役の連帯責任は廃止された(Joint and Several Liability)⁽²⁷⁾。「支配者の責任」の立法目的は、支配力を有する取締役はその被支配者の違法行為に関与した場合、その取締役に損害賠償責任を負わせることにある⁽²⁸⁾。「支配者の責任」の本質は派生の責任である。その前提としては、被支配者が証券法に違反する行為を行ったことが必要である⁽²⁹⁾。10b-5に定められた「支配者の責任」は、私人によって提起される民事訴訟に適用するものだけでなく、アメリカ証券監督委員会(SEC)により提起される訴訟にも適用する。⁽³⁰⁾また、「支配者の責任」は、雇用者責任(Respondeat Superior)又は代理人責任(Agent Principle)等の二次的責任規則に取って代わるものではない⁽³¹⁾。虚偽記載の民事責任に関して、二次的責任規則は主として従業員の責任を判定するときに使われているものであるため、取締役の規制に関してあまり重要な意義がないと思われる。また、会社が従業員によって行われた不法行為に対して責任を負う場合、雇用主は会社であり取締役ではない⁽³²⁾。これにより、取締役が民事責任を負うことは、「支配者の責任」に基づくものでなければならない⁽³³⁾。

「支配者の責任」の構成について、「支配者の責任」の適用要件として「支配力を有すること」と「違法行為に参与することに過失があること」を満たさなければならないとされている⁽³⁴⁾。具体的には、まず、「支配力を有すること」について、支配者は被支配者に対して支配権又は支配力を有しなければならない。また、「支配力を有すること」を判断する際に、違法行為をコントロールする権力と実際会社の経営に関与する具体的な状況を考慮しなければならない⁽³⁵⁾。つまり、取締役は会社の当然の支配者ではなく、取締役の地位を有する者でも、必ずしも支配権を有する者に該当するとは限らない⁽³⁶⁾。また、コンサルタントを提供することは支配権を有することではない⁽³⁷⁾。外部の取締役は、会計・法律等の専門知識を有するものとして、取締役の地位を有するが、直ちに支配権を有する者に該当するというわけではない⁽³⁸⁾。これにより、基本的に取締役は違法行為に賛成したとしても「支配者の責任」を負わないこととなる⁽³⁹⁾。但し、取締役は会社の日常管理に積極的に関与する場合は、当該取締役は支配権を有すると認定されうる⁽⁴⁰⁾。その具体的な場面として、取締役が会社の経営によく関与して情報開示の文書に署名したことが例として挙げられ

る⁽⁴¹⁾。

次に、「違法行為に参加することに過失があること」(Culpable Participation)⁽⁴²⁾。支配者に損害賠償責任を負わせる理論の根拠について、支配者は真の不正行為を行う者として、被支配者を支配することによって被支配者に違法行為を行わせるため、支配者の行為を規制すべきということにある⁽⁴³⁾。取締役を支配者として判定する際に、操縦又は意図的な詐欺に相当する具体的な不正行為を行うことは要件として必要となる⁽⁴⁴⁾。その理由について、法律は如何なる場面でも支配者に違法行為に対して損害賠償責任を負わせるというわけではない⁽⁴⁵⁾。取締役が参与する行為に過失がなかった場合は、支配者に該当するとしても 10b-5 による責任を負うことがない。取締役の行為が詐欺的な行為に該当するかを判断することについて、責任の主体となる取締役の中で社外取締役と社内取締役が区別されていない。しかし、外部の取締役の民事責任を追及する際に、その外部の取締役の主観上に故意に詐欺行為を行ったことがあることを立証することは比較的困難である⁽⁴⁶⁾。また、「参与する行為に過失がある」の適用を削除すべきと主張した判決があり、この判決において、「参与する行為に過失がある」という要件は支配者の善意的抗弁の事由と矛盾すると指摘された。すなわち、「支配者の責任」の中身について、支配権の濫用である。したがって、この責任に対して、行為者は善意をもって抗弁することができる⁽⁴⁷⁾。これは「支配者の責任」と「雇用者の責任」の間の最も大きな違いであろう⁽⁴⁸⁾。支配者は上記した要件を満たした場合、善意を有することを立証証明して抗弁することができる⁽⁴⁹⁾。

支配者の責任範囲について、アメリカの 1934 年証券取引法 21D (f) を適用する。私的証券訴訟改革法 (PSLRA) において、「支配者の責任」の構造はそのまま維持され、支配者の損害賠償責任について連帯責任から割合的責任（賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任をいう）に変更された。その責任の構成について 1934 年アメリカ証券取引法 20 条 (a) を適用する点は変わらないが、責任の範囲については同法 21 条 D (f) を適用することとなる⁽⁵⁰⁾。また、支配者が違法行為を行った時に主観上に故意 (Knowingly Committed a Violation) がある場合、全ての損害に対して損害賠償責任を負わなければならない。支配者の行為に故意がない場合、割合的責任だけを負う⁽⁵¹⁾。

2 幫助・教唆理論の内容とその限界

「支配者の責任」以外に、1994年頃までにアメリカの裁判所は10b-5に従って特定の状況に取締役は投資者に対して民事責任を負わなければならないとした。その責任の理論根拠は、幫助・教唆による責任(Aiding and Abetting Liability)とされていた。幫助・教唆の理論は1966年頃初めて証券の虚偽記載の事件に適用された。その事件では、不法行為法リステイトメントは幫助・教唆を確立したものの、その時にアメリカ判例法分野において10b-5による民事責任の本質は不法行為責任であると思われることを踏まえて、幫助・教唆の責任は10b-5による民事責任にも適用されると指摘された⁽⁵²⁾。

しかし、1994年の中央銀行事件において、アメリカ最高裁判所は幫助・教唆の行為に対して投資家は10b-5⁽⁵³⁾に基づく民事訴訟権を有しないと判示した。当該判決の影響を受けて、アメリカの裁判所の認識は変わった。すなわち、民事訴訟において幫助・教唆の行為に対する提訴は10b-5を適用しないということとなった。中央銀行事件が終わった後、アメリカの多くの裁判所は10b-5の適用範囲に幫助・教唆の行為が含まれないため、10b-5による民事責任を拡大解釈して幫助・教唆の行為に適用することはできないと認識した⁽⁵⁴⁾。また、アメリカ最高裁判所は、第二次不法行為法リステイトメントにしたがって、幫助・教唆の行為を提訴することができると指摘した。但し、幫助・教唆の行為は証券取引法の適用の対象外である⁽⁵⁵⁾。アメリカの1934年証券取引法には詐欺的な行為に関して詳細に列挙されたため、裁判所は拡張解釈を行うことによって10b-5の適用範囲を広げる必要がないとした⁽⁵⁶⁾。また、中央銀行事件が終わった後に、幫助・教唆の行為に適用する法律は完全になくなったというわけではなく、アメリカ証券監督委員会(SEC)が原告となる行政訴訟において、依然として幫助・教唆の責任を適用することができるとされている⁽⁵⁷⁾。

3 中央銀行事件の後のアメリカ法の変化

中央銀行事件において、アメリカ最高裁判所は証券取引法及びその民事責任を拡張解釈することに慎重な立場に立ったと見られる。中央銀行事件が終わった後に、アメリカでは、取締役が民事責任を負う理論の根拠について、幫助・教唆の基準から実質的に支配するという「支配者基準」に変わった。

具体的には、まず、中央銀行事件の判決において、アメリカ最高裁判所は

1934年証券取引法の立法者が二次的責任（Secondary Liability）を無視したというわけではなく、1934年証券取引法20条は「支配者の責任」を確立したことによって、幫助・教唆の責任を排除するうえ、証券取引法の二次的責任の主な類型を確立したのである。逆に言えば、1934年証券取引法の立法者は幫助・教唆の責任を確立する意図を有しない⁽⁵⁸⁾。次に、法律の適用に関して全ての責任主体の負う責任は主要責任であるため、10b-5の適用につき責任主体に「故意に詐欺的な行為を行ったこと」又は「詐欺的な行為を操縦した」ことが要求される⁽⁵⁹⁾。1995年アメリカ私的証券民事訴訟改革法は1934年証券取引法21D(f)を修正して、虚偽記載であることを認識した上でそれに積極的に関与した者を除く被告は割合的責任（Proportional Liability）（賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任をいう）を負うと定めた⁽⁶⁰⁾。「賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任」という責任について、全ての責任主体の過失を明確にすることを裁判所に求めることになった⁽⁶¹⁾。また、1977年アメリカ最高裁判所は、10b-5によって立法者が詐欺的な行為又は操縦行為を行うことを禁止する意図を有せず、不法行為に「詐欺性」を有する場合のみ10b-5を適用することができると指摘した⁽⁶²⁾。おな、1994年以降の判決において、取引市場における虚偽記載がある場合、取締役が発行者を実質的に支配するのであれば、「支配者の責任」を適用して10b-5の民事責任追及されうると説かれている。

アメリカ最高裁判所は、アメリカ証券監督委員会は幫助・教唆の責任に関して多くの政策的観点を提出したが、それらの政策的観点は法律の条文及び法律の体系を超えてはならないと指摘した⁽⁶³⁾。10b-5による民事責任を幫助・教唆の行為者まで拡張解釈すれば、投資者への救済機能を強化することができるが、必ずしも証券法制度の立法目的を実現することに資するとは限らない。幫助・教唆の行為者に二次的責任を負わせることは証券市場の取引の公平性と効率に反するかもしれないと指摘された⁽⁶⁴⁾。

（三）小括

1 発行市場と取引市場の区別

取締役の民事責任に関して、アメリカの法律と判例において証券の発行市場と取引市場が明確に区別されている。

発行市場において、アメリカの1933年証券法11条において目論見書に署名した取締役は民事責任を負うと明確に定められた。この定めによれば、詐欺により生じる民事責任の主体と賠償の目的は大幅に広げられた⁽⁶⁵⁾。これに対して、発行市場の規則と異なり、取引市場についてアメリカでは1934年証券取引法において明確に情報開示に違反する行為の民事責任が定められていないため、判例法の規則が発展している。判例法の規則によれば、取締役が虚偽記載における責任の主体に含まれるのではなく、1934年証券取引法における二次的責任規則により、特に「支配者の責任」を通じて、虚偽記載における取締役の民事責任を追及することができる。

次に、アメリカの1933年証券法15条と1934年証券取引法20(a)条においても「支配者の責任」が定められたが、その内容に以下幾つかの違いが存在する。第一に、1933年証券法15条に定められた「支配者の責任」は、同法11条の補足規定と位置付けられる。具体的にいうと、15条は行為者が名目上の取締役を通じて目論見書に署名しない方法で責任を回避する、という行為を防ぐために定められたものである。一方、取引市場において、「支配」イコール「署名」ではない。「支配」は取締役が民事責任を負う理論の根拠となる。1933年証券法の15条によれば、「支配」は責任構成の要素となり、「善意」が抗弁の事由となる。つまり、支配者は被支配者の不法行為を知らない、又は知るはずがない理由があることを抗弁の事由とすることができる。これに対して、1934年証券取引法20条(a)に定められた「支配者の責任」では、支配者は故意又は重過失を有することが要求され、かつ、積極的に参与する行為も求められる。

2 マクロの原因——詐欺の防止はアメリカの資本市場における法律の主要な目的となる

情報開示により市場の効率を高めることは、アメリカの資本市場における法律の主な目的であり、市場効率のメカニズム(The Mechanisms of Market Efficiency)に基づき、情報開示を通じて市場の効率を引き上げることはアメリカ法の主な特徴でもある⁽⁶⁶⁾。しかし、そもそも市場効率の仕組みは行動経済学理論として、その仮定は現実に存在しない。現実において、情報は価値が高いもの(Costly)であり、不均等な分配の問題(Unevenly Distributed)、代理者が自分の利益のために行動する問題(Self-interested)、及び取引の費用等の問

題が存在する⁽⁶⁷⁾。これにより、資本市場の法律は、立法又は判例を通じて絶対的な市場の透明性を追及するのではなく、法制度を構築していく過程に、「詐欺防止」という立法の目的を反映することが重要とされている。「詐欺防止」という立法の目的に基づき、アメリカ法では、百年かけて発行市場と取引市場の規則を区別する規則が形成された。その原因について、以下3点があると考ええる。

第一に、立法を行う際には、それによって生じる便益だけではなく、コストも考慮しなければならないことである。民事責任の設定はコストが非常に高い救済の手段となり、市場の主体に高い金額の損害賠償責任を負わせることになる。市場の主体は法律のリスクを回避しなければならないこともあるため、その証券市場に参加する意欲が弱くなる。証券の発行において、最初、発行者の情報は全て発行者及びその会社の内部から得られるものである。したがって、証券市場の価格形成制度は発行者及びその関係者からの影響を受けやすいものである。投資者は発行市場において発行者と目論見書を作成する者による詐欺を受けやすい。したがって、アメリカの立法は、取引市場より、発行市場における取締役の民事責任を強化して、投資者の立証責任を大幅に引き下げた。また、目論見書の署名者が負うべき責任の基準からして責任の主体の範囲を広げた。

第二に、アメリカの裁判所は、具体的な審判において法制度の立法目的から判例法の規則を構築することによって取引市場の民事責任制度を制定した。但し、その全体からすれば、その取引市場の民事責任制度につき1933年証券法11条、12条の程度まで強化されていない。その根本的な原因について、発行市場と取引市場において、投資者としてその情報の元が異なり、発行者及びその会社内部の資本市場に対する影響に差異があるため、発行市場の投資者をより保護する必要がある。証券法は取締役が目論見書に署名することを要求するだけでなく、連帯責任を通じてさらに投資者の利益保護を強化するのである。それは、弱者としての投資者に救済を提供するものであり、公開市場における民事責任制度の制裁と予防の機能によるものでもあると考える。

第三に、取引市場においてどのような民事責任を設定すべきかについて、証券取引法の立法目的に合わせて考慮しなければならない。逆に言えば、取引市場における損害賠償責任に関して最も注目しなければならない問題は、損害賠償責任が証券取引法の立法目的に符合するかということである。アメリカで

は、投資者が初めて 10b-5 に従って損害賠償責任を追及した 1946 年の Kardon 事件において、ペンシルベニア州東部地区連邦地方裁判所は 10b-5 に基づく損害賠償責任の本質は不法行為責任であると判示した⁽⁶⁸⁾。しかし、1979 年に、アメリカ最高裁判所は、取引市場において不法行為法に従って 10b-5 に違反した行為の民事責任を認めることは完全に誤っていると指摘した。その理由として、以下の点が挙げられた。10b-5 により生じる損害賠償責任について 1934 年証券取引法の歴史と目的から解釈しなければならない。同法の規定に違反することから法定の請求権 (Statutory Cause of Action) が生じるかを判断するのは体系解釈の問題となり、何らかの規定に違反した行為は当然に損害賠償責任を生じさせるというわけではない。したがって、1934 年証券取引法の立法者が、10b-5 に違反した行為の民事責任を創設する意図を持っていたかを考察しなければならない⁽⁶⁹⁾。そして、10b-5 に関して立法者は民事訴訟の提訴権を創設していないと指摘した。この規定を設けた立法者の意図は、民事責任規則の意義は法律が操縦行為 (Manipulation) を禁止することであり、法律は損害を受けた投資者だけに民事の救済を提供すべきであるということを認識したうえで⁽⁷⁰⁾、アメリカ証券監督委員会 (SEC) による監督管理に根拠を提供するものにすぎない。

3 ミクロの理由——取締役義務の理論根拠となる

取締役の責任を形成するミクロのロジックからすれば、流通市場の虚偽記載の事件において、アメリカの裁判所は取締役が行った実際の行為に基づき当該取締役の責任を認定すべきであって、取締役の地位に基づき取締役の責任を認定すべきというわけではないと強調した。

アメリカの判例においては、取締役による詐欺的な行為又は取締役による不法行為を審査する理論の基礎について、取締役は投資者に対して直接的な情報開示の義務を負わないため、過失がある取締役のみ投資者に対して直接に損害賠償責任を負いうるということとなる。その理由について以下では詳細に述べる。

まず、その理論の前提について、過失や重過失に基づく取引市場の民事責任は、信認義務又は信認関係の存在が前提となる。アメリカの Langevoort 教授は、証券市場の監督及び私法における開示義務の正当性を検討し、情報開示義

務と詐欺の関連性を論じたうえ、情報開示義務の源泉について、①不法行為法の規制、②財産の規制との2つがあると指摘した。①について、開示義務の意義は誤解を生じさせないことにありと指摘される。②について、情報開示の義務によって財産に対する情報の権利を積極的に創出することにあると指摘される。Langevoort 教授は、②の部分の情報開示規則は法律分野に大きな混乱をもたらしようと指摘した⁽⁷¹⁾。Easterbrook 裁判官は、情報開示の義務が不法行為の類型に帰属することに賛成する。すなわち、情報開示は信認義務が存在することを前提としなければならない。信認義務が存在しない場合、不作為の詐欺行為に該当しない⁽⁷²⁾。

次に、実際、取締役は上場企業が継続的な開示を行う時は、投資家に対して信認義務を負っていない点が挙げられる。取締役は、積極的な作為義務がある場合を除いて、重要な遺漏を知りながら情報の開示をしなかった場合も直ちに詐欺的な行為に該当すると解されない。「積極的な作為義務」は証券取引法或いは証券取引法と 10b-5 に由来するものではなく⁽⁷³⁾、証券法以外の信認関係 (Fiduciary Relation Outside Securities Law) に由来するものでなければならない⁽⁷⁴⁾。証券法以外に、会社法の構造において、取締役は会社に対して信認義務を負う。しかし、当該信認義務は、その内容を虚偽記載の是正・回避まで拡張することはできず⁽⁷⁵⁾、その保護の対象を一般投資家まで拡張することもできない⁽⁷⁶⁾。これにより、取締役は、取締役の地位を有することによって虚偽記載における不作為の行為に対して 10b-5 に定められた民事責任を負うことはない⁽⁷⁷⁾。取締役の民事責任は、法定義務の違反ではなく、「詐欺防止」の目的により生じるものでなければならない。アメリカでは、1994 年頃までの裁判所は、取締役が発行者の違法行為を止める行動をしなかっただけで、不正行為に該当すると解していたが、これらの判決は、幫助・教唆の理論に基づいて判断されたものである。これらの判決は 1994 年にアメリカ最高裁判所により中央銀行事件の判決が出された後に、意義がなくなった⁽⁷⁸⁾。同判決後も、取引市場において、資本市場法制の目的は詐欺の防止である点は変わらない。情報開示の規制及び民事責任は詐欺の防止に反するという点から構築されている。情報開示規則には必ず民事責任が附随しなければならないということは存在しない。実際、アメリカの Fischel 教授は 1981 年既に「アメリカ最高裁判所は 10b-5 による幫助・教唆の責任を否定すべきである」と指摘した。彼の主張は

1994 年の中央銀行事件において裁判官に採用された⁽⁷⁹⁾。

- (8) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p.1603.
- (9) Fletcher's Report, in: S.Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933), p. 5.
- (10) Shulman, *Civil Liability and Securities Act*, 43 Yale L.J. 227, 240 (1933).
- (11) Shulman, *Civil Liability and Securities Act*, 43 Yale L.J. 227, 251 (1933).
- (12) Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1967).
- (13) Sale, *Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of 1933 Securities Act*, 75 Wash.L. Rev. 429, 442 (2000).
- (14) Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561, 115 S. Ct. 1061, 131 L. Ed. 2d 1 (1995).
- (15) U.S.C.A. § 77o (West), 1933 Securities Act § 15.
- (16) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p.1700.
- (17) J. I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 84 S. Ct. 1555, 12 L. Ed. 2d 423 (1964); Kardon v. Nat'l Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946); Ziglar v. Abbasi, 198 L.Ed. 2d 290, 137 S. Ct. 1843 (2017).
- (18) Bloomenthal and Wolff, § 14-24. Directors as primary violators—A duty analysis, *Securities and Federal Corporate Law* (2d ed.), 2022 September Update.
- (19) Mader v. Armel, 461 F.2d 1123 (6th Cir. 1972).
- (20) Wessel v. Buhler, 437 F.2d 279 (9th Cir. 1971).
- (21) Lanza v. Drexel & Co. 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); Decker v. Massey-Ferguson, Ltd. 681 F.2d 111 (2d Cir. 1982); Camp v. Dema, 948 F.2d 455 (8th Cir. 1991); Holmes v. Bateson, 583 F. 2d 542 (1st Cir. 1978).1991; Holmes v. Bateson, 583 F.2d 542 (1st Cir. 1978).
- (22) John J. Musewicz, Vicarious Employer Liability and Section 10(b) In Defense of Common Law, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754, 779 (1982).
- (23) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970).
- (24) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970).
- (25) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh'g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970); Hawkins v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Beane, 85 F. Supp. 104 (W.D. Ark. 1949); Lorenz v. Watson, 258 F. Supp. 724 (E.D. Pa. 1966); Myzel v. Fields, 386 F.2d 718 (8th Cir. 1967). Also see J. Christopher York, *Vicarious Liability of Controlling Persons Respondet Superior and the Securities Acts-A Reversible Consensus in the Circuits*, 42 Emory L.J. 313, 335 (1993).
- (26) Thomas Lee Hazen, § 12:200. Multiple Defendants—Controlling Person Liability

Defined, Treatise on the Law of Securities Regulation | October 2017 Update.

- (27) See Alan Palmiter, *Examples & Explanations Securities Regulation*, eighth edition, Wolters Kluwers, 2021, p. 450.
- (28) Kimmel v. Labenski, No. 85 CIV 0804 (CSH), 1988 WL 19229 (S.D.N.Y. Feb. 10, 1988).
- (29) Rosenzweig v. Azurix Corp., 332 F.3d 854 (5th Cir. 2003); Heliotrope Gen., Inc. v. Ford Motor Co., 189 F.3d 971 (9th Cir. 1999).
- (30) S.E.C. v. J.W. Barclay & Co., 442 F.3d 834 (3d Cir. 2006).
- (31) 例えば、依然として代理人責任を適用することができるものと認定した判決が存在する。see, Pollack v. Laidlaw Holdings, Inc., No. 90 CIV. 5788 (DLC), 1995 WL 261518 (S.D.N.Y. May 3, 1995).
- (32) Rochez Bros. v. Rhoades, 527 F.2d 880 (3d Cir. 1975).
- (33) § 19:2. Availability of common law agency principles, Law of Corp. Offs. & Dir.: Rts., Duties & Liabs. § 19:2 (2022-2023); John J. Musewicz, Vicarious Employer Liability and Section 10(b) In Defense of the Common Law, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754, 779-780 (1982).
- (34) Sanders Confectionery Prod., Inc. v. Heller Fin., Inc., 973 F.2d 474 (6th Cir. 1992); Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973).
- (35) In re Am. Serv. Grp., Inc., No. 306-0323, 2009 WL 1348163 (M.D. Tenn. Mar. 31, 2009).
- (36) Metge v. Baehler, 762 F.2d 621 (8th Cir. 1985); In re Action Indus. Tender Offer, 572 F. Supp. 846 (E.D. Va. 1983).
- (37) Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (38) Bomarko, Inc. v. Hemodynamics, Inc., 848 F. Supp. 1335 (W.D. Mich. 1993); In re Telxon Corp. Sec. Litig., 133 F. Supp. 2d 1010 (N.D. Ohio 2000).
- (39) Alfred F. Conrad, *Control, Responsibility, and Abdication A Dilemma of Securities Regulation*, 17 J. Corp. L. 539, 568-569 (1992).
- (40) In re Envoy Corp. Sec. Litig., 133 F. Supp. 2d 647 (M.D. Tenn. 2001).
- (41) In re Am. Serv. Grp., Inc., No. 306-0323, 2009 WL 1348163 (M.D. Tenn. Mar. 31, 2009).
- (42) Rosen v. Cascade Int'l, Inc. 21 F.3d 1520 (11th Cir. 1994); Gordon v. Burr, 506 F.2d 1080 (2d Cir. 1974); Rochez Bros. v. Rhoades, 527 F.2d 880 (3d Cir. 1975); Metge v. Baehler, 762 F.2d 621 (8th Cir. 1985).
- (43) Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); see also William H. Kuehnle, *Secondary Liability Under the Federal Securities Laws-Aiding and Abetting Conspiracy, Controlling Person, and Agency: Common-Law Principles and the Statutory Scheme*, 14 J. Corp. L. 313, 360-361 (1989).
- (44) Sanders Confectionery Prod., Inc. v. Heller Fin., Inc., 973 F.2d 474 (6th Cir. 1992); Kimmel v. Labenski, No. 85 CIV 0804 (CSH), 1988 WL 19229 (S.D.N.Y. Feb. 10, 1988); McFarland v. Memorex Corp., 493 F. Supp. 631 (N.D. Cal. 1980).
- (45) Brian A. Melhus, *Controlling Person Liability: A Repudiation of Culpable Participation*, 37 J. Corp. L. 929, 942 (2012).

- (46) Polycast Tech. Corp. v. Uniroyal, Inc., 792 F. Supp. 244 (S.D.N.Y. 1992).
- (47) Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); Gordon v. Burr, 506 F.2d 1080 (2d Cir. 1974).
- (48) Brian A. Melhus, *Control Person Liability A Repudiation of Culpable Participation*, 37 J. Corp. L. 929, 947, (2012).
- (49) Hollinger v. Titan Cap. Corp., 914 F.2d 1564 (9th Cir. 1990).
- (50) Laperriere v. Vesta Ins. Grp., Inc., 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008).
- (51) Laperriere v. Vesta Ins. Grp., Inc., 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008).
- (52) Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co., 259 F. Supp. 673 (N.D. Ind. 1966), abrogated by Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); See Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560, 99 S. Ct. 2479, 61 L. Ed. 2d 82 (1979).
- (53) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (54) In re GlenFed, Inc. Sec. Litig., 60 F.3d 591 (9th Cir. 1995).
- (55) See Restatement (Second) of Torts § 876 (1979).
- (56) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); Santa Fe Indus. U.S. 462, 97 S. Ct. 1292, 51 L. Ed. 2d 480 (1977); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 96 S. Ct. 1375, 47 L. Ed. 2d 668 (1976).
- (57) Thomas Lee Hazen, Section 12208 Aiding and Abetting in Post Central Bank Era. Treatise on Law of Securities Regulation. October 2017 Update.
- (58) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (59) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (60) Thomas Lee Hazen, § 12:218. Multiple Defendants—and Several Liability; Proportional Liability, Treatise on the Law of Securities Regulation | October 2017 Update.
- (61) Harden v. Raffensperger, Hughes & Co., 933 F. Supp. 763 (S.D. Ind. 1996).
- (62) Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 97 S. Ct. 1292, 51 L. Ed. 2d 480 (1977).
- (63) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); Demarest v. Manspeaker, 498 U.S. 184, 111 S. Ct. 599, 112 L. Ed. 2d 608 (1991); Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622, 108 S. Ct. 2063, 100 L. Ed. 2d 658 (1988).
- (64) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (65) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p. 1612.
- (66) 市場効率のメカニズム (The Mechanisms of Market Efficiency) はアメリカ証券監督及び学説検討の基礎となる。See Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*,

- 70 Va. L. Rev. 549, 549-551 (1984).
- (67) See Gilson & Kraakman, *The Mechanisms Of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in: Armour & McCahery(eds.), *After Eron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, 2006, p. 59.
- (68) *Kardon v. Nat'l Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946).
- (69) *Touche Ross & Co. v. Redington*, 442 U.S. 560, 99 S. Ct. 2479, 61 L. Ed. 2d 82 (1979).
- (70) Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 Stan. L. Rev. 385, 432-433 (1990); Ruder, *Civil Liability under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent*, 57 NW. U. L. REV. 627, 685 (1962-1963).
- (71) *Langevoort & Gulati, The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1645-1647 (2004). Langevoort 教授は、財産法の観点から、積極的な情報開示義務は財産法の構造を有すると主張した。投資者は情報に対し権利を有するということである。この権利の属性は財産に類似する。そこで、積極的な情報開示義務の目的は投資者の情報に対する財産権を保護することにあるとの指摘がなされた。
- (72) *Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt*, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (73) 仮に不法行為の性質が「内部告発をしないこと」であるならば、行為者は「内部告発をしなければならぬ」義務を負っていなければならない。See *Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt*, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (74) “A duty to disclose arises from the relationship between parties ... and not merely from one’s ability to acquire information because of his position in the market”, see *Dirks v. S.E. C.*, 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255, 77 L. Ed. 2d 911 (1983); *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L. Ed. 2d 348 (1980).
- (75) *Bloomenthal and Wolff*, § 14-24. Directors as primary violators—A duty analysis, *Securities and Federal Corporate Law* (2d ed.), 2022 September Update.
- (76) *Wessel v. Buhler*, 437 F.2d 279 (9th Cir. 1971).
- (77) *Mader v. Armel*, 461 F.2d 1123 (6th Cir. 1972).
- (78) *Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co.* 259 F. Supp. 673 (N.D. Ind. 1966), abrogated by *Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L.Ed.2d 119 (1994).A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994 年).
- (79) *Fischel, Secondary Liability under Section 10(b) of Securities Act of 1934*, 69 CALIF. L. REV. 80, 102 (1981).

三 アメリカ以外の国における虚偽記載における取締役の民事責任 ——ドイツ、イギリス、日本を例として

(一) ドイツにおける取締役 (Vorstandsmitglied) の民事責任

ドイツ法において「有価証券販売目論見書法」(Wertpapierprospektgesetz, 以下では WpPG と略す。), 証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz, 以下では WpHG と略す。), 証券買収法 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 以下では WpÜG と略す。), 取引所法 (Börsengesetz, 以下では BörsG と略す。)等の法律が存在する。そのうち、発行市場における虚偽記載の法律責任について、有価証券販売目論見書法の9—16条に定められた。取引市場の取締役の民事責任について、主として証券取引法97条, 98条に定められた。

1 有価証券販売目論見書法

ドイツにおいて、発行市場の虚偽記載に関して、有価証券販売目論見書法 (WpPG) に従って取締役が法定責任を負うかを判断しなければならない。2019年の有価証券販売目論見書法9条, 10条において、詐欺的な株式発行の民事責任が定められた。具体的に言うと、2019年の有価証券販売目論見書法9条によれば、詐欺的な株式発行において引受者は目論見書に虚偽記載が存在することを訴訟事由として損害賠償を請求することができる⁽⁸⁰⁾とされている。2019年の有価証券販売目論見書法9条1項1号, 2号に従って、発行者 (Prospekterlasser) と目論見書の責任者 (Prospektveranlasser) は目論見書の虚偽記載に対して民事責任を負わなければならない。発行者と目論見書の責任者の負う責任は連帯責任となる⁽⁸⁰⁾。ドイツ連邦最高裁判所は、2019年の有価証券販売目論見書法9条1項2号に設けられた目論見書の責任者という概念は目論見書に関する責任の主体の範囲を広げるために定められたものであると指摘した⁽⁸¹⁾。

証券発行において、取締役に目論見書に従って責任を負わせる場合、その取締役が責任を負う条件は厳格的である。具体的には、まず、取締役が目論見書を開示する際に取締役の地位を有することを理由として、対外的に責任 (Organaußenhaftung) を負わなければならないことはない。ドイツの通説によれば、目論見書の責任主体に取締役 (Organmitglieder) が含まれないと解さ

れている⁽⁸²⁾。2019年の有価証券販売目論見書法9条において、目論見書に虚偽記載がある場合、取締役は損害賠償責任を負わなければならないことは定められていない。したがって、証券発行の虚偽記載に関して、一般的には取締役が損害賠償責任を負わないということとなっている。

次に、取締役は特別な場面に損害賠償責任を負わなければならないことがある。その責任判断の基準について、主として「経済的利益の基準」となる。取締役(Vorstandsmitglieder)は特別な場面において会社との間に経済的利益(eigenes wirtschaftliches Interesse)がある場合、例えば、取締役は自らの利益のために目論見書を開示したとして⁽⁸³⁾、2019年の目論見書9条1項2号に定められる「目論見書の責任者」に該当しうするため、損害賠償責任を負うかもしれない。

しかし、「経済的利益の基準」について、単純に会社から経済的利益を得ただけで、取締役に民事責任を負わせるのではなく、支配権の不当行使及び目論見書の作成に対する支配力を有するか等の要件(以下では、「支配権の基準」をいう)を含めて判断しなければならない。ドイツの立法者は、経済的利益を得た者又は法人は、会社に対する支配権(Steuerungsmacht)をもって目論見書の作成に影響を与えたため、目論見書の虚偽記載に対して損害賠償責任を負わなければならないと解している⁽⁸⁴⁾。有価証券販売目論見書法9条1項に定められた責任の基礎は、「発行事務の担当」(Übernahme)又は目論見書の「全体責任の帰属」(Zurechnung der Gesamtverantwortlichkeit)ということにある⁽⁸⁵⁾。

「全体責任の原則」は有価証券販売目論見書法の民事責任の基本原則である。通説によれば、目論見書の全体に対して責任者に該当する場合のみ、有価証券販売目論見書法の民事責任を負いうる⁽⁸⁶⁾。「発行事務の担当」の責任を負う理由について、目論見書に「発行事務の担当」は目論見書に対して損害賠償責任を負わなければならないと明確に定められたからである⁽⁸⁷⁾。「全体責任の原則」は目論見書の一部だけに対して責任者に該当する者の責任を否定する。目論見書の一部だけに対して責任者となる者は民法にしたがって証券発行の責任を負いうる。証券発行の責任には、契約責任、不法行為責任及び契約締結上の過失による責任等が含まれる⁽⁸⁸⁾。つまり、目論見書の責任者は目論見書の作成に支配力を有する場合のみ民事責任を負うべきである⁽⁸⁹⁾。大株主は目論見書の作成に支配力を有する場合は、大株主も目論見書の損害賠償責任を負うこ

ととなる⁽⁹⁰⁾。「支配力の基準」にしたがって、行為者は、①目論見書の作成に関与する場合、②目論見書の一部に対して影響力を有する (steuerenden Einfluss) 場合、③目論見書の作成に資料を提供する場合、④発行者との間に重大な利益がない場合 (unwesentliche) に目論見書の民事責任を負わない⁽⁹¹⁾。

理論からすれば、「経済的利益の基準」と「支配力の基準」は意義がある。まず、特定の主体は株式の発行に経済的利益を得ていなければ虚偽記載の行為にサポートすることを行わないであろうと考えられるため、「経済的利益の基準」は目論見書の責任者の範囲を認定することに対して意義がある。その反面、経済的利益を得た特定の主体に目論見書の虚偽記載により生じる損害賠償に連帯責任を負わせることは、資金調達意向に影響を与えるかもしれない。したがって、「経済的利益の基準」だけではなく、「支配力の基準」の要素も考慮しなければならない。「経済的利益の基準」と「支配力の基準」の両方が重要であるため、特定の主体について有価証券販売目論見書法9条1項2号に定められる目論見書の民事責任を認定する際に、「経済的利益の基準」と「支配力の基準」の両方を満たさなければならない⁽⁹²⁾。

2 ドイツ証券取引法

ドイツ証券取引法97条、98条には上場会社が上場した後の継続的に情報開示をしている過程に生じる虚偽記載の民事責任が定められた。その立法の目的は、資本市場の機能を実現すること (Funktionsfähigkeit)、投資者の市場の定価に対する信頼性 (Vertrauen)、投資者の意思形成 (Willensbildung) を保護することにある⁽⁹³⁾。この二か条の規定は2002年「金融市場促進法」から導入された証券取引法37b、37c条に由来するものである。但し、この二か条は取引市場における虚偽記載の民事責任の主体に関して、発行者だけに限定され、取締役と監査役を含まないとされている⁽⁹⁴⁾。

2004年「資本情報責任法(草案)」(Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz, 以下ではKapInHaGと略す。)には、初めて取締役が対外的に責任を負う主体 (persönliche Außenhaftung) として定められた⁽⁹⁵⁾。しかし、当該草案は経済界及び学会に批判され、結局立法に至らなかった⁽⁹⁶⁾。第64回ドイツ法学者大会 (Deutscher Juristentag) において、Fleisher教授は取締役の投資者に対する損害賠償責任について、取締役の行為が故意を有しない不法行為であれ

ば、その負う民事責任に対して限定額を設定すべきであると提言した⁽⁹⁷⁾。しかし、当該提言が大会に採用されなかった⁽⁹⁸⁾。ドイツ証券取引法において、取締役が証券の虚偽記載の民事責任の主体に含まれるかについて明確に定めていない。その理由について、以下三つがある。

第一に、情報開示義務の主体は発行者となり、会社の機関 (Organ) ではない⁽⁹⁹⁾。証券取引において、投資者が信頼するものは取締役ではなく、発行者となる会社により開示された情報となる⁽¹⁰⁰⁾。したがって、情報開示に関して、取締役が不作為による不法行為責任を負わない (ドイツ民法典 823 条 2 項)⁽¹⁰¹⁾。第二に、ドイツ会社法において取締役の対外的な責任があまり定められていない。ドイツ会社法の体系において会社が独立の法人格を有し、会社の機関は会社の行為能力を実施する手段 (Ausführungsmittel) となり、会社の機関は会社に影響を与えうる等の状況がある場合に特別の義務は生じうる⁽¹⁰²⁾。ドイツ株式会社法 93 条、116 条の規定によれば、取締役は極めて特殊な状況の下に外部に対して責任を負いうる⁽¹⁰³⁾。第三に、予防性規範 (Präventionsnorm) を合理的な範囲に限定すべきである。現行ドイツの法律体系において、民法の不法行為責任、破産申請責任及び取締役の解任制度は十分な予防機能がある。また、証券取引法において行政責任と刑事責任の制度を完備している⁽¹⁰⁴⁾。したがって、取締役に対外的に民事責任を負わせることによって予防性機能を強化する必要はないと指摘されている⁽¹⁰⁵⁾。

3 ドイツ民法典 826 条の取引市場での適用——Infomatec 事件を中心に

ドイツの証券市場において、取引市場における取締役の民事責任に関する裁判規則について、2004 年ドイツ連邦最高裁判所第二民事法廷により判決が下された Infomatec 事件は代表的なものとなる⁽¹⁰⁶⁾。ドイツ証券市場の“新市場” (Neuer Markt) において、上場会社である Infomatec 会社において、二名の取締役は臨時公告を開示して会社 (Infomatec Integrated Information Systems AG、以下では Infomatec と略す。) が巨大な注文を受けたことを発表した。しかし、この情報は虚偽の情報である。この虚偽の情報により、数百人の投資者に総額 2.5 億ユーロの損害が発生した。2001 年、ドイツ各地方の投資者はこの二名の取締役に対して損害賠償責任を追及する訴訟を提起した。当年度の 5 月に投資者は Infomatec 会社に対する訴訟の勝訴判決を得た。但し、Infomatec

会社は破産申請を行ったため、その勝訴判決は実質的な意義がないことになった。結局、二名の取締役に民事責任を負わせることは投資者の損害を補填する唯一の方法となるため、地方裁判所は取締役の投資者に対する損害賠償責任を認めた。

この事件の上訴審において、裁判所は、一審の被告（取締役会の会長（Vorstandsvorsitzender）と取締役会の副会長（stellvertretender Vorstandsvorsitzender））が目論見書による責任とドイツ民法 823 条 2 項に定められた不法行為責任を負うべきであるとの一審の原告による主張を認めず、被告はドイツ民法典 826 条により不法行為責任を負うべきとの原告による主張も認めなかった。本事件はドイツ最高裁判所まで争われた。最終的には、ドイツ最高裁判所は第一審の判決を支持して、取締役が 826 条に基づく損害賠償責任を負うべきであるとの判決を下した。ドイツ最高裁判所は、虚偽記載における取締役の民事責任の性質は民法典 826 条に定められる故意に詐欺を行った行為による責任であり、ドイツ民法 823 条 1 項と 2 項に定められる不法行為責任ではないと指摘し、故意に虚偽の情報を開示することは民法典 826 条に定められる公序良俗に違反する行為と見做すべきであると指摘した。取締役は重大な錯誤が存在する情報を開示することによって取引市場にマイナスの影響を与えた際に、その行為は資本市場における合法行為の最低要求に違反するため、市場の参与者となる投資者に対してその被った経済的損失を賠償しなければならないことを要求すべきである。本件において存在しない大量の注文を開示することは、取締役が会社の株価を引き上げるといふ目的を有するため、取締役は少なくとも形式上に不公平な方式を通じて“自らの利益”を追求した。ドイツ最高裁判所は、本件における取締役は虚偽記載の作成に積極的に参与する行為を行わない取締役会のメンバーであっただけではなく、創業者として数多くの株式を保有していた株主でもある取締役であったため、少なくとも間接的に株価が引き上げられることによって利益を得たと判断した⁽¹⁰⁷⁾。

当該事件の判決と異なり、ドイツの証券市場を規制する専門の法律となる「証券取引法」は、終始、取締役の取引市場における虚偽記載の民事責任を定めていない。当該事件の事実からして、二人の取締役はそれぞれ取締役会の主席と副主席を務めており、会社に対して影響力を有する。ドイツ最高裁判所は虚偽記載において「株式を売却して特別の利益を得た」という点を非常に重要視し

たことに関して、実は、影響力を有する点から論証すれば同じ結論になると指摘された⁽¹⁰⁸⁾。ドイツの法学会において多くの者は Infomatec 事件の判決のロジックを支持し、さらに一部の学者は、取引市場における取締役の責任を立法すべきであると主張している⁽¹⁰⁹⁾。

(二) イギリス資本市場における取締役の責任

1 イギリス「金融サービスと市場法」90条

発行市場について、2000年イギリス金融サービスと市場法（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA。以下では「金融市場法」と略す。）に虚偽記載の特別責任が定められた。具体的には、金融市場法90条1項によれば、あらゆる情報開示に関する責任者（Person Responsible for Listing Particulars）は情報の不真実、誤解させる記述、重要な事実を遺漏することにより損害を被った投資者に対して損害賠償責任（Compensation）を負わなければならないと定められている⁽¹¹⁰⁾。また、イギリスにおいて2013年に修正された上場規則（Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001）6条1項には発行開示の責任者の定義が設けられた。この定義によれば、取締役はその責任者の範囲に含まれる⁽¹¹¹⁾。しかし、イギリスの判例法において、裁判所は投資者が上場規則にしたがって上場した後に開示された会社の情報に虚偽が存在することを訴訟の事由として、金融市場法90条に定められた民事賠償責任を追及することができないと解している。但し、投資者は、金融市場法90条に違反した虚偽記載の行為に関して金融監督局に苦情を申し立てることができる⁽¹¹²⁾。

2 金融市場法90A条

(1) 90A条の概要

イギリスの取引市場において、取引市場の虚偽記載における取締役の民事賠償責任が明確に排除されている。金融市場法90A条によれば、発行者の管理者（Persons Discharging Managerial Responsibilities Within the Issuer、以下では“PDMR”と略す。）は虚偽記載を行う場合、発行者は当該虚偽の情報開示に対して損害賠償責任を負わなければならないとされている⁽¹¹³⁾。注意しなければならないのは、90Aの適用条件について、「発行者の管理者が虚偽記載を行っ

た」となる。すなわち、原則として発行者の管理者が行った虚偽記載の責任は会社に帰属する(Attribute)こととされている。言い換えれば、金融市場法に定められた「発行者の管理者」に該当しない者は虚偽記載を行ったとしても、上場会社に90A条に定められる特別の法定民事責任を負わない。但し、虚偽記載に関する「発行者の管理者」が設けられたことは「発行者の管理者」に取引市場の虚偽記載における民事責任を負わせると意味するというわけではない。金融市場法90A条6項b号によれば、「発行者」以外に如何なる者でも取引市場における虚偽記載に対して損害賠償責任を負う必要がないとされている。また、金融市場法90A条8項は、同法の382、384条に定められる行政処罰と刑事責任等の適用に影響をしない。金融市場法90A条は2006年イギリスの会社法1270条から来たものであり、さらに、2010年に「発行者責任規則」の修正により影響を受けたものである⁽¹¹⁴⁾。2000年頃、イギリスでは、発行市場に取締役の民事責任を導入した後、取締役が取引市場における虚偽記載に対しても民事責任を負うことがあり得るかという疑問が生じた。イギリスの立法説明において、金融市場法に民事責任制度を導入する目的はその疑問を解消するためであり、さらに、「取締役の責任範囲が合理的であることを確保すること」と「投資者等の第三者に対する責任の範囲を過度に拡大することを回避すること」によって、会社のメンバーと従業員及び債権者の利益保護を図ることも立法目的であると解されている⁽¹¹⁵⁾。

イギリスの金融市場法の立法弁論において、多くの学者は金融市場法の90A条に対して制限的立場を取るべきであり、法律は利益関係者を保護すべきであるため、会社の資源を適切でない方法で株主、従業員及び債権者から広範な潜在する投資者に移転することを認めるべきではないと主張した⁽¹¹⁶⁾。これに対して、一部の学者は金融市場法の90A条に取引市場の虚偽記載における民事責任を定めること自体に反対した。その理由について、全ての上場会社まで拡大する必要がないこと、アメリカの詐欺理論を導入して取引市場における虚偽記載の民事責任を規制すべきであること⁽¹¹⁷⁾、等が挙げられる。

また、イギリスの政府は、Davis教授に依頼して取引市場における虚偽記載の民事責任に関して研究を行わせた。Davis教授は、研究の結論として、取締役個人に民事賠償責任を負わせることは何の目的を実現することができないとはっきり指摘した。さらに、Davis教授はイギリス法における資本市場の民事

責任の基礎は詐欺であり、重過失によるものではないと指摘した⁽¹¹⁸⁾。また、Davis 教授は、私人による法執行の方式は証券に関する詐欺的な行為を規律することに意義がある。公共の法執行は広範であって、公共政策に多種な目的が含まれるため、国家は公共の法政策を通じて証券に関する詐欺的な行為を規律すべきではないと指摘した⁽¹¹⁹⁾。

結局、イギリス金融市場法 90A 条には取締役の投資者に対する責任は明確に定められなかった。これに関して、発行者は取締役に対し損害賠償責任を請求することができる定められた。すなわち、発行者はイギリス金融市場法 90A 条にしたがって投資者に対する損害賠償責任を負った後、責任がある取締役へ求償することができるとされている。会社は取締役の会社に対する責任を求償する場合、以下の二つの条件を満たさなければならない。第一に、発行者は投資者に対して損害賠償責任を負ったこと。第二に、発行者の投資者に対する責任を負う際に、取締役が自分の職務に違反したことがあること⁽¹²⁰⁾。また、発行者の責任は「管理者」が詐欺的な行為を行ったことにより生じたものであるため、「管理者」に該当する取締役の責任を追及する際に、取締役が全ての虚偽記載を知っていたことが必要となり、取締役はその虚偽記載の一部だけを知っていた場合、当該取締役は自分が知っていた部分以外の虚偽記載に対して民事責任を負わない⁽¹²¹⁾。しかも、その取締役の民事責任を追及する訴訟において、投資者は取締役により開示された情報 (Published Information) に対し合理的な信頼 (Reasonable Reliance) を与えていたことを立証証明しなければならない⁽¹²²⁾。

(2) 金融市場法 90A 条に関する判例

2022 年に判決が出された ACL 会社、HP 会社及び Autonomy 会社の 3 社が Lynch と Hussain を訴えた事件 (以下では“Lynch 事件”と略す。)において、イギリス金融市場法、コモンロー及び会社法が、取引市場における虚偽記載にどのように適用されるかにつき説明がなされた。当該事件において、HP 会社が Bidco を通じて Autonomy を買収した。但し、当該買収が終わった後、HP 会社は Autonomy 会社の元取締役である Lynch と Hussain は買収において虚偽記載を行ったことにより会社の価値を不当に引き上げた。したがって、HP 会社と ACL 会社と Autonomy は共同原告として提訴し、Autonomy 会社の元取

締役 Lynch 等に損害賠償責任を請求した。その責任には金融市場法に定められた管理者の責任 (FSMA Claim)、虚偽記載における取締役個人としての責任 (1967 Misrepresentation Claim)、会社に定められる信認義務 (Fiduciary Breach) による責任が含まれる⁽¹²³⁾。裁判所は、当該事件の判決において、金融市場法の目的と適用を全面的に論述したうえ、虚偽記載による損害賠償責任につき、投資者を救済することには「詐欺を受けた投資者」と「会社と長期的利害関係を有する投資者」とのバランスを考慮しなければならず、直接に取締役に損害賠償責任を負わせることはそのバランスを崩すと指摘した⁽¹²⁴⁾。裁判所は Davis 教授の意見を踏まえて、取引市場の損害賠償責任の理論基礎は詐欺 (Fraud) であると指摘した。しかし、裁判所は、立法者は取引市場における虚偽記載に関して「管理者」の民事責任を立法しなかった⁽¹²⁵⁾ため、金融市場法 90A 条及びその付録 Sch 10A を適用する際に、会社及びその株主に不合理に広範な義務 (Unreasonably Wide Liability) を負わせるべきではないと指摘した⁽¹²⁶⁾。

(三) 日本金融商品取引法における取締役の民事責任

日本金融商品取引法は日本の民法と会社法と別に、証券市場における虚偽記載の民事責任を定めた⁽¹²⁷⁾。以下では、日本金融商品取引法に基づき発行市場と取引市場を分けて虚偽記載における取締役の民事責任を簡単に紹介する。

1 発行市場の取締役民事責任

日本金融商品取引法において、発行市場に関して詐欺的な株式発行の民事責任と取引市場における虚偽記載の民事責任が定められた。具体的にいうと、金融商品取引法 18 条には発行市場における発行者の民事責任が定められた⁽¹²⁸⁾。21 条には詐欺的な株式発行に関して取締役等の役員、公認会計士、元引受け証券会社等の主体 (以下では取締役等と略す) の民事責任が定められた⁽¹²⁹⁾。なぜ取締役、監査役、公認会計士、元引受け証券会社等が発行の資料に存在する虚偽記載に対して損害賠償責任を負うと定めたかについて、発行の資料は業務執行担当の取締役により作成され、取締役会の承認を得たものであることから、取締役と監査役は発行の資料に対して虚偽記載がないように注意義務を負わなければならないというわけである⁽¹³⁰⁾。取締役は IPO の過程において発行の

資料に影響を与えた場合、法律は取締役役に厳しい責任を課すとした。その立法の目的について、投資者を救済するためではなく、虚偽記載の抑制が期待されていると解されている⁽¹³¹⁾。

2 取引市場の取締役民事責任

取引市場における虚偽記載の民事責任について、日本の金融商品取引法は取引市場における虚偽記載の損害賠償責任を明確に定めただけでなく、虚偽記載に関連する具体的な開示資料を区別して規制を定めた。

取引市場において投資者が被った損害の原因は発行の資料に虚偽記載があった場合、日本の金融商品取引法 22 条によれば、取引市場において当該会社の株式を取得した投資者は、発行の資料に虚偽記載があったことを根拠として取締役等に損害賠償責任を追及することができる⁽¹³²⁾とされている。取締役は 21 条 2 項 1 号、2 号に定められた免責事由を適用して、自分が善管注意義務に尽くしたという理由で免責を主張することができる⁽¹³³⁾。22 条にその取締役の民事責任が定められた理由について、株式発行の手続きが終わった後も、その発行資料は公衆に閲覧させるものになるというわけである⁽¹³³⁾。

また、取引市場で投資者が被った損害の原因は継続的に開示する資料に虚偽記載があった場合に、日本の金融商品取引法 21 条の 2 に発行者の民事責任が定められており⁽¹³⁴⁾、24 条の 4 に従って有価証券報告書に虚偽記載が存在した場合、取締役等の主体は 22 条に従って民事責任を負わなければならないとされている⁽¹³⁵⁾。有価証券報告書以外の資料の開示について、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、内部統制報告書、企業買収報告書等に虚偽記載が存在する場合は、22 条を準用するとされている⁽¹³⁶⁾。

3 日本金融商品取引法における発行市場と取引市場の区別

全体から見れば、虚偽記載における取締役の民事責任について、日本金融商品取引法は発行市場の民事責任と取引市場の民事責任を区別している。

発行市場の民事責任と取引市場の民事責任の区別について、発行市場の民事責任は比較的に厳格的である。その理由について、まず、発行市場において発行者と投資者の得た情報は非対称であるため、投資者は十分な情報を得なければ適切な判断を行うことができない。次に、虚偽記載により「信用が良く・経

営リスクが低い会社」は「信用が悪く、経営リスクが高い会社」に対比して、劣位に立つことになる。これによって不誠実な会社への資源の配分が大きくなるため、資本配分の公平性を害する⁽¹³⁷⁾。取引市場を規制する目的は、「投資者に資金を回収する実効的な方法を提供すること」と「証券の流通性を高めること」となる。その目的を実現すれば、投資者は証券取引所に投資する意欲を有し、また、会社は株式の発行によって資金を調達することができるということになる⁽¹³⁸⁾。日本の金融商品取引法はアメリカ法を参考したが、アメリカと異なり、日本の資本市場は準強度の効率性(Semi-Strong Form)を有するかについて、意見が一致していない。例えば、1970年東京証券取引所は、日本の証券市場の効率が低く、かつ上場会社が情報を開示する時に、市場は当該開示の情報に応じて継続的に反応し続ける傾向がある。マイナスの情報がある場合より、プラスの情報があるときにその傾向が強いと指摘した⁽¹³⁹⁾。また、アメリカにおいて準強度の効率性を有する市場に基づき構築された情報開示規則の最も主要な目的は市場の公平性を保護することにある。日本の証券市場はアメリカの証券市場と異なるため、アメリカ式の情報開示規則を構築することは現実的ではないと指摘する学者が存在する⁽¹⁴⁰⁾。両国の証券市場の違いの1つとして、2004年までの日本証券取引法において虚偽記載に関する民事責任が定められておらず、発行者は取引市場の虚偽記載に対して一般的な不法行為責任を負うということが挙げられる⁽¹⁴¹⁾。2006年に日本は金融商品取引法を制定する際に、日本の証券市場に巨大な発展があり、しかも、金融商品取引法の制定において、「公正価格の形成を実現すること」が立法目的の一つとされた⁽¹⁴²⁾。取引市場において、発行者の無過失責任は大幅に投資者の立証責任を減少するため、虚偽記載に関する民事訴訟の数が急激に増えた。そこで、2014年金融商品取引法の改正により、発行者の無過失責任を過失推定責任に変更し⁽¹⁴³⁾、無過失責任に代わって行政処罰及びコンプライアンスにより虚偽記載を防止することが期待されている⁽¹⁴⁴⁾。

また、注意しなければならないのは、日本金融商品取引法において虚偽記載に関する取締役の民事責任について発行市場と取引市場が区別されているが、取締役の中で会社内部の業務施行取締役と外部の社外取締役が区別されていない。すなわち、日本は、ドイツ法のように発行市場において「支配力による影響」と「経済的利益を得た」との要素を使って民事責任を負う取締役の範囲を

認定する方法を採っておらず、アメリカのように取引市場において「支配者の責任」により取締役の民事責任を判断する方法も採っていない。日本の学説において、発行市場における取締役の民事責任に関して、業務執行取締役が開示資料の作成に直接的に関与することとなり、業務施行取締役と異なり、その他の取締役は開示資料に対して注意義務を負うこととなると説かれている⁽¹⁴⁵⁾。しかし、取締役の類型により、異なる類型の取締役の民事責任を区別して立法していない。この点に関して、取引市場における取締役の民事責任に関して、有価証券報告書の開示が取締役会の承認が必要となるため、取締役の類型を分ける必要がないと主張する学者も存在する⁽¹⁴⁶⁾。

（四） 小結

上述により、アメリカ以外に、ドイツとイギリス及び日本において虚偽記載による取締役の民事責任に関して、異なる法的構造と法的体系が形成していることが明らかになった。ドイツ、イギリス及び日本の法制度と学説を対比することは非常に意義がある。特に、このような比較により、アメリカ以外の国、特に資本市場の実践と学説の理論がアメリカの状況と大きく異なることが分かり、アメリカ法以外の国の法制度の特徴を浮き彫りにすることもできる。このことは、アメリカの状況と大きく異なる中国としては重要な意義がある。以下では、上述した比較法の内容を簡単に纏める。

1 異なる点

ドイツ、イギリス及び日本の法制度には発行市場の民事責任に関して一定の差異が存在する。この三か国は発行市場の損害賠償責任を定めたが、イギリス金融市場法 90 条及び日本金融商品取引法には目論見書の虚偽記載に対して取締役が損害賠償責任を負わなければならないことも定められた。一方、ドイツの有価証券販売目論見書法において取締役の民事責任に対して直接に定められていない。取締役は「経済的利益」と「支配力による影響」を有する場合、有価証券販売目論見書法 9 条 1 項 2 号に定められる「目論見書の責任者」として発行者と連帯責任を負う。この点からして、イギリス法と日本法において「投資者保護」と「詐欺防止」という立法の目的が鮮明であり、ドイツ有価証券販売目論見書法はその歴史沿革と学説の影響を受けて現在まで取締役を発行市

場の責任主体とすることを定めていない。

2 共通点

ドイツ、イギリス及び日本の法制度には重要な共通点が存在する。具体的に言うと、ドイツ、イギリス及び日本において発行市場の民事責任と取引市場の民事責任は区別されている。ドイツにおいて、発行市場の虚偽記載における民事責任と取引市場の虚偽記載における民事責任の間に明確な違いが存在する⁽¹⁴⁷⁾。日本の金融商品取引法は異なる条文を設けて、発行市場と取引市場の虚偽記載に関して異なる主体の損害賠償責任を定めており、しかも、その責任の構成要件及び抗弁事由について詳細な規定も設けられた。異なる開示資料の法律適用に関しても明確に定められた。この点からして日本金融商品取引法の立法に精細化の立法理念があることは明らかである。

また、ドイツとイギリスにおいて、その立法の内容と理念等の重要問題に関して極めて似ている点の存在が明らかになった。具体的には、第一に、ドイツとイギリスの学会及び立法者は、取締役等の経営者を保護することが経済の発展と資本市場の発展に対する意義があることを認識した。この点はアメリカの私的証券改革法の立法にも反映されている。第二に、取引市場において、ドイツとイギリスは立法を慎重に取り扱っている。両国は取締役の取引市場における虚偽記載に対する損害賠償責任を直接に規定していない。第三に、ドイツとイギリスにおいて、取引市場に関して過失型の虚偽記載と故意詐欺型の虚偽記載は区別されている。取締役が故意に詐欺的な行為を行ったことについて、全ての虚偽記載に対し損害賠償責任を取締役に負わせるのではなく、両国は私法的一般法を通じて民事賠償責任を追及することを認めている。

⁽⁸⁰⁾ Assmann/Kumpan, § 5 Prospekthaftung, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 162; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10; Schwark/Zimmer/Heidelbach, 5. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 18; Groß KapMarktR, 8. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 47.

⁽⁸¹⁾ BGH v. 18.9.2012, BKR 2012, 515.

⁽⁸²⁾ Vgl. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 213.

⁽⁸³⁾ Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in:

- Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 15; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10.
- 84) Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 41.80.
- 85) Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 26.
- 86) Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 30. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 206.
- 87) Vgl. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 229.
- 88) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 75; Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 241;
- 89) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 89.
- 90) Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 41.81.
- 91) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 90; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10.
- 92) Vgl. Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 29.
- 93) Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, 2021, Rn. 529.
- 94) Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpHG § 97 Rn. 2; Fleischer, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 2; Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, 2021, Rn. 526.
- 95) Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 143.
- 96) Vgl. Fleischer, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 2; vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 83.
- 97) Vgl. Fleischer und Merkt, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln, 2002, S.142f.
- 98) Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des

Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 83.

- (99) Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in: Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 6.
- (100) Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG § § 97, 98 Rn. 152; Ehrlicke, 3. Kapital Deutschland, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 287.
- (101) Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG § § 97, 98 Rn. 152.
- (102) Vgl. Ehrlicke, 3. Kapital Deutschland, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 288.
- (103) Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 86; Spindler, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 845.
- (104) EBJs/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 49.
- (105) Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?, BKR 2005, S. 87f.
- (106) Buck-Heeb, § 17 Infomatec, in: Fleischer und Thiessen (Hrsg.), Gesellschaftsrechts-Geschichten, 2018, S. 535ff. Vgl. Lieder, Bialluch(Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht in 100 Leitentscheidungen – Ho‘chstrichterliche Entscheidungen mit Anregungen zur Vertiefung, 2022, S. 518ff.
- (107) NJW 2004, 2668.
- (108) Vgl. BGH NJW 2004, 2668; BGHZ 160, 134; BGHZ 160, 149.
- (109) 但し、ドイツにおいて 2004 年の年末に提出された資本市場責任法の草案は立法に至らなかった。結局は、ドイツ裁判所はドイツ民法典 826 条を拡張して適用するという方法を採用することになった。Vgl. Förster, Der Schwarze Ritter – § 826 BGB im Gesellschaftsrecht, Archiv für die civilistische Praxis, 209. Bd., H. 3/4, 2009, S. 398-444.
- (110) See FSMA 2000, s. 90 Compensation for statements in listing particulars or prospectus.
- (111) See Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001/2956 reg. 6 Responsibility for listing particulars.
- (112) Hall v Cable and Wireless Plc [2011] B.C.C. 543.
- (113) See FSMA 2000, s. 90A Liability of issuers in connection with published information.
- (114) Financial Services and Markets Act 2000 (Liability of Issuers) Regulations 2010/1192 reg. 2 Amendments to the Financial Services and Markets Act 2000.
- (115) See FSMA 2000, s. 90A, Statutory Annotations.
- (116) Margaret Hodge MP, Hansard, HC, Standing Committee D, col.482 (July 6, 2006). <https://publications.parliament.uk/pa/cm200506/cmstand/d/st060706/am/60706s02.htm>
- (117) See FSMA 2000, s. 90A, Statutory Annotations; ACL Netherlands BV v Lynch [2022] EWHC 1178 (Ch).
- (118) Paul Davies QC, *Davies Review of Issuer Liability, Liability for misstatements to the market*, A Discussion Paper (HMSO, March 2007), para 101-104, 110-112.

- (119) Paul Davies QC, *Davies Review of Issuer Liability, Liability for misstatements to the market*, A Discussion Paper (HMSO, March 2007), para 122.
- (120) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 17. 裁判所はこの規則を「Dog-Leg Nature」と呼ぶ。
- (121) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), Appendix 6.
- (122) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), Appendix 6.
- (123) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch).
- (124) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 442.
- (125) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 444.
- (126) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 445.
- (127) 日本金融庁『日本金融商品取引法(旧証券取引法)等の改正経緯』, <https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/event/20090616.html>. 2022年2月19日に訪問。
- (128) 前田雅弘「虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタル』(商事法務, 2018年)440頁。
- (129) 志谷匡史「虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタル』(商事法務, 2018年)458頁。
- (130) 直接にIPOの資料の作成に関与しない取締役に監督義務を課すことは会社法の立場と一致すると主張する学者が存在する。黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣, 2017年)213頁。
- (131) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品取引法入門』(商事法務研究会, 2015年)194頁。
- (132) 当該条文は1971年証券取引法の改正により導入されたものであり、その主旨は取引市場で株式を取得する投資者を保護するためであると解されている。加藤貴仁「虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任」岸田雅雄ほか編『金融商品取引法第1巻定義情報開示』(金融財政事情研究会, 2011年)312頁。
- (133) 加藤貴仁「虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任」岸田雅雄ほか編『金融商品取引法第1巻定義情報開示』(金融財政事情研究会, 2011年)313頁。
- (134) 朱大明, 陳宇『日本金融商品取引法要論』(法律出版社, 2017年)35-36頁。
- (135) 神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院, 2012年)572頁。
- (136) 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣, 2017年)244頁。
- (137) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』(商事法務研究会, 1995年)70頁。
- (138) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』(商事法務研究会, 1995年)155頁。
- (139) 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」龍田節ほか編『証券取引法大系——河本一郎先生還暦記念』(商事法務研究会, 1986年)207, 208頁。
- (140) 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」龍田節ほか編『証券取引法大系——河本一郎先生還暦記念』(商事法務研究会, 1986年)209頁。
- (141) 志谷匡史「虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタル』(商事法務, 2018年)467頁; 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣, 2017年)221頁。

- (142) 松尾直彦「目的」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール』（商事法務，2018 年）7 頁。
- (143) 金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項によれば、「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。」と定められている。
- (144) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）222 頁。
- (145) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）244 頁。
- (146) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）239 頁。
- (147) Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in: Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 4.

四 比較法の考察による示唆

本論文は、アメリカ、ドイツ、イギリス、日本の四か国の法制度の比較を踏まえて、中国の資本市場に関する立法は、発行市場と取引市場を区別したうえで、取締役の民事責任の基準につき「支配者の責任」を導入すべきであると考えられる。

(一) 発行市場と取引市場の損害賠償責任を区別すべきこと

中国の証券法において発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を分けて損害賠償責任を定める必要があると考える。その理由について、以下では詳細に述べる。

まず、発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別して定めることは、中国証券法における詐欺防止の法体系に符合する。発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載に明らかな差異が存在する。新株発行において、発行者は故意に虚偽記載を行えば、本来、取得できない資金を得ることができる。その行為の性質は詐欺的な行為となる。したがって、発行市場において立証責任転換及び法定民事責任の方法により詐欺による損害を被らないように投資者の保護を強化しなければならない。証券の発行において証券に関する情報は、基本的には全てが発行者により提供されるものとなるため、投資者が真実、正確、完全な情報を取得することができるのかについて、発行者及びその支配者は、大きな支配力を有する。したがって、資本市場法は民法と共同で投資者に対して強力な保護を提供して、民事責任制度の予防機能を果たさなければならない。た

だし、取引市場は発行市場と異なるため、以下幾つかの点を注意する必要がある。第一に、取引市場における情報開示は資金調達に直接にかかわらない。第二に、取引市場における会社の情報は全て会社の情報ではなく、市場の取引価格、株式分析の評論等にかかわるものもある。第三に、会社が虚偽記載を通じて内部者に迎合して相場操縦又はインサイダー取引を行うのであれば、虚偽記載以外の制度によって取締役等の責任が追及される。現代証券法において、取引市場に情報開示を行わなければならない義務は発行者に付けられている。継続的な情報開示制度と臨時開示制度は行政監督の属性を有するものである。これによって、情報開示は多くの証券に関する行政監督規則を遵守して行われなければならない。さらに、証券取引所による自律性のある監督措置、行政監督措置、及び行政責任制度等の規則により情報開示の効果を保障する。

次に、比較法において、「詐欺防止」という目的はイギリスとアメリカの法制度に深く影響している。アメリカの1933年証券法11条に定められた民事責任の由来はアメリカのブルースカイロー（Blue Sky Law）及びイギリスの1890年の取締役責任法となる⁽¹⁴⁸⁾。イギリスの1890年取締役責任法は1899年イギリス Derry v. Peek 事件⁽¹⁴⁹⁾の影響を受けた。Derry v. Peek 事件において、故意に詐欺的な行為を行った場合を除き、取締役は民事責任を負わないとされた⁽¹⁵⁰⁾。1899年 Derry v. Peek 事件の判決はイギリス早期の資本市場の「ゴールド準則」（Golden Legacy）を廃止した。「ゴールド準則」とは、目論見書の開示者は情報を慎重に説明する義務を負い、事実ではないことを事実として開示してはならず、自分が知っている如何なる事実を遺漏せずに開示しなければならないということを用⁽¹⁵¹⁾。Derry v. Peek 事件の判決は「故意に詐欺的な行為を行った」を強調し、根本的に「ゴールド準則」によって要求される情報開示を否定した。当該判決において強調された「詐欺防止」という目的はアメリカの立法に影響を及ぼし、結局、アメリカの1933年証券法は発行市場の虚偽記載に関する民事責任を明確に定めたが、取引市場の民事責任を定めなかった。取引市場の民事責任について、1934年アメリカ証券取引法は比較的緩やかな「支配者の責任」及び判例法に委ねるとされた。これによれば、詐欺的な目的は立法理念からアメリカの立法方式に深刻な影響を及ぼし、最終的に、アメリカでは発行市場と取引市場の民事責任を区別する立法モデルが形成された。

また、「詐欺防止」のために取引市場の民事責任制度を構築する際に、その立

法はより詳細かつ慎重に行わなければならない。数十年の発展を通じて、アメリカの判例において、「支配者の責任」を中心に取引市場の民事責任制度が確立された。ドイツにおいては、ドイツ民法典 826 条の拡張解釈により「故意に詐欺的な行為を行う」が取締役の民事責任を判断する際の重要な基準となる。ドイツの判例において、民事責任を求められる取締役が故意に詐欺的な行為に関与した又は主導したことが要求されている。イギリス法において、取引市場の虚偽記載における取締役の民事責任が定められていないが、判例法において、故意に詐欺的な行為を行った取締役は投資者に対し損害賠償責任を負うべきであると解されている。各国の状況において、会社経営の自由性及び取締役の冒険精神の保護を重要視するため、投資者利益を過度に保護することを行っていない。したがって、アメリカ、ドイツ、イギリスでは取引市場の虚偽記載における取締役の民事責任の立法について、慎重な態度を採っていると見られる。

以上を踏まえて、中国において、発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別すべきであると考え。すなわち、次回の中国の証券法改正において、現行中国証券法 85 条に定められた発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別しない立法のモデルを変える必要があると考える。具体的に言うと、中国の証券法において「民事責任」を単独の一章として増設すべきであると考え、中国の実務状況及び理論の発展を踏まえて、民事責任の規定を拡充する必要があると考える。その中に、虚偽記載の取締役の民事責任について、発行市場と取引市場を分けて、異なる種類の取締役の責任構成、因果関係の認定、過失及び抗弁事由、損害の認定及び訴訟時効等の事項を詳細に定める必要があると考える。さらに、異なる種類の取締役の責任範囲についても定める必要があると考える。

(二) 「支配者の責任」を導入すべきこと

1 「支配者の責任」により取締役の責任を限定する

中国では、「支配者の責任」を取締役の民事責任を認定する基準として、詐欺的な発行と継続的な情報開示における虚偽記載に関する取締役の民事責任を判断すべきであると考え。その理由は以下のとおりである。

まず、「支配者の責任」を導入することによって取締役と投資者の間に事実上の信頼関係を構築することができる。取締役は会社の機関である取締役会のメ

ンバーであり、民法及び会社法に定められる取締役の地位に就任した者である。資本市場の価格形成体制と事実上の信頼関係に基づき、取締役は民法と会社法上の民事責任を負うだけではなく、証券法上の民事責任をも負わなければならない。取締役は会社の機関として支配力を行使するときに、機関のメンバーである取締役と投資者の間に信頼関係が形成されることになる。そのため、取締役が対外的に投資者に民事責任を負うという前提の下に考えれば、取締役は会社に対する支配力を有する者であなければならないことになる。

次に、「支配者の責任」は取締役の民事責任を判断する基準として、世界の主要な資本市場に共通する規則となる。そのため、中国は「支配者の責任」を参考にする必要がある。

さらに、「支配者の責任」を導入することは、虚偽記載における取締役の職権と責任の関係を正確に評価することができる。現在、中国の証券法学会において、独立取締役の民事責任を検討する際に、概ね二つの意見に分けられる。一つは、取締役の職務に従って比例的責任を設ける必要があり、法律実務として裁判所に採用された「比例的連帯責任」（過失の程度に応じて一定の範囲内に連帯責任を負う）（以下では“比例的連帯責任説”という）を肯定すべきであるとの意見である⁽¹⁵²⁾。もう一つは、虚偽記載において取締役が果たした具体的な役割を考慮すべきであり、軽過失だけがある取締役に責任を負わせないべきであるとの意見である（以下では“責任類型説”という）⁽¹⁵³⁾。上述した比較法の考察からして、アメリカ等の国は、「支配者の責任」又は「実際に行われた不法行為」を取締役の責任を判断する基準としている。その基準は「連帯責任」又は「比例的責任」と異なり、「責任類型説」に近いものとなる。

「責任類型説」は「比例的連帯責任説」よりも中国の実情に相応しいと考える。その理由を以下で述べる。一つは、「比例的連帯責任説」について、比例的連帯責任は純粹の価値判断であり、法理の基礎が欠けるため⁽¹⁵⁴⁾、民法典に定められる連帯の債務に関する規定と衝突する⁽¹⁵⁵⁾。次に、「比例的連帯責任説」よりも、「支配者の責任」は虚偽記載における取締役の職務と虚偽記載の関係を考慮することができる。「比例的連帯責任説」と「責任類型説」はどちらも「過失に応じて相当する責任」を負わせるべきであると主張している⁽¹⁵⁶⁾が、「過失に対応した相当の責任」は責任の大小、責任の性質、責任の形態、損害の計算方式等を含めて全体から考慮しなければならない。比例的連帯責任の前提は、異な

る類型の取締役がいずれも投資者に対して損害賠償責任を負うべきであることとなる。その具体的な賠償金額の計算について、取締役の報酬を賠償の金額を決定する際に参考にする基準とせず、発行者が投資者に与えた実際の損害を基準として計算する金額に調整を加えて損害賠償金額を確定する。その計算方式の本質からして、証券法上の「詐欺防止」と異なり、責任の予防機能と懲罰の機能を図ることが目的となる⁽¹⁵⁷⁾。「支配者の責任」を取締役の民事責任を判断する基準として導入すれば、責任の機能、責任の類型、責任の形態、責任の金額等の視点から、異なる類型の取締役の職権がコーポレートガバナンスにおいて果たした役割を判明することに有益である。

最後に、「支配者の責任」の導入は法律規範の整備においても意義がある。具体的には、第一に、「支配者の責任」の適用範囲は比較的広範であって、かつ柔軟である⁽¹⁵⁸⁾。虚偽記載の実施者と受益者は虚偽記載という違法行為の首謀者と受益者となるため、詐欺的な行為を抑制する重要な方法としては、その行為の実施者と受益者に民事責任を負わせるべきである。しかし、その責任主体の範囲を過度に拡張すべきではない⁽¹⁵⁹⁾。第二に、「支配者の責任」を導入することは独立取締役の責任を会社内部の責任に転換することができ、社外取締役が取締役会の運行に参与し、業務施行取締役等を監督することによって独立取締役の職責を履行することに資する。上述したように、「取締役の地位」により取締役が民事責任を負うかを判断するという方式を改正し、中国の証券法は「支配者の責任」を導入して、虚偽記載における取締役の責任主体の範囲を制限すべきであると考ええる。

2 「支配者の責任」の構築

中国の証券法において「支配者の責任」を導入する際に、以下三つのポイントがあると考える。

第一に、「支配者の責任」を導入すれば、発行市場の民事責任と取引市場の民事責任を区別する必要がある。上述した比較法の考察において、アメリカ、イギリス、ドイツでは、発行市場の取締役民事責任と取引市場の取締役民事責任が区別されている。その三か国の中、イギリスにおいて、発行市場では「取締役の地位により帰責する方式」が採られており、取引市場では「故意に詐欺的な行為を行ったことにより帰責する方式」が採られている。ドイツにおいて、

発行市場では「支配者の影響により帰責する方式」が採られており、取引市場では「故意に詐欺的な行為を行ったことにより帰責する方式」が採られている。アメリカでは、発行市場では「取締役の地位により帰責する方式」が採られており、取引市場では、「支配者の影響により帰責する方式」が採られている。

中国において、「支配者の責任」を導入すれば、今現在採られている「取締役の地位により帰責する方式」は「支配者の影響により帰責する方式」に変更することになる。これは、最近中国証券法の理論において検討されている“重要な少数者”の主体责任を強化するという法政策と非常に合う⁽¹⁶⁰⁾。これにより、中国の証券法は、発行市場と取引市場両方に「支配者の責任」を導入すべきであると考えられる。また、中国の証券法において発行市場では比較的に厳格的な責任を設置すべきであると考えられる。これによって、発行市場の虚偽記載に関して立証責任転換を設定すべきであると考えられる。つまり、取引市場の虚偽記載に関して、取締役が「支配者の影響」を与えたことについて、取締役に「支配者の影響」を与えていないことを反証する責任を負わせると設定すべきである。また、アメリカ法において、虚偽記載の民事責任に関して発行市場においても取引市場においても取締役の類型を区別することは強調されていない。言い換えれば、業務施行取締役と独立取締役に對して異なる民事責任の制度を定めていない。独立取締役の民事責任追及の規則は裁判所が「支配者の責任」にしたがって発展したものである。中国の証券法は「支配者の責任」を要件とすれば、「支配者の影響」を有しない取締役は責任の主体から排除されるため、一部の取締役の民事責任を軽減・限定することができる。また、最近、中国の法政策において、独立取締役が非独立取締役の損害賠償責任につき「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」が強調されている。独立取締役が負う損害賠償責任の形式、比例部分（割合）、金額を合理的に認定することは、「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」という中国の法政策に合う⁽¹⁶¹⁾。これにより、「支配者の責任」を導入することにより、「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」の取締役民事責任を実現することができ、取締役の虚偽記載における実際に果たした役割を公平に評価できると考える。

第二に、「支配者の責任」を導入すれば、「支配者の影響」を有しない独立取締役に過失がある場合は、当該独立取締役が対外的に投資者に直接に賠償責任を負わないこととなる。但し、それは全ての民事責任を負わないというわけで

はなく、会社の内部関係において、上場会社が過失がある独立取締役に対して求償することができる。また、上場会社の取締役会又は監査役会は、責任を負うべき独立取締役に対して積極的に民事訴訟を提起しなければ、会社法に定められる株主代表訴訟を適用して、適格要件を満たす株主により会社を代表して独立取締役に対して代表訴訟を提起することはできる。なお、中国において、中国证券监督管理委员会等により証券市場の投資者保護の専門機構として投資者保護機構が設置された。投資者保護機構が中小株主を代表して取締役の損害賠償訴訟を追及するために株主代表訴訟を提起することは中国の証券法に認められている⁽¹⁶²⁾。例えば、大知恵株式会社事件において、発行者となる大知恵株式会社は投資者に損害賠償責任を負った後、大知恵株式会社は積極的に会社の取締役と高級管理職に対して損害賠償を求償する訴訟を提起しなかった。そのため、投資者保護機構は中国会社法 151 条と中国証券法 94 条に従って株主代表訴訟を提起して、取締役と高級管理職の損害賠償責任を追及した⁽¹⁶³⁾。

第三に、「支配者の責任」を導入することにより、現行中国証券法 85 条が定める「取締役の地位による帰責の方式」に替えることは、資本市場における虚偽記載の民事責任に限った対応である。行政責任についても「支配者の責任」を採るべきかについては、別の課題で研究する必要がある。

⁽¹⁴⁸⁾ See Alistair Alcock, *Liability for misinforming the market*, Journal of Business Law, 2011, 3, 243, p. 243.

⁽¹⁴⁹⁾ 5.708 The history of the legal treatment of offers of securities, Palmer's Company Law, Volume 1, Chapter 5.7 Civil Liability in Respect of Offers of Securities, Reviewed: July 2013.

⁽¹⁵⁰⁾ Derry v Peek (1889) 14 App. Cas. 337.

⁽¹⁵¹⁾ Henderson v Lacon (1867-68) L.R. 5 Eq. 249.

⁽¹⁵²⁾ 丁宇翔：「証券発行における虚偽記載に関する仲介機構の責任」、《環球法律評論》2021 年 6 号、170 頁；史欣媛「比例的連帯責任は虚偽記載に関する仲裁機構の責任認定」《河南省財經政法大學學報》2022 年 4 号、42-43 頁。

⁽¹⁵³⁾ 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022 年 1 号、106-107 頁。

⁽¹⁵⁴⁾ 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022 年 1 号、106 頁；王琦「虚偽記載に関する仲介機構の民事責任の理論」《法学家》2023 年 1 号、108-109 頁。

⁽¹⁵⁵⁾ 王利明編集「中国民法典評釈——契約総則編」（中国人民大学出版社、2020 年版）272 頁。

- (156) 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022年1号、107頁。
- (157) 「比例的連帯責任」は民法外に創設したものであって、やむを得ないときの選択権でもある。邢会強「資本市場のゲートキーパー理論と我が国に適用する問題と解決方法」《政法論壇》2022年6号、184頁。
- (158) Bradshaw v. Van Houten, 601 F. Supp. 983 (D. Ariz. 1985); Fey v. Walston & Co., 493 F.2d 1036 (7th Cir. 1974); 支配者の構成要件に「代理関係」を要求しないと認定する裁判所が存在する。See Jones v. First Equity Corp. of Fla., 607 F. Supp. 350 (E.D. Tenn. 1985).
- (159) 郭雳「証券詐欺の法律責任の限界」《中外法学》2010年第4期、639頁。
- (160) “重要な少数者”には支配株主、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職が含まれる。俞坤「持株削減の新規制と上場会社規制の運用」『証券法苑』2017年3巻48頁；湯欣・陳思含「上場会社と「重要な少数者」の行政責任の区別」『証券法苑』2021年34巻25頁。
- (161) 2023年4月に中国の國務院により公布した《上場会社の独立取締役制度改正の意見》の二（七）条。
- (162) 中国証券法95条3項によれば、投資者保護機構は50名以上の投資者の委託を受けた場合は、投資者を代表して虚偽記載の行為者とその他の関係者を訴える権利を有する。その訴訟の構造において、投資者機構が証券虚偽記載の民事責任を追及するために提起する訴訟（特別証券代表人訴訟）には、オプトアウト規則の適用があることはその最も大きな特徴となる。この点はアメリカの集団訴訟と似ている。中国の証券代表人訴訟の詳細について、郭雳：《投資者保護センターが特別証券代表人訴訟に参加する基準：理論の視角と改善の意見》《投資者》2020年第2期；陳潔《新証券法における投資者保護制度の三大中国特色》，投資者2020年第2号，等を参照。また、中国証券法における特別代表人訴訟とそのほかの立法例との比較について、Robin Hui Huang, *Class Action in China: Challenges and Opportunities*, in: Fitzpatrick & Thomas (eds.), *The Cambridge Handbook of Class Actions*, Cambridge University Press, 2021, p. 350-365. を参考。
- (163) 投資者保護センター：監督型の小株主訴訟と投資者保護のイノベーション。http://www.isc.com.cn/html/dzha/20230223/4619.html 最後訪問日：2023年4月9日。大知恵株式会社事件において、上場会社となる大知恵株式会社は利益を虚偽する行為を行ったため、大知恵株式会社とその支配株主及び大知恵株式会社の取締役は投資者に3.35億人民元の損害賠償責任を負うことになった。2023年2月16日までに、大知恵株式会社は全ての損害賠償責任を履行した。

五 結論

上述した比較法の考察からすれば、アメリカ、ドイツ、イギリス及び日本において証券の虚偽記載における民事責任制度に関して発行市場と取引市場が区

別されている。各国の発行市場における民事責任制度に関して投資者保護の目的が比較的的重要視されることは見られる。イギリスの金融市場法と1933年アメリカ証券法において目論見書に存在する虚偽記載に対して取締役が民事責任を負わなければならないと定められた。ドイツにおいて、取締役の民事責任を認定する時に、「経済的利益」と「支配者の影響」を構成要件の重要な要素として考慮しなければならないと強調されている。取引市場の民事責任について、各国は比較的緩やかな規制を採っている。アメリカの判例法では、1934年証券取引法に定められる「支配者の責任」が取締役の民事責任を判断する際の主な根拠とされている。ドイツとイギリスにおいて「故意に行った詐欺的な作為」は取締役の民事責任を判断する時の重要な根拠とされている。これにより、各国は「取締役が情報開示に実際果たした役割」を重要視していることは分かった。アメリカ、ドイツ及びイギリスにおいて、取締役の民事責任に関して発行市場と取引市場を区別して取締役の責任を定めた理由は、「投資者の利益保護を無限に追及する」や「情報開示に違反した行為を徹底的に予防する」ためだけではなく、「詐欺防止」が証券市場の最も重要な目的となるため、守らなければならないのである。中国の証券法において、「詐欺防止」を取締役の民事責任を規定する最も重要な目的とし、発行市場と取引市場を区別するうえ、「支配者の責任」を導入することによって、上場市場における取締役の具体的な職務とその実際の行為に依拠して取締役の民事責任を認定すべきと考える。

中国の実情に基づき、世界各国の経験を参考にして立法することは中国の法律発展の重要な方式である。現在、中国は法律の現代化を実現するよう改革を行っている。その段階では、中国は法律の体系と法律の解釈に注目しなければならない。諸先進国の経験も参考にしなければならないと考える。虚偽記載における取締役の民事責任について、その機能の比較と中国の実情に基づき中国証券法を改正することにより中国資本市場の法体系を整備することができ、証券法の中国経済に対する制度的な役割を実現することもできると考える。