

中国の虚偽記載における民事賠償の責任主体の再構築

彭 冰*

- I 序
- II 虚偽記載民事賠償の責任主体に関する法制度の現状及びその問題点
- III ゲートキーパーの責任
- IV 虚偽記載の責任主体の再構築
- V 結論

I 序

有価証券の発行者と上場会社が情報開示に際して虚偽記載を行うことは、強制的な情報開示制度という証券法の基礎原則に違反するため、断固して取り締まるべきであると考えられる。中国の証券法において、虚偽記載の民事責任、行政責任さらには刑事責任を含めて法的責任の体系が定められているほか、中国の最高人民法院（以下では、中国最高裁と略す。）は虚偽記載に関する司法解釈を公布した。これにより、インサイダー取引等の証券詐欺行為に比べると、中国における虚偽記載の規制は比較的整備されている。

一方で、2019年中国証券法の改正において「証券代表人訴訟制度」（アメリカ法の「集団訴訟」に相当するものである。）が新設された。虚偽記載に基づく民事責任を追及する損害賠償訴訟における請求額は巨額になることが多くなってきたため、誰がその損害賠償責任を負うべきかは多くの注目が集まる重要な問題となっている。この点に関して、中国証券法において発行者となる上場会社以外に、幾つかの主体が連帯責任を負わなければならないと規定されている。実務において、これらの上場会社以外の主体が連帯責任を負うことに関する制

* 北京大学法学院教授。
訳者：朱大明（東京大学法学政治学研究所特任教授）。

度の公平性が問題となったため、多くの議論が行われている。裁判所は、制度の公平性を追求するために、虚偽記載の損害賠償訴訟において、法律に定められた連帯責任に加えて、法律に定められていない「比例的連帯責任」を創設した。例を挙げよう。例えば、康美医薬株式会社の証券代表人訴訟において、裁判所は被告となる複数の独立取締役それぞれ損害賠償金額に対して10%と5%の連帯責任を認めた。しかし、本件の損害賠償金額が24.59億元という巨額の賠償金額となったため、10%と5%といっても、独立取締役の負担金額は約2.4億元、1.2億元という大きい金額となった。その事件が起きた後、中国において多くの独立取締役が辞任した。この事件により、上場会社以外の責任主体が虚偽記載に対してどのような民事損害賠償責任を負うべきかが中国国内に大きな課題となっている。

本稿は、2019年中国証券法の改正と証券代表人訴訟の実施に対応して、虚偽記載の民事損害賠償の責任主体について全面的に見直して改めて制度の設計を考える必要があると主張するものである。現行中国証券法によれば、虚偽記載の民事損害賠償の責任主体について以下、三種類に分けることができる。①不法行為を行う者。すなわち、上場会社の虚偽記載を組織・実施した者、または虚偽記載の実施を指示した者である。主に上場会社の実質的支配者と会社の経営者が想定される。②コーポレート・ガバナンスにおいて、上場会社の虚偽記載を防止・抑制する義務を負う会社内部の者である。主に虚偽記載に直接関与しない取締役、監査役、高級管理職が想定される。③「ゲートキーパー」としての信用評価の仲介業者である。主に証券サービス仲介業者である証券会社、公認会計士、弁護士等が想定される。上記の三種類の中に、①の見直しは最も重要であると考え。具体的には、虚偽記載において、民事損害賠償責任を負うべき第一責任者は、発行者となる上場会社ではなく、虚偽記載を組織・実施した実質的支配者と会社の経営者であるというべきであると考え。そして、②と③は、主として自らの過失に対して一定の限度額内で損害賠償責任を負うべきであると考え。これにより、②と③は善管注意義務を履行した場合は、責任を免れるべきである。また、②と③の責任免除により損害を被った投資者への補償が不足する可能性がある。この点について、本稿では、民事損害賠償責任について、関連主体が自らの責任を積極的に果たすよう動機付けることを目的として制度を設計しなければならないと考え、多くの者に「連帯」させる

ことにより損害賠償責任の実現を保証することは適切ではないと考える。投資者の損失について、共済的な性質を持つ投資者補償基金の設立によって補充することは、大規模な不法行為により生じうるリスクに対応する効果的な方法になると考える。

以下では上記の論点を詳細に検討する。本稿の構成は、次のとおりである。まず、中国の虚偽記載の民事責任制度の責任主体に関する規定について簡単に紹介したうえで、その問題点を分析する。次に、三種類の責任主体の法的な責任の具体的な制度設計を検討する。すなわち、直接に不法行為を負う者の責任、会社の内部において虚偽記載を防止する義務を負う者の責任、会社外部において虚偽記載を防止する義務を負う者の責任である。最後に、虚偽記載の責任主体の再構築に関する全体的な構想を述べる。

II 虚偽記載民事賠償の責任主体に関する 法制度の現状及びその問題点

中国において、虚偽記載の民事損害賠償の責任主体に関する規定は主に現行の中国証券法（2019年に改正）の85条⁽¹⁾及び163条⁽²⁾に定められている。これらの条文には、情報開示の義務者（主に発行者と上場会社、以下では簡略するため、発行者と上場会社の概念を同義に用いることにする）の損害賠償責任、及び発行者の支配株主、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職、その他の直接責任者、証券サービス業者の連帯責任が規定された。このうち、情報開示の義務者の責任は無過失責任とされ、それ以外の主体は過失推定責任とされた。

また、支配株主と実質的支配者（以下は簡潔化のため、両者を総称して「実質的支配者」という。）の過失推定責任は、2019年中国証券法の改正により新設されたものである。改正前の中国証券法の規定によれば、実質的支配者は虚偽記載に対し過失責任を負うものとされた（2019年改正前の中国証券法第69条）。しかし、2019年改正中国証券法に定められた実質的支配者の過失推定責任は、最高人民法院が制定・公布した虚偽記載に関する新しい司法解釈（以下「新司法解釈」という）に規定されていないため、これまでに実際に適用されたことはない状態となっている。この点について、本稿の後半では、2019年改正中国証券法の制度改正の趣旨からして、過失推定責任規定は情報開示の義務者

自身の直接責任に代わるものとして、その適用の意義を検討する。

中国証券法における虚偽記載に対する民事賠償責任規定の適用について、2003年に最高裁判所が制定・公布した「虚偽記載に関する司法解釈」（以下「旧司法解釈」という）において、因果関係の推定を通して虚偽記載に関する実体法の問題が解決されていた。旧司法解釈に訴訟手続上の制約（個人または共同での提訴を義務付け、代表訴訟は認めない）が課されたため、2003年以降に提訴された証券虚偽記載に関する民事損害賠償の事件数（ここでいう事件数は、原告数で計算される個別訴訟の案件数をいう。被告数で計算すると、事件の数は明らかに少ないことになる。）は少なくないものの、その請求額は少額なものであった。しかし、証券市場の発展に伴い、虚偽記載による民事損害賠償請求の案件数は年々増加し、請求額も引き上げられてきた。例えば、華澤鉛鋅株式会社の虚偽記載を巡る訴訟は個別訴訟で行われ、被告である国信証券会社に保証人（中国証券法 10 条）として 100% の連帯責任を負わせた（一審判決では 40% の連帯責任とされたが、二審では 100% の連帯責任とされた）。なお、国信証券会社が開示した 2022 年の年次報告書によると、同一の虚偽記載の事実に基づいて国信証券が提訴された事件の数は 2449 件にのぼり、請求額は合計 9.15 億元であった。また、中安科技株式会社の虚偽記載については、2022 年 5 月 28 日現在、合計 4830 件の訴訟が裁判所に受理され、請求総額は約 8.4 億元となっている。同案件の判決には、上場企業に損害賠償責任を負わせたほかに、独立財務アドバイザーに損害賠償金額に対する 5% の連帯責任、公認会計士に 15% の連帯責任を認めたものがある。

2019 年中国証券法の改正において、証券代表人訴訟制度が第 95 条⁽³⁾に新設された。この証券代表人制度は二種類に分けられ、一つは、投資家は「明確に訴訟に参加しないと、訴訟の原告に入らない」という訴訟であり、中国証券法はそれを普通の証券代表人訴訟と呼ぶ。もう一つは、投資家は「訴訟に参加しないことを明確に示しないと、自動的に訴訟の原告に入る」という訴訟であり、中国証券法にそれを特別の証券代表人訴訟と呼ぶ。2019 年改正中国証券法が実施された後、中国における虚偽記載に対する民事損害賠償の請求金額が大幅に増加した。例えば、「飛樂音響株式会社事件」において、普通の証券代表人訴訟として、上場企業の 315 人の投資家への賠償金額は 1.2 億元となった。また、「五洋株式会社事件」において普通の証券代表人訴訟として、その損害賠償金額

は7.1億元となった。さらに、未だ審理されていない株式会社事件において、証券の普通代表人訴訟として、その損害賠償請求額は50億元となった。また、特別の証券代表人訴訟は、多数の投資家を集めて提訴することができるため、請求額がさらに上回る。特別の証券代表人訴訟の初めての事件と呼ばれるにおいて康美医薬株式会社事件において、被告となる康美医薬株式会社は24.95億人民元の損害賠償責任を負うとされた。

また、前述した多くの独立取締役が辞任したという現象が起きた源は康美医薬株式会社事件の判決であった。当該事件の判決において、比較的低い報酬しか受けない独立取締役に、巨額の損害賠償責任を負わされた。また、証券サービス仲介業である証券会社、公認会計士、弁護士等に、発行者との連帯責任が求められた。これらの者の責任について、現行中国証券法には連帯責任を負うと明文で規定されているが、裁判所は、公平性を求める必要があることもあるため、結局、中国の法制度に定められていない責任負担形態である「比例的連帯責任」を創設して本件に適用した。

本制度の公平性といった問題が生じた原因は、被告が善管注意義務を履行したにもかかわらず、責任を負わないと抗弁することができない点にある。これにより、責任の属性は過失責任から担保責任に転換され、虚偽記載の実際の実施者（主に実質的支配者と会社の経営陣）の責任が軽減することになる。結局、「最も悪い者に責任を厳しく追及する」ということは達成できず、その代わりに、他の主体は「連帯」して責任を負うことになってしまう。中国の法律実務では、裁判所は虚偽記載の民事損害賠償責任に関して行為の実施者以外の主体にまで幅広く厳しい責任を認めた理由は、投資者の利益保護のためであると考えられているが、このような現行中国証券法上における虚偽記載に関する主体の法的責任は厳格すぎると考える。

1 上場会社は虚偽記載に対し厳格責任を負うべきではないこと

現行中国証券法85条は、情報開示の義務者が虚偽記載に対して無過失責任を負うとされている。これにより、情報開示の義務者は過失がないことを理由として抗弁することができない。法律の実務上、情報開示の義務者は上場会社であることが多いため、虚偽記載の民事損害賠償の訴訟では、上場会社が被告として損害賠償責任を負うことが多い。

しかし、理論的に言うと、発行市場の虚偽記載と流通市場の虚偽記載を区別する必要があると考える。発行市場（証券発行の過程）で行われた虚偽記載と流通市場（継続開示段階）で行われた虚偽記載の間に特に差はないが、損害賠償責任の視点からすれば、大きな違いがある。つまり、発行市場で行われた虚偽記載において、発行者となる上場会社は有価証券取引の当事者であり、虚偽記載により利益を獲得したため、損害賠償責任を負うことにより違法な利得を返還させることは当然のことで理解しやすい。一方で、流通市場で行われた虚偽記載については、虚偽記載により上場会社の株価は変動したものの、上場会社は有価証券取引の当事者ではなく、虚偽記載により直接的に利益を得ていないため、上場会社に損害賠償責任を負わせることの妥当性を考えなければならぬ。また、上場会社が投資家に所有されていることからしても、上場会社が損害を被った投資家に賠償することの実質は、一部の投資者が他の一部の投資者に賠償していることになる。これは、いわゆる「循環賠償」になる。そもそも、投資者は投資ポートフォリオの活用により特定の上場会社の虚偽記載によるリスクヘッジができる。

上記の問題に関して中国証券法における制度の設計には問題ある。つまり、中国証券法においては、虚偽記載の行政責任と刑事責任について発行市場の規制と流通市場の規制が区別され、発行市場の規制が比較的厳しい。⁽⁴⁾一方で、民事責任について、発行市場の規制と流通市場の規制は区別されていない。このような制度設置は逆であろう。本来であれば、民事責任の規制に関して発行市場と流通市場を区別し、行政責任の規定と刑事責任の規定については発行市場と流通市場を区別しないという立場がとられるべきであると考えられる。

具体的に言うと、上場会社は法律による擬制した人格を有するものの、その虚偽記載の行為は、実際、実質的支配者や経営陣が自己の利益のために行ったことが多いと考えられる。中国における上場会社の株主構成が比較的集中し、会社が実質的支配者に支配され、経営陣も実質的支配者に任命されるため、多くの場合は管理者の行為は実質的支配者の意志を反映することになる。このような現状の下に、虚偽記載の民事損害賠償責任は、上場会社に負わせるべきではなく、実質的支配者に負わせるべきであると考えられる。

もちろん、例外として、株式の保有が分散しており、実質的支配者がいない会社の場合には、虚偽記載の民事損害賠償責任は、上場会社ではなく、会社の

経営陣に負わせるべきである。

また、中小株主は実質的支配者や経営陣に対して一定の監督権利を持っていることから、上場会社は一定の限度額内に損害賠償責任を負うことが合理的である。立法例として、カナダのオンタリオ州証券法では、上場会社の責任限度額を時価総額の5%および100万カナダドル（約1億円）のいずれか高い方に設定された（カナダのオンタリオ州証券法138.1条）。

2 実質的支配者または経営陣が虚偽記載の民事損害賠償責任を負う

前述したように、中国において、上場会社の株主構造が集中し、実質的支配者が会社を支配している状況が多い。したがって、虚偽記載は実質的支配者の意思を反映し実質的支配者によって計画し実施されていたことがほとんどである。したがって、会社の実質的支配者には、虚偽記載による損害を被った投資者に対して直接に損害賠償責任を負わせ、「上場会社の法人格否認」として、不法行為の加害者に不法行為の責任を直接に負わせることには、理論上の支障がないと考える。

2019年中国証券法の改正において、実はこの考え方が一部反映されている。2019年中国証券法85条によれば、発行者が虚偽記載を行った場合、「発行者の支配株主及び実質的支配者……は、自己に過失がないことを証明できない限り、発行者と連帯して損害賠償責任を負う」とされた。すなわち、実質的支配者の過失推定責任が明確に定められた。この立法趣旨が実現できれば、実質的支配者は、虚偽記載において過失推定責任を負うため、他の主体と同様に、善管注意義務の履行による抗弁ができるものとし、虚偽記載の損害賠償責任の主体になるはずである。

しかし、現実には、この立法趣旨は実行されていない。中国最高裁による旧司法解釈22条は、実質的支配者の責任を追及する際に、実質的支配者が発行者である上場会社を操縦して虚偽記載を実施したことを証明しなければならないと定めていた。2022年の中国最高裁による新司法解釈は、2019年中国証券法の改正により85条が導入された状況の下、原告が「実質的支配者が虚偽記載を計画して操縦したこと」を証明しなければ、実質的支配者を被告として損害賠償請求訴訟は提起することができないと定めた（新司法解釈第20条）⁽⁵⁾。つまり、2019年中国証券法に定められた実質的支配者の過失推定責任が新司法解釈

に反映されていない。そうは言っても、新司法解釈の規定には進歩した点がある。具体的には、新司法解釈によれば、原告は実質的支配者を被告として提訴することができる。つまり、原告は発行者となる上場会社を訴えずに実質的支配者を訴えることはできる。そして、2019年中国証券法85条によれば、実質的支配者は自ら過失がないことを立証しなければ責任を負うことになる。

本稿は、中国において、上場会社の虚偽記載は実質的支配者が計画して実施したことが多いという状況の下、実質的支配者には単独で虚偽記載の損害賠償責任を負わせるべきであると主張する。2019年中国証券法85条が実質的支配者に過失推定責任を負わせたのは、この趣旨の一部を反映したものと考えられる。本稿は、さらに一步を進める必要があると考える。つまり、「最も悪い者に責任を追及する」ということを立法の目的として、虚偽記載をより効果的に抑制するために、虚偽記載が実質的支配者により実施された場合には、上場会社に損害賠償責任を負わせない、あるいは責任を一定の限度額に制限することが合理的であると主張する。

なお、株主構成が分散して実質的支配者がいない上場会社の場合には、経営陣に虚偽記載の損害賠償責任を追及すればよい。

そのほか、合併や大規模な組織再編等(M&A)において、上場会社が開示する情報の一部は、取引先から提供されるものであり、取引先から虚偽の情報を受け取った状況も十分に想定できる。このうち、上場会社がデューデリジェンスを実施してもこれらの虚偽情報を発見できなかった可能性もあり、この場合に上場会社の名義で虚偽記載が行われたが、その責任を過失のない当該上場会社に負わせることは不適切であると考えられる。このような状況に対して、中国最高裁による新司法解釈21条⁽⁶⁾が明確に定めたことは立法上の進歩であるが、2019年中国証券法85条に拘束されるため、発行者である上場会社は当該虚偽情報を提供した取引先と共同で損害賠償責任を負わなければならないということとなっている。したがって、今後の法改正では上場会社が合理的なデューデリジェンスを行って虚偽記載を発見できなかった場合には、損害賠償責任を負わないことを明確に定めるべきと提言する。

3 虚偽記載への協力による法的責任

中国証券法では、上場会社の虚偽記載に協力した第三者が損害賠償責任を負

うと規定されている。不法行為責任の観点から、他者の不法行為に協力した者は共同不法行為として、損害賠償責任を負わなければならない。中国最高裁による新司法解釈 22 条⁽⁷⁾には関連規定が設けられたが、その虚偽記載に協力した第三者の責任の範囲につき連帯責任なのか、それとも寄与度に対応した比例的責任なのか等の点を明確にする必要がある。

4 内部関係者の責任

内部関係者とは、主に上場会社の取締役、監査役、高級管理職を指す。中国証券法 82 条は取締役、監査役及び高級管理職は上場会社の情報開示に対して一定の担保責任を負うと定めた。中国証券法第 85 条は、上記の 82 条に定められた取締役、監査役及び高級管理職の上場会社の状況開示に対する担保責任に基づいて、取締役、監査役、高級管理職が虚偽記載に対して過失推定責任を負わなければならないと定めた。したがって、虚偽記載について、取締役、監査役及び高級管理職は、取締役会で決議を反対することや告発といった手段を使用する以外に、基本的には善管注意義務に違反しないことを立証することが困難である。

新司法解釈では、独立取締役を他の責任主体と区別して、その善管注意義務の履行による抗弁について明確な規定が設けられた。具体的にいうと、独立取締役が専門知識を持っている分野とそうでない分野に区別し、注意の程度が異なるとされている。つまり、「独立取締役には専門知のない分野において、会計や法律などの専門職の力を借りて問題を発見できなかったこと」は独立取締役の無過失の抗弁理由として利用できると定めている。しかし、この規定には改善の余地があると考ええる。

虚偽記載に直接関与していなかった者の法的責任については当該主体の虚偽記載防止への役割を果たさせるインセンティブを与えるように設計すべきであると考ええる。虚偽記載に直接関与していなかった者に責任主体の能力を超えた過度な責任を負わせると、当該責任の制度機能は発揮できないことになる。その結果として、虚偽記載に直接関与していなかった者のうち、リスク回避的な者は加重な責任に嫌なので、直ちに取締役、監査役及び高級管理職から去ることになり、リスク愛好的な者とリスク中立的な者は取締役等の地位に留まるかもしれないが、いつ虚偽記載が起きるか分からないため、ある意味で、投機す

る行為として、虚偽記載が発生しないよう願うしかないことになってしまう。

本稿は、上場会社の取締役、監査役及び高級管理職は、虚偽記載の防止のために一定の義務を負うべきであると考えが、その義務は、情報開示の内容の真实性を積極的に検証することではないと考える。情報開示の真实性の確保について内部統制システムを整備し、有効な内部統制システムにより確保・検証すると主張する。

取締役、監査役と高級管理職に開示情報の内容を積極的にチェックし、専門外の事項については会計や法律などの専門職の力を借りて検証して、問題が見つからなかった場合のみ責任を免除するという制度は厳しすぎる。その理由について、まず、このやり方は労働力の重複になる。上場会社の開示内容は、すでに専門の第三者機関によって検証されていることが一般的であり、そのような状況の下、さらに取締役、監査役、高級管理職に専門機関の助けを借りて再度検証することを求めることは明らかに重複になるため、必要がない。但し、取締役、監査役及び高級管理職が開示情報をレビューする際に疑うべき事項がある場合は、再度検証が必要になる。次に、責任の免除について、取締役、監査役及び高級管理職が専門知識を有する分野以外の分野に限定されることは不合理である。専門分野でも、取締役、監査役及び高級管理職が書面審査だけで問題を発見できる可能性は極めて低い。したがって、専門分野においても再び専門の第三者機関に検証を依頼することも明らかに労力の重複である。これにより、本稿は、具体的な情報開示内容の真实性の検証については、取締役、監査役及び高級管理職に一般の理性のある人(rational people)の水準(あるいはそれよりやや高い水準)を満たすことのみを求め、重大な注意義務違反(重過失)がある場合に過失を認めるべきであると主張する。

一般の注意義務を果たした上で、取締役、監査役及び高級管理職は、コンプライアンスの要件、すなわち、上場会社において真実の情報開示を確保するための内部統制システムを構築し、かつ当該内部統制システムの効果が確実に発揮できることを証明する必要がある。

本稿は、虚偽記載に直接関与していなかった取締役と監査役及び高級管理職(実際は、独立取締役か社外取締役かを区別する必要はない)については、上記の2点(すなわち、一般の注意義務とコンプライアンス義務を果たしたこと)を証明できれば、過失がないと見なして、虚偽記載による損害賠償責任を負わ

ないと主張する。

Ⅲ ゲートキーパーの責任

1 ゲートキーパーは限度額内に責任を負うべきである

ゲートキーパーの制度は信用担保システムであるが、当該制度には一定の欠陥が存在している。つまり、上場会社がゲートキーパーにサービス料を払うことから、深刻な利益相反問題や従業員のエージェンシーコストが生じうる。さらに、中国の専門機構はまだ発展の途上にあるため、職業の倫理が成熟していない等の問題が存在する。このため、現時点の中国において信用担保システムが十分に機能することは困難である。このような状況のもとで、「連帯責任」の採用は、ゲートキーパーの機能を損なうと言わざるを得ず、このような制度の設計は「賭博」といってもよい。

本稿は、今後の法改正において、ゲートキーパー機関の連帯責任制度を限度額内に限定するように改正する必要があると考える。具体的には、証券サービス仲介業者の得たサービス料の3-5倍を賠償の限度額とし、証券サービス仲介業者の善管注意義務の履行による抗弁を積極的に認めるという改正をすべきであると考える。

2 保証人およびアンダーライターの過失の判断

中国証券法において、会社が上場申請を行う際に、要件の一つとして保証人により保証を得なければならないと定められた（中国証券法10条）。保証人は保証人の資格を有する証券会社となる。

保証人とアンダーライターは、証券発行のゲートキーパーの範囲に含まれてゲートキーパーとしての役割を担うと考えられている。保証人とアンダーライターは、デューデリジエンスの実施により、過失がないことを証明することができる。この点は、以下のとおり、新司法解釈の17条によって示された。

「人民法院は、保証人、アンダーライター等の機関及びその直接の責任者が提出したデューデリジエンス作業書類、デューデリジエンス報告書及び内部監査意見等の証拠が、以下の状況を証明できる場合、過失がないと認定するものとする。

(1) 情報開示書類の関連内容について、法令、行政規則、規制当局が制定し

た規則及び規正文書並びに関連する業界基準の要求事項に従って、慎重なデューディリジェンスを実施していること。

(2) 情報開示書類のうち、証券会社の専門的見解の裏付けがない重要な内容については、慎重なデューディリジェンスによる調査及び独自の判断を経て、当該内容の一部が真実の状況と合致していると信じるに足る合理的な根拠があること。

(3) 情報開示書類のうち、証券会社が専門的意見を表明した重要な内容に関して、慎重な検証及び必要な調査・検討を行った結果、専門家としての疑念を払拭し合理的な信頼性を形成した合理的な理由があること。」

しかし、中国の法律実務において、米国の「シェルフ・オフアリング」と同様に上場会社の特定第三者への株式割当の発行期間が短いため、アンダーライターはゲートキーパーとしての機能をどのように発揮するか。また、発行手続きにおいて、アンダーライターが上場会社の定期報告書等の情報開示書類を引用した場合は、そのデューディリジェンス責任が尽くされたか、等の問題について、検討する必要がある。

3 証券サービス仲介業者の過失の認定

証券サービス仲介業者はゲートキーパーに含まれるため、新司法解釈の17条に基づき、注意義務の履行による抗弁を主張できるはずである。新司法解釈では、専門的意見と非専門的意見を区別し、証券サービス仲介業者はその業務範囲と専門領域内の虚偽記載のみに対して責任を負い、他の証券サービス仲介業者が提供する専門的意見を合理的に信頼することが容認されている(新司法解釈第18条)。

新司法解釈18条以下のとおりである。

「証券サービス仲介業者の責任は、その業務範囲と専門分野に限定されている。証券サービス仲介業者が、保証人や他の証券サービス仲介業者の基本作業または専門的意見に依拠したが、信頼した専門的意見に虚偽記載があった場合、依拠した基本作業または専門的意見について慎重に検証し、必要な調査と検討を行った上で、専門的疑いを排除し合理的な信頼を形成したことを証明できるならば、人民法院は当該証券サービス仲介業者に過失がないと認めなければならない。」

上記のように、証券サービス仲介業者の注意義務の履行による抗弁は合理的であると考えられる。すなわち、専門分野について、証券サービス仲介業者は業界の実務規範に定められた業務範囲と手続き上の要件を遵守すべきである。専門でない分野について、他の証券サービス仲介業者が発行する専門的な意見書を合理的に信頼することが可能である。しかし、証券サービス仲介業者に他の証券会社が提供した専門意見について「合理的な疑いを取り除くための慎重な検証と必要な調査と検討を行う」という要件はやや厳しいと考え、一般の注意義務を果たせば十分であると考えられる。

現在の中国の実務における重大な課題は、民事裁判における証券サービス仲介業者の過失に関する判断が、行政監督機関による行政処罰に大きく依存していることである。このことに関連して、新司法解釈では、証券サービス仲介業者が虚偽記載を行った場合、「人民法院は、法律、行政法規、監督機関が制定した法規に従い、虚偽記載において証券サービス仲介業者に過失の有無を判断する」と定められた（新司法解釈第18条）。実際には、監督機関が制定した規則には、証券サービス仲介業者にその非専門分野に対しても意見表明を求めると定められ、監督機関は証券サービス仲介業者により表明された意見に基づき、「後知恵」で善管注意義務の履行の有無を判断することが多い。

したがって、本稿は、①虚偽記載について証券サービス仲介業者に過失があるかどうか、ゲートキーパーとしての責任を追及すべきかを判断するときは、証券サービス仲介業者の瑕疵がある行為と虚偽記載との間に因果関係があるかどうかを考察すべきであると考えられる。証券サービス仲介業者に瑕疵行為があるだけで善管注意義務を怠ったと推定するのは妥当ではない。②証券サービス仲介業者がその専門分野の範囲を限度としてゲートキーパーの義務を負うという原則を維持しなければならないが、専門外の内容については、監督機関から意見表明を求められることがあるとしても、一般の注意義務により他の証券サービス仲介業者の専門的意見を合理的に信頼することを容認すべきであると考えられる。

IV 虚偽記載の責任主体の再構築

1 虚偽記載に対する民事責任制度の機能

中国において、証券サービス仲介業者や取締役の注意義務の履行による抗弁が機能しない主な理由として、裁判所は損害を被った投資者に対して十分な賠

償額を保障したいため、「連帯責任」による幅広い罰則の対象に責任を負わせたいと考えている可能性がある。この点に関して、この問題を根本的に解決するために、現行中国証券法における虚偽記載に関する法的責任制度の機能から検討する必要があると考える。

虚偽記載という証券市場に繰り返して生じている違法行為について、法律により定められる責任制度の目的は、その発生を減少させることと抑制することにある。虚偽記載は株式市場の価格形成を歪め、資本市場の機能発揮に影響を及ぼす。虚偽記載により与えられる社会に対する公共コストは投資者に対する私的コストより大きい。これにより、民事の損害賠償責任だけでは虚偽記載の行為を社会的に最適なレベルまで減少させることはできないと考えられる。このため、刑事責任と行政責任等の公共的な法執行制度の存在も不可欠である。

虚偽記載を減少・抑制するという観点からして、刑事責任や行政責任の存在だけで十分であり、理論的には、民事の損害賠償を請求する私法の訴訟は実は必要がない。実際の状況から見れば、多くの国において虚偽記載の民事責任賠償制度が発達していないということは上記の結論が成立し得るものであることを証明するものであろう。

しかし、本稿は、以下二つの理由に基づき、虚偽記載の民事損害賠償制度が依然として必要であると考え。①刑事責任の要件基準が高く、「無罪推定」の考え方から、虚偽記載における多くの責任主体は刑事責任を問われないことにより、虚偽記載を防止・抑制するインセンティブが十分働かない。中国では、行政責任の追及が比較的経験豊富でかつ効率的であるため、ある程度、刑事責任の代替機能を果たすことができるかもしれない。このような観点から、中国において、虚偽記載の行政責任と民事責任は相互的に代替すること或いは相互的に補充することができるかもしれないと考える。②損害を被った投資者に対して適切な補償を与えることにより、資本市場における投資家の信頼を維持することができる。しかし、本稿は、損害を被った投資者に対する補償は、投資者補償基金の設置によって実現することが可能であると考え、大規模な証券代表人訴訟は訴訟資源を消耗するため、必要がないと考える。

2 共同補償基金と責任主体の関係

「投資者補償基金」について、別の機会に検討することにし、本稿では割愛す

る⁽⁸⁾。簡単に述べると、投資者補償基金は保険の共済制度を参照して、開示レベルが異なる上場会社の株式に対して異なる手数料レートを定めて、証券取引業者に取引手数料を課すことによって資金を集める。

本稿が検討する責任主体に関連するのは、投資者補償基金が投資家に賠償を行った後、その損害賠償請求の代位権を取得し、虚偽記載の関連責任主体に対して求償権を持つこととなる点である。当該求償権を、投資者補償基金のような専門機関が行使することは、訴訟コストを大幅に削減するとともに、求償対象がより正確になり、責任主体の法的機能も効果的に実現できる。例えば、現行中国証券法のもとに、投資者補償基金は会社の実質的支配者の責任のみを追及すればよいかもしれないと考える。

V 結論

中国において、虚偽記載の責任主体について、上場会社の責任を限度額内にする、或いはその責任を免除することにすべきであると考えられる。その代わりに、実質的支配者と経営陣の責任を厳しく追及する必要がある。上場会社の取締役と監査役及び高級管理職、関連の証券サービス仲介業者の責任についても限度額内の責任を負わせるべきであり、それぞれ注意義務の履行による抗弁を認める。さらに、取締役、監査役と高級管理職の注意義務による抗弁については、一般的な注意義務を履行し、情報開示のコンプライアンスの内部統制システムを有効に構築することがその判断の核心である。また、証券サービス仲介業者の注意義務の履行による抗弁は、自社の専門分野では業界規範の遵守、非専門分野では一般の注意義務の履行を果たしたことが必要となる。

- (1) 2019年中国証券法85条は以下のとおりである。

情報開示義務者が関連規定に従って情報を開示しない、又は公表した有価証券発行書類、定期報告書、中間報告書及びその他の情報開示資料に虚偽な記載、誤解を招く記載又は重大な記載漏れがあることにより、証券取引において投資者が損害を被った場合、情報開示義務者は損害賠償責任を負わなければならない。また、発行者の支配株主、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職及びその他の直接責任者、並びに保証人、アンダーライターとその直接責任者は、過失がないことを証明できない限り、発行者と連帯して損害賠償責任を負わなければならない。

- (2) 2019年中国証券法163条は以下のとおりである。

有価証券の発行、上場、取引及びその他の証券業務に関する監査報告書その他の保証報告書、資産鑑定書、財務助言報告書、信用格付報告書又は法律意見書を作成及び発行する証券サービス業者は、その根拠となる文書及び情報の内容の真实性、正確性及び完全性を検査または検証するために、注意義務を尽くさなければならない。さらに、当該業者が作成または発行した文書に虚偽の記載、誤解を招く記述または重大な記載漏れがあり、他人に損失を与えた場合、自己に過失がないことを証明できる場合を除き、委託者と連帯して損害賠償責任を負わなければならない。

- (3) 2019年中国証券法95条は以下のとおりである。

投資者が虚偽記載等の証券に係る民事損害賠償請求訴訟を提起する場合において、訴訟の目的物が同一の種類であり、かつ当事者の一方の人数が多いときは、法令に従って代表者を選任して提訴することができる。

前項の定めにより提起された訴訟について、同一の訴訟請求を有するその他の投資者が多く存在する可能性のある場合に、人民法院(裁判所に相当する)は公告で当該訴訟請求に係る事案の状況を説明し、投資者に一定期間内人民法院にて登記するよう通知することができる。これにより、人民法院が下す判決及び裁定は登記を行った投資者に対して法的効力を生ずる。

投資者保護機構は、50名以上の投資者の委託を受けて、代表者として訴訟に参加できることに加えて、証券登記決済機構の確認を受けた権利者のために前項の定めに従い人民法院における登記を行うこともできる。但し、投資者が当該訴訟への参加しない旨を明示した場合は、この限りではない。

- (4) 刑事責任に関する規定は「中華人民共和国刑法」160・161条、行政責任は「中華人民共和国証券法」181・197条を参照。
 (5) 新司法解釈20条は以下のとおりである。

発行者の支配株主又は実質的支配者が発行者の虚偽記載の実施を計画し指示したことにより、原告に係る証券取引において損害を被った場合、原告は提訴し、当該支配株主又は実質的支配者に損害賠償の直接責任を請求したことに對して、人民法院はそれを支持するものとする。

- (6) 新司法解釈第21条は以下のとおりである。

会社の重要な組織再編の取引先が提供した情報が真实性、正確性及び完全性の要件を満たさず、会社が開示した関連情報が虚偽記載であった場合、原告は提訴し、被った損害について、当該取引先および発行者等に損害賠償を請求したことに對して、人民法院はそれを支持するものとする。

- (7) 新司法解釈22条は以下のとおりである。

発行者の取引先や顧客、及び発行者にサービスを提供している金融機関等が、発行者が粉飾計算を行ったことを知りながら、関連する取引契約、請求書、預金証書等を提供していること、又は重要な事実を故意に隠蔽した結果、発行者の情報開示書類に虚偽記載をもたらしたことを証明できれば、原告が提訴し、これらのことにより被った損害について、発行者等の責任主体に損害賠償責任を請求したことに對して、人民法院はこれを支持するもの

とする。

- (8) 「投資者補償基金」の詳細について、彭冰「証券虚偽記載の民事賠償制度——先に賠償する制度から投資者補償基金に」（商法界論集第7巻，法律出版社2021年出版）を参照。