

取引所規則に基づく開示規制違反に対する 民事責任について（下）

小林史治

要 旨

自主規制機関の規則違反が民事責任の責任原因となるかについて、米国においては当該違反によって黙示的訴権が認められるかという問題として捉えられているところ、黙示的訴権に関して消極的に解していた連邦最高裁判決等の流れから、否定的な見解が多いものと思われる。その理由には、議会の意思として国法証券取引所等の自主規制機関による規則違反に黙示的訴権を与えるとする意図があったことを示す証拠を見出しがたいことなどが挙げられている。しかし、米国での議論においても、議会の意図を重視することには疑問が呈されており、また、自主規制機関による規則は投資家保護のために存在することや、当該規則が証券規制の法制度の重要な一部になっていることなどを理由に、必ずしも当該論争に終止符が打たれたものとはいえないものと思われる。

本稿の後半部分では、自主規制機関の規則に言及した裁判例を中心に、米国における自主規制機関の規則違反と民事責任に関する議論を通じ、本邦の取引所規則に基づく開示規制に違反があった場合における民事責任につき、何らかの示唆を受けることができないか考察を試みる。

また、本稿を閉じるに当たり、適時開示に関する規則違反があった場合における要件論について、若干の試論を展開する。

目 次

- | | |
|---|------------------------------|
| I. 本邦における開示規制とその問題点—金融商品取引法、会社法及び取引所規則— | 討する意義 |
| 1. 金融商品取引法及び会社法における開示規制 | II. 本邦におけるソフトローとしての金融商品取引所規則 |
| 2. 金融商品取引所規則に基づく適時開示と民事責任 | 1. ソフトローを検討する意義 |
| 3. 金融商品取引法及び会社法が定める民事責任 | 2. 規範としての取引所規則とソフトロー |
| 4. 金融商品取引所規則違反による民事責任を検 | 3. 取引所規則の特色 |
| | 4. 適時開示に関する取引所規則 |

5. 本邦における取引所規則の法的性質に関する考察

【以上、前号】

Ⅲ. 米国における取引所規則をめぐる議論

1. 米国における取引所規則
2. 国法証券取引所に対する規制等

Ⅲ. 米国における取引所規則をめぐる議論

1. 米国における取引所規則

金商法は、米国における連邦証券規制を母法として制定されており、取引所を含めた自主規制に関する規定についても例外ではない。そのため、取引所を含めた自主規制機関をめぐる制度設計においても共通する部分が多くある¹⁾。そこで、米国における取引所規則について概観した上で、当該規則をめぐる議論を検討することとしたい。

2. 国法証券取引所に対する規制等

(1) 規則制定主体

米国における自主規制機関の制度は、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」という。) が、証券取引における一定の規制等に関する権限を国法証券取引所 (national securities exchange) と全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers, 以下「NASD」という。)²⁾ に対して与えるという形で、1930年代に作られたものである³⁾。同国連邦議会は、連邦証券規制関連法

3. 米国における自主規制規則をめぐる裁判例等
4. 自主規制規則と民事責任の考え方

Ⅳ. 検討

1. 適時開示に不実開示があった場合における民事責任
2. 残された課題

を制定する際、既に140年以上の歴史をもって、取引所がその会員に対する規制を施してきたという経緯があったため、自主規制という既存のシステムを除去するよりも、それに追加する形での規制をSECに担わせることを選んだ⁴⁾。

取引所 (exchange) は、SECに登録の申請をすることで、国法証券取引所として登録されることとなる (米国取引所法6条(a))。登録のためには、取引所規則において、役員に関する事項 (同条(b)(3))、会費、手数料等に関する事項 (同条(b)(4))、取引の公正性等に関する事項 (同条(b)(5))、会員に関する処分等に関する事項 (同条(b)(6), (7)) 等につき、規定されていなければならない (同条(b))。したがって、本邦における金商法下の取引所と同様、原始的な規則は、取引所において制定されることとなる (金商法81条2項参照)。

(2) 監督官庁との関係

SECは、監督官庁として、前述の登録のための申請に際し、国法証券取引所が自主規制機関として妥当な組織や規則を有しているかをチェックする。その後、国法証券取引所その他の自主規制機関が法令に違反した場合やその会員に対して法令を順守させることを怠った場合、自主規制機関に対し、12か月を超えない範囲での活動停止 (suspend)、(自主規制機関と

しての)登録の取消(revoke)、戒告(censure)並びに活動、機能及び運営の制限(limitations)を行うことができる(米国取引所法19条(h)(1))。この国法証券取引所とSECの関係については、本邦における内閣総理大臣及びその委任を受ける金融庁長官と金融商品取引所との間の関係に似た構造といえる(金商法194条の7第1項、152条1項1号)。

(3) 規則制定(改正)手続

取引所が規則を制定したり、改正したりする際の手続きについても、SECの監督下にある。すなわち、国法証券取引所は、新規則の提案又は既存の規則の変更、追加若しくは削除の提案(以下「規則変更提案」という。)をする場合、SECに対して申請をしなければならない(米国取引所法19条(b)(1))。SECは、規則変更提案の届出を受けた場合、告示(publish notice)を行い、利害関係者に対して資料、意見及び主張を提出させるための機会を与えなければならない(同)。この点、本邦において、金融商品取引所が任意にパブリック・コメントを実施している点とは異なるが、規則の制定又は改正に至るまでの実務的な取扱い、同様の手続きを経ていると評価しうる。

SECは、これらの手続きを経て取引所からの規則変更提案を認可(approve)するほか、国法証券取引所等の自主規制機関の規則が不十分又は不適切と認める場合、これを廃止(abrogate)、追加(add to)又は削除(delete)する権限を有している(米国取引所法19条(c))。この点、本邦における金商法でも、当局が金融商品取引所に対し、定款、業務規程、受託契約準則その他の規則の変更を命ずることができる点と共通している(金商法153条)。

(4) 上場会社マニュアル(Listed Company Manual)

代表的な国法証券取引所であるニューヨーク証券取引所(New York Stock Exchange、以下「NYSE」という。)の開示に関する主要な規制であるタイムリー・ディスクロジャー(Timely Disclosure)と率直かつ明白な開示(Frank and Explicit Announcement)は、いずれも、NYSE規則である上場会社マニュアル(Listed Company Manual、以下「Manual」という。)のSection 2に規定されている。

(i) タイムリー・ディスクロジャー(Timely Disclosure)

その有価証券が上場している発行者は、当該有価証券の市場に重大な影響を及ぼすことが合理的に予想され得るいかなるニュースや情報についても、公衆に対してすぐに公表(release)しなければならない(Manual § 202.05)。その公表手続きは、レギュレーションFD⁵⁾に規定する方法に従って行われなければならない(Manual § 202.06(A))。

公表すべき事項として、年度及び四半期決算(Annual and quarterly earnings)、配当発表(dividend announcements)、合併(mergers)、買収(acquisitions)、公開買付け(tender offers)、株式分割(stock splits)、大規模な経営転換(major management changes)が、直ちに公表されるべきものとして例示されており、また、大規模な新製品(major new products)、契約締結(contract awards)、拡張計画(expansion plans)及び発見(discoveries)に関する事項も、概ね同じカテゴリーに入る。会社にとって好ましくない情報(unfavorable news)であっても、好ましい情報と同様に扱われなければならないとされている。

東京証券取引所における適時開示も、開示事項は例示列举と考えられ(上場規程402条1号ap, 同条2号x等参照), 制度の基本的な目的は同じものと思われる。

(ii) 率直かつ明白な開示 (Frank and Explicit Announcement)

取引所では継続的な市場監視を行っており, 市場価格に関するモニタリングのために構築したオンラインシステムでは, 価格の動きが既定のガイドラインを越えた場合, システム上にフラグが立つような仕組みになっており, その動きの原因を明らかにする確認が即座にとられる (Manual § 202.04)。そして, そのような状況がある場合, 取引所は上場会社に対して確認を求めることができ, 市場の動きが未公開情報に基づくものと認められれば, 通常, 会社は当該情報を公にすることが求められる (同)。

また, 会社に関する噂や通常でない市場の動きが現在起きている情勢に関する情報の漏えいを疑わせる場合, 会社は, 率直かつ明白な開示 (Frank and Explicit Announcement) が求められる (Manual § 202.03)⁶⁾。すなわち, もし噂が間違っていたり正確でなかった場合, 会社は, それらを否定又は明確にしなければならない (“No Corporate Development” statements)。また, もし噂が正しかったり, 当該噂の元となる情勢が存在するのであれば, 迅速かつ包み隠しのない声明 (Immediate Candid Statement) が必要とされる。

東京証券取引所における上場規程にも, 同趣旨の規定が設けられている (上場規程415条)。

3. 米国における自主規制規則をめぐる裁判例等

(1) 序説

米国における自主規制規則違反に関して民事責任を論じたリーディングケースとして, 1960年代の2つの裁判例がある⁷⁾。すなわち, 自主規制規則違反が民事責任の責任原因になりうるかについては, 当該違反が黙示的訴権 (implied rights of action)⁸⁾の対象となるかという形で議論されるところ⁹⁾, その道筋を開くこととなったのが Colonial 事件であり¹⁰⁾, その可能性を更に広げたのが Buttrey 事件である¹¹⁾。その後, 自主規制規則違反に関する裁判例の方向性を示すこととなる Clark 事件¹²⁾が現れ, また, 自主規制規則違反を直接論じたものではないが, “No Corporate Development” statements に関しての連邦最高裁の判決である Basic 事件があるので, これらを中心に以下検討する。

(2) 自主規制規則違反及び不実開示に関する裁判例

(i) Colonial Realty Corp. v. Bache & Co.¹³⁾

Colonial Realty Corp. (以下「X」という。)は, Bache & Co. (以下「Y」という。)に口座を開設して取引をしていた。Xは, Yによる証拠金の強制決済に関して損失を被ったとし, YがXとの間におけるNYSEが定める最低限の証拠金要求を超えての証拠金の請求をすることはないという口頭の約束に違反したことを理由に, 米国取引所法6条(b)や同法15A条(b)(7)のほか, NYSEの規則やNASDの規則¹⁴⁾違反

を主張して損害賠償を求めた。裁判所は、自主規制機関の規則違反に関する黙示的な訴権が認められるかについて、「両当事者により主張された単純なオール・オア・ナッシングの原理によって決められるものではない。むしろ、連邦上の民事責任を追及する当事者は、制定法や SEC 規則違反におけるよりも重い主張責任を負うものであり、裁判所は、当該規則の性質や規制スキームにおける位置付けを見た上で決するものである。当該規則がコモンローにはない明白な義務を課している場合には、黙示 [の民事責任] がより認められやすくなる」¹⁵⁾としたが、当該事案で問題となった規則はそのほぼ対極にあるとして、X の請求を棄却した。

(ii) *Buttrey v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*¹⁶⁾

当該事案は、倒産した証券会社の管財人（以下「X」という。）が Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.（以下「Y」という。）に対し、証券会社の倒産に関連して3つの訴因 (counts) で損害賠償を求めた事案であるが、その1つである訴因 I が取引所規則との関係で問題となる。

訴因 I によれば、Y は、倒産した証券会社の代表者の要求に応じて、倒産した証券会社名義で口座を開設し、当該証券会社の代表者が当該口座で証券取引を開始したが、Y は、倒産した証券会社の代表者が顧客の資金を不正に流用して取引していたことを知っていたのであるから、当該取引に関し、米国取引所法6条に基づく NYSE 規則405条の“Know Your Customer Rule”又は“The Rule of Due Diligence”に違反するものであるとして、損害賠償を請求した。

裁判所は、Colonial 事件判決の判旨を引用し

た上、「裁判所は、[NYSE] 規則405条違反が直ちに訴権を生じさせるものであると判断してはいない。しかし、訴因 I は、被告が倒産した証券会社のブローカーの投資家資金の不正流用を考慮することなく投資を是認したことに関係する。このような公正慣習の違反は、投資家の保護を損ない、取引所及びその会員の SEC の規制における必要不可欠な部分を確実に害するものである。」¹⁷⁾「被告による単なる判断の誤りは連邦法上の私的訴権を生じさせないものであったとしても、ここで申し立てられた事実は、倒産した証券会社の顧客に対する詐欺と同等 (tantamount to fraud) のものであり、よって、私的訴権を生じさせるものである。」¹⁸⁾とし、公正慣習違反が詐欺と同等のものであるとして、規則違反により黙示訴権が生じること

(iii) *Clark v. John Lamula Investors*¹⁹⁾

John Lamula Investors（以下「Y1」という。）及び Y1 の取締役社長であり大株主の John J. Lamura（以下「Y2」という。）は、いずれも NASD に登録されていたところ、1974年5月下旬、Y1 は、94,360ドルで購入した転換社債 (convertible debentures) を Mrs. Grupe（以下「X」という。）に対して105,250ドルで売却し、10,890ドル又は11パーセント以上の利益を得た。しかし、当該転換社債は、X にとっての必要とはいえず、かつ、Y2 は、それらが不適当であることを知り、又は当然分かっていたこと、Y2 は X を信頼させて購入させており、X に対して当該転換社債のリスクについて説明していなかった。結果、X は当該転換社債につき損害を被ったとして、米国証券法17条(a)、米国取引所法10条(b)及び15条(c) (1)、NASD の公正慣習規則3条、コモンロー

の詐欺並びに忠実義務違反でYらを訴えたものである。

なお、ここで問題とされた米国取引所法10条(b)は、その規則とともに米国取引所法における黙示的訴権を根拠付ける1つとされているものであるが²⁰⁾、SECの定める規則・規制に反して、いかなる者も国法証券取引所の施設を利用しての証券等の購入又は売却につき、相場操縦的(manipulative)、詐欺的戦略(deceptive device)、偽計(contrivance)を禁ずることなどを内容とするものであり、その規則となるSEC規則10b-5とは、詐欺(defraud)を行うための策略(device)、計略(scheme)または技巧(artifice)を行うこと、重要な事実について不実表示(untrue statement)をすること、または誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること(omit)、詐欺(fraud)若しくは欺瞞(deceit)又はそのおそれのある行為等を行うことを禁止するものである。

本判決は事案の概要から明らかなおり、適合性原則に関する事案であるが、自主規制規則であるNASD規則違反の点に関し、裁判所は、「陪審が取引所法10条違反を認定していると認められるので、NASD規則違反が独立した請求原因となるか否かについては判断する必要がない²¹⁾とし、直接の判断を示さなかった。その上で、SEC規則10b-5につき、「規則10b-5による請求原因に基づいて損害賠償を請求するためには、原告は2つのことを示さなければならない。1つは当該規則に違反があったこと。2つ目は当該違反が故意(scienter)によるものであることである。すなわち、欺罔(deceive)、操縦(manipulate)又は詐欺(defraud)の意図をもって行われることである²²⁾と、その立証事項を明示した上、請求を認容し

た原審を支持した。

(iv) **Basic Inc. v. Levinson**²³⁾

前述の3つの事案がいずれも自主規制規則違反に言及するものであるのに対し、本事案は直接的に取引所規則が問題となるものではない。しかし、NYSEの上場会社は、会社に関する噂や通常でない市場の動きがある場合で、その噂が間違っていたり正確でなかったときには、“No Corporate Development” statementsを出すことが要求されているところ、当該statementsに関して虚偽又は誤解があった場合などにおける、米国取引所法10条(b)及びSEC規則10b-5に基づく損害賠償責任について論じたのが本事案である。

なお、Basic事件以外にも不実開示を扱った米国の裁判例²⁴⁾はあるが、Basic事件判決は、流通市場における上場会社の責任に関連して、同国における「市場に対する詐欺理論(fraud-on-the-market theory)」の観点から論文等で論じられており²⁵⁾、後述する要件論において考察の対象になると考えられることから、特に取り上げる必要性は高いものと思われる。

Basic Inc. (以下「Y」という。)は、1978年12月、訴外会社との合併に合意し、当該合併に関する事実を公表したが、これに先立ち、3回にわたって、合併交渉を否定する内容の声明を出していた。そのため、交渉を否定した声明を受けてY株式を売却した元株主が、Yの声明は虚偽又は誤解を招くものであり、米国取引所法10条(b)及びSEC規則10b-5に違反するものとして、Y及びその役員を訴えた事案である²⁶⁾。なお、否定する声明のうち、1977年10月の声明はY株式が売買高を伴って最高値を更新したことを受けてのものであり、1978年9月の声明はNYSEからの照会に対する“No

Corporate Development” statements であつた²⁷⁾。また、合併を公表する直前である、同年11月の株主向けレポートにおいてもこれを否定していた²⁸⁾。

本邦における金商法同様、米国においても制定法による開示に関する民事責任規定が設けられているが（米国証券法11条、12条(a)(1)、(2)、米国取引所法18条）、連邦最高裁は、本判決において、制定法に基づかない開示についても、次の要件の下、黙示的訴権による民事責任が生じる可能性を認めた。

まず、重要性（materiality）につき、連邦最高裁は、TSC Industries 事件²⁹⁾において、委任状勧誘規制に関する SEC 規則14a-9の重要性の基準を、合理的な投資家から見て、入手可能な情報の全体の総体（total mix）を大きく変えるほど、実質的可能性がなければならぬとしていたが³⁰⁾、米国取引所法10条(b)及び SEC 規則10b-5が問題となる場合の不実表示についても妥当することを明言した³¹⁾。

また、信頼（reliance）³²⁾の要件に関しては、「市場に対する詐欺理論（fraud-on-the-market theory）」について論じ、市場が付けた値段の誠実性を信頼したという推定を認めた。すなわち、「現代の証券市場とは、文字通り何百万という株式が日々取引されており、詐欺のケースとして以前考えられていた対面取引の状況とは違うのであり、... もし開示されなかった事実が開示されていたら、または、不実開示がなかったら、どのように行動したかを立証させるとした場合、その立証は不必要かつ非現実的な立証責任を課すことになる。... 最近の実証研究によれば、連邦議会での議論の前提となったように、発達した市場において取引される株式の市場価格は、全ての公開情報を反映し

ているという傾向にあることを示しており、だからこそ、不実表示も反映していることをも示している。... 公に入手可能な情報とは市場価格に反映されているものであり、投資家の公表された不実開示に対する信頼は、規則10b-5による訴訟の目的に想定されうるものだからである。』³³⁾とした。ただし、この推定は、反証可能な（rebuttable）ものであるともしている³⁴⁾。

（3） 主要な関連裁判例

（i） Cort v. Ash³⁵⁾

米国証券法や米国取引所法において明示的な民事責任（express liabilities）に関する多くの枠組みがありながら、黙示的訴権に関する議論が盛んになることで、明示的訴権（express rights of action）はその陰に隠れるようになったといわれている³⁶⁾。ただし、黙示的訴権についての連邦最高裁の態度は必ずしも明確ではなく、黙示的訴権に対する連邦最高裁の考え方はいくつかの段階を経ていとされている³⁷⁾。そのような中、当該訴権が認められるための基準を述べたものとして、連邦最高裁の Cort 事件判決がある。

当該事案は、会社による政治献金を禁止する Hatch Act 違反について争われたものであるが、連邦最高裁は、黙示的訴権が認められるための4つの基準を示した。すなわち、まず、原告が、制定法上保護の対象とする特別な利益を保有する者に該当するか否か、2つ目に、当該救済に関して、明示的であれ黙示的であれ、そのような救済を肯定又は否定する立法意図があったかどうか、3つ目に、黙示的訴権を与えることが立法上の計画の基本的な目的に一致しているか否か、最後に、伝統的に州法によるべきものを連邦法によって認めることが不適当で

あるか否か、という各観点から判断すべきであるとした³⁸⁾。その結果、当該事案については否定的な結論に至っている。

なお、Cort 事件判決は、後述する Redington 事件判決や Transamerica 事件判決のほか、多くの判決で引用されている³⁹⁾。

(ii) その後の連邦最高裁判判及び関連裁判例

Cort 事件の後、1979年には、米国取引所法 17条(a)に関して黙示的訴権が生じるかが争われた Redington 事件⁴⁰⁾と投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 206条違反に基づく黙示的訴権の有無について問題となった Transamerica 事件⁴¹⁾が、いずれも Cort 事件を引用し⁴²⁾、議会の意図を重視して黙示的訴権に否定的な結論を下した。また、その後の 1980年には、適合性原則に関する NASD 規則違反について、自主規制規則違反が黙示的訴権を構成しないとす Jablon 事件判決⁴³⁾が現れた。当該事案は Redington 事件判決及び Transamerica 事件判決の判断枠組みに従うとした上で⁴⁴⁾、やはり連邦議会の意図を重視し、黙示的訴権に否定的な結論を下している。

他方で、過当売買 (churning) の黙示的訴権についての事案である、1981年の Miley 事件判決⁴⁵⁾は、自主規制規則について言及する。すなわち、過当売買であるかにつき、投資家は、①過度な取引であること、②ブローカーが取引をコントロールしていること、③ブローカーに詐欺 (defraud) の意図等があったことの3つの要素を証明する必要があるとし⁴⁶⁾、過度の取引に関連して、業者による顧客の口座の取扱いが合理的であったか過度であったかを評価するに際し、NYSE 規則や NASD 規則が優れた道具 (excellent tools) であるとした⁴⁷⁾。この自主規制規則に関する考え方は、連邦裁判

所における判断の枠組みとして、その後のいくつかの裁判例でも引用されている⁴⁸⁾。

(4) 小括

以上、取引所規則と当該違反に関する米国の裁判例等についてその概略を見てきたところ、1960年代、連邦控訴審は、Colonial 事件と Buttrey 事件において、取引所規則違反により生じた損害が黙示的訴権の対象となる可能性を示した。しかし、連邦最高裁判所が1975年の Cort 事件も含めて黙示的訴権一般に関して制限的⁴⁹⁾な判断をしたこともあり、連邦控訴審は、1978年の Clark 事件において規則違反に対する直接の判断を避け、米国取引所法10条(b)及び SEC 規則10b-5について判断を示した。

他方で、連邦最高裁は、Basic 事件において、制定法に基づかない開示に関し、流通市場において米国取引所法10条(b)及び SEC 規則10b-5の対象となることを示した。また、SEC 規則10b-5について論じる中で、自主規制機関の規則を評価のための道具として利用するとした Miley 事件判決があることも確認することができた。

4. 自主規制規則と民事責任の考え方

(1) 黙示的訴権と自主規制規則違反

米国における議論において、自主規制機関が制定した規則に違反することが黙示的訴権となるかにつき、前述の黙示的訴権に関する否定的な連邦最高裁判決や Jabron 事件等の流れから、否定的な見解が多いように思われる⁵⁰⁾。その理由としては、多く語られているものが、Cort 事件における連邦最高裁の判断枠組みを受け、Jabron 事件判決等でも示されたように、

議会が国法証券取引所等の自主規制機関による規則違反に黙示的訴権を与えるとする意図があったことを示す事実を見いだしがたいことが挙げられている⁵¹⁾。さらに、黙示的訴権を認めることによって濫訴のおそれが生じることや⁵²⁾、使用者責任 (respondeat superior) や支配する者の責任 (controlling-person liability) といった他の手段による保護があることを理由に⁵³⁾、黙示的訴権に対して否定的な立場を採る見解もあり、また、黙示的訴権の拡大を許容した場合における証券業への悪影響⁵⁴⁾なども、否定的な見解な根拠とされている。加えて、否定的な考えの根底には、listing agreement が上場会社と取引所との間の私的な契約に過ぎず、それ自体が株主や他の第三者を規律するものではなく、更に取引所の会員たる証券会社と発行会社である上場会社との間には違いがあるという考え⁵⁵⁾があると思われる。

しかし、議会の意図を重視することに関しては、規制主体がSECであるのか自主規制機関であるかは概して偶然的要素があり、そのことによって黙示的訴権が認められるか否かが決まることについては疑問が呈されている⁵⁶⁾。また、自主規制機関による規則は、投資家保護のために存在するものであり、そのことが連邦証券規制の目的であること、自主規制機関の規則は証券規制の法制度の重要な一部になっていることに加え、黙示的訴権を認めることは、自主規制機関の構成員にその規則を守らせるという法の目的を確保するための有効な手段であることなどを理由に肯定する見解もある⁵⁷⁾。また、近時、サーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act) が施行されたことに伴い、同法との関係で自主規制規則違反の黙示的訴権を再評価する見解⁵⁸⁾もあり、必ずしも自主

規制規則違反についての黙示的訴権に関する論争に終止符が打たれたものとはいえないものと思われる。

(2) 本邦に対する示唆とその限界

このように、米国においては、自主規制規則違反を構成する不実開示があった場合、自主規制規則違反自体が直ちに黙示的訴権を生じさせるものではないが、損害を被った者は、その要件を充たす限り、米国取引所法10条(b)及びSEC規則10b-5による黙示的訴権に基づき、損害賠償請求をすることができるとされている。そこで、適時開示に不実開示があった場合の本邦における民事責任を検討するに際し、示唆を受けるべき事項やその限界について、以下のとおり指摘しておきたい。

(i) Cort 事件判決

Cort 事件では、前述のとおり、黙示的訴権が認められる場合の4要素を指摘されているが、2番目の議会の立法意図につき、米国においては、証券に関する訴訟が頻発していたために制限的な解釈がなされてきたという事情があるため⁵⁹⁾、本邦において、この分野での訴訟が積極的に利用されてこなかったという経緯を踏まえると、議会の立法意図を必要以上に重視する必要はないと思われる。現に、同国においても、議会の立法意図を重視することの妥当性に疑問が呈されている⁶⁰⁾。前述のとおり、連邦最高裁の黙示的訴権に対する態度は変遷しており、“back to orthodoxy” stage を経て、現在は新たな“Lazarus” stage にあるとの指摘⁶¹⁾もある。また、最後の要素については、連邦法と州法とを峻別する枠組みを持たない本邦において、考慮の対象とする必要性は乏しいと思われる。

(ii) 否定的見解の問題

自主規制規則違反について黙示的訴権を認めることに消極的な見解については、Cort 事件に関して指摘したところが概ね該当する。加えて、他に保護に資する手段があるかは、個別具体的な分野ごとに検討すべきものであると考えられ、また、証券業に対する不利益については利益衡量の問題であり、そのこと自体は論理的な批判といえない。なお、本稿で問題とする適時開示において、利益衡量の対象は、証券業ではなく上場会社やその役員の不利益であることについてはいうまでもない。

(iii) 肯定的見解の問題点

自主規制規則違反について肯定的に捉える見解は、投資者保護や、自主規制機関の構成員にその規則を守らせるための有効な手段であることなどを理由としている。しかし、これらの理由は、自主規制規則違反が黙示的訴権を構成することの必要性に関してのものではあるものの、何故、自主規制規則違反が黙示的訴権の対象となるかについての積極的な理由とはいえない。

対立軸となるのは、「listing agreement は上場会社と取引所との間の私的な契約である」⁶²⁾という指摘であると思われ、肯定的見解を採る場合、当該指摘に対する理論的な克服が必要になると思われる。

(iv) SEC 規則10b-5と本邦の民法709条

従前の本邦における上場会社の不実開示に関しての議論は SEC 規則10b-5の議論を中心として行われてきたこともあるため⁶³⁾、これを全く無視することはできず、特に問題となるのが、同規則10b-5の各要件についてであると思われる。ただし、本邦においては、米国と違い、黙示的訴権といった枠組みではなく、制定

法である民法709条や会社法350条があるため、これに沿って損害賠償責任を論ずる必要があり、かつ、その範囲で論じることができれば、最低限の目的は達しうるものと思われる⁶⁴⁾。その際、Miley 事件判決において示された考え方のように、不法行為責任に関する要件を検討する中で、自主規制規則を優れた道具 (excellent tools) として利用する手法を考慮することが現実的ではないかと思われる⁶⁵⁾。

(v) 上場会社と証券業の違い

取引所規則違反について検討するに際して、上場会社と取引所の会員や取引参加者である証券業との違いも指摘されているため⁶⁶⁾、本邦の適時開示規制に関しての不実開示を論ずる際、当該指摘も念頭に置きつつ検討を進める必要がある。

IV. 検討

1. 適時開示に不実開示があった場合における民事責任

(1) 適用が問題となる規定間の関係

(i) 役員対第三者責任

会社法429条1項は、悪意又は重過失により職務を行うについて第三者に損害を負わせた場合、役員等は賠償責任を負うとしているが、役員等は、第三者に対する加害についての故意又は過失がある場合、民法709条の責任をも負うと解される⁶⁷⁾。

(ii) 会社の不法行為責任

会社法350条は、役員である代表者取締役等がその職務を行うについて第三者に損害を生じさせた場合、会社自体が損害賠償義務を負う旨

規定している⁶⁸）。また、最近では、同条を媒介とさせることなく、会社自体に民法709条の不法行為責任が生じることが論ぜられている⁶⁹）。

（2） 自主規制規則違反を民事責任の責任原因と解することに対する消極的意見

前述のとおり、米国においては、自主規制機関の規則違反が黙示的訴権を生じさせることに消極的な見解が多く、その理由の主要なところとしては、議会の意図を重視して黙示的訴権について抑制的であるべきということや、濫訴のおそれがあることが挙げられている。しかし、前者については、司法に期待される救済法的観点から⁷⁰）、必ずしも抑制的である必要はないと考えられ、後者については、これまでたびたび触れてきているように、同国との訴訟制度の差違等から、本邦においてそのおそれがあるまでとはいえず、積極的に解することに不都合はないと思われる。

また、消極的意見は、他の手段による保護があることもその理由として述べている。しかし、不法行為責任を認めるか否かについては、個別具体的な分野ごとにその必要性を検討すべきであり⁷¹）、適時開示に関する不実開示を論ずる意義については前述のとおりであって⁷²）、不法行為責任に言及する必要があると思われる。

消極的見解が指摘するもので、自主規制機関の規則違反が不法行為責任を生じさせるための最も重大な阻害要因は、当該規則が自主規制機関とその規制対象者との間の私的なものに過ぎないという点であると思われる⁷³）。この点に関連して、前述のとおり、証券業と上場会社との相違点を指摘する見解もあるところ⁷⁴）、取引所の形態として株式会社金融商品取引所も認める本邦の法体系において、同取引所と取引参加者

及び上場会社はいずれも契約によって規律されていることから、規則が自主規制機関とその規制対象者との間の私的なものに過ぎないとの指摘を克服することは、併せて証券業と上場会社との相違点を指摘する見解に対しても、一定の回答にもなりうるものと考えられる。

（3） 不法行為責任の成否

金商法及び会社法における民事責任規定の直接の適用がない適時開示に関しては、一般不法行為の規定に基づき賠償請求をする必要があるところ、民法709条に従うと、原告は、加害者の故意・過失、加害行為と損害との間の因果関係（相当因果関係）、損害と損害額について主張・立証することとなる⁷⁵）。

ところで、過失に関する近時の考え方によれば、過失とは、意思緊張の欠如という心理主義的過失論ではなく、結果回避のための行為義務違反として捉えるのが一般的であり⁷⁶）、その中でも、多元的（段階的）に過失を捉えて過失を4類型に分け、うち1類型については、危殆行為について一定の行為類型を定めてこれに対する違反を過失として捉える考えなどが有力であるとされている⁷⁷）。

このように、過失に関し、結果回避のための行為義務違反と捉えるとした場合、取引所規則が上場会社やその役員にとっての行為のための規範として、「保護法規」（Schutzgesetz）⁷⁸）又はこれに類するものと解釈する余地があるのであれば、これに違反した場合、行為義務違反として過失を認定することができるのではないかと思われる⁷⁹）。前掲最判平成17年7月14日⁸⁰）は、「直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのもの」であっても不法行為を構成する場

合の準則となる場合があることを示唆しており、取引所規則を行為の規範とすることも可能と思われる。

その場合、取引所規則が規範となるか否かについて検討する課題は、次の各点であると思われる。

(i) 自主規制としての許容性

前述のとおり、自主規制規則違反が民事責任を生じさせないと考えられている大きな理由の1つに、「規制」とは名が付くものの、自主規制機関の定める規則は、所詮、規制者と被規制者の単なる私的な契約関係に過ぎず、規則に違反する行為があっても、第三者に対して効力を及ぼすことはないのではないかという疑問があると思われる⁸¹⁾。

取引所規則にソフトローとして公的な側面があることは前述のとおりである⁸²⁾。しかし、公的な側面があるとはいえ、制定法ですら当該法律違反が直ちに民事責任を発生させることにはならないとされている以上⁸³⁾、自主規制規則違反による民事責任が認められるためには、単に公的な性質を有しているとするだけでは不十分であると思われる。

ただ、規制が直接規制なのか自主規制なのかは多分に偶然的・政策的要素に基づくものと考えられ⁸⁴⁾、規則の性質や法制度における自主規制規則の位置付け等を勘案した上で、直接規制に代わって自主規制が法の目的を実現するために別の義務を課しているのであれば⁸⁵⁾、自主規制が国家によって利用されている規制作用の手法の1つとして⁸⁶⁾、作用としては制定法に準じるものとして考えることができると思われる⁸⁷⁾。そうであれば、民事責任を論ずる前提として、当該規則が単なる私的な団体内のルールではなく⁸⁸⁾、自主規制としての許容性を有し

た枠組みにおいて制定されていることが最低限の前提になると思われる。

公法学的立場から、自主規制としての許容性のための条件として①自主規制の補完性（「行政による規制よりも自主規制の方が公法学の指針的価値に照らして相応しい場合にのみ自主規制が選択される」）、②私人の行動原理との整合性（「私人の経済合理性に基づく行動原理と矛盾する規制活動は、自主規制によって行われるべきではない」）、③国家による公的利益の内容決定（「何が公的利益であるかは、国家の民主制プロセスの中で決されなければならない」）の3点が指摘されている⁸⁹⁾。これらの条件を、適時開示や証券規制の分野に当てはめた場合、①自主規制の補完性に関して、証券規制が取り扱う分野は、規制対象事項が絶えず変動し、柔軟に即応する必要があるもので、また、規制内容の専門性も必要とされることから、当該分野は自主規制になじむものと思われる⁹⁰⁾。②私人の行動原理との整合性については、適時開示が規則化されるまでの間、四半世紀にわたる基準の模索が続き、規則化に際しては上場会社側からも求められるようになったことを踏まえれば、私人の行動原理に沿うものと思われる。③国家による公的利益の内容決定については、部分的勢力によって何が公的利益であるかが決せられることは不当であるため、個別的事項の形成を自主規制機関に委ねるのは当然としても、何が公的利益であるかという部分については、全国民を代表する機関における討議を経て決することが不可欠であるという観点から要求されている。証券規制に関していえば、前述のとおり、法令の委託を受けて行使されているものであり、自主規制機関は、国会によって決められた金商法の範囲内で、個別的な自主規制に關す

る権能を行使しているものである。

以上のとおり、証券規制においては、自主規制に関する許容性を満たしていると考えられる。これは、証券取引の分野において自主規制に関する長い伝統があることから当然の帰結ともいえる⁹¹⁾。ただし、当該条件に全て該当するからといって、必ずしも民事責任を生じさせるものでなく⁹²⁾、次の観点からの検討も必須と考えられる。

(ii) 規則の性質⁹³⁾

自主規制の究極の目的は投資者保護であるとも考えられるが⁹⁴⁾、取引所の定める規則は必ずしも投資者保護に関するものに限られるものではなく、取引所の内部的な制度設計に関するものや、市場運営のための規則も含まれる⁹⁵⁾。そのため、規則違反により民事責任を追及しようとするものは、当該規則が投資者保護のためのものであることをいわなければならないと考えられる⁹⁶⁾。投資者保護のために定められた規則は、当該保護のために最低限のルールを定めたものと解されることから⁹⁷⁾、利益衡量上も、当該規則に反した場合に、損害賠償責任が生じたとしても、多くの場合公平性に欠けることはないと思われるし、逆にそうでない規則の場合、会社やその役員に責任を負わすことは不適當な結果になるものと思われる。ただ、適時開示に関する上場規程に限定していえば、投資者保護のための規則であるとの主張は比較的容易に受け入れられるものと思われる⁹⁸⁾。

ただし、単なる努力規定に過ぎない場合、これに違反したからといって、直ちに行為義務に違反したことにはならない。努力が望ましいものであったとしても、それを上回るべき会社価値の向上等の理由により努力規定に従わなかった場合、その後、結果として何らかの損害が会

社や第三者に生じたとしても、そのことから直ちに損害賠償責任が生じるとするのは酷だからである⁹⁹⁾。

このように、過失を行為義務違反と捉え、取引所規則が行為義務の前提となる規範と構成することにより、平成21年東京地判はより容易に理解することができると思われる¹⁰⁰⁾。

すなわち、裁判所は「適時開示を行う会社の代表取締役等は、有価証券の投資判断に重要な影響を与える会社情報について適時開示を行うに当たり、虚偽の公表を行わないように配慮すべき注意義務を負い、これを怠ったために虚偽の公表が行われ、それにより当該会社が発行する有価証券を取得した者に損害が生じた場合には、… 不法行為による損害賠償責任を負う」（下線部筆者）とするが、ここでの「注意義務」が何を指すのかは必ずしも明らかではない。しかし、これまで見てきたとおり、適時開示を行う上場会社やその役員は、自主規制規則である上場規程に従っての行為義務を負っていると考えれば、これに反する開示を行うことが行為義務違反となって過失¹⁰¹⁾を構成するといえる。そして、上場規程上、適時開示に当たっては、開示する情報の内容が虚偽でないこと、開示する情報に投資判断上重要と認められる情報が欠けていないこと、開示する情報が投資判断上誤解を生じせしめるものでないこと、その他開示の適正性に欠けていないことを遵守しなければならない（上場規程412条1項）。そのため、虚偽の公表を行わないことなども、行為義務の一種と理解することができる。

そして、当該行為義務は、単に役員個人が会社に対して負う義務ではなく、第三者との関係でも負うため、当該義務違反を内容とする過失

は第三者との関係でも対象となると考えられ、また、会社自体に709条の責任を認める考え方によれば¹⁰²⁾、当該義務が会社として尽くされていなかった場合、会社自身も損害賠償責任を負うと考えられる。すなわち、有価証券報告書の虚偽記載については内部統制システム構築義務との関係で、会社に対する任務懈怠が直ちに對第三者に対する過失責任と評価することはできないとされていたが¹⁰³⁾、取引所規則が人の権利・利益の保護を目的として定められた規範としての保護法規的性格を有しているといえるのであれば¹⁰⁴⁾、取引所規則を遵守すべき義務も第三者に対してであると思われる¹⁰⁵⁾。

そのため、この義務を怠った場合、会社及び役員は、民法709条により直接第三者たる「有価証券を取得した者」や「有価証券を処分した者」¹⁰⁶⁾に対して責任を負うことになり、代表者がこれを怠れば会社法350条によって会社が損害賠償責任を負うこととなる。また、善管注意義務・忠実義務との関係は議論の余地もあると思われるが、会社が第三者に対して前述の行為義務を負っていることを前提とすれば、役員にも、会社に対して当該義務違反をさせないという善管注意義務等があると考えられることも可能と思われるので、会社法429条1項により、役員が第三者に対して責任を負う場合もあり得ると考えられる¹⁰⁷⁾。

(4) 要件論に関する試論

(i) 序論

本稿を閉じるに当たって、要件論につき簡単に触れることとしたい。適時開示そのものではないが、証券規制における開示関係の民事責任については先行研究¹⁰⁸⁾があるため、基本的にはこれに沿うこととしつつも、なお、若干の試

論を以下に示すこととしたい。

(ii) 重要性について

Basic事件でも取り上げられたように、SEC規則10b-5では、重要性(materiality)と信頼(reliance)の要件が必要となるが、本邦における一般不法行為の規定である民法709条ではいずれも必要とされていない。この点、彼我の法体系の違いから、この2つの要件から示唆を受ける際には、市場価格に影響を与えるような不実開示の場合、因果関係に置き換えることができる指摘されているが¹⁰⁹⁾、ここでは前者の重要性の要件と関連して、金商法の「重要な事項」又は「重要な事実」に少し触れることとしたい。

金商法の民事責任規定における「重要な事項」又は「重要な事実」につき、どれほどの議論がなされているかは判然としないが¹¹⁰⁾、その意味については、「投資者の投資判断および市場における当該有価証券の価格形成に重要な影響を与えるような事項や事実」¹¹¹⁾、「民事責任規定においては、投資者の投資判断に影響を及ぼすかどうかという観点から重要性の判断がなされる」¹¹²⁾といった説明がなされている。他方、適時開示が公表措置の1つとされる内部者取引の重要事実も、「投資者の投資判断に著しい影響」(金商法166条2項4号参照)を及ぼす事実と考えられ¹¹³⁾、民事責任規定と内部者取引のいずれにおいても、「投資者の投資判断」に対する影響を基準としている。「重要」という文言を用いているからといって、必ずしも同じく扱う必要はないともされるが¹¹⁴⁾、解釈等の結果として、いずれも「投資者の投資判断」に関するものであるとすれば、そこに共通性を認めることができるのではないと思われる。

ところで、金商法の法定開示書類に関する重

要な事項に虚偽記載があった場合等については、無過失責任を負う会社においては因果関係の立証責任が、過失責任を負う役員等については過失の立証責任がそれぞれ転換されている¹¹⁵⁾。

仮に、前述の指摘に従った上で、SEC 規則 10b-5における重要性の要件が金商法上の「重要な事項」又は「重要な事実」と同質のものであると仮定するならば、また別の観点から、賠償請求者側の主観的要件であるはずの信頼の要件に関連して、「市場に対する詐欺理論 (fraud-on-the-market theory)」が因果関係に關しての立証責任を緩和しているのであれば、立証責任の転換において関連付けられるのも因果関係となりそうである。しかし、現在の金商法における民事責任の規定を見る限り、議論はそう単純ではないようである。

そこで、だからこそ逆に、重要性の要件に関する性質論と訴訟上における立証責任とが直ちに連関しないのであれば、適時開示における不実記載の民事責任について、当該適時開示事項が内部者取引の重要事実に関するものである場合、請求者側が虚偽記載であることを立証したときには、例えば過失に関して事実上の推定が働くことと解することも可能ではないかと考える。前述のとおり、内部者取引に関する重要事実と民事責任規定における「重要な事項」又は「重要な事実」とは、「重要」に関して「投資者の投資判断」という共通性を有しているとも考えられるため、重要事実に関して虚偽記載があった場合には、金商法21条の2、22条と同一の基盤があるといえ、立証に関して何らかの緩和措置が与えられる余地があると考えられる。また、適時開示に関する規則が前述の保護法規的な性質を有していると評価することができるの

であれば、過失に関して緩和措置を講ずることは、保護法規違反があった場合、そのこと自体が過失を導くと考えられている¹¹⁶⁾ことにも符合する。

2. 残された課題

本稿においては、紙幅の制約などから、検討対象を大幅に絞ったため、上場会社と役員の間相互間の責任の在り方や、不実開示における責任主体として検討の対象とすべき公認会計士や監査法人等の責任について、直接言及することができなかった。不法行為責任の成否についての民法学における過失論や、損害賠償についての要件論・損害論に関して、さらに、全般として、自主規制の性質論やソフトローに関する議論についても、先行研究に対する批判的検証はおよそ十分とはいえない。

また、金商法の母法がアメリカ合衆国における連邦証券規制であることから、同国の議論を比較対象とした。しかし、たとえば、ドイツ連邦共和国では、有価証券取引法37条cにより、不実な内部者情報を公表した者は損害賠償責任を負うとされており、過失に関する立証責任の転換が図られている¹¹⁷⁾。また、カナダにおいては、証券規制につき州法レベルでの規制となっているところ¹¹⁸⁾、同国オンタリオ州を始め、他の州において、流通市場における不実開示に対する民事責任規定に関する証券法改正がなされている¹¹⁹⁾など、比較の対象とすべき国はほかにも存在する。

後日の研究を期したい。

注

- 1) 前田(重) [1986], 99頁以下参照。
- 2) なお、2007年にNASDの規制部門はNew York Stock Exchangeの規制部門と統合して、Financial

- Industrial Regulatory Authority (FINRA) となった (See Hazen [2009b], at 12).
- 3) 関 [2007], 27頁参照。
 - 4) 5 Hazen [2009a], at 62.
 - 5) レギュレーションFD (Regulation Fair Disclosure) とは、2000年にSECによって制定されたもので、発行会社またはその証券に関する重要な未公開情報を一定の者に意図的に開示した場合には同時に、意図的でない場合には迅速に、当該上表を公表しなければならないこと (Regulation FD100(a)) などを内容とするものである (SEC, *Selective Disclosure and Insider Trading*, Release No. 33-7881 (Aug. 15, 2000))。
 - 6) See Ewell [1987], at 551; Herzel and Shepro [1989], at 319.
 - 7) See Hazen [2009b], at 1180. なお、上場会社に関する規則違反を扱った連邦控訴審判決として、Van Gemert v. Boeing Co., 520 F.2d 1373 (2d Cir. 1975) と State Teacher Retirement Board v. Fluor Co., 654 F.2d 843 (2d Cir. 1981) とがある。しかし、いずれも Colonial 事件判決を引用しており、自主規制規則につき、規則の対象が上場会社であるか証券業であるかについて、厳密に区別されていないものと思われるため、本稿においても、本文に掲げた Colonial 事件判決等を検討対象とする (ただし、両者に違いがあることも指摘されている (American Bar Association [2002], at 1516))。
 - 8) 米国連邦証券規制2法では、不実開示に基づく民事責任を明示する規定があるが、これらの規定で被害者の全てを救済することはできず、その要件が満たされないことも多いため、民事責任規定を伴わない条文であっても、私人が損害賠償請求する訴権が黙示的に含まれるとして判例上認められてきたのが黙示的訴権である (黒沼 [1989b], 40頁)。See J. I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).
 - 9) 9 Loss and Seligman [2004], at 4440.
 - 10) *Id.* at 4440.
 - 11) *Id.* at 4441.
 - 12) See Karmal [1995], at 1277. また、王 [2010], 231頁, 236頁参照。
 - 13) 358 F.2d 178 (2d Cir. 1966).
 - 14) ここで主張された規則は、NYSEの“Constitution”第14編とNASDの“By-Laws”第1編2条(a)及び“Rules of Fair Practice” (公正慣習規則) 第3編1条である (*Id.* at 180)。
 - 15) *Id.* at 182.
 - 16) 410 F.2d 135 (7th Cir. 1969).
 - 17) *Id.* at 142.
 - 18) *Id.* at 143.
 - 19) 583 F.2d 594 (2d Cir. 1978).
 - 20) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946); Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1975). See 3 Hazen [2009a], at 518, 522; Coffee, et al. [2007], at 932, 9 Loss and Seligman [2004], at 4377.
 - 21) 583 F.2d 594, 599.
 - 22) *Id.* at 600.
 - 23) 485 U.S. 224 (1988).
 - 24) See e.g., Panzirer v. Wolf, 663 F.2d 365 (2d Cir. 1981); Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984).
 - 25) See 9 Loss and Seligman [2004], at 4383; 4 Hazen [2009a], at 130; Coffee, et al. [2007], at 1003.
 - 26) 485 U.S. 224, 227-228.
 - 27) *Id.* at 228.
 - 28) *Id.*
 - 29) 426 U.S. 438 (1976).
 - 30) *Id.* at 449.
 - 31) 485 U.S. 224, 232.
 - 32) 9 Loss and Seligman [2004], at 4379.
 - 33) 485 U.S. 224, 243-247.
 - 34) *Id.* at 250. 具体的には、被告側において、①マーケットメーカーが合併に関する交渉が行われているとの真実を知っており、不実表示が市場価格に影響を与えていないこと、②合併交渉に関する情報が市場に流入して不実表示が価格に影響を与えていないこと、③発表された声明が虚偽であり、合併に関して交渉が行われており、株価が人為的に低いことを信じている原告が、別の事情から株式を売却しなければならないようなことなどを立証した場合には、覆されるとした (*Id.* at 248-249)。
 - 35) 422 U.S. 66 (1975).
 - 36) 9 Loss and Seligman [2004], at 4311.
 - 37) *Id.* at 4314.
 - 38) 422 U.S. 66, 78.
 - 39) See e.g., Coleman v. D.H. Blair & Co., 521 F. Supp. 646 (1981); Gilman v. Shearson/American Express, Inc., 577 F. Supp. 492 (1983); Miller v. E.W. Smith Co., 581 F. Supp. 817 (1983); Bosio v. Norbay Securities, Inc., 599 F. Supp. 1563 (1985); Porter v. Shearson Lehman Brothers, Inc., 802 F. Supp. 41 (1992).
 - 40) Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560 (1979).
 - 41) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979).
 - 42) 442 U.S. 560, 575-576; 444 U.S. 11, 23.
 - 43) Jablon v. Dean Witter & Co., 614 F.2d 677 (9th Cir. 1980).
 - 44) *Id.* at 679.
 - 45) Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981).
 - 46) *Id.* at 324.
 - 47) *Id.* at 333.
 - 48) Hotmar v. Lowell H. Listrom & Co., Inc., 808 F.2d 1384 (10th Cir. 1987); O'Connor v. R.F. Lafferty & Co., Inc., 965 F.2d 893 (10th Cir. 1992).
 - 49) See 3 Hazen [2009a], at 510; Wenger [2005], at 308.
 - 50) 5 Hazen [2009a], at 595; Hazen [2009b], at 1180; Root [1991], at 309; Wenger [2005], at 339.
 - 51) Hazen [2009b], at 1180; Wenger [2005], at 339-340.
 - 52) *Id.* at 328.

- 53) *Id.* at 329.
- 54) *Id.* at 341.
- 55) See American Bar Association [2002], at 1516.
- 56) 9 Loss and Seligman [2004], at 4441.
- 57) Allen [1970], at 1503-1504.
- 58) Lowenfels and Bromberg [2004], at 805-806.
- 59) 黒沼 [1989d], 109頁参照。
- 60) 9 Loss and Seligman [2004], at 4338.
- 61) *Id.* at 4323 and 4336.
- 62) American Bar Association [2002], at 1516.
- 63) 黒沼 [1988], 17頁, 黒沼 [1989b], 41頁, 黒沼 [1989c], 66頁, 黒沼 [1989d], 107頁, 前越 [2009] 332頁, 大阪証券取引所 [2010], 143頁〔森田章発言〕等参照。
- 64) 黒沼 [1989d], 108頁参照。
- 65) See 9 Loss and Seligman [2004], at 4443; Karmel [1995], at 1289; Macey, et al. [2009], at 819. See also 5 Hazen [2009a], at 595-596.
- 66) See American Bar Association [2002], at 1516.
- 67) 江頭 [2009], 467頁参照。
- 68) 役員の責任と会社自身の責任に関しては、内部統制システム等体制構築義務との関連で問題となることがある（大和銀行株主代表訴訟事件（大阪地判平成12年9月20日判タ1047号86頁）、ダスキン株主代表訴訟事件（大阪高判平成18年6月9日判タ1214号115頁）等）。近時、有価証券報告書の虚偽記載と内部統制システム構築義務との関連で最高裁判所判決（最判平成21年7月9日判時2055号147頁）も出されている（弥永 [2009], 60頁, 大阪証券取引所 [2010], 140頁以下, 神田ほか [2009], 12頁以下等参照）。
- 69) 西武鉄道事件（I. 4. (1)参照）のほか、龍田 [1975], 516頁, 大阪証券取引所 [2010], 127頁〔石田眞得報告〕, 140頁〔河本一郎発言〕等参照。不法行為一般については、潮見 [2009], 309頁, 窪田 [2007], 69頁参照。当該構成は、公害訴訟との関係で法人自体に直接不法行為責任を負わせることが論じられてきた（大阪証券取引所 [2010], 140頁〔河本, 行澤一人発言〕, 148頁〔龍田節発言〕参照）。
- 70) 佐藤 [1995], 299頁参照。
- 71) 否定的な見解は、ブローカー・ディーラーの責任に関し、他の手段として米国証券法15条及び米国取引所法20条(a)による使用者責任や支配する者の責任があることを指摘する（Wenger [2005], at 329）。
- 72) I. 4. 参照。
- 73) See American Bar Association [2002], at 1516.
- 74) *Id.*
- 75) 三井 [2005], 35頁, 岡田ほか [2004], 52頁。
- 76) 潮見 [2009], 273頁, 潮見 [1995], 93頁, 245頁, 窪田 [2007], 49頁参照。
- 77) 潮見 [1995], 260頁, 263頁参照。過失や違法性に関する議論については、本文に掲げた程度での言及にとどめるが、なお、四宮 [1990], 235頁以下, 前田（達） [1998], 9頁, 14頁以下, 潮見 [2009], 79頁以下, 潮見 [1995], 239頁以下参照。
- 78) 潮見 [2009], 299頁参照。本稿で「保護法規」という場合、人の権利・利益の保護を目的として定められた規範（潮見 [2009], 299頁）という意味で用いることとする。なお、同じく、保護法規という用語を用いる見解のうち、違法性判断との関連で指摘するものもある（例えば四宮 [1990], 241頁）。
- 79) ただし、「保護法規」の議論では通常ドイツ連邦共和国における議論が参照されるところ（我妻ほか [2010], 1325頁, 潮見 [2009], 299頁参照）、ドイツ民法と本邦の不法行為法の違いから、保護法規について規定するドイツ民法823条2項の議論が直ちに本邦の議論に当てはまるものではないと指摘されている（潮見 [2009], 299頁）。なお、ドイツ連邦共和国で、虚偽の適時開示によって保護法規違反による責任が発生するかが問われた事案がある（NJW2004, 2664; NJW2004, 2668; NJW2004, 2971）。取締役による虚偽の企業情報の提供を禁止するドイツ会社法400条1項が保護法規となるところ、当該事案では、適時開示情報であっても「会社の一般的な財務状況」（同項1号）に関する情報が含まれていれば不法行為が成立するとされた（能見 [2009], 327頁。なお、当該事案は第4次資本市場振興法による有価証券取引改正前のものである。）。
- 80) II. 2. 参照。
- 81) See American Bar Association [2002], at 1516.
- 82) II. 1. 参照。
- 83) 前掲最判平成17年7月14日のほか、例えば、建築基準法上の義務違反が直ちに不法行為を構成するものではないとした東京地判平成18年11月17日（平成17ワ6897号・平成17ワ14806号）。
- 84) 9 Loss and Seligman [2004], at 4441.
- 85) See Colonial Realty Corp. v. Bache & Co., 358 F.2d 178, 182.
- 86) 原田 [2007], 240頁参照。
- 87) 神田 [2010], 25頁は、取引所の権能に関し、「金商法上、取引所は上場会社にいろいろな行動規範の遵守を求める権限がある」という見解と、「取引所が上場会社に対して何らかを求めることが可能なのは、上場会社との間の上場契約に基づいている」という見解があるとしているが、これまでに述べたところから、前者に賛成したい。神崎 [1987b], 39頁参照。
- 88) See Allen [1970], at 1502.
- 89) 原田 [2007], 243頁, 258頁。
- 90) 原田 [2007], 231頁, 大武 [1995], 431頁参照。
- 91) 原田 [2007], 30頁。
- 92) さらにいえば、ここに掲げた条件を全て満たしてなくとも、自主規制に関する許容性が充足されれば民事責任を生じさせる行為規範になりうると思われるが、いかなる要件が必要であるかについては、今後の課題としたい。
- 93) 神崎 [1987b], 40頁。また、Cort事件判決における「制定法上保護の対象とする特別な利益を保有する者に該当するか否か」という判示と、Colonial事件判決における「規則の性質や規制スキームにおける位置付けを見た上で決する」という判示も参照。
- 94) 金融商品取引法研究会 [2007], 3頁〔前田雅弘報告〕。

- 95) See Allen [1970], at 1500. また、山下 = 神田編 [2010], 409頁参照。
- 96) See Allen [1970], at 1503. また、潮見 [2009], 299頁参照。
- 97) 上場規程411条の2参照。なお、State Teacher 事件 (654 F.2d 843, *supra* note 7) では、当時の Company Manual が全面的な会社情報 (general corporate news) の開示を求めており、会社の義務が広範であるとして黙示的訴権を否定しているが (*Id.* at 852), 上場規程における開示義務では「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」(上場規程402条等) が除かれていることなどから、その義務が広すぎるとはいえないものと考えられる。
- 98) 神崎 [1987a], 254頁参照。ただし、ドイツ連邦共和国での議論につき、同国の裁判所は、私的な利益を保護することを直接の目的としない限り、保護法規の認定には慎重であるとされている (能見 [2009], 335頁)。
- 99) 役員の実務に関するものとして、近藤 [1997], 288頁参照。
- 100) さらに、平成21年東京地判のみならず、規則違反の私法上の効力を否定した前掲最判昭和35年5月24日や最判昭和49年4月25日 (いずれもⅡ. 5. 参照) につき、訓示的・取締的規定であることを理由に私法上の効力を否定されていることについても、「保護法規」及び「投資者保護」という観点から考察することが、その理解に繋がるものと思われる。
- 101) 適時開示に関する不实記載について、故意による不法行為は観念しうるはずである。裁判所は、引用した判旨で「過失」という言葉は用いていないものの、「注意義務を負い、これを怠った」という表現を使っているため、少なくとも過失責任が認められるものと評価していると考えられる。民法709条が故意による不法行為と過失によるそれとの間に効果の上で差を設けていないことから、敢えて故意責任を論じていないとも考えられる (なお、故意による不法行為責任と過失によるそれとで、その効果に差違があるとの指摘について、潮見 [2009], 264頁参照)。
- 102) 龍田 [1975], 516頁、大阪証券取引所 [2010], 148頁 [龍田節発言] 等参照。
- 103) 弥永 [2009], 61頁参照。
- 104) 前掲注78) 参照。
- 105) 同じく保護法規違反が対第三者に対する責任を生じさせるものと考えられているものに、大判明治45年5月6日民禄18輯454頁 (虚偽の貸借対照表を公告した取締役に関する事例) 及び大判昭和2年3月5日新聞2731号20頁 (虚偽の貸借対照表の公告に関する監査役の実例) がある (平野 [1998], 72頁参照)。なお、四宮 [1990], 247頁は、違法性判断との関係において前掲大判明治45年を参照する。
- 106) 金商法の民事責任規定と違い、民法709条による場合、請求権者は取得者には限られないと考えられる (山下 = 神田編 [2010], 216頁参照)。
- 107) ただし、不实開示との具体的な関与の態様等により、実際に民事責任を負うか否かが決せられることは当然のことである (平成21年東京地判及び前掲注68) 参照)。
- 108) 黒沼 [1988], 1頁、黒沼 [1989a], 74頁、黒沼 [1989b], 37頁、黒沼 [1989c], 55頁、黒沼 [1989d], 65頁。
- 109) 黒沼 [1989b], 136頁、黒沼 [1989d], 110頁、111頁。
- 110) 黒沼 [1989d], 110頁参照。
- 111) 山下 = 神田編 [2010], 179頁。
- 112) 黒沼ほか [2010], 14頁 [黒沼悦郎発言]。
- 113) 三國谷 [1990], 30頁参照。
- 114) 黒沼ほか [2010], 15頁 [中村慎二発言] 参照。
- 115) 流通市場において、金商法21条の2と22条を対照。
- 116) 潮見 [2009], 302頁、潮見 [1995], 26頁。
- 117) 黒沼 [2004], 10頁参照。ただし、当該規定は、責任を負う主体は会社に限定されているため、取締役等の責任は民法上の不法行為責任によることとなる (能見 [2009], 339頁)。
- 118) なお、州法レベルでの規制となっている証券規制につき、連邦規制の下に統一する方向にあるとされ (木村 [2010], 131頁参照)、現在、10の州 (provinces) と3つの準州 (territories) の規制当局が共同して組織する Canadian Securities Administrators (CSA) が、カナダ全土における証券規制の統一的手段を構築するための役割を担っている (<http://www.securities-administrators.ca/aboutcsa.aspx?id=77&linkidentifier=id&itemid=77>)。
- 119) See Prichard and Sarra [2010], at 882. See also Johnston and Rockwell [2006], at 337.

参 考 文 献

- 江頭憲治郎 [2009]『株式会社法 第3版』, 有斐閣
- 王冷然 [2010]『適合性原則と私法秩序』, 信山社
- 大阪証券取引所 [2010]『大証金融商品取引法研究会』第3号, 大阪証券取引所
- 大武泰南 [1995]『証券取引所の自主規制』田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』, 経済法令研究会
- 岡田大ほか [2004]「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し—」『商事法務』第1705号
- 神崎克郎 [1987a]『証券取引の法理』, 商事法務
- 神崎克郎 [1987b]『証券取引法 [新版]』, 青林書院
- 神田秀樹 [2010]「上場会社に関する会社法制の将来」『金融法務事情』第1909号
- 神田秀樹ほか [2009]「金融商品取引法—実務上の

- 課題と展望』『ジュリスト』第1390号
- 金融商品取引法研究会 [2007] 「金融商品取引所について—自主規制業務を中心に—」『金融商品取引法研究会研究記録』第20号
- 木村真生子 [2010] 「市場・取引所概念の再構築—PTS 規制の現状と課題に関する一考察—（上）」『証券経済研究』第71号
- 黒沼悦郎 [1988] 「証券市場における情報開示に基づく民事責任（一）」『法学協会雑誌』第105巻第12号
- 黒沼悦郎 [1989a] 「証券市場における情報開示に基づく民事責任（二）」『法学協会雑誌』第106巻第1号
- 黒沼悦郎 [1989b] 「証券市場における情報開示に基づく民事責任（三）」『法学協会雑誌』第106巻第2号
- 黒沼悦郎 [1989c] 「証券市場における情報開示に基づく民事責任（四）」『法学協会雑誌』第106巻第5号
- 黒沼悦郎 [1989d] 「証券市場における情報開示に基づく民事責任（五・完）」『法学協会雑誌』第106巻第7号
- 黒沼悦郎 [2004] 「証券取引法における民事責任規定の見直し」『商事法務』第1708号
- 黒沼悦郎ほか [2010] 「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任〔下〕」『商事法務』第1908号
- 窪田充見 [2007] 『不法行為法』, 有斐閣
- 近藤光男 [1997] 「法令違反に基づく取締役の責任」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』, 有斐閣
- 佐藤幸治 [1995] 『憲法〔第3版〕』, 青林書院
- 潮見佳男 [1995] 『民事過失の帰責構造』, 信山社
- 潮見佳男 [2009] 『不法行為法 I 〔第2版〕』, 信山社
- 四宮和夫 [1990] 『四宮和夫民法論集』, 弘文堂
- 関雄太 [2007] 「新たな自主規制機関 FINRA の誕生」『資本市場フォータリー』2007秋号
- 龍田節 [1975] 「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』, 筑摩書房
- 能見善久 [2009] 「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』, 有斐閣
- 原田大樹 [2007] 『自主規制の公法学的研究』, 有斐閣
- 平野裕之 [1998] 「取締法規違反（保護法規違反）の不法行為」山田卓生編集代表『新・現代損害賠償法講座第2巻 権利侵害と被侵害利益』, 日本評論社
- 前越俊之 [2009] 「証券不実開示訴訟における「損害因果関係」—合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 判決とその示唆を中心に—」『福岡大学法学論叢』第53巻第4号
- 前田重行 [1986] 「証券取引における自主規制—アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展」龍田節=神崎克郎編『証券取引法大系』, 商事法務研究会
- 前田達明 [1998] 「権利侵害と違法性」山田卓生編集代表『新・現代損害賠償法講座第2巻権利侵害と被侵害利益』, 日本評論社
- 三國谷勝範編著 [1990] 『インサイダー取引規制詳解』, 資本市場研究会
- 三井秀範編著 [2005] 『課徴金制度と民事賠償責任—条解 証券取引法』, 金融財政事情研究会
- 弥永真生 [2009] 「有価証券報告書の虚偽記載と内部統制システム構築責任」『ジュリスト』第1386号
- 山下友信=神田秀樹編 [2010] 『金融商品取引法概説』, 有斐閣
- 我妻榮ほか [2010] 『我妻・有泉コンメンタール民法 総則・物権・債権〔第2版追補版〕』, 日本評論社
- Allen, Patrick H. [1970], "Liability Under The Securities Exchange Act For Violations of Stock Exchange Rules", *25 Bus. Law. 1493*. American Bar Association, Section of Business Law, A Special Study Group of the Commit-

- tee on Federal Regulation of Securities [2002], "Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance", 57 *Bus. Law.* 1487.
- Black, Barbara [2006], "Transforming Rhetoric into Reality: A Federal Remedy for Negligent Brokerage Advice", 8 *Transactions* 101.
- Coffee, Jr., John C., Seligman, Joel and Sale, Hillary A. [2007], *Securities Regulation* (10th ed.), West Publishing.
- Ewell, C. Daniel [1987], "Rule 10b-5 and the Duty To Disclose Merger Negotiations in Corporate Statements.", 96 *Yale L.J.* 547.
- Hazen, Thomas Lee [2009a], *The Law of Securities Regulation* (6th ed.), West Publishing.
- Hazen, Thomas Lee [2009b], *Securities Regulation* (8th ed.), West Publishing.
- Herzel, Leo and Shepro Richard W. [1989], "Negotiated Acquisitions: The Impact of Competition in the United States", 44 *Bus. Law.* 301.
- Johnston, David and Rockwell, Kathleen Doyle [2006], *Canadian Securities Regulation* (4th ed.), LexisNexis Canada Inc.
- Karmel, Roberta S. [1995], "Is This Shingle Theory Dead?", 52 *Wash & Lee L. Rev.* 1271.
- Loss, Louis and Seligman, Joel [2004], *Securities Regulation* (3rd ed.), Aspen Publishers.
- Lowenfels, Lewis D. and Bromberg, Alan R. [2004], "Implied Private Actions Under Sarbanes-Oxley", 34 *Selton Hall L. Rev.* 775.
- Macey, Jonathan, Miller, Geoffrey, O'Hara, Maureen and Rosenberg, Gabriel D. [2009], "Helping Law Catch up to Markets: Applying Broker-dealer Law to Subprime Mortgages", 34 *Iowa J. Corp. L.* 789.
- Prichard, A. C. and Sarra, Janis P. [2010], "Securities Class Actions Move North: A Doctrinal and Empirical Analysis of Securities Class Actions in Canada", 47 *Alberta L. Rev.* 881.
- Root, Stuart D. [1991], "Suitability - The Sophisticated Investor - And Modern Portfolio Management", 1991 *Colum. Bus. L. Rev.* 287.
- Wenger, Amnon [2005], "Note: See No Evil, Hear No Evil, Don't Get Sued: Should A Private Cause of Action Exist for A Violation of NASD Conduct Rule 3010?", 74 *Fordham L. Rev.* 303.

本稿(上)に以下の誤記がありましたので、訂正いたします。

89頁右柱18行目及び93頁右柱24行目 最判平成17年4月14日→最判平成17年7月14日

(筑波大学大学院博士後期課程)