

価格感応情報と売買停止制度

——オーストラリア証券取引所の取り組み——

木 村 真生子

要 旨

事前報道を受けた適時開示制度の在り方について現在議論が続いている。適時開示制度は最新の情報を迅速・公平に会社から投資者に提供させることで、市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保することを目的とする。しかし情報開示の迅速性を優先させれば、情報の真実性や正確性を担保することが相対的に難しくなる。

他方で、会社はどのようなタイミングで情報を出しても、常に市場の反応に苛まれる。情報に対する意見は、報道機関のみならずインターネットやソーシャルメディアを通じて絶えず発信されているからである。このような事情を考慮すれば、取引所のみが一方的に情報の拡がりをコントロールすることには一定の限界があることになる。

本稿は、事前報道を受けた適時開示制度の在り方を検討するために、価格感応情報に関する売買停止制度の改善を行った、オーストラリア証券市場の経験を素材に考察を行うものである。売買停止制度は、上場会社が価格に重大な影響を及ぼす情報を市場に速やかに公表できないときに、上場会社の要請により、取引所が当該会社の有価証券の売買を原則2日間停止するもので、自発的な売買停止の場合には合理的な期間に及ぶ。

売買停止制度は市場の流動性を低下させ、投資家保護に反するという見方もあるが、情報発信の仕組みが多様化し、企業に関わる情報が氾濫する今日では、却って売買停止が市場の公平性や投資家の信頼保護に資する可能性がある。

目 次

- | | |
|-------------------------|--------------------------|
| I. 問題の所在 | 3. 考察 |
| II. Fortescue 事件と適時開示義務 | III. オーストラリア証券取引所の売買停止制度 |
| 1. 事案の概要 | 1. 継続開示義務の見直しの経緯と概要 |
| 2. 裁判経過と判旨 | 2. 売買停止制度および自発的な売買停止制度 |

IV. 価格感応情報の開示に係る法的問題

1. 価格感応情報の開示に関する制度

I. 問題の所在

事前報道を受けた適時開示制度の在り方について、現在議論が続いている。2013年4月22日、三井造船との経営統合交渉を大手新聞社により報じられた川崎重工業（以下、K社という）が適時開示でその事実を否定する開示を行ったのち、6月13日に適時開示の内容を訂正した¹⁾ことが、投資家を欺くものとして批判されたからである。しかしながらこの批判は正確な根拠に基づいていたであろうか。

K社は当時、積極的に事実を隠べし投資家を欺く意図を有していたとまではいえない可能性もあるからである。すなわち上場会社又はその子会社によるM&A取引の決定は、金融商品取引所規則上、軽微基準に該当する場合を除いて適時開示義務の対象となる。しかし合併交渉の成否への影響や虚偽開示の可能性を考慮し、取締役会での合併についての意思決定が必ずしも確実になったとはいえない状況下で、K社は事実を公にすることを差し控えたに過ぎないという見方もできるからである²⁾。

このようなK社の事案は、適時開示制度が本来的に様々な矛盾を内包していることを改めて浮き彫りにしたように思われる。ここで適時開示制度とは、金融商品取引所が重要な会社情報を上場会社から投資者に提供するために設けている制度をいう³⁾。最新の情報を迅速、正確かつ公平に会社から投資者に提供させることで、市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保することが制度の目的となる。しかし

2. 売買停止をめぐる法的問題

V. 結語

情報開示の迅速性を優先させると、確度が低い情報の真実性や正確性を担保することは相対的に難しくなる。

他方で、会社は、競合企業との関係において、情報の機密性を保持しなければならない。したがって、情報の機密性を保持することが事業の成功につながり、結果的に株主の利益につながれば、すべての情報を株主に開示する必然性はなくなる。そこで、観測報道をなされた会社が情報をコントロールするために、いわゆる「ノーコメント開示」を行うことの是非が問題となりうる⁴⁾。

もっとも、市場がノーコメントをどのように評価するかは情報受領者の知識や経験によって大いに異なる。例えば、市場関係者は経験則からノーコメントの裏に隠された真実を見出し、一定の投資行動に出る可能性があるが、他方で、一般投資家はノーコメントを額面通りに受け止めて状況を静観し続けるかもしれない。この場合、市場に公平に情報が発信されていたとしても、情報もたらす結果の平等は確保できない。そうであれば、会社は曖昧な情報発信は極力さけるべきだということにもなる。

いずれにせよ、会社がいかなる情報をどのようなタイミングで出したとしても、会社は常に市場の反応に苛まれる。しかも、当該情報に何らかの意見を伴う情報が報道機関によって発信されることになれば、市場に予想外の変動が生じる可能性もある。また、情報に対する意見は今や報道機関のみならず、投資運用会社や投資家のブログなどからも絶えず発信されている。このような事情を考慮すれば、取引所のみが従

来の方法で一方的に予測のつかない情報の拡がりをコントロールすることには一定の限界があることになる。

これに対して、オーストラリアでは、合弁契約に関する適時開示の真実性に疑義を抱き、上場会社を提訴した規制当局の主張が最高裁判所によって否定された Fortescue 事件を契機に、適時開示を含めた継続開示制度の在り方が見直されることになった。そして、真実の情報を開示できない会社が、主体的に一定期間有価証券の売買の停止を取引所に申請することができる制度の改善も2013年に行われた。同制度は、情報の熟度が不足する期間、気配表示を停止することによって、不確かな情報による市場の予想外の動きを抑制し、また適時開示制度の矛盾をある程度解消する効果を有するものと推測される。

本稿は、事前報道を受けた適時開示制度の在り方を検討するために、価格感応情報 (price sensitive information) にかかる売買停止制度を導入したオーストラリアの証券取引所の取り組みを参考に検討を行うものである。以下では、まず、第2章で Fortescue 事件の内容を概観し、価格感応情報に関する適時開示の問題点を検証する。第3章では、オーストラリア証券取引所 (以下、ASX という) の売買停止制度を概観する。続く第4章では、価格感応情報の開示に係る法的問題について若干の整理を行い、最後に全体をまとめる。

II. Fortescue 事件と適時開示義務

1. 事案の概要

Fortescue Metals Group (以下、FMG とい

う) はオーストラリアで鉄鋼石の採掘を営む大企業である。「ピルバラのインフラ計画 (Pilbara Infrastructure Project)」の名で知られるウエスタン・オーストラリア州北西部での鉄鉱石の採掘および輸出に関して、同社が立てた事業計画に関する情報開示が本件の争点となった。

FMG の事業計画とは、ピルバラ地区で鉱石を採掘し、採掘した鉱石をポートヘッドランド (Port Hedland) の港まで鉄道で輸送するというものである。2004年の初めころ、FMG と同社の CEO で有力株主でもある Forrest は、中国の3つの非民間企業と交渉を始め、当該事業計画に関して各社と契約を交わした (以下、本件契約という)。本件契約は「包括協定 (Framework Agreement)」と題されていた。なお、契約書には、本件契約は取締役会の承認を得ることによって法的拘束力が備わること、および各当事者はその後一般条件の合意を図ることを共同して進めることが記されていた。

各当事者の取締役会の承認が得られ、FMG は2004年8月から11月の間、会社法および ASX の上場規則が定める継続開示義務に基づき、ASX を通じて声明を出すとともに、プレスリリースを行った。その声明は、中国の各企業が採掘から鉄道の敷設までを行うことに関して、本件契約が法的強制力を有することを示すものだった⁵⁾。

かかる公表を受けて、その後、FMG の株価は0.59ドルから1.93ドルに上昇した⁶⁾。しかし2005年3月、オーストラリアの経済紙が本件契約は法的強制力がないなどとして、FMG の採掘事業に関する否定的な見解を示すと、その情報は一気に広まり、株価が急落した⁷⁾。

2006年3月、ASIC (Australian Securities

and Investments Commission：オーストラリア証券投資委員会）は、本件契約がオーストラリア法の下では強制力のない契約であることを根拠にして、契約に拘束力があることをFMGらが表明したことは誤解を招くおそれのある行為または欺まんの行為を禁止したオーストラリア2001年会社法（以下、「豪州会社法」とする）1041H(1)条⁸⁾に違反するとして、オーストラリア連邦裁判所において両者に対する訴訟手続きを開始した。なお、その際、ASICは、FMGらが声明を訂正しなかったことは豪州会社法674(2)条所定の継続開示義務違反であり、さらにForrestについては、慎重さと勤勉さをもって会社の取締役としての任務を遂行することができなかった点に豪州会社法180(1)条違反があると主張した⁹⁾。

2. 裁判経過と判旨

(1) 第1審判決

Gilmour 判事は、第1審（連邦裁判所）において、取締役らが本件表明に至る手続に関与した弁護士から、本件契約の法的有効性について何らアドバイスを受けていなかったことに鑑み、次のような理由でASICの請求を棄却した¹⁰⁾。

FMGの声明は意見の表明にすぎず、事実の表明ではない。また、これらの意見はその時点でFMGらが誠実に抱いていた意見であるから¹¹⁾、FMGらの行為は豪州会社法1041H(1)条に反しない。さらに、FMGは、当該表明に誤りがあることを示唆するいかなる情報も有していなかったのであるから、豪州会社法674(2)条の継続開示義務の目的に照らしても、かかる情報を開示する義務はなかったといえる。したがって、FMGらの行為は豪州会社法674(2)条

に反しない。しかしASICは第1審判決の理由を不服として、連邦裁判所合議部（Full Federal Court）に控訴した。

(2) 控訴審判決

控訴審¹²⁾は、まず、FMGらの行った声明が意見であるか否かという点について判断し、通常の注意力和思慮分別を備えた投資家にとって、本件の声明は、意見というよりもむしろ事実を伝達するものとして理解されていたとした¹³⁾。そして、本件契約の性質は単なる同意のため契約書であり、具体的な事項に拘束力があることについては不確実であるとして、本件契約を無効であるとした¹⁴⁾。そして、FMGらが本件契約を「法的拘束力のある（binding）」契約として表現したことは、豪州会社法1041H条の誤解を招くおそれのある行為または欺まんの行為にあたりと結論づけた。

また、控訴審は継続開示義務違反を判断するにあたり、豪州会社法647条の趣旨を概要、以下のように説明した。豪州会社法674条は、誤解のある表明がなされたときに表明者に修正を行うことを義務づけている。その趣旨は、ASXにすでに提出された情報を修正するためだけに義務を課すのではなく、そのような情報が、FMGの株式を購入するか手放すかの決定を下す投資家に対して影響を及ぼすかまたは及ぼす可能性があるために、必要だからである¹⁵⁾。

しかしながら、本件において、FMGが修正情報を開示しなかったことによって、投資家が惑わされたという証拠や損害を被ったという証拠も、実際にはされていなかった。このため、ASICが訴訟を開始したこと自体に問題がないわけではなかった。しかし合議部の3名中2名

の判事は、訴訟追行に関し ASIC が裁量を行使することについて裁判所は疑義を差し挟むべきではないとし¹⁶⁾、継続開示義務違反を前提として、Forrest は注意義務違反による取締役の任務懈怠責任を負うとした。

(3) 最高裁判決

上告審 (High Court : 連邦高等裁判所) は全会一致で FMG らの上訴を認め、継続開示義務違反を認定した控訴審の判断を覆した¹⁷⁾。上告審における最大の争点は、FMG らが表明を行った際に、「binding contract (法的拘束力のある契約)」という文言を用いたことが誤解を招くおそれのある行為または欺まんの行為であったか否かという点である。しかし上告審は binding contract の意味について文理解釈を行わず、表明がなされた際、当該文言が対象となる聴衆にとって実質的にいかなる意味を有していたかについて、次のような厳密な分析を行った。

「対象となる聴衆 (intended audience)」とは「投資家 (investor)」であり、商業界や経済界のより広い部門が対象となる¹⁸⁾。大衆投資家に対する表明では、binding contract は「法的強制力を有する契約」であるという文字通りの意味を必ずしも伝えない¹⁹⁾。事実の解釈に当たって依拠すべきは、表明が本件契約の内容を正確に要約していたかどうか、また、当事者が本件契約を「拘束力のある契約」にしようとする意図したとことが、聴衆に対して伝わっていたかどうかという点に求められる²⁰⁾。本件表明は「意見」ではないが、何が契約で規定されていたかは、正確に伝えられていたといえる²¹⁾。

上告審は以上のような理由に基づき、FMG が行った適時開示は詐欺的行為ではなく、継続

開示義務違反やそれに伴う取締役の任務懈怠責任もないと結論づけた。

3. 考察

本件は、豪州会社法および上場規則が定める継続開示義務に基づいて、重要な契約締結の事実を適時に開示したところ、当該開示は誤解を招くおそれがあるとされ、これを訂正しなかったことに関する継続開示義務違反の責任を会社が問われたものである²²⁾。また同時に、本件は、開示義務違反によって取締役も責任を負うことを示唆した点でも意義を有する²³⁾。

本件で検討すべき問題は、一部の報道を契機にして株価が下落したという事実を抛り所にして、投資家に対する被害の客観的な証拠がないまま、会社の開示責任が追及された点にある。すなわち、法的には、誤解を招くおそれのある開示とは何を基準にして判断されるべきかが問われることになる。

これについて、本件は、虚偽表示の判断基準を開示の具体的内容や開示主体の意図には求めず、開示の客体側の事情に求めていることが特徴的である。つまり、情報の開示を受ける者が「通常人」であるかどうか、さらに、通常人とはいかなる程度の注意力を有する者なのか争われている²⁴⁾²⁵⁾。

上告審は、まず、「表明」の意義について判示し、「公式声明」が「文書の内容に関する説明」であるとするならば、対象となる聴衆に当該声明が何を伝えたのが重要であり、当事者が声明の目的自体を述べることに重要性はないとする見解を示した²⁶⁾。また、「対象となる大衆投資家」については、助言を当てにする未熟な投資家と機関投資家などのプロ投資家から構成されるものであり、単純な騙されやすい聴衆

価格感応情報と売買停止制度

ではないと説示した²⁷⁾。そして、これらを前提に、会社は合意の条件をすべて開示する必要はなく、条件の正確な要約を開示すれば十分であるという判断基準を示した。

最後に、上告審は、本件への当てはめにおいて、中国企業と合意に達したという事実の表明は正確であり問題がなかったことを認め、また、本件表明は本件契約が法的拘束力を有することを大衆投資家に伝えるものではなかったと結論づけた。

Ⅲ. オーストラリア証券取引所の 売買停止制度

1. 継続開示義務の見直しの経緯と概要

オーストラリアは英米法圏に属するが、投資家保護および統合性のある市場を構築するという目的の下で、米国とは異なる独自の継続開示義務を会社に課している。また、有用性の観点から、四半期開示義務を強制することを一部の会社に止め²⁸⁾、豪州会社法674条およびASX規則3.1に基づき、適時開示政策を重視している²⁹⁾。これは、価格感応度の高い重要な会社情報に、投資家がタイムリーかつ平等にアクセスすることを確実にすることが、オーストラリアの継続開示法制において重視されているからである³⁰⁾。

しかしながら、Fortescue事件において、取引所等の規定に基づいて行われた情報開示が市場や市場関係者の混乱を招き、続く訴訟においてASICが敗訴に終わったことから、ASXは上場企業に係る継続開示制度の見直しを迫られることになった。2013年3月、継続開示規定(Chapter 3 of ASX Listing Rule)は8年ぶり

に改訂され、ガイダンス・ノート(Guidance Note 8)が出された。

この改訂は、従来の継続開示義務の内容を根本的に変更するものではなかったが、株価への影響を市場が評価できる十分な情報を会社が提供していれば、ビジネス上の極秘事項を必ずしも開示する必要がないことを明らかにした点で³¹⁾、価格感応情報の開示に神経をとがらせていた上場会社の不安のある定程度払拭したといえる。また、継続開示制度に対する上場会社の理解を一層深めるために、より詳細で明快な解説もなされている。例えば、情報が市場を変動させるかどうかをいかにして判断するのか³²⁾、また、情報開示を適時に行うとは具体的にどの程度の速さをいい³³⁾、さらに、通常人の標準はどこに置くべきなのか³⁴⁾などが付随するガイドラインによって具体的に示された。

しかしながら、価格感応情報であることが確かな場合でも、市場に完全な情報を開示できない場合はある。このような状況に上場会社が対処するため、ASXは売買停止制度および自発的な売買停止制度の利用を上場会社に促している。そこで以下では、売買停止制度の概要をみることにする。

2. 売買停止制度および自発的な売買停止制度

(1) 売買停止制度の意義と目的

取引所(以下のⅢ章の記述において、取引所はASXをさすものとする)が価格感応情報を受けたり、上場会社の有価証券の売買が活発化したときに、取引所が売買を一時的に休止させることを売買停止という。売買停止は会社の要請を受けて、取引所の主導により行われるが、その後引き続いて停止措置を延長する必要がある

るときは、会社の判断によって取引を停止することができる自発的な売買停止制度もある。これらは上場廃止等の理由で取引所が正式に気配表示を止める制度とは異なるものである³⁵⁾。

売買停止は、(1)市場に情報が十分に知られていない間、ある特定の有価証券の取引に市場リスク（価格変動リスク）がある場合、および(2)市場の誤りや無秩序を修正またはこれを防ぐ場合にのみ、認められる制度である³⁶⁾。市場と会社の双方にとって有益な制度であり、とりわけ ASX 規則3.1および3.1B の下で、価格感応情報を有する上場会社が、会社法および取引所規則が定める継続開示義務に応じるための、重要なメカニズムを提供している。³⁷⁾

売買停止措置が発動されると、主要な取引所だけではなく、代替的取引システムのようなオーストラリアの他の認可市場でも確実に売買が停止されることになる³⁸⁾。他方で、投資家も売買停止によって価格感応情報が発表されることを推知するために、市場外取引や代替的取引システムで有価証券を売買したり、関連するデリバティブ取引を行ったりすることについて慎重にならざるを得なくなる³⁹⁾。このように、売買停止措置が発動されることにより、自然に市場全体の取引が抑制され、価格感応情報をもたらすであろう市場の混乱が回避されることになる。

(2) 売買停止制度

(i) 概要

ASX 規則19.12において、売買停止は、気配表示を停止されていない会社の要求に応じて売買を中断することと定義される。この要請は書面によって取引所に対してなされなければならない、その詳細は ASX 規則17.1において定めら

れている。具体的には、売買停止を要請する理由、停止したい期間⁴⁰⁾、停止措置を終わらせることになる場合の事象、停止措置を認めてはならない理由に会社が気づいていないこと、市場に売買停止について知らせるためのその他の必要な情報などである。この要請と、当該会社とで締結した上場契約に基づいて、取引所は業務規程に基づき売買停止措置を発動する。

なお、売買停止措置は次のいずれか早く到来するときに終了する⁴¹⁾。すなわち、(a)取引所が売買停止の終了を公表したとき、(b)売買停止措置が発動された後の第2日目の取引日の取引開始時、(c)大引け時に売買停止措置が発動された場合は、停止がなされた後の第3日目の取引開始時である。売買停止期間は取引所の業務規程に基づき最長2日間認められる⁴²⁾。しかし停止措置は通常取引時間中に行われるため、実際の停止期間は丸2日よりも短くなる。例えば、月曜日に売買停止措置が発動されれば、水曜日には停止措置は解除される。

(ii) 売買停止の効果⁴³⁾

取引所が売買停止措置を発動すると、売買停止の対象となる有価証券は取引所の売買システム上、「売買停止状態 (trading halt session state)」に置かれる⁴⁴⁾。売買停止状態になると、取引所の市場参加者は注文をすることはできるが、売買をすることができない。

システム上の既存の注文は、後述する自発的な売買停止措置が発動された場合のように自動的に除去されることはないが、その代わりに、同一の価格優先・時間優先の条件でシステム上に止められ、売買停止後に取引が再開されたときに執行される。もっとも、市場参加者は既存の注文を修正したりキャンセルすることはでき

価格感応情報と売買停止制度

る。このような取り扱いが認められるのは、自発的な売買停止とは異なり、売買停止の実施期間が2日間と限定されていることによるものである。なお、売買停止の期間、取引所は、当該有価証券について取引所で行われている24時間のオプション取引や、差金決済取引も停止する。

(iii) 停止措置が発動される場合

有価証券の価格や価値に重大な影響を及ぼすことを通常人が十分に予測できる情報であっても、当該情報が市場に速やかにまた遅滞なく公表される状態にないことを上場会社が知っているときは、売買停止を取引所に要請することが望ましい⁴⁵⁾。ただし、売買停止は当該会社が継続開示義務に応じるために合理的に必要であると取引所が考える期間だけ、つまり一兩日中しか認められていないことには注意が必要である。

そこで、ASX 規則3.1および3.1Bは、会社が売買停止を要請する具体例を次のように挙げている⁴⁶⁾。例えば、A社の主要な資産が遠隔地にある鉱山であり、その鉱山が大地震に見舞われた場合、担当者が現地に飛んで正確な被害の状況を把握するには少なくとも48時間を要するとする。このような場合、A社は損害の程度に関する公表を差し控えなければならないことを取引所に伝え、売買停止を要請することになる。

また、例えば、重要な採鉱地の購入に関してB社がC社と極秘交渉の最終段階にあるときに、具体的かつ詳細な取引の憶測情報がメディアによって流され、B社の株価が上昇し始めたとする。取引所は、憶測情報は正しいか、また株価が上昇していることに気付いているかをB社に尋ねる。そして、B社からC社との交渉

の事実を知り、もはや情報の機密性がなくなったので⁴⁷⁾、採鉱地の取引に関する情報を開示するように求める。そしてこのとき、B社は2日間の内にC社との交渉が成立することを予期していたとする。この場合、B社は取引所の売買停止制度の利用を検討することができる。つまり、B社は2日間、取引所での売買を停止してもらうことによってC社と首尾よく交渉することができ、交渉の結果、最も信頼できる情報を市場に流すことができるからである。これは、不確かな現在の状況を拙速に市場に伝えるよりも有益である。

以上のようなケースにおいて、取引所は売買停止を認めることができる⁴⁸⁾。ただし、売買停止期間は2日間に限定されているため、期日に適切な情報を開示できない場合には問題が生じる。しかしこの場合、会社は情報開示を遅らせるために、売買停止制度に代わって自発的な売買停止 (voluntary suspension) 制度を利用することになる。

(iv) Back-to-back trading halt (連続売買停止制度)

例外的に、取引所は back-to-back trading halt (連続売買停止) 措置を認めることがある。この措置によって、2日間の売買停止は最大4日間に延長される。もっとも、いかなる場合に取引所が例外を認めるかどうかは個別具体的な事情による⁴⁹⁾。しかも、売買停止は原則短期の措置であるために、取引所は連続売買停止措置を発動できる場合を次のような場合に限定している⁵⁰⁾。第1に、会社の発行済み資本金との関係で重大性がある場合、第2に、ABO (Accelerated Bookbuilt Offering: 機関投資家などを中心に短期間でブックビルディングを行

う方式)⁵¹⁾のような場合で、原則として全保有者に比例配分される場合、第3に、ブックビルディングの過程で利用されている場合で2日の売買停止では足りないが4日あれば取引を開始できる場合である。

(3) 自発的な売買停止制度

(i) 概要

ASX 規則17.2によれば、上場会社の要請によってその有価証券の気配表示を停止することを自発的な売買停止という。この制度を利用する上場会社は、前記した売買停止制度の場合と同じ要領で、取引所に売買の停止を書面により申請しなければならない⁵²⁾。また、必要に応じて、取引所は上場会社に対してさらに必要な情報を求めることができる。なお、一時停止の期間は、原則として、申請をした上場会社が継続開示義務に応じるために、取引所が合理的に必要であると認めた期間だけ認められる。

(ii) 停止措置の効果⁵³⁾

取引所が上場会社の要請を認めると、当該会社の有価証券は取引所の売買システム上「一時停止状態 (suspension state)」に置かれる。一時停止状態になると、取引所の市場参加者は注文をすることはできるが、売買をすることができなくなる。これにより、注文ブックに注文を記すことができるようになり、需給が明らかになる。

システム上の既存の注文は自動的に除去される。これは、自発的な売買停止制度が上述した売買停止制度に比べて長期になることによるものである。なお、売買が停止されている期間、ASXは、取引所で行われている24時間のオプション取引や、差金決済取引、関連デリバティ

ブも停止する。同様に、他の認可市場においても一連の取引が停止される。

(iii) 自発的な売買停止措置が発動される場合

上場会社は、ASX 規則3.1および3.1Bが定める継続開示義務に応じるため、また、正確な情報が周知されていない間に自社の有価証券を売買されないように望むときはいつでも、自発的な売買停止を要請することができる。また、限定された売買停止の期間内（連続売買停止の場合を含めると、最長4日間）に開示すべき情報を公表できないときも、同様の申請をすることができる。さらに、すでに売買停止状態に置かれている場合で、Ⅲ.2(2)で述べた売買停止が解除される前に、公表ができない状態にあることが明らかになったときも、上場会社は自発的に売買停止を検討することができる。

なお、公表義務を要する交渉が完結していないことを会社が公表できる状態にあってもなくても、取引所は例外的に上場会社の有価証券の売買停止を認めることがある⁵⁴⁾。すなわち、有価証券の売買を再開することで、長期的にみれば会社の財政的実行可能性にとって重要な取引に悪影響を及ぼしたり、相互依存的な一連の取引を完了させることができないと当該会社が合理的に考え取引所もこれに同意する場合であれば、取引所は限定的に上場会社の自発的な売買停止を認める⁵⁵⁾。

また、一定のライツ・イシューおよび従業員持株制度の下で、開示書類なしに有価証券の売出しを行うときも、上場会社は自発的な売買停止制度の利用を申請できる⁵⁶⁾。しかし5日から12か月間、市場で上場会社の取引が停止されることになると、企業は不利な条件による資金調達を余儀なくされる場合がある。いずれにして

も、取引所規則に定められた継続開示義務を遵守するためには、短期の売買停止を要請する場合に比べて、自発的な売買停止が取り得る手段として見劣りするということはない⁵⁷⁾。

IV. 価格感応情報の開示制度に係る法的問題

1. 価格感応情報の開示に関する制度

有価証券の発行者に関する価格感応情報について、その内容が不明確である場合や当該情報の内容を周知させる必要があると考えられる場合などに、取引所は市場の混乱を防ぐことはもちろん、投資家に対して真実の情報にアクセスする機会を平等に与える必要がある。取引所は、市場の運営者として、公平で秩序のある市場を形成し維持する責務があるからである。そのために取引所が講じることのできる主要な方策としては、以下の2つを考えることができる。

第1に、価格感応情報の発信時間を取引所が制御する方法である。例えば、香港証券取引所は、現在、発行者に関する情報の大半を取引時間外に公表させている。そして情報が公表された後の次の立会時間に売買を再開させる⁵⁸⁾。しかし、2011年8月、香港証券取引所が適時開示情報を掲載しているHKExnewsウェブサイトがハッキングを受けると、同取引所は情報の一元的な管理方法の見直しに着手をした⁵⁹⁾。証券取引の国際化や電子化の流れも、この第1の方法に限界があることを示し始めている。

第2は、価格感応情報の発出を受けて、取引所が売買の一時停止を行う方法である。米国⁶⁰⁾や日本など多くの国は、価格感応情報を発信で

きる時間帯に制限を設けていない。このため、価格感応情報が出された後も引き続き取引が行われるかまたは短時間の売買停止の後、取引を継続させる。例えば、わが国の東京証券取引所（以下、東証という）も売買を停止することができる5つの場合を定めており（東証業務規程29条）、投資者の投資判断に重大な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じている場合で、当該情報の内容が不明確である場合または取引所が当該情報の内容を周知させる必要があると認められる場合に（同条2号、東証業務規定施行規則21条3号、上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則2条、3条、3条の2）、取引所は売買の停止を行うことができ⁶¹⁾⁶²⁾、停止期間は、原則として、取引所が必要と認めたときから、当該情報の真偽および内容に関する発表等が行われたことを当該取引所が確認した後30分を経過したときまでとされている。

これに対して、オーストラリア証券取引所やシンガポール証券取引所は、同様の状況においてより長期の売買停止を認めており、前者は原則2日、後者は3日間の売買停止措置を講じることができる⁶³⁾。しかし規定された期間を過ぎても上場会社がしかるべき公表を行うことができない場合、例えば、オーストラリアでは自発的な売買停止制度を設けて、取引所が認める合理的な期間、当該会社の有価証券の気配を表示しないことができる。

2. 売買停止をめぐる法的問題

有価証券の売買停止制度は、19世紀以来、市場管理を担う取引所が市場の運営上採用してきた方法の一つである⁶⁴⁾。しかし、これが市場での円滑な取引を確実にし、公正で秩序のある市

場を維持するため、あるいは投資家保護のために、取引所が行う最善の措置であるかどうかについては否定的な評価もある。すなわち、取引所が売買停止をすれば、投資家のために市場に流動性を供給する取引所自身の役割と矛盾を来し、投資家自らが公表された情報を評価して投資判断をする機会を奪うことにつながるからである。実際、米国では、虚偽表示の制裁措置として行われた売買停止に関する SEC v. Sloan 事件において、有価証券の売買停止は発行者だけでなく、株主や他の投資家にとって有害であると判示されている⁶⁵⁾。

また、流動性の欠如は機会損失をもたらすため、情報分析力や資金力で優位に立つ機関投資家などのプロ投資家が一般の投資家に比べてより大きな負の影響を被る可能性がある⁶⁶⁾。しかも、売買停止期間が長期になれば、それだけ売買停止のもたらす様々なコストが増大する可能性が高まる^{67) 68)}。したがって、上述したオーストラリアの自発的な売買停止制度は長期に及ぶ可能性があるだけに、制度の有効性については疑義が生じうる。加えて、ある有価証券が複数の市場に上場されている場合に、一方の市場にある売買停止制度が他方の市場の制度と互換性がなければ、売買停止措置の効果が減じてしまう。

しかしながら、1970年代から1990年代にかけて行われてきた売買停止制度に関する様々な実証研究では、主にアメリカの証券取引所を対象にするものではあるが、市場の価格形成に異常をもたらすなどの理由でその有効性を否定するものがある一方で、その有効性を認めるものも少なからず存在する⁶⁹⁾。そのなかでも、ブリュッセル証券取引所（現、ユーロネクスト・ブリュッセル）の売買停止制度を素材にして行われた2001年の Engelen と Kabir の実証研究

では、売買停止制度が上場会社をして新しい情報を強制的に市場に出させる機能をもつことを評価したうえで、売買停止の前には異常リターンは検出されず、売買停止後にも目を見張るほどの異常リターンは検出されなかったことを明らかにした⁷⁰⁾。

また、ロンドン証券取引所の1987年から1992年のデータを利用して、上場会社による自発的な売買停止に関連して起きる株価変動について調査した2001年の Brailsford と Cross, Hodgson の研究は、自発的な売買停止と取引所主導の売買停止との間には差がないことなどを明らかにしている⁷¹⁾。すなわち、売買停止に伴う異常リターンは取引所主導のものと上場会社の主導で行われるものとの結果に大差はなく、売買停止制度は価格に影響を与える可能性のある有効な手段となり得ることを明らかにした⁷²⁾。

このような実証研究の結果が、オーストラリアで行われている価格感応情報に関する売買停止制度の形成に理論的な基礎を与えたかどうかは定かではない。しかし、例えば、改正後まもなく、TW Holdings や Morning Star Goldなどを始めとする複数の上場会社は、新たな資本調達に関する情報の適時開示を免れるために、自発的な売買停止を行っている⁷³⁾。そして、これまでのところ、新たな売買停止制度の下で投資者の利益を損ねるような問題は起きてはいないようである。

翻って、1990年代以前に売買停止が行われていた時代は、現在よりも情報発信の技術や仕組みが相対的に劣っており、売買停止制度の有価証券価格に与える負の影響が過度に問題視されていたように思われる。しかし売買停止は重要情報が公表されるというシグナルを投資家に送るため、投資家の情報調査コストを削減できる

という側面がある⁷⁴⁾ことにも留意しなければならない。多様な情報発信の仕組みによって、企業の情報が氾濫しやすい現在において、売買停止の決定に係る同じ費用便益計算⁷⁵⁾を行えば、売買停止措置をとるほうが情報の普及を改善し、不正行為を正し、ボラティリティを下げ、市場に対する投資家の信頼を維持するという利点との相関性が高く、逆に市場の流動性を低め、投資家の市場に対する信頼を損ねるというコストは低下する可能性もある。オーストラリアの売買停止制度は、このような分析を通じて、合理性や効率性を考慮した結果の産物であるのかもしれない。ただし、今後、制度上どのような問題が生じるかどうかはまだ不透明である。

V. 結語

本稿は、事前報道を受けた適時開示制度の在り方について、オーストラリアの証券市場の経験を参考に検討を進めてきた。

オーストラリアは独自の継続開示政策の下で、価格感応度の高い重要な会社情報を投資家にタイムリーにかつ平等に開示させることを重視している。このために、近年、厳しい適時開示義務に対応できない企業が次々と ASIC に提訴されたり差止命令を受けたことから、上場企業の間で継続開示制度に対する不安が強まっていた。しかしながら、Fortescue 事件の最高裁判決が、会社は合意の条件をすべて開示する必要はなく、条件の正確な要約を開示すれば十分であると判断したことで、従来の継続開示制度の在り方が見直されることになった。

2013年、上場会社は、新たな継続開示制度の下で、適時開示に関するより明確な指針を手に入

入れることができた。とりわけ、上場会社が価格に重大な影響を及ぼす情報を市場に速やかに公表できないときに、継続開示制度の一環として、柔軟に売買停止制度を利用できるようになった点は検討に値する。

売買停止制度は、有価証券の価格や価値に重大な影響を及ぼすことを通常人が予測できる情報であっても当該情報を市場に速やかにまた遅滞なく公表する状態にないことを上場会社を知っているときに、申請によって市場の有価証券の売買を一時的に停止させるものである。売買停止期間は通常2日であるが、規定された期間内に正確な情報を公表できないときは、自発的な売買停止制度を利用することができる。停止状態に置かれている間は市場で有価証券の気配は表示されないが、当該会社はそのまま継続開示義務に服するために、財務諸表の開示などが通常通り行われる。このため、投資家は売買が停止がなされている会社の情報に引き続きアクセスすることができる。

ところで、価格感応情報の開示をめぐる売買停止制度は、その合法性や実効性があまり議論されないまま、世界中の取引所が予めより設けてきたものである⁷⁶⁾。しかし売買停止制度は市場の流動性を低下させ、投資者自らが情報を評価する機会を奪うだけでなく、投資機会も奪うことにつながる。売買停止期間が長引けば、事態はより深刻になる可能性もある。

しかしながら、情報発信の仕組みが多様化し、企業に関わる様々な情報が氾濫しやすい今日では、却って、売買を一時停止することが市場の公平性や投資家の信頼保護に資する可能性もあり、オーストラリアはこの可能性を試しているといえる。会社情報が一般に広く伝達され、これが平等に利用されうるようになるには

一定の時間を要する。会社情報の一般投資者への伝達に一定の時間の経過が必要であるとすれば、重要な会社情報の公表後それが広く一般に伝達され、その情報利用の平等性が確保されるまで、一時的にその有価証券の取引は中止されるべきである⁷⁷⁾。たしかに、今後、制度上どのような問題が生じるかは不透明であるが、売買停止制度は上場会社の適時開示義務や継続開示義務の負担をある程度解消するだけでなく、虚偽開示をめぐる紛争の防止につながるかもしれない。

注

- 1) 日本経済新聞 Web 刊2013年6月14日2:02では、「交渉の事実はあるが、何も決まっていな。との内容に替えたうえで、交渉を打ち切ることを決定した」と報じた。
- 2) なお、開示内容の変更又は訂正義務は、東京証券取引所の上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則4条で規律される。
- 3) 東京証券取引所は、上場会社について不明確な情報が生じた場合、上場規定415条1項に基づき、その事実関係を上場会社に照会すると共に、照会結果に基づいた適時開示を求めることにしている(同条2項)。
- 4) なお、スクープ報道をめぐる情報開示のあり方については、池田祐久 [2013]、商事法務研究会 [2013]などで論じられている。
- 5) ASIC v FMG (2001) 190 FCR 364, at [5].
- 6) *Ibid.*, at [7].
- 7) *Ibid.*, at [8].
- 8) 豪州会社法 (Corporations Act 2001) 1041H (1)条は、誤解を招くおそれのある行為または欺まん行為について、「誤解を招くおそれのあるまたは欺まんのもしくはそれらのおそれがある金融商品または金融契約に関して、人は……(かかる)行為に携わってはならない。」と規定する。
- 9) 豪州会社法674(2)条は、「取引所規則が開示を求める情報を上場会社が有する場合、また当該情報がまだ一般的に利用可能でないときは、上場会社は取引所規則に基づき市場運営者に当該情報を知らせなければならない」と規定する。また、取締役の注意義務を定める豪州会社法180(1)条は、「取締役または会社の他の役員は、同じ立場にある通常人が用いるのと(同)程度の慎重さと勤勉さをもって権限を行使し職務を果たさなければならない」と定めている。
- 10) Australian Securities and Investments Commission v Fortescue Metals Group Ltd [No.5] [2009] FCA 1586 (Gilmour J).
- 11) *Ibid.*, e.g. at [54], [59], [393-394].
- 12) Australian Securities and Investments Commission v Fortescue Metals Group Ltd [2011] FCAFC 19, at [15].
- 13) *Ibid.*, at [117].
- 14) *Ibid.*, at [177].
- 15) *Ibid.*, at [181].
- 16) ただし、Finkelstein 判事は、「仮に株価が投資家を誤解に導いた後も上昇を続けていたのであれば、継続開示義務は会社によって回避されたと考えうる (*Ibid.*, at [235])。ただし、投資家から苦情が寄せられたという証拠はないものの、問題の期間、株価下落によって投資家は実質的に損害を被ったとみることは可能である」として、異なる理由づけを行いながらも、結論においてFMGの継続開示義務違反を認めた。
- 17) Fortescue Metals Group Ltd v Australian Securities and Investments Commission [2012] HCA 39.
- 18) *Ibid.*, at [36].
- 19) *Ibid.*, at [38-41].
- 20) *Ibid.*, at [33], [41].
- 21) *Ibid.*, at [65].
- 22) 本件に先行する裁判例として、開示書類の適時性を欠いたことなどが理由で会社および取締役が開示義務違反があるとされた ASIC v Healey & Ors [2011] FCA 717 (Healey 事件) や、アスベスト疾患に関する損害賠償請求について資金不足を表明しなかった平取締役らの責任が認められた ASIC v Hellicar [2012] HCA 17 (Hellicar 事件) などがある。
- 23) オーストラリアは継続開示義務を証券法ではなく会社法で規律しており、継続開示義務から派生する問題が会社法上の問題として直截に扱われる。もっとも、会社法上の継続開示義務と取引所規則は完全に一致をしていないため、継続開示義務の実質的な効果や法的な効果は不透明であるとされている (North, G. [2013], p.96 [8.320])。
- 24) 情報開示の際の客体の事情を個別的に判断することの重要性を説いた先例として、例えば、Campomar Sociedad Limited v Nike International Limited [2000] HCA 12, at [102] and [103], Australian Securities and Investments Commission v National Exchange Pty Ltd [2004] FCAFC 90, at [24] and [70]。ただし、オーストラリアでは重要性の判断基準を制定法で定めており、例えば、豪州会社法1042A 条および1042D 条は、インサイダー取引にかかる重要性の判断基準が通常人を標準にして定めることを規定している。
- 25) 上告審の評釈として、例えば、Duffy, M. J. [2012], pp.29-32がある。
- 26) Fortescue [2012] HCA 39, at [26].
- 27) Fortescue [2012] HCA 39, at [105]. See, North, G. [2013], p.141 [10.170].
- 28) オーストラリアでは、四半期開示を強制することの有用性が、企業が負担するコストとの関係で明らかではないとして、四半期開示を強制する企業を鉱業関連の企業など一定の条件に当てはまる企業に限っている (See, ASX Listing Rule 4.7B, 1.3.2(b))。

価格感応情報と売買停止制度

- 29) ASX 規則3.1は、会社の株価にとって感応度の高い情報を直ちに公表することを義務づけている。
- 30) CLERP [2002], [8.5.4] of Part 8; Quilter, M [2012], p.143 at [19.30].
- 31) ASX [2012], p.22.
- 32) ある情報が市場を乱高下させるか否かの判断基準は、豪州会社法677条にその根拠を見出すことができる。しかし同条は通常人の投資判断を基準としているにすぎないため、条文の解釈には曖昧さが残る。このため、ガイドラインでは、情報の市場へ影響やインサイダー取引への抵触の有無を、役員自らが自問自答することで判断するように促している (ASX [2013a], pp.3-4).
- 33) 改正前はいかなる状況においても“immediately” (直ちに)は“instantaneously” (瞬時に)を意味すると解されていたが、改正後は“promptly” (速やかに)や“without delay” (遅滞なく)を意味するものとして即時性の程度を緩めている (ASX [2013a], pp.5-6)。
- 34) アメリカでは、判例法上、重要性のテストによって開示義務の有無を判断している。アメリカの状況について、例えば、Palmiter, A. R. [2008], pp.73-93を参照。
- 35) ASX [2013b], p.1.
- 36) *Ibid.*, p.3.
- 37) *Ibid.*, p.2.
- 38) ASICの市場統合規則によれば、ASXがある有価証券を売買停止にしたりこれを解除したりする場合は常に、オーストラリアの他の認可市場に対して通知しなければならないとする。認可市場はこれを受けてASXと同様に取引を停止する (ASIC [2011], p.39 [Part 6.1])。また、二重上場している会社においては、他方の上場先が売買停止制度を有している場合は、同様の停止措置を求めることが適切である。同様の制度がない場合、上場会社は投資家による有価証券の売買を控えるように取引所に通知し、これを公表してもらうことが望ましいとされる (ASX [2013b], p.11 at [5. Dual Listed entities])。
- 39) ASX [2013b], p.3.
- 40) ただし、売買停止の期間はASXの業務規程に基づいて認められる期間を超えることができない (ASX, ASX Listing Rule 17.1.1)。
- 41) ASX [2013b], p.4.
- 42) *See*, ASX, ASX Operating Rule 3301(b).
- 43) ASX [2013b], pp.4-5.
- 44) 売買停止および自発的な売買停止制度の利用が認められる場合であっても、原則として上場会社は取引所規則に服さなければならない。
- 45) ASX [2013b], p.5.
- 46) *Ibid.*
- 47) *See*, ASX, ASX Listing Rule 3.1A.
- 48) Guidance Note16では、そのほかにブックビルディングの例を挙げている (ASX [2013b], p.5)。
- 49) ASX [2013b], p.6.
- 50) *Ibid.*
- 51) *See*, ASX [2013c].
- 52) *See also*, ASX, ASX Operating Rule 3300.
- 53) ASX [2013b], pp.8-9.
- 54) ASX [2013b], p.10. *See also*, ASX [2013a], p.9.
- 55) ASX [2013b], p.10..
- 56) ‘Low-doc’ rights issue (豪州会社法708AAまたは1012 DAAを参照)や従業員持株制度 (ASIC Class Order 09/425を参照)の下で、開示書類や金融商品開示文書 (product disclosure statement) なしに証券の売出しを行う場合とされている (*Ibid.*, p.9).
- 57) *Ibid.*
- 58) なお、上海証券取引所は、発行者に重要情報の公開を日に一度、しかも新聞上で行うことを義務づけている。異常な価格の動きが出ていることが公表されると、十分に情報を行き渡らせるために、売買は午前中に1時間停止される (HKEx [2012], p.9)。日本でも、会社情報の発表を売買立会終了後の時間に行わせることに理があるとした議論があったことについて、神崎克郎 [1987] 285頁 (注) 37を参照。
- 59) 2012年7月に出された Consultation Paper の回答を受けて、香港証券取引所は取引所規程を改正し、2014年半ば頃までに、価格感応情報を取引時間内に公表することを目指しているという (HKEx [2013], pp.23-24)。
- 60) 米国のニューヨーク証券取引所は価格の下落率に応じて3段階の停止措置を講じている (New York Stock Exchanges, NYSE Rule 80B)。
- 61) 東証業務規程29条は、このほかに、債券の抽選償還が行われる場合 (同条1号) や売買状況に異常があると認める場合またはそのおそれがあると認められる場合 (同条3号)、売買システムの稼働に支障が生じた場合 (同条4号)、取引所の施設に支障が生じた場合 (同条5号) に、売買停止を行うことができるとするが、各号により売買の停止期間は異なる。
- 62) 2006年8月29日、東証は三菱UFJ証券の株式の売買を午後0時50分から午後1時55分まで一時停止する措置を行っている。これは、三菱UFJフィナンシャル・グループが三菱UFJ証券を完全子会社化することが一部で報じられたために、東証がその真偽を確認するために行ったものであった。
- 63) *See*, Singapore Exchange, SGX-ST Rule Practice Note 8.10.1.
- 64) Bradley, C. [1996], p.618, note 102.
- 65) SEC v. Sloan, 435 U.S. 103 (1978), at 109. *See also*, R v. International Stock Exchange of the U.K. and the Republic of Ireland Ltd., Ex parte Else (1982) Ltd., [1993] 2 C.M.L.R. 677, at 713.
- 66) Hopewell & Schwarts [1978], pp.1358-1359.
- 67) Bradley, C. [1996], p.619.
- 68) Sloan事件では売買停止期間が1年間を超えたが、たった10日間できさ、売買停止措置は発行者に潜在的に大打撃を与える恐ろしい力を有するものと判示され、取引所の専横が問題視された (SEC v. Sloan, 435 U.S. 103 (1978), at 112)。
- 69) Engelen, P. and Kabir, R. [2001], pp.2-4.
- 70) *Ibid.*, pp.15-16.
- 71) Brailsford, T., Cross, T. and Hodgson, A. [2001], pp. 20-21.

- 72) 売買停止前後にマスコミ報道が株価に与える影響を調査した結果、売買停止によって、情報が質の面でも株価のファンダメンタルズについても切断されることを通じて、上場会社の株価はファンダメンタルズに基づいて動くという示唆が得られたとしている (Brailsford, T. et al. [2001], pp.20-21)。
- 73) ASX のホームページを参照。
- 74) Hopewell & Schwarts [1978], p.1358.
- 75) Bradley, C. [1996], pp.619-620.
- 76) Engelen, P. and Kabir, R. [2001], p.1.
- 77) 神崎克郎 [1987] 281頁。

参 考 文 献

- 池田祐久 [2013] 「スクープ報道対応のグローバル実務」『旬刊商事法務』2014号, 商事法務研究会, 11月, 14-21頁。
- 神崎克郎 [1987] 『証券取引の法理』, 商事法務研究会。
- 商事法務研究会 [2013] 「スクランブル・スクープ報道がなされた場合の上場企業の開示のあり方」『旬刊商事法務』2015号, 商事法務研究会, 11月, 50頁。
- ASIC (Australian Securities and Investments Commission) [2011], *Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets)*
- ASX (Australia Securities Exchanges) [2012], *Revised Draft of Guidance Note 8.*
- ASX [2013a], Continuous Disclosure: an Abridged Guide.
- ASX [2013b], *Listing Rules Guidance Note 16.*
- ASX [2013c], *Pro-Rata Accelerated Renounceable Entitlement Offer (with Retail Entitlements Trading) to Raise Approximately \$553 Million*, http://www.asx.com.au/documents/investor-relations/33_13Jun_ASX_Circular_Pro-rata_Acc_Renounceable_Entitlement_Offer.pdf
- Bradley, C. [1996], “Suspension and Disbelief (or, How Managed should a Market be?)”, *Seton Hall Law Review*, Vol. 26, pp.597-636.
- Brailsford, T., Cross, T. and Hodgson, A. [2001], “Voluntary Trading Suspensions and Media Coverage on the LSE”, *Working Paper Series in Finance*. 01-02, The Australian National University.
- Corporate Law Economic Reform Program (Australia) [2002], *Corporate Disclosure: Strengthening the Financial Reporting Framework*, Treasury.
- Duffy, M. J. [2012], “Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable Investor”, *Monash University Law Review*, Vol. 38, No. 2, pp.25-54.
- Engelen, P. and Kabir, R. [2001], “Empirical Evidence on the Role of Trading Suspensions in Disseminating New Information to the Capital Market”, *Discussion Paper*, No. 2001-92, Tilburg University Center for Economic Research.
- HKEx (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited) [2012], “Trading Halts”, *Consultation Paper*, July 2012, <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207.pdf>
- HKEx [2013], “Trading Halts”, *Consultation Conclusion*, March 2013, <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp201207cc.pdf>
- Hopewell, M., and Schwartz, A. [1978], “Temporary Trading Suspensions in Individual NYSE Securities,” *Journal of Finance*, 33, pp.1355-1373.
- North, G. [2013], *Company Disclosure in Australia*, Law Book Co.
- Palmiter, A. R. [2008], *Securities Regulation*, 4th ed., Aspen Publishers.
- Quilter, M [2012], *Company Law Perspectives (1st)*, Thomson Reuters Australia.

(筑波大学大学院ビジネス科学研究科准教授)