HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	法の経済分析研究会(2) : 不実開示に関する会社の民事責任と倒産法
Author(s)	後藤, 元
Citation	新世代法政策学研究, 2, 329-361
Issue Date	2009-07
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/43680
Type	departmental bulletin paper
File Information	2_329-361.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

≪法の経済分析研究会(2)≫

不実開示に関する会社の民事責任と倒産法[1]

後　藤　　元

はじめに

ただ今ご紹介にあずかりました学習院大学の後藤でございます。本日は、北大のグローバルCOEの、法の経済分析研究会の記念すべき第1回にお招きいただきまして、どうもありがとうございます。記念すべき第1回が私のような者でいいのか、はなはだ不安ではありますが、せっかくの機会ですのでご報告をさせていただきたいと存じます。

本日お話しさせていただきますのは、参考文献ということでご紹介をしていただいておりますが、今年の6月ぐらいにジュリストに2回で掲載させていただいた論文[2]についてです。本日は、多少再構成をして報告をさせていただきたいと思います。

お話しする順序ですけれども、まず問題は何であるのかということをご説明した上で、手掛かりとしてアメリカの連邦破産法の議論をもとにしておりますので、それをご紹介し、そこから得られた観点について検討を行って、最後に一言だけまとめをするという形で進めさせていただきます。

---

[1] 本稿は、平成20年12月20日に行われた第1回法の経済分析研究会における筆者の講演の記録に、最小限の補正や文献等の引用を加えたものである。報告の機会を与えていただいた藤谷武史准教授および得津晶准教授、さらに当日有益なコメントをくださった参加者各位に厚く御礼申し上げる。

[2] 後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法－投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続における劣後化の是非（上・下）」ジュリスト1357号108頁、1358号63頁（2008年）。

Ⅰ．問題の所在

１．不実開示に関する会社の民事責任と倒産法

＜粉飾決算と倒産＞

まず、問題の所在ですけれども、株式会社は、会社法や金融商品取引法によって、各種の計算書類もしくは財務諸表を開示することが要求されているわけですが、時として会社はその開示書類について粉飾決算を行うことがあります。粉飾決算にも色々あるかと思いますが、そういう不実開示をした場合については、金融商品取引法によって投資家の発行会社に対する損害賠償請求権が定められております。その一番主要な条文は金融商品取引法21条の２です。

次に、その粉飾決算を行うような会社はどういう会社かといいますと、これも色々あると思うのですが、比較的多くの粉飾決算のケースといいますのは、好調な企業というよりは、業績が傾きかけている、業績が悪化している会社によって行われることが多い。その業績が悪化した状況を糊塗するために行うというのが、よくあるパターンであります。典型例を挙げますと、日本では古くは山陽特殊製鋼などがありますし、もう最近ではないかもしれませんが山一證券、さらにはカネボウなどが挙げられるわけです。また海外でもエンロンであったり、ワールドコムなどの事例があります。倒産に瀕している会社が粉飾決算を行うことが多いとすると、粉飾をしたとしても結局は隠し切れずに、粉飾決算を行った会社が、その後倒産するということがしばしばございます。倒産の原因は、単に持ち切れなくなって倒産することもあるかもしれませんし、また粉飾をしていたということがばれますと、信用を失って株価も下がり、取引も打ち切られて、それで倒産するという場合もあると思いますが、いずれにせよ、倒産に至ることが少なくないわけです。

そうすると粉飾決算を行っていた会社について、法的倒産手続が開始されるわけですが、そのときに先ほどの金融商品取引法21条の2によって、投資家が発行会社に対して有している損害賠償請求権、一応債権ということになりますが、その債権が法的倒産手続上どういうふうに扱われるかという問題が生じるわけでございます。

ここで投資家といっても色々なものがありまして、金融商品取引法は社

債やコマーシャルペーパーなどについても適用はあるわけですが、一応ここでは一番主要な投資家として想定される株主について考えてみたいと思います。そうすると、株主が株を買うわけですが、その株を発行していた会社が粉飾決算をしていたということで、株主は金商法21条の２によって会社に対して損害賠償請求権を有する。その請求権が、会社が倒産するときにおいて、どういった順位になるでしょうかという問題でございます。

＜考えられる選択肢＞

論理的な可能性としましては、スライドにＡ、Ｂ、Ｃとして書きましたように、３通りあり得るわけです。まず、Ａは、株主の損害賠償請求権というのは、その他の一般債権者に劣後するという規律。次に、Ｂは、株主の損害賠償請求権も一般債権と同じ扱いになるという規律。最後に、Ｃは、現実にはなかなか主張されることはあまりないのですが、株主の損害賠償請求権の方が一般債権者に優越するという可能性も、論理上はあり得るわけです。

実際には、主にＡか、Ｂかということで論じられているわけですが、今日は、このうちのどの規律が適切なのだろうかということをお話ししたいと思います。ひとつお断りをしておかなければいけないのは、現行法の解釈論として、どうなるかという話はあまり考えておりませんで、取りあえず今はゼロから立法するとしたら、どういう立法をするのが適切であろうかと、主に立法論的な検討というふうにお考えいただければ幸いです。

ただ、そこで得られた結論を、現行法上それを実現することができないかと言いますと、それはやろうと思えばできると思われます。株式会社ですので会社更生法もしくは、民事再生法にいくことが多いとしますと、会社更生法であれば168条１項但書、民事再生法であれば155条１項但書に、更生計画あるいは再生計画の内容は同一の種類の権利を有する者の間では平等でなければならないのが原則だけれども、これらの者の間に差を設けても衡平を害しない場合にはその限りではないと定められていますので、要は上記のいずれの規律であっても、それが「衡平」であるということを言ってしまえば、その結論は実現できますので、解釈論としての基礎にもなる議論だということでございます。

2．アメリカの状況

まず、アメリカではどう規律されているかということを最初に見てみたいと思います。と申しますのは、アメリカにおきましては、先ほどの不実開示を行った会社に対する損害賠償請求権が、どういうふうに倒産手続が扱われるかということについて、明文の規定が存在しているので、少なからず参考になるだろうと思われるからでございます。その規定が連邦破産法の510条ｂ項[3]でございます。

＜連邦破産法510条ｂ項＞

この510条のａ項はいわゆる劣後債などの、あらかじめ劣後するということが契約上定められている場合は、それに従って劣後しますということが書いてある規定でして、また、ｃ項というのは、いわゆる equitable subordination、衡平法上の劣後といわれる法理に関する規定です。このａ項とｃ項は、日本でも有名な規定でして、紹介されているのですが[4]、その間のｂ項というのは、あまり顧みられずにきたというところだと思います。

問題になる部分に一応アンダーラインを引いてありますが、「a claim」「for damages arising from the purchase or sale of such a security」というのが投資家が持っている証券を買ったことによって損害が生じたということの損害賠償請求権で、不実開示の損害賠償請求権もこれに入ると解されております。それが「shall be subordinated to all claims」ということで劣後されることになります。ただ、最後の部分ですが、その証券が普通株の場合には、普通株よりもさらに下にいくということではなくて、普通株と同じになりますということで、結局アメリカの証券法で不実開示を行った場合には、証券規制上民事責任が課されている会社が倒産すると、株主の場合には、結局賠償請求権は取得するけれども、株主と同順位とされることになっているわけです。

＜Enron 事件と510条ｂ項＞

かなりマイナーな話のように思われるかもしれませんが、最近の適用例としましては、有名なエンロンの破産手続に関する事件がございます[5]。これはどういう事件だったかと申しますと、問題となったのはエンロンの従業員の請求権でした。エンロンは、従業員に対してもインセンティブ報酬としてストックオプションなどを渡していたわけですが、エンロンはご存じのように倒産しましたが、そうするとストックオプションはほぼ無価値になるわけでございます。そのため、従業員は、粉飾決算をやっているということを知っていればそういう報酬プランには同意しなかったということで、虚偽開示をしながらストックオプションを報酬としたことについて損害賠償請求権があるとして、これを倒産手続上届け出たというときに、エンロンの日本で言えば破産管財人に当たる人が、それは、この510条ｂ項によって劣後されるべきであるといって争いになった事件であります。

従業員は自分の会社がつぶれて失業した上に、さらに資産形成の役割も兼ねて持っていたストックオプションもさらに失ってしまったということで、ダブルパンチを食らったことになるわけで、非常にかわいそうな状況にあったわけです。裁判所は、それは確かにかわいそうであるということで同情は示したのですが、ただ510条ｂ項がある以上、もう仕方がないよねということで劣後化を認めたわけです。劣後されると結局どうなるかと言いますと、倒産するということは普通の一般債権を返し切れなくなっているわけですから、それに劣後するということは、結局何も返ってこないのとほぼ同じことになります。そういうわけで、あまり著名な規定ではないのですが、この規定によって大きなインパクトが生じる事案というのは存在するわけでございます。

---

[3] 11 U.S.C. § 510(b).

For the purpose of distribution under this title, a claim arising from rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate of the debtor, for damages arising from the purchase or sale of such a security, or for reimbursement or contribution allowed under section 502 on account of such a claim, shall be subordinated to all claims or interests that are senior to or equal the claim or interest represented by such security, except that if such security is common stock, such claim has the same priority as common stock.

[4] たとえば、松下淳一「結合企業の倒産法的規律（一）」法学協会雑誌107巻11号1761頁、1776頁以下（1990年）を参照。

[5] In re Enron Corporation, 341 B. R. 141 (Bankr. S.D.N.Y. 2006).

＜510条ｂ項に対する立法論的批判とその存続＞

この510条ｂ項につきましては、エンロンのような事件をかんがみますと当然のように立法論的批判があります。特に、粉飾決算をするのは先ほど申し上げたように倒産しかかっている会社が多いとすると、証券法上の責任が、倒産しかかっている会社が粉飾決算をするという一番適用されそうな場面で、ほぼ意味がなくなってしまうじゃないかということで、この規定に対して立法論的な批判が非常に強いわけであります。ただ、そういう批判はなされているんですけれども、この条文はいまだ廃止されるには至っておりません。

エンロン事件以後、アメリカではスライドのすぐ下にありますSarbanes-Oxley法を作っており、またその後に連邦破産法自体を改正する機会も存在していたのですが、その中ではこの510条ｂ項を削除するということは、議論には上っては来ませんでした。なので、ひょっとしたらそれなりの合理性もあると考えられているのかもしれないということがうかがわれるわけです。

＜Sarbanes-Oxley法308条＞

ただ、Sarbanes-Oxley法は、いわゆる内部統制報告書制度を導入したことで有名なわけですが、ほかにも色々な規定を置いておりまして、その一つに308条[6]という条文がございます。どういう規定かと言いますと、証券法違反をすると、SECは刑事責任を追及することもできるのですが、民事制裁金、日本でいいますと課徴金を課す権限を持っております。この課徴金は、普通は国庫に入ることになっていたわけですが、証券法違反の被害者である投資家のために、その損害を弁償するためのファンドを作って、そのファンドの中に課徴金を入れるということができます、というのがこの308条でございます。ワールドコム事件などでは、これが適用されております。

このファンドに入れるということを前提としたSECの課徴金請求権がどう扱われるのかということなんですけれども、詳しくはジュリストの論文の方に書いておきましたので、条文とかはそちらで見ていただければと

[6] 15 U.S.C. § 7246.

思いますが、やや不明確なところはあるんですけれども、結局これは被害者の弁償に当てられるということで、SECの課徴金債権は一般債権になる余地があるとどうやら考えられているようであります。そうすると、株主自身が損害賠償請求権を持ってきた場合には、510条ｂ項で劣後させられるわけですが、そのSECが株主に配ることを目的として、課徴金を取ろうとすると、それは一般債権になるかもしれない。

この点は、立法時にそういう効果を正面から、少なくとも連邦議会で議論したわけではないようでありますが、どうやらそういうふうに使えるんじゃないかということが指摘され始めております。裁判においては、当然、株主以外の一般債権者はそれを争ったりもしているわけですが、正面からの政策論的な検討はなされておりません。結局、アメリカで粉飾決算に対して非常に批判が強まった時期に、株主の請求権を低い位置に置くということが、なかなか政治上難しかったということもあるのかもしれませんが、SOX法の308条は、正面から510条ｂ項を廃止するという話はなされていないままに、搦め手から入ってきたという形になっております。

裁判例では、確かに510条ｂ項には抵触しそうだけれども、それを目当てにものすごい額の課徴金をかけるのでなければよいとか[7]、もしくは、株主は会社からじゃなくSECの基金から支払いを受けているに過ぎないから、そもそも510条ｂ項は関係ない[8]など、形式的な議論で済ませている判例が多くて、正面からこの問題に取り組んだものはまだ出ていない、というのがアメリカの状況でございます。

３．日本の状況

＜発行会社の責任を認める判決の増加＞

次に、日本の状況を概観しておきますと、先ほど日本で510条ｂ項はあまり顧みられてこなかったと申し上げましたが、それは恐らく、そもそも日本で粉飾決算をした会社が投資家に対して損害賠償請求権を負うとい

[7] Securities and Exchange Commission v. WorldCom, Inc., 273 F. Supp. 2d. 431, 434 (S.D.N.Y. 2003).

[8] In re Adelphia Communications Corporation, et al., 327 B. R. 143, 168-169 (Bankr. S.D.N.Y. 2005).

うことがほとんどなかったから、事実上問題にならなかったからであると思われます。ただ、その状況が最近変化してきておりまして、この１年で、粉飾決算を行った場合に発行会社の損害賠償請求権を肯定する判決が増加してきております。根拠にしている条文は違ったりしますが、平成19年の後半からそういうものが出てきまして、今年に入って立て続けに出ております。著名なものは、下から２つ目の東京地判平成20年４月24日判時2003号10頁が、西武鉄道がグループ内の持ち株数をごまかしていたという事件で、普通の粉飾決算とは違うかもしれませんが、それで結局上場廃止になって投資家が売れなくなって損害を被ったというものについて、会社自体の不法行為があると認められておりますし、その次の東京地判平成20年６月13日判時2013号27頁では、ライブドアの粉飾決算について、最初にご紹介しました金融商品取引法21条の２が初めて適用されて、発行会社の責任が認められております[9]。

これらの会社は、今のところ倒産しておりませんので、これで損害賠償請求権を勝ち取った株主の請求権が、その後どうなるのかということはまだ問題になっておりませんが、経済状態が傾いてきておりますので、倒産数が増えるとすると、今後は出て来うる話だと思います。

＜山一証券の廃業と従業員株主の権利＞

では、発行会社が倒産した場合に先ほどの510条ｂ項のような話が出てくるかということなんですけれども、日本でも今までそういうことが言われなかったわけではありません。ここに掲げてあります東京地判平成13年12月20日判タ1133号161頁の事案では、いわゆる飛ばしによる含み損隠しを行っていた山一證券が廃業して破産しているわけですけれども、そのときに、エンロン事件と非常に似ているんですけれども、山一證券が従業員に従業員持株会を作らせていまして、その従業員が山一の株を買っていた。そうすると、山一がつぶれることによって、先ほどのエンロンと同じく会社がつぶれて失業し、さらに老後の資産形成と思って持っていた自社株もすべてパーになるということで、非常に痛い目に遭っているわけです。それを受けて、従業員たちは、少しでも取り戻そうということで、山一の破産手続に不法行為による損害賠償請求権を届け出ようとしたわけですが、それがたくさん入ってきてしまいますと、その他の一般債権者の取り分が少なくなってしまいますから、破産管財人は当然これを争うわけですが、その争い方の１つとして、ここに引用したような一節が述べられております。何を言っていたかと言いますと、株主は会社の経営が良好な場合は一般債権者よりも有利な配当を得るけれども、会社経営が不良になったら配当をもらえなくて、倒産した場合には一般債権者に劣後して残余財産を受けられないのだと、株主というのはそういうものであるということで、従ってそういう株主が、たまたま情報の不開示があったということで損害賠償請求をし、一般債権者と同等の地位で配当を受けることは、株主の残余財産分配請求権が一般債権者に劣後するという会社法の原則の潜脱に当たって許されないということです。これは判決が述べているわけではなくて、あくまで被告の破産管財人が述べているわけでありますが、管財人がこういう主張するということはあるということの１つの例ではないかと思います[10]。

この山一證券事件では、そもそも損害賠償請求権自体がほかの理由で、すなわち、不実開示があったということと従業員がその株を買ったということの間の因果関係が証明できないということで切られてしまっておりますので、この管財人のこの部分の主張は取り上げられなかったわけでありますが、その因果関係の証明とか、損害額の証明が難しいというところは、金商法21条の２で対処されておりますので、今後は損害賠償請求権自体は立つということになってくるかと思われます。そうすると、その後で劣後するかどうかという話が出てくるのではないかというふうに思われるわけです。

＜株主債権の劣後化の議論＞

もう１つ、こちらは日本でもよく言われることがあるのですが、株主が会社に対してお金を貸す、株式の出資をするわけじゃなくて、金銭債権と

[9] このほか、東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁（代表取締役の不法行為と民法44条）、大分地判平成20年３月３日金判1290号53頁（代表取締役の不法行為と民法44条）等を参照。

[10] 判タ1133号170頁。

して貸し付けるということがよくあるわけでございますが、それを劣後化しなきゃいけないという主張があるわけです。アメリカの先ほどの510条ｃ項の equitable subordination の方では、こちらが問題になっているわけですが、それをめぐる議論の中では色々な考え方がありまして、私の助手論文もそれに一部関連はしておったのですが、その中では、山一證券の管財人の主張とほぼ同じことが言われることがございます。つまり、株主は結局成功したら利益を受けられるんだけれども、その代わり倒産したら何ももらえない。そういう株主が出資じゃなくて、貸付けという形をすることによって、それを潜脱することは許されないのだと。そういうことがアメリカでも言われておりますし[11]、また日本でもそれを受けて言われることがございます。お名前を挙げますと、柏木昇先生[12]とか倒産法の倉部真由美先生[13]も似たようなことをおっしゃっておられるわけです。そうすると、そことのアナロジーからいくと、株主の損害賠償請求権についても同じような主張がなされる可能性はあるということでございます。

＜証券取引法昭和46年改正時の議論＞

では立法において、この問題に何か対処がされてきたかというと、あまりないというのが簡単な結論でございます。一応ご紹介申し上げますと、日本では、株主が会社に対して損害賠償請求権自体を取得できるかということが、そもそも問題になっていたわけであります。古くは昭和46年に証券取引法が改正された際に、発行会社の責任という規定を入れるか、入れないかということが争いになって、結局入れなかったわけですが、入れない方の理由の一つとして、発行会社が株主に対して損害賠償義務を負うということになると、一般債権者に劣後すべき株主が一般債権者と同じ、もしくは有利な条件になってしまうということが言われていたわけです[14]。

もう１つ言われておりましたのは、仮に株主が会社に対して請求できるということになると、株主がどーっと会社に対して請求してきて、そうするとそれによって会社が倒産に追い込まれてしまうということも懸念されておりました[15]。そういう意見に対して、発行会社の責任を肯定すべきだという説もあったわけですが、そこで言われていたのは、当時すでに取締役等には損害賠償請求できるという規定があったのですが、取締役よりも会社の方がお金は持っているわけですから、賠償資力を考えると、会社の責任があった方がよいということが言われていて[16]、倒産した場合の順位の話はどうするのかと言いますと、倒産した場合には、会社が倒産したんだったら、そのときには株主の損害賠償請求権は劣後させればいいのだ。そうすれば、債権者との関係も問題にならないし、倒産しそうな会社を倒産に追い込んだら結局劣後させられて取れないわけですから、追い込むこともないだろうという指摘がされていたわけです[17]。このようなことを発行会社の責任を肯定すべきだという方すべてがおっしゃっていたわけではないのですが、竹内昭夫先生などがおっしゃっておられましたので、それなりに有力であったのではないかというふうに思われるわけでございます。

＜証券取引法平成16年改正時の議論＞

時代をばーっと下りまして、平成16年に証券取引法が改正されたときに、冒頭で申し上げました金商法21条の２が導入されたわけです。そのときに言われていたのは、流通市場で株を取得した株主と発行会社との間に直接の取引関係はないけれども、一種の不法行為の特則なんだから別に取引関

[11] In re V. Loewer's Gambrinus Brewery Co., 167 F.2d 318, 320 (2nd Cir. 1948) の Hand 判事補足意見を参照。

[12] 柏木昇「債務者を経営支配する株主ではない債権者の債権と衡平法上の劣後化」『民事訴訟法理論の新たな構築　新堂幸司先生古稀祝賀・下巻』463頁、479頁（有斐閣、2001年）。

[13] 倉部真由美「倒産手続における債権の劣後化について」同志社法学58巻６号１頁、29頁（2006年）。

[14] 谷川久「民事責任」ルイ・ロス＝矢沢惇監修『アメリカと日本の証券取引法・下巻』577頁、621頁（商事法務研究会、1975年）。

[15]「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」商事法務542号30頁、48頁（谷川久発言）（1970年）。

[16] 神崎克郎『証券取引法（新版）』296頁（青林書院、1987年）。

[17]「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」・前掲（注）36頁（竹内昭夫発言）、40頁（矢沢惇発言）、48頁（矢沢発言）等。

係なんてなくたって損害賠償責任は発生するんだと、いけないことをやって被害を与えたら損害賠償責任があるのであって、その因果関係の立証を緩和するという規定なのだから、それはあってもおかしくないということでした[18]。

そのとき、昭和46年改正のときにいわれておりました債権者との関係がどうなのかということについては、一応私が見た限りでは、ほぼまったく議論に出てこなかったわけです。それがどういうことを意味するのかというのは、やや分からないところがありまして、そういうことはそもそも考えなかったということは、これはもう普通の一般債権として扱うのだということが念頭にあったのかもしれませんが、他方で、この金商法21条の２はあくまで因果関係の立証の緩和をしただけだということで、倒産したときは別途倒産法の解釈論によるということで、オープンになっているのかもしれません。まったく議論していないということからすると、一応オープンであるというふうに考えるのが筋ではないかなと思いますが、そうすると日本では結局、立法上でほとんど対処はされてきていないということになります。

＜どの規律が適切か？＞

そこで今の日本法の問題として、３つ目のスライドでご紹介しました、ＡとＢと、あとＣというのはたぶんあまり主張する人がいないので一応括弧に入れてありますが、そのうちのどれを選ぶべきでしょうかという問題があるわけでございます。

この山一證券の破産管財人の主張のように、株主は劣後的な地位にあるのだから劣後しなきゃいけないのだ、だからＡにすべきだというやや単純な議論でいいのか、それともＢにすべきか。何でＡじゃいけないのかといいますと、それはやはり先ほどのエンロン事件やこの山一證券事件のようなものを考えると、当然に株主だから劣後すべきだということには、何となく躊躇がないわけでもない。別にそれでいいという可能性はもちろんありますが、これだけで果たして株主は説得されるでしょうかという問題が

[18] 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「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1705号44頁、51頁（2004年）。

１つあります。

とは言いましても、確かに株主は劣後的地位に一般的にあるということも事実でありますし、貸付債権の劣後化の方についてはかなり支持が、私はあまりいい主張ではないとは思っているのですが、かなりの支持がありますので、そうすると劣後すべきなのかもしれない。そのどれにしますかということを考えるというのが、今日の問題ということになります。

４．検討の視角

これから私が行なう検討が、果たして法と経済学、もしくは法の経済分析なのかという点については、法と経済学を自分でやっている、できているとまでは自己規定をしてはいないので、よく分からないところです。私がやろうとしているのは、先ほどの、このＡなのか、それともＢなのかというときに、それぞれの規律を採用したときに、果たしてどういう影響が各当事者に生じるのでしょうかということ、それが社会全体にどう影響を及ぼすのでしょうかというところを、もう少し踏み込んで検討すべきなんじゃないだろうかというところです。それを法の経済分析と呼ぶのであれば、それはレッテルの張り方の問題かもしれませんが、経済学者が書いている論文などを見ることもあるというところで、法と経済学という分類になるのかもしれません。

どうやって検討するかというときに、まず何か手掛かりがないと考えにくいということで、先ほどのアメリカの510条ｂ項の当否をめぐって、これまで議論が行われてきておりますので、その中でどういう主張が出てきているかというところを見ていくことにしたいと思います。

Ⅱ．連邦破産法510条ｂ項をめぐる議論

１．Slain & Kripke による立法提案

まず、510条ｂ項の制定につながる論文[19]を書いた Slain と Kripke の議論

[19] John J. Slain & Homer Kripke, *The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy - Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance between Securityholders and the Issuer's Creditors*, 48 N. Y. U. L. REV. 261 (1973).

を見てみたいと思います。

＜①絶対優先原則による事業リスクの配分＞

彼らは、1つ目に絶対優先原則、英語で absolute priority rule と言いますが、それによる事業リスクの配分を変更すべき理由はないと主張しております。彼らは、まず、このルールは、劣後的地位にある者は自分より優先する地位にある者がすべての弁済を受けるまで、つまり株主は債権者がすべての弁済を受けるまでは、自分の投資を回収してはならないというルールであると定義しています。そして、何でそういうルールがあるかというと、その根拠は先ほどの山一事件の管財人の主張と同じように、株主は成功した場合にはアップサイドの利益をすべて得られるのだから、だめになったらダウンサイドのリスクは取りましょうねということで、絶対優先原則というものがある。事業リスクをそういうふうに配分しているのだから、それを変更すべき理由はないということを言っております。

＜②絶対優先原則に対する債権者の信頼＞

さらに、その絶対優先原則の作用を前提にすると、債権者は、会社が倒産したら株主よりも先に取れるのだというふうに思っている。会社倒産時の絶対優先原則の適用というものを債権者は信じているのだから、その信頼を保護すべきであると言っております。

＜③自己資本のクッションに対する債権者の信頼＞

次がやや付随的なのですが、株主が自分で出資をすると、それによって自己資本のクッションみたいなものができるのですが、株主も損害賠償請求権者になると、一度出したものを自分で取り返す関係になってしまう。それは、そのクッションの存在を信じていた債権者を害してしまうのだから、取り返させるべきではない。株主の損害賠償請求権自体が立ったとしても、それは債権者が全部取った後にすべきであるということを言っております。

＜④不実開示のリスクは発行を受けた株主が負担＞

最後に4つ目ですけれども、これは会社が株式を発行するときに、日本

風に言うと募集、売出しですが、そのときに不実開示を行ったら、その不実開示のリスクは当該取引の当事者だけ、つまり当該株式を引き受けた株主だけが負担すべきであって、株主の損害賠償請求権を一般債権にしてしまいますと、債権者も不実開示のリスクを共同して負担することになるのでそれはよくないということを言っております。

＜「債権者の信頼」と連邦破産法510条b項＞

ここで気付くのは、Slain と Kripke は債権者の信頼ということを非常に重視しているようで、劣後化に関する具体的な立法提案も、債権者の信頼があるといえる場合、すなわち自分が債権を取得する前に発行された株式について不実記載があった場合に限定したりはしているのですが、先ほど見たように510条b項は、信頼を要件に入れると面倒くさくなるということで、債権者の信頼なんかは気にせずに、株主の損害賠償請求権はすべて劣後するとしております。このため、510条b項は、おそらく Slain らの1つ目と4つ目の根拠に大きく依拠しているということになると思います。

2．Davis による批判

次に510条b項に反対する立場でございますけれども、これは Davis という人が強力な批判論文[20]を書いております。

＜①'絶対優先原則による事業リスクの配分＞

まず1つ目の、絶対優先原則からすると株主の損害賠償請求権を劣後しなきゃいけないのだという主張に対しては、それはどういう損害賠償であるかによるということを指摘しております。たとえば、会社が不実記載をしていて、1株200円ということで取り引きされていたときに、真実の開示をすればそれは100円だったという場合を考えますと、その後何だかんだあって、結局不実開示が発覚するとほぼ同時に倒産してしまって株価はゼロ円になってしまったというときに、当初あった株式の価値全部、200円の賠償が取れるということにしますと、それは確かに事業の失敗によるリ

[20] Kenneth B. Davis, Jr., *The Status of Defrauded Securityholders in Corporate Bankruptcy*, 1983 DUKE L. J. 1 (1983).

スクも、株主が取ってしまっていることになる。でも賠償額を100円に限定しておけば、それは単に不実開示の損害の話に過ぎないじゃないかということで、結局、責任額を限定すれば一般債権でもいいんじゃないかということを言っております。ちなみに、日本の法律でも、金商法21条の２第４項などでは、賠償額を不実開示の影響による部分に限定しようという配慮はされております。

＜②'絶対優先原則に対する債権者の信頼＞

２つ目ですけれども、先ほどの一般債権者が先に取れるのだという信頼は、自分と同順位の債権者というものは出てこないんだという信頼と言い換えられるとしております。そして、それについては会社の営業上、普通に会社は偶発債務を負う可能性があるんだと。PL 責任かもしれませんし、車で人をはねるのかもしれませんが、普通に不法行為をしてしまったら、不法行為の損害賠償請求権は一般債権になるわけですから、自分が今のところ知らないけれども、いきなり自分の知らない偶発債務があって、それは自分と同順位になる可能性というのはあるじゃないか。そうすると、不実開示で損害賠償責任が発生するというのも似たような偶発債務なのだから、別に債権者の信頼といっても、そんな保護には値しないよねということを言っております[21]。

＜③'自己資本のクッションに対する債権者の信頼＞

３つ目は、最近日本でも資本制度に対して批判があるのと同様に、債権者は資本のクッションなんかよりも会社の営業キャッシュフローの方が重要なんだから、そんな信頼を保護したってしょうがないということを言っております。この３つ目は、本日は、あまり関係ございません。

[21] ただし、Slain & Kripke が問題としている債権者の信頼は、会社が不法行為等による偶発債務を負うことによって自己と同順位の債権者が出現することはありうるが、株主が自己と同順位になることだけはない、というものであるとすると、この Davis の議論は、Slain & Kripke の主張に直接は応えていないことになる。

＜②＝③'債権と株式の資金調達コスト＞

また、②と③を合わせて債権者の信頼ということに対する批判ですけれども、債権者の信頼を問題にしないとどういうことが予想されるかというと、株主の損害賠償請求権を一般債権にすると、当然株主以外の一般債権者の取り分はちょっと減るわけですから、その分負債での資金調達コストというのは上がると。上がるんだけれども、ただその反対側で株主はちょっと回収できるようになるんだから、その分の資金調達コストが減る。そうすると相殺されて、あまり対して影響は出ないということも言っております。

＜④'不実開示リスクは均等に負担＞

次に４つ目です。先ほどの、不実開示のリスクは取引の当時者である株主だけが負担すべきだということについては、株主だって不実開示してもいいよといって株を買っているわけじゃない。だとすると、誰もこの不実開示リスクというのは引き受けてないのだから、みんなで平等に負担しましょうということを言っております。

＜⑤株主よりも債権者の方が損失分散能力が高い＞

次に５点目です。この⑤、⑥、⑦というのは、先ほどの Slain と Kripke が挙げていない観点なんですけれども、不実開示があって、それに騙された人がいる場合、どこかに損失があるので、それを社会で分担しなければいけない。そのときに株主には従業員のような個人が含まれていますので、個人が自分の持っている株の価値が下落してしまうとそれをもろにかぶってしまう。資力が少ないので、それをうまく分散することはできない。

他方、債権者として主に銀行を想定して、銀行というのは規模が大きくて、機関的という訳がいいのか分かりませんが institutional だということで、そうするとお客さんからたくさんお金を集めて分散投資をすればいいので、損失の再分配ができるでしょうと。そして、株主の中にも機関投資家がいたり、また債権者にも取引額の小さい取引債権者や社債権者がいることは認めながらも、損失分散能力が高い債権者の方が損失を負担した方が効率的ですねということを言っているわけです。

＜⑦大規模な債権者による不実開示のモニタリング＞

話が似ているので、1つ飛ばして⑦に行きます。これは、銀行は会社との取引の規模が大きいので、会社による不実開示の影響が大きければ、モニタリングをしようと思うだろうということです。また、不実開示がないようにするためのモニタリングとしては、帳簿をチェックするとか、役員に不実開示をしていないよねと念を押すとか、そういうことが考えられるんですけれども、銀行であればそういう情報にもアクセスできる力があるだろう。

他方、個人株主とか従業員にはたぶんそんな力はないし、持っている利害の額も少ないのでそこまでする気もないだろう。そうすると、債権者にも、多少不実開示のリスクを負わせたほうが、モニタリングをする気が起きる。モニタリング能力とやる気が高いのは債権者だから、債権者にもやらせた方が効率的であるということも言っております。

＜⑥投資家の証券市場に対する信頼の回復＞

飛ばした⑥の方は、やや視点が違います。株主は結局不実開示があるとだまされたことになる。だまされたのに、その賠償請求権が銀行の貸付債権に、銀行というのは結局会社にある程度関与できるわけですから、会社の経営に口を出せるような銀行に株主が劣後させられるということになってしまうと株主は裏切られたと思うということで、証券市場に対する信頼が失われてしまう。その信頼を回復するために、証券法が損害賠償責任の規定を置いているんだけれども、劣後したのでは意味がないから、その投資家の信頼は回復できない。なので投資家の信頼を回復するためには、少なくとも一般債権にすべきであるということをDavisは言っております。

Ⅲ．検討

１．絶対優先原則

では、どう考えましょうかということですが、1つずつ見ていきたいと思います。

＜絶対優先原則の機能＞

まず両者が①や①'で最初に挙げていた絶対優先原則というところを見てみたいと思います。まずDavisが言っていたように、確かに不実開示による損害賠償請求権の額を不実開示によって発生したものに限れば、事業上の失敗による損失を株主が取り返そうとすることは確かにできなくなる。それはそれでいいんですが、そうだと言っても、先ほど見た山一證券事件のように、結局株主というのは、すべてにおいて劣後すべきであるから、不実開示についての損害賠償請求権であっても劣後すべきだという主張がなされたときに、結局それは事業上の失敗による分を除外したから問題がないのだと言っても、議論が対立したままになってしまって解決はできないわけです。そうすると、不実開示についての損害の方についてどうかということを考えないといけないことになると思います。

そのときに何を考えればいいかということなのですが、そもそもこの絶対優先原則というのは何のためにあるのかということが問題となると思われます。仮にこの絶対優先原則というものが、本当に守るべきものであれば、それを守って劣後させるということも考えられてしかるべきなので、そこをまず検討したいと思います。

そこで、絶対優先原則の機能というのは、果たして何に求められているのかということでございます。先ほどのSlainとKripkeが言っていた絶対優先原則とか、山一證券事件でいわれている主張というのは、ややドグマチックに株主は劣後すべきだということを絶対優先原則と名付けているので、現行の倒産法上存在している絶対優先原則とは多少違いますが[22]、ただ結局手掛かりはほかにないので、倒産法上いわれている絶対優先原則

[22] 連邦破産法上の絶対優先原則は、株主が実体法上債権者に劣後することを前提に、再建計画案について全てのクラスの多数決による同意が得られない場合には、否決したクラスより劣後的地位にあるクラスに対して分配を行ってはならないというものである（詳しくは、山本慶子「再建型倒産手続における利害関係人の間の『公正・衡平』な権利分配のあり方」金融研究27巻法律特集号111頁、121－123頁（2008年）を参照）。これに対し、Slainらのいう絶対優先原則とは、実体法のレベルで、株主の有する請求権は債権者に劣後すべきであるとすることを指していると思われる。

の機能を見ていきたいと思います。

＜平時実体法上の権利を前提とした期待の保護＞

まず１つ目が、平時実体法上の権利を前提とした期待の保護ということですけれども[23]、日本で言いますと会社法502条だったと思いますが、清算株式会社は、その債務を弁済した後でなければ、財産を株主に分配することができないというように、日本でも実体法により優劣が決められております。そうすると、債権者はこの会社法502条を前提として投資を行っているのだから、その前提を後からひっくり返してしまったりすると、それはその事前の期待と違うことになって、それはよくない。また、債権者が害されるというだけでなくて、後からひっくり返されてしまうかもしれないという不安要素がありますと、債権者が会社に融資するときにその分のリスクを織り込んだ額で貸すことになるわけなので、会社にとっても不利な条件になってしまう。これは非効率ですねということで、平時実体法上株主は劣後すべきだと言われているのだったら、倒産手続において劣後すべき株主に、債権者に全部払う前に何か渡しちゃいけませんということでございます。歴史的にもアメリカで絶対優先原則が出てきたというのは、株主が銀行、担保債権者と手を組んで、一般債権者が返済を受けていないのに、会社の再建手続において利益を得てしまうということはよくないということであったようなので、これは歴史的にも基礎づけのある機能だということになります。

ただ、今の話が、株主の不実開示による損害賠償請求権を劣後化すべきかどうかというところについて意味を持ってくるかといいますと、これはやや関係ない話ということになります。なぜかと言いますと、平時実体法上の優劣を尊重しましょうということ、それ自体には何の問題もないかと思うのですが、それは平時実体法上の優劣が決まっている場合には、それを尊重しましょうという話であって、じゃあ、実体法上の優劣をどうしましょうというとき、尊重すべき中身をどう決めるかというときに、その決まった順序を尊重しましょうという話は影響を持たないわけです。

ですので、倒産法上言われている実体法上の優劣の尊重ということについては、そのまま効いてはこない。株主の損害賠償請求権は債権だから一般債権になるのですと決めれば、その配分を尊重すればいいし、劣後するということになれば、それを尊重すればいいということですので、この１つ目はあまり関係ないということになるかと思います。

[23] 山本・前掲（注22）129頁。

＜資産代替を行うインセンティブの縮小＞

２つ目に言われておりますのが、資産代替を行うインセンティブの縮小ということでございます。資産代替[24]といいますのは、こういう言葉を使うと経済学的だというふうに言われるのかと思いますが、ファイナンス理論とかで言われている話でありまして、資産というか事業でもいいんですけれども、債務者が持っている資産がどういう収益を生むかということで、借金をするときに、例えば借金をして国債を買いますということを約束しておくと、国債を買うという人に金を貸すぐらいだったら自分で買うのかもしれませんが、それはちょっと置いておきまして、国債を買いますと言うと、収益が安定しているし将来返ってくるだろうと思ってお金を貸してくれる。しかし、国債を買うといって借りたのに、そのお金で宝くじを買うということをやるとどうなるか。国債を買うなら安定的な収益があるだろうといって安い利率で貸してくれたのに、それで宝くじを買って、当たって３億円になった場合は、借金額を超えるアップサイドは全部自分のところにくる。外れたらどうかというと、外れてしまったので、もうお金はありませんと言うと、ないものは返せないので、結局そこで自己破産をしてしまえばいいことになります。特に株式会社の場合は有限責任制度がありますので、会社が借りて会社が宝くじに外れたら、その会社はもうつぶれてしまったことにすればいい。株主はそれ以上負担を強いられないわけですので、一獲千金を狙ってそういうことができてしまう。それを資産代替というふうにいうのですが、有限責任制度があることによって生ずる、いわゆる負債のエージェンシー問題の１つであるということが言われております。これが行われると、単純に債権者が害されるというだけじゃなくて、逆に債権者が、この借り主はそういうことをするんじゃないかとい

[24] 資産代替について、詳しくは、後藤元『株主有限責任制度の弊害と過少資本による株主の責任』95頁以下（商事法務、2007年）を参照。

うことを事前に予測しますと、厳しい条件で貸すようになって、本当にそんなことをやる気がない借り主も被害を受けてしまうという問題があるわけでございます。

何で有限責任の会社がこの資産代替を行う可能性があるかといいますと、アップサイドは限りなく取れるのに、仮に外れたとしても借金は返せませんと言ってしまえばそれで済むので、ダウンサイドのリスクが非常に限定されているからであります。そこにこの絶対優先原則というものがどう利いてくるかということですけれども、結局有限責任というのは、株主は出したもの以外は負担しなくていいという制度です。そこで絶対優先原則が適用されなくて、株主がそこで債権者という地位に立ってしまうと、外れた場合にも株主はある程度回収できてしまう。そうすると、当たったら全部取れるし外れても少し返ってくるので、なおさらイチかバチかがやりやすくなってしまう、さらに資産代替のインセンティブを促進してしまうということですね。

そこで、せめてですけれども、絶対優先原則というものがあると、せめて倒産したらゼロだよということが確定されていると、倒産した場合にも取れるという状態よりは、まだ資産代替を行うインセンティブは少ない。まだ有限責任ですから、資産代替のインセンティブは結局残ってはいるのですが、まだましであるということが指摘されております[25]。

じゃあ、この資産代替を行うインセンティブの話というのが、今のこの不実開示による損害賠償責任の劣後化の話に関係するかと言いますと、たぶん関係ないだろうと思われるわけです。なぜ関係ないかというと、資産代替を行うインセンティブがあるかないかというのは、結局その会社の事業内容を決められる人がどういうインセンティブを有しているかという話なわけです。決定権を持っている人が、会社が倒産しても投資を少しは回収できるというのだったら、イチかバチかでやってしまおうということはあり得ると思うのですが、会社が不実開示を行ったことを知らなくて株を買ってしまって損害を受ける人というのは、たぶん会社の経営自体には関与していない人だと思われます。会社の経営に関与していれば不実開示

[25] Lucian Ayre Bebchuk, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, 57 J. FIN. 445 (2002).

していることを自分で知っているわけですから、損害はそもそも受けないだろう。そうすると、会社の経営に関与していない人が損害賠償請求権を届け出てくるわけですから、その人の資産代替のインセンティブを考えてもあまり意味がないと思われるわけです。

そうすると、株主の不実開示による損害賠償請求権を一般債権というふうに扱ったところで、この絶対優先原則に期待されている機能は害されない。今見たのは、主に効率性を促進する機能ですが、効率性は害されないので、別に一般債権としても問題はなさそうであるということが、まず言えるかと思います。

＜絶対優先原則から逸脱することの機能＞

今度は逆の規律のことを考えてみたいと思います。つまり、株主の損害賠償請求権を劣後化した場合には何かまずいことはあるのかということですけれども、色々な問題がありえますが、ここでは１つだけ、会社の再建手続において絶対優先原則を厳格に守るのはよくないと言われることを検討してみます。

このように言われるのはなぜかといいますと、結局、経営者をかねている株主というのは会社の経営に一番コミットしていた人なので、会社がたまたま不景気でつぶれてしまったというときに、その会社を清算してしまう場合には関係ないのですが、再建しましょうということを考えると、その会社の経営者であった株主にもう１回頑張ってもらった方が、まったくよそ者が入ってくるよりもうまくいく可能性が高い場合もある。とはいえ、そうすると、その株主は、会社が債権者に満足に弁済できないのに、株か何かをもらってまた経営者になることになってしまう。そのため、これは絶対優先原則に反するようにも思われるわけです。この場合に絶対優先原則を強行に適用するとこういうことができなくなってしまい、そうすると、事業自体にはある程度見込みのある企業の再建ができなくなってしまって、かえって非効率ですねということが言われております[26]。

ただ、これも問題があるのは経営者的な地位にある株主についてだけの話ですので、不実開示で害されたような人というのは、別に一般債権にな

[26] 山本・前掲（注22）121頁、124頁以下参照。

ろうが何であろうが、会社の経営自体に関与することはたぶんないでしょうから、そうすると絶対優先原則を破ることによって生じる効率性というものについても、結局関係ないということになると思われます。

そうすると結局、先ほど見たように絶対優先原則が議論の中核になっていたわけですが、今の倒産法上存在する絶対優先原則についてなされている議論とは、あまり関係がなさそうである。そうすると、株主は劣後すべきであるという結論が出てくるとしたら、何か違うところからだろうということが分かるわけです。

２．不実開示に対するモニタリング

ではほかの話はどうでしょうということですけれども、分かりやすいものからということで、Davis が⑦で言っていた、どっちの規律にした方が不実開示のモニタリングが効率的に行われるでしょうかという話を次に見てみたいと思います。

＜債権者によるモニタリング＞

Davis が言っていたのは、大規模な債権者はモニタリングをする気があるだろうし、モニタリングをする能力もあるから、その人にできるだけ損失を負担させれば、損失を負うのは嫌だからモニタリングをするだろうということを言ったわけですが、果たして本当だろうかという問題がございます。

確かに銀行は、個人株主に比べたら、会社の経営状態を見張る能力は一般的に高いと思われます。貸付を行う前に帳簿を見せろと言ったら、銀行の言うことだったら経営者も聞くかもしれません。また、会社に貸している額も大きければ、問題があったときに受ける影響も大きいということなのですが、果たして債権者の銀行が不実開示を止めようとするインセンティブがそんなにあるか、特に株主の損害賠償請求権を一般債権とすることによって、銀行のモニタリングインセンティブは果たして高まるでしょうかという問題があります。

これはたぶん関係ないというふうに思われます。なぜかと言いますと、株主の損害賠償請求権が所詮一般債権になるだけでしたら、担保債権者には劣後するわけですから、銀行は担保さえ取っていれば別に株主の請求権

が劣後債権だろうが一般債権だろうが影響はたぶん受けない。そうすると、銀行には確かに能力はあるかもしれないけれども、そんなに気にしない可能性があって、少なくとも劣後にするのか一般債権にするのか、どちらの規律にするかによっては変わらないということがうかがわれるわけです。

また、仮に貸付を行った後に銀行が不実開示に気付いたとしたら、どうするか。おそらく、それを公表して圧力をかけて直せというよりも、黙って自分の債権を回収した方が得だと思われます。倒産法上否認される場合もあり得ますが、積極的に公表を迫る動機もあまりないのではないかと思われるわけです。

じゃあ、担保を取れない債権者、取引債権者だとか従業員のような給料債権者はどうかと言うと、このような債権者には、不実開示に気付いて止めさせる力はないでしょう。

＜株主によるモニタリング＞

次に逆の方ですね。株主の損害賠償請求権を劣後化すると、株主は不実開示の影響を自分だけでかぶることになるわけです。そうするとモニタリングする意欲は高まるはずなのですが、では現実にモニタリングをするのかという問題があります。まず、自分が株を買うときに不実開示をされているかどうか、不実開示をされている株を買ってしまいますと高値づかみをすることになって一番影響が大きいのですが、まだ株主でもないときに、どうやってそれを見つけるかということは、なかなか難しく、あまり期待ができないわけです。この状況は、おそらく機関投資家などにとっても、あまり変わらないのではないかと思われます[27]。

＜ゲートキーパーによるモニタリングへの影響＞

この不実開示に対するモニタリングについて、制度論として一般的に言われているのは、どういうゲートキーパーにモニタリングを行わせるのが一番いいのかという話でして、ゲートキーパーといいますのは門番ですけ

[27] 銀行から融資を受けようとする場合と異なって、流通市場で株式を取得しようとしている機関投資家に対して会社が特別の情報を開示することは、考えにくいように思われる。

れども、結局株主も債権者も見張れないのだとすると、誰かに代わりに見張ってもらわなきゃいけない。その見張り役としては、公認会計士、もしくは社外取締役、さらには証券アナリストとかに期待がされているわけです。

ゲートキーパーについては、これらがちゃんとモニタリングをしているのかという非常に大きな問題がありますが、その点は今日はちょっと置いておきまして、彼らはちゃんと見張っているということを前提にした上で、株主の損害賠償請求権を劣後化するのか一般債権にするのかという記述が、ゲートキーパーのモニタリングに影響するだろうかということを考えたいと思います。

ゲートキーパーのインセンティブをどうやって確保するかというと、色々なものがありますが、結局はゲートキーパーがちゃんと見張っていないと責任を負うというところに大きく依存しているわけですが、株主の損害賠償請求権を劣後化するか、一般債権とするかという規律がゲートキーパーに対する責任の追及に影響するかというところを見ると、これもたぶんあまり変わらないんじゃないかなと思われるわけです。

まず、仮に株主の不実開示による損害賠償請求権を劣後化するとしますと、株主は会社の倒産手続からは何も回収できないので、回収する先というとゲートキーパーしかないわけですから、たぶんゲートキーパーを訴えるでしょう。そうすると、ゲートキーパーはそれを恐れて、ちゃんと見張ると思われます。

では、株主の損害賠償請求権を一般債権とするとどうなるか。株主は一般債権者になれますので、倒産手続においても多少は回収できます。そうすると、ゲートキーパーから全額取ろうとしなくてもよくなる。そうすると、ゲートキーパーはしっかりやらなくなる恐れがあるのかもしれませんが、ただ、ゲートキーパーの責任を追及する主体は株主だけじゃなくて、債権者が増えるわけですから破産財団を増やした方がいいと考えた破産管財人がゲートキーパー、たとえば公認会計士を訴える可能性というのは大いにあるわけです。

公認会計士の責任が認められた事例というのは、今までほとんどなかったのですが、今年の４月に、ナナボシという会社の粉飾決算について監査法人の損害賠償責任が初めて認められています（大阪地判平成20年４月18日判時2007号104頁）。最近高裁で和解したようですが、この事件の原告は、会社の破産管財人でした。

そうすると結局、株主の損害賠償請求権は劣後化しようが一般債権としようが、ゲートキーパーのモニタリングにはたぶん影響はない。変わらないという意味であって、ちゃんとやっているかどうかというのは別ですが、少なくとも影響はあまり与えないだろうと。そうするとこの点も実は関係ないということになるかと思います。

３．損失の分散

次に Davis の⑤の損失の分散能力という点ですが、Davis が言っていることはやや恣意的であって、株主には個人がいるけれども、債権者は銀行だから銀行の方が損失分散能力が高いということですが、Davis 自身も認めているように、株主にだって機関投資家はいるじゃないかということがありますし、債権者にだって従業員とか取引債権者はいるわけです。そうすると、差はあるのかもしれませんが、常にどちらかの損失分散能力が高いということはたぶん言えないはずですので、これは考慮要素になるとしても、結局決め手にはなりがたいということがいえるかと思います。

４．債権者の信頼と株主の信頼

＜債権者の信頼と偶発債務の発生可能性＞

そうすると、どうやら一番問題になりそうなのは、債権者が信頼しているという話であるように思われます。Slain と Kripke が②で言っていましたのは、債権者は会社が倒産した場合に、自分と同順位の者は、あまり出てこないだろうと信じているという話でございます。

これに対して確かに Davis が②'で言うように、偶発債務が発生して一般債権者が増える可能性はあるでしょうし、また③'のように資本のクッションの意義というのは低いのかもしれません。ただ、それだけでいいかというと、果たして Slain と Kripke が考えているのがそれに尽きるかというと、それはよく分からない。Slain と Kripke の主張から、Davis の指摘する部分を除いていっても、債権者はひょっとしたら株主という地位にある人間が取得する権利というのは自分より絶対下にあるはずだという風に信じているのかもしれないという主張が残っている可能性があります。確かに製

品の欠陥であったり、交通事故であったり何であったりで偶発債務があるかもしれない、それが一般債権になるかもしれないことはいいとしても、ただ株主が取得する権利だけは絶対自分より下にあるはずだと信じていたとしたら、株主の損害賠償請求権を劣後する必要があるのではないかということです。

＜債権者の信頼と制度への対応＞

この点をどう考えるかということですが、債権者の信頼というのが何を基礎にしているのかということが問題になりそうです。仮に、株主の不実開示による損害賠償請求権を一般債権にするという制度が採られていたとします。そうすると、そういう制度なのに株主の権利はすべからく自分より劣後的な地位にあるのだというふうに考えているのは、それは債権者が単に法律を知らなかっただけということになりますので、保護すべき信頼に果たして値するのだろうかという問題があります。

ただ今の日本のように、この点がどうなのか、いま一つはっきりしていないという状態では、債権者が何となくあいまいな信頼を抱いてしまうことはあるかもしれません。ただそれは一時的なものであって、一度法律ができるか、もしくは最高裁判例が確定すれば、そこで決まるわけですから、制度が固まっていく段階での一時的なコストが掛かるかもしれませんが、固まった後は、それを前提として動けばいいのだともいえます。債権者は、不実開示があったときの株主の損害賠償請求権は自分たちと同順位になってしまうという可能性があることを織り込んで、当初の貸すときの利息とかを設定すればいいということです。なので Slain と Kripke が言っている債権者の信頼というのは、果たして本当に保護すべきなのか。制度を一度決めてしまえば問題がないんじゃないかということがいえるわけです。

＜株主の信頼と制度への対応＞

また、株主の請求権を劣後化してしまうと、株主の信頼が裏切られることに果たしてなるのかということについても、まったく同じことが指摘できるわけです。株主の損害賠償請求権は劣後されるという制度だったとしたら、そのことを分かった上で株を買えばいいわけでして、それを分からずに買って裏切られたと騒いでいるのは不勉強な方が悪いということになるかと思います。

これも同じように、今の状態で何となく、さすがに被害にあったら自分も被害者なんだから、自分も一般債権にしてくれるんじゃないかなと何となく思っていたら劣後されてしまった。そのときに確かに一度は裏切られるかもしれませんが、その次を考えると、今度はそういう制度なのだということを分かった上で、株価をちょっと割り引いてみればいいのだなということになりそうです。株価全体が少し下がるかもしれませんが、それが分かっていれば、その後の株主は害されません。

結局株主であっても債権者であっても、どういう制度であるかということをちゃんと理解していれば、信頼をして裏切られるということはほぼないはずです。そうすると、ここで信頼とその保護という言葉を使ったことがたぶん問題であって、もうこれは信頼の問題ではなく、単に債権者と株主の一方を有利に扱うとしたら、どっちがいいのですかという問題ではないかと思われます。ここまでやってきて、問題は元に戻るわけです。

６．では、どちらがよいか？

＜どちらが公正か？＞

このときに決め方は色々あるのかもしれませんが、株主の損害賠償請求権を劣後化するのか一般債権にするのかということが、どっちがより公正でありフェアであるのかというのは、一方をフェアであると思っている人と、それとは違う方をフェアであると思っている人がいるとすると、それの調整はなかなかそれだけでは付けがたいと思われます。そうすると、結局比較するポイントがなければいけないのですが、一応今まで見てきた Davis とか Slain と Kripke の議論から出てくるものとしてまだ見ていないのが 2 点あります。

＜会社の資金調達コストへの影響＞

まず一つ目が、②＝③'のこの資金調達コストへの影響というものです。この会社の資金調達コストという言葉がどういう意味で使われていたのかはっきりしないところもありますが、現在のファイナンス理論でいうと、資金調達コスト、むしろ資本コストというかもしれませんが、これは投資家が会社に投資するためにはどれだけの利益・リターンを要求するかということの率であって、株主であっても債権者であっても、期待リターンの

率があると思われます。

この率が変わるという話なのですが、確かに、例えば不実開示があって会社が倒産したときに株主の損害賠償請求権は劣後されてしまうというふうにすると、これが一般債権であるという場合より回収できる額は少なくなる可能性が高まるわけですが、そうするとそういうリスクが少し高まった場合には、会社に対して要求する資本コスト、リスクプレミアムは少し高くなるだろう。逆に債権者は回収できる額が少し増えるから、その分下がるだろうというわけで、確かにDavisの言うように、資金調達コストへの影響はどちらについてもあると考えられます。

ただ、片方が増えて片方が下がったときに、トータルするとどっちになるのかということがよく分からないわけです。仮にプラスマイナスゼロなのであれば、この点はどっちでもいいということになるかと思います。常にどっちか一方がトータルの資本コストが低くなるというのであればそれでいいのかもしれませんが、それは投資する側、株主や債権者の要求するものによるわけですから、常にどっちがどうということにはたぶんならないのではないかと思われます。しかも不実開示が行われる可能性についての評価が人によって違う可能性もあります。そうすると、プラマイゼロになるという可能性は低いですが、常にどっちかが低いということにもたぶんならないだろうと。そうすると、これも決め手にはなりがたい。1つの選択肢としては、会社が決めていいよというものがあるのかもしれませんが、その場合にはデフォルトルールをどうするのかという話が出てきます。これをどう決めるかというのも、なかなか難しい問題です。

＜資本（株式）市場の振興＞

そうすると最後に残るのが、Davisが株主の信頼にかこつけて言っていた⑥の話、株主の資本市場、証券市場に対する株主の信頼というものを確保しなきゃいけないのだとすると、それを害するのはよくないよねという話です。

先ほどご説明したように、制度をわかっている株主の信頼や、株主の曖昧な期待を保護する必要はない。ただ信頼はしていなくても、制度は分かっていてそれを前提に行動するけれども、何か不公平に扱われている気がすると株主が思う可能性はあるかもしれません。Davisは、株式市場に対

する信頼を確保するためには株主の損害賠償請求権を劣後してはだめで、一般債権として扱わなければならないのだということを言っているわけですが、それが成り立つためには、まず株主というのは、損害賠償請求権を劣後化されると何か不公平な感じがして、虐げられた気がするのだと言えることが必要になります。何かを信頼したのに裏切られるというのではなくて、何でこんな虐げられている形で投資しなきゃいけないんだと思ってしまうということですね。

他方、そんなことを言ったら、株主の損害賠償請求権が一般債権になった場合には債権者の取り分が減るわけですから、債権者だって冷遇されているように感じるんじゃないかと思えるのですが、そこは同じ順位だということで何となく平等だから、ひょっとしたら虐げられているとは思わないかもしれない。仮に、今からゼロから決めるという場合には、平等にしますと言われたら人間は納得するのかもしれません。ただ、仮に現状では株主の損害賠償請求権は劣後しているという状況から一般債権に格上げしますといったら、これは債権者にとっては、自分たちに不利な制度変更ですから、冷遇されたと感じるのかもしれない。いずれにせよ、Davisの議論が成り立つためには、株主は冷遇されたと思うけれども、債権者は大らかであって、平等ならいいと思うということが必要になります。

あと、株主が冷遇されたと思うとしても、それでも投資を継続するのであれば何の問題もありません。問題があるのは、株主は冷遇されたと感じると馬鹿馬鹿しくてやっていられないということで、証券投資・株式投資をやめてしまうという場合です。他方、債権者は一般株主と同順位とされると冷遇されていると思うとした場合には、債権者は冷遇されていると思ったとしても、会社と債権関係に立つことをやめられないという仮定を置く必要があると思います。これはあり得ない仮定かというとそうでもなくて、個人が余ったお金で投資をする分には、それをやめても何の問題もないわけですが、例えば従業員であったり取引債権者であったりする人が、従業員とか取引債権者であることをやめるというのは、なかなか生活を維持する上では難しい。とすると、債権者の方が退出可能性は、もちろん債権者にもいろんな人がいますが、低いのかもしれません。

以上のような仮定が成り立つとして、株主は順位について信頼をしているわけじゃないんだけれども、何となく不公平だよねというふうに株主が

感じるということを重視すると、ひょっとしたら資本市場、株式市場を振興するためには、株主の損害賠償請求権を一般債権にしておいた方がいいのかもしれないということになります。

ただ、それでいいのかということを考えるためには、株式市場を振興する必要性というのはどうやって基礎づけられているのかという問題をさらに考える必要が出てくるわけです。特に、今の議論の基礎には、損害賠償請求権を一般債権とすることによって証券投資をしてもらおうとしている株主というのは、法制度で何となく不利なような感じがすると思うと、じゃあ、その投資はやめようと思うような人間だというイメージがあることになります。そのような状態を考慮したうえで投資判断の計算をしっかりしていれば損害は受けることはないのですが、何となく冷遇されている気がするということによって、証券投資をやめてしまう人ということになります。そういう人にも株式投資をしてもらおうというのがこの株式市場の振興という目的ですが、そこまでする必要がどうあるのかということは、これは法律ではなくて経済政策の話なのかもしれませんけれども、そこの議論に今度はかかわってくることになるわけです。

Ⅳ．終わりに

ここで私の話は終わってしまうわけですが、結局めぐりめぐって、最後は証券市場を促進する振興する必要性というところまでくるのですが、今度はそれがいいのか悪いのかということをまた考えていかなければならないんじゃないか。このグローバル COE の法の経済分析班の目標が、そういう政策決定をどうやってするのかという話であるということを伺っていましたので、強引にこじつけてみたのですけれども、どっちのルールがいいのですかということを考えるときに、一般的に efficiency か fairness か、効率性か公正性かという話があって、いずれの基準であれ、それを比較的はっきりと判断できる場合にはいいわけです。たとえば、効率性というものも、会社法でいうと、企業価値が高くなるようなのが効率的だよねということで、何となくの合意があるわけです。しかし、効率性の基準を何に置くかというとなかなか難しいものがあって、今の私の話の例でいきますと、結局最後は証券市場を振興するのが効率的であるということにかかってくるわけですが、効率的な気がしないでもなくて、しかも株価が下がるとこんなに景気が悪くなるということを考えると、株式市場は活性化していった方がいいのかもしれませんが、過度に活性化しすぎたことによって、バブルが起きたのかもしれないとすると、そこもよく分からないところがあります。

そうすると、何らかの政策目的を仮定して、それに合うかどうかという判断はできますが、その政策目的自体の効率性、公正性というのはどうやって判断するのだろうか。これは単に私がもっと勉強すればよかっただけなのかもしれませんが、今のところはここで止まってしまっています。また、このような過程が何回も繰り返していくのかもしれませんが、それをやり続けるのが研究者の使命なのかなという風に言うとかっこいいのですが、できるかどうかは別の問題ということでございます。

そういうわけで、こういう政策決定をどうするかというこの北大グローバル COE に少しでも貢献できれば幸いでございます。長々と話してしまいましたが、私の話はこの程度でございます。ご清聴、ありがとうございました。