

中国証券市場における不実情報開示に 関する民事責任

—— 中国の近時の判例を手がかりとして ——

王 原 生

目次

- 一 はじめに
- 二 2つの裁判例
 - 1 銀座渤海事件
 - 2 大慶聯誼事件
- 三 不実情報開示における民事責任の内容
 - 1 不実情報開示の定義
 - 2 請求権者と責任を負う者
- 四 因果関係の反証
 - 1 因果関係の推定とその反証
 - 2 具体的なプロセス
- 五 損害額の推定
 - 1 損害賠償の範囲
 - 2 損害額の算定方法
- 六 結びに代えて

一 は じ め に

証券市場は、企業の資本調達場および投資者の資本提供場として、一国の経済にとって非常に重要な役割を担っている。中国の証券取引市場は、1990年12月に設立された。しかし、株式制度や証券取引市場等についての経験がなく、またこれらに対応する法律もないことから、多くの問題が生じた。上場会社の粉飾決算、不実の情報開示、インサイダー取引、相場操縦等の不祥事が

続発し、多くの個人株主に対して多大な損害を与えた。証券市場の健全性が確保できないと、投資者が資本市場から離れ、生まれたばかりの証券市場は破綻してしまう。このままでは中国の経済改革が最終的に失敗に終わる可能性が高いという危機感から、1993年に中国政府は「株式発行および取引に対する管理の暫定条例」（以下「暫定条例」と略す）、「証券取引所に対する管理の暫定規則」, 「証券詐欺行為を禁止する暫定規則」等の行政法規を公布した。このような蓄積の上で、1998年12月29日に中国証券法（以下証券法と略す）が誕生した¹⁾。

証券法は、投資者保護という目的から、証券取引の公正を確保するために、企業側に対して企業内容等の情報について適時に真実の内容を開示することを義務づけ、そして、真実の情報のみが開示されるよう保証する制度としての不実の情報開示に基づく民事責任制度を設けている。

証券法の公布を受けて、個人投資者は法律により自分の権利を守るという意識が広がり、上場会社・上場会社の役員およびその関連する仲介機関に対して、損害賠償責任を求める訴訟がしばしば提起された²⁾。これに対して、2001年9月21日に中国最高裁判所が「証券に関連する民事損害賠償請求事案の不受理に関する通達」を公布した³⁾。この通達は、インサイダー取引、不実の情報開示、相場操縦等の不法行為による損害を受けた投資者が損害賠償を追及する提訴については、受理を見合わせるというものであった。しかし、この通達は世論を騒がし、猛烈な批判を浴びた。そこで、中国最高裁判所は一転して、2002年1月15日に「証券市場における不実情報開示による民事損害賠償請求事案の受理に係る問題に関する通達」（以下最高裁2002年通達と略す）を公布した。この通達により、投資者からの不実の情報開示より損害を受けたことを理由とした損害賠償請求に関する提訴について、裁判所はこれを受理することになった。これを受けて2002年には裁判所が900件に近い不実の情報開示による損害賠償請求訴訟を受け付けた⁴⁾。

さらに、中国最高裁判所は、2003年1月9日に「証券市場における不実情

報開示により民事損害賠償事案の審理に関する若干規定」(以下「若干規定」と略す)を公布した⁵⁾。当該「若干規定」は、不実の情報開示があった場合の関係者の責任や責任の構成要件および損害賠償額の算定等について、詳細な規定を置いている。これに従って、2004年末には、不実情報開示により損害賠償請求に関する終審判決⁶⁾がはじめて出された。

本稿では、最新の裁判例を手がかりとして、証券法と「若干規定」を中心とする中国の関連法規制を検討する上で、不実開示における民事責任の内容、因果関係の反証、損害賠償額の推定等の諸問題を解明しようと試みたものである。

二 2つの裁判例

1 銀座渤海事件⁷⁾

(1) 事実の概要

銀座渤海集団株式会社(以下Yと略す)は、2001年11月5日に中国証券監督管理委員会(以下証監会と略す)の行政処罰を受けた。理由としては、Yは1995年5月6日に上海証券取引所に上場する際、有価証券届出書の付録文書には、原済南マッテ会社との吸収合併にあたった済南市政府の優遇政策を記載したが、当該優遇政策の実施に当たって、済南市の関係銀行が自らの銀行本行に申告することを要することを記載しなかったことから、Yの当該行為は重要な情報の漏洩行為である⁸⁾。また、原済南マッテ会社の経二路銀行支店貸付金の1994年～1995年の利息と1996年～1998年の利息の半額を損金として計上しなかったことから、Y当該3年間の財務報告書には不実なデータが記載されていた⁹⁾。

Yの株主張鶴氏(以下Xと略す)は、2001年8月に18,435円でY株式1,500株を購入した。その後株価が急落したので、2002年1月29日に1株6.17円で所持1,500株をすべて売却した。Xは、Yの不実の財務情報を信用して、株式の購入をして損害を受けたとして、Yに対し9,236.4円の損害賠償請求の訴

えを提起した。

(2) 判旨

裁判所は、証監会の行政処罰決定書に基づいて、Yの情報開示に重要な情報漏洩があると認定した。しかし、2000年3月28日に上海証券報（証監会が指定した情報開示新聞紙）に掲載したYの1999年度有価証券報告書には、当該利息を追加計上したことを明確に記載した。これによって、Yは自分の重要な情報漏洩行為を訂正し、投資者に対して注意を促す目的も達成した。従って、2000年3月28日では本件不実開示の訂正日¹⁰⁾と認定すべきであると解した。

Xは本件訂正日（2000年3月28日）以後の2001年8月にY社株を購入したため、「若干規定」19条2号により、その損失と本件不実開示との間に因果関係がないとして、Xの請求を棄却した。

また、Xの当該株式取引の損失の原因については、証券市場全体の要因およびYの経営問題によるものという原審判決の判断を支持した。

2 大慶聯誼事件¹¹⁾

(1) 事実の概要

訴外会社「大慶聯誼石油化学総工場」（以下Aと略す）は、1996年から自分の一部の子会社を合併させ、被告「大慶聯誼石油化学株式会社」（以下Y₁と略す）という社名の会社を組織して上場させるという準備を行った。Aは、Y₁に上場基準を満たすため、Y₁の有価証券届出書等の諸書類に営業利益を水増しした。

被告申銀万国証券株式会社（以下Y₂と略す）はY₁の株式上場の推薦人および引受証券会社であり、Y₁の上場書類を作成した。1997年4月26日に、Y₁の目論見書が公表され、同年5月23日にY₁は上海証券取引所へ上場した。

1998年3月23日にY₁は1997年の年度報告書を公表した。その後、証監会はY₁の1997年の年度報告書に粉飾決算の疑いがあるとして、調査を開始し

た。そのため、Y₁は証監会の指導に従って、1999年4月21日に中国証券報において粉飾決算の疑いで証監会の調査を受けることを公表した。

証監会は、2000年3月31日付けで、①Y₁に対し、目論見書および1997年度有価証券報告書等の開示書類に虚偽記載があったこと、②Y₂に対し、Y₂が作成したY₁の上場書類に虚偽記載があったことで、Y₁、Y₂に対してそれぞれ行政処罰を課した。当該行政処罰決定書は2000年4月27日の中国証券報で公表された。

Y₁の株主ら¹²⁾(以下Xらと略す)は、Y₁の目論見書、有価証券届出書、有価証券報告書等の開示された情報を信用して、株式の購入をして損害を受けたとして、Y₁およびY₂に対して損害賠償請求訴訟を提起した。

原審はXらの請求をほぼ認容し、取引の時期によってそれぞれの損害賠償額を算出した。Y₁、Y₂は控訴したが、黒竜江省高等裁判所は、以下のように判示して、控訴を棄却した。

(2) 判旨

(a) 本件の虚偽記載とXらの損失との因果関係の問題について

第一に、裁判所は証監会の行政処罰決定書に基づき、本件には2つの虚偽記載があったと認定した。すなわち、1つ目は1997年4月26日(実施日¹³⁾)に公布した目論見書等の虚偽記載行為であって、その公表日¹⁴⁾が2000年4月27日である。2つ目は1998年3月23日(実施日)に公布した1997年度有価証券報告書の虚偽記載行為であって、その公表日が1999年4月21日である。Y₂は、Y₁の1つ目の虚偽記載行為との連帯責任を負う。

従って、裁判所は「若干規定」18条の規定に基づき、以下の原告の損失が本件の虚偽記載との因果関係があったと認定した。すなわち、①1997年4月26日以後、2000年4月27日前に本件株式を購入して、2000年4月27日以後本件株式を売出しましたは保有することによって損失を受けた者、と②1998年3月23日以後、1999年4月21日前に本件株式を購入して、1999年4月21日

以後本件株式を売出したりは保有することによって損失を受けた者である。

第二に、 Y_1 は上海証券取引所の株価指数、同業界上場会社8社のK線図を提出して、Xらの本件株式取引の損失については、本件虚偽記載と関係なく、証券市場全体のリスクによるものであったとして反論した。

これに対し、裁判所は、因果関係の反証の根拠となりうる証券市場全体のリスクとは、証券市場全体に影響を与える事情である。その特徴については、すべて銘柄の価格に影響を与えて、その影響に対して個別の企業または業界では対抗できず、投資者が分散投資であっても当該リスクを回避できない事情であると解すべきである。従って、Yらが因果関係を反証するならば、まず市場価格に影響を与える事情が存在することを証明し、そして当該事情が証券市場に重大な影響を与え、すべて銘柄の乱高下を引き起こしたことを証明しなければならない。しかし、 Y_1 は市場価格に影響を与える事情の存在する証拠を提出しなかった。また、当時の株式取引は比較的安定し、上海証券取引所の株価総合指数も大きな変動がなかったとして、 Y_1 の控訴を退けた。

(b) Y_2 の責任問題について

裁判所は、証監会の行政処罰決定書に認定した事実に基づき、 Y_2 は法定の情報開示義務者として、 Y_1 と連帯して共同不法責任を負うべきである。また、発行市場における不実開示においては、当該不実開示の事実が完全に公表されるまで、たとえ他の不実情報を新たに開示しても、投資者が最初の不実情報を信頼して取引をすることを否定できないとして、目論見書の虚偽記載の影響が発行市場に限定すべき、流通市場には影響がないという Y_2 の主張を退けた。

(c) 会社の実質的な支配者の責任問題について

会社の実質的な支配者が発行会社の名義で不実情報を開示した場合については、会社の実質的な支配者と発行会社ともに責任を負うべきが、本件では、Xらは訴外A(Y_1 の実質的な支配者)を提訴しなかったため、Xらの提訴の選択を尊重すべきである。

(d) 損害額の計算について

原審判決には1株の平均購入価格が当該株式の史上最高値を超えたケースもあるとして、損害額に関する原審判決の計算は不当であるというY₁の主張に対して、裁判所は以下のように判示した。

Y₁社1株の平均購入価格に関する原審判決の計算方式は、まず、実際に毎回ごとに購入した株式数と価格で当該株式を購入した総額を算出する。そして、その総額を持って、公表日前にすでに売却した株式の総額を控除し、剰余金額を算出する。当該剰余金額を残された株式数で割って、1株の平均購入価格を算出する。当該計算方式に基づき、算出した1株の平均購入価格が当該株式の史上最高値を超えることが可能である。これは、損害額を計算する過程での1つのデータにすぎないので、Y₁社株式の史上最高値との法的な関係がないと解すべきである。証券取引の複雑性によって、当面は具体的な損害額の計算に当たって様々な計算方式がありうる。どのような計算方式を採用すべきかについては、「若干規定」30条、31条、32条が規定した原則と一致して、また結果的に妥当であれば、各裁判所の自由裁量の範囲に属すべきである。本件において、原審判決が採用した計算方式は、「若干規定」30条、31条、32条が規定した原則と一致し、多数の投資者の利益の保護にも有利であるため、不当なものではない。

三 不実情報開示における民事責任の内容

1 不実情報開示の定義

証券法は、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書等の諸書類¹⁵⁾における不実開示（虚偽の記載、誤解を招く陳述または重大な漏洩）に関する損害賠償責任を規定している（証券法63条）。しかし、虚偽の記載、誤解を招く陳述または重大な漏洩の概念については、明確に定義されていなかった。

「若干規定」17条においては、証券市場における不実情報開示の概念を明文

化した。すなわち、不実情報開示とは、情報開示の義務者が証券に関する法律規定に違反して、証券の発行または取引において、重要な事項に関して真実に背く虚偽記載、誤解を招くような陳述をなし、または情報開示の際に、重大な漏洩が発生し、不正な情報開示をなした行為をいう（「若干規定」17条1項）とした。

虚偽記載とは、情報開示の義務者が情報開示の際、存在しない事実を開示書類に記載するような行為をいう（「若干規定」17条3項）。

誤解を招く陳述とは、陳述者が開示書類またはメディアを通じて、投資者の投資行為に対して間違った判断をさせ、また重大な影響を及ぼすような陳述をいう（「若干規定」17条4項）。

重大な漏洩とは、情報開示の義務者が開示書類の中に記載しなければならない事項を完全または部分的に記載していなかったことをいう（「若干規定」17条5項）。

不正な開示とは、情報開示の義務者が適切な期間内または法定の方法で開示すべき情報を開示していなかったことをいう（「若干規定」17条6項）。

以上の規定から見ると、「若干規定」には不実の情報開示が適用される範囲について、タイムリー・ディスクロージャーや会社が任意に行う報道発表等の内容が新たに加えられ、証券法を拡大解釈するものであろう。

ところで、「若干規定」は、不実情報開示における「重要な事項」については、証券法59条、60条、61条、62条、72条および関連規定の内容を総合的に認定しなければならないとして明確に定義されていなかった（「若干規定」17条2項）。証券法62条では、重要な事項に関しては、市場における株価に大きな影響を与える事実であるとする上で、重要な事項と称する11の項目を具体的に列挙した⁶⁾。当該列挙は、例示的列挙と思われる⁷⁾。そうするならば、重要な事項についてはかなり幅広く解されるであろう。

実際の運用においては、裁判所は「重要な事項」に該当するか否かについて、実質的に判断せず、証監会の行政処罰決定書に従って認定しているのが現状で

ある。例えば、銀座渤海事件の裁判例においては、証監会の行政処罰書の内容の当否については、民事事件において審理すべきものではないとして、当該発効した行政処罰決定書に基づいて、Yの行為は重要な情報漏洩行為であると認定した。

しかし、本件の事実を見ると、Yは地方政府の指導で当該吸収合併を行い、地方政府が提示した優遇条件を信用して、当該優遇政策は確定したものとして記載することについては、理解できなくはないであろう。また、1996年～1998年の3年間に190.3万円の損金を計上しなかったことについては、12,134.6万円の資本金を有する会社にとって、果たして「投資者の投資判断」または「市場における株価に大きな影響を与える事実」であろうか、一層検討する余地があるであろう。すなわち、当該問題については、上場会社は関係法規定を違反し、証監会の処罰を受けても、必ずしも「投資者の投資判断」または「市場における株価に大きな影響を与える」とは限らないという見解もある¹⁸⁾ そうだとすれば、裁判所は一律で行政機関の行政処罰決定書等があれば、民事責任を負うべき不実情報開示の事実があったと認定することは問題がないとはいえないであろう。

不実情報開示の認定に当たって「重要な事項」の認定については、行政処罰決定書および有罪判決書はその1つの前提要件にすぎず、「投資者の投資判断」または「市場における株価に大きな影響」を及ぼす事実になっているか否かによって、より実質的に判断するほうがよいように思われる¹⁹⁾。

2 請求権者と責任を負う者

(1) 請求権者

請求権者は不実開示による行政機関の行政処罰決定書または裁判所の有罪判決書を受けた上場会社の有価証券の取得者本人に限定されている（「若干規定」6条1項）。行政機関の行政処罰決定書または裁判所の有罪判決書が前提条件とするのは、合理的ではないが、中国特有の事情から、やむをえない臨時措置

と考えられる。また、取得者本人に限られる目的は、他人名義の口座を設けて脱法行為をしようとする者を排除するということにある²⁰⁾

不実開示実施日以後、公表日または訂正日前に購入した有価証券に限って因果関係を有することから、日本法と同様、証券の市場価格を引き下げる性質を有する不実開示によって証券の処分者は保護されない²¹⁾。その理由については、因果関係の認定および損害額の推定が困難であること、また、現に中国には証券の市場価格を引き下げる性質を有する不実開示が存在していなかったことにある²²⁾。これに対して、処分者の保護も必要であるとする学説がある²³⁾

また、請求権者は当該有価証券を国の許可を得て設立された有価証券市場で、かつ、相対売買ではない取得した者でなければならないとする（「若干規定」2条、3条）。

前述した2つの裁判例による実際の運用としては、①不実開示による行政機関の行政処罰決定書等の書類、②行政処罰等を受けた上場会社の株式の取引書類、③身分証明書等の本人証明できる書類、を提出すれば、裁判所は当該提訴を受け付けることになっている。しかし、勝訴ができるかどうかは、因果関係の有無等の具体的な判断によって分かれていった。

（2）責任を負う者

（a）責任を負う者の範囲

証券法および「暫定条例」には、企業の情報開示と関係する者が情報開示の義務者として幅広く認められ、そして、不実の情報開示の禁止規定や責任規定等が設けられている。これらの規定に基づき、「若干規定」は、不実情報開示による損害が発生する場合には、損害賠償責任を負う者の範囲について、明文規定をもって列挙した。すなわち、①発起人、支配株主等の実質的支配者、②発行会社または上場会社、③引受証券会社、④証券上場推薦人、⑤公認会計士事務所、弁護士事務所、資産評価機関など専門仲介サービス機関、⑥前記の②、③、④項の責任ある取締役、監査役と執行役等の上級管理者および⑤項の直接

責任者、⑦その他の不実情報開示をなした機関または自然人²⁴⁾である（「若干規定」7条）。

「若干規定」は、証券法および「暫定条例」に定めた情報開示の義務者の範囲を超え、上場会社の上場推薦人と実質的支配者をも明記された。その理由については、①証券上場推薦人の場合については、証券法45条により、会社が上場申請する際には、証監会に提出した申請書類のうちに、証券会社の推薦書が必要である。また、「暫定条例」32条には、証券取引所において株式取引する際、証券取引所に証券取引所の会員とする証券会社の推薦書を提出しなければならない。上場推薦人は上場推薦書において、当該上場会社が提出した書類に不実情報開示がないことを保証することを要する。すなわち、上場推薦人は保証人の立場にたっており、連帯責任を負っている。②実質的支配者（直接または間接に実質的に上場会社を支配できる者）の場合については、実質的支配者が上場会社の陰で指図し、または直接に不実情報開示を行っている可能性があるので、損害賠償責任を負う者の範囲になった²⁵⁾。

このように、情報開示義務者や不実開示に対して責任を負う者の範囲が幅広く設けられることは、立法者ができるだけ多くの関係者お互いに監視、チェックさせ、情報開示の正確性を確保しようとする狙いが表れている。

大慶聯誼事件における実際の運用としては、多数の損害賠償責任を負う者が存在する場合には、誰が被告にするかはその選択権が原告にあると解されている²⁶⁾。

(b) 責任の態様

不実開示に基づく民事責任の態様については、責任を負う者によって、無過失責任、立証責任が転換された過失責任と過失責任に分かれた。

①発起人、発行会社または上場会社²⁷⁾は、無過失責任を負う（「若干規定」21条1項）。

実質的支配者も無過失責任を負うと解されるが、実質的支配者が発行会社または上場会社を操って発行会社または上場会社の名で不実の情報開示を行って、投資者に損害をもたらした場合は、まず、発行会社または上場会社に賠償

責任を負わせる。その後、発行会社または上場会社は実質的支配者に求償することができる（「若干規定」22条）。

②発行会社または上場会社の責任ある取締役、監査役と執行役等の上級管理者、引受証券会社・証券上場推薦人およびその責任ある取締役、監査役と執行役等の上級管理者、専門の仲介サービス機関およびその直接責任者らの責任については、立証責任が転換された過失責任とされている（「若干規定」21条2項、23条、24条）。

証券法は、引受証券会社²⁸⁾ および発行会社・引受証券会社の責任ある取締役、監査役と執行役に対して無過失責任を課している²⁹⁾（証券法63条前半、準則第1号19条、準則第11号15条）一方、証券の発行、上場または取引に関する監査報告書、資産評価報告書または法律意見書等の書類を提出する専門機関に対して過失責任を負わせていると解される³⁰⁾（証券法202条）。

これに対して「若干規定」を制定する際には、監査法人等の専門機関が過失責任を負うことにしたのは予防的効果が期待できないこと、他方、引受証券会社および発行会社・引受証券会社の責任ある役員らに無過失責任を課すことは酷であることから、一律に立証責任が転換された過失責任の規定を設けた³¹⁾

③その他の不実情報開示をなした機関または自然人の責任については、過失責任と規定されている（「若干規定」25条）。

四 因果関係の反証

1 因果関係の推定とその反証

証券市場における株価の変動は、複雑な要因が絡んでいる。請求権者は、自分が被った損害額が不実開示のよるものであることを立証するには非常に困難である。そのため、投資者保護の立場から、「若干規定」は、一定の要件を充たせば、不実の情報開示と損害結果の間に因果関係があると推定した。すなわち、①投資者が投資した有価証券は不実開示との直接関連性を持つ有価証券であること、②投資者は当該有価証券を購入した時期は不実開示実施日以後、

不実開示公表日または訂正日の前であること、③投資者は不実開示が公表日または訂正日以後に当該証券を売り出し、または保有していること、3つの要件が充たせれば、損害結果は不実開示との間に因果関係があると推定される（「若干規定」18条）。

そして、不実開示の責任を負う者は、不実情報開示と損害結果の間に因果関係が存在しないと反証するには、以下の事実を立証しなければならない。すなわち、①請求権者は、不実開示の公表日または訂正日の前にすでに当該有価証券を売却したこと、②当該有価証券の購入時期は不実開示の公表日または訂正日以後であること、③請求権者は不実開示であることを承知した上で当該有価証券を購入したこと、④損失または損失の一部は証券市場全体のリスクなど他の原因によるものであること、⑤請求権者は悪意の投資であり、証券価格を操縦したこと、の証明を要することである（「若干規定」19条）。

2 具体的なプロセス

以上の規定から見ると、具体的な反証のプロセスは、以下のように考えられる。

(1) 公表日および訂正日の認定

「若干規定」は、損害額と不実開示との因果関係の有無について、投資者は不実の情報を開示する以後、真実の情報を公表した前に購入（かつ売却していなかった）した証券が、真実の情報を公表した後に株価が下落すれば、その損害額と不実の情報開示に因果関係があるという単純化、明確化した認定基準を設けた。そうすれば、不実開示の責任を負う者は、請求権者が不実開示実施日の前または公表日・訂正日以後に当該証券を購入したこと、公表日・訂正日の前に当該証券を売却したことをいずれか立証すれば、責任を免れる。

(a) 2つの裁判例における実際の運用

① 訂正日の認定については、訂正公告が必要か

銀座渤海事件において、原告Xは、本件の公表日は証監会の行政処分決定

書が公表された2001年12月6日であると主張した。これに対して、裁判所は、被告Yの2000年3月28日に公表した1999年度有価証券報告書には1995年上場書類で漏洩した情報がすでに補正されているから、本件の訂正日が2000年3月28日であると解した。すなわち、不実開示者が不実開示を訂正した真の情報を新たに開示した場合は、訂正公告や取引停止等の措置をとらなくても、その新情報が公表された日は訂正日として解される。

②調査を受けていることの公表は、不実開示の事実の公表となるか

大慶聯誼事件において、被告Y₁は、1999年4月21日の公表は不実開示の公表ではなく、調査を受けていることの公表であるため、本件の公表日は行政処分決定書が公表された2000年4月27日であると主張した。これに対して、裁判所は、Y₁の1999年4月21日の公告に1997年度有価証券報告書の虚偽記載に関する証監会の調査を受けていることを公表したため、1999年4月21日は1997年度有価証券報告書の虚偽記載の公表日であると認定した。また、2000年4月27日に公表した行政処分決定書には目論見書の虚偽記載をはじめて公表したため、2000年4月27日は目論見書の虚偽記載の公表日であると認定した。すなわち、調査を受けていることの公表も、不実開示の事実の公表として解される。

(b) 学説の見解

公表日または訂正日に関する「若干規定」の規定を如何に理解するのか、見解が分かれている。

訂正日の認定については、訂正公告および取引の停止が必要条件として、銀座渤海事件の判決を批判する見解がある。すなわち、被告Yは、明確な訂正公告が公表していないし、取引停止手続をもしていなかった。単なる有価証券報告書の複雑な内容の中において、財務データを訂正したことは、果たして一般投資者にとっては、これらの財務データが以前漏洩した情報の訂正であることと理解できるのか、極めて疑問であろう³²⁾

これに対して、証券市場の定休日には訂正を公表した場合は、取引停止手続が

無意味であり、一般的には、取引停止手続をとること自体がかえって市場の混乱を招くことになる。すなわち、訂正日の認定については、実質的な訂正を公表するのが重要であり、訂正公告および取引の停止を訂正日の認定基準と解すべきではないという見解がある³³⁾

また、銀座渤海事件に対して、原告 X の株式購入の時期が被告 Y の不実開示と相当離れており、購入時の財務データはすでに補正されたことから、投資者が取引の際には、当該証券に関する何年前の古い情報ではなく、最新の情報を注意すべきであるとする見解もある³⁴⁾

(c) 私見

私見としては、「若干規定」が公表日または訂正日の規定を設けることは、因果関係の有無を判断する便法にすぎない。すなわち、公表日または訂正日の認定については、当該日付で公表した情報が実質的に投資者の投資判断または証券市場に対して影響を与えたかどうかによって解釈すべきであろう。そうすると、銀座渤海事件における訂正日の解釈は妥当であろう。しかし、大慶聯誼事件においては、わざと 2 つの公表日を認定する必要があるのか、疑問であろう。具体的にいえば、2 つの公表日の認定によって、1999 年 4 月 21 日以後、2000 年 4 月 27 日前に当該有価証券を購入した者が保護される（以下ケース①と略す）一方、1997 年 4 月 26 日以後、1998 年 3 月 23 日前に当該有価証券を購入して、1999 年 4 月 21 日以後、2000 年 4 月 27 日前に当該有価証券を売却した者が保護されないことになった（以下ケース②と略す）。

実際の証券市場の状況を見ると、1999 年 4 月 21 日公表日から 1999 年 6 月 21 日（基準日）までの平均株価は 9.65 元に下落したが、2000 年 4 月 27 日公表日から 2000 年 6 月 23 日（基準日）までの平均株価は 13.5 元に上昇した。すなわち、2000 年 4 月 27 日行政処罰決定書が公表された際には、市場が真実の情報をすでに反映してしまったといえるであろう。

また、ケース①の状況から見ると、1999 年 4 月 21 日以後は 1997 年の不実の情報開示が 2 年間を経て、かつ 1998 年の不実開示の事実も公表された。す

なわち、1997年の不実開示した情報の重要性はすでに失われて、市場価格に与えた影響も失われたであろう。そこで、自分の損失は1997年の不実の情報開示によるものといっても、説得力が足りないであろう。株式はリスクある商品である。投資者が取引の際には、常に最新の情報を把握することは一般常識である。最新の情報を無視し、古い情報を従って取引するならば、そのリスクは投資者が甘受すべきであろう。一方、ケース②の投資者は、1999年4月21日不実開示という事実の公表を受けて、当該証券を売出した。1999年4月21日の公表は1998年の不実開示の事実の公表といっても、投資者の投資判断および市場価格に影響を与え、1997年の不実開示の事実が実質的に市場価格に反映されたといえるであろう。すなわち、ケース①とケース②を実際に比べてみると、ケース②の投資者がより保護すべきであろう。

従って、大慶聯誼事件において、公表日の認定については、実質的に投資者の投資判断または証券市場に対して影響を与えたかどうかによって、2つの公表日でなく、1999年4月21日公表日のみを認定すべきであろう。

(2) 証券市場全体のリスクとその他の原因

不実開示の責任を負う者は、請求者の損失または損失の一部が、証券市場全体のリスクまたはその他の不実開示以外の原因により生じたことを証明したときは、責任の全部または一部を免れる（「若干規定」19条4号）。

すなわち、(a)証券市場全体のリスクの存在と、(b)その他の不実開示以外の原因の存在が立証されれば、因果関係を反証することができる。

(a) 証券市場全体のリスク

証券市場全体のリスクを如何に立証するのかについては、銀座渤海事件において、裁判所が以下のように判示した。まず、株価の変動に影響を与える主要因としては、国のマクロ経済情勢、国家の経済・金融政策の変化、公定歩合、インフレ、投機的な操作行為、投資者の心理要因および上場会社の評判・経営状況・配当政策・将来性等の事情を列挙した。そして、本件においては、2000

年後半から、不法上場に対する監査の強化、国有株放出のテスト、上場会社数の増加、上場会社の新株発行の増加、証監会の監査強化、企業不祥事の摘発および投資者の失望心理等の出来事で、市場全体の株価指数が年間20%を下落したことから、証券市場全体のリスクを引き起こす事情が存在していたと被告の反証を認めた。

これに対して、大慶聯誼事件の判決には、証券市場全体のリスクとは、証券市場一般に影響を与える事情があり、その事情の特徴としては、すべて銘柄の価格に影響を与えて、その影響に対して個別の企業または業界では対抗できず、投資者が分散投資であっても当該リスクを回避できないことであるという基準を設けた。そして、その具体的な反証のプロセスとしては、証券市場に重大な影響を与え、すべて銘柄の乱高下を引き起こした事情の存在を証明しなければならないとした。被告らはそのような事情の存在する証拠を提出しなかった。また、当時証券市場における株価は比較的安定し、上海証券取引所の株価指数も大きな変動がなかったことから、被告の因果関係の反証を認めなかった。

以上、2つの裁判例からみると、証券市場一般に影響を与える事情の有無を判断する基準については、大慶聯誼事件判決が、明確性があるものと評価できる。銀座渤海事件判決の、株価に影響を与える事情の例示的な列举は、判断基準を広げすぎていて、合理性が乏しいであろう。そもそも、銀座渤海事件においては、Xが公表日以後で当該証券を購入したため、その損害額と不実開示との因果関係が否定された。判決において、わざとXの損失の原因を説明するのは、かえって因果関係の反証の判断基準を混乱させたと感じられる。また、裁判所が、Xが因果関係有無の判断基準および計算根拠を提出しなかったことを理由として、Xの控訴を退けたことは、举证責任を請求者に強いるおそれがあるから、蛇足であろう。

(b) その他の不実開示以外の原因

銀座渤海事件判決は、Y社の1999年末から2001年末までの業績が悪化し続

け、1株あたりの資産価値が35.49%を下落したことから、Xの損失はY社の経營業績の悪化によるものであり、不実開示との因果関係がないと判示した。すなわち、その他の不実開示以外の原因は、企業経營業績の悪化等の、不実開示以外の企業自身特有な事情にあると解される。

しかし、損害額の全部または一部が、不実開示以外の原因により生じたことを証明することは非常に難しいので、実際の運用では、ほとんどが不実情報開示の実施日、公表日または更正日を設定し、それにより判断することになっている。

(3) 投資者の悪意

不実開示の責任を負う者は、有価証券の取得者が不実開示を知っていたこと、または悪意の投資であり、証券価格を操縦したことを証明したときは、責任の全部または一部を免れる（「若干規定」19条3号、5号）。

有価証券の取得者が不実開示を知っていたか否かについての立証は、困難である。前述した2つの裁判例は、公表日または訂正日を基準にし、その以後の証券の取得者が不実開示を知っていたとされる。

悪意の投資および証券価格の操縦を如何に認定するのか不明であるが、大慶聯誼事件判決には、流通市場における投資者の証券取引の目的は投機であるというY₂の主張に対し、投資者の取引動機は責任を免れる事由ではないと判示したことから、投資者の取引動機は悪意の投資との関係がないことを明らかにした。

五 損害額の推定

1 損害賠償の範囲

「若干規定」には、投資者が不実の情報開示により、損害賠償を請求できる範囲は、当該有価証券取引による実際に発生した直接損失を原則とした。具体的には、以下のように損害賠償の範囲を設けた。

(1)発行市場において、不実情報開示により当該有価証券の上場が廃止された場合は、投資者は購入した当該有価証券の費用および当該費用の銀行同期の普通預金利率の利息に相当する金額の賠償を請求する権利を有する(「若干規定」29条)。

(2)流通市場において、投資者の実際損失は次のようなものが含まれる。①当該有価証券取引による実質的な差額、②その実質的な差額部分の手数料と印紙税。③当該有価証券の購入日から売却日または基準日まで、実質的な差額部分の費用に関する銀行同期の普通預金利率に相当する利息(「若干規定」30条)である。

これに対して、もし不実開示がなかったら、当該証券取引をしなかったことから、損害賠償責任を負うべき範囲には、当該証券取引に関する手数料・印紙税等の諸費用をすべて含むべきであるという学説からの批判がある³⁵⁾。

2 損害額の算定方法

(1) 基準日の概念

不実開示の事実が公表または訂正された後、投資者が得られるべき損害賠償は不実開示によるものと限定し、その損失計算の合理的期間を確定するための締切日は基準日という³⁶⁾。具体的には、以下の状況によって確定される。①公表日または訂正日から、不実開示の影響を受けた当該有価証券の累計取引量がその流通可能部分の100%に達した日を基準日とする。但し、協議によって譲渡された大口取引は当該流通量に含まれない。②裁判開始までに前記の規定により確定できない場合には、公表日または訂正日から第30日目の取引日を基準日とする。③すでに上場廃止された場合には、上場廃止された日の前日の取引日が基準日となる。④取引が停止された場合には、取引停止日の前日の取引日を基準日とする。また、取引が回復された場合には、上記①の規定により、基準日を確定する(「若干規定」33条)。

これに対して、中国では流通株が非流通株の三分の一にすぎず、操作されや

すいことから、流通株の累計取引量が100%に達しても、不実開示の影響がなくなったわけではない。また、中国ではストップ安とストップ高の制度があるから、公表日または訂正日から30日とした基準日の設定は短すぎるという学説からの批判がある³⁷⁾。しかし、基準日の設定は、訂正情報を反映した市場価格を推定するための便法にすぎず、中国での流通できる株式の量が少ないからこそこのように基準日を設定することが可能であろう。大慶聯誼事件からみると、実際には公表日から流通株の累計取引量が100%に達した時点まで、約2ヵ月がかかった。従って、中国の実情からみると、「若干規定」における基準日の設定は、妥当であろう。

(2) 損害額の算定方法

「若干規定」は、基準日の設定によって、推定損害額の算定方法が異なっている。具体的には以下のように規定している。

(a)投資者が基準日以前に当該有価証券を売却した場合には、当該有価証券に対する投資の損害額は、当該有価証券を購入した平均価格と実際売却した平均価格の差額をかける投資者が売却した当該有価証券数と推定する(「若干規定」31条)。すなわち、現実損害賠償方式(「損害額」 \div 「(1株の平均購入価格-1株の平均売却価格) \times 取引した当該証券数」)である。

例えば、大慶聯誼事件(2002)哈經初字第263号判決の計算方法。原告の当該株式に関する取引内訳は、以下の通りである。

買 い 付 け			売 り 出 し		
買い時期	1株の株価	株 式 数	売り時期	1株の株価	株 式 数
1997. 8. 7	25.75 元	500 株	1999. 1. 4	14.59 元	200 株
1997. 8. 12	22.41 元	500 株	1999. 1. 8	15.10 元	300 株
1998. 10. 21	14.80 元	500 株	1999. 5. 4	9.36 元	300 株
1999. 4. 22	10.16 元	300 株	1999. 5. 26	10.48 元	200 株

1999. 5. 28	10.10 元	500 株	1999. 5. 26	10.46 元	300 株
1999. 6. 18	11.20 元	500 株	1999. 6. 1	9.96 元	500 株
1999. 6. 18	11.21 元	500 株	1999. 6. 10	10.45 元	500 株
2000. 1. 12	11.31 元	1,000 株	1999. 6. 21	10.98 元	500 株
			1999. 6. 21	10.80 元	500 株
			2000. 3. 20	11.00 元	1,000 株

裁判所は、まず、不実開示との因果関係を有する 1998 年 10 月 21 日に購入した 500 株を認定した。そして、当該 500 株は、基準日（1999 年 6 月 21 日）以前の 1999 年 5 月 26 日に 10.46 元の価格で 300 株、1999 年 6 月 1 日に 9.96 元の価格で売却した 500 株の中の 200 株として売り出したと推定した。従って、原告の現実損害は実質取引の差額（2,270 元）とその取引手数料・印紙税等になる（実質取引の差額（2,270 元）＝（1 株の平均購入価格（14.80 元）－1 株の平均売却価格（10.26 元）³⁸⁾×500）。

(b)投資者が基準日後に当該有価証券を売却し、または保有している場合には、当該有価証券に対する投資の損害額は、当該有価証券を購入した平均価格と不実開示の公表日または更正日から基準日までの間に毎日の引値の平均価格の差額をかける投資者が所持する当該有価証券数とする（「若干規定」32 条）。すなわち、「損害額」≡「（1 株の平均購入価格－公表日または訂正日から基準日までの間に毎日の引値の平均価格）×所持する証券数」である。

例えば、大慶聯誼事件（2004）黒商終字第 248 号判決の計算方法（以下ケースⅡと略す）。原告の当該株式に関する取引内訳は、以下の通りである。

買 い 付 け			売 り 出 し		
買い時期	1 株の株価	株 式 数	売り時期	1 株の株価	株 式 数
1998. 3. 11	23.45 元	2,000 株	1999. 7. 8	10.48 元	800 株
1999. 5. 28	9.80 元	800 株	2000. 7. 28	14.42 元	500 株
2000. 6. 5	13.95 元	1,000 株	2000. 8. 7	14.60 元	500 株

裁判所は、1998年3月11日と1999年5月28日に購入した2,800株の中に、公表日（2000年4月27日）前1999年7月8日に売却した800株を除き、残った2,000株が本件不実開示との因果関係を有するものと認定した。当該2,000株の1株の平均購入価格は23.18元として算出された。すなわち、1株の平均購入価格（23.18元）＝（購入した株の総金額（23.45×2,000＋9.80×800）－公表日前に売却した株の総金額（10.48×800））÷残された株数（2,000）である。また、当該2,000株は基準日（2000年6月23日）後に一部を売却し、一部を保留していることから、損害額は19,360元と算出された³⁹⁾。

そこで、1株の平均購入価格の算定方法については、裁判所が当該株の購入総額から公表日前に売却した株の総額を控除することは、正しくないと思う。なぜならば、投資者は当該不実開示の事実が公表される前に一部の証券をいくらで売却するかは、不実開示により生じた損害賠償額とは関係がないはずである。すなわち、公表日の前に売却した有価証券の価格は、当該有価証券の購入平均価格に反映するものではない。また、損害額の算出はその売却金額によって変動することが妥当ではないであろう。

例えば、甲氏は乙社の不実の情報を信用して、乙社の株式を1株1万円で10株（計100,000円）を購入した。①不実開示の事実が公表される前に1株15,000円で5株を売却し（計75,000円）、不実開示の事実が公表された以後は残った5株を1株5,000円で売却した。②不実開示の事実が公表される前に1株5,000円で5株を売却し（計25,000円）、不実開示の事実が公表された以後は残った5株を1株5,000円で売却した。

前述した裁判所の損害額の算定方法によると、①の場合は、本来1株10,000円で購入した株は5,000円と算出された。すなわち、1株の平均購入価格は、 $(100,000 \text{ 円} - 75,000 \text{ 円}) \div 5 = 5,000 \text{ 円}$ である。そうすると、損害額は $(5,000 \text{ 円} - 5,000 \text{ 円}) \times 5 = 0 \text{ 円}$ であった。②の場合は、本来1株10,000円で購入した株は15,000円と算出された。すなわち、1株の平均購入価格は $(100,000 \text{ 円} - 25,000 \text{ 円}) \div 5 = 15,000 \text{ 円}$ である。そうすると、損害額は $(15,000 \text{ 円} -$

5,000 円) \times 5 = 50,000 円であった。

すなわち、「若干規定」31 条、32 条に置かれた「平均購入価格」に関する裁判所の解釈は妥当ではない。当該「平均購入価格」は、公表日の前に売却した有価証券の金額と関係なく、不実開示との因果関係がある有価証券の平均購入価格であると解すべきである。そうすれば、前記事例では、①、②ともに 1 株の平均購入価格は 10,000 円で、公表された以後は残った 5 株を 1 株 5,000 円で売却したので、損害額は $(10,000 \text{ 円} - 5,000 \text{ 円}) \times 5 = 25,000 \text{ 円}$ と推定される。ケースⅡの場合は、1 株の平均購入価格は、 $((23.45 \times 2,000) + (9.80 \times 800)) \div 2,800 = 19.55 \text{ 元}$ となる。そして、損害額は $(19.55 - 13.50) \times 2,000 = 12,100 \text{ 元}$ と推定されるべきであろう。

六 結びに代えて

「若干規定」の公布以来、初めての不実情報開示により損害賠償請求が認められた終審判決が出てきた⁴⁰⁾。これは、不実情報開示による損害賠償の追及に関する法運用にとって、画期的なものと評価できる。

中国の証券法や「若干規定」等の関連法規には、不実の情報開示に関する概念の範囲は、開示書類における虚偽記載・記載漏洩だけでなく、タイムリー・ディスクロージャーや会社が任意に行う報道発表等をも含まれる。またその責任を負う者の範囲は幅広く認められている。さらに、現在中国国会審議中の証券法改正案には、証券ジャーナリストの不当な評論をも禁止され、その民事責任を追及する規定が設けられた⁴¹⁾。これには、中国政府が不実開示を全面的に抑制し、健全な証券市場を確保しようという危機感が表れている。

しかし、裁判所が、不実開示により損害賠償を請求する訴を受理する前提条件として、行政機関の処罰または裁判所の有罪判決を要するとしたことは、以上の規定を台無しにしてしまった。不実開示に関する立証の困難さや乱訴の防止等の現実的な理由から、当該前提要件の設定については、分からないではないが、運用に当たっては、当該前提要件に対してより広く解釈する必要がある

と思われる。例えば、当該前提要件の設定趣旨からみると、証券取引所が発した公開譴責書も行政機関の処罰に属させると解釈すべきであろう⁴²⁾。将来、行政機関の処罰または裁判所の有罪判決という提訴の前提要件を廃止する場合には、不実情報開示の有無および不実情報開示と損害額の間に因果関係の有無に関する認定について、より緻密な理由構成が必要であろう。

不実情報開示による損害賠償請求事件には、大勢の投資者に関わっている。例えば、大慶聯誼事件の原告は500名以上であった。裁判所は単独訴訟の形と、原告をいくつか組で分けて共同訴訟の形で受け付けた。判決書では、損害額については、一人ひとりで計算された。これは、多大な時間とコストがかかった。中国民事訴訟法には、共同訴訟と集団訴訟に関する規定が置かれている。しかし、最高裁2002年通達および「若干規定」は、不実の情報開示による民事損害賠償事件については、単独訴訟および共同訴訟に限定し、集団訴訟には適用しないと明言した。しかし、より実効性ある救済手段として、クラス・アクション（集団訴訟）を活用させるか否かについての検討は必要であろう。そうすると、推定損害額の算定については、日本法のように、一証券当たりの推定損害額はどの投資者にとっても同額となるのが合理的であろう⁴³⁾。

現在、中国証券法の大改正が進んでおり、前述した疑問点を如何に克服し、不実開示に関する民事責任制度の実効性を確保するのか、見守らなければならない。

（本稿は、平成17年度松山大学特別研究助成による成果の一部である）

注

- 1) 中国証券法は、1999年7月1日に施行された。
- 2) 当時では、証券と関連する民事損害賠償を請求する訴訟を提起するケースが多数発生したが、裁判所に受理されなかった。中国証券報（電子版）2002年4月18日、<http://202.84.17.28/csnews/20020418/218740.asp> 参照。
- 3) 中国の裁判所制度においては、下級審の裁判所が審判に当たって、法の欠缺または解釈における疑問があった時、最高裁判所に報告して、最高裁判所の統一の回答を求める。最

高裁判所は、下級審の裁判所の疑問または法の欠缺や解釈等について、統一的指針としての通達を出すことができる（中国裁判所組織法 33 条）。このような最高裁の通達は、下級審の裁判所に対する強制力を持っている。

- 4) 「若干規定」の公布について中国最高裁判所副長官李国光氏の記者会見『証券，期貨司法解釈及相關法律規範』（人民法院出版社，2003 年），11 頁。
- 5) 2003 年 2 月 1 日に施行された（「若干規定」36 条）。
- 6) 中国の審級制度は，2 審終審制である。
- 7) 山東省高等裁判所 2004 年 11 月 1 日，（2004）魯民二終字第 287 号。銀座渤海は銀座渤海集団株式会社の略称である。
- 8) Y は済南市政府の行政指導で，1994 年 1 月に済南マッച会社を吸収合併した。当該吸収合併に当たって，済南市政府は行政通達を頒布し，Y に対して，合併後，原済南マッച会社の全部の銀行貸付金に対して 2 年間の利息を免除し，その後 3 年間で利息を半減するという優遇政策を提示した。また，済南市政府は，原済南マッച会社に貸し付けた関係銀行に対し，当該優遇政策を速やかに自らの銀行本行に申告することを要求した。
- 9) Y は 1999 年に経二路銀行支店の貸付金の 1996 年～1998 年の利息の半額および 1999 年の利息を損金として追加計上して，2000 年 3 月 28 日上海証券報に掲載された 1999 年度有価証券報告書には当該利息の追加計上の情報を開示した。
- 10) 訂正日（更正日）とは，不実情報開示者が，証監会が指定した関係メディアにおいて，自ら不実情報開示に関する訂正を公告し，また証監会の関係規定に従い，取引停止手続をなした日をいう（「若干規定」20 条 3 項）。
- 11) 黒竜江省高等裁判所は 2004 年 12 月 28 日まで，大慶聯誼に対して不実情報開示による損害賠償請求事件（計 456 件）の終審判決をすべて下した。大慶聯誼は大慶聯誼石油化学株式会社の略称である。上海証券報（電子版）2005 年 1 月 5 日に掲載された大慶聯誼の公告，http://paper.cnstock.com/ssnews/2005-1-5/qitaban/t20050105_717679.htm 参照。本稿では，いくつかの判決書をまとめて検討する。
- 12) 原告は 500 人以上であった。上海証券報（電子版）2005 年 6 月 10 日，http://paper.cnstock.com/ssnews/2005-6-10/touban/t20050610_815936.htm 参照。
- 13) 実施日とは，不実情報をなし，または不実情報が発生した日をいう（「若干規定」20 条 1 項）。
- 14) 公表日（揭露日）とは，不実情報開示という事実が全国範囲で発行または放送される新聞紙，雑誌，ラジオ，テレビなどのメディアにおいて，初めて公表された日をいう（「若干規定」20 条 2 項）。
- 15) 証券法には，投資者保護のため，企業内容の開示書類について，発行市場と流通市場における開示すべき書類を明文規定として列挙した。証券法 45 条，48 条，60 条，61 条，62 条参照。
- 16) ①会社の経営方針および経営範囲の重大な変化，②重大な投資および重要財産購入に関

する決定, ③会社経営に影響を与える重要な契約, ④会社の重要債務および債務不履行の契約違反情況, ⑤重要な欠損または資本金の10%を超える損失, ⑥会社経営の外部環境の重大な変化, ⑦取締役会長, 3分の1以上の取締役または執行役の変動, ⑧会社株式の5%を持つ株主の持株の重大な変化, ⑨減資, 合併, 分立, 解散および破産申請に関する決定, ⑩会社とかかわる重大な訴訟, 裁判所の株主総会決議, 取締役会決議の無効決定, ⑪法律・行政法規が設けたその他の事項。

17) 列挙した第11番目の項目に「法律・行政法規が設けたその他の事項」が設けられていること, また, 2001年3月に施行した「証券を公募する会社における情報開示の内容および書式に関する準則第1号—目論見書」(以下準則第1号と略す)3条には, 「本準則の規定は目論見書における情報開示に関する最低の基準である。本準則に明確な規定の有無に関わらず, 投資者の投資判断に影響を与える情報については, すべて開示しなければならない」と規定していること, さらに, 前述した「若干規定」に書かれた関連規定と「総合的に認定」という文言から, 証券法62条に掲げられた重要な事項の列挙は例示的列挙であると解されるであろう。

18) 金或昉・李若山「渤海集団民事訴訟案引発的思考」, 中国会計視野, <http://doc.esnai.com/showdoc.asp?DocID=9751&unchecked=true> 参照。

19) 例えば, 日本の判例のように「少なくとも若し或る事項の記載の虚偽であることが株式申込当時申込人に判明しておれば申込をしなかつたであらうと認められ且つ, 一般人もおなじ申込をしないであらうという関係にあるか否かによって決すべきものとする」という判定基準を示す必要があるだろう。高松地判昭和37年8月15日下刑集4巻7・8号, 708頁参照。

20) 「若干規定」6条2項, また, 賈緯「如何理解《關於審理證券市場虛偽陳述民事賠償案件的若干規定》」<http://www.chinacourt.org/public/detail.php?id=33053> 参照。賈緯氏は中国最高裁の裁判官, 「若干規定」の立案担当者の1人である。

21) 黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号, 5頁。

22) 賈緯・前掲注20) 参照。

23) 程嘯・楊文「最高人民法院《關於審理證券市場虛偽陳述民事賠償案件的若干規定》的几个欠缺」, http://www.ccelaws.com/int/artpage/4/art_2805.htm 参照。

24) 行政機関, マス・メディアの職員または関係者, 証券取引所, 証券会社, 証券登記決算機関, 証券取引のサービス機関, 社会仲介機関およびその職員, 証券業協会, 証券監督管理機関およびその職員を指す。証券法72条参照。

25) 賈緯・前掲注20) 参照。

26) 本件原告は発行会社の役員らの責任を追及しなかった理由について, 原告の弁護士は, 本件発行会社の役員らが離職したり, 死亡したり, 刑務所に入ったり, 行方不明になったり等の事情から訴状送達自体も時間がかかること, 集団訴訟が認められないため, 大勢の原告が存在する場合, 被告を増えると訴状作成, 送達のコストがかかること, 中国の事情

から見ると、役員らを提訴しても、彼らが巨額の損害賠償を負担する財力もないこと、等の諸事情にあるという指摘があった。証券時報（電子版）2004年9月11日，<http://www.p5w.net/p5w/home/stime/today/200409110161.html> 参照。

- 27) 中国では発行会社が流通市場において上場会社と称する。「準則第1号」2条参照。
- 28) 引受証券会社は証券の公募書類の真実性、正確性および完全性につき審査の義務を有し（証券法24条）、その義務は単なる形式的な審査ではなく、証券の発行について、主導的な役割を果たさなければならない。2001年3月施行した「証券会社の株式発行の引受業務に関する諸問題の指導方針」（証監会が制定した行政規則）において、①引受証券会社は発行会社を調査する義務および証監会に発行会社を推薦する義務（同指導方針2条）、また発行会社に対する指導義務（同指導方針3条）を有すること、②引受証券会社は発行会社に対して、株式発行と関連する未公開の法律書類と財務会計資料を請求し、閲覧する権利を有すること（同指導方針5条）、③引受証券会社は発行会社の委託を受けて、目論見書等証券の公募書類の作成協力および審査、公募書類の証監会への届出を要すること（同指導方針10条）等、発行会社の情報開示に対して、引受証券会社の権利・義務を定めた。このような権利・義務から、発行会社の情報開示に対し、引受証券会社が主導的な地位に立っていることが見受けられる。すなわち、引受証券会社は実際に発行会社の証券発行に係る公告書類の作成に関与し、主導的な役割を果たし、発行会社の事実上の保証人の地位にあると考えられる。引受証券会社に対して、無過失責任を課す目的は、厳しい法律上の制裁の威嚇によって引受証券会社を通じて発行会社に対する厳しい調査・審査を行い、不実表示を抑止しようとする狙いにあると思われる。
- 29) 発行会社および引受証券会社の役員らの責任については、発行会社および引受証券会社に対してその責任ある役員（取締役・監査役・執行役）は、連帯して損害賠償責任を負う（証券法63条後半）。その責任ある役員についての判断基準は、一般的な考え方として役員の取締役会議事録にその議決に対して賛成か反対かについての記録、不実表示の関係書類への署名の有無となる。もし、これらの条件が明確でない場合は、当該役員が責任を有するとみなされる（劉淑強『《証券取引法》解釈』（人民報院出版社、1999年）、147-148頁参照）。しかし、準則第1号18条および準則第11号14条・22条第1項には、発行会社の取締役全員に対して目論見書の真実性、正確性および完全性に対する保証義務、また目論見書に不実記載があれば、これに対して連帯する責任を負うと明確な規定を設けた。実務においては、各社の公告の最初には「会社および取締役全員が当該公告内容の真実性、正確性および完全性に対する保証し、不実開示に対する連帯責任を負う」というような文言が書かれている。すなわち、事実上には取締役全員が賠償責任から免れることは不可能である。
- 30) その理由については、証券法161条には、証券の発行、上場または証券取引のために会計監査報告書、資産評価報告書、法律意見書等の書類を提供する専門機関およびその担当者は、従業規則に基づき提出する書類の真実性、正確性および完全性について検査および

検証を行う義務がある。その義務違反により、責任ある部分については損害賠償の連帯責任を負うと定めた。この「責任ある部分」については、必ずしも明確ではないが、過失責任の趣旨を強調するものではないかと考えられる。

31) 賈緯・前掲注20) 参照。

32) 中国証券報(電子版)2004年8月8日, <http://www.cs.com.cn/11/04/200408080063.htm> 参照。

33) 張明遠「最高院司法解釈関于対証券市場虚偽陳述給投資者造成的損失的認定及其学理評價」, <http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=17172> 参照。

34) 金或昉・李若山・前掲注18) 参照。

35) 程嘯・楊文・前掲注23) 参照。

36) 「若干規定」は、アメリカ法を参照しながら、中国の実情から基準日という概念を設けた。賈緯・前掲注20) 参照。

37) 程嘯・楊文・前掲注23) 参照。

38) $1株の平均売却価額(10.26元) = (10.46 \times 300 + 9.96 \times 200) \div 500$

39) $損害額(19,360元) = (1株の平均購入価格(23.18元) - 本件公表日から基準日までの間に毎日の引値の平均価格(13.50元)) \times 所持する証券数(2,000)$ 。

40) 大慶聯誼事件は、2002年1月24日哈爾濱市地方裁判所が正式的に原告らの起訴を受け付けてから、2004年12月28日黒竜江省高等裁判所が終審判決を下したまで、約3年間がかかった。2005年6月9日判決の執行が漸くはじまった。2005年9月20日現在、原告の中の単独訴訟の原告73人は149.85万元の賠償金を受けたが、共同訴訟の原告381人は、未だ賠償金を受けていなかった(未執行金額は750万元)。証券時報(電子版)2002年1月25日, <http://www.p5w.net/docs/stimes/today/200201250264.html> 上海証券報(電子版)2005年9月20日, http://paper.cnstock.com/ssnews/2005-9-20/shierban/t20050920_889500.htm 参照。

41) 上海証券報(電子版)2005年8月24日, http://paper.cnstock.com/ssnews/2005-8-24/erban/t20050824_870287.htm 参照。

42) 上海証券報(電子版)2005年8月23日, http://paper.cnstock.com/ssnews/2005-8-23/shiliuban/t20050823_869126.htm 参照。

43) 黒沼・前掲注21), 10頁参照。

【追記】

本稿脱稿後、中国証券法および会社法の改正案は2005年10月27日に第10期全人代常務委員会第18回会議で可決され、成立した。