

# Historical Trends in Investor Protection Mechanisms—Lessons for Chinese Securities Law

資黙奇

<https://hdl.handle.net/2324/2534371>

---

出版情報 : Kyushu University, 2019, 博士 (法学), 課程博士

バージョン :

権利関係 : Public access to the fulltext file is restricted for unavoidable reason (2)

氏名	資黙奇		
論文名	Historical Trends in Investor Protection Mechanisms –Lessons for Chinese Securities Law (投資家保護メカニズムの歴史的傾向—中国証券取引法への教訓)		
論文調査委員	主査	九州大学	教授 河野 俊行
	副査	九州大学	教授 寺本 振透
	副査	九州大学	教授 FENWICK M.

## 論文審査の結果の要旨

1. 本論文は、中国では証券取引法制が現代の状況に合わなくなっていることに鑑み、歴史分析、理論分析及び先進国法制の比較法分析を行い、そこから中国が倣うべき教訓を引き出すことを基本的課題として構築されている。中国におけるこの分野の大半の先行研究が、法と経済学の影響下に執筆されたものであって、あまりにも多くのステークホルダーを同時に考慮に入れなければならない証券取引市場をモデル化するという無謀な試みに陥るリスクを冒しているのに対し、著者はこのような傾向とは一線を画し、現実の企業と人間の営みに対して実際に対処を余儀なくされ、かつ、一定の効果を挙げ、また、欠点も見せてきた、先人の様々な試みから有用な情報を抽出する。そしてリーマンショック後の金融危機再発を防止するために先進諸国が行った証券取引規制の見直し、及び規制構造再構築の経験を丹念に分析し、そのうえで自説を展開し、中国証券取引法の改正に対して、現実味のある提案を行う。

2. 本論文は、証券の発行体にかかる情報開示に関して、2つの改正がなされるべきであるとする。その一は、投資家の理解を助けるため、リスク開示、用語の解説、平明な用語・様式の利用を促進すべきであるとする。さらに開示の中身に着目した規制だけでは不十分であり、開示情報の増加が鍵となるが、中国においては、情報開示違反に対する制裁が不十分であるとする。そこで、筆者は、自主規制機関の権限を強化して政府の負担を軽減するとともに、違反に対する制裁を強化すべきである、とする。つまり自主規制と行政の権限強化という二面性のある解決策を提示する。このことは自主規制機関にすべてを委ねるアプローチに拠りすぎたことがリーマンショックを引き起こしたという経験に基づく修正提案である。第二に、(アンダーライター(新規に発行される証券を、いったん買取り、投資家に販売する。証券の発行体との関係では、投資家側の利益を代弁する立場として、対峙する)、スポンサー(新規に発行される証券をいったん買取りつつも、証券の発行体に対する指導、支援等を行う。つまり、証券の発行体との一体性があり、発行体と対峙する立場にない。中国のIPO (Initial Public Offering = 新規上場時の株式の売出し) においては、証券会社は、アンダーライターとしてではなく、スポンサーとして機能することが一般的である。これは、過去の日本における新規店頭公開時の証券会社の役割と似ている)、弁護士、会計士、アナリストなど) いわゆるゲートキーパーに対する規制の改正問題がある。ゲートキーパーが責任転嫁をしないよう防止策を講じる必要があるが、筆者は、ゲートキーパーの負担を軽減するのではなくスポンサーに代表されるゲートキーパーの責任を厳格化すべきであること、またゲートキーパーの種類に応じた規制手法を用いることを提唱する。たとえばアナリストに対しては、その市場予想が誤った場合で

も、アナリストの業務が予測である限り、責任ルールを適用することは困難である。しかし報酬規制を用いれば、利益相反の基を断つことができる。アンダーライター、スポンサー、弁護士、及び会計士に対しては二つの方法がある。その一は、株式発行に関し、アンダーライター及びスポンサーには厳格な責任を課し、彼らに弁護士及び会計士に対する責任追及を認めることある。その二は、情報の継続的な開示を確実にするため、事前検査及び公的機関による制裁である。

3. 第三に、市場における不正行為に関しては、中国は米国型の手法、つまり、不正行為の定義は、抽象的な概念にとどめ、現実に行われた行為がその概念に該当することの立証の負担は規制当局が引き受ける仕組みを採用したが、米国の規制システムは規制当局側の証明責任が重く、中国のように多数の先例の蓄積がない法域では、発動しづらい。筆者は、EU 型の、より具体的で詳細な客観的スタンダードによる規制モデルを推奨する。スタンダード、定義、考慮要因は容易に理解可能で、執行も難しくない。また状況が変われば、スタンダードの適用例、指標及び例外を修正することができるからである。

4. また、本論文は、民事訴訟（すなわち、損害を被ったと主張する投資家による、発行体及び/又はゲートキーパーに対する訴え）に重きをおくべきではないとする、米国の経験からは、要するコストと得られる救済のバランスが悪く、結果的に弁護士のための民事訴訟に陥りかねないからである。それゆえ、本論文は、単に民事訴訟事件の増加を容易にすることで証券取引を是正しようとする政策にも反対する。民事訴訟による最適な抑止レベルを見極めることは、先例の蓄積がないと容易ではないが、他方、課徴金額引き上げは、発行体やゲートキーパーにとっては、そのコストが計算容易かつ予測可能だから、中国においては、課徴金額引き上げ及びコスト低減に集中すべきであるとする。そのうえで、筆者は公的制裁と私的制裁を組み合わせ、かつ裁判所ではなく、規制当局による損失補償命令を組み合わせた新たな制裁方法を提案する。

5. 筆者は、金融規制の構造改革として、中国は英国型の、リスク管理を主な目的とする健全性規制と不公正または投資家に損害をもたらし得る行為を防止する行為規制を分けるツインピークス体制モデルを導入し、自主的規制機関の権限強化をすべきであると提案する。伝統的な規制分野別モデル（銀行、証券、保険等）の結果、不公正な金融取引行為に対する規制の空白がもたらされ、それに加えて制裁が不十分であったことから、金融危機が発生した。再発を防ぐべく導入されたツインピークス体制モデルは、健全性規制と金融取引に係る行為規制の分離という発想に基づく。また、健全性規制と金融取引に係る行為規制を分離して別々の規制当局に管轄させることで、規制当局の独立性を高め、一つの任務に集中させ、専門性を高め、より効率的に運用することを可能にする。このことによって制裁の効果も強められることとなる。

6. 最後に、自主的規制機関の利益相反を防ぎ、また制裁面の弱さを修正するために、規制機能のいくつかは政府が吸収し、他の機能は営利部門から切り離して業界からの独立性を強めるべきである、とする。

7. 証券取引規制は複雑であり、複数または多くの当事者が関与するため、制度改正には多面にわたる検討が必要になるが、筆者は丹念な分析の結果、包括的なパッケージとしての改正提言を本論文において行っている。中国の学界に一石を投じるものでもあり、さらには、実務への実際的な貢献が期待できる作品として、本学から学位を授与するに値すると判断した。