

有価証券報告書等の虚偽記載に基づく 投資者の損害額について

松井英樹

1. はじめに

金融商品取引法における有価証券報告書等の継続開示書類上の重要な事項について、虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合（以下「虚偽開示」という。）、株価下落によって損害を受けた投資者が、当該書類の提出者である上場会社に対して民法709条に基づく不法行為責任もしくは金商法21条の2に基づく損害賠償責任を追及するケースが増えている。平成23年以降、西武鉄道事件、ライブドア事件、およびアーバンコーポレーション事件と相次いで最高裁判決が出されており、責任追及の是非、損害賠償額の算定、虚偽記載等の「公表」の認定、虚偽記載と損害との相当因果関係の判断等をめぐり、すでに多様な議論が展開されている。

他方、このような投資者による開示書類の提出会社に対する損害賠償責任の追及については、株主間での利益移転の問題が指摘されるとともに、虚偽開示の事実が公表された後に当該会社の経営が破たんする場合もあり得ることをもとに、会社債権者との間の利益調整において不都合が生ずることから、責任追及の方向に何らかの制限を加えるべきとする論調が見られた。

金商法21条の2は、虚偽の開示書類の提出会社は、流通市場において当該会社の有価証券を取得した者に対して、過失の有無に関係なく損害賠償責任を負う（無過失責任）とされ、民事責任の追及によるエンフォースメントの意義が重視されていたが、平成17年以降、流通市場における開示書類の虚偽開示が課徴金の対象とされ、平成20年にはその水準が引き上げら

れたことから、課徴金制度によるエンフォースメントが強化された。また、平成20年の内部統制報告制度の導入によって、財務計算に関する書類等の適正性を確保するための体制が整備され、実際にそれが有効に機能していたものの虚偽記載を防ぐことができなかつた場合にも提出会社の責任を問うことへの疑念が提示されていた。

このような諸状況に鑑み、平成26年11月29日施行の金商法改正により、提出会社の損害賠償責任が無過失責任から過失責任に改められた¹。

そこで本稿では、このように流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任について、一種の方向転換が図られた平成26年改正後の同責任をめぐる状況の中で、とくに大きく議論されてきた賠償責任を認めるべき損害額の範囲について、従来判例・諸見解を整理するとともに、法解釈および立法の方向性について若干の検討を試みる。

2. 金商法21条の2に基づく責任の構造

(1) 金商法21条の2制定の経緯

平成16年改正前の旧証券取引法においては、流通市場で有価証券を取得した者に対する虚偽開示書類の提出会社の責任は法定されておらず、民法709条に基づく一般不法行為責任の追及の是非が議論されていた。不法行為責任を肯定する立場は、不法行為責任は直接の取引関係がない場合でも成立しうることを前提に、虚偽の開示を行った役員等の個人責任の追及では十分な救済が図れず、賠償の資力という点から提出会社の責任を認める必要があること、投資者は提出会社の経営危険から生じる不利益を負担すべきであっても虚偽開示の危険まで負担させるべきではないこと等がその根拠とされていた²。

他方、同責任の成立を否定する立場は、流通市場における証券取得者には、虚偽開示書類の提出会社と直接の取引関係がなく、発行開示の場合と異なり、当該会社に何らの株式払込みをしていないことから、提出会社に責任を負わせるのは妥当ではないこと³、流通市場において被害を受ける投

投資者の数が多く、賠償の総額が極めて多額に及ぶことから、提出会社の責任を認めると、投資者からの損害賠償請求により当該会社が支払不能に陥り、社会経済的に好ましくない結果が発生すること、⁴ 投資者はある程度の危険を覚悟すべきであり、提出会社の責任を認めると、ある投資者の救済を他の株主の犠牲において行うことになり妥当ではないこと、および虚偽開示によるおよび会社財産につき一般債権者に劣後すべき株主としての投資者が、債権者よりも有利な条件で救済を受けることになってしまうこと⁵等を根拠に挙げていた。

そのような状況の下、平成17年4月1日に施行された旧証券取引法の平成16年改正において、流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任に関する特則として21条の2が新設されることとなった。その趣旨としては、継続開示に関わる違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的に、民事訴訟による責任追及を強化する必要があること、すなわちエンフォースメント強化の観点が強調されていた。⁶

実際の不法行為に基づく責任追及訴訟では、原告に因果関係、損害の存在、損害の測定についての立証責任があるところ、市場を介した虚偽の開示と投資者の被った被害の間の因果関係を立証するのは事実上不可能を強いるようなものであり、不当であるという意見が多くあり、公表判例においても因果関係を認めないものが多く、被害者の救済を図るために因果関係と損害の事実と損害額の3点を一挙に推定することを含めた責任規定の創設が望まれていた。⁷

(2) 金商法21条の2規定の内容

平成16年の旧証券取引法改正において、公衆縦覧に供されている開示書類のうちに、虚偽開示があったときは、提出会社は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集または売出しによらずに取得した者に対して、虚偽開示により生じた損害

を賠償する責任を負う（現行の金商法21条の2第1項）ものとされ、提出会社の無過失責任が定められていた。さらに、開示書類の虚偽記載等の事実が公表された日前1年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前1月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表日後1月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を損害の額とすることができる（同条3項）という損害額推定規定が設けられた。同時に、このような損害額推定に対して、提出会社は、損害額の全部または一部が、虚偽開示によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情により生じたことを証明した時は責任を免れる（減額の抗弁＝同条5項）とともに、当該証明が極めて困難な場合に、裁判所が裁量により相当な額を認定することを通じて減額することが認められている（同条6項）。

ただし、同条項に基づく請求については、同法19条1項に定める額、すなわち請求権者が当該有価証券の取得時に支払った額から、請求時における市場価額（市場価額がないときは、その時における処分推定価額）もしくは当該有価証券を処分した場合は、その処分価額を控除した額を超えない限度が設定されており、そのような原状回復的な要因を超える損害については、民法709条に基づく賠償請求による救済しか受けられない構造となっている。

（3）平成26年改正の趣旨・内容

その後、平成26年11月29日施行の金商法平成26年改正において、提出会社の責任を立証責任が転換された過失責任に改めるとともに、いわゆる「逆粉飾」の場合における投資者の救済を想定して、損害請求権者に有価証券を処分した者を加える旨の改正が行われた。その背景には、①平成17年以降、流通市場における虚偽開示が課徴金の対象行為とされ（金商法172条の4第1項）、平成20年には課徴金額の水準が引き上げられることにより、課徴金制度によるエンフォースメントの充実強化が図られているこ

と、②内部統制報告書制度の導入により、財務計算に関する書類等の適正性を確保するための体制の整備が義務づけられており、このような体制が適切に整備され、実際にも有効に機能していた場合にまで、提出会社の責任を問うことは適切とはいえないこと⁸、③発行市場においては、投資者から提出会社への払込みがあるため、提出会社に過失がなかったとしても、虚偽開示によって提出会社に課題に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で投資者に返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平であるが、流通市場においては、基本的には提出会社自身に利得が発生していないこと④比較法的に見ても、提出会社の流通市場における責任は発行市場における場合よりも範囲が狭められていること等の事情が指摘されている⁹。また、学説上も流通市場における提出会社の虚偽開示による責任を無過失適任とすることには批判が多く寄せられていたことも同改正の背景にあった。このうち、主な法改正の理由としては、近年において違法行為の抑止効果の強化が図られたことを踏まえると、損害賠償責任の一般原則を超えて発行者に無過失責任を課す制度の意義が、平成16年改正当時と比べて相対的に低下してきていることが挙げられている¹¹。金商法21条の2が設けられた制度趣旨は、主として虚偽開示によって損害を受けた投資者の損害填補を図ること、および民事責任を追及する手段の充実を図ることにより虚偽開示の抑止効果を図ることにあるが、同規定の制定ならびに過失責任化に向けた平成26年改正の一連の動向からは、抑止効果を図るという点が重視されている傾向を見ることができる。

3. 損害額の認定をめぐる判例の分析

(1) 西武鉄道事件最高裁判決¹²

有価証券報告書等の継続開示書類についての虚偽開示に基づく投資者による当該書類の提出会社に対する責任追及に関する先駆的な判例である、西武鉄道事件最高裁判決は、東京証券取引所に上場されていた西武鉄道株式（以下「Y株」という。）につき、コクド社が実質的株主でありながら

他人名義で保有していたものが多数に及び、東京証券取引所の少数特定者持株数に関する上場廃止基準に抵触する状態であったにもかかわらず、これを是正することなく、その有価証券報告書等においてコクド社の有するY株の数を過少に記載するという虚偽記載をコクド社の関与の下に長年続けていた状況下で、証券市場でY株を取得し、虚偽開示の公表により損害を受けた同社の機関投資家及び一般投資家が民法709条による損害賠償を請求した事案であった。

最高裁の法廷意見は、本件虚偽記載を止めるか訂正していた場合には、速やかに上場廃止措置が執られていた蓋然性が高く、上場廃止の回避可能性は極めて乏しかったとみて、本件虚偽記載がなければ、Y株を取得することはできず、これを取得するという結果自体が生じなかったとみるものが相当であるとした。

また、損害額の認定については、「投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合、当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上記投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、上記株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額）との差額をそれぞれ基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して、これを算定すべきものと解される。」とした。また、「虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、いわゆるろうばい売りが集中することによる過剰な下落は、有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それが判明することによって通常生ずることが予想される事態であって、これを当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく市場価額の変動であるということとはできず、当該虚偽記載と相当因果関係のない損害として上記差額から控除することはできないというべきである。」と判示した。

(2) ライブドア事件最高裁判決¹³

続いて、金商法21条の2に基づく責任が追及されたライブドア事件最高裁判決において、最高裁は、金商法21条の2を、投資者保護の見地からの一般不法行為規定の特則と位置づけ、同条項にいう「損害」とは、一般不法行為規定により賠償請求できる損害と同様、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解され、取得時差額に限定すべきでないとした。また、同条6項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、有価証券報告書等の虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりのすべてをいうものと解するのが相当であると判示した。

(3) アーバンコーポレーション事件最高裁判決¹⁴

さらに、アーバンコーポレーション事件最高裁判決でも、金商法21条の2第4項及び5項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下りをいうものと解するのが相当であるとして前記西武鉄道事件最高裁判決の立場を前提としている。同事件は、多額の債務を負い資金繰りが悪化していた会社が、転換社債型新株予約権付社債の発行によって得る払込金の用途につき、実際にはこれをスワップに係る契約における支払金に充てる予定であり、上記社債の発行による資金調達は不確実であったのに、上記払込金を債務の返済に充てる旨の虚偽記載等がされた臨時報告書及び有価証券報告書を提出し、その約1箇月半後に上記虚偽記載等の事実の公表をするとともに、同日、再生手続開始の申立てをし、上記会社の株式が大幅に値下がりした事案であった。

最高裁は、①会社が再生手続開始の申立てに至ったのは、金融機関の融資姿勢の厳格化等に伴う資金繰り悪化によるものであり、虚偽記載等とその事実の公表に起因して、資金繰りが悪化したわけではなく、②再生手続開始の申立ての約2か月前から、米国の大手投資銀行等との間で業務・資

本提携の交渉を開始しており、近々株式の公開買付けが実施されることも見込まれていたものであって、上記虚偽記載等がされた当時、会社が既に倒産状態もしくは近々倒産することが確実な状態であったとはいえ、③株式は、上記臨時報告書及び有価証券報告書の提出前から上記虚偽記載等の事実の公表の日に至るまで、ほぼ一貫して値下がりが続けており、上記値下がりには、上記会社の経営状態など上記虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていると判示し、上記各事情の下では、虚偽記載等の事実の公表前に上記会社の株式を市場で取得した投資者の被った損害の額につき、金商法21条の2第2項（現行第3項）の規定によりこれを算定するに当たり、投資者の損害はすべて上記虚偽記載等により生じたものとして、減額を否定すべきではないとした。

（４）判例の分析

従来、金商法21条の2に基づく責任もしくは提出会社の虚偽開示に基づく不法行為責任の賠償責任額については、①投資者の取得価額と売却価額との差額を損害額とする立場¹⁵（取得自体損害説）、②投資者の取得価額と、取得時点での想定価格（虚偽開示がなければ有していたであろう市場価額）の差額を損害額とする立場¹⁶（取得時差額説・高値取得損害説）、③想定価格の算定が困難であることから、取得時差額の近似性という観点から、虚偽開示の事実の公表後に下落した額を損害額とする立場¹⁷（株価下落損害説・市場下落説・公表後下落額損害説）などの諸説が展開されていた。¹⁸

継続開示における投資者の損害論としては、いわゆる取得自体損害・高値取得損害二分論として、虚偽開示がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合には、取得自体損害となり、原則として取得価額と処分価額の差額が損害額として認められる一方、虚偽開示がなければ当該有価証券を取得しなかったとまでは認められない場合には、高値取得損害となり、原則として取得価額と想定価額との差額が損害額となるという

考え方（取得自体損害・高値取得損害二分論）が示されていた¹⁹。

他方、金商法の立法趣旨におけるエンフォースメントの観点を強調し、虚偽開示の市場に対して与えた歪みを問題としているとし、上記の二分論よりもむしろ市場の損害が個々の投資家の損害かという点から議論すべきとする立場が主張されている²⁰。

この点、西武鉄道事件最高裁判決の法廷意見においては、「西武鉄道株を取得させられたこと自体が損害である」と認定しながら、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等、当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分をその差額から控除して算定すべきとしており、取得後の状況が考慮要素に入れられている点において、取得自体損害説の結論と矛盾していることから、取得自体損害・高値取得損害二分論は判例による明確に否定されたとも評される²²。同判決の法廷意見の立場は、従来の取得自体損害説とはまったく異質のものであり、取得自体損害説は、取得そのものがなかった状態への回復、すなわち原状回復的損害賠償と結びついたものであり、不法行為の効果としての損害賠償責任の内容・数額のレベルで論じているのに足して、同最高裁判決は、不法行為の成立要件のレベルで論じており、効果規範の点でも原状回復的損害賠償を基礎に据えたものではないと評価することができる。

さらに、その後に出されたライブドアおよびアーバンコーポレーションの各事件の最高裁判決を概観すると、金商法21条の2の適用に関する判例の立場は、同条項を投資者保護の見地からの一般不法行為規定の特則と位置づけ、一般不法行為規定により賠償請求できる損害と同様、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をすべて含むという相当因果関係説に立つことを明らかにしている²⁴。このように、判例が取得時差額への限定を否定している状況からすれば、今後は、西武鉄道事件のように、虚偽開示がなければ「株式を取得することはなかった」といえる場合とそれ以外の場合を区別するメリットは少なくなってきた²⁵。

また、西武鉄道事件判決の法廷意見では、虚偽記載公表後の、いわゆる

ろうばい売りが集中することによる過剰な下落は、有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それが判明することによって通常生ずることが予想される事態として、当該虚偽記載との相当因果関係を認め、またライブドア事件判決の法廷意見においては、虚偽記載公表後に生じた、代表取締役らに対する刑事捜査、マスメディアの報道や会社に対して証券取引所がとった措置等の諸事情を通常想定されるなりゆきであるとみて、やはり相当因果関係を認めている。これに対して、アーバンコーポレーション事件では、株価下落の要因には、虚偽記載事実の公表に起因する部分と、資金繰り悪化という会社の経営状態など当該虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれているとして減額を認めている。

その後の裁判例においても、IHI 社虚偽記載事件²⁶では、虚偽記載の公表と同時期になされた業績予想の下方修正の開示による値下がりにつき、他の事情に基づく値下がりとは認定されている。また、四半期報告書の虚偽記載に係る損害賠償が請求されたオリンパス事件²⁷では、役員解任以降の株価下落分のうち一定部分は虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情により生じた損害とみて、2割の減額が認められている。

4. 損害額に関する諸学説の分析

(1) 虚偽開示に基づく投資者の損害額に制限を加えるべきか

流通市場においては、発行市場の場合と異なり、提出会社は、株式上場による経済的利益を間接的に得ているといえるものの、直接的な資金調達による利益を得ているわけではない。また、流通市場における提出会社の虚偽開示の責任に関しては、責任を追及する投資者の利益と、その他の提出会社を巡る利害関係者の利益が対立することをもとに、どの程度まで提出会社に責任を負わせるのかを政策的に判断する必要がある。このことを前提に、流通市場において虚偽開示のある有価証券を取得した投資者が、提出会社に対して賠償請求し得る損害額を限定的に解する立場が有力に展開されている。

第一に、提出会社が流通市場において虚偽開示のある有価証券を取得した投資者に損害賠償することにより、他の株主の負担の下に一部の投資者が救済されることとなる点、すなわち株主間において不当な利益移転を生ずる点をどう評価すべきかが問題となる。

この点、このような利益移転は、主に、虚偽開示前に株式を取得した者から、虚偽開示後その事実の公表までの間に株式を取得した者に生じる。前者の株主は、虚偽開示を行うような経営者を自ら選任した点で、後者の株主よりも不利に扱われてもやむを得ないと解する余地はある²⁸。しかしながら、そのように解するためには、提出会社から損害賠償を受ける投資者の利益が、犠牲を被る株主の利益と同程度あるいはそれ以上に保護されるべき実質を有していることが必要である²⁹。しかしながら、提出会社の損害賠償請求権の実質的な負担者を考えた場合、当該会社に対して損害賠償請求できない投資者に損害賠償請求できる投資者の損害を負担させることが当然に公平であるといえるほど、両者の属性に差異があるとは思えない³⁰。実際にも、提出会社に上場前からの支配的株主が存在し、虚偽開示を主導したといった特段の事情がない限り、一般的に見れば、上場会社の投資者である株主は、提出会社の会計情報を分析して、会社運営の是非に関する判断能力を有していない常況にある場合が多く、そのような者に虚偽開示を行った経営者を選任したことによる最終的な責任を負わせるだけの合理的理由は見出し得ない。また、提出会社が損害賠償責任を負うことによる株主の損害は、提出会社が虚偽開示を行った関係者に対して損害賠償責任を追及することによる回復されると指摘されるが、今日の上場会社の虚偽開示による市場への影響を考慮すれば、提出会社の賠償額が巨額に及ぶことから、役員等に対する責任追及ではカバーされない損害が提出会社に残存することが予想されることにも留意すべきであろう。

また、提出会社の投資者への責任規定の抑止効果の点についても、継続開示の虚偽記載により有価証券の取得者が損害を被る場合、当該有価証券の処分者が不当な利得を得ているのであり、そこで投資者に生じる損害は

所得の移転にすぎず社会的コストではないから、提出会社にこれを賠償させても社会的コストを内部化して最適レベルの行動量を達成させるインセンティブを与えることはできないと考えられている。³¹

このような諸点を踏まえれば、株主間の不当な利益移転を抑制する見地から、損害額についての制限を設ける余地は認められよう。³²

第二に、流通市場における投資者の損害賠償請求を充実させることが、提出会社における他の会社債権者に経済的な負担をもたらす可能性が指摘されている。すなわち、継続開示書類の虚偽開示を行った提出会社が、投資者から次々に損賠賠償を請求されることにより、最悪の場合には、提出会社の経営破たんが惹起され、他の会社債権者に損害が及ぶ事態となることが考えられる。虚偽開示により損害を受けた投資者は、提出会社に対する関係では、不法行為債権者であり、虚偽開示によって生じた損害のすべてを賠償請求することができるのは当然であるが、いったんは株式投資によるリスクを負担した投資家と、その他の会社債権者を同列に扱うことは実質的衡平の見地から疑問とせざるを得ない（なお、詐欺的な開示義務違反に係る損害賠償請求の場合は一般債権と同列に扱うこともできるであろう）。この点、提出会社の損害賠償責任の主たる機能を不実開示の抑止に求めることは、同会社の倒産手続きにおいて、投資者の損害賠償責任を一般債権者よりも劣後的に取り扱うことを正当化する要素の一つとなり得る（民事再生155条1項但書等）ことも検討されている。³⁴

さらに第三に、虚偽開示後に投資家として株式を取得した者の間においても、提出会社に対して金商法21条の2もしくは不法行為に基づく損害賠償を請求する者と、投資額が少額であり、訴訟を提起することの煩わしさを避けて請求をしない者との間において、利益移転が生ずる余地がある。一般に、わが国では、証券投資者が受けた損害賠償請求につき、クラスアクションの制度が認められていないため、法人や一定の資力を有する投資者は、その資金により訴訟追行するだけの経済的な能力を有していると認められるが、零細な一般投資家においては、訴訟に係る費用を賄うだけの

余裕がないか、もしくは経済的に割に合わないという事情で提訴を差し控える場合があり得る。この場合、提訴した投資者の賠償請求額が多額に及ぶ場合には、責任が認容されることを通じて、企業価値を大きく損なうことから、結局は、実質的に提訴しない投資者から提訴した投資者への利益移転が現実化することにつき、政策的考慮から何らかの抑制を及ぼすべきと解する余地がある。

(2) 投資者の損害額を制限する論理

では、継続開示書類の虚偽開示における投資者の損害賠償額の制限について、現在の法制度の下でどのような制約原理を考えることができるだろうか。この点、前述のように、現在の判例法理は、緩やかな相当因果関係説を採用しているものと評価されるが、このうち、西武鉄道事件判決によって示されたのは、本来は、上場基準を充たしていない有価証券が虚偽開示に基づいて上場されていた場合において、当該事情を知らずに有価証券市場で有価証券を取得した投資者が被った損害について、虚偽開示がなければ有価証券を取得しなかったという因果関係が認められ、不法行為責任の成立が認められることが示されたのみである。金商法21条の2が、民法709条の不法行為責任の特則として位置づけられていることの意義は、金商法規定に基づく請求を行う範囲において、不法行為の各要件の充足を主張立証することなく損害賠償を請求することができる点にあり、金商法規定を用いずに、民法709条に基づく損害賠償請求を行うのであれば、当該虚偽開示について、被害者である投資者が何らかの直接的な「信頼」をしたという事情が、不法行為責任の成立には必要であるという従来の評価は変わらないとみることもできよう。^{35,36,37}

そのうえで、いわゆる高値取得損害のケースとして、金商法21条の2に基づく請求を行う場合において、判例は、取得時差額のみならず、虚偽開示の公表後に生じた株価下落分についても、当該虚偽開示と相当因果関係に立つ損害について賠償請求を認めており、いわゆる学説上の取得時差額

説の立場には否定的であると解される。そこで、裁判実務においては、金商法21条の2第3項の損害額推定に対する同5項の減額の抗弁、及び同6項の、裁判所の裁量による相当額の認定による減額の手法を採らざるを得ない。

前述のように、過失責任化を実現した平成26年改正の傾向から、金商法21条の2については、投資者に生じた損害填補についての実効性を確保する見地よりも、むしろ違法な虚偽開示への抑止という政策的な見地が重視されていることからすれば、最近定着してきたといえる行政処分としての課徴金や刑事罰といった多様な制裁手段が整備されたことを前提に、民事責任における賠償額を合理的な範囲に限定させる余地は十分にあり得る。³⁸

金商法21条の2第5項に基づく減額は、「虚偽開示によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情により生じたこと」の証明によるが、典型的な虚偽開示である粉飾が公表された後に生ずる株価下落要因を客観的に分析すれば、①真実の情報の反映、②不実開示の発覚に伴う提出会社の信用毀損、③訴訟費用、損害賠償責任、罰金・課徴金の負担による企業価値の毀損、④上場廃止処分による有価証券の流動性喪失の危険等が考えられるが、このうち②③の要因については、いわゆる間接損害的な要素も認められるため、その下落額の全額につき相当因果関係を認めるべきではない場合も考えられる。

また、ライブドア事件最高裁判決は、虚偽記載公表後の市場価値の過剰な下落について、虚偽開示の判明により通常生ずることが予想される事態であるとして、相当因果関係を認めているが、公表の時点を前倒しにすれば、市場における不安要因が重なり合う結果、いわゆるろうばい売りが拡大し、過剰な下落を引き起こすこととなるため、当該下落の要因を分析することが困難な事件であったと評価することもできる。相当因果関係の判断においては、当該有価証券の市場価値の下落が虚偽記載の影響による下落として加害者に賠償させるべきものか、投資者が投資判断の前提とすることができた要因、すなわち虚偽記載とは無関係な要因に基づく下落とし

て投資者がその損失を負担すべきものかを区別して、加害者の賠償すべき損害額を定めるものと捉える余地があり、株価下落の複合的な要因の中から、株式への投資決定をしたことに基づき通常生じうるリスクを投資者に負担させる前提を基にした相当程度の減額が許容される場面も生じ得る。虚偽開示前から存在していた株価下落要因が、虚偽開示の発覚・公表とともに顕在化する場面においては、当該下落を虚偽開示以外の事情によるものと認定したうえで減額することが考えられる³⁹。

また、差額説を前提とした想定価値の算定においては、株式取得時における市場価値ではなく、その時点における会社の財務状況に基づいて、DCF法、収益還元・配当還元もしくは純資産額方式等を利用した客観性のある株式の財務的なファンダメンタルな価値を試算し、これを軸として市場の中立的なりリスク判断のもとに株式市場に反映したものと仮定して推定できる価格幅を想定して、裁量認定の目安とすることも検討に値しよう⁴⁰。

5. 結びに代えて

継続開示書類につき虚偽開示を行った提出会社の責任については、平成26年改正を踏まえて、損害額の算定以外に、金商法21条の2第2項の適用において、提出会社による無過失の立証による免責を認める際の、会社の無過失をどのように判断すべきか⁴¹、同3項の「公表日」をどのように解すべきか⁴²といった論点が残されており、これらの論点に関する規範形成と相当因果関係損害論の展開を通じて、同条項による違法行為抑止の趣旨に沿った合理的な運用が行われることが期待される。同時に、立法論として、虚偽開示に関与した役員等の責任につき、責任主体を明確にしながら、損害額の推定規定を設けることもなお検討されるべきである。虚偽開示により提出会社に生じた損害賠償責任を追及する手段、または投資者として証券市場において直接損害を受けたとして不法行為責任もしくは会社法429条責任を追及する手段により、継続開示書類に係る虚偽開示の抑止

を図る方向性に導くことも視野に入れることで、より効率的な違法行為の抑止を実現することができるものと考えられるためである。

註

- 1 なお、投資者の立証の責任を軽減する趣旨から、提出会社に無過失の立証責任を課されている。金商法21条の2第2項。また、同改正では、いわゆる「逆粉飾」の場合における投資者の利益保護のために、開示書類が講習縦覧に供されている間に、当該有価証券を処分した者も請求者に加えることとしている。金商法21条の2第1項、22条1項。
- 2 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫他『現代の経済構造と法—現代法の諸問題（2）』（筑摩書房・1975年）516頁、神崎克郎『証券取引法 [新版]』（青林書院・1987年）296頁。
- 3 大蔵省証券局企業財務第二課編『改正証券取引法解説』（税務研究会出版局・1971年）133頁、奥村光夫「企業内容開示制度の改正について」商事法務555号（1971年）23頁、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法 [新版]』（有斐閣・1984年）231頁。
- 4 谷川久「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」商事法務542号（1970年）48頁。
- 5 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』（商事法務・1975年）621頁、谷川・前掲（4）30、33頁。
- 6 大谷潤＝笠原基和＝西澤恵理＝佐藤光伸＝谷口達哉「新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達の変容化に向けた施策」商事法務2040号（2014年）72頁。立案担当者の解説では、流通市場においても提出会社は投資者のために正確な企業情報を開示すべきであることが強調されている。また、不実開示に関する民事責任の性質は損害賠償責任であり、会社から株主への出資の払戻しではなく、他の債権者とのバランスから会社の責任を否定すべき理由はないともいわれている。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（2004年）51頁。
- 7 岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー第11回民事責任（1）」ジュリスト1397号（2010年）77頁。
- 8 大谷ほか前掲（6）72頁参照。
- 9 平成25年11月20日付け金融庁総務企画局「流通市場における虚偽開示書類に係る

損害賠償責任」(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131121/02.pdf) 8頁参照。

- 10 岩原神作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範「金融証券取引法セミナー第11回」ジュリスト1397号（2010年）75—86頁参照。無過失責任に批判的な論調として、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（2004年）5頁、近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討—金融商品取引法21条の2第2項における公表」商事法務1846号〔2008年〕14頁、川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任」金融商事判例1320号〔2009年〕14頁、19頁、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』」福岡大学法学論叢53巻4号（2009年）397頁、若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判—株主が会社を訴える合理的目的はあるか」経営戦略研究18号（2007年）14頁以下参照。
- 11 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成25年12月25日）21頁 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html 参照。
- 12 最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁、同2522頁。本判決の研究・評釈として、大塚和成・銀行法務21742号（2012年）122頁、近藤光男・商事法務1951号4頁、同1953号（2011年）21頁、黒沼悦郎・金融商品取引法判例百選（有斐閣・2013年）12頁、黒沼悦郎・金商判1396号（2012年）2頁、渡辺宏之・金商判1443号（2014年）2頁、飯田秀聡・ジュリスト1440号（2012年）110頁、奈良輝久・金商判1385号（2012年）2頁、稲庭恒一・ビジネス法務13巻9号（2013年）129頁、中村さとみ・ジュリスト「最高裁 時の判例Ⅶ」（2014年）220頁等参照。
- 13 最判平成24年3月13日判時2146号33頁。本判決の研究・評釈として、松岡啓佑・金融商品取引法判例百選（有斐閣・2013年）14頁、大塚和成・銀行法務21745号（2012年）61頁、田中亘・金商判1392号（2012年）1頁、白井正和・商事法務1970号4頁、同1971号14頁、同1972号（2012年）15頁、奈良輝久・金商判1404号（2012年）8頁、梅本剛正・金融法務事情1955号（2012年）56頁、松岡啓佑・金商判1400号（2012年）2頁、武藤貴明・ジュリスト1446号「最高裁 時の判例」（2012年）84頁、川口恭弘・ジュリスト1453号（2013年）103頁、楠元純一郎・東洋法学56巻3号（2013年）207頁等がある。
- 14 最判平成24年12月21日金融法務事情1967号110頁。本判決の研究・評釈として、大杉謙一・金融商品取引法判例百選（有斐閣・2013年）16頁、大塚和成・銀行法務

- 21 757号(2013年)71頁、宮崎裕介・金商判1428号(2013年)2頁、近藤光男・金融法務事情1977号(2013年)75頁、白井正和・私法判例リマックス48号(2013年)78頁、黒沼悦郎・金融法務事情1971号(2013年)39頁、黒沼悦郎・ジュリスト1466号(2014年)118頁等がある。
- 15 東京地判平成21年1月30日判時2035号145頁、東京地判平成21年3月31日判時2042号127頁等、黒沼悦郎=永井智亮=中村慎二=石塚洋之「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1908号(2010年)19頁。なお、前掲(12)西武鉄道事件最高裁判決における寺田逸郎裁判官の意見も取得自体損害説の立場と同視することができよう。
- 16 東京地判平成19年8月28日判タ1278号221頁、東京地判平成19年10月1日判タ1263号331頁、東京高判平成22年3月24日金商判1343号59頁等。
- 17 東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁、東京地判平成20年4月24日判時2003号147頁、東京地判平成21年1月30日金商判1316号34頁等。
- 18 学説の状況については、潮見佳男「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理」松本恒雄先生還暦記念『民事法の現代的課題』(商事法務・2012年)516頁以下、黒沼悦郎「判批」金融商品取引法判例百選(有斐閣・2013年)13頁、近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任」商事法務1951号(2011年)12~17頁参照。
- 19 想定価額を算定するための技術として、マーケットモデルを用いたイベントスタディの手法が紹介されている。同モデルは、個別株式の収益率が、市場ポートフォリオ(TOPIX等)の収益率に連動する部分と企業固有の収益率に分解できると想定する統計モデルである。ただし、このモデルの利用は、市場の効率性を前提とすること、複数の要因が同時に市場価格に影響を及ぼしている場合に、そのような要因を区別して、特定の事象による変動額を算定することが困難となることもあり(詳細は、黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣・2016年)237~239頁、同「金融商品取引法における株式市場価格の意義と利用」商事法務2076号(2015年)13頁以下参照。)、その有用性には限界もある。
- 20 神田秀樹「不実開示と投資者の損害」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』(商事法務・2013年)326頁。
- 21 黒沼悦郎「判批」金商判1396号(2012年)2頁以下、同「有価証券報告書等の不実開示に関する責任について」法学セミナー695号(2012年)23頁参照。なお、このような従来の取得自体損害説からの乖離を踏まえて、同判決の立場は修正取得自

- 体損害説とも呼ばれている。松岡啓佑「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任」『企業法の現在—青竹正一先生古稀記念』（信山社・2014年）358頁参照。
- 22 加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣・2014年）841頁。
- 23 潮見佳男「有価証券報告書等の不実開示に関する責任について」法学セミナー695号（2012年）19～20頁、同・前掲(18)524頁。
- 24 状況に応じて、取得時差額、取得自体損害、市場下落損害のいずれの主張も可能であるとして、「柔軟な相当因果関係説」と指摘される。松岡・前掲（13）「判批」15頁。また、判例の立場をもって、虚偽記載のあった有価証券を取得したために取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が現実に置かれている状態と、虚偽記載があった有価証券を取得しなかったならば取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が置かれるであろう仮定的状態との差を損害とみる総体財産損害説を採用したと評価する立場もある。潮見・前掲(23)19頁。
- 25 黒沼・前掲(12)金融商品取引法判例百選13頁。
- 26 東京地判平成26年11月27日 LEX / DB 文献番号25505951。
- 27 東京地判平成27年3月19日金商判1479号48頁。
- 28 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣・2016年）231頁。
- 29 弥永真生「企業買収と証券取引法（金融商品取引法）18条・19条」商事法務1804号（2007年）4～5頁。
- 30 加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究11巻（2011年）310頁。
- 31 田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」落合先生古稀記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣・2014年）878頁以下。
- 32 新谷勝「虚偽記載による損害と民事訴訟法248条の適用」日本大学法科大学院法務研究7号（2011年）2～3頁、近藤・前掲(12)商事法務1953号25頁、潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定（1）」法学会雑誌51巻2号（首都大学法学会・2011年）107～109頁。
- 33 近藤・前掲(12)商事法務1953号25頁、潘・前掲(32)108頁、田中亘「判批」ジュリスト1405号（2010年）187頁、加藤・前掲(30)327頁等。
- 34 加藤・前掲(30)311頁。鬼頭季郎＝内藤和道「虚偽記載等開示による株主のキャピタルロスと会社の損害賠償責任額について」判例時報2097号（2011年）15頁。また、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法（上）—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」ジュリスト1357号（2008年）108頁以下、「同（下）」ジュリスト1358号63頁参照。
- 35 能見善久「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・2009年）342頁は、投資家が被る経済的損失については、投資家の経済的利益というだけでは法律上保護されるべき利益かどうかは決まらず、どのような状況による利益なのかについて一定の評価的判断がなされる余地を示唆している。
- 36 米国法においては、証券取引所法規則（SEC規則）10b—5に基づき、流通市場での虚偽開示に基づく責任が認められるためには、投資家が虚偽記載を信頼して株式を購入したという信頼の要件の充足が必要であるが、Basic判決（Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224（1988））以降は、市場に対する詐欺（fraud on the market）理論に基づく推定が導入されて、信頼の要件が緩められているが、これは取引因果関係の立証を不要とするわが国の金商法21条の2の立法姿勢と近似しており、その範囲を超えて、一般不法行為責任を追及する場合には、信頼の要件を充足することを要求すると解する余地はあろう。米国法における法状況につき、藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学63巻4号（2011年）139頁、前越俊之「証券不実開示訴訟における「損害因果関係」」福岡大学法学論叢53巻4号（2009年）329頁、首藤優「証券流通市場における不実表示に対する損害額の算定方法」比較法雑誌45巻2号（2011年）385頁、池谷誠「Halliburton事件最高裁判決の検討—効率的市場仮説の有効性と検証方法」商事法務2042号（2014年）41頁参照。
- 37 この点、黒沼悦郎「虚偽記載に基づく民事責任の解釈上の諸問題」『現代商事法の諸問題—岸田雅雄先生古稀記念論文集』（成文堂・2016年）364頁以下は、不法行為責任の成否について、虚偽記載の疑惑報道後に株式を取得した者による損害、及び虚偽記載の発覚前に処分した株式についての損害賠償請求を肯定し、虚偽記載に起因しない株価上昇分の扱いについても損益相殺の対象から外すべきとされるが、金商法21条の2責任の前提としての同19条の責任範囲を超える不法行為責任を認めることには、疑念を抱かざるを得ない。損益相殺による責任額の控除について、加藤・前掲(30)343頁参照。
- 38 松岡・前掲(21)364～365頁。
- 39 アーバンコーポレーション事件のように、虚偽開示がなされる以前から、金融機関の融資姿勢の厳格化等に伴う資金繰り悪化という株価下落の要因が存在し、虚偽

有価証券報告書等の虚偽記載に基づく投資者の損害額について

開示の公表と同時に、当該要因が顕在化したといった認定は、虚偽開示に多い財務指標の粉飾等が行われている事情の下では十分に可能であろう。

- 40 鬼頭＝内藤・前掲(34)13頁参照。
- 41 藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義—わが国の改正法とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に」金融法務事情1997号（2014年）25頁、武井一浩「金商法上の流通市場不実開示責任における会社の『過失』の解釈—『法と経済学』の観点を踏まえて」商事法務2045号（2014年）40頁、王子田誠「金融商品取引法21条の2における発行者の主観的要件について」岸田雅雄先生古稀記念論文集『現代商事法の諸問題』111頁、武藤貴明「判批」ジュリスト1446号（2012年）85頁参照。
- 42 弥永真生「金融商品取引法21条の2にいう「公表」の意義」商事法務1814号（2007年）4頁、三井秀範「金融商品取引法セミナー（第12回）民事責任（2）」ジュリスト1401号（2010年）79頁、黒沼・前掲(28)227頁参照。