

# 博士論文

証券取引市場における不実表示に対する  
損害額の算定方法に関する考察  
—金商法二一条の二の適切な活用を目指して—

平成 27 年 3 月

中央大学大学院法学研究科

首藤 優

## 目次

はじめに	……9 頁
I. わが国における責任追及の方法と損害額算定の方向性	……13 頁
一、総論	……13 頁
二、会社法 429 条 1 項・2 項 1 号ロ	……13 頁
1、総論	……13 頁
2、会社法 429 条 1 項の法的性質	……14 頁
3、救済の対象となる株主の範囲	……16 頁
(1)損害の種類	……16 頁
(2)救済されるべき株主の範囲	……17 頁
4、会社法 429 条 2 項 1 号ロに定める責任の要件	……17 頁
5、救済されるべき損害の範囲	……19 頁
三、一般社団法人法 78 条・会社法 350 条・民法 715 条・民法 709 条	…20 頁
1、一般社団法人法 78 条・会社法 350 条・民法 715 条に基づく 損害賠償請求	……20 頁
2、民法 709 条に基づく損害賠償請求	……22 頁
3、損害の概念	……23 頁
4、損害額の算定方法	……26 頁

四、金融商品取引法 21 条の 2	……27 頁
1、制定の経緯・趣旨	……27 頁
2、責任追及のための要件	……28 頁
3、損害額の算定方法	……30 頁
五、小括	……32 頁
II. アメリカにおける損害額の算定方法の展開	……50 頁
一、研究の意義	……50 頁
二、総論	……51 頁
1、34 年取引所法 10 条(b)項	……51 頁
2、Rule 10b-5	……53 頁
3、市場に対する詐欺の理論 (fraud on the market theory)	……54 頁
三、アメリカで展開されている損害額の算定方法	……56 頁
1、総論	……56 頁
2、現実損害賠償方式 (out of pocket measure)	……56 頁
3、原状回復方式 (rescissory damage measure)	……58 頁
4、取引利益賠償方式 (benefit of bargain measure)	……59 頁
5、不当利得返還方式 (windfall measure of damages)	……61 頁

6、利益吐き出し方式 (disgorgement measure)	……62 頁
7、34 年取引所法 21D 条(e)項	……63 頁
四、損害因果関係 (loss causation)	……65 頁
1、総論	……65 頁
2、Dura 事件判決前の展開	……65 頁
3、Dura 事件判決	……67 頁
(1)事実の概要	……67 頁
(2)Fox 教授の見解と Coffee 教授の見解	……68 頁
(3)連邦最高裁判所の判断	……69 頁
(4)Dura 事件判決に対する評価	……69 頁
4、Dura 事件判決後の展開	……71 頁
(1)Gilead 事件判決	……71 頁
ア、事実の概要	……71 頁
イ、第 9 巡回区裁判所の判断	……73 頁
ウ、Gilead 事件判決に対する評価	……74 頁
(2)Williams 事件判決	……75 頁
ア、事実の概要	……75 頁
イ、原審の判断	……75 頁
ウ、第 10 巡回区裁判所の判断	……76 頁
エ、Williams 事件判決に対する評価	……77 頁
(3)Oscar 事件判決	……78 頁
ア、第 5 巡回区裁判所の判断	……78 頁
イ、Oscar 事件判決に対する評価	……79 頁
(4)損害額算定の視点からの考察	……79 頁
ア、Gilead 事件判決	……80 頁

イ、Williams 事件判決	……81 頁
ウ、Oscar 事件判決	……82 頁
(5)Gilead 事件判決と Williams 事件判決との関係	……83 頁
五、イベント分析	……83 頁
1、総論	……83 頁
2、イベント期間の決定	……84 頁
3、マーケット・モデルの構築による異常株式収益率の算出	……85 頁
4、株式収益率の統計学上の重要性のテスト	……87 頁
5、損害額の算定	……89 頁
6、イベント分析の問題点及び私見	……91 頁
六、小括	……92 頁
Ⅲ. わが国における損害額の算定の展開	……115 頁
一、総論	……115 頁
二、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項	……115 頁
1、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項の基本構造	……115 頁
2、公表日	……118 頁
(1)総論	……118 頁
(2)公表の主体	……118 頁
(3)公表の内容	……118 頁
(4)公表の方法	……119 頁

3、因果関係の反証	……120 頁
三、日本システム技術事件	……121 頁
1、事実の概要	……121 頁
2、損害額の算定に関する裁判所の判断	……121 頁
3、検討	……122 頁
四、西武鉄道事件	……123 頁
1、事実の概要	……123 頁
2、下級審裁判所における判断の傾向	……124 頁
3、最高裁判所の判断	……125 頁
4、最高裁判決後の展開	……126 頁
5、損害額の算定方法に関する裁判所の判断の検討	……127 頁
(1)総論	……127 頁
(2)不実表示公表前の損害	……129 頁
(3)狼狽売りに伴う損害	……130 頁
6、具体的な損害額の認定に関する検討	……131 頁
(1)総論	……131 頁
(2)保有継続株主に対する判断	……132 頁
(3)民事訴訟法 248 条の適用に関して	……134 頁
7、結論	……137 頁

五、ライブドア事件	……139 頁
1、総論	……139 頁
2、事実の概要	……139 頁
3、各争点における裁判所の判断	……141 頁
(1)公表の主体及び方法	……141 頁
(2)公表の内容・時期	……142 頁
(3)損賠賠償額の算定	……143 頁
4、各争点の検討及び私見	……146 頁
(1)公表の主体及び方法	……146 頁
ア、公表の主体	……146 頁
イ、公表の方法	……149 頁
(2)公表の内容・時期	……151 頁
(3)損害賠償額の算定	……152 頁
ア、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害額の算定方法	…152 頁
イ、ライブドア事件における損害額の算定方法	……155 頁
ウ、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項が対象とする損害額の算定方法	…157 頁
エ、損害額の減額	……158 頁
5、結論	……161 頁
六、アーバンコーポレイション事件	……165 頁
1、事実の概要	……165 頁
2、裁判所の判断	……166 頁
(1)争点①について	……167 頁
ア、第一審判断	……167 頁
イ、控訴審の判断	……168 頁

(2)争点②について	……169 頁
ア、第一審の判断	……169 頁
イ、控訴審の判断	……172 頁
ウ、最高裁の判断	……173 頁
3、検討	……175 頁
(1)不実表示の重要性	……175 頁
(2)損害賠償額の算定	……178 頁
ア、損害賠償額の算定方法	……178 頁
イ、損害賠償額の減額	……179 頁
(ア)減額の必要性の有無	……180 頁
(イ)公表日前の株価の値下がり を理由とする損害賠償額の減額の要否	…182 頁
(ウ)具体的な損害賠償額の減額	……184 頁
ウ、その他	……185 頁
(ア)金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番	……186 頁
(イ)公表日当日の扱いについて	……187 頁
4、結論	……189 頁
七、小括	……193 頁
IV. 今後の課題と展望	……227 頁
一、総論	……227 頁
二、平成 26 年金融商品取引法改正とその評価	……227 頁
1、適用対象者の拡大	……227 頁
2、過失責任への変更	……228 頁
3、金融商品取引法 21 条の 2 の位置付け	……230 頁



4、項番号の変更	……230 頁
三、マーケット・モデルの利用	……231 頁
四、公表日が判然としない場合	……233 頁
1、総論	……233 頁
2、オリンパス事件の概要	……233 頁
3、検討	……234 頁
五、小括	……237 頁
おわりに	……243 頁

はじめに

従来から、会社の経営状態が好調であると見せかける、あるいは、倒産を回避する等の理由により、証券取引市場に上場する会社が計算書類等に不実表示をするというケースが多々見られた。この不実表示は、1929年にアメリカに端を発した世界恐慌の原因となる等、資本主義経済の根幹を揺るがす事態をも招くことがある。そこで、会社が不実表示を行うことを防ぐ必要がある。そして、健全な証券取引市場を確立していくためには、不実表示を行ってしまった会社に対して、その不実表示により損害を被った投資家に対して損害賠償責任を負うというサンクションを課すべきである。しかし、わが国では、証券発行市場の場合と異なり証券流通市場では会社に資金が入らない、さらには、投資は自己責任で行うべきものであるという風潮が強い等の事情があったため、計算書類等の不実表示により、証券流通市場において投資家が損害を被ったとしても、不実表示を行った会社や取締役等に対して損害賠償請求が行われることは殆どなかった。そのため、不実表示により損害を被った投資家は泣き寝入りするしかなかった。

しかし、まず、そもそも不法行為により被害者に損害が発生した場合、加害者が当該不法行為により利益を得たかどうかに関係なく、被害者は損害賠償を請求することができることから、会社に資金が入らないことは、不実表示に対する損害賠償請求を否定する理由にならない。また、会社に直接資金が入らないとしても、当該会社が発行する有価証券の市場価格が安定することにより、当該会社としても、新たな資金調達の可能性、敵対的買収の防止、経営の安定等、様々な面において利益を享受する立場にある。したがって、証券流通市場において不実表示により投資家に損害を与えた場合、会社が直接資金を得ていないことを理由に当該会社に対する損害賠償請求を認めないとするのは妥当とはいえない。さらに、投資判断は会社から発表されている情報を基に行うものである。ゆえに、その投資判断の基準となる情報の正確性は予め保障されている必要がある。もし、その情報の正確性まで投資家が自己責任に基づき判断しなければならないとすれば、投資家にとっては何も指針がない状態で高いリスクを負わされることになることから、投資家はその市場に好んで投資を行わないであろう。結果、証券取引市場が機能しなくなり、ひいては資本主義経済の

存続すら危うくなりかねない。したがって、投資は自己責任に基づいて行うべきであるという原則は、あくまで正しい情報が発表されている場面における投資判断に対して適用されるべきである。証券流通市場において、不実表示により投資家が被った損害については、不実表示を行った者が責任を負うべきである。

わが国では、まず、バブル経済が崩壊した 1990 年代に入り、いわゆる企業不祥事に対する責任を追及する手段として、株主代表訴訟（会社法 847 条 3 項・5 項）が利用されるようになった。特に、株主代表訴訟の訴額についての定め（同条 6 項）が置かれた平成 5 年商法改正以後、株主代表訴訟は頻繁に提起されるようになった。その結果、コーポレート・ガバナンスの重要性が改めて認識されるに至った。しかし、株主代表訴訟は、会社が被った損害を回復するために株主が会社の代わりに取締役等に対して責任追及するための制度であり、株主自身が被った損害を回復するために設けられた制度ではない。したがって、株主代表訴訟により、取締役等の会社に対する責任の追及は行われるようになったが、株主（投資家）の救済にまでは至らなかった。

証券流通市場において不実表示により損害を被った投資家が損害賠償請求する際に考慮しなければならないのが、賠償されるべき損害額は幾らであるのかということである。これが確定しないと、そもそも不実表示により損害を被った投資家の救済を図ることができない。この点、不法行為における損害論の通説とされる差額説の立場に基づくと、加害行為（不実表示）がなかったならば有していたであろう利益状態と加害行為（不実表示）の結果生じた現在の利益状態との差額が損害として捉えられることになる。しかし、不実表示がなかったならば有していたであろう利益状態は、現実には存在しない仮定の状態である。また、証券の市場価格は様々な要因に基づき変動するため、本来あるべき価格を探るのは非常に難しい。そこで、賠償されるべき損害額は幾らであるのか、証券流通市場における不実表示により損害を被った投資家の救済を行う場面において非常に大きな問題となる。2004 年の証券取引法改正前の時点では、この問題が存在したため、わが国の証券流通市場においては、理論上可能であったはずの民法 709 条等を駆使して損害賠償請求を行うことが殆ど皆無な状況であった。

しかし、2004年に行われた証券取引法（現金融商品取引法）改正により、証券流通市場において不実表示を行った会社に対して投資家が損害賠償請求する制度が整えられた。とりわけ証券取引法 21 条の 2 第 2 項（現金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項）において(注 1)、非常に難しい問題となっていた損害額に関して、不実表示の公表日前 1 ヶ月間の平均価格と不実表示公表後 1 ヶ月間の平均価格との差額を、不実表示を原因とする損害額と推定するという規定が定められた。この改正を境に、証券流通市場における不実表示に対して、投資家により不実表示を行った者に対する損害賠償を請求する訴訟が頻繁に提起されるようになった。今後も、証券流通市場における不実表示に対して、金融商品取引法 21 条の 2 を活用することがさらに多くなると見込まれる。その際、特に損害額の算定が難しい場面では、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定規定を積極的に活用することで適切な損害額を算定できると考える。そこで、本論文では、以上の損害額の推定規定を活用することを念頭に置きつつ、証券流通市場における不実表示に対して賠償されるべき損害額を算定するにあたりどのような問題が生じるのか、そして、その問題に対してどのように解すべきかについて検討を加えることにする。

本稿はⅣ部構成である。まず、第Ⅰ部では、わが国の証券流通市場において、不実表示により投資家が損害を被った場合に、どのような方法に基づき当該会社や取締役等に対して損害賠償請求を行うことができるのかについて見ていく。そして、その際にどのような問題が生じてくるのかについて検討する。

続いて、第Ⅱ部では、わが国に比べて証券流通市場における不実表示に対する損害賠償請求が大きく発展しているアメリカの状況について見ていく。特に、アメリカでは、証券取引所法（The Securities Exchange Act of 1934）10 条(b) 項や SEC（Securities and Exchange Commission, 証券および取引所委員会）が定める Rule 10b-5（規則 10b-5）を中心に議論が展開されている。そこで、それらを中心に、アメリカでは、どのような問題が生じ、どのような解決が図られてきたのかについて検討する。

そして、第Ⅲ部では、わが国において証券流通市場における不実表示に対する損害賠償請求の場面で損害額がどのように算定されるのかについて、金融商品取引法 21 条の 2 の規定を見る。さらに、わが国において実際に損害額につ

いて裁判所が判断を下した事件である日本システム技術事件・西武鉄道事件・ライブドア事件・アーバンコーポレイション事件について、損害額の算定に関する問題を中心に検討を加える。

最後に、第IV部では、今後、わが国において、損害額の算定に関して、どのような課題があり、どのように展開されるべきなのかについて、オリンパス事件にも触れながら検討を加える。

なお、証券取引市場は、大別すると、証券発行市場と証券流通市場とに分けることができる。その中で、本論文では、損害額の算定が大きな問題となる証券流通市場における損害額の算定を扱う。

注1) 平成26年金融商品取引法改正(平成26年法律第44号、2014年5月23日成立、同月30日公布)により、同法21条の2は第2項に本条の責任を過失責任とする旨を定める結果、従来の2項の規定は3項に、従来の3条の規定は4項に、従来の4項の規定は5項に、従来の5項の規定は6項に変更される。そこで、本論文では、原則として、平成26年改正の規定に基づき項番号を記載するが、裁判所が示した判旨の引用部分に関しては、例えば、金融商品取引法21条の2第2項(現3項)のように、平成26年改正前の項番号と平成26年改正に基づく項番号とを併記する形で記載する。なお、項番号が変更となった規定について、条文の内容は変更されていない。

## I. わが国における責任追及の方法と損害額算定の方向性

### 一、総論

証券取引市場に株式を流通させている会社が計算書類に不実表示をなし、その結果、株価が上昇した。しかし、その後、その不実表示が発覚し、当該会社の株価が下落した。この場合、これらの一連の事実により損害を被った当該会社の株主は、損害賠償を求めて不実表示を行った取締役や会社に対して民事責任を追及することが考えられる。民事責任を追及する手段として、現在では、会社法 429 条 1 項または 2 項 1 号ロに基づく取締役の対第三者責任、民法 709 条・一般社団法人法 78 条・会社法 350 条に基づく会社の不法行為責任、金融商品取引法 21 条の 2 に基づく会社の責任を追及することが考えられる。そこで、第 I 部では、これらの責任追及の手段について、その制度の概要を見た上で、損害額の算定の方向性について見ていく。

### 二、会社法 429 条 1 項・2 項 1 号ロ

#### 1、総論

会社法 429 条 1 項では、「役員等がその職務を行うについて悪意または重大な過失があったときは、当該役員等は、これによって第三者に生じた損害を賠償する義務を負う」旨が定められている。また、同条 2 項 1 号ロには、取締役が第三者に対して責任を負う場合として、計算書類・事業報告書もしくはこれらの附属明細書または臨時計算書に記載・記録すべき事項についての虚偽の記載・記録を行ったことを挙げている。そのため、証券取引市場において株式を流通させている会社が不実表示をなし、その結果、当該会社の株主が損害を被った場合、取締役に対して会社法 429 条 1 項または 2 項 1 号ロに基づき損害賠償を請求することが考えられる。しかし、実際に、当該株主が会社法 429 条に定める対第三者責任を追及できるかについて、以下の四つの点、すなわち、①会社法 429 条 1 項の法的性質、②同条 2 項 1 号ロに定める責任の要件、③救済の対象となる株主の範囲、④救済されるべき損害の範囲が問題となる。そこで、これらの点について検討を加える(注 1)。

## 2、会社法 429 条 1 項の法的性質

まず、会社法 429 条 1 項に基づき取締役に対第三者責任を追及できるか否かに関して、その法的性質をいかに解すべきかという問題がある。

この点に関し、取締役は会社とは委任・準委任の関係に立つことから(会社法 330 条)、善管注意義務違反により会社に損害を与えた場合には、会社に対してその責任を負うことになる(会社法 423 条 1 項)。その一方で、取締役は第三者とは直接の法律関係に立たないことから、取締役が会社に対する任務を懈怠し、その結果、第三者に損害を与えたとしても、取締役の行為が第三者に対する不法行為(民法 709 条)の要件を満たさない限り、第三者に対しては責任を負わないことになる。しかし、会社の社会経済的地位及び会社における取締役の職務の重要性から、取締役の職務行為が第三者の利害に大きな影響力を及ぼすことが起こりやすい。そこで、特に第三者を保護する必要性があるため、会社法 429 条 1 項が制定されたのであり、取締役の対第三者責任は、不法行為責任(民法 709 条等)とは異なる法定の特別責任と解する(法定責任説)のが妥当である。判例(注 2)・通説(注 3)もこの立場に立つとされる(注 4)。

そして、会社法 429 条 1 項の法的性質を法定の特別責任と解する場合、取締役の任務懈怠行為と第三者の損害との間に相当の因果関係がある限り、間接損害・直接損害を問わず、当該取締役は第三者に対して損害賠償責任を負うと一般的に解されている(注 5)。この点に関して、直接損害・間接損害という用語は多義的であって、両者の境目は必ずしも明確ではなく、いずれとも識別できない場合が生ずることが指摘されている(注 6)。そこで、第三者の保護を重視する観点から、微妙な損害の分類の結果により第三者が救済されるか否かの結果が分かれるべきではなく、取締役が第三者に対して賠償すべき損害には間接損害・直接損害の両方の損害が含まれるべきであると解する。また、不法行為責任とは異なることから、取締役の行為が不法行為責任(民法 709 条)の要件を満たす限り、不法行為責任との競合が認められることになる。

これに対して、株式会社における複雑な職務執行を大量かつ迅速に行わなければならない取締役の地位を考慮して、取締役の対第三者責任は、取締役の不法行為責任について軽過失による責任を免除することで民法 709 条に定める責任よりも軽減するという、特別な不法行為責任であるとする見解(不法行為特則

説)がある(注7)。この見解によると、取締役に対して対第三者責任を追及するためには、取締役に第三者に対する加害行為について悪意・重過失があることが求められることになる。そして、不法行為責任の特則であることから、不法行為責任(民法709条)との競合が認められない。しかし、取締役の職務の重要性やその影響力の大きさに鑑みれば、会社法429条1項の規定を取締役の責任をこのような形で軽減する規定と解釈するのは妥当ではなく、この見解は採用できない(注8)。

さらに、取締役の対第三者責任の法的性質を特殊の不法行為責任であると解する見解(特殊不法行為責任説)もある。この見解は、取締役の対第三者責任の法的性質を、軽過失を免除した不法行為責任と解するが、第三者を保護するため取締役の責任を強化したものとして捉えるものである(注9)。この特殊不法行為説の具体的な解釈は細かく分かれるが(注10)、その代表的な見解として、適用範囲、主観的要件、不法行為責任との競合について、法定責任説と同様に解する見解(注11)が挙げられる。ここでいう特殊不法行為責任とは、民法709条に定められた一般の不法行為責任では全てに対処することが難しいため、責任を強化する目的で、それと異なる特殊の成立要件が定められている不法行為責任を指すものである。民法では714条から719条までの規定がこれに該当する(注12)。そして、会社法429条1項に定める対第三者責任についてもこの特殊不法行為責任に含まれるものとして捉えている(注13)。しかし、民法719条の場合は別にして、それ以外の規定は、監督・保管義務を負う者が他人・動物・工作物により発生した損害に対して間接的に自己の義務違反を問われて責任を負うことを定めた規定であり、会社法429条1項のように自己自身の行為による損害について責任を定めた規定とは態様が明らかに異なると指摘されている(注14)。そこで、会社法429条1項に定める責任を特殊不法行為責任に含めて考えるのは無理があるといわざるをえない。また、この見解では、法定責任説と同様に、会社法429条1項に定める責任が不法行為責任とは別の要件により成立するものとして考えていることから、なお不法行為責任を特殊化したものであるとする根拠にも実益にも乏しく、法定責任説の立場で説明する方が簡明であると指摘されている(注15)。ゆえに、取締役の対第三者責任の法的性質を無理に特殊の不法行為責任として捉える必要性に欠けるといえ、この見解は採



りえない(注 16)。

### 3、救済の対象となる株主の範囲

#### (1)損害の種類

取締役は第三者に対して損害賠償責任を負い、その第三者とは会社以外の者を指すことから(注 17)、株主も基本的にはその第三者に含まれることになる。そして、第三者と同様の地位において行った取引等により被った直接損害については、株主も救済の対象となると解することで特に異論はない(注 18)。しかし、取締役の任務懈怠から会社が損害を被り、その結果第三者に損害が生じる間接損害については、株主は株主代表訴訟により損害を回復すべきことを理由に、株主を救済の対象に含めない見解(注 19)が有力であり、そのように解する裁判例(注 20)も存在する。そこで、不実表示の発覚により株価が下落し株主が損害を被った場合に、その損害を直接損害・間接損害のどちらに分類するかが問題となる。

この点、取締役の経営失敗により会社の株価が下落し株主が損害を被った事例において、株主が商法 266 条ノ 3(会社法 429 条 1 項)により取締役に対して損害賠償請求することを認めないとの判断を裁判所は下している(注 21)。不実表示による損害の場合についても、不実表示の結果株価が下落して株主が損害を被ることから、一見した限りではこれと同じ形であるといえることができる。それゆえ、このような場合も株主は会社法 429 条 1 項に定める第三者として保護されないと解することができる。しかし、不実表示の発覚により株価が下落した場合、会社には特に損害が生じることはなく、ただ株主に損害が生じているだけである。ならば、その損害の実質的な内容は間接損害ではなく直接損害というべきである。この点について争いがあった事件(注 22)においても、裁判所は「原告らが株主であった時期に取締役の行為によって会社に損害が生じた結果株主である原告らに損害が生じたものではなく、被告...の粉飾決算を知らない第三者の原告らが被告...の株式を購入したために損害を被ったという事案であるから、その損害は第三者に発生した直接損害というべきであ」と判示している。ゆえに、この損害は直接損害に分類されるべきであり、不実表示により損害を被った株主は会社法 429 条 1 項の規定により救済されるべきである

と解する(注 23)。

## (2)救済されるべき株主の範囲

それでは、不実表示により株主が損害を被った場合、全ての株主を会社法 429 条 1 項による保護の対象とすべきであろうか。同じ株主の中でも、株主を会社が不実表示を行った後に当該会社の株式を取得した者と、会社が不実表示を行う前から当該会社の株式を継続して保有していた者とでは、置かれている状況が異なる。そこで、両者を分けて検討する。

まず、前者の場合、会社の不実表示の時点では当該会社の株式を保有していないことから、その時点では当該会社とは特に関係を有していない第三者ということになる。ゆえに、この場合については、その株主は会社法 429 条 1 項による保護の対象になると解する。

これに対して、後者の場合、不実表示の時点で既に当該会社の株式を保有している。そのような株主は不実表示の時点で会社内部者の地位も有しており、純粹な第三者とは言い難い。また、そのような株主には、不実表示を行うような取締役を選任しないまたは解任するという選択肢を有していたといえる。さらに、このような株主は、不実表示に基づき価格形成された株価で株式を取得していない。以上のことから、このような場合には、その株主は会社法 429 条 1 項による保護の対象とはならないと解すべきである。

なお、会社が不実表示を行う前から当該会社の株式を有していた者が、会社が不実表示を行った後に新たに当該会社の株式を取得する場合もある。この場合については、その株主は会社内部者の地位を有してはいるが、新たに取得した株式については会社が不実表示を行った後に当該会社の株式を取得した者と同じ立場である。また、この株主は不実表示の結果価格形成された株価で新たに株式を取得している。そこで、このような場合については、株主の保護の必要性が高いといえることから、会社が不実表示を行った後に当該株主が新たに取得した株式については、会社法 429 条 1 項による保護の対象に含まれると解すべきである。

## 4、会社法 429 条 2 項 1 号ロに定める責任の要件

会社法 429 条 2 項 1 号に定められている責任は、不実の情報開示に関する取

締役の第三者に対する責任である。この責任は直接責任に分類される責任であるが、情報開示の重要性及びその虚偽の場合の危険性から、同条1項に定める責任とは異なり、過失責任とされ、かつ、証明責任の転換がなされている(注24)。

実際に、原告が本条に基づく損害賠償を請求するためには、原告は不実の情報開示と第三者の損害との間の因果関係を証明する必要がある。ここで問題となるのが、原告が不実表示のある書類を実際に見たことを要件とすべきかである。この点に関して、下級審判決ではあるが、裁判所は、会社振り出しの手形の割引の場面において、当該手形の経済的価値を判断するために会社四季報の当該会社に関する事項を閲読した者は、不実表示のある書類を実際に閲読した上で、それを信頼して会社と直接の取引関係に入った者ではないことから、本条の規定による保護の範囲外にあると解している(注25)。この考え方を推し進めていくなれば、証券流通市場において株式を取得した者についても、不実表示のある書類を実際に閲読した上で株式を取得したのであれば、本条の規定による救済を受けることができないと解することも可能である(注26)。

しかし、あまりに厳密な因果関係の証明を要求されると、この規定の存在が無意味になる(注27)。特に、計算書類のような開示手段は、情報媒体を通じて広く情報を拡布する源になるため、直接それを閲読して信頼した者だけに保護範囲を限ったのでは意味がない(注28)。

そこで、まず、当該会社と直接取引関係に入った者またはそれと同等の者(当該会社振り出しの手形を割り引く者等)に関しては、当該会社が公表した計算書類等に基づき作成される会社四季報のような定評のある情報源を信頼してそのような関係に入った場合、特段の事情がない限り、会社が発信した情報を信頼したのと同様であると解することができるので、本条の規定により保護されるべきであると解する。

次に、第三者が証券流通市場において当該会社の株式を取得した場合であるが、特段の事情がない限り、市場は会社から公表された情報を正しい情報として信頼する。そして、株価は公表された情報を基にその価格が形成される習性を持つものである。そのため、投資家は株価が正しい情報を反映していると信頼して株式を取得するのが通常であるといえる。そこで、このような場合に関しては、第三者が特に調査をせずに当該会社の株式を取得したとしても、本条

の規定によりその者は保護されるべきであると解する(注 29)。

なお、実際に本条の規定による救済の対象とされるべき株主の範囲に関しては、I. 二、3(2)で述べたことと同様のことが当てはまると考える。

## 5、救済されるべき損害の範囲

前述 (I. 二、2) で述べた通り、会社法 429 条 1 項の法的性質は法定の特別責任であると解する。しかし、損害額の算定方法に関しては、賠償すべき損害額を適当な額にするために、不法行為の場合と同様に、取締役の行為がなかったら有していたであろう利益状態と、取締役の行為の結果として生じた利益状態との差を損害額と解するのが妥当である(注 30)。

従来、株価の下落により損害を被った株主が取締役の対第三者責任を追及してきたのは、元々正常に株価の価格形成がなされていたところ、取締役の経営失敗等により会社に損害が生じ、その結果、株価が下落し株主に損害が生じたという場面であった。この場合、取締役の経営失敗等がなければ株価は下落する以前の水準を保つことができたといえることができる。それゆえ、このような場面では、株主が被った損害額は株価の下落分であると考えることができる。

これに対して、不実表示の発覚により株価が下落し株主が損害を被った場合について、株主が取得した株式は無価値という訳ではなく、それ自体には価値が存在し、ただ不実表示によりその価値が吊り上げられているだけである。そこで、ここでいう損害額は、不実表示がなかったら有していたであろう利益状態と不実表示の結果として生じた利益状態の差、すなわち、不実表示がなかった場合の株価（本来の株価）と当該株式の取得価格の差ということになる。したがって、特に証券流通市場で当該株式を取得した場合、実際に損害額を算定するためには、通常、取得時点において本来の株価が幾らであるか算定する必要があるが、不実表示を原因として株価が幾ら吊り上げられたのか算出するのは非常に難しい。また、不実表示の場合に取締役の対第三者責任に基づいて損害賠償請求する事例自体が少なく、十分な議論が尽くされているとは言い難い。ゆえに、株主が不実表示を原因とする損害に対して取締役の対第三者責任を追及する場面において、具体的に適切な損害額が幾らであるか検討する必要がある(注 31)。

### 三、一般社団法人法 78 条・会社法 350 条・民法 715 条・民法 709 条

#### 1、一般社団法人法 78 条・会社法 350 条・民法 715 条に基づく損害賠償請求

一般社団法人法 78 条には、「一般社団法人は、代表理事その他の代表者がその職務を行うについて第三者に加えた損害を賠償する責任を負う」（同旨規定：旧民法 44 条 1 項・会社法 350 条、以下一般法人法 78 条等とする）と定められている。法人は自らの意思によって行為することから、法人が他人に対して不法に損害を与えた場合、法人自身の不法行為として、法人自身が損害賠償の責任を負うべきである。それゆえ、本条は当然の規定ということになる(注 32)。

本条の責任が成立するためには、代表者がその職務を行うにつき民法 709 条の不法行為責任を負うことが必要とされる(注 33)。本条の責任が成立するための具体的な要件は、以下の通りである(注 34)。

第一に、代表者の第三者（株主も含む）に対する加害についての故意または過失（過失は、損害発生の予見可能性と結果回避義務から構成される）が必要である。

第二に、代表者が、その職務を行うについて第三者に損害を発生させる必要がある。

第三に、代表者の故意または過失と第三者の損害との間に因果関係がなければならぬ。この因果関係をどう理解すべきか争いがあるが、判例は相当因果関係を問題とする(注 35)。

ここで、特に問題になるのが、代表者に第三者に対する加害についての故意または過失があるかである。不実表示の場合、第三者に対する加害の目的ではなく、経営状態が良好であることをアピールすることにより、自らの立場を守ることや会社の資金繰りを良くすること等を目的とすることが一般的であると考えられるためである。

まず、不実表示の目的が第三者に対する加害の目的であるとは考えにくいことから、代表者に第三者に対する加害についての故意があったとするのは一般に難しいであろう。そこで、不実表示の際に代表者に第三者に対する加害について過失があったかどうかを検討する必要がある。

不法行為における過失の概念には、「①加害行為を行った者が、損害発生の危険を予見したこと、ないし予見すべきであったのに予見しなかったこと（予見

ないし予見可能性)と、②損害発生を予見したにもかかわらず、その結果を回避すべき義務(結果回避義務)に違反して、結果を回避する適切な措置を講じなかったという、二つの要素が認められると考えるのが、一般的である(注36)。まず、不実表示を行えば、それが発覚した際には株価の下落を招き、その結果として、株主が損害を被ることは容易に予測することができる。ゆえに、少なくとも予見可能性は否定されないであろう。そこで、代表者が結果回避義務を負っているかどうかの問題となる。

この点、金融商品取引法が制定された目的は、「国民経済の健全な発展及び投資者の保護」(金商法1条)にあり、そのための手段として、企業内容等の開示の制度が整備されている。この「投資者を保護」するということは、具体的に、「①事実を知らされないことによって被る損害からの保護、②不公正な取引によって被る被害からの保護」、という二つの側面からなされる必要がある。つまり、「公正にして自由な証券市場の確立を通じて、投資者を保護することを意味する」とされる(注37)。そのために、有価証券報告書の記載内容について、その正確性を確保するための制度が整備されている(金商法24条の4の2以下、197条1項1号参照)。ゆえに、不実表示により株主が損害を被る結果が生じることを防ぐ義務が代表者には課せられていると解するべきであり、その義務に違反した代表者には結果回避義務違反が問われるべきである。

したがって、不実表示を行った代表者には第三者に対する加害についての過失が認められることになるので、不実表示の結果、株主に損害を与えた会社に対して一般法人法78条等に定める責任が成立すると解する。

また、代表者自身が不実表示を行っていないが、会社の従業員が不実表示を行い、それを代表者が看過した場合、代表者は監視義務違反、特に内部統制システム構築義務(注38)違反が問われることになる。この内部統制システム構築義務は、会社のリスクを低減させるために取締役(代表者)が会社に対して負う義務であり、取締役が株主に損害が出ることを防止するために負う義務ではない。しかし、内部統制システムを構築する目的の一つに、財務報告の信頼性を確保することが挙げられている(注39)。そこで、適切な内部統制システムを構築・運用する義務は、適正な有価証券報告書を提出する義務の一環として、取締役が市場や株主に対しても負うべきである。したがって、代表者でない者

が行った不実表示により株主が損害を被った場合、内部統制システム構築義務に違反した代表者には結果回避義務違反が認められ、代表者に第三者に対する加害について過失があったと認められることになる。ゆえに、このような場合でも、不実表示の結果、株主に損害を与えた会社には一般法人法 78 条等に定める責任が成立すると解する。なお、日本システム技術事件においては、実際に、内部統制システム構築義務違反を理由に株主が不実表示をした発行会社に対して旧民法 44 条 1 項（一般法人法 78 条等）に基づき責任を追及した。しかし、最高裁（注 40）は、当該発行会社の代表取締役が内部統制システム構築義務違反はなかったとして、その責任追及を認めなかった。

一般法人法 78 条等に類似する規定として、民法 715 条（使用者責任）の規定がある（注 41）。被用者が事業の執行について不法行為を行った場合は、使用者もその責任を負うことが規定されている。一般法人法 78 条等と異なるのは、民法 715 条 1 項但書で、使用者が被用者の選任・監督につき相当の注意を尽くした場合は免責されると規定されていることである。しかし、判例は民法 715 条の免責をほとんど認めていない（注 42）。また、民法 715 条による場合、代表者以外の被用者の行為も対象とすることができる。そこで、代表権を持つ取締役以外の者が単独で不実表示を行った場合には、民法 715 条による責任を追及する方が、代表権を持つ取締役の監視義務違反を介して一般法人法 78 条等により責任を追及するよりもより簡易に責任追及することができるともいえる。

## 2、民法 709 条に基づく損害賠償請求

法人も人であることから、法人である会社（会社法 3 条）も不法行為の加害者にも被害者にもなることができる。では、一般法人法 78 条等や民法 715 条を介することなく、直接、会社に対して民法 709 条を適用することが認められるか。

この問題に関して、クロロキン事件（注 43）のように、会社を始めとする法人に対して民法 709 条の適用を否定する裁判例も存在するが、西武鉄道事件（注 44）のように民法 709 条の適用を肯定する裁判例も多数存在し、裁判所の判断は分かれている。

この点、あくまで民法 709 条の適用を否定し、会社内で不法行為を行った者

を特定することが求められる一般法人法 78 条等や民法 715 条による責任追及のみが認められると解すると、会社の取締役・従業員のうちの誰かに過失があることを特定できないが、誰かに過失があることは明白な場合、会社に対して責任追及することが事実上不可能になる。しかし、これでは、被害者の保護に欠けると言わざるをいない。そこで、そのような場合に、会社の取締役・従業員全体を一体として捉えて、その一体としての会社組織そのものに過失があると認めることで、被害者の過失の立証困難を解消し、会社に対する責任追及を容易にするという立場が学説では有力である(注 45)。

思うに、会社が株主に損害を与えたことにつき、確実に誰かに過失があることは明白であるが、会社内部の構造が複雑であるために過失のある行為を行った者を特定できない場合、株主との関係において重要になるのは、会社全体として過失ある行為を行ってしまったことにより損害を与えてしまった者に対して救済することであり、過失ある行為を行った者が誰であるか特定することではない。誰が過失ある行為を行ったかについては、会社が株主に対して損害を賠償した後の求償関係の場面で問題とすべきであり、それは会社と株主との関係における問題ではなく、会社内部における問題として捉えるべきである。ゆえに、過失ある行為を行った者が誰であるか特定できないために会社が株主に対する責任を免れるとするのは妥当とはいえない。会社が株主に損害を与えた場合には、会社全体を一つの行為者として捉えるべきであり、一般法人法 78 条等や民法 715 条を介することなく、直接民法 709 条を適用することも認められるべきであると解する。

### 3、損害の概念

不法行為により被る損害を如何に定義するかについて、従来の通説は、差額説の立場から説明してきた(注 46)。すなわち、この差額説によると、損害とは、「もし加害行為がなかったとしたならばあるべき利益状態と、加害がなされた現在の利益状態との差である」(注 47)と定義される。

そもそも沿革的に見ていくと(注 48)、ローマ法から中世ローマ法、さらには 19 世紀前半ドイツ普通法に至るまで、損害概念は細分化されており、統一的な概念が確立されていなかった(注 49)。そのような状況の中で 19 世紀中頃にドイ



ツのモムゼンが統一的な損害概念として差額説を提唱し(注 50)、19 世紀後半にはドイツにおいて通説の立場となった(注 51)。その差額説が日本に持ち込まれ、通説の立場にまで至ったのである。最高裁も、「民法上のいわゆる損害とは、…侵害行為がなかったならば惹起しなかったであろう状態(原状)を(a)とし、侵害行為によって惹起されているところの現実の状態を(b)とし  $a-b=x$  その  $x$  を金銭で評価したものが損害である」(注 52)と判示し、差額説の立場を採用している。日本において差額説が通説となった理由について、於保博士は「金銭賠償主義をとるわが国においては、財産的損害については差額説によるほかはない」(注 53)ことを挙げている。

この差額説において、差額とは実際に何を指すのかについては多様な捉え方がある。潮見教授によると、まず、大きく、総体財産の差額(総体としての財産が有している価値の差額)をもって損害と捉える総体財産差額説と、不法行為の対象とされた個別の客体の有する価値の差額をもって損害と捉える個別財産差額説とに分類される(注 54)。次に、総体財産差額説及び個別財産差額説は、差額計算の時点を不法行為前後の時点とするのか、将来の財産状態の展開をも考慮に入れるのかにより、さらに二つに分類される(注 55)。そして、潮見教授の分類によると、不実表示において展開されている損害額の算定方式に関して、原状回復方式(取得自体損害説)は総体財産差額説の立場に立ち、かつ、不法行為前後の時点を計算基準とする立場から導き出される(注 56)。これに対して、現実損害賠償方式(高値取得損害説)は、個別財産差額説の立場に立ち、かつ、将来の財産状態の展開をも考慮に入れる立場から導き出される(注 57)。また、相当因果関係説(株価下落損害説)は、個別財産差額説の立場に立ち、かつ、不法行為前後の時点を計算基準とする立場から導き出される(注 58)。

このように、同じ差額説の中でも、差額の捉え方については統一されていない。しかし、実際に損害額を算出するにあたっては、全体財産差額説の立場でも個別財産差額説の立場でも、個々の損害項目に決定的な意味を持たせて主張・立証の対象とし、個々の損害項目に対応する金額を合算するという個別積算方式(個別損害項目積み上げ方式)という手法を用いる(注 59)。たとえ全体財産差額説の立場に立つとしても、加害行為がなかったならばあるべき総財産の状態を抽象的に立証することは不可能だからである(注 60)。

それゆえ、差額説においては、損害概念と金銭的評価とは一体として観念されることになり(注 61)、具体的な金額を算定して初めて損害の立証に成功したことになる。つまり、差額説の立場に立つ場合、損害額の立証責任は被害者が負うことになる(注 62)。

この差額説に対しては、①精神的苦痛のような非財産的損害に対する救済には不向きである(注 63)、②不法行為前後で実際に算定される金銭的差額が軽微である場合、重大な加害行為があったと評価できる場合でも十分な救済を図ることができない(注 64)、③そもそも差額説は完全賠償が原則であったドイツにおいて発展・普及した考え方であり、相当因果関係のある損害のみを救済の対象とする日本には適合しない考え方である(注 65)、という批判がある。

そこで、最近有力に主張されているのが、平井教授が提唱した損害事実説と呼ばれる考え方である(注 66)。この損害事実説においては、損害と金銭的評価とは区別すべきものであるとし、損害とは加害行為により被った不利益として主張された事実を指し、金銭的評価と損害とは別次元の問題であるとする(注 67)。

ここで、不利益として主張された事実に関して、例えば、交通事故により負傷し、結果、治療のいかなく入院先で死亡してしまった例において、負傷、入院費・治療費の支出、死亡、葬式費用の支出等、被害者にとっては様々な不利益の事実が発生する。その中で、平井教授によると、「被侵害利益の重大さに応じてこれら損害の事実の集合がいわばランクづけられ、上位が下位を包摂する関係にあり、最上位の損害の事実が原則として金銭的評価の対象となるべき『損害』」(注 68)として捉えていくことになる。

次に、金銭的評価に関して、平井教授は、金銭的評価は、「規範の適用ではなく、あくまで個別的・具体的事案における裁判官の創造的・裁量的判断である。…すなわち、裁判官が金銭的評価を行うにあたって、①諸般の事情を参酌して算定でき、その算定は事実裁判官の専権に属する。②算定の根拠を示すことは要せず、かつ③事実認定ではなく評価である以上、立証責任の観念を容れる余地がない」(注 69)と説明する。すなわち、損害事実説においては、金銭的評価は裁判官の自由裁量に基づき行われるとされている。

最高裁も、交通事故により被害者に後遺症が発生した事案において、「かりに交通事故の被害者が自己に起因する後遺症のために身体的機能の一部を喪失し

たこと自体を損害と観念することができるとしても、その後遺症の程度が比較的軽微であって、しかも被害者が従事する職業の性質からみて現在または将来における収入の減少も認められないという場合においては、特段の事情のない限り、労働能力の一部喪失を理由とする財産上の損害を認める余地はない」(注70)とし、依然として差額説の立場は維持しつつも、他の考え方に対して一定の配慮を示している(注71)。

この損害事実説に対しては、①裁判は強制執行に裏打ちされた国家権力の行使を伴うものであることから、裁判官の自由裁量は必要な範囲でのみ認められるべきであり、金銭的評価を制度として裁判官の自由裁量に委ねるのは妥当ではない(注72)、②どの損害項目を賠償の対象となる損害として捉えるのか、それをどのような基準で確定するのかに関する指針が損害概念の中に現れてこない(注73)、③取引的不法行為のように損害と金銭的評価とが一体となっているような場合においては理論を貫くことが難しくなる(注74)、という批判がある。

この点、差額説では、損害が客観的な数値で表されることになるので、損害賠償を求める場面において明確で分かりやすい処理が可能となる。しかし、差額説では数値に表れてこない損害に対する対応は難しい。一方、損害事実説では、不利益を被った事実を確実に損害として捉えていくことができるので、被害者の救済を十分に図ることが可能となる。しかし、損害と金銭的評価が一体となるような場面には不向きである。このように、差額説・損害事実説ともにそれぞれ長所・短所を有している。思うに、現代においては、高度に社会経済が発展しており、損害の態様も多様化している。そこで、損害を一律的に捉えていくのではなく、事案の解決に適した形で捉えていくべきであると考え(注75)。そして、証券取引に関しては、平成16年証券取引法改正の立法担当者が指摘するように、損害と金銭的評価の区別が明確ではないことから(注76)、差額説に基づき損害を捉えていくべきである。ゆえに、本論では、以後、差額説の立場から損害賠償額の算定に関して検討を加えていく。

#### 4、損害額の算定方法

前述の通り(I. 三、3)、本論では差額説の立場から不実表示における損害額の算定を考えていく。そして、その差額説に沿って考えると、流通市場におい

て株式を取得した者が、当該発行会社による不実表示により損害を被った場合、不実表示がなかったならば存在したであろう利益状態と、不実表示の結果生じた現在の利益状態との差が損害額ということになる。

この点、不実表示があっても、当該有価証券を取得することが可能な場合、現在の利益状態とは、実際に当該証券を取得した価格として捉えることができるが、不実表示がなかったならば有していたであろう利益状態とは現実には存在しない仮定の状態ということになる(注 77)。また、証券の市場価格は市場動向を始め様々な要素が複合的に絡み合った結果として形成されていくものである。それゆえ、不実表示により損害を被った投資家が本来あるべき価格を立証するのは非常に困難である。実際に、発行会社が財務報告書や有価証券報告書に不実表示をしたことを認め、真実が公表されれば株価は下落したであろうことは推認できるとしたものの、真実の公表により株価がどの程度下落したかは証拠上明らかではない、とされた事例(注 78)も存在する。最近でも、民法 709 条により損害賠償請求が行われた西武鉄道事件において、裁判所の判断が多岐に分かれた。ゆえに、民法 709 条や一般社団法人法 78 条等に基づき損害賠償請求する際には、損害額の算定方法に関して十分に検討することが求められている。

なお、不実表示がなければ、当該発行会社の株式を取得することがなかったと認められる場合には、取得自体が損害ということになり、取得価格と処分価格（保有を継続している場合には、口頭弁論終結時における価格）との差額が損害額となる。

#### 四、金融商品取引法 21 条の 2

##### 1、制定の経緯・趣旨

平成 16 年改正前の証券取引法には、株価に影響を与える重要な情報に関して発行会社が不実表示をした場合、証券発行市場においては発行会社が当該有価証券を募集または売り出しに応じて取得した者に対して責任を負う旨が規定されており(証取法(金商法)18 条)、その際の損害額の算定方法に関しても法定されていた(証取法(金商法)19 条)。また、証券流通市場で有価証券を取得した投資家についても、有価証券報告書等に不実表示があった場合には、開示書類

の提出者の役員等に対して損害賠償請求することも認められていた(証取法(金商法)22条, 24条の4)。しかし、その一方で、証券流通市場において、通常、役員等よりも資力が豊富であると考えられる発行会社に対する民事責任については特に定めがなかった(注79)。そのため、公開市場で株式を流通させている株式会社が不実表示をした場合、その株式を証券流通市場で取得した投資家は、当該会社に対して、一般不法行為の規定である民法709条、平成17年改正前商法261条3項(会社法350条)、あるいは、平成18年改正前民法44条1項(一般法人法78条)に基づいて責任追及するしかなかった(注80)。その際には、立証が非常に難しい不実表示と因果関係のある損害の額の算定に関しても原告が立証することが求められた。そのような事情から、証券流通市場において、重要な情報に関して不実表示をした発行会社に対して民事責任が追及されることは稀だった(注81)。そこで、「不実開示を行った者と投資家との間で実質的な立証のバランスを図るため」(注82)、平成16年証券取引法改正により21条の2の規定が定められ、証券流通市場において不実表示をした発行会社の民事責任の規定が導入された。この規定が現在の金融商品取引法にも引き継がれている。この規定の特徴は、「不実表示について発行会社の無過失責任を定めたこと、投資者がこうむった損害額について推定規定を設けたことにある」とされていた(注83)。

## 2、責任追及のための要件

金融商品取引法21条の2第1項では、不実表示により損害を被った投資家が当該有価証券を発行している発行会社に対して損害賠償請求する要件として、①有価証券報告書等(金融商品取引法25条1項に掲げる書類)に虚偽記載等が存在すること、②当該有価証券報告書等が公衆の縦覧に供されている間に流通市場で当該発行会社の有価証券を取得したこと、③虚偽記載等により損害が発生したこと、を挙げている。

金融商品取引法21条の2の責任は、一般法人法78条等や民法709条の場合と異なり、発行会社に不実表示についての故意または過失があることを要件としない無過失責任であるとされていた(注84)。その理由として、有価証券報告書等に不実表示がある場合、発行会社自体に故意または過失がないということ

は考えられないため、無過失による免責を認めるべきでないことが挙げられていた(注 85)。しかし、平成 26 年金融商品取引法改正（平成 26 年法律第 44 号）により、同条の責任を過失責任とした上で、故意または過失がないことにつき発行会社に立証責任を負わせるとする改正が行われた(注 86)。

全ての不実表示が金融商品取引法 21 条の 2 の適用対象となる訳ではなく、重要な事項についての不実表示が本条の適用対象となる。本条がその対象を重要な事項についての不実表示に限定した理由は、そのような不実表示であれば、投資者の投資決定や有価証券の市場価格への影響を通じて、類型的に、投資家に損害を与えやすいと考えられたためである(注 87)。そこで、不実表示が投資者の投資判断及び市場価格に重要な影響を与えているのであれば、本条に定める発行会社の責任が成立することになる。

発行会社に対して金融商品取引法 21 条の 2 の責任を追及することができるのは、不実表示期間中に有価証券を取得した者に限定されていたが、同条 1 項の適用対象者については、平成 26 年金融商品取引法改正により、有価証券を処分した者にも拡大されることが予定されている(注 88)。その一方で、同条の対象とならない者について、一般法人法 78 条等や民法 709 条に基づいて発行会社に対して責任追及することは可能である。そこで、現在においても、発行会社の民事責任を追及する上で、これらの規定には依然として有効性があることが認められるとされている(注 89)。

また、金融商品取引法 21 条の 2 に基づき発行会社に対して責任を追及する場合、同法 19 条 1 項の規定の適用により、請求できる損害額は当該有価証券の取得価額から損害賠償請求時における市場価額（あるいは処分価額）を引いた額に制限される。そこで、当該発行会社に対してこの上限額を超えて損害賠償請求しようとする場合には、一般法人法 78 条等や民法 709 条により責任追及を行うことが必要である。

なお、証券流通市場で有価証券を取得した者が実際に有価証券報告書等を信頼することは求められてない(注 90)。流通市場においては、公衆の縦覧に供されている重要な情報であれば、市場価格に反映されているはずと考えられるためである(注 91)。ただし、投資者が当該有価証券を取得する際に不実表示の事実を知っていた場合は、金融商品取引法 21 条の 2 の適用がない。この点につ

き、悪意の立証は発行会社がしなければならない(注 92)。

### 3、損害額の算定方法

金融商品取引法は、原告が不実表示と因果関係がある損害額を立証することは非常に困難であることから、原告による損害賠償請求の立証の負担を軽減することを目的として(注 93)、同法 21 条の 2 第 3 項で因果関係および損害額の推定規定を定めた。そこで、現在では、証券流通市場で株式を始めとする有価証券を取得した者が当該有価証券の発行会社の不実表示により損害を被った場合、同項の規定により救済を受けることになる。

この損害額の推定規定に関して、まず、損害額の推定規定の適用対象者は限定されている。すなわち、有価証券の取得時期と不実表示の事実の公表日との期間の乖離が大きくなるほど、当該有価証券の価格決定の基礎となる経済状況が大きく変化している可能性が高くなる。その結果、損害額の推定に合理性が認められなくなる可能性が高くなることから(注 94)、適用対象者が事実の公表日から遡って 1 年以内に当該有価証券を取得した者に限定されている。また、事実の公表前に当該有価証券を売却した者は、不実表示を原因とする有価証券の価格下落による損害が顕在化する前に当該有価証券を処分しているため、典型的に損害が生じているとは考えにくいことから(注 95)、適用対象者が当該公表日に引き続き当該有価証券を保有する者に限定されている(注 96)。そこで、この推定規定の適用対象とされていない者については、原則に立ち返って、不実表示と因果関係がある損害額を自ら立証する責任を負うことになる。

また、損害額の推定規定を定める一方で、公平の観点から被告による損害賠償額の減免の抗弁が認められている(注 97)。すなわち、被告は、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項に基づき、不実表示と原告が被った損害との間に因果関係がないことを立証することにより損害賠償額の一部または全部を減額させることができる。ただし、同項の適用を受けるためには、被告が推定される損害額のうち、不実表示と因果関係のない損害額を具体的に立証しなければならないと解されている(注 98)。この立証は、内部事情に精通している発行会社であっても非常に難しいといえる。そこで、同条 6 項では、原告が被った損害の全部または一部が不実表示を原因とする当該有価証券の下落以外の事情で生じたこ

とは明らかであるが、その具体的な額を立証することが極めて困難である場合、被告は裁判官の裁量により相当な額の減免を得ることができると規定されている。そのため、被告が不実表示と原告が被った損害の全部または一部との間に因果関係がないことさえ立証することに成功すれば、発行会社から賠償される損害額は推定された損害額より減免されたものになる。このことから、同条 3 項の適用を受ける者についても、発行会社の不実表示を原因とする損害額が具体的にいくらであるか算定しない限り、最終的な損害額を決定することができないということになる。

さらに、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の適用対象となる原告が、同項に定められている推定額を超えて損害賠償請求することも禁止されていない。投資家が推定された損害以上の損害を被っている場合もあり、その場合には、投資家が実際に被った損害額を賠償請求することは十分にありうるであろう。原告がそのような損害賠償請求をする場合には、原告が自ら不実表示と因果関係のある損害額を立証する必要がある。

このように、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項が存在する現在においても、損害額の算定に関して検討しなければならない課題は多い。しかし、確かに、同項から算出される推定額を超える損害賠償を請求するのであれば、損害額の算定方法を検討する必要があるが、その一方で、例えば、適用対象者に関しては、同項の類推適用を行うことでその対象を拡大することができる。また、同条 5 項・6 項に基づく減額に関しても、判例の蓄積や事件ごとの状況を吟味することで合理的な結論を導き出すことが可能である。したがって、損害額を算定する上で検討すべき課題はあるものの、その課題は現時点においてもある程度克服することが可能なものであるといえることから、損害額の算定が難しい場面では、同条 3 項の推定規定を積極的に活用して損害額の算定を行うべきであると考えられる。

なお、金融商品取引法では 22 条や 24 条の 4 により不実表示をした発行会社の役員等に対して損害賠償請求することも可能である。この場合、当該発行会社の役員等は、無過失であれば損害賠償責任を免れることができるが、その立証は役員等が行わなければならない(注 99)。不実表示により損害を被った投資家が当該役員等に対してこの責任を追及する際、その損害額については同法 21



条の 2 第 3 項のような推定規定が定められていないことから、投資家が不実表示と因果関係のある損害額を立証しなければならない(注 100)。この立証は非常に困難を極めるため、同法 22 条や 24 条の 4 の規定は殆ど活用されてこなかった。しかし、同法 21 条の 2 の規定が定められ、不実表示に対する損害賠償請求訴訟が活発になる中で、同法 22 条や 24 条の 4 の規定も活発に利用されるようになってきている(注 101)。

## 五、小括

証券流通市場に株式を流通させている発行会社が不実表示を行い、その事実が発覚し株価が下落した結果として株主が損害を被った場合、従来は、旧商法 266 条の 3 第 2 項（現会社法 429 条 2 項）に基づく取締役の対第三者責任や旧証券取引法 22 条・24 条の 4 に基づく役員等の民事責任、旧民法 44 条 1 項（現一般法人法 78 条）や民法 709 条に基づく発行会社の不法行為責任を追究することにより損害賠償請求するしか方法がなかった。その損害賠償請求も不実表示と因果関係のある損害額を立証することが非常に困難であること等を理由に提訴されること自体が少なく、また、実際に提訴された場合でも、発行会社の不実表示により原告が損害を被ったことは認められながら、不実表示と因果関係のある損害額が立証されていないことを理由に請求が認められなかった事例も存在した。しかし、現在では、会社が不実表示を行った後に当該会社の株式を取得した者に関しては、会社法 429 条 1 項に基づく取締役の対第三者責任を追究することにより損害賠償請求することを認める裁判例がある。また、金融商品取引法（旧証券取引法）21 条の 2 が新たに制定され、発行会社の民事責任を追究することも容易になった。さらに、一般法人法 78 条等や民法 709 条に基づく発行会社に対する損害賠償請求もそれぞれの要件を満たせば認容されるようになった。このように、現在では、発行会社の不実表示により損害を被った株主が当該発行会社やその取締役に対して責任追究する土壌が整いつつあるといえる。

しかし、わが国でそのような責任が追究されるようになったのは最近であることから、その請求の場面において大きな問題となる賠償されるべき損害額の算定については、未だ議論が十分に深まっているとは言い難い。その責任に関

する裁判例も幾つか出ているが、方向性が定まっているとは言い難い。そもそも会社法 429 条 1 項や一般法人法 78 条等や民法 709 条に基づき損害賠償請求する場合、証券取引に関する損害については、損害と金銭的評価とを一体として捉えるべきであることから、差額説に基づいて捉えるのが妥当である。しかし、不実表示により損害を被った場面で差額説に基づいて損害を捉える場合、不実表示がなかったならば有していたであろう利益状態と、不実表示があった現実の利益状態との差額を損害として捉えることになる。そして、損害を捉える際の基準となる不実表示がなかったならば有していたであろう利益状態は、あくまで仮定の状態であり現実には存在しないことから、それを立証することは難しい。結果、損害額を立証することは非常に難しい。

現在では、損害額の立証を容易にするために、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項で損害額の推定規定が定められている。同項の推定規定も、損害額を算定する上で検討すべき課題はあるものの、特に損害額の算定が難しい場面では、同項の推定規定を積極的に活用すべきであると考えられる。また、同項の推定規定が存在する以上、今後、同条を活用して損害賠償請求することが多くなると見込まれる。そこで、本論では、以下、同項を積極的に活用するという観点から、損害額の算定に関するアメリカでの状況、及び、わが国における状況を見たいので、検討を加えることにする。

注 1) 会社法 429 条 1 項に定める対第三者責任に関して、監査役・会計監査人等、取締役以外の役員等も同様にその責任を負う。しかし、本論では、話を簡潔にするため、議論の対象を取締役のみに限定する。

また、取締役の対第三者責任を追及するにあたり、責任追及の対象となる取締役の範囲も問題となる。本論において特に問題となるのが、不実表示を行った取締役以外の取締役を責任追及の対象に含めるかである。

この点、公開会社の取締役は取締役会の職務執行の監督権限(会社法 362 条 2 項 2 号)や代表取締役の選解任権(同項 3 号)を根拠に、代表取締役及び職務執行を担当する取締役の業務執行を監視する義務を負うことになる。ここで、もし、取締役が会社法 362 条 2 項の文言に基づく義務のみを負うと解するならば、取締役は取締役会に上程された事項についてのみ監視義務を負うことになる。それゆえ、不実表示に

関しては、その該当事項が取締役会に上程されているのは稀であると考えられることから、不実表示に関与していない取締役に関してはそもそも監視義務を負っていないことになり、監視義務違反に基づく責任を追及されないことになる。

しかし、取締役会の招集権限が一部の取締役に限定されている(会社法 366 条 1 項)としても、各取締役は必要があれば自ら取締役会を招集することが可能である(同条 2 項・3 項)。この規定は、取締役が代表取締役・業務執行担当取締役に對する監視義務の実効性を確保するために設けられたものである(弥永真生『リーガルマインド 会社法〔第 13 版〕』有斐閣(2012)159 頁;近藤光男『最新株式会社法〔第 6 版〕』中央経済社(2011)255 頁)。このような規定が設けられている以上、取締役の監視義務は、取締役会に上程された事項のみならず、業務執行全般に及ぶと解すべきである。最高裁も、平取締役の代表取締役に對する監視義務違反が問われた事例で、「取締役会を構成する取締役は、会社に対し、取締役会に上程された事柄について監視するにとどまらず、代表取締役の業務執行一般につき、これを監視し、必要があれば、取締役会を自ら招集し、あるいは招集することを求め、取締役会を通じて業務執行が適正に行われるようにする職務を有するものと解すべきである」(最判昭和 48 年 5 月 22 日民集 27 卷 5 号 655 頁)と判示している。

そこで、不実表示に関与していない取締役についても監視義務違反により対第三者責任の追及を受ける対象に含まれると解する。

注 2) 最判昭和 44 年 11 月 26 日民集 23 卷 11 号 2150 頁。この事件において、最高裁は、「法は、株式会社が経済社会において重要な地位を占めていること、しかも株式会社の活動はその機関である取締役の職務執行に依存するものであることを考慮して、第三者保護の立場から、取締役に對して悪意または重大な過失により右義務(善管注意義務及び忠実義務)に違反し、これによって第三者に損害を被らせたときは、取締役の任務懈怠の行為と第三者の損害との間に相当の因果関係があるかぎり、会社がこれによって損害を被った結果、ひいて第三者に損害を生じた場合であると、直接第三者が損害を被った場合であるとを問うことなく、当該取締役が直接第三者に対し損害賠償の責に任ずべきことを規定したものである」と判示した。

注 3) 石井照久『会社法上』勁草書房(1967)350 頁;大隅健一郎=今井宏『会社法論中卷〔第 3 版〕』有斐閣(1992)262 頁;鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法〔第 3 版〕』有斐閣(1994)306 頁;前田庸『会社法入門〔第 12 版〕』有斐閣(2009)451 頁;江頭憲治郎(江

頭憲治郎＝中村直人編)『論点大系 会社法 3』第一法規(2012)439 頁等。

- 注 4) 伊藤雄司「取締役等の第三者に対する責任の性質」(浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』)有斐閣(2009)166 頁；大阪谷公雄「取締役の責任」(田中耕太郎編『株式会社法講座(3)』)有斐閣(1956)1135 頁；大山俊彦(加美和照編)『取締役の権限と責任』中央経済社(1994)237 頁；龍田節(上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編)『新版注釈会社法(6)』有斐閣(1987)343 頁；丸山秀平『新株式会社法概論』中央経済社(2009)170 頁等。
- 注 5) 最判昭和 44 年 11 月 26 日。大山、前掲(注 4)238 頁；丸山、前掲(注 4)170 頁等。なお、法定責任説を採りながら、会社法 429 条 1 項の適用範囲を間接責任に限定し、直接損害については一般不法行為法によるべきであるとする見解(佐藤庸『取締役責任論』東京大学出版会(1972)133 頁)もある。
- 注 6) 大山、前掲(注 4)242 頁；龍田、前掲(注 4)303 頁以下。
- 注 7) 松田二郎『会社法概論』岩波書店(1968)227 頁；小町谷操三＝菅原菊志『小町谷商法講義／会社(2)』有斐閣(1971)264 頁等。
- 注 8) 青竹正一(酒巻俊雄＝龍田節編集代表)『逐条解説会社法(5)』中央経済社(2011)418 頁。
- 注 9) 大山、前掲(注 4)238 頁。
- 注 10) 本文で挙げたものの他に二つ見解がある。その一つの見解は、主観的要件については任務懈怠があれば足り、適用範囲を直接損害・間接損害の両損害に認めるが、株主に対しては直接損害のみを認め、間接損害は株主代表訴訟(会社法 847 条)によるとする。そして、不法行為責任との競合を肯定し、第三者の過失や消滅時効の場合に、会社法 429 条 1 項の立法趣旨と矛盾しない限り、民法の不法行為の規定の適用を認める見解である(大隅＝今井、前掲(注 3)262 頁)。もう一つの見解は、会社法 429 条 1 項の不法行為責任の理由を契約外当事者間の損害賠償関係にある点に捉え、適用範囲は間接損害を原則とし、任務懈怠を要件とし、不法行為責任との競合を認める見解である(塩田親文＝吉川義春「取締役の第三者に対する責任」『総合判例研究叢書商法(11)』有斐閣(1968)316 頁)。
- 注 11) 田中誠二『三全訂会社法詳論上巻』勁草書房(1993)678 頁；加美和照『新訂会社法〔第 9 版〕』勁草書房(2007)364 頁；三原園子「取締役の第三者に対する責任」(上村達男他編)『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻《下篇》』成文堂(2011)675 頁。

注 12) 塩田＝吉川、前掲(注 10)317 頁。

注 13) 大山、前掲(注 4)239 頁；田中誠二「取締役の対第三者責任の性質とその実益」商事法務 722 号(1976)48 頁。

注 14) 大山、前掲(注 4)239 頁。

注 15) 木内宜彦『会社法(企業法学Ⅱ)』勁草書房(1983)210 頁。

注 16) 会社法 429 条 1 項の法的性質について、三原園子（奥島孝康＝落合誠一＝浜田道代編）『新基本法コンメンタール 会社法 2』日本評論社(2010)324-325 頁において詳細に紹介されている。

注 17) 加美、前掲(注 11)370 頁；木内、前掲(注 15)211 頁。

注 18) 奥宮京子(江頭憲治郎＝門口正人編)『会社法大系 3 機関・計算等』青林書院(2008)256 頁では、直接損害については第三者を株主に含めることに関して、「これを否定する見解は見当たらない」としている。

注 19) 河本一郎「商法 266 条ノ 3 第 1 項の『第三者』と株主」(加藤勝郎＝柿崎榮治＝新山雄三編)『商法学における論争と省察：服部榮三先生古稀記念』商事法務研究会(1990)261 頁；神田秀樹『会社法〔第 15 版〕』弘文堂(2013)244 頁(注 1)③；吉川義春「取締役の第三者に対する責任—損害論と株主の『第三者』性(家永正直編)『現代裁判法体系(17)会社法』新日本法規(1999)277 頁；龍田節『会社法大要』有斐閣(2007)96 頁；前田、前掲(注 3)453 頁等。

これに対して、株主代表訴訟では、株主の間接損害が十分に回復されない場合が想定されること、ならびに、株主が当該株式を売却した場合、会社法 429 条 1 項による請求を認めるより他に方法がないことから、間接損害についても、株主が同項の責任を追及できるとする見解がある（弥永、前掲(注 1)226 頁；青竹、前掲(注 8)423 頁）。

一方、株主が被る間接損害に対して、一律に会社法 429 条 1 項の責任を認める訳ではないが、「取締役と支配株主が一体である閉鎖型のタイプの会社の場合、少数株主への加害の救済を代表訴訟に限ると、加害が繰り返され実効的な救済にならない例が多い」と指摘し、そのような場合には、株主が被る間接損害について同項に基づく損害賠償請求を認める余地があるとする見解がある（江頭憲治郎『株式会社法〔第 4 版〕』有斐閣(2011)471 頁）。また、「実質的に特定の株主に対する加害を意図したような会社財産の減少など取締役側に悪質な事情が存在する場合」、株主が被る

間接損害について、同項に基づく損害賠償請求を認めるのが妥当であるとする見解もある（伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権（四）」法学協会雑誌 124 巻 3 号(2007)666 頁。他にも、同項の法的性質に関して、特殊不法行為責任説を採る三原教授は、上場会社と非公開会社（全ての株式に株式譲渡制限の定めがある会社）とで分類し、後者の場合については、間接損害についても株主も第三者に含めるべきとする（三原、前掲(注 11)675 頁）。

思うに、会社の一般債権者と株主との間の関係においては、株主有限責任の原則(会社法 104 条) が認められる株式会社の特色上、会社の一般債権者の方が保護されるべきである。その観点から考えると、株主が被った間接損害について、会社法 429 条 1 項に基づく損害賠償請求を一律に認めることには賛成できない。しかし、その一方で、特に閉鎖型の会社においては、多数派株主と取締役とは一体であることが多い。そのような会社において、取締役が会社の財産状態を毀損して株式の価値を下げる行為を続けている場合、株主代表訴訟により少数派株主の間接損害を回復するには限度があると言わざるをえない。そこで、特に閉鎖型の会社において、少数派株主の保護が必要である場合には、間接損害を被った株主に対しても、同項に基づく損害賠償請求を認めるべきであると解する。

注 20) 東京地判平成 8 年 6 月 20 日判時 1578 号 131 頁；東京高判平成 17 年 1 月 18 日金判 1209 号 10 頁。

注 21) 東京高判平成 17 年 1 月 18 日。この事件において、裁判所が株主に対する取締役の対第三者責任を認めなかった理由として、①取締役には二重の責任を負わせることで過度な責任を負わせることのないように対第三者責任を認める代わりに対会社責任(会社法 423 条 1 項)を免除することは、総株主の同意がなければ原則として責任を免除することができないとする規定(会社法 424 条)に反すること、②株主に取締役の対第三者責任を認めることは、債権者よりも株主を優先して保護することになること、③株主間の公平を害することになることを、挙げている。

注 22) 大分地判平成 20 年 3 月 3 日金判 1290 号 53 頁。なお、本事件に対する評釈として、受川環大「上場会社の粉飾決算により株価が下落したため、同社の株式を取得した者が損害を被った場合、同社および代表取締役らの株主に対する損害賠償責任が認められた事例」金判 1301 号(2008)10 頁がある。

注 23) 近藤、前掲(注 1)319 頁では、「取締役の不実開示の結果、これを信賴して会社の

株式を買い付けた株主については、彼が株主であることを理由に本条の救済を否定することは不当である。この場合には株主は通常の第三者と同じ形で損害を受けたことになるからである」としている。

注 24) 江頭、前掲(注 19)475 頁；青竹、前掲(注 8)418-419 頁；弥永、前掲(注 1)230 頁；伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征『リーガルクエスト 会社法〔第 2 版〕』有斐閣(2011)236 頁。

注 25) 名古屋高判昭和 58 年 7 月 1 日判時 1096 号 134 頁。

なお、有価証券の価値の判断にとって重要なのは、計算書類等の情報の媒体ではなく情報の内容であること、法は会社が公表する情報を基に様々な投資判断の材料が作成されることを考慮して、その情報源である計算書類の真実性の確保を図っていることに鑑みて、会社から公表された情報が不当に歪曲された形で流通されていない限り、その情報を基に作成された情報を信頼した者が被った損害を、広く不実表示と因果関係のある損害として救済すべきであると指摘して、この裁判例の結論には賛成できないとする見解がある（黒沼悦郎「取締役の第三者に対する責任—計算書類の虚偽記載に基づく責任が否定された場合」ジュリスト 889 号(1987)108 頁）。他にも、会社四季報の記載のみを参照したことについて、民法 722 条 2 項に定める過失相殺の適用ないし類推適用を求める根拠とはなりえても、その責任を一般的に否定する根拠にはなりえないとする指摘もある（片木晴彦「取締役の計算書類虚偽記載に基づく責任が否定された事例」商事法務 1097 号(1986)1061 頁）。

注 26) 名古屋高判昭和 58 年 7 月 1 日において、裁判所は、「有価証券を取得した者とはいつでも公開市場における株式、社債の取得者とは著しく趣を異にする」と述べていることから、証券流通市場において株式を取得した者については、不実表示された開示書類を実際に見たことを要件として考えていなかったとも解することができる。

実際に、事件当時においても、証券取引法上の不実表示に対する責任（証取法 17 条～22 条，24 条の 4）に関して、原告が不実表示された開示書類を実際に閲覧したことを要しないという見解（龍田節（西原寛一＝大隅健一郎＝鈴木竹雄編）『注釈会社法(4)』有斐閣(1968)497 頁）が示されていた。

注 27) 江頭、前掲(注 19)475 頁。

注 28) 龍田、前掲(注 4)311 頁。

注 29) アメリカでは、このような考え方を「市場における詐欺理論」(fraud on the market theory)と呼ぶ。これは、Rule 10b-5に基づき投資家が不実表示を行った会社に対して民事責任を追及する場面において、原告が当該会社の株式を流通市場で取得した場合に、原告が当該表示を重要な要因と考えて投資判断を行ったと立証することが非常に困難であることから、因果関係の立証を容易にするために導入された理論である。この理論は、Basic 事件判決(Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224(1988))で採用され、証券民事訴訟において大きな影響を与えた。なお、「市場における詐欺理論」を詳しく説明する日本の文献として、今川嘉文「上場会社の不実開示と損害論」神戸学院法学 38 卷 3・4 号(2009)671 頁以下；栗山修『証券取引規制の研究』成文堂(1998)102 頁以下；黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』弘文堂(2004)124 頁以下等が挙げられる。なお、「市場における詐欺理論」に関しては、II. 二、3 において扱う。

注 30) 不法行為による損害において通説とされている差額説によっている。なお、差額説に関しては I. 三、3 において扱う。

注 31) 大分地判平成 20 年 3 月 3 日において、裁判所は、損害賠償額に関して、「株式取得価額から最終的な売却処分によって得た金額を控除する方法により算定するのが相当である」と判示している。しかし、この算定方法の適用は、不実表示がなければ株式の取得の可能性がなかった場合に限られるべきである。株式の取得の可能性がある場合には、不実表示がなかった場合の株価（本来の株価）と当該株式の取得価格の差を賠償されるべき損害額として捉えるべきであり、そのような形に近づける努力をすべきであったと考える。

注 32) 我妻榮『新訂 民法総則（民法講義 I）』岩波書店(1965)161-162 頁。なお、我妻博士は、法人が実在する本質を、「個人以外に、これと同様に、一個独立の社会的作用を担当することによって、権利能力の主体たるに適する社会的価値を有するもの」であるとする（同上 126 頁）。そして、法人の団体意思ないし組織的意思が認められるかどうかは、必ずしも法律学の決定すべき問題ではないとしている。しかし、法人が社会生活において一個の独立の社会的作用を担当するものと認められるということは、既に法人の行為なるものが認められることを前提としていると言わねばならず、この一般社会思想によって法人の行為と認められることに基づき、またその範囲において、法人の行為が存在すると解している（同上 156-157 頁）。そして、こ



のように解する以上、その行為に基づいて不法行為が成立しうるとは当然であるとしている（同上 162 頁）。

注 33) 最判昭和 49 年 2 月 28 日判時 735 号 97 頁。幾代通『現代法律学全集 5 民法総則〔第 2 版〕』青林書院(1984)132 頁；林良平＝藤原弘道＝川村俊雄『逐条民法 特別法講座① 総則』ぎょうせい(1991)189 頁；我妻榮他『我妻・有泉コンメンタール民法—総則・物権・債権〔第 3 版〕』日本評論社(2013)160 頁；高橋均「会社の対第三者責任（会社法 350 条関係）」法学教室 384 号(2012)18 頁；尾崎悠一（江頭憲治郎＝中村直人編『論点大系 会社法 3』第一法規(2012)89 頁。

注 34) 落合誠一（落合編）『会社法コンメンタール 8 機関（2）』商事法務(2009)23 頁。なお、落合教授は、一般法人法 78 条等による会社の責任を、「他人（代表機関）の行為による責任」として捉えている（同上）。また、稲葉威雄（酒巻俊雄＝龍田節編集代表）『逐条解説会社法（4）』中央経済社(2008)394 頁においても、同条の責任を報償責任の観点から捉えている。

他に要件について触れているものとして、西村峯裕＝久保宏之『コモンセンス民法 ① 総則〔第 3 版〕』中央経済社(2009)85 頁等がある。

注 35) この点につき、学説は、事実的因果関係と損害賠償の範囲とに分けて考える立場（平井宣雄『債権各論Ⅱ 不法行為』弘文堂(1992)122 頁以下等）が有力に主張されている（落合、前掲(注 34)23 頁）。

注 36) 我妻他、前掲(注 33)1323 頁。

注 37) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第 2 版〕』有斐閣(2011)5 頁。

注 38) 内部統制システムとは、取締役の職務の執行が法令および定款に適合することを確保するための体制、その他株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令（会社施規 98 条・100 条・112 条）で定める体制（会社法 348 条 3 項 4 号・362 条 4 項 6 号）のことである。大会社（会社法 2 条 6 号）では必ず定めなければならない事項とされている(会社法 348 条 4 項・362 条 5 項・416 条 1 項 1 号ホ）。

内部統制（Internal Control）は、1920 年頃からアメリカを中心に広まった概念で、当初は、「財務報告の信頼性」確保の前提として、会計監査人が会計監査を行うため必要とした内部牽制のシステムであった（柿崎環『内部統制の法的研究』日本評論社(2005)10 頁）。その後、内部統制に関する一連の展開を踏まえて、内部統制の

概念や考え方を包括的に整理・展開したのが、1990年代前半に公表された COSO レポート（The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission（トレッドウェイ委員会支援組織委員会）による報告書、1992・1994）による内部統制のフレームワークであった。この COSO の内部統制のフレームワークが内部統制の世界的な標準となっている（内部統制の経緯について、町田祥弘『内部統制の知識〔第2版〕』日本経済新聞出版社(2008)42頁以下で紹介されている）。

日本で内部統制という用語が一般的に知られるようになったきっかけは大和銀行事件判決（大阪地判平成12年9月20日判時1721号3頁）である。その後、平成14年改正で、内部統制システムが委員会等設置会社（現委員会設置会社）の監査委員会の職務遂行のための制度として定められたため（商特21条の7第1項2号）、日本では、内部統制システムは経営者の監督体制を含めた意味で使われることが多いとされる（江頭、前掲(注19)380頁）。そして、平成17年改正により、委員会設置会社以外の大会社についても、会社法上、内部統制システムを構築する義務が課せられるようになった。

注39) COSO レポートや金融庁企業会計審議会内部統制部会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」(2007)の中で明示されている。

注40) 最判平成21年7月9日判時2055号147頁。なお、日本システム技術事件についてはⅢ．三で扱う。

注41) 民法715条は報償責任の原理の現われとされており、「他人の行為についての責任」と解されている（我妻他、前掲(注33)1384頁；四宮和夫＝能見善久『民法総則〔第7版〕』弘文堂(2005)122頁）。そこで、一般法人法78条等を「他人の行為についての責任」として捉える見解（四宮＝能見、前掲書122頁）に立つならば、一般法人法78条等に定める責任と民法715条の使用者責任は基本的に同一であるといえる。これに対して、我妻博士のように、一般法人法78条等を「法人自体の不法行為責任」として捉える見解（我妻、前掲(注32)161-162頁）に立つと、一般法人法78条等と民法715条は性質が異なることになる。しかし、我妻博士は、条文の内容が似ており、実際に条文を解釈する際にも、お互いの条文の判例が参考になると指摘していることから（我妻、前掲(注32)163-164頁；我妻他、前掲(注33)1387頁）、後者の立場に立つとしても両者の規定を類似するものと考えて差し支えないだろう。

注42) 我妻他、前掲(注33)1390-1391頁。

- 注 43) 東京高判昭和 63 年 3 月 11 日判時 1271 号 3 頁。
- 注 44) 西武鉄道事件に関する裁判例は、東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 10 頁を始め多数存在する。西武鉄道事件に関してはⅢ. 四で扱う。
- 注 45) 四宮＝能見、前掲(注 41)143 頁；我妻他、前掲(注 33)1313 頁；松嶋隆弘「有価証券報告書等に虚偽記載があることが発覚し、上場廃止となった株主からの損害賠償請求—西武鉄道株主集団訴訟事件（①事件）・同機関投資家事件（②事件）第一審判決」判例評論 600 号(2009)29 頁。
- 注 46) 差額説の立場に立つものとして、於保不二雄『債権総論〔新版〕』有斐閣(1972)135 頁；四宮和夫『事務管理・不当利得・不法行為〔中〕』青林書院(1985)434 頁；幾代通＝徳本伸一『不法行為法』有斐閣(1993)276 頁；澤井裕『テキストブック 事務管理・不当利得・不法行為〔第 3 版〕』有斐閣ブックス(2001)236 頁；加藤雅信『新民法大系 V 事務管理・不当利得・不法行為〔第 2 版〕』有斐閣(2006)258 頁；平野祐之『民法総合 6 不法行為法〔第 3 版〕』信山社(2013)340 頁；太田知行「損害賠償額の算定と損害概念」私法 43 号(1981)218 頁等がある。
- 注 47) 於保、前掲(注 46)135 頁。
- 注 48) 損害概念の沿革に関しては、北川善太郎「損害賠償論の史的変遷」法学論叢 73 巻 4 号(1963)1-71 頁；高橋眞「損害論」（星野英一編集代表）『民法講座 別巻 1』有斐閣(1990)205-284 頁が詳しい。また、ドイツにおける議論については、吉村良一「ドイツ法における財産的損害概念」立命館法学 1980 年 2=3=4=5=6 号 794-832 頁；若林三奈「法的概念としての『損害』の意義（一）（二）（三）—ドイツにおける判例の検討を中心に—」立命館法学 1996 年 4 号 108-150 頁・1997 年 1 号 105-156 頁・1997 年 2 号 62-122 頁が詳しい。
- 注 49) 北川善太郎「損害賠償法の展開—序論的考察」法学論叢 124 巻 5=6 号(1989)24-25 頁；吉村良一『不法行為法〔第 4 版〕』有斐閣(2010)97 頁。
- 注 50) F. Mommsen, Zur Lehre von dem Interesse 1855 (北川、前掲(注 49)37 頁(注 12)；若林、前掲(注 48) (一) 123 頁(注 6)参照)。
- 注 51) 中田裕康『債権総論〔第 3 版〕』岩波書店(2013)147 頁；北川、前掲(注 49)24 頁。
- 注 52) 最判昭和 39 年 1 月 28 日民集 18 巻 1 号 136 頁。
- 注 53) 於保、前掲(注 46)136 頁(注 1)。
- 注 54) 潮見佳男「不法行為における財産的損害の『理論』—実損主義・差額説・具体的損

害計算」法曹時報 63 卷 1 号(2011)10-13 頁。

注 55) 同上。

注 56) 同上 10 頁。

注 57) 同上 13 頁。

注 58) 同上 12-13 頁。なお、不実表示において展開されている損害額の算定方式に関して、詳しくは第Ⅱ部・第Ⅲ部で扱う。

注 59) 同上 6・17-18 頁；加藤、前掲(注 46)282 頁；高橋、前掲(注 48)250 頁；森島昭夫『不法行為法講義』有斐閣(1987)330-331 頁；前田陽一『債権各論Ⅱ 不法行為法〔第 2 版〕』弘文堂(2010)82 頁。

注 60) 加藤、前掲(注 46)281-282 頁。

注 61) 高木宏行(明石一秀＝田中襄一＝松嶋隆弘編)『金融商品と不法行為』三協法規(2012)16 頁；潮見佳男『不法行為法』信山社(1999)214 頁；前田、前掲(注 59)86 頁。

注 62) 前田、前掲(注 59)85 頁；潮見、前掲(注 61)215 頁；高木、前掲(注 61)17 頁。

注 63) 中田、前掲(注 51)147 頁；吉村、前掲(注 49)97 頁；潮見、前掲(注 61)216 頁；北川善太郎＝潮見佳男(奥田昌道編)『新版 注釈民法(10)Ⅱ』有斐閣(2011)265・273 頁。

注 64) 中田、前掲(注 51)147 頁。内田教授は、小指の負傷の事例を通して、軽い神経障害が残った場合に、差額説では適切な対応が難しいと指摘する(内田貴『民法Ⅱ 債権各論〔第 3 版〕』東京大学出版会(2011)382-384 頁)。また、藤岡教授も、交通事故の後、被害者の収入に格別の損害が生じなかった場合、差額説によると、損害はないと判断されることになることになると指摘する(藤岡康宏『民法講義Ⅴ 不法行為法』信山社(2013)162 頁)。前田、前掲(注 59)55 頁にも同様の指摘がある。

注 65) 平井宣雄『損害賠償法の理論』東京大学出版会(1971)139-140 頁；井上英治『現代不法行為論』中央大学出版部(2002)42 頁；中田、前掲(注 51)147 頁。

注 66) 損害事実説を支持するものとして、平井、前掲(注 35)76 頁；内田、前掲(注 64)384-385 頁；中田、前掲(注 51)151 頁；井上、前掲(注 65)42 頁；窪田充見『不法行為法』有斐閣(2007)151 頁等がある。

注 67) 前田、前掲(注 59)55 頁；北川＝潮見、前掲(注 63)275・278 頁；中田、前掲(注 51)148-149 頁；平井、前掲(注 65)140 頁；窪田、前掲(注 66)149 頁。

注 68) 平井、前掲(注 65)474-475 頁。なお、窪田教授は、より個別的なレベルで事実を

とらえることもできるとし、「損害としての事実をどのレベルで捉えるのかという点では、いくつかのバリエーション」があり、「最も抽象的で、上位となる事実のレベルでつかえるという必然性はない」と指摘する（窪田、前掲(注 66)149-152 頁）。

注 69) 平井、前掲(注 35)130 頁。

注 70) 最判昭和 56 年 12 月 22 日民集 35 卷 9 号 1350 頁。

注 71) 人身損害については、本文中で紹介したもののほかに、死傷損害説（西原道雄「生命侵害・傷害における損害賠償額」私法 27 号(1965)107 頁以下）や労働能力喪失説（楠本安雄「逸失利益の算定額と所得額」（有泉亨他監修・編集）『現代損害賠償法講座 7 卷』日本評論社(1974)133 頁以下）等がある。人身損害に関する議論については、潮見佳男「人身損害における損害概念と算定原理（一）（二）」民商雑誌 103 卷(1991)4 号 509 頁以下・5 号 709 頁以下；淡路剛久「生命侵害の損害賠償」（星野英一編集代表）『民法講座 第 6 卷 事務管理・不当利得・不法行為』有斐閣(1985)323 頁等が詳しい。なお、本論は人身損害に関するものではないため、人身損害に関しては扱わない。

注 72) 加藤、前掲(注 46)281 頁；澤井、前掲(注 46)236 頁；森島、前掲(注 59)279 頁；潮見、前掲(注 61)218 頁。

注 73) 北川＝潮見、前掲(注 63)281 頁。

注 74) 加藤、前掲(注 46)281 頁。

注 75) 前田陽一教授は、現在の判例の考え方について、差額説を基本としつつ、損害事実説に近い考え方を取り入れていると指摘する（前田、前掲(注 46)55 頁）。

注 76) 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』金融財務事情研究会(2005)31-32 頁。

注 77) ここでは、損害額の算定方法の中でも、現実損害賠償方式（高値取得損害）を例に説明している。実際に、差額説に基づき損害額を算定するにあたり、どのような損害額の算定方法を適用することができるかについては、Ⅲ．五（ライブドア事件）において検討する。

注 78) 東京地判平成 13 年 12 月 10 日金判 1147 号 34 頁。

注 79) 流通市場において不実表示を行った発行会社に対して損害賠償責任を負わせる規定を導入するかに関して、昭和 46 年の証券取引法改正の際に検討されたが、その当時は、以下に挙げる理由により、そのような規定が導入されなかった。すなわち、

①流通市場において不実表示があった場合、当該不実表示により損害を被る投資家の数が極めて多く、その損害賠償額は極めて多額になる。そのため、もしその損害賠償責任を当該発行会社が負うとすると、当該発行会社は支払不能に陥る恐れが高く、それは社会経済的に好ましくない。②有価証券に投資する者は、自己責任の下、ある程度のリスクを負うことを覚悟すべきであり、たとえ当該発行会社の不実表示により損害を被ったとしても、直接の取引の相手方ではない当該発行会社に対して損害賠償すべきではない。③不実表示を行った当該発行会社が損害賠償責任を負うということは、最終的に出資者である株主が責任を負うことであり、一部の投資家の救済を他の株主の犠牲の下に行うのは妥当ではない（神崎克郎「証券取引法上の民事責任」（上柳克郎編集代表）『大森先生還暦記念 商法・保険法の諸問題』有斐閣(1972)218-219頁）。これに対して、神崎博士は、「流通市場の開示に重要な不実表示がある場合に、それによって被害をこうむる投資者が多数存在することは、まさにこれらの投資者の救済を確実にするために発行会社が損害賠償義務を負うこととされるべき理由であって、発行会社が支払い能力を有するにもかかわらず、投資者が発行会社から損害の賠償請求をすることを認められず、その救済が十分に確保されないままに放置されておくことは、望ましいことではない。また有価証券の投資者は、発行会社の経営危険に資金を投下したものであって、経営危険から生じる不利益は覚悟すべきものであるが（そのために情報の完全開示が要求される）有価証券届出書や有価証券報告書の不実記載による危険を覚悟すべきではなく、証券取引法は、まさに、一般投資者を不実の表示による不利益から保護しようとするものである」ことを理由に、昭和46年の証券取引法改正時において、流通市場において不実表示を行った発行会社に対する損害賠償責任を規定すべきであったと主張した（同上219頁）。

注80) 民法709条等を根拠に、発行会社に対して民事責任を追及できるかどうかに関し、民法709条の要件を満たす場合には責任追及を認める見解(神崎克郎『証券取引法〔新版〕』青林書院(1987)282頁)と、民法709条の要件を満たすか否かに関係なく責任追及を認めない見解(谷川久「民事責任」(ルイ・ロス=矢沢淳編)『アメリカと日本の証券取引法(下)』商事法務研究会(1975)621頁)とに分かれていた。責任追及を認める見解は、流通市場で有価証券を取得する投資家が負担すべきなのは、有価証券報告書等の不実表示のリスクではなく、発行会社の事業活動のリスクであると主張した。

これに対して、責任追及を認めない見解は、流通市場で有価証券を取得する投資家は発行市場と異なり発行会社を相手方とするものではないこと、会社財産については一般債権者に劣後すべき株主である投資家が一般債権者よりも有利な条件で救済を受けることができるのは疑問であること、役員等の個人責任の強化を通じて不実表示を防止すべきこと等を主張した(加藤貴仁(岸田雅雄監修)『注釈金融商品取引法 第1巻 定義・情報開示』金融財務事情研究会(2011)300-301頁参照)。

注 81) 流通市場における発行会社の民事責任を追及する事例が少なかった理由として、他に、日本にはクラス＝アクション制度が存在しないこと、不実表示を発見することが困難であることも挙げられている(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)4頁)。

注 82) 金融審議会金融分科会第一部会報告書「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(2003年12月)。

注 83) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第3版〕』商事法務(2013)292頁。

注 84) 河本＝大武、前掲(注 37)106頁。

注 85) 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)51頁。

また、金融商品取引法 21 条の 2 に定める責任を無過失責任とした理由について、当時の立法担当者は、過失責任とした上で立証責任を転換した場合、粉飾は専門家である会計士でなければ分からないことから、取締役や従業員が発見できなかったとしても過失がないと安易に認定され、被害者救済が実現できないことを危惧していたことを挙げていた(岩原紳作他「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)78頁 [三井秀範発言])。ただし、最終的には、重要な事項についての不実表示があってもなお無過失である場合がどのような場合であるかを確定させた上で、同条に定める責任を、立証責任を転換した過失責任とする制度を構築することが理想的であるともしている(同上 81頁 [三井秀範発言])。

注 86) この点に関して、詳しくはIV. 二、2にて触れる。

注 87) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕―東京地判平成 20 年 4 月 24 日―」商事法務 1839号(2008)20頁。

注 88) この点に関して、詳しくはIV. 二、1にて触れる。

注 89) 金融商品取引法 25 条 1 項に定められている書類以外の情報(取引所の自主規制によるタイムリー・ディスクロージャー等)に不実表示があった場合に関して、金融商品取引法は特別に民事責任の規定を置いていない。そこで、このような場合、一般法人法 78 条等や民法 709 条に基づき発行会社の民事責任を追及することになる(近藤=吉原=黒沼, 前掲(注 83)297 頁; 鬼頭季郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害賠償責任」(神田秀樹=武井一浩編)『実務に効く M&A・組織再編 判例精選』ジュリスト増刊(2013)161 頁)。

注 90) ライブドア事件(東京地判平成 20 年 6 月 13 日金判 1297 号 42 頁)で、裁判所は、「実際に有価証券報告書等の記載内容を信用してそれを投資判断の重要な要素としたかどうかは、損害賠償請求権の成否には関係がないものというべきである」と判示した。なお、ライブドア事件に関しては、Ⅲ. 五において扱う。

注 91) 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)11 頁。

注 92) 河本=大武、前掲(注 37)106 頁。

注 93) 岡田=吉田=大和、前掲(注 85)51 頁。

注 94) 三井、前掲(注 76)157 頁。

注 95) 同上。

注 96) 損害額の推定規定の適用者を限定することについて、①不実表示がなされた開示書類が公衆の縦覧に供された時を基準にすることもできたこと、②不実表示により当該有価証券の価格が本来の価格よりも吊り上げられていることから、投資家は当該有価証券取得の時点で既に損害を被っていることを理由に、理論的には正しくないと黒沼教授から指摘されている(黒沼, 前掲(注 87)6-7 頁)。なお、黒沼教授は、推定規定の適用範囲を明確にするために、このような規定が設けられたのであろうと説明している(同上)。

思うに、発行会社が不実表示の事実を公表する前に当該有価証券を売却した者については、発行会社の不実表示によるリスクが現実には顕在化していない以上、その者を保護する必要性は低いといえる。しかし、その一方で、そのリスク自体は発行会社が不実表示をした時点から発生していることから、発行会社により不実表示された開示書類が公衆の縦覧に供された時点以降に当該有価証券を取得した者については、不実表示の事実の公表の時点で当該有価証券を引き続き保有している限り、保



護する必要があるし、保護する方が自然であろう。そこで、立法論として、損害額の推定規定の適用対象者を、「不実表示された開示書類が公衆の縦覧に供された時以降に当該発行会社の有価証券を取得し、当該公表日において引き続きその有価証券を保有している者」とすべきと考える。

注 97) 岡田＝吉田＝大和、前掲(注 85)51 頁。

注 98) 加藤、前掲(注 80)296 頁。

注 99) 近藤＝吉原＝黒沼、前掲(注 83)295 頁；加藤、前掲(注 80)315 頁；小出篤（山下友信＝神田秀樹編）『金融商品取引法概説』有斐閣(2010)211 頁。

発行会社の役員については、不実記載であることを知らない、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった場合にのみ責任を免れることができるとされている（金商法 24 条の 4、22 条、21 条 2 項 1 号）。この点に関し、条文の文言の自然な解釈、及び、不実表示を是正するように一定の努力を尽くしたことのみを理由に免責を認めるのでは、違法行為抑止という民事責任の機能を発揮することができないことから（加藤、前掲(注 80)319 頁）、「虚偽記載を知った取締役は、代表取締役の有価証券報告書の訂正を求めるなど是正措置をとったとしても、虚偽記載のある報告書が提出されてしまえば免責されることがない。…是正措置が奏功しなかった役員は、自ら虚偽記載の事実を公表するか辞任すべきことになる」と指摘されている（黒沼悦郎、「ディスクロージャー違反に対する救済—民事責任と課徴金」新世代法政策学研究 9 号(2010)282 頁；加藤、前掲(注 80)319 頁；大証金融商品取引法研究会報告「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」（報告者：北村雅史教授）（2011 年 12 月 16 日報告）21 頁（[http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より））。

注 100) 近藤＝吉原＝黒沼、前掲(注 83)296 頁；加藤、前掲(注 80)315 頁；前掲(注 99)有斐閣(2010)211 頁

注 101) 松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に—」（出口正義他編）『企業法の現在 青竹正一先生古稀記念』信山社(2014)367 頁。実際に、ライブドア事件（東京地判平成 21 年 5 月 21 日判時 2047 号 36 頁・東京地判平成 21 年 6 月 18 日判時 2049 号 77 頁・東京地判平成 21 年 7 月 9 日判タ 1338 号 156 頁・東京高判平成 23 年 11 月 30 日金判 1389 号 36 頁（東京地判平成 21 年 5 月 21 日の控訴審））やアーバンコーポレイション事件（東京地判平成

24年6月22日金判1397号30頁)において、役員<sup>1</sup>の損害賠償責任が認められている(石田眞得「臨時報告書等の虚偽記載等と取締役・監査役の責任」私法判例リマーカーズ47号(2013〈下〉)78-81頁参照)。なお、本論文では、金融商品取引法21条の2を中心に検討するため、同法22条・24条の4については扱わない。

## II. アメリカにおける損害額の算定方法の展開

### 一、研究の意義

わが国の金融商品取引法の前身である証券取引法は、第二次世界大戦後、連合軍の占領政策の一環として、GHQ（連合軍総司令部）の指導の下、アメリカの証券法（The Securities Act of 1933、以下 33 年証券法とする）と証券取引所法（The Securities Exchange Act of 1934、以下 34 年取引所法とする）をモデルとして、昭和 23 年に制定された。GHQ の占領を終えてわが国が独立性を回復した後、証券取引法もわが国の実情に合わせた改正が行われた。その後も社会情勢に合わせて証券取引法の改正が幾度に渡り行われた。しかし、その間に、株式・社債等以外に多数の金融商品が開発され市場に流通したことから、投資家の保護を図るために金融商品について幅広く対処できる横断的なルール（金融サービス法）を作成することが強く要請されるようになった。そこで、最終的には 2000 年にイギリスで制定された金融サービス・市場法（Financial Services and Market Act）をモデルとする預金・保険を含む包括的な立法を目指すことを目標に、その前段階として、1986 年にイギリスで制定された金融サービス法（Financial Services Act）をモデルとした預金・保険以外の投資商品についての横断的なルールを制定することを目指した。その結果、平成 18 年に証券取引法の改正を行い、金融先物取引法等の法律を取り込んだ上で、金融商品取引法として新たに制定し直し、現在に至っている(注 1)。

このように、制定当時はアメリカの証券法制をモデルにしていたわが国の証券取引法であるが、現在では、アメリカの証券法制とは異なる部分も多くなっている(注 2)。しかし、実際の証券取引法の改正や金融商品取引法の制定において、インサイダー取引規制の導入、サーベンス・オックスリー法（Sarbanes Oxley Act）(注 3)を参考にして行われた上場会社の情報開示の強化、さらには本論文で扱う証券流通市場における不実表示に対する発行会社の民事責任制度の導入等、多数の場面でアメリカの証券法制が参考にされている。実際に、損害額の推定について定める金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は、アメリカで 1995 年に行われた 34 年取引所法改正を参考に制定されていることが平成 16 年証券取引法改正の立法担当者により指摘されている(注 4)。そして、アメリカでは 34 年取引所法 10 条(B)項や SEC（Securities and Exchange Commission, 証券

および取引所委員会)が定める Rule 10b-5 (規則 10b-5) に基づき、早くから証券流通市場において不実表示を行った発行会社の民事責任を追及する体制が整えられており、判例の蓄積も豊富である。そこで、アメリカで損害額の算定がどのように展開されてきたのかを研究することは、発行会社の民事責任を追及する歴史が浅いわが国にとって非常に有用であるといえることから、第Ⅱ部ではアメリカの状況について見ていくこととする。

## 二、総論 (注 5)

### 1、34 年取引所法 10 条(b)項

第 1 次世界大戦が終結し大恐慌に至るまでのほぼ 10 年間、アメリカの証券取引市場は「1920 年代の産業繁栄」(注 6)により空前の成長を見せた。有価証券の価値が上昇するにつれ、成功を収めた企業はより多くの有価証券を発行した。有価証券発行により得られた積立金はブローカーへの貸付を通して証券取引市場へ還流された。そのことがさらに証券取引を促進した。この雪だるま方式に証券取引が増えた結果、証券取引市場に流通する資本が継続的に増加することになり、証券取引市場に参加する投資家が著しく増大した。証券取引がより利益をもたらすようになると、投資家は、発行会社が有価証券の評価やリスク情報開示について相当な注意 (due diligence) をほとんど払っていない、よりリスクの高い証券取引に手を出した。

1929 年、広範な投機取引が限界に達し大恐慌が発生した。ニューヨーク証券取引所の上場株式の時価総額は、1932 年には 1929 年の 890 億ドルから 150 億ドルへと僅か 2 年半で 740 億ドルも下落した(注 7)。大恐慌が起きた原因として、①「実体経済において供給過剰が目立ち始めていたにもかかわらず、証券市場では過度の信用供与を背景として投機熱が高まり、バブルが発生していた」こと、②「ブローカーやディーラーによる相場操縦などの不正行為が横行したこと」、③「証券の発行者に情報開示を強制する制度がなく、虚偽の情報やミスリーディングな情報により市場の合理的な価格形成が阻害されていたこと」が挙げられている(注 8)。実際に一般投資家は非常にハイリスクな有価証券を大量に取引することで著しい経済的損失を被った。Franklin D. Roosevelt 大統領は大統領に初当選した直後に次のような証券取引制度の改革の大枠を示した。「買

い手危険負担という古くからのルールに『売り手にも注意義務を負わせる』という更なる原則を加えることを提案する。売り手に全ての真実を伝えるという負担を課す。有価証券における誠実な取引を促進しそれによって社会の信用を取り戻す」(注 9)。そのような時代背景の下、投資家保護を最優先の目的として、証券発行市場における規制として 1933 年証券法、及び、証券流通市場における規制として 1934 年取引所法が制定された。

その中で、証券流通市場における不実表示に関する根本的な規定である 34 年取引所法 10 条(b)項は以下のように規定されている。

「いかなる者も、直接または間接に、州際通商の方法もしくは手段、郵送または国法証券取引所の施設を利用して、次に挙げる行為を行うことは違法である。

(b) 委員会が公益のためあるいは投資家保護のため必要または適当なものとして定める規則又は規制に違反して、国法証券取引所に登録されている有価証券もしくは登録されていない有価証券、・・・の売買に関して相場操縦的または欺瞞的戦略もしくは策術を用いること。」

なお、34 年取引所法には不実表示に対する責任追及について明示の訴権が規定されている。すなわち、同法 18 条では、以下のように規定されている。

「(a)本法あるいはこれに基づく規則もしくは規制、または本法 15 条(d)項に定める登録届出書に含まれる確認書にしたがって提出されるすべての申請書、報告書もしくは文書中に、それが作成されたときおよび作成された当時の状況に照らして、重要な事実に関して虚偽あるいは誤解を招く記載を行いまたは行わせた者は、誠実に行動しかつ当該記載が虚偽あるいは誤解を招くものであることを知らなかったことを証明しない限り、(当該記載が虚偽あるいは誤解を招くものであることを知らずに) 当該記載を信頼して、当該記載による影響を受けた価格で証券の売買を行った者に対して、当該信頼により生じた損害の責任を負わなければならない。当該責任の実現を求める者は、管轄裁判所においてモンローまたはエクイティに基づき提訴することができる。・・・

(c)本条に基づき生じた責任を実現する訴訟は、訴訟の原因を構成する事実の発見から 1 年以内、あるいは、当該訴訟の原因が生じた時から 3 年以内に限り、提起することができる。」

しかし、34 年取引所法 18 条(a)項では、原告が、現実には「当該記載を信頼し

たこと」を立証することが求められると解されている(注 10)。そのため、同項に基づき責任を追及する場合、クラス＝アクションではなく、個々に訴えを提起する方向にならざるをえない(注 11)。ゆえに、証券流通市場における不実表示に対する責任追及の方法として同項はほとんど利用されなかったと指摘されている(注 12)。

## 2、Rule 10b-5

1942年に、前述(Ⅱ．二、1)の34年取引所法10条(b)項が定める規則制定権に基づき、SECはRule 10b-5を制定した。Rule 10b-5は以下のように規定されている。

「何人も州際通商の方法・手段、郵送、あるいは国法証券取引所の施設を用いて、有価証券の売買に関して以下の行為を直接または間接に行うことは違法である。

- (1)人を欺くために策略、陰謀または術策を用いること
- (2)重要な事実を不実表示すること、あるいは、記載を誤解を招くものにしないという事情の観点から開示されている必要がある重要な事実の不開示
- (3)何人に対する詐欺または欺瞞になるまたはその恐れのある行為、慣行、業務の執行を行うこと。」

当初、Rule 10b-5はSECが使用することが予定されていた。そのため、Rule 10b-5は私的訴訟原因について何も明示していない。しかし、1946年にNation Gypsum 事件判決(注 13)で連邦地方裁判所がRule 10b-5に基づく黙示の訴訟原因(implied cause of action)を認めた。そして、1971年に連邦最高裁判所もSuperintendent 事件判決(注 14)で、「私的訴権が取引所法10条(b)項により黙認されることが確立されている」(注 15)と判示し、Rule 10b-5に基づく黙示の訴訟原因を是認した(注 16)。Rule 10b-5は、現在、会社による不実表示、インサイダー取引、ブローカー・ディーラーによる過当取引等、様々な場面で幅広く適用されている。証券民事訴訟においてRule 10b-5が広く利用されてきた理由として、①33年証券法および34年取引所法で明示されている訴訟原因に比べて、訴訟費用の担保や出訴期限の点で原告に有利であったこと(注 17)、②Rule 10b-5違反を主張すれば連邦裁判所で裁判を受けることができ、それにより州

法の適用を受ける場合よりも詐欺の立証が容易になる、また、法廷地を選択することができる等の利点が原告にあったことが指摘されている(注18)。

### 3、市場に対する詐欺の理論 (fraud on the market theory)

Rule 10b-5 に基づき損害賠償請求する場合の要件の一つとして「信頼 (reliance)」が挙げられている(注19)。1965年に、第2巡回区裁判所は、Rule 10b-5 に基づく民事訴訟の場面における信頼の基準に関して、投資家の投資決定に際して、不実表示が重要な要因であったかどうかであるとする判断を示した(注20)。この基準によると、原告は、被告の不実表示が重大な要因となって損害を被ったこと、すなわち、不実表示された事項を信頼して取引したために損害を被ったことを立証する必要がある。しかし、原告が公開市場において取引していた場合、現実はこのことを立証するのは難しい。また、情報不開示の場合には、原告は不開示の対象となっている事実が存在しないと信頼して取引した結果、損害を被ったことを立証する必要がある。それは事実上不可能であり、悪魔の証明 (probatio diabolica) を求めるにも等しいといえる。

さらに、証券訴訟の多くはクラス=アクション (class action) (注21)により提起される。クラス=アクションでは、ある会社が不実表示を行っていたとされる期間 (クラス期間) に当該会社の有価証券を購入した者は全員原告適格を有し、クラスのメンバーに組み込まれる。しかし、全ての投資家が、当該不実表示がなされた開示書類を閲読した上で、当該有価証券に関する投資判断を行うわけではない。その開示書類を基に作成された情報を信頼して投資判断を行う者もいれば、そのような情報にも触れずに市場価格等から投資判断を行う者もいる。このように、投資家の購入態度はそれぞれ異なることから、信頼の要件を厳格に適用すると、クラス=アクションによる訴訟提起自体が事実上不可能に陥ることになる。

そこで、まず、情報不開示の事例について、連邦最高裁判所は、「信頼の積極的な立証は損害を回復するための必要条件ではない。必要なことは秘匿された事実が重要であるということである。・・・開示義務の存在と重要な事実の秘匿が立証されれば事実上の因果関係の要件が満たされる」(注22)と判示し、信頼の要件を緩和した。そして、この法理は対面取引 (face-to-face transactions)

に限られないと解された(注 23)。

次に、積極的な不実表示の場面で信頼の要件を緩和するために確立された理論が「市場に対する詐欺の理論」である。1988年のBasic事件判決(注 24)において、連邦最高裁判所は、「市場に対する詐欺の理論」を、公開市場において、会社が発行する有価証券の市場価格は、会社およびその事業に関する入手可能な重要な情報に基づいて決定されるという前提に基づき、当該有価証券の取得者が直接不実表示を信頼しなかった場合でも、被告の詐欺と原告の証券購入との間に因果関係があることを認める理論であると定義した。そして、連邦裁判所は、①この理論は証券取引市場の誠実性に対する投資者の信頼を促進するという34年取引所法の立法目的に合致すること、②高度に発展した証券取引市場で取引される有価証券の市場価格は全ての入手可能な情報を反映するため、重大な不実表示も反映することを最近の実証研究の結果が示していることを理由として、「市場に対する詐欺の理論」の適用を認めた(注 25)。

Basic事件判決がアメリカにもたらした最大の効果は、不実表示に関する発行人等々の民事責任をクラス＝アクションにより追及しやすくした点にあると指摘されている(注 26)。そして、この判決により「市場に対する詐欺の理論」が普及したことが、アメリカにおいてRule 10b-5に基づく民事責任の追及が増大した大きな理由である(注 27)。

そして、Amgen事件(注 28)において、連邦最高裁判所は、クラス全体の信頼となる市場における詐欺の推定を引用するクラス認定の段階において、不実表示の重要性を証明する必要がないとの判断を示した(注 29)。その理由として、連邦最高裁判所は二つの理由を挙げている。一つは、重要性は客観的な基準により判断されることから、不実表示の重要性はクラスのメンバーに共通する問題であるということである(注 30)。もう一つは、不実表示の重要性はクラスのメンバーが証券詐欺を主張する際に不可欠な要素であることから、重要性の問題に対する証明の失敗は事件を終わらせることになる。すなわち、クラスのメンバーは、重要性に関して、揃って勝利するか敗北するかということになる。それゆえ、クラス認定の段階で重要性の証明を求めることは、議論に勝利することを原告が先に証明する必要が生じる。それは順序として逆であるということである(注 31)。



その一方で、Amgen 事件において、市場の効率性に対して懐疑的な立場から、市場における詐欺の理論を再検討すべきとする判事の見解もあった(注 32)。そして、Amgen 事件後の課題として、何が効率的な市場であり、市場における詐欺の理論が適用される場面において、「効率的」というのが何を意味するのかについて検討する必要があるとの指摘を受けている(注 33)。さらには、市場における詐欺の理論に基づき構築されている、証券流通市場における不実表示に対して完全な救済を求める現在の責任追及の構造自体を変えるべきであるとの主張も見られる(注 34)。

### 三、アメリカで展開されている損害額の算定方法(注 35)

#### 1、総論

34 年取引所法 10 条(b)項や Rule 10b-5 は、事件ごとに事件の解決に適したアプローチを裁判所にさせるために、損害賠償額の算定方法や救済の基準を全く明示していない。すなわち、事件を解決する際のアプローチとして、裁判所はコモンローにおいて使用される現実損害賠償方式 (out of pocket measure) を採用することが実務上では多い。しかし、控訴裁判所が「事件の事実に適した損害賠償額を認定する上で第一審裁判所に伝統的に残されていた裁量権」(注 36)を行使することも認められる。実際に、『Rule 10b-5 の下では損害賠償額の判例法はない』と結論づけたくなるほどに非常に多様な判例が存在してきた(注 37)と評されている。以下では、その中で代表的な算定方法を説明する。

#### 2、現実損害賠償方式 (out of pocket measure)

通常、現実損害賠償方式では、有価証券の価値（発行者のその後の業績を考慮して推定される購入時点における被告の有価証券の真の価格）と原告に対してその対価として支払われた価格（または被告が交換により与えることができた何かしらの価値）との差額を損害額として想定する(注 38)。そこで、原告が売主の場合には、「取引時における真の価格－売却価格」が、原告が買主の場合には、「購入価格－取引時における真の価格」が賠償されることになる(注 39)。

例えば、A は市場価格に基づき B 社株式を 1 株につき 1,000 円で購入した。しかし、その時点で B 社は重要なリスク情報を情報開示しておらず、その情報

を含めた上での本来の B 社の株価は 1 株につき 500 円であった。この場合、A は 1 株につき 500 円の損害を被っていることになる。

この方式は、取引時以降に生じた価格変動を考慮しないことにより、不実表示以外の要因による影響を理論上排除する(注 40)。もっとも、取引日における有価証券の真の価値を発見することは困難であることから、「それに代えて訂正情報が市場に吸収された時の価格を基準とする方式（修正現実損害賠償方式）をとる判例が多い」と指摘されている(注 41)。実際に、「市場が流動的でニュースに瞬時に反応する場合、真実が明らかになった時の下落幅はその情報の価値の適切な基準となり、それが適切な損害賠償額の算出方法となる」とする判決も存在する(注 42)。例えば、前述した事例で、実際に B 社がその重要なリスク情報を情報開示したところ、B 社の株価は 1 株あたり 700 円まで下落した。この場合、A は 1 株につき 300 円の損害を被っているということになる。

ただし、損害賠償額を修正現実損害賠償方式に基づいて算出する際には、市場動向が計算に含まれなければならない。例えば、関連するマーケット指標が 1,000 である時にある株式が 1 株につき 100 円で売買されていたとする。その後、開示情報が修正され、当該株式は 1 株につき 90 円で売買されることになった。しかし、同じタイミングでマーケット指標も 900 となった場合、その株価下落は開示情報の修正ではなく、市場動向を原因とするものであるといえることから、不実表示を原因とする損害は存在しないことになる(注 43)。

また、損害賠償額を修正現実損害賠償方式に従って算出する際には、被告に対してその有価証券の価格変動の一部または全部が申し立てられた詐欺以外の要因あるいは市場変動によるものであったことを立証する機会を与えなければならない(注 44)。

現実損害賠償方式においては、取引日における有価証券の真の価値を発見することが重要になる。その 1 つの方法として、イベント分析 (event study) を行う際に構築されるマーケット・モデルを利用してその真の価値を発見するという方法が提案されている(注 45)。この方法では、証券取引市場の市場価格から証券取引市場の一般的傾向やその企業の属する産業の状況が市場価格に与える影響を分析し、当該有価証券の真の価値を推定していくことになる。

しかし、マーケット・モデルは市場がセミ・ストロング型の効率性(注 46)を

有することを前提としていることから、そのような状態となっていない限りマーケット・モデルを利用することができない。また、有価証券の現実の価格と真の価値との乖離が長期間に渡ると、企業を巡る環境が大きく変化したり、市場価格に他の要因が反映されたりすることがあることから、マーケット・モデルによる算出が困難になる恐れがある。

なお、イベント分析、及び、マーケット・モデルに関しては、Ⅱ．五、及び、Ⅳ．三で扱う。

### 3、原状回復方式 (rescissory damage measure)

コモンローにおける原告と同様に、詐欺により取引に勧誘されたと申し立てられた契約の場合、Rule 10b-5 を立証する原告は（取引後の事情が解除を不可能にしていない場合）取引の解除を実行するか損害賠償を被告に請求することで取引を継続するかの選択権を有する(注 47)。そこで、当該有価証券が存在し、かつ原告が解除を選択した場合、原告が欺罔された売主である時は、原告が受領額を提供して被告から有価証券（被告がその有価証券から受け取った利息または配当と一緒に）の返還を受ける。逆に、原告が欺罔された買主である時は、原告が有価証券を提供して被告から支払額の返還を受けることになる(注 48)。しかし、有価証券の返還・提供が不可能な場合には、解除に代わる損害賠償を求めるより他に方法がない。その際に用いられる算定方法が原状回復方式である(注 49)。

この方式では、原告が売主の場合には、「引き渡した有価証券の現在の価値－売却価格」が賠償されることになる。原状回復方式の趣旨は、「契約を取り消し証券を取り戻すのと同じ地位に原告を置くことに」あることから、有価証券の現在の価値とは、原則として、「判決日における公正な価格である」ということになる(注 50)。逆に、原告が買主の場合には、「購入価格－有価証券の現在の価値(または買主の売却価格)」が賠償されることになる(注 51)。その結果、原告は取引前の状態にまで財産状態を回復させることができる。

原状回復方式は、基本的に取引後の事情による価格変動リスクを、すべて被告に負担させようとするものである(注 52)。すなわち、取引後の価格変動を被告に負担させることが適当な場合が、原状回復方式が正当化される場合となる。

そのため、原状回復方式は、通常、当事者関係のある場合かブローカーが顧客に対して何か特別な義務を負っているケースに限られると判示した裁判例もある(注 53)。

そこで、原状回復方式が使用される典型的な場面は、証券発行市場において、発行会社が開示情報を不実表示していることを知らずに投資家が当該発行会社から有価証券を購入したが、その後、その不実表示の事実の発覚に伴い当該有価証券の市場価格が下落し、投資家の当該有価証券購入価格を下回った場面ということになる。

なお、そのような場面で、実際に原告が取引を解除するか取引を継続して被告に対して損害賠償を請求するかは、市場動向を見極めた上で原告にとって有利になると判断した方を選択するであろう。すなわち、例えば、Y 社の新株発行に伴い X が Y 社からその株式を 1,000 円で購入した。ところが、購入時点で Y 社の開示情報には不実表示があり、その後、不実表示の事実が発覚し、X が訴訟提起する頃には Y 社の株価は 800 円にまで下落した。この場合、市場全体の動向や Y 社に対する市場の評価等から、X が Y 社の株価が再び 1,000 円を超えると判断するならば、X は 200 円の差額を損害額として賠償請求するだろう。逆に、X が Y 社の株価が暫くの間 1,000 円を超えないと判断するならば、X は取引の解除を求めるだろう。

しかし、原告の選択権は絶対的なものとはされていない。いったん解除の請求を行うと、その後に Rule 10b-5 に基づく損害賠償を請求する訴訟を提起することはできない(注 54)。さらに、「当事者が解除権を有する場合に、当事者は無効または追認のどちらが有利になるかを決断する権利の行使を遅らせることはできない」(注 55)とされている。

#### 4、取引利益賠償方式 (benefit of bargain measure)

取引利益賠償方式は、「被告によって表示された価格と取引日の真の価格との差額を賠償させる」算定方法である(注 56)。この点、34 年取引所法 28 条(a)項で、「本法の規定に基づいて損害賠償を求める訴訟を提起することを認められた者は、1 またはそれ以上の訴訟における判決の執行を通じて、不服を申し立てられた行為から生じた現実の損害を超える額を回復することはできない」と定

められている。ゆえに、34年取引所法は懲罰的損害賠償(punitive damages)を求めることを認めていない(注57)。

そして、このような規定が存在することから、34年取引所法28条(a)項は、コモンローにおける詐欺訴訟において一般的なルールである損害額保証方式(warranty measure of damages)を排除することを想定しているとの解釈を示す裁判所も存在した(注58)。

しかし、第2巡回区裁判所は34年取引所法28条(a)項にいう「現実の損害」の中に、「それらが合理的な確実性を持って立証されうる」限定的な場合には、取引利益賠償額(benefit of the bargain damages)を含むことができると判決した(注59)。

例えば、以下のような事例があるとする。A社とB社がC社の支配権をめぐる株式公開買付を争った。A社は、公開買付を申し込む際に、公開買付が成立した場合には、①C社を吸収合併する予定である旨C社に伝達済みであること、及び、②合併の条件について、「C社株主が合併の際に受け取る対価は、公開買付における申込にしたがって支払われる額とほぼ同額でなければならない」と考えていることを開示していた。A社の申込額は50%の株式を限度に1株につき1200円、B社の申込額は全株式を対象に1100円であったが、B社は勝ち目がないと考え、公開買付の申込を撤回し、A社の公開買付が成功した。その後、A社とC者との間での合併交渉は順調に進み、C社の株主も合併を承認した。しかし、合併が発効した日、A社からC社の株主へ対価として提供されたA社株式の価格は、C社の株式1株につき1150円であった。なお、株式市場におけるC社の株価は最終的に1株につき1130円であった。

この場合、現実損害賠償方式では、C社の株主には損害が生じないことになりC社の株主のA社に対する損害賠償請求は認められない。それに対して、取引利益賠償方式によると、A社が具体的に出した1株につき1200円という数字を基に、C社の株主に対して1株につき50円の損害があったと認められることになる(注60)。

取引利益賠償方式は、「不実表示が契約の内容になっているか、それと同視しうる事情が存在することを前提としている」と指摘されている(注61)。それゆえ、取引利益賠償方式が実際に適用可能となるのは、「公開買付や委任状勧誘の

場面である」と指摘されている(注 62)。

#### 5、不当利得返還方式 (windfall measure of damages)

不当利得返還方式は、「不当な利得を被告に保持させないために被告が得た利益を原告に賠償として与える方式であり、違法行為を抑止する機能を有する」算定方法である(注 63)。この方式では、原告は、「被告の再売却価格－受領額」を損害賠償額として請求することができる(注 64)。Janigan v. Taylor 事件(注 65)において、第 1 巡回区裁判所は、「被告が詐欺により財産を獲得し、かつその利益が直接その詐欺から生じたものであると認定される場合、予見可能か否かに関係なく、詐欺者たる被告にその利益を留めるよりも、偶発的利益 (windfalls) であったとしても、その利益を被詐欺者たる原告に与える方がより適切である」と判示した。

不当利得返還方式が採用されるのは転売による被告の利益が、現実損害賠償方式により算出される損害賠償額よりも大きい場合ということになるため(注 66)、34 年取引所法 28 条(a)項との関係が問題となる。しかし、第 8 巡回区裁判所は、「『不服を申し立てられた行為から生じた現実の損害』という 28 条(a)項の文言により課せられる上限は、原告の損失よりもむしろ被告の利益に基づく偶発的利益を回復することを排除しない」(注 67)と判示している。さらに、Randall v. Loftsgaarden 事件(注 68)において、第 3 巡回区裁判所は、「28 条(a)項を 34 年取引所法に基づく明示または黙示訴権における全ての損害回復を原告が被った経済的損失に限定しなければならないという厳格な条件を課すものとして解釈してこなかった」と判示した。もっとも、被告自身の詐欺後の努力を反映させるため、被告からの回復可能な利益を減額することを認めた判例もある(注 69)。

不当利得返還方式は、原告・被告間に「契約関係がある場合に適用可能な方式である」ことが指摘されている(注 70)。また、この方式は、「被告が得た利益を返還させる方式であることから、原告が現実に被った損害を賠償されないことがある」と指摘されている(注 71)。

## 6、利益吐き出し方式 (disgorgement measure)

利益吐き出し方式は公開市場においてインサイダー取引が行われた結果、投資家が損害を被った場合に適用される方式である。インサイダー取引における民事責任のリーディング・ケースとなった *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 事件(注 72)で示された損害賠償額の算定方法であり、その考え方が 1988 年の改正により 34 年取引所法に取り入れられた(注 73)。Elkind 事件判決で、第 2 巡回区裁判所は、利益吐き出し方式により投資家が回復できる損害額について、「①合理的な投資家が内報された情報を知っていたならばその者が購入を遅らせていたあるいは全く購入しなかったであろう場合には、その情報を伝えられていない投資家は、その者が当該情報を知らされた後またはそれが情報開示された後の合理的時期までの株価の購入後の下落分を回復することができるが、②その回復できる額は、その情報が開示されるよりも早い時期に売却した結果として内報受領者(tippee)が得た額に制限される」(注 74)とした。そして、第 2 巡回区裁判所は、利益吐き出し方式を採用することの利点として、①「インサイダー取引により得た利益が吐き出されることから、インサイダー取引の抑止効果が期待できる」(注 75)こと、及び、②「回復の総額を内報受領者の利益に限ること、不正行為の重大さに全く関係しない偶発的利益を与えることを防ぐとともに、他の算定方式の際に問題となる損害額の立証の難題も回避できる」(注 76)こと(注 77)を挙げている(注 78)。

1988 年のインサイダー取引及び証券詐欺執行法によって定められた 34 年取引所法 20A 条(b)項(1)号では、「(a)項 (インサイダー取引違反) により課せられる損害賠償額の合計は違反の対象である取引により得られた利益または回避できた損失を超えてはならない」と規定されている。ただし、同項(2)号には、「(a)項により課せられる損害賠償額の合計は、その者がその同一の取引に本法 21 条(d)項により提起された訴訟手続において、委員会の申立てにより獲得された裁判所の命令に従って、吐き出すことが要求されている場合には、その吐き出し相当額を減額しなければならない」と規定されている。このことから、被告がインサイダー取引により得た利益を全て SEC に納めた場合、原告は損害賠償請求できないことになる。

## 7、34年取引所法 21D 条(e)項

1995年の私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995、以下、PSLRAとする）において、損害賠償額を制限する34年取引所法 21D 条(e)項が制定された。まず、34年取引所法 21D 条(e)項(1)号は、「(2)号の定めを除き、原告が有価証券の市場価格を参考にして損害賠償額を立証しようとする本法に基づき提起される私的訴訟において原告への損害賠償額の認定は、対象有価証券に関し原告により適宜支払または受取がなされた売買価格とその訴訟の基礎となる不実表示または不開示を訂正する情報が市場に流通された日から90日間の当該有価証券の平均取引価格との差額を超えてはならない」と定める。さらに同項(2)号において、「原告が有価証券の市場価格を参考に損害賠償額を立証しようとする本法に基づき提起される私的訴訟において、(1)号における90日間の経過前に対象有価証券を売却または買い戻した場合には、原告の損害賠償額は、対象有価証券に関し原告により適宜支払または受取がなされた売買価格と不実表示または不開示を訂正する情報が流通された日から当該有価証券を売却または再購入した日までの間の当該有価証券の平均取引価格との差額を超えてはならない」と定める。

不実表示や不開示の情報が訂正または公表されると、証券取引市場は過剰反応する傾向がある(注79)。実際に証券取引市場が情報に対して過剰反応を示している場合、修正現実損害賠償方式のように訂正情報が開示された後の有価証券の市場価格を基準に損害額を算定することになると、被告は不実表示または不開示による損害を超えて責任を負うことになりかねない。そこで、「情報開示日の市場価格が過剰反応を示しているとの認識に基づき」(注80)、PSLRA制定により34年取引所法 21D 条(e)項を定めることで、被告が賠償すべき損害額を適切な額にするための立法的措置がなされた。同項は90日間の平均株価を損害賠償額の算定の基準とするため、特に市場全体が上昇傾向にある場合には、損害賠償額から市場全体の動向を取り除くのに一定の効果がある(注81)。

しかし、34年取引所法 21D 条(e)項は損害額の上限を設定する方法を採用しているため、市場全体が下落傾向にある場合には、損害賠償額から証券取引市場が過剰反応した分を取り除くことができない。そして、実際に証券取引市場の過剰反応は市場全体が下落傾向にある場合に生じることが多いため、この算



定方法では損害賠償額から証券取引市場が過剰反応した分を取り除くという制定の目的を達成することが難しい(注 82)。

また、市場全体が上昇傾向にある場合でも、市場全体の動向とともに不実表示を原因とする下落分までも損害賠償額から取り除いてしまう可能性もある(注 83)。すなわち、PSLRA 制定当時に行われた実証実験(注 84)によると、1991 年から 1994 年の間に終結した 196 件の事件(注 85)に 34 年取引所法 21D 条(e) 項を適用した場合、40.3%の事件で損害賠償額が減額されると試算された。なかでも、2.6%の事件においては損害額が 0 になると試算された(注 86)。このように、同項では、証券取引市場が過剰反応した分を適切に取り除くことが難しい。適切な損害賠償額を算定する上で、同項は理論的な欠点を有していると言わざるをえない。

さらに、34 年取引所法 21D 条(e)項は、損害賠償額の上限のみを定めている。そのため、開示情報の訂正後に市場全体が下落傾向にあり市場価格がそのまま下落したとしても、必ずしも損害賠償額が増加するわけではなく、被告のリスクを増大しないこともありうる。これに対して、開示情報の訂正後に市場全体が上昇傾向にあり市場価格が底値から反転して上昇した場合、確実に損害賠償額が減少することになり、被告は市場全体の動向によるメリットを享受することになる。このような市場動向のリスクの分配の非対称性は、コモンローや証券法制の判例に沿うものではなく、一貫した理論的根拠を欠くと批判されている(注 87)。

原告は 34 年取引所法 21D 条(e)項の規定を活用することにより、予めおおよその目処をつけた上で訴訟活動を行うことができる。実際に損害額を算定することは複雑で、その立証は困難を極めることも多い中で、損害賠償額がある程度決定付けられる同項の規定は原告にとっても一定のメリットがあるように思われる。それゆえ、原告の救済を図る上で、同項は一定の役割を果たしうるともいえる。しかし、同項は損害額を算定するための規定ではなく、あくまで損害賠償額に上限を設けるための規定である。同項により損害額が算定・推定される訳ではないことから、同項により原告が享受できるメリットは限定的と言わざるをえず、同項に対する批判を覆してまで導入すべき規定であったとは思われない。特に、アメリカのように、今まで裁判所が下してきた判断により、

既に不実表示の場合における損害額の算定方法がある程度確立されている状況の下では、同項のような規定は不要であったと考える。

#### 四、損害因果関係 (loss causation)

##### 1、総論

損害因果関係は 34 年取引所法 10 条(b)項及び Rule 10b-5 を適用する際に満たすことが求められる要件の一つとされている(注 88)。しかし、34 年取引所法 10 条(b)項にも Rule 10b-5 にも、どのような場合に損害因果関係の基準を満たすかについて、特に規定されていない。また、PSLRA により 34 年取引所法に 21D 条(b)項(4)号が追加され、原告は損害因果関係を立証する責任を負うとされたが、その規定にも、具体的にどのような場合に損害因果関係の基準を満たすかについて定められていない。そのため、損害因果関係の具体的な基準については、裁判所の判断に委ねられている。

1980 年代まで、Rule 10b-5 訴訟において重点が置かれていたのは損害額の算定方法であった。しかし、その後、議論の中心は損害因果関係へと移行した。被告が不実表示と原告が被った損害との間に因果関係がないことの立証に成功すれば、被告は全ての責任を免れることができるためである(注 89)。実務において裁判所が損害因果関係を判断する過程の中で、巡回区裁判所ごとに、緩やかな基準で損害因果関係を判断するものと、厳格な基準で損害因果関係を判断するものと大きく分かれていた。そのような状況の下、2005 年に、Dura 事件(注 90)において、連邦最高裁判所が損害因果関係に関する一定の基準を示した。しかし、その判断基準も大まかで曖昧なものであったため、Dura 事件判決後も損害因果関係の具体的な認定について判断が分かれている。そこで、本章では、Dura 事件判決を基準にして、損害因果関係に関してどのような議論が展開されてきたのかをみることにする。

##### 2、Dura 事件判決前の展開

Rule 10b-5 違反に基づく証券詐欺訴訟において、損害因果関係という言葉が初めて明確に示したのは第 2 巡回区裁判所が下した Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp. 事件判決(注 91)である(注 92)。その事件において、第 2 巡回区裁

判所は、「本件は、Rule 10b-5 の請求が単に委任状資料における重大な不開示あるいは不実表示に基づくという事例ではない。もしそうであるならば、明らかに、損害因果関係、すなわち不実表示または不開示が経済的損害を引き起こしたと、取引因果関係(transaction causation)、すなわち当該違反行為が当該取引を控訴人にさせたこと、の両方を立証しなければならない」(注 93)と判示した。しかしながら、第 2 巡回区裁判所は損害因果関係の要件の基準を「経済的損害の何らかの状態の証拠により容易に証明される」(注 94)と判示するにとどまった。Schlick 事件判決後、暫くの間、裁判所は損害因果関係に特に重点を置かず、比較的容易に原告が損害因果関係を訴答・証明したと結論付けていた(注 95)。

その後、第 5 巡回区裁判所が下した Huddleston v. Herman & MacLean 事件判決(注 96)で損害因果関係の要件に関してより明確な基準が示された。その事件において、第 5 巡回区裁判所は、「原告は、自身が真実を知っていたならば、証券取引をしなかったであろうということだけでなく、不実表示が、原告の損失に対して、直接の原因あるいは近因として責任があることを証明しなければならない。その不実表示が投資の価値の下落の原因に関連している場合のみ、その因果関係の要件は Rule 10b-5 の事案において満たされる」(注 97)と判示した。また、第 5 巡回区裁判所は、「損害因果関係は不実表示と原告の経済的な損失との間の直接的な因果的つながりとして言及される」(注 98)とした。しかし、その後も、連邦最高裁判所が特に損害因果関係に関して判断を示してこなかったため、原告が損害因果関係を十分に訴答・証明したかを具体的に判断する場面において、巡回区裁判所ごとに判断基準が分かれた。

多くの巡回区裁判所では、Huddleston 事件判決と同様に、損害因果関係の要件を満たすには、不実表示による購入価格の吊り上げを立証しただけでは不十分であるとした。例えば、第 11 巡回区裁判所は Robbins v. Koger Properties, Inc. 事件判決(注 99)で、「本裁判所の決定は明白に不実表示と投資のその後の価値の下落との間に因果的な関係があることの証明を求める」(注 100)と判示した。また、第 3 巡回区裁判所は、Semerenko v. Cendant Corp. 事件判決(注 101)で、「有価証券の価値が申し立てられた不実表示の結果として現実に下落しない場合、当該不実表示に起因する経済的損失が実際に存在したとはいえない」(注 102)

とも判示した。第 2 巡回区裁判所(注 103)や第 7 巡回区裁判所(注 104)も同様に、購入価格の吊り上げのみを立証しただけでは損害因果関係の要件を満たさないという見解を採った。

他方、第 8 巡回区裁判所は、*Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.* 事件判決(注 105)で、「原告は、原告が株式にその本来の価値よりも多く支払わされた場合、損害を被る。これだけで十分な申し立てである」(注 106)と判示した。また、第 9 巡回区裁判所は、*Knapp v. Ernst & Whinney* 事件判決(注 107)で、「市場における詐欺の事案では、購入日の価格が不実表示のために吊り上げられていたことを原告が証明すれば、原告は損害因果関係を立証したことになる」(注 108)と判示し、*Dura* 事件判決(注 109)においてもその判断を踏襲した。このように、第 8 巡回区裁判所と第 9 巡回区裁判所は、不実表示による購入価格の吊り上げさえ立証すれば損害因果関係の要件は満たされるという見解を採った。

PSLRA は 34 年取引所法に 21D 条を追加し、21D 条(b)項(4)号で、私的証券訴訟において、原告に損害因果関係の立証責任があることを明文化した。しかし、損害因果関係の要件の基準については特に定めを置かず、その基準は裁判所の解釈に委ねられている。

### 3、*Dura* 事件判決(注 110)

#### (1)事実の概要

製薬会社 *Dura Pharmaceuticals Inc.* (以下、「D 社」とする)は、1997 年 4 月 15 日から 1998 年 2 月 24 日までのクラス期間中、呼吸器系抗生物質 *Ceclor CD* の売上が好調であること、新しい喘息治療器具 *Albuterol Spiros* の開発と試験が順調に進んでおり、FDA (食品医薬局) による認可承認が得られるであろうことを、数回にわたるプレスリリースで発表した。クラス期間中 D 社株は最高値 1 株 53 ドルをつけた。

1998 年 2 月 24 日、D 社は特に *Ceclor CD* の売上が予想よりも不振なために、1998 年の収益及び 1 株利益が予想より低くなる見通しであることを明らかにした。D 社株の株価は同日の 1 株 39.125 ドルから翌 25 日に 1 株 20.75 ドルへと、1 日で 47% 下落した。D 社株の株価はその後数ヶ月でさらに 40% 下落した。また、1998 年 4 月 16 日、株式アナリストを集めた会議で、D 社は 1997 年 12

月には卸売り部門が何ヶ月もの過剰在庫で行き詰まっていたこと、Ceclor CD を含むいくつかの製品の実販売数が実際に落ちていたことを明らかにした。

原告は、D 社による Ceclor CD 及び Albuterol Spiros に関する発表が誤解を招くものであり、かつ不実のものであったことを主張して、34 年取引所法 10 条(b)項及び Rule 10b-5 違反等に基づき、D 社及びその役員に対して損害賠償を請求するクラス＝アクションを提起した。そして、第 9 巡回区裁判所は、「原告が不実表示のために購入日の価格が吊り上げられたことを証明すれば、原告は損害因果関係を立証したことになる」と判示し(注 111)、原告の請求を認めた。

## (2)Fox 教授の見解と Coffee 教授の見解

連邦最高裁判所が Dura 事件に対する判断を下す前に、Fox 教授と Coffee 教授が、それぞれ以下のような見解を示していた。

まず、Fox 教授は、Dura 事件について、「原告は喘息治療器具(Albuterol Spiros) に関して開発がはかどっているという記載が著しく虚偽であることを申し立てた。その重要性の主張は形式上妥当なものと思える。D 社株は効率的な市場で取引されていたことから、当該記載は当該株式に支払われる価格を吊り上げた と推定されうる。それゆえ原告の訴答は因果関係に関して十分である」(注 112)と述べた。また、Fox 教授は、最高裁判所に対して、損害因果関係の要件に関して、「Basic 事件判決(注 113)の理論に沿って、被告の不実表示が原告の支払価格を吊り上げたことを原告が訴答・証明するという単純な要件を取るべきである」(注 114)と主張した。このように Fox 教授は第 9 巡回区裁判所の見解に賛成する立場を採った。Fox 教授の見解は事前のアプローチに基づくものであった(注 115)。このアプローチの下では、「『現実損害賠償』方式を使用することになり、原告が不実表示のために購入時に支払わされた余分な額が損害」(注 116)という結論に至ることになる。

これに対して、Coffee 教授は「原告は当該下落が被告の不実表示あるいは不開示に因果的に関係したことを訴答・証明しなければならない」(注 117)と述べ、第 9 巡回区裁判所とは反対の見解を採った。その理由として、Coffee 教授は、①訂正情報開示に対して証券取引市場がある程度の反応を示さないと、判事や陪審員は正確にその価値を算出することができず、結局、「想像上の損害 (phantom Loss)」になってしまうこと(注 118)、②証券訴訟に効率的な市場理

論を適用するとしても、経済学者と法律家との間で「重大性」の概念が異なることから、重大な事実が情報開示されなかったという陪審の認定は必ずしも市場価格の吊り上げがあったということを示さないし、そのような推定もされるべきではないこと(注 119)等を挙げた。

このように、当時の証券訴訟において、損害因果関係を巡る基準は、各巡回区裁判所間で判断が分かれ、証券法学者の間でも最も激しく争われた問題の一つであった。そのため、連邦最高裁判所の判断は大いに注目を集めた(注 120)。

### (3)連邦最高裁判所の判断

連邦最高裁判所は「原告が不実表示のために購入日の価格が吊り上げられたことを証明する」(注 121)だけでは損害因果関係の立証責任の要件を満たすには不十分であるとして第 9 巡回区裁判所の判断を否定した。その判断を示すにあたり、最高裁判所は、「第 9 巡回区裁判所のアプローチが、原告が被告の不実表示（あるいは他の詐欺的行為）が原告の経済的損失の近因となったことを証明するという法律要件に調和しないと認定」し、「原告が近因と経済的損失を証明することが必要であると本裁判所が判断したことにより、本件での原告の申し立てがこれらの要件を十分に申し立てていないという結論が導き出される」(注 122)と判示した。

しかしながら、連邦最高裁判所は最低限の損害因果関係の訴答の基準を示したものの、それ以上のことは示さなかった。ゆなわち、連邦最高裁判所は『原告の主張が何であるかとその理由の公平な告知』を被告に提供する『簡潔で明確な陳述』(注 123)、つまり、「原告が思うところの損害及び因果関係についての何かしらの指摘」(注 124)を示さなければならないとしか判示しなかった(注 125)。

### (4)Dura 事件判決に対する評価

Dura 事件判決において、連邦最高裁判所の判断は Coffee 教授の見解に近いとされているが、完全に一致しているものではなかった(注 126)。実際に、Coffee 教授は、連邦最高裁判所が、「市場株価が下落し、それによって損害が生じたことを証明しない限り損害因果関係を立証したことにならない」と明確に判示することが期待されていたにもかかわらず、最高裁判所は、「通常、...吊り上げられた購入価格だけでは関連する経済的損失を構成する、あるいは、その近因と

はならないであろう」と限定的な判断を示すにとどまったと評した(注 127)。

一方、Fox 教授は、Dura 事件における連邦最高裁判所の判決は、「Rule 10b-5 に違反する重大な虚偽の不実表示が原告の株式購入価格を吊り上げたことを主張・立証するだけでは、市場における詐欺訴訟において損害の因果関係を立証するには不十分である」ということを明確にしたにすぎないと評した。そして、訴答における「原告が思う損失及び因果的関係の何らかの指摘」の十分性の基準や、事実審において吊り上げられた価格が経済的近因となったことをどの程度証明すれば十分であるかの基準を明確に示していないと指摘した(注 128)。

Coffee 教授や Fox 教授以外の評価として、他にも以下のような評価がある。すなわち、Dura 事件における連邦最高裁判所の判決によると、損害因果関係が、原告により請求される損害額の減少や証券訴訟により引き起こされるリスクの減少やこれらの訴訟の和解額の減少を含む無数の方法で会社・被告側に有利に働くことを意味することから(注 129)、「Herculean requirement」の負担を課すものである(注 130)とする評価があった。また、私的証券詐欺訴訟における損害因果関係に触れていないことから、その判決理由の部分を混乱したあるいは単純に間違ったとする評価もあった(注 131)。さらに、その判決を矛盾が多く、一貫せず不完全で、つまるところ、取るに足らないと評価する者もいた(注 132)(注 133)。また、日本においても、Dura 事件判決のことを「判示しなかった事項が多いことで悪名高い」と紹介するものもある(注 134)。

思うに、Rule 10b-5 に基づく損害賠償請求において、一般的な損害額算定方式とされる現実損害賠償方式に最も親密な見解は、現実損害賠償方式が購入時点での差額を損害として捉えることに鑑みれば、Dura 事件において第 9 巡回区裁判所が下した判断や Fox 教授の見解であろう。そこで、その点だけを強調するならば、「不実表示により購入価格が吊り上げられたこと」のみを訴答・立証すれば十分であるということになる。

しかし、損害賠償を求める場合には、その損害を引き起こした近因を特定することが必要であると考えられる。不実表示の発覚と他の要因が相俟って市場価格を下落させた場合、「不実表示により購入価格が吊り上げられたこと」のみで損害因果関係の要件が満たされるとすると、不実表示とは関係のない要因についても損害賠償を認めることになりかねないからである。また、現実には不実表示

を原因とする市場価格の下落が生じていない限り、投資家は当該有価証券を転売することで損害の発生を回避することができる。ゆえに、実際に回復することが必要なのは現実には発生した損害だけで十分である。従って、Rule 10b-5に基づく損害賠償請求を行うためには、「不実表示により市場価格が下落したこと」を訴答・立証することが必要であると考えられる。

この点、Dura 事件において、連邦最高裁判所は、「本件のような事例では、吊り上げられた購入価格それだけでは関連のある経済的損失を構成しない、またはその近因ともならないだろう」と判示するにとどまった。そのため、損害因果関係の訴答基準に関して、より明確な基準を示すべきであったともいえる。しかし、最高裁判所はあくまで法律審であり、事実審ではない。最高裁判所は具体的な基準を判断する役割を担うものではなく、具体的な判断に関しては、各巡回区裁判所を始めとする下級審裁判所に委ねられるべきである。それゆえ、Dura 事件判決において、連邦最高裁判所が大まかな枠組みだけを示して、具体的な判断に関して各巡回区裁判所に委ねたことは、妥当な判断であったと解する(注 135)。

#### 4、Dura 事件判決後の展開

Dura 事件判決後、Dura 事件判決では明確に示されなかった損害因果関係の具体的な基準が各巡回区裁判所で検討されることとなった。その中で、真実の情報が証券取引市場に流れた時期、損害因果関係の具体的な訴答基準、損害因果関係を判断する時期に関して、各巡回区裁判所から判断が出された。以下、Dura 事件判決後に出された各巡回区裁判所の判断についてみていくこととする。そして、損害額算定の観点から、各巡回区裁判所の判断に対して検討を加えていく。

##### (1)Gilead 事件判決(注 136)

###### ア、事実の概要

Gilead 社は、HIV 等の病気を治療する薬を開発・販売することを目的とする生物薬剤の会社である。本件では、HIV 治療薬の新製品である Viread に関して Gilead 社がなした不実表示が問題となった。その不実表示の中で、Gilead 社とその役員は自社が連邦の規制と州の規制に従っていると公表した。特に、



Gilead 社は「記載のない (Off-label)」使用を目的とする薬品販売の禁止に関して FDA に従っていると発表していた。しかし、このような発表をしていたにもかかわらず、Gilead 社は記載のない使用を目的とする Viread の販売を活発に行っていた。

FDA は Viread の記載のない使用に気付き、2002 年 3 月 14 日に違法な活動を即座にやめるように要求する「無題レター (Untitled Letter)」を FDA が Gilead 社に発した。しかし、Gilead 社は FDA の無題レターを無視し、2003 年 6 月に、Viread の需要が高まっていることから Viread の価格を値上げするとその卸売り業者に通達した。卸売り業者は値上げ前に在庫を増やすために Viread を大量購入した。2003 年 7 月 14 日、Gilead 社は、Viread の販売が好調であることを理由に第 2 四半期の業績が予想をはるかに上回ると発表し、Gilead 社の株価は 59.28 ドルから 67.25 ドルへと 13.4%上昇した。

2003 年 7 月 29 日、FDA は Gilead 社に対して Viread の記載のない使用を目的とする販売を情報開示するよう命令する「警告レター (Warning Letter)」を発し、FDA は 2003 年 8 月 7 日にその警告レターを公表した。卸売り業者や医師は FDA の警告レターの重大性を認識したが、証券取引市場はそのことを認識せず、株価は警告レターの公表後すぐには反応しなかった。

2003 年 10 月 28 日、Gilead 社は第 3 四半期の業績を発表した。その業績結果は証券取引市場が期待していたものには及ばなかった。翌日、Gilead 社の株価は 59.46 ドルから 52.00 ドルへと 12%下落した。原告は、Gilead 社が継続的に Viread の利益の本質を不実表示し、FDA の警告レターが Viread の販売の違法な事実を暴いたために Viread の売上が急落し、そのことが、FDA による警告レターの公表から約 3 ヶ月後、第 3 四半期の業績が発表された後に Gilead 社の株価が下落する原因となったと申し立てた(注 137)。

カリフォルニア北部連邦地方裁判所は、原告は Dura 事件判決における基準に従って損害因果関係を十分に訴答しなかったとの結論を下して、訴えを棄却した(注 138)。カリフォルニア北部連邦地方裁判所は、特に、原告が「(1) 被告が記載のない使用を目的とする販売を情報開示しなかったことが Viread の売上の著しい増加を招いたこと、(2) FDA の警告レターの公表により開業医が Viread の需要を著しく減少したこと、最も重要なこととして、(3) FDA の警

告レターの公表による売上の減少が 3 ヶ月後の Gilead 社の株価下落の近因となったこと、という一連の出来事を関連づけなかった」(注 139)ことをその理由に挙げた。

#### イ、第 9 巡回区裁判所の判断

第 9 巡回区裁判所は、原告が Gilead 社の却下の申し立てに耐えるのに十分に損害因果関係を申し立てたと結論づけて、カルフォルニア北部連邦地方裁判所に差し戻した。

まず、損害因果関係の訴答基準に関して、第 9 巡回区裁判所は「原告が証券詐欺の基礎となる人を欺く行為と原告が被った損害との間の因果的関係を論証しなければならない」(注 140)と説明した。そして、「不実表示が株価下落の唯一の理由である必要はないが、『重大な原因』でなければならない」(注 141)とした。

第 9 巡回区裁判所は、特に、カルフォルニア北部連邦地方裁判所が、(1)「8 月 8 日に公表されたことが 3 ヶ月後の 10 月 28 日の価格下落の原因となったという推論を合理的であるとしなかった」(注 142)こと、(2)「Viread の売上に対する警告レターの影響に関して、『徐々に需要に影響を与えたというだけでは、損害因果関係を十分に論証するにはあまりにも推論的である』と認定した」(注 143)ことについて、「慎重になり過ぎである (incredulity)」(注 144)と指摘した。そして、第 9 巡回区裁判所は「原告が表面上信じがたくはない理論の根拠となりうる事実を申し立てる限り、裁判所は自身が思う疑問を原告の主張を証拠ある根拠に基づき否定することができる訴訟手続のより後の段階 (本審) に残すのが最も良い」(注 145)とした。それゆえ、第 9 巡回区裁判所は、全員一致の意見として、「訴状がもし真実であるならば、損害因果関係を妥当に立証する事実を申し立てている限り、Rule 12 条(b)項(1)号の却下は適用されない」(注 146)とした。

その上で、まず、第 9 巡回区裁判所は、警告レターを公表してから約 3 ヶ月後に株価が下落したことに関して、「『市場は自由かつ広く開かれた市場という理想からかけ離れた状態にあること』から『迅速な市場の反応を要求するブライト・ライン原則』を否定」(注 147)した。そして、第 9 巡回区裁判所は、「不実表示が公表された時期とその後の株価の下落との間の限定的な時間の誤差は

原告の損害因果関係の理論をそれ自体信じがたいものにはしない」(注148)とし、具体的に以下のように判断した。「10月の株価下落が警告レターにより引き起こされたという原告の主張は説得的である。その下落は、消費者の需要低下に端を発して卸売業者が Viread の在庫を減らしたことを起因として、Gilead 社が予想よりも低い収益を情報開示した直後に起きた。そして、その消費者の需要低下は警告レターにより引き起こされたことが明白に申し立てられている。市場は 10月28日のプレスリリースにおける訂正情報開示に即時に反応した。警告レターには Viread の需要に関して Gilead 社から7月に発表された内容の信頼性を大きく損なうのに十分な情報を含んでいなかったことから、警告レターが市場の反応の引き金となる必要はない。一般投資家はその重大性に気付いていない間に、記載のない使用を目的とする販売のターゲットである医師が警告レターに反応したことは不合理なことではない。」(注149)

次に、第9巡回区裁判所は、「訴状では、医師が Viread を処方することに消極的であったことや、ライバル会社が Viread の顧客に他の薬を勧誘する際に警告レターを使用したことを原告が特に申し立てた。これは『開示手続が』警告レターが需要に影響を与えたという『証拠を明らかにするという合理的な期待を高めるのに十分な事実』である」(注150)とした。

以上のことから、第9巡回区裁判所は「原告が、訴状で、(1) 記載のない使用を目的とする販売の結果売上が増加したこと、(2) 警告レターが Viread の注文に影響を与えたこと、(3) 警告レターが Giread 社の株価に影響を与えたこととの間の因果的関連を十分に申し立てている」(注151)と認定した。

#### ウ、Gilead 事件判決に対する評価

Gilead 事件判決に対して、警告レターの重要性は医療関係者でないと分からないこと等を理由に一定の合理性があると評価する見解がある(注152)。しかし、その一方で、第9巡回区裁判所の判断が、(1) 高額な和解を狙うクラス＝アクションを防止するために、連邦議会が PSLRA を制定し、さらに、連邦最高裁判所が Dura 事件で損害因果関係の立証を容易に認めない判決を出したという証券法制の時流に適合しないこと、(2) 市場に対する詐欺の理論の一般的な理解と一致しないこと、(3) 他の要因ではなく原告の申し立てる詐欺が損害を引き起こしたと裁判所に認めさせるような事実を申し立てることで近因を明らか

にするように原告に要求しなかったことを理由に、妥当ではなかったとする見解もある(注 153)。

## (2)Williams 事件判決(注 154)

### ア、事実の概要

Williams 事件は、遠距離通信会社であり Williams 社の元子会社である Williams Communications Group (以下、「WCG」とする。)の暴落に端を発した。1998年、Williams 社は WCG を設立した。通信産業が好調であったことから更なる資金調達を行うため 1999年10月1日に WCG 株式の IPO を行った。通信産業の好況に支えられ WCG は 2000年3月7日に最高値 61.81 ドルをつけた。また、通信産業の指標もその3日後にピークを迎え 1248.06 をつけた。

その後、WCG の株価は下落し 2000年7月21日までには 50%下落し、29.38 ドルとなった。同時期、通信産業の指標も 28%下落した。2000年7月24日、Williams 社は WCG をスピン・オフすることを発表した。原告の申し立てによると、その際に、Williams 社等はスピン・オフの理由、WCG の展望、WCG の資本化の適正について不実表示した。2001年4月23日にスピン・オフを行ったが、その後も WCG は会社の状況について実態とは異なることを公表していた。2001年末には WCG の株価は 2.35 ドルまで下落した。通信産業の指標も 236.63 まで下落した。

2002年1月29日、Williams 社は WCG に関する Williams 社の偶発債務の評価中のため、2001年の収益報告を遅らせることを発表するプレスリリースを出した。WCG の株価は 1.63 ドルから 1.34 ドルへ下落した。WCG は、2002年2月4日には債務超過の状態であること、2002年2月25日には破産申請を検討中であることを発表した。2002年4月22日、市場取引終了後に WCG は破産申請した。その翌日の WCG の終値は 0.06 ドルであった。

### イ、原審の判断

Williams 事件で問題となったのは、Dura 事件判決の基準の下で、原告が損害因果関係を立証できるか否かであった。損害因果関係を立証するために原告側の専門家は 2つの理論構成を提示した。1つは「漏洩」型の理論構成である。この理論構成によると、WCG の株価のほぼ全体の下落の原因が、WCG の詐欺

が徐々に証券取引市場に漏洩したことに求められるということになる。そして、株主の損失は、「隠されたリスクの体現、特に WCG の財産が過大評価されたこと、WCG が債務不履行に陥ったこと、WCG の継続企業としての存続可能性について著しい不確実性があったことの体現により引き起こされた」(注 155)とする。この理論構成によれば、WCG の真の価値は破産宣告された時点での価値となる。しかし、「損害因果関係の理論の下で審理しうる原因に基づく損失と、産業全体の売り圧力、遠距離通信部門の暴落、申し立てられた詐欺とは関連しない他のネガティブな状況の進展を原因とする損失とを分離できていない」(注 156)ことを理由に、オクラホマ北部連邦地方裁判所は、この理論構成を、損害因果関係を証明するのに信頼に足る方法ではないと認定した。

もう 1 つは、「訂正情報開示」型の理論構成である。この理論構成では、2002 年 1 月 29 日、2 月 4 日、2 月 25 日、4 月 25 日の 4 つの情報開示後の株価下落に焦点を当てた。そして、「1 つ 1 つの情報開示は申し立てられた不実表示を正確に反映しないけれども、全体として『以前の不実表示や不開示により隠されたリスクを明らかにし、』それゆえ、『原告の損失は隠されたリスクの体現により引き起こされた』」(注 157)とした。しかし、オクラホマ北部連邦地方裁判所は、原告により指定された 2002 年 1 月 29 日以降の 4 つの情報開示において「重大で、新しく、会社特有で、詐欺に関連する情報が効率的な市場に伝達されうることになったこと」(注 158)を立証していないとして、この理論構成も損害因果関係を証明するのに信頼に足るとはできないと認定した。

オクラホマ北部連邦地方裁判所は、原告側の専門家の証言を Daubert 基準(注 159)の下信頼に足り得ないとして排除し、原告が「損害因果関係に関して審理しうる問題を提起するのに十分な証拠を提出できなかった」と認定して、被告側を支持する略式判決を出した。原告はオクラホマ北部連邦地方裁判所が誤って原告側の専門家の証言を排除し被告側を支持する略式判決を出したと主張して、第 10 巡回区裁判所に控訴した(注 160)。

#### ウ、第 10 巡回区裁判所の判断

まず、第 10 巡回区裁判所は、Dura 事件判決で示された基準の下で次のように判示した。「原告はその損失が詐欺の発覚を原因とするものであり株価に影響を与える他の無数の要因を原因とするものではないことを証明する責任を負う。

損失と不実表示を明確に関連付ける因果的関係を証明しない限り、原告は損害因果関係の立証に成功したことになる。」(注 161)

その上で、「漏洩」型の理論構成に関して、第 10 巡回区裁判所は以下のように指摘した。原告側の立場から証言した専門家は、真実の発覚と 2000 年 7 月 24 日から 2002 年 1 月 28 日までの間の株価下落との間の因果的関連を特定することに失敗し、また、いかに証券取引市場が 1 年半以上に渡って詐欺を知ることになったのかということの説明できなかった。さらに、専門家は、その下落が株価に影響を与える「要因のもつれ」ではなく真実の発覚の結果から生じたに違いないと主張したが、実際には同時期に、同業他社の倒産や遠距離通信産業全体の没落、9.11 (テロ) に端を発した市場全体の下落が起きていた。以上のことから、第 10 巡回区裁判所は「漏洩」型の理論構成を信頼するに足り得ないとした(注 162)。

また、「訂正情報開示」型のシナリオに関しても、第 10 巡回区裁判所は原告側の専門家の証言を信頼するに足り得ないとした。第 10 巡回区裁判所は、その理由として 2 つの理由を挙げた。1 つは、その理論構成が、詐欺がどのように証券取引市場に明らかにされたかを特定することに失敗したことである。もう 1 つは、原告側の専門家は、公表された WCG の情報開示には WCG の株価に影響を与えた詐欺とは関係のない情報も含まれていたことを全く説明していなかったということである(注 163)。

そして、第 10 巡回区裁判所は以下のように結論付けた。「原告が損害因果関係を説明するために提出した理論構成は依然として隠された真実の発覚と WCG の株価の下落との間の因果関係を特定できなかった。損害因果関係は原告がその損失が補償しえない原因ではなく詐欺の発覚により引き起こされたことを証明することを要求することから、その理論構成は損害因果関係の問題を扱うのに十分ではない。」それゆえ、第 10 巡回区裁判所はオクラホマ北部連邦地方裁判所の判断を支持する(注 164)。

#### エ、Williams 事件判決に対する評価

Williams 事件判決に対して、大きく 2 つの意義があると指摘されている(注 165)。1 つは、Dura 事件判決で不明確であった損害因果関係の具体的な要件を明確にし、証券詐欺訴訟の原告に対して裁判所は Daubert 基準の検査を通過し

ないまたは **Dura** 事件判決の要件を満たさない専門家の証言を排除しようと警告したことである。もう 1 つは、原告株主に対して、当該有価証券の市場価格への詐欺に関連しない可能性がある要因の影響に関する説明責任を含む幅広い損害因果関係の証明責任を課したことである(注 166)。そして、**Williams** 事件判決で示された損害因果関係の要件は 34 年取引所法の文言や **Dura** 事件判決に最も忠実なものであると評価する見解がある(注 167)。その後、**Williams** 事件判決に追従する判決(注 168)も現れた。しかし、その一方で、**Williams** 事件判決の基準は厳し過ぎるという批判もある(注 169)。そのような立場に立つ見解では、被告会社等を適切な訴訟から保護することになりかねないことを懸念する(注 170)。

### (3)Oscar 事件判決(注 171)

#### ア、第 5 巡回区裁判所の判断

**Oscar** 事件では、クラス＝アクション認定の段階で原告が損害因果関係を立証する必要があるかについて争われた。テキサス北部連邦地方裁判所はクラス認定を認めた(注 172)。これに対して、被告は中間上訴 (**interlocutory appeal**) を行い、第 5 巡回区裁判所はそれを認めた。

地方裁判所の認定命令を審査するにあたり、まず、第 5 巡回区裁判所は、市場に対する詐欺への信頼の推定がなければ、「個々の信頼の問題が優先され、提案されたクラスは失敗することになる」(注 173)と述べた。そして、第 5 巡回区裁判所は、**Basic** 事件判決が「各巡回区裁判所が独自に市場に対する詐欺の理論を発展させることを認めている」(注 174)と指摘した。第 5 巡回区裁判所は、市場に対する詐欺の理論を独自に展開する中で、信頼の推定を求める原告に対して、不実表示の重要性だけでなく、その不実表示が有価証券の市場価格に影響を与えたことを証明することも要求するようになった。すなわち、市場に対する詐欺の理論の推定を働かせるためには、原告は損害因果関係を立証することが求められるようになった(注 175)。

テキサス北部連邦地方裁判所が「クラス認定の段階は被告が原告の市場に対する詐欺の推定を反証するのに適切な時期ではない」と判示している(注 176)ことに対して、第 5 巡回区裁判所は次のように述べている。すなわち、「効率的市場の理論は異常な請求の申し立てを容易にする。少なくとも多数のネガティブな情報が同時に開示された場合に、損害因果関係に関する判断を差し控え、

クラス＝アクションのもつ脅迫的な力（*in terrorem power*）を無視することはできない。また損害因果関係に関する判断を後回しにする理由もない」（注 177）とした。

さらに、第 5 巡回区裁判所は次のように指摘した。「効率的市場においても、全ての重大な不実表示が株価に影響する訳ではない。たとえ株価が通常の指標に対しては効率的であっても、重大な不実表示によって伝えられる特定のタイプの情報に関して非効率的である場合や、逆に強度に効率的（*strong-form efficient*）である場合には、不実表示が株価に影響を与えない。」（注 178）

以上より、第 5 巡回区裁判所は、「原審がクラス認定の段階は被告が原告の市場における詐欺の推定を反証するのに適切な時期ではないと判示したのは誤りであった」（注 179）と判断した（注 180）。

#### イ、Oscar 事件判決に対する評価

Oscar 事件判決のように、クラス認定の段階で損害因果関係の立証が必要であると解すると、原告が審理で勝利する見込みのない事件において、被告側の弁護士が損害因果関係の立証を申し立てることで、原告側が被告側から迅速な和解を引き出す可能性を減少させることができる。そこで、Oscar 事件判決に対しては有意義な判決であると評価する見解もある（注 181）。しかし、多くの裁判所では、クラス認定の段階で、原告は「被告に対して原告の請求が何であり何を根拠にしているかを示す簡明な陳述をすれば」足りると認めている（注 182）。そのため、Oscar 事件判決はこのような判例から大きく逸脱していると指摘されている（注 183）。また、過去の第 5 巡回区裁判所の判例を拡大しすぎているという指摘もある（注 184）。他の巡回区裁判所（注 185）も、損害因果関係の分析はクラス認定の決定に取り入れられるべきでないと判示して Oscar 事件判決を否定した（注 186）。

#### (4) 損害額算定の視点からの考察

Rule 10b-5 に基づく損害賠償請求において、具体的に損害額を算定する際には、市場全体の相場動向を始めとする不実表示以外の要素は損害から排除されることになる。そこで、申し立てられた不実表示と原告が被った損害との間に因果的關係があると認められない限り、損害額を算定することはできない。つまり、損害因果関係の存在は、損害額を算定する際の根拠となる。このことか



ら、具体的に損害因果関係の有無を判断する際には、当該不実表示が損害の要素であると捉えることが可能かどうかという視点からの考察が求められることになる。最終的な判断は本審で行うことが求められることから、訴答の段階で損害因果関係の有無を判断する際に基準とされるべきことは、申し立てられた不実表示と原告が被った損害との間に因果的関係があると認められ、損害賠償請求が認められる可能性があるか否かということになる。そこで、このような視点に基づいて、各巡回区裁判所の判断を検討していく。

#### ア、Gilead 事件判決

Gilead 事件判決では、公表されていた業績には不実表示がなかった。しかし、医薬品 Viread に関し、FDA の禁止に違反する販売を行っていたにもかかわらず、FDA の禁止を遵守していると不実表示した。その事実気付いた FDA が最終的に Gilead 社に警告レターを発し、その警告レターが公表されたことにより Viread の売上が減少し、Gilead 社の業績が悪化した。そして、その業績が発表されたことにより、Gilead 社の株価が下落し、原告は損害を被った。

Gilead 事件を一見すると、申し立てられた不実表示の結果として原告が損害を被ったといえることから、一定の損害因果関係があるように思われる。しかし、Gilead 事件においては、警告レターが発表された当時、その情報の重大性を専門家しか理解することができなかつたために、実際に証券取引市場が反応を示したのは情報が公表されてから 2 ヶ月以上経過していた。そこで、このような場合に損害因果関係があると認められ、損害賠償請求が認められるかに関して、市場に対する詐欺の理論との関係が問題となる。

市場に対する詐欺の理論は、前述（Ⅱ．二、3）で紹介した通り、クラス＝アクションによる訴訟提起を支える理論である。この理論が適用されない場合、投資家の購入態度がそれぞれ異なることから、クラス＝アクションにおいて原告が信頼の要件を満たすことは難しい。この理論が適用される前提として、会社の株価が、会社及びその事業に関する入手可能な重要な情報に基づいて決定されることが要求される。Gilead 事件においては、重要な情報である FDA の警告レターの公表直後に株価が下落していないことから、原則通りに考えるのであれば、この理論が適用される前提を満たさないことになる。そのため、この理論が適用されないことから、クラス＝アクションの訴訟提起が認められる

可能性が著しく低くなり、その結果、Gilead 事件で申し立てられた不実表示では損害賠償請求が認められる可能性が著しく低いともいえる。

この点、原則通りに考えていくのであれば、申し立てられた不実表示と損害との間に因果関係がありうることを認めた Gilead 事件判決は、妥当な判断とはいえないだろう。しかし、Gilead 事件において、証券取引市場が Gilead 社の不実表示の事実を暴いた FDA の警告レターの公表に反応を示さなかったのは、その情報が重要であると認識できなかったためである。実際に、その後、Gilead 社より業績が発表され、証券取引市場が FDA の警告レターの重要性を認識するに至り、Gilead 社の株価は下落した。このような場合に、市場に対する詐欺の理論の適用を認めず、クラス＝アクションによる損害賠償請求を認めないとするならば、発行会社は、不実表示に関する情報を開示する際に、証券取引市場がその重要性を理解するのに時間を要するような難解な情報を提供することにより、情報の公表と証券取引市場の反応との間にタイムラグを生じさせることができるため、市場に対する詐欺の理論の適用を免れ、クラス＝アクションによる損害賠償責任から逃れることが可能となる。これは不合理な結論といわざるをえない。そこで、Gilead 事件のように、証券取引市場が公表された情報の重要性を理解するのに時間を要する場合については、市場に対する詐欺の理論の適用の前提に関して、柔軟に対応すべきである。したがって、その点に関して、柔軟性を持って、申し立てられた不実表示に損害因果関係が認められうるとした Gilead 事件判決は妥当な判決であったと考える。

#### イ、Williams 事件判決

Williams 事件では、不実表示の事実が公表された時には既に WCG の株価が暴落していた。そのため、Williams 事件は、不実表示の事実が公表されても、株価が下落する余地がほとんど残されていない事案であった。そこで、原告は、専門家の証言により、損害賠償請求を基礎付ける理論として、情報の漏洩または情報開示が全体として訂正情報開示であったとする理論を提示した。しかし、市場全体が様々な要因により下落傾向にあったことも相まって、原告側の専門家の証言では、不実表示と損害との間の因果関係を特定することができないとして、原告の訴えが退けられた。

Williams 事件判決の特徴は、原告が被った損害と申し立てられた不実表示と

を明確に関連付ける因果的關係が存在しうることを訴答・立証するように求めた点にある。そのため、この認定基準は非常に厳しいものであったともいえる。しかし、賠償されるべき損害額を算定するにあたり、その根拠となるべきものには、損害と因果關係を有することが必要となる。因果關係を有さなければ、それは賠償されるべき損害の要素となりえないからである。証券詐欺事件においては不実表示がその要素となることから、損害と不実表示との間には因果關係が存在することが当然必要とされる。そこで、訴答の段階で、原告が被った損害と申し立てられた不実表示との間に、明確に因果關係が存在しうると立証できない場合には、原告が賠償されるべき損害の要素を明確にすることができていないことを意味することから、本案審理を進めたとしても、損害賠償請求が認められる可能性は極めて低いといわざるをえない。クラス＝アクションは提起されるだけでも、被告にとって非常に大きな負担となるものであり、請求が認められる可能性がほとんどない場合にまで、被告にその負担を負わせるべきではない。したがって、何らかの特別な事情がある場合を除いて、そのような場合にまでクラス＝アクションの訴訟提起・訴訟遂行を認めるべきではない。ゆえに、Williams 事件判決は妥当な判断であったと考える。

#### ウ、Oscar 事件判決

Oscar 事件判決の特徴は、訴答の段階で損害因果關係の立証を求めた点にある。訴答の段階で損害因果關係の立証を求めるのであれば、損害賠償請求が認容される可能性が極めて低いにもかかわらず、原告が和解を狙って訴訟提起することが事実上不可能になるので、被告にとっては非常に好ましいだろう。また、訴訟経済的観点から考えても、無益な訴訟が減少することになるので好ましい。さらに、損害額算定の観点からしても、訴答の段階で損害額算定の根拠が明確になることから、訴訟進行の上で望ましいといえる。

しかし、訴答の段階では、損害因果關係の存在の可能性は明確に示されるべきであるが、その存在自体の立証まで求められるべきではない。それは本案審理の中で判断されるべきことであって、その前の段階で判断されるべき事項ではないからである。また、損害額算定の観点から考えても、訴答の段階では損害因果關係の存在の可能性が明確に示されれば、それを基準に損害額の算定にある程度の目処をつけて考えていくことができるので、訴答の段階で損害因果

関係の立証そのものを求める必要はない。ゆえに、Oscar 事件における第 5 巡回区裁判所の判断は行き過ぎであり、妥当な判断であるとは認められない。

#### (5) Gilead 事件判決と Williams 事件判決との関係

各巡回区裁判所の判断を損害額算定の観点を中心に考察した結果、Gilead 事件判決と Williams 事件判決が妥当な判断であるとの結論に至った。しかし、Gilead 事件判決は柔軟性を持った判断であるのに対して、Williams 事件判決は厳格な基準に基づく判断である。そこで、両者の関係をいかに考えるべきか問題となる。

この点、Gilead 事件判決を基本とするならば、損害因果関係がより幅広く認められることになる。そのため、損害賠償請求の訴えもより認められやすくなるだろう。しかし、損害賠償請求が認められるためには、申し立てられた不実表示が損害の要素である必要がある。そこで、訴訟提起の段階で、不実表示と損害との間に因果関係が存在する可能性を明確に示すことができなければ、それは明確な根拠なくただやみくもに損害賠償請求を行っているに等しい。ゆえに、訴答の段階でも、原告がある程度明確にその可能性を立証することが求められる。もし、その立証に成功しないのであれば、訴訟の遂行を容認すべきではない。

したがって、損害因果関係の判断基準は、Williams 事件判決で示された基準を判断の基本としつつ、必要に応じて、Gilead 事件判決でみせたような柔軟性を持って判断するという形で展開されていくべきである(注 187)。

## 五、イベント分析

### 1、総論

Rule 10b-5 に基づく損害賠償請求訴訟において最も一般的な損害額の算定方法は現実損害賠償方式である。この方法により損害額を算出する場合、例えば原告が買主であるとする、「購入価格－取引時の真の価格（本来の価格）」が損害額となる。そこで、損害額を算出するためには、対象有価証券を購入する時点で、不実表示がなかったならば有していたであろう本来の価格が幾らであるか算出する必要がある。しかし、取引時における本来の価格は現実には存在しないことから、その算出は困難を極めることになる。この問題に対して、

アメリカでは、イベント分析 (event study) を通して、不実表示が市場価格に与えた影響を数量的に測り、そこから本来の価格を導き出すことが提唱されている(注 188)。また、イベント分析では不実表示が市場価格に与えた影響を数量的に測ることから、不実表示と損害との間に損害因果関係があることを立証する手段としてイベント分析を利用することも可能であるといえる。特に、Dura 事件判決(注 189)において、市場価格が吊り上げられていたことを立証するだけでは不実表示と損害との間に損害因果関係があるとは認められないとの判断が下されているため、このイベント分析を行うことは原告にとって有益になるであろう。

本章では、このイベント分析について説明する。

## 2、イベント期間の決定

イベント分析を行う際に、最初に行うことはイベントを特定することである。不実表示のような事案であれば、通常、そのイベントは不実表示の事実が公になる訂正情報の開示ということになる。損失利益を測ることを目的とするのであれば、適切な日は不正行為に関する訂正情報が公になった日ということになる(注 190)。

そして、次に、イベント期間を確定させなければならない。このイベント期間は訂正情報の発表直前から始まり、その後短期間で終結する。訂正情報が事前に漏れていないのであれば、イベント期間は訂正情報発表後の取引開始時点から始まる。逆に、訂正情報が公表前に証券取引市場に漏れている可能性が高い場合には、イベント期間をその漏洩の可能性のある期間を含むように拡大してもかまわない。イベント期間の期末は訂正情報の発表から 1 日後、2 日後、5 日後とされることが多い(注 191)。

イベント期間が長いほど、事前の漏洩や証券取引市場がそのニュースを織り込む過程をイベント期間に含むことができる。しかし、その一方で、イベント期間が長いと、イベントとは無関係な他の要因を含むことにもなりかねない。このように、イベント期間を決める際には重大なトレードオフが存在する。イベント期間の決定は、イベント分析を行うに際し、最も重要な考慮要素の 1 つとなる(注 192)。

### 3、マーケット・モデルの構築による異常株式収益率の算出

イベント期間を決定した後に行うのは、不実表示の発覚が市場価格に対して影響を与えたかどうかを測るための数値を導き出すことである。そのために行われるのがマーケット・モデルを構築することである。

財政経済学によると、マーケット・モデルの根本となる一定期間における有価証券の収益率は以下のように表される(注 193)。

$$R = [(P1 - P0) + D1] \div P0$$

P1：期間末における価格

P0：期間当初における価格

D1：期間内において支払われた配当金・利息

このように、有価証券の収益率は、単純に、該当期間を通して生じた市場価格変動に該当期間内に支払われた配当金・利息を加算したものから、該当期間当初における株価を割ったものということになる(注 194)。

そして、マーケット・モデルは、この有価証券の収益率が証券取引市場全体の収益率の線形関数であるとみなされると仮定する(注 195)。その上で、マーケット・モデルは以下のように表される(注 196)。

$$R = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

$\alpha$ ：対象有価証券固有の変動率を示す係数

$\beta$ ：市場全体の収益率に対する対象有価証券の収益率の感応性を示す係数

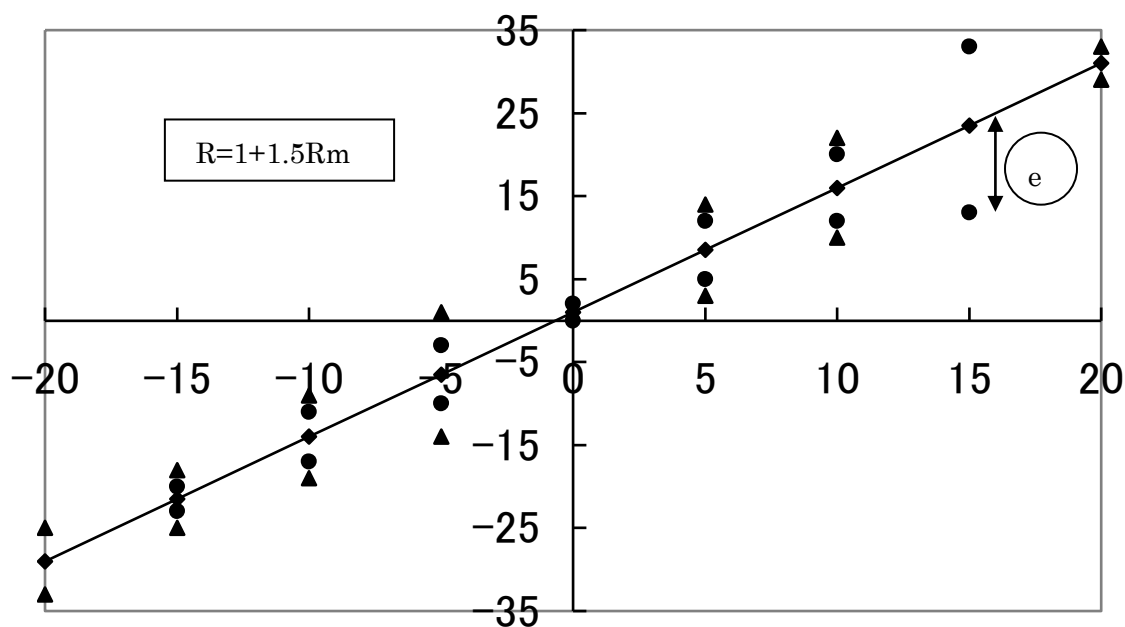
$R_m$ ：市場全体の収益率

$\varepsilon$ ：確率的誤差項

ここで、まず、 $\beta$  値に関して、以下のことがいえる。すなわち、有価証券の収益率は市場指標の収益率と比例して変動するが、個々の有価証券の収益率は市場指標の収益率よりも上下して変動するのが一般である。例えば、 $\beta = 1.5$  ならば、証券取引市場の収益率が 10% 増加（減少）すると、対象有価証券の収益率は通常 15% 増加（減少）することを意味する。同様に、 $\beta = 0.6$  ならば、証券取引市場の収益率が 10% 増加（減少）するのに連動して、対象有価証券の収益率は通常 6% しか増加（減少）しないことを意味する。通常、市場動向に感応性のある会社であればあるほど、 $\beta$  値は大きくなる。多角経営の会社であれば、 $\beta = 1$  に近づく。そして、市場動向に感応性のない会社であればあるほど、 $\beta$  値

は小さくなる(注 197)。

実証的分析により、 $\alpha$  値と  $\beta$  値が一定期間であれば定数を取ることが確認されている。そこで、不実表示の影響を受けていない時期における実際の  $R$  値と  $R_m$  値に基づき回帰分析を行うことで  $\alpha$  値と  $\beta$  値を決定することができる。回帰分析を行う際には、最小自乗法を用いて、後述する  $e$  値の自乗の総和が最小になるようにして行う(注 198)。最小自乗法に基づいて作成した図表が以下の通りである。



そして、回帰分析を行う際には  $\varepsilon=0$  であると仮定することにより、 $\alpha$  値と  $\beta$  値の不偏推定量を確かめる。 $\alpha$  値と  $\beta$  値の決定により、該当期間における予測収益率と現実の収益率との比較に使用することができる予測モデルの構築が本質的に完成する(注 199)。

$\alpha$  値と  $\beta$  値、及び、該当期間中の  $R_m$  値から、該当期間中における対象有価証券の予測収益率 ( $E$ ) が算出される(注 200)。

$$E = \alpha + \beta R_m$$

そして、現実の収益率  $R$  と比較することにより、予測値からの乖離を算出する(注 201)。

$$R - E = e$$

e:超過収益率または過小収益率

e 値は、実際の有価証券の収益率から証券取引市場全体の収益率に基づき算出された予測収益率を控除したものであるから、証券取引市場全体の動向では説明できない市場価格の変動を表すことになる。そして、不実表示の発覚以外にこのような現象を起こす事由が存在しないのであれば、e 値は不実表示の発覚により生じたと捉えることが合理的ということになる(注 202)。

#### 4、有価証券の収益率の統計学上の重要性のテスト

市場価格は様々な要因により変動することから、対象有価証券の実際の収益率と予測収益率が一致しないことが通常である。そこで、算出された e 値が通常生じる値を超えて異常な値を示しているのかが問題とされる。その分析は t 分布に基づいた統計的検定 (t 検定) の手法を用いて行われることになる。

まず、t 分布について、以下のように説明される。「データの母集団が標準正規分布に従って分布している場合、平均を中心とする左右の一定幅に分布しているデータの割合が明らかとなる。標準偏差とは母集団に属するデータの平均からのばらつき度合いを示す数値であり、平均を中心とする正規分布においては、標準偏差を単位とした平均からの一定の長さの区間に対応する面積は、いずれの正規分布においても等しい」(注 203)。そして、正規分布の特徴として、データの値は中心付近に集中し、極値の周辺には集中せず、いずれの正規分布でもよく知られた釣り鐘状の曲線となる。その結果、正規分布において、ランダムに選ばれた値が平均値から左右にプラスマイナス 1 単位の標準偏差の中にある確率は 68.3%である。同様に、ランダムに選ばれた値が平均値から左右にプラスマイナス 2 単位の標準偏差の中にある確率は 95.5%であり、平均値から左右にプラスマイナス 3 単位の標準偏差の中にある確率は 99.7%である(注 204)。

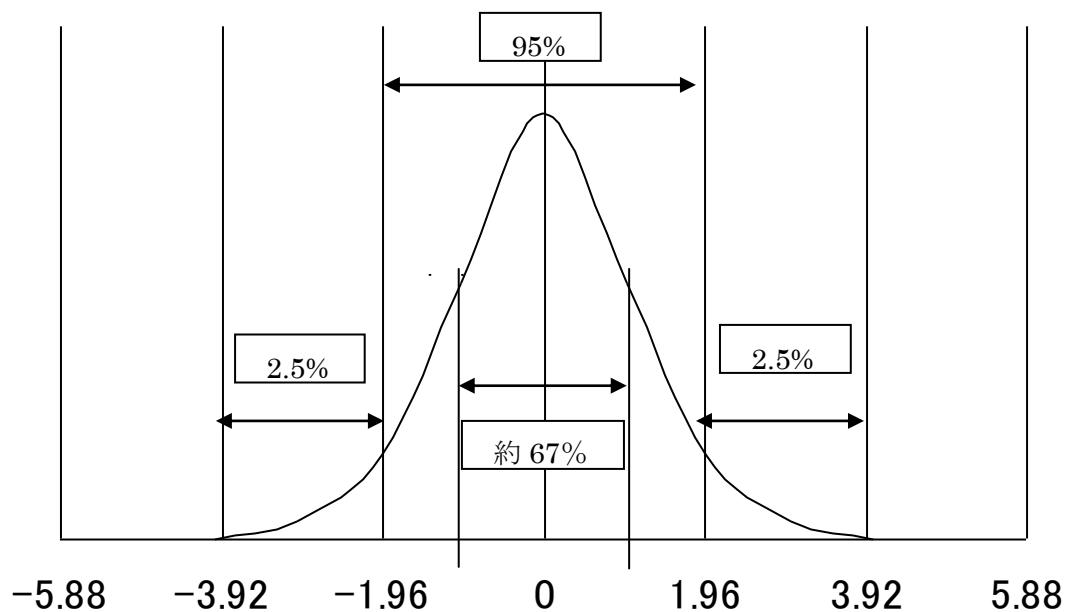
しかし、一般的に、母集団の全てのデータを得ることはできないため、母集団からサンプルデータを抽出し、そのサンプルデータを用いて全体を推論していく。その際、「サンプルデータの分布は、標準偏差の代わりに、サンプルデータの集団のばらつき度合いを示す標準誤差を区間の単位とする t 分布と呼ばれる分布となる」(注 205)。そして、母集団が正規分布しているのであれば、その



サンプルデータから導き出される t 分布も同様に正規分布する。さらに、母集団が正規分布していない場合でも、そのサンプルデータから導き出される t 分布は、サンプルの数が多くなるにしたがって、正規分布に近づくという「中心極限の定理」が存在するため、t 分布を使用すれば、正規分布と同様に分析を行うことができる(注 206)。

t 分布では、ランダムに選ばれた値が平均値からプラスマイナス 1.96 単位の標準誤差の範囲に含まれる確率は 95%である。「t 値とは、標準誤差を単位とする、平均からの相対的な位置を示す指標」であり、「 $t \text{ 値} = (\text{観測値} - \text{平均値}) \div \text{標準誤差}$ 」という式で表される(注 207)。

#### t 分布表



t 検定は、観測された値が通常起こりうるか否かという問題に対する検証を行うために使用される。統計学においては、観測された値が通常起こりうるものであるとする帰無仮説を一般に提示する。もし t 値が明示された数値を超えたがために帰無仮説が棄却されるのであれば、それは通常起こりえないまれなことが生じたということになる(注 208)。ここで、通常とまれの境界線をどこに設けるか問題となるが、一般に 95%がその境界線として使用される(注 209)。すなわち、観測された e 値から算出された t 値がプラスマイナス 1.96 を超えるの

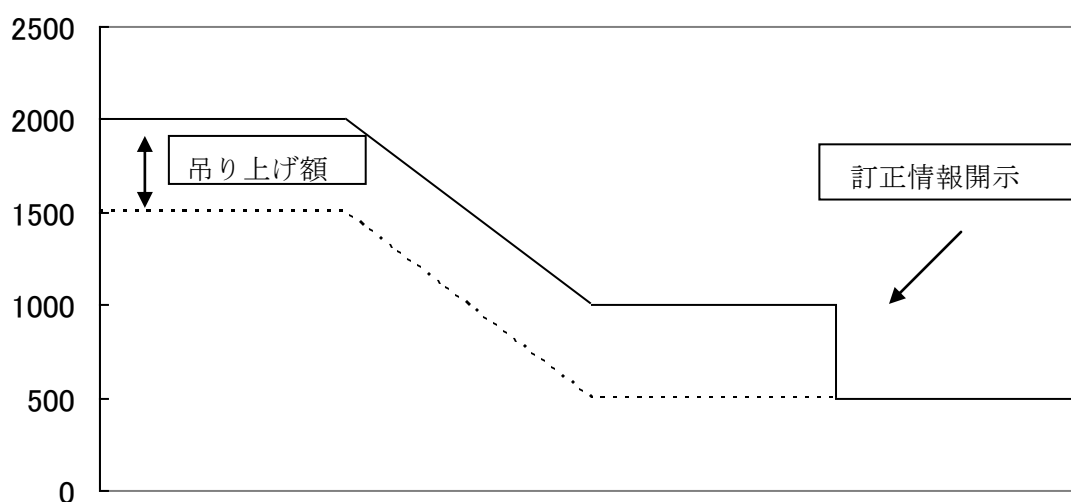
であれば、それは通常起こりえないまれなことが生じたということになる。そして、通常生じない事由が不実表示の発覚であるならば、その不実表示の発覚がまれなことを生じさせた原因ということになる。

## 5、損害額の算定

イベント分析により、不実表示の発覚が市場価格に対して与えた影響を明らかにすることができることから、不実表示の発覚後の市場価格を基に当該有価証券の市場価格が不実表示により幾ら吊り上げられていたのかを推察する合理的な根拠が与えられることになる。そして、実際に損害額を算定する方法として、アメリカでは、「一定金額適用法 (Constant Dollar Inflation)」、「一定比率適用法 (Constant Percentage Inflation)」、及び、「真実価格一定法 (Constant True Value)」という三つの算定方法が一般に用いられる(注 210)。

例えば、A 社がその業績について実際の業績よりも良好に見せかける不実表示を行っていた。ある投資家が、当該不実表示期間中に A 社株式を 1 株 2,000 円で購入した。その後、A 社株式は市場全体の下落傾向の影響を受けて、不実表示が発覚する直前までに 1 株 1,000 円に下落した。そして、A 社の訂正情報開示による不実表示の発覚に伴い、A 社株式は 1 株 500 円に下落したとする。この例を基に三つの算定方法について説明する。

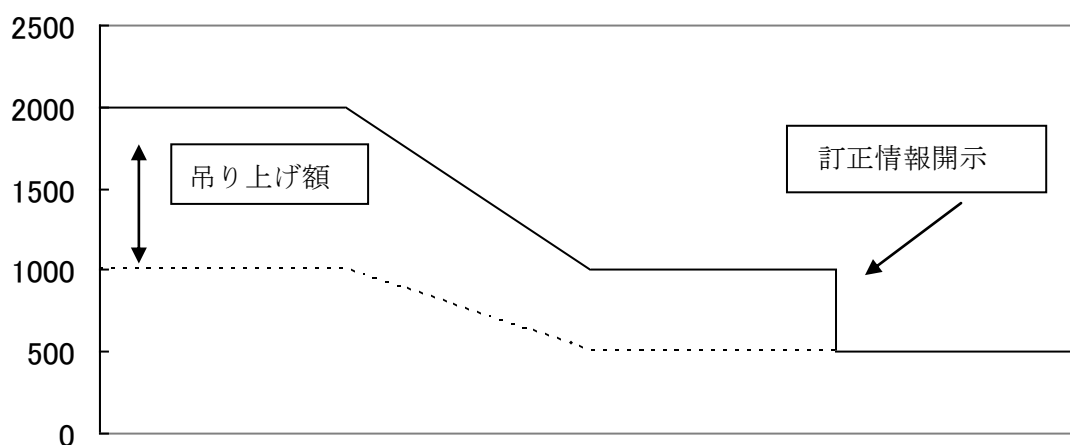
一定金額適用法の場合



まず、一定金額適用法は、訂正情報開示時点における市場価格の下落額を有価証券購入時点における市場価格の吊り上げ額として捉えていく算定方法である(注 211)。したがって、上記の例では、訂正情報開示の時点で A 社株式は 1 株 1,000 円から 500 円に下落していることから、株式購入時点において A 社株式は 1 株 500 円吊り上げられていたことになる。これを図表に表すと前頁のようになる。

次に、一定比率適用法は、訂正情報開示時点における市場価格の下落率を有価証券購入時点において市場価格が吊り上げられていた比率として捉えていく算定方法である(注 212)。したがって、上記の例では、訂正情報開示の時点で A 社株式の価格が 1 株 1,000 円から 500 円に下落していることから、その下落率は 50%となる。ゆえに、株式購入時点において A 社株式は 1 株 2,000 円  $\times$  50%=1,000 円吊り上げられていたということになる。これを図表に表すと以下のようなになる。

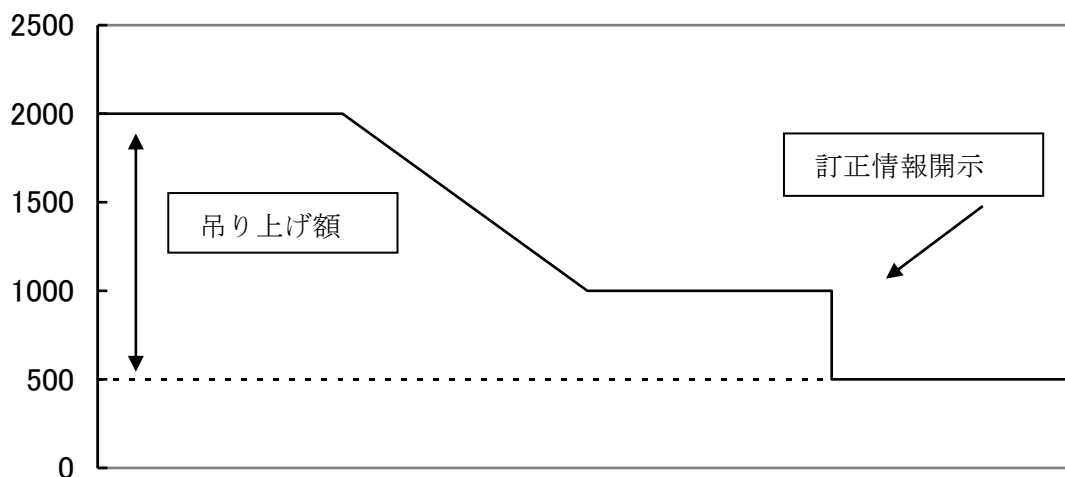
一定比率適用法の場合



最後に、真実価格一定法は、訂正情報開示後の市場価格が有価証券購入時点における対象有価証券の真の価格であると捉えていく算定方法である(注 213)。したがって、上記の例では、訂正情報開示後の A 社株式の株価は 1 株 500 円であることから、株式購入時点における A 社株式の真の株価は 1 株 500 円ということになる。ゆえに、株式購入時点において A 社株式は 1 株 2,000 円  $-$  500 円 =1,500 円吊り上げられていたということになる。これを図表に表すと次頁のよ

うになる。

真実一定価格法の場合



このように、一定金額適用法、一定比率適用法、真実価格一定法のいずれの算定方法を採用するかにより、推察される有価証券の吊り上げ額が大きく異なることになる。どの算定方法を採用すべきかについては、不実表示の性質等により決定すべきである。しかし、実務では、真実価格一定法が用いられることが多い(注 214)。

## 6、イベント分析の問題点及び私見

このイベント分析は万能であるとはいえない。すなわち、イベント分析はセミ・ストロング型の市場効率性仮説が成立していることを前提とした検証方法であるため(注 215)、セミ・ストロング型の市場効率性仮説が成立していない場面では、イベント分析はその機能を発揮することができない。特に、公表された情報とは関係なく株価を変動させる要因（アノマリー）の存在や(注 216)、投資家心理として損を実現化することを嫌う傾向にあるとする行動経済学の観点から、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立に疑問が投げ掛けられている(注 217)。

この点、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立を疑問視する立場から指摘されているアノマリーの存在や行動経済学の観点から考えると、公表され

た情報に基づき合理的な価格決定がなされることは難しいといえるので、セミ・ストロング型の市場効率性仮説は成立せず、イベント分析を行うことも難しいともいえる。しかし、アノマリーは不実表示のない通常の場合でも存在するものであり、また行動経済学から導き出される損の具現化を回避する傾向も不実表示のない場合でも成り立つものである。そして、市場価格はアノマリーの存在や行動経済学の観点も踏まえた上で、公表された情報を基に価格形成されていくものである。すなわち、アノマリーの存在や行動経済学の視点は、価格形成の一要因ではあるものの、通常からそれらの要因の存在を想定することができる以上、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立を否定する要因にはならないものであると解することができる(注 218)。

ゆえに、現在においても、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立を前提とするイベント分析は、その機能が発揮されることを否定されない状況にあると解することができる。イベント分析がその機能を発揮できる状況にある以上、損害因果関係の有無、並びに、損害額算定の根拠としてイベント分析を利用することは有用であり、イベント分析を使用すべきであると考え(注 219)。

## 六、小括

アメリカでは、日本よりもはるかに早く 1940 年代には 34 年取引所法 10 条 (b)項及び SEC Rule 10b-5 に基づき証券流通市場における不実表示に対して損害賠償を請求する訴訟が確立され、1971 年には連邦最高裁判所も Rule 10b-5 に基づく黙示の私的訴権を認めるに至った。さらに、1988 年には Basic 事件判決により、Rule 10b-5 に基づく訴訟に対して、連邦最高裁判所は市場に対する詐欺の理論を適用することを認めた。その結果、様々な事案で、Rule 10b-5 に基づく訴訟が活発に提起されるようになった。

損害賠償請求訴訟において大きく問題となるのが損害額の算定方法である。33 年証券法や 34 年取引所法、及び、Rule 10b-5 において、損害額の算定方法は特に規定されていない。そのため、具体的な損害額の算定に関しては裁判所の判断に委ねられている。そのような中で、Rule 10b-5 訴訟において、最も使用される損害額の算定方法は取引時における有価証券の真の価格と実際の有価証券の価格との差額を損害として捉える現実損害賠償方式である。しかし、裁

判所は現実損害賠償方式を万能な算定方法としていない。裁判所は事案を適切に解決するために様々な損害額の算定方法を確立し、事案に応じて使用している。なお、現実損害賠償方式においては有価証券の真の価格を探究することが求められるが、現実には存在しない有価証券の真の価格を探究することは非常に困難であることから、不実表示発覚後の有価証券の市場価格を真の価格とみなす修正損害賠償方式が用いられることが多い。

その一方で、1995年に制定されたPSLRAにより、34年取引所法に21D条(e)項が追加された。実際の有価証券の市場価格を参考に損害額を導き出す修正現実損害賠償方式により損害額を算出する場合、この規定が適用されることになる。この34年取引所法21D条(e)項は、損害賠償額の上限を定めていることから、被告にとって大きなメリットになる。一方、原告は34年取引所法21D条(e)項の規定を活用することにより、予め目処をつけた上で訴訟活動を行うことができるが、この規定はあくまで損害賠償額に上限を定めるための規定であり、原告が享受できるメリットは限定的と言わざるをえない。アメリカでは既に損害額を適切な額にするための算定方法がある程度確立されているので、このような規定は不要であったと評価することができる。

Rule 10b-5に基づく訴訟が活発に提起された当初は、損害額の算定方法に関する議論が活発に行われていたが、議論の中心は次第に損害因果関係へと移行した。もし、被告が不実表示と損害との間に損害因果関係があることを否定することに成功すれば、被告は損害賠償責任を負わないことになるからである。また、PSLRAにより、1934年取引所法に21D条(b)項(4)号が追加され、私的証券訴訟において、損害賠償を求める原告に損害因果関係の立証責任があることが明文化された。しかし、損害因果関係があるか否かの基準については34年取引所法にもRule 10b-5にも定められていない。その基準は裁判所の解釈に委ねられている。

実際に裁判所が損害因果関係の有無について判断を下す中で、各巡回区裁判所がそれぞれの基準に基づき判断を下した結果、その基準を緩やかに解する立場と厳格に解する立場とに巡回区裁判所の判断が分かれた。そして、Dura事件において、連邦最高裁判所は、損害因果関係の立証の基準に関して、不実表示により市場価格が吊り上げられたことを立証しただけでは、不実表示と損害

との間に損害因果関係があることを立証したことにはならないとする判断を示した。しかし、それ以上の具体的な基準を連邦最高裁判所は示していないことから、具体的な基準についてはなお巡回区裁判所等に委ねられている状態が続いている。この点に関して、連邦最高裁判所はもっと踏み込んだ判断を示すべきであったとする見解も存在するが、最高裁判所は法律審であることに鑑みると、具体的な判断基準について巡回区裁判所等に委ねたのは妥当な処理であったと考える。

**Dura** 事件判決後、第 9 巡回区裁判所は **Gilead** 事件において、損害因果関係に関して柔軟性のある判断を示した。一方、第 10 巡回区裁判所は **Williams** 事件において、厳格な基準に基づき損害因果関係の有無を判断した。このように、**Dura** 事件判決後においても、巡回区裁判所ごとに損害因果関係の判断基準が分かれている。この点に関し、損害賠償請求が認められるためには、申し立てられた不実表示が原告に賠償されるべき損害の要素であることが求められる。ゆえに、原告は訴答の段階で不実表示と損害との間に損害因果関係がある可能性をある程度明確に立証することが求められる。したがって、損害因果関係の判断基準は、第 10 巡回区裁判所が **Williams** 事件判決で示した厳格な基準を判断の基本としつつ、事案に応じて、第 9 巡回区裁判所が **Gilead** 事件判決で示したように柔軟性のある解決を図るという形で展開されるべきである。

前述したように、**Rule 10b-5** に基づく損害賠償請求訴訟において最も一般に使用される損害額の算定方法は現実損害賠償方式である。この算定方法により損害額を算出する場合、対象有価証券を購入する時点で、不実表示がなかったならば付けていたであろう有価証券の本来の価格が幾らであるか探究する必要がある。しかし、取引時における本来の価格は現実には存在しないことから、その算出は困難を極める。この問題に対して、アメリカではイベント分析を行うことで、不実表示が市場価格に与えた影響を数量的に測り、そこから本来の価格を導き出すことが提唱されている。また、イベント分析では不実表示が市場価格に与えた影響を数量的に測ることから、不実表示と損害との間に損害因果関係があることを立証する手段としてイベント分析を利用することも可能である。

イベント分析を行う際、最初に行うことはイベントの特定である。不実表示

のような事案であれば、そのイベントは不実表示の事実が公になる訂正情報の開示ということになる。次に、イベント期間を確定する。そして、不実表示の発覚が市場価格に対して影響を与えたか否かを数量的に測るためにマーケット・モデルを構築する。そのマーケット・モデルから導き出された数値が通常生じる数値であるか、それとも異常な数値であるか、t 分布を使用して統計学的にテストする。そして、その数値が統計学的に通常起こりえない異常な数値となっている、かつ、通常生じない事由が不実表示の発覚であるならば、その不実表示の発覚が異常な数値を引き起こした原因ということになる。

イベント分析により、不実表示の発覚が市場価格に対して与えた影響を明らかにする結果、不実表示の発覚後の市場価格を基に有価証券の本来の価格が幾らであるか推察することに一定の合理性を見出すことができる。そして、実際に損害額を算定する方法として、「一定金額適用法」、「一定比率的用法」、及び、「真実価格一定法」という三つの算定方法が一般に使用される。この中で、どの算定方法を用いるかについては事案の性質などを考慮して決定する必要がある。その中でも、真実価格一定法は修正現実損害賠償方式に相通じる算定方法であり、裁判実務において最も使用される算定方法である。

ただし、このイベント分析も万能であるとは言い難い。すなわち、イベント分析はセミ・ストロング型の市場効率性仮説が成立していることを前提とする検証方法である。そのため、セミ・ストロング型の市場効率性仮説が成立していない場面では、イベント分析はその機能を発揮することができない。そして、特に、公表された情報とは関係なく市場価格を変動させるアノマリーの存在や、投資家心理として損を実現化させることを嫌う傾向にあるとする行動経済学の観点から、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立に懐疑的な見解が示されている。しかし、一般にアノマリーの存在や行動経済学の観点は価格形成の一要因ではあるものの、それらは不実表示の発覚時点にのみ作用するものではない。通常の状態で行われる場面においても、それらの存在を織り込んだ上で市場価格が形成されていくものである。ゆえに、それらの存在がセミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立を否定する要因にはならない。したがって、現在においても、イベント分析はその機能を発揮することができる状況にあり、その有用性が認められるものであると解する。



アメリカでは、特に司法がその役割を果たすことにより、不実表示に対する損害賠償責任を追及する訴訟に関して、適切な解決を図るための体制が整えられてきた。損害額の算定に関しても様々な検討がなされ、事件の解決に適した算定方法が活用されている。その中でも一番活用されているのが現実損害賠償方式である。この現実損害賠償方式の場合、現実には存在しない本来の有価証券の価値を探究しなければならないため、イベント分析のような統計学の観点からの検討も行われてきたが、最近では、損害額の算定方法の他に、損害因果関係についても激しく議論されている。損害因果関係が否定されれば、損害賠償請求自体が否認されるからである。アメリカとわが国では証券取引に関する制度や訴訟制度が異なることから、アメリカで展開されてきたことをそのままわが国に導入していくことは難しいといわざるをえない。しかし、平成 16 年改正により、証券取引法（現金融商品取引法）21 条の 2 が制定され、不実表示に対して損害賠償を請求する制度が整備されたわが国において、今後不実表示に対して損害賠償責任を追及する訴訟が増加することは確実に見込まれる。そこで、そのような訴訟を多く経験してきたアメリカで培われてきた経験と積み上げられてきた議論は、わが国にとって大いに参考になるものであり、わが国が参考にすべきものである。

注 1) 日本の証券取引法・金融商品取引法の制定の経緯については、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第 2 版〕』有斐閣(2011)7 頁以下；近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 3 版〕』商事法務(2013)10 頁以下；黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 5 版〕』日本経済新聞出版社(2013)23 頁以下を参照。

注 2) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』弘文堂(2004)vi 頁。

注 3) サーベンス・オクスリー法は、Enron 事件を始めとする一連の会計不正事件を契機に、2002 年に制定された。サーベンス・オクスリー法は、「会計制度の改革、コーポレート・ガバナンスの強化、情報開示の強化、証券関連法の執行強化」を内容とするものである（池谷誠＝岸谷暁＝中野八英『証券訴訟の経済分析』中央経済社(2009)15 頁）。

注 4) 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』金融財務事情研究会(2005)158 頁。なお、1995 年に行われた 34 年取引所法改正については、II. 三、7

において扱う。

注 5) 34年取引所法 10条(b)項及び Rule 10b-5 の制定の経緯については、Evan Hill, *The Rule 10b-5 Suit: Loss Causation Pleading Standards in Private Securities Fraud Claims After Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 78 *Fordham Law Review* 2659, 2655 (2010); 黒沼、前掲(注 2)3-4・115 頁参照。34年取引所法 10条(b)項及び Rule 10b-5 を紹介する日本の文献として、他に、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について (一) (二) —判例法の展開を中心として—」*民商法雑誌* 80 卷 1 号(1979)18 頁・80 卷 2 号(1979)27 頁; 今川嘉文「上場会社の不実表示と損害論」*神戸学院法学* 38 卷 3=4 号(2009)645 頁; 栗山修『証券取引規制の研究』成文堂(1998); 今川嘉文『投資取引訴訟の理論と実務』中央経済社(2011)等がある。

アメリカにおける不実表示に対する民事責任追及に関して、その制度設計についてまとめたものとして、神山静香「証券市場における不実の情報開示と民事責任」*中央大学大学院研究年報 (法学研究科編)* 40 号(2011)39 頁以下がある。また、アメリカにおける不実表示に対する民事責任追及に関して、その構造上抱える問題点を指摘し、今後の方向性について示唆を与えるものとして、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 卷 4 号(2011)139 頁以下がある。さらに、現在のアメリカの証券詐欺クラス=アクションが抱える問題について分析・検討した上で、今後の証券詐欺クラス=アクションの方向性について示唆を与えるものとして、王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について (一) (二) (三) (四)」*駿河台法学* 25 卷 1 号(2011)1 頁以下・25 卷 2 号(2012)37 頁以下・26 卷 2 号(2013)137 頁以下・27 卷 2 号(2014)11 頁以下 (現在も継続連載中) がある。

注 6) Edward T. McCormic, *Understanding the Securities Act and the S.E.C.18* (1948).

注 7) L. Loss=J. Seligman=T.Paredes, *Securities Regulation*, at 256 (Aspen revised 4th ed. 2006-).

注 8) 池谷=岸谷=中野、前掲(注 3)2-3 頁。

注 9) 77 Cong. Rec. 937 (1933) (statement of President Franklin D. Roosevelt).

注 10) 黒沼、前掲(注 2)112 頁。

注 11) マーク=I=スタインバーグ (小川宏幸訳)『アメリカ証券法』レネシスネクシス・ジャパン(2008)362 頁。

注 12) 黒沼、前掲(注 2)112 頁；神山、前掲(注 5)42 頁；神山静香「流通市場における不  
実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5 訴訟におけるサイエンターの訴答  
(pleading)と実証分析を用いた法の評価について—」比較法雑誌 45 卷 4 号(2012)215  
頁。

注 13) *Kardon v National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).

注 14) *Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Company*, 404 U. S.  
6 (1971).

注 15) *Id.* at 13 n. 9.

注 16) 連邦最高裁判所は、34 年法 10 条(b)項及び Rule 10b-5 を適用する際には、(1)重  
大な不実表示または不開示、(2)欺罔の意図(*scienter*)、(3)証券取引との関連、(4)信  
頼(取引因果関係)、(5)経済的損失、(6)損害因果関係という 6 つの要件を満たす必要  
があると示している (*Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U. S. 336, 341-42  
(2005))。

注 17) Rule 10b-5 には、訴訟をいつまでに提起しなければならないか、すなわち出訴期  
限 (*statutes of limitations*) が定められていなかった。「議会在連邦の訴訟原因を定  
めていない場合、確立されてきた慣行は連邦法制あるいは連邦政策等と矛盾しない  
限り連邦法として州法の期間制限を適用することである」 (*Wilson v. Garcia*, 471  
U.S. 261, 266-267 (1985)) とされてきた。そして、州法の出訴期限は Rule 10b-5 に  
最も酷似するものにより決めるという観点の下、初期の事例では「詐欺」を理由と  
する訴訟に対する期間を適用することが多かったが、後にブルー＝スカイ＝ロー (州  
の証券関係法) に定める期間を適用することが多くなった (*L. Loss=J. Seligman*,  
*Securities Regulation*, at 4509 (Aspen Revised 3d ed.1988-)). この期間は、前者で  
は 3～6 年、後者では 2 年であり (栗山、前掲(注 5)144 頁)、34 年取引所法 9 条 (相  
場操縦) や同法 18 条 (誤解を生じさせる記載の責任) に定める「違反行為の発見か  
ら 1 年以内または違反行為から 3 年以内」とする出訴期限よりも原告に有利であっ  
た。

しかし、*Lampf* 事件判決 (*Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis&Petigrow v. Gilberston*,  
501 U.S. 350 (1991)) において、制度の趣旨等を考慮して、Rule 10b-5 が参考とす  
べきなのは 34 年取引所法 9 条や 18 条であると連邦最高裁判所が判示した。この結  
果、出訴期限における原告の優位性は失われた。なお、その後、サーベンス＝オッ

クスリー法により、その出訴期限は「違反行為の発見から 2 年以内または違反行為から 5 年以内」に拡張された。この出訴期限について、黒沼教授は、「私人による訴訟提起が証券詐欺の発生を抑止するという効果を期待したもの」であると指摘している（黒沼、前掲(注 2)132 頁）。

注 18) 黒沼、前掲(注 2)115-116 頁。

注 19) 例えば、Dura 事件（前掲(注 16)）。

注 20) List v. Fashion Park, Inc., 340 F. 2d 457, 462 (2d Cir.1965).なお、List 事件判決において、第 2 巡回区裁判所は、信頼の要件の放棄は、内部者の詐欺を外部者が立証することを容易にし、これにより Rule 10b-5 の目的を前進させるけれども、「事実上の因果関係の原則ほどに基本的な不法行為法の要素をこの Rule 10b-5 から取り除くのに十分な理由」とはならないとする (Id. at 463.(L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4380 参照))。

注 21) クラス=アクションは、「共通点を持つ一定範囲の人々・・・を代表して、一人または数名の者が、全員のために原告として訴えまたは被告として訴えられる訴訟形態」のことである。現行の連邦民事訴訟規則 (Federal Rules of Civil Procedure) 23 条に定められている (田中英夫編集代表『英米法辞典』東京大学出版会(1991)150 頁)。連邦民事訴訟規則 23 条では、クラス=アクションを提起する要件として、(1) クラスに属する人数が多数に上り、個々による提訴が実現不可能であること、(2) クラスに共通する法律問題または事実問題が存在すること、(3) クラスを代表する当事者の請求または抗弁がクラスの請求または抗弁の典型であること、(4) 代表する当事者がクラスの利益を適正に保護すること、を挙げている。

注 22) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, at 153-154 (1972).

注 23) L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4385.

注 24) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

注 25) Id. at 241-249.

注 26) 黒沼、前掲(注 2)129 頁；神山、前掲(注 12)216 頁。実際に、市場における詐欺の理論が適用されることにより、「クラスに属する投資者は問題となっている不実表示を同様に信頼したと推定されるため、共通する問題が支配的であるとして」クラス=アクションが認可されることになる (藤林大地「市場における詐欺理論の適用と損害因果関係の立証の要否」商事法務 1979 号(2012)56 頁)。

- 注 27) 黒沼、前掲(注 2)129 頁；池谷＝岸谷＝中野、前掲(注 3)139-140 頁。
- 注 28) *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S.Ct. 1184 (2013).
- 注 29) *Id.* at 1191.
- 注 30) *Id.*
- 注 31) *Id.*なお、連邦最高裁判所は、クラスの認定の段階で重要性の証明を求めることについて、「put the cart before the horse」と表現する (*Id.*)。
- 注 32) *Id.* at 1204.
- 注 33) James D. Cox, *Fraud on the Market after Amgen*, 9 *Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy* 1, 29 (2013).
- 注 34) Donald C. Langevoort, *Judgement Day for Fraud-on-the-Market?: Reflections on Amegen and Second Coming of Halliburton*, *Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 13-058* 1, 23-26・28 (2013) (<http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1226>).
- 注 35) 損害額の算定方式について、以下の文献を参照。L. Loss=J. Seligman, *supra* note 17, at 4407-4428; J. Coffee=J. Seligman=H. Sale, *Securities Regulation Cases and Materials*, at 1109-1132 (Foundation Press 10th ed. 2007)；ルイ・ロス(証券取引法研究会(日本証券経済研究所)訳)『現代米国証券取引法』商事法務研究会(1989)1199-1203 頁；黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(3)」法学協会雑誌 106 卷 2 号(1989)239-265 頁；黒沼、前掲(注 1)120-124 頁。損害額の算定方式について紹介する文献として、他に、外崎静香「証券取引における損害賠償算定方式の検討」青山社会科学紀要 39 卷 1 号(2010)127-144 頁；今川、前掲(注 5)283-290 頁がある。
- 注 36) 2 *American L. Int.*, *Federal Securities Code* 789 (1980) (L. Loss=J. Seligman, *supra* note 17, at 4409 参照).
- 注 37) *ALI*, *Id.* (L. Loss=J. Seligman, *supra* note 17, at 4409 n. 478 参照).
- 注 38) L. Loss=J. Seligman, *supra* note 14, at 4413. そこでは、「説明を単純にするため」(ルイ＝ロス、前掲(注 35)1218 頁注 122)、原告を売主として説明している。なお、森田教授は、アメリカにおける不実表示に対する損害賠償請求の場面において、「一般的には購入時の市場価値と支払対価との差額が損害額とされる」と説明する(森田章

『日本の資本主義と会社法』中央経済社(2014)191頁)。

注 39) 黒沼、前掲(注 35) 239 頁。なお、黒沼教授は、現実損害賠償方式を「取引時において原告が交付した物の真の価値と、受領した物の真の価値との差額を賠償させる方式」と説明している(同上)。

注 40) 同上。

注 41) 黒沼、前掲(注 2)120 頁。

注 42) *Goldberg v. Household Bank, F, S, B.*, 890 F. 2d 965, 966-967 (7th Cir. 1989).他に同様のものとして、*Steinberg v. Chem-Tronics, Inc.*, 786 F. 2d 1429 (9th Cir. 1986); *Home Theater Sec. Liting.*, 1997 Fed. Sec. L. Rep (CCH) ¶99,576 (C. D. Call.1997)等がある(*J. Coffee et al*, supra note 35, at 1118 参照)。

注 43) Cf. *Sirota v. Solitron Devices, Inc.*, 673 F. 2d 577 (2d Cir, 1982) (「この現実の市場の反応は計算に含まれなければならない」)(*L. Loss=J. Seligman*, supra note 17, at 4414 n. 485 参照)。

注 44) Cf. *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281, 1306 (2d Cir. 1973). その事件で、Friendly 判事は、「時の経過により非常に多くの要素がもたらされることになるので、損害賠償額の算定期間の極端な拡張はひどく公平を欠くことになりかねない」と判示した(*L. Loss=J. Seligman*, supra note 17, at 4414 n. 485 参照)。

注 45) 黒沼、前掲(注 35)250 頁以下。マーケット・モデルを用いる損害賠償額の算定方法には、2つの方法が提案されている。1つは、異常動向指数(*Abnormal Performance Index*)を用いて不実表示直前の実際の市場価格から推論される開示日の仮定上の市場価格と取引日の仮定上の市場価格とを比較して損害賠償額を算出する方法である(*Philip J. Lean*, Note, *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 *Stan. L. Rev.* 371 (1974))。もう1つは、開示日の実際の市場価格から推論される取引日の真の市場価格と取引日の実際の市場価格とを比較して損害賠償額を算出する方法である(*Jared Tobin Finkelstein*, Note, *Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss*, 51 *Ford, L. Rev.* 838 (1983))。

注 46) 証券取引市場の効率性については、ウィーク型、セミ・ストロング型、ストロング型の3つに分類される。その中で、セミ・ストロング型の市場の効率性は、「公開されているすべての情報を株価が反映しているときに成立する」とされる(黒沼、前

掲(注 2)13-14 頁)。

注 47) L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4410. *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U. S. 647, 661-662 (1986), citing the text(裁判所は原状回復が 34 年取引所法 10 条(b)項に基づき請求において適切であると推定することができ、本件はそのような場合であると推定することができた)。他に、*Estate Counseling Serv., Inc., v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 303 F. 2d 527 531 (10 th Cir. 1962); *Rogen v. Ilikon Corp.*, 361 F. 2d 260, 268-269 (1st Cir. 1966); *Bruschi v. Brown*, 876 F. 2d 1526, 1531-1532 (11th Cir, 1989)等(L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4410 n. 480 参照)。

注 48) *Baumel v. Rosen*, 283 F. Supp. 128, 148 (D. Md. 1968), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 412 F. 2d 571 (4th Cir. 1969), *cert. denied*, 396 U.S. 1037.

注 49) 黒沼、前掲(注 35)242 頁。実際に原状回復方式を認めたものとして、*Myzel v. Fields*, 386 F. 2d 718, 740-741 (8th Cir. 1067); *Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc.*, 570 F. 2d 38,49 (2d Cir. 1978); *Robertson v. White*, 81 F. 3d 752 (8 th Cir, 1996)等(*J. Coffee et al*, supra note 35, at 1117n. 101 参照)がある。

注 50) 黒沼、前掲(注 35)242 頁。 *Gottlieb v. Sandica American Corp.*, 304 F. Supp. 980 (E. D. Pa 1969), *aff'd in part and rev'd in part*, 452 F. 2d 510 (3d Cir.), *cert. denied*, 404 U.S. 938 (1971).

注 51) 黒沼、前掲(注 35)243 頁。なお、原告が開示日より前に売却した場合、判決日の価格ではなく売却価格を差し引く理由は、原告が早めに売却した分だけ損害を回避したことにある。これに対して、開示日より後に売却した場合には、その算定には困難な問題が生じる(*Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F. 2d 1335 (9th Cir. 1976))ことが指摘されている。

注 52) 黒沼、前掲(注 35)243 頁。

注 53) *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F. 2d 534, 554-555 (5th Cir.1981), *modified on the other grounds*, 650 F. 2d 815 (2d Cir. 1981), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds sub nom*, 459 U.S. 375 (1983)。しかし、当事者関係がなくても、原状回復方式を認める裁判例もある。その例として、*Arthur Young & Co. v. Reves*, 937 F. 2d 1310, 1335-1336 (8th Cir. 1991) *aff'd*, 507 U.S. 170 (1993)等がある(L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4412 n. 483 参照)。

- 注 54) Estate Counseling Serv., Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F. 2d 527, 531-532 (10th Cir. 1962) ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4411 参照).
- 注 55) Id. at 532.
- 注 56) 黒沼、前掲(注 35)243 頁。
- 注 57) ただし州法レベルでは懲罰的損害賠償を認めている(Miley v. Oppenheimer & Co., Inc., 637 F. 2d 318, 330 (5th Cir. 1981))。また、SEC は 3 倍賠償を請求できる(J. Coffee et al, supra note 35, at 1131)。
- 注 58) supra note 43, at 533 ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4417 参照)。
- 注 59) Osofsky v. Zipf, 645 F. 2d 107, 114 (2d Cir. 1981) ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4417 参照)。
- 注 60) Osofsky v. Zipf 事件 (事実の概要について、黒沼、前掲(注 35)244-245 頁を参照) を基に作成した事例である。Osofsky v. Zipf 事件で、第 2 巡回区裁判所は、「詐欺的な公開買付者または合併の存続会社に、取引利益賠償方式を避けることを許すとすれば、委任状説明書および公開買付違反の広い分野において、私法上の救済を奪うことになる。なぜなら、公開買付合戦に勝利する買付者により支払われる価格は、しばしば提供証券の市場価格を超えるので、現実損害賠償方式では救済が与えられないからである。また違反者に、当初約束していた対価を支払わせたとしても『過酷』にはならない」と述べている。なお、Osofsky v. Zipf 事件では、Rule 10b-5 ではなく、34 年取引所法 14 条(a)項 (委任状) 及び 14 条(e)項 (公開買付) 違反を理由に損害賠償請求されている。
- また、Abell v. Potomac Ins. Co.事件において、第 5 巡回区裁判所が Rule 10b-5 に基づき社債権者に対し「社債本体の占有に基づく利息とは区別できる財産権である一連の収益保証 (a guranteed stream of income) に対する契約上の権利の損失」を償うこともできると判示している (Abell v. Potomac Ins. Co., 858 F 2d 1104, 1137 (5th Cir. 1988) ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4418 参照))。
- 注 61) 黒沼、前掲(注 35)250 頁。
- 注 62) 黒沼、前掲(注 2)121 頁。なお、ブローカー・ディーラーによる過当取引の場面でもこの方式が採用されたことがあると指摘されている(黒沼、前掲(注 35) 243-244 頁)。
- 注 63) 黒沼、前掲(注 2)121 頁。



- 注 64) 黒沼、前掲(注 25)243 頁。
- 注 65) 344 F. 2d 781, 786 (1st Cir. 1965) ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4415 n. 488 参照)。
- 注 66) 被告買主の転売による利益が不法行為損害方式 (tort measure、すなわち、現実損害賠償方式のこと) による損害賠償額よりも大きい場合には、原告はその利益を得る権利を与えられる(Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 155 (1972) (L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4415 参照))。
- 注 67) Myzel v. Fields, 386 F. 2d 718, 748-749 (8th Cir. 1967), cert denied, 390 U.S. 951 (L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4415-4416 参照)。
- 注 68) 478 U.S. 674, 663(1986) (L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4416-4417 参照)。
- 注 69) Thomas v. Duralite Co., Inc., 524 F. 2d 577, 586 (3d Cir. 1975) ( L. Loss=J. Seligman, supra note 17, at 4416 n. 488 参照)。
- 注 70) 黒沼、前掲(注 2)121 頁。
- 注 71) 黒沼、前掲(注 35) 250 頁。
- 注 72) 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)。
- 注 73) 黒沼、前掲(注 2)170 頁。
- 注 74) supra note 72, at 172.
- 注 75) Id.
- 注 76) Id.
- 注 77) 原告は、①株式を購入した時点、量、1 株あたりの単価、②合理的な投資家が内報受領者の入手情報を保有していたならば、そのような高値を払っていなかったあるいは全く購入しなかったであろうこと、③投資家が当該情報を知った時点まで、あるいはそれが公開された後の合理的時点までに下落した証券の価格を証明すれば良い。
- 注 78) Elkind 事件において、第 2 巡回区裁判所は現実損害賠償方式の採用の可否についても検討した。しかし、「公開市場における取引者は内報者 (tipper) や内報受領者の説明により取引に勧誘されたわけではない」ことや、「内報された情報と情報開示された情報の価値が同じでない限り、取引時の真の価格を推定することができない」こと (supra note 72, at 170) を理由に、現実損害賠償方式を採用しなかった。
- また、第 2 巡回区裁判所は、事実上の因果関係アプローチ (cause-in-fact approach)

という方式の採用の可否も検討した。その方式によると、「内報受領者の不正な取引に起因する証券の市場価値の下落により生じた損害の回復を認める、すなわち、内報受領者の行為の直接の結果として情報を伝えられていない投資家が被った市場価値の損失を償わせる」(Id. at 171) ことになる。しかし、「内報受領者の行為により市場の誠実性がどの程度影響されたかを原告が立証するのは難しい」(Id.)こと等を理由に、事実上の因果関係アプローチも採用しなかった。

注 79) その実証研究として、Lev. & de Villiers, *Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 *Stan. L. Rev.* 1 (1994)を挙げることができる(黒沼、前掲(注 2)151 頁)。

注 80) 黒沼、前掲(注 2)151 頁。

注 81) Robert B. Thompson, “Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5, 51 *Bus. Law.* 1177, 1198 (1996).

注 82) Id.

注 83) Id.

注 84) Jonathan C. Dickey & Marcia Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 *Bus. Law.* 1203, 1214-1216 (1996).

その実証実験では、算定にあたって、

$$\text{反騰率 (Bounce-Back Ratio)} = X - Y / Z - Y$$

X=情報開示後 90 日間の平均価格

Y=情報開示後 5 日間の平均価格

Z=全クラス期間あるいはクラス期間の最後の 5 日間の平均価格(高い方を選択)を基準にしている。例えば、X=500、Y=300、Z=800 の場合には反騰率は 40%となり、X=200、Y=300、Z=800 の場合には反騰率は-20%となる。そして、この反騰率が+ならば損害賠償額は減少することを意味し、逆に反騰率が-ならば損害賠償額の対象範囲が増加することを意味する。

なお、黒沼、前掲(注 2)152 頁で、この実証実験の結果が紹介されている。

注 85) 実証実験の対象とされたのは、1991 年から 1994 年の間に終結し、かつ、普通株式の購入のみが問題とされた事件であった (Id. at 1214)。

注 86) 実証実験では、損害賠償額が減少させられる場合の減少率は 10.9%であると算出

された (Id. at 1216)。なお、196 件の中位点での反騰率は-2.5%と算出されている (Id. at 1214)。これは、市場全体が下落傾向にあるときは、34 年取引所法 21D 条 (e)項に定める算定方法では、損害賠償額から証券取引市場が過剰反応した分を取り除くことが難しいことを端的に示している。

注 87) R. B. Thompson, *supra* note 81, at 1199.

注 88) 前掲(注 16)参照。

注 89) Jay W. Eisenhofer, Geoffrey C. Jarvis, and James R. Banko, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, 59 *Bus. Law.* 1419, 1429 (2004).

注 90) *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

注 91) 507 F. 2d 374 (2d Cir. 1974).

注 92) Merritt B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507, 510 (2005).

注 93) *supra* note 91, at 380.

注 94) *Id.* at 380.

注 95) J. W. Eisenhofer et al, *supra* note 89, at 1429.

注 96) 640 F. 2d 534 (5th Cir. 1981).

注 97) *Id.* at 549.

注 98) *Id.*

注 99) 116 F. 3d 1441 (11th Cir. 1997).

注 100) *Id.* at 1448.

注 101) 223 F. 3d 165 (3d Cir. 2000).

注 102) *Id.* at 184-185.

注 103) *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F. 3d 189 (2d Cir. 2003).

注 104) *Bastian v. Petren Res. Corp.*, 892 F. 2d 680 (7th Cir. 1990).

注 105) 335 F. 3d 824 (8th Cir. 2003).

注 106) *Id.* at 832.

注 107) 90 F. 3d 1431 (9th Cir. 1996).

注 108) *Id.* at 1438.

- 注 109) 339 F. 3d 933 (9th Cir. 2003).
- 注 110) *supra* note 90.
- 注 111) *Id.* at 340.
- 注 112) Fox, *supra* note 92, at 531.
- 注 113) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).
- 注 114) Fox, *supra* note 92, at 519.
- 注 115) Scotland M. Duncan, *Dura's Effect on Securities Class Actions*, 27 *Journal of Law and Commerce* 137, 139 (2008).
- 注 116) Fox, *supra* note 92, at 520.
- 注 117) John C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 *Bus. Law.* 533, 546-547 (2005).
- 注 118) *Id.* at 538.
- 注 119) *Id.* at 541.
- 注 120) Duncan, *supra* note 115, at 138.
- 注 121) *supra* note 90, at 340.
- 注 122) *Id.* at 346.
- 注 123) *Id.*
- 注 124) *Id.* at 347.
- 注 125) Brandon J. Stoker, *Opening the Rule 10b-5 Floodgates: Ninth Circuit Split in Gilead Sciences Leaves the Loss Causation Pleading Standard in Limbo*, *Brigham Young University Law Review* 301, 307 (2010).
- 注 126) Duncan, *supra* note 115, at 140.
- 注 127) John C. Coffee Jr., *Loss Causation After Dura: Something for Everyone*, 231 *N. Y. L. J.* 5 (2005).
- 注 128) Merritt B. Fox, *Understanding Dura*, 60 *Bus. Law.* 1547, 1552 (2005).
- 注 129) Jacob M. Kantrow, Note, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, 67 *La. L. Rev.* 257, 275 (2006).他に, Jerod Neas, Note, *Dura Duress: The Supreme Court Mandates a More Rigorous Pleading and Proof Requirement for Loss Causation under Rule 10b-5 Class Actions*, 78 *U. Colo. L. Rev.* 347, 366 (2007).

- 注 130) Devin F. Ryan, Comment, Yet Another Bough on the “Judicial Oak”: The Second Circuit Clarifies Inquiry Notice and its Loss Causation Requirement Under the PSLRA in *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 79 St. John’s L. Rev. 485, 500 (2005).
- 注 131) Fox, *supra* note 128, at 1567-1569; James C. Splinder, Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More After *Dura Pharmaceuticals*, 95 Geo. L. J. 653, 666 (2007).
- 注 132) Michael J. Kaufman, At a Loss: Congress, the Supreme Court and Causation under the Federal Securities Laws, 2 N. Y. U. L. J. & Bus. 1, 1 (2005)
- 注 133) Duncan, *supra* note 115, at 141.
- 注 134) 黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 *Dura Pharmaceuticals* 判決について」(尾崎安央＝川島いずみ編)『比較企業法の現在—石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念』成文堂(2011)351 頁。
- 注 135) 他に参考文献として、石田眞得「流通市場取引における不実表示と損害因果関係」商事法務 1773 号(2006)59 頁・(近藤光男＝志谷匡史編)『新・アメリカ商事判例研究〔第 2 版〕』商事法務(2012)31 頁；前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 *Dura pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 判決とその示唆を中心に—」福岡大學法學論叢第 53 巻第 4 号(2009)329 頁。
- 注 136) *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F. 3d 1049 (9th Cir. 2008).
- 注 137) *Gilead* 事件の事実の概要について、Stoker, *supra* note 125, at 301-304; Evan, *supra* note 5, at 2681-2682 (2010); 今川嘉文「不実表示の公表時期と損害因果関係の立証」商事法務 1874 号(2009)57-58 頁・(近藤光男＝志谷匡史編)『新・アメリカ商事判例研究〔第 2 版〕』商事法務(2012)136 頁を参照。
- 注 138) *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 2006 WL 1320466 (N. D. Cal. 2006).
- 注 139) *Id.* at 9 n. 12.
- 注 140) *supra* note 136, at 1055.
- 注 141) *Id.* at 1057.
- 注 142) *Id.*
- 注 143) *Id.*
- 注 144) *Id.*
- 注 145) *Id.*

注 146) Id.

注 147) Id at 1057-58. ブライト＝ライン原則 (bright-line rule) : とりわけ曖昧な問題を単純かつ明確に、時には確実性のために公平を犠牲にしてでも解決しようとする原則のこと (Bryan A. Gaener et al, Black's Law Dictionary, at 231 (West Publishing Co. 10th ed. 2014))。

注 148) supra note 136, at 1058.

注 149) Id.

注 150) Id.

注 151) Id. at 1057.

注 152) 今川、前掲(注 137)商事法務 61 頁。なお、Gilead 社の全役員が FDA から警告レターを受けた 7 月 29 日以降、Gilead 社株式を売却したこともその理由として挙げている。

注 153) Stoker, supra note 115, at 312-320.

注 154) In re Williams Securities Litigation—WCG Subclass, 558 F. 3d 1130 (10th Cir. 2009).

注 155) Id. at 1134-35.

注 156) In re Williams Securities Litigation, 496 F. Supp. 2d at 1266.

注 157) Id. at 1269.

注 158) Id.

注 159) Daubert 基準 (Daubert test) : 専門家の証言が連邦証拠規則 702 条の許に認められるかどうかを決定するために連邦地方裁判所が使用する方法論。連邦証拠規則 702 条は、一般に、専門家の証言が、証拠を解釈する、あるいは、争点となっている事実を決定する立場にある事実認定者を助ける、科学的、技術的、あるいは、他の専門的知識からなることを要求する。その役割の中で、証拠の「門番 (gatekeeper)」として、事実審は、提出された専門家の証言が妥当性と確実性の要件を満たすかどうかを決定しなければならない。裁判所は、通常、公判前のいわゆる Daubert healing の間に、陪審員がいない状態でそのテストを適用する。その審理中に、挙証責任者は専門家が示す理論、方法論、あるいは、事実への適用が科学的に正当であることを証明しなければならない。認容の決定において、裁判所は以下に挙げる弾力的な要素を考慮する。(1) その理論が試されうる、あるいは、試されてきたか、(2) その理論が

同等の審査または告示に従われてきたか、(3) その理論の知られた、あるいは、潜在的な誤差の割合とその適用を抑制する基準があるかどうか、(4) その関連する科学集団がどれくらいその理論を認容しているか。Daubert v. Merrell Dow Pharms., Inc., 509 U.S. 579, 113 S. Ct 2786 (1993). (Black's Law Dictionary, supra note 147 at 479).

注 160) In re Williams Securities Litigation—WCG Subclass, 558 F. 3d 1130, 1132 (10th Cir. 2009).

注 161) Id. at 1137.

注 162) Id. at 1139-1140.

注 163) Id. at 1143.

注 164) Id.

注 165) Bryan L. Phipps, In re Williams Securities Litigation—WCG Subclass: How Dura Met Daubert, 2010 Brigham Young University Law Review 215, 231 (2010).

注 166) Id. at 235-236.

注 167) Id. at 235.

注 168) Lormand v. U.S. Unwired Inc., 565 F. 3d 228 (5th Cir. 2009).

注 169) Jeremy T. Christensen, In re Williams Securities Litigation—WCG Subclass: Publicly Traded Corporations Win Leniency in Their Representations After the Tenth Circuit Redefines Loss Causation in Private Actions for Securities Fraud, 43 Creighton Law Review 553, 590-591 (2010).

注 170) Id.

注 171) Oscar Private Equity Investment v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F. 3d 261 (5th Cir. 2007).

注 172) Id. at 263.

注 173) Id. at 264.

注 174) Id.

注 175) Id. at 265.

注 176) Id. at 266.

注 177) Id. at 266-267.

注 178) Id. at 269.

注 179) *Id.* at 270.

注 180) Oscar 事件の事実の概要と判決内容について、John R. Guenard, *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.: The Fifth Circuit Requires Proof of Loss Causation To Trigger the Fraud-on-the-Market Presumption of Reliance*, 82 *Tulare Law Review* 2467 (2008); 古川朋雄「証券クラス・アクションの認定と損害因果関係の立証」商事法務 1879 号(2009)42 頁を参照。他に、Oscar 事件の判断内容を紹介するものとして、藤林、前掲(注 26)55 頁以下がある。

注 181) *Securities Litigation-Class Certification-Fifth Circuit Holds that Plaintiffs Must Prove Loss Causation Before Being Certified as a Class-Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F. 3d 261 (5th Cir. 2007), 121 *Harvard Law Review* 890, 896 (2008).

注 182) *supra* note 90, at 346.

注 183) Tad E. Thompson, *Messin' with Texas: How the Fifth Circuit's Decision in Oscar Private Equity Misinterprets the Fraud-on-the-Market Theory*, 86 *North Carolina Law Review* 1086, 1099 (2008).

注 184) Guenard, *Supra* note 180, at 2478.

注 185) See, e. g., *In re Micron Technologies Securities Litigation*, 247 F. R. D. 627 (D. Idaho 2007); *Wagner v. Barrick Gold Corp.*, 251 F. R. D. 112 (S. D. N. Y. 2008).

注 186) Jill E Fish, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 *Iowa Law Review* 811, 826 (2009).

注 187) わが国の場合、事実上、ある高裁が一度判断を下すと、他の高裁もある程度同じ基準で判断を下す傾向がある。これに対して、アメリカでは巡回区裁判所ごとに判断傾向が大きく異なる。そのため、実際に各巡回区裁判所が統一した基準で判断を下すことを実現するのは、連邦最高裁判所が具体的な基準を示さない限り、困難を極めるともいえる。しかし、私見として、訴訟進行の観点から考えると、各巡回区裁判所の判断基準が統一されている方が原告・被告の双方にとって望ましいといえる。そこで、このような場合、一つの有効な手段として立法的に解決を図るという方法も存在するが、巡回区裁判所同士も一定の基準に統一するように努力を試みるべきであると考えられる。なお、過去に出された判断基準が不合理であると裁判所が判断する場合には、その判断基準を是正するために裁判所が異なる判断基準を示すことを否定するもので



はない。

注 188) W. Jennings=H. Marsh=J. Coffee=J. Seligman, *Securities Regulation Cases and Materials*, at 1382-1390 (Foundation Press 8th ed. 1998); David I. Tabak=Frederick C. Dunbar, *Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom*, NERA Working Paper #34, April 1999; 池谷=岸谷=中野、前掲(注 3)164-205 頁。

注 189) *supra* note 90.

注 190) Tabak=Dunbar, *supra* note 188, at 7.

注 191) *Id.* at 7-8.

注 192) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, *supra* note 188, at 1383; Tabak=Dunbar, *supra* note 189, at 8.

注 193) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, *supra* note 188, at 1383-1384.

注 194) *Id.* at 1384.

注 195) Leas, *supra* note 45, at 388.

注 196) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, *supra* note 188, at 1386; Leas, *supra* note 45, at 388.

注 197) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, *supra* note 188, at 1386.

注 198) 安川正彬『統計学の手ほどき [第 16 版]』日本経済新聞社(1971)83-89 頁; 黒沼、前掲(注 35)264 頁(注 157))

注 199) Leas, *supra* note 45, at 388-389. なお、関連する産業指標を含むことで基本的なマーケット・モデルの予測精度がより改善されるのであれば、次のように回帰方程式に独立変数を加えても良い(Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, *supra* note 188, at 1386)。

$$R = \alpha + \beta_1 R_m + \beta_2 R_i + \varepsilon$$

$R_i$  : 指標 I の収益率

注 200) *Id.* at 389.

注 201) *Id.* at 389-390.

注 202) 池谷=岸谷=中野、前掲(注 3)178 頁。

注 203) 池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 [上] —インテリジェンス事件を例として—」商事法務 1990 号(2013)15 頁。

注 204) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, supra note 188, at 1384.

注 205) 池谷、前掲(注 203)15 頁。

注 206) 安川、前掲(注 198)153 頁。

注 207) 池谷、前掲(注 203)15 頁。

注 208) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, supra note 188, at 1385.

注 209) Tabak=Dunbar, supra note 188, at 17.

注 210) David Tabak=Chudozie Okongwu, Inflation Methodologies in Securities Fraud Cases: Theory and Practice, NERA Working Paper, July 2002, at 2; 池谷=岸谷=中野、前掲(注 3)186-190 頁。

注 211) Tabak=Okongwu, supra note 210, at 8.

注 212) Id. at 8-9.

注 213) Id. at 9-10.

注 214) Id. at 18. なお、真実価格一定法は修正現実損害賠償方式のことを指す。そして、実際に真実価格一定法に基づき株価の吊り上げ額を算出する際には、市場動向や不実表示以外の事情による株価の下落等は排除される（前掲(注 43)・(注 44)）。

注 215) Jennings=Marsh=Coffee=Seligman, supra note 188, at 1382.

注 216) 株価に影響を与えるアノマリーとして、時期（季節や曜日等）・投機的バブルの発生、及び、1987年のブラック・マンデー、2001年の同時多発テロに伴う暴落、2008年のリーマン・ショックのような短期的な市場全体の株価の暴落等がある。

注 217) 池谷=岸谷=中野、前掲(注 3)147-150 頁。

注 218) 時期のようなアノマリーは通常から株価に影響を与えるものであり、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立を否定することにはならない。また、これは経験則上であるが、投機的バブルが発生している局面においても、個々の銘柄については公表された情報の是非に応じて株価が反応を示すことから、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立は否定されない。しかし、ブラック・マンデー、同時多発テロに伴う暴落、リーマン・ショックのように短期的な市場全体の暴落が生じている局面においては、公表された情報の内容に関係なく株価は大幅な下落傾向を示すことから、セミ・ストロング型の市場効率性仮説の成立が難しい。ゆえに、そのような局面ではイベント分析を使用することが難しいと言わざるをえない。しかし、そのような局面は非常に短期間であり、例外的な場面であるといえよう。

注 219) わが国におけるマーケット・モデルの利用可能性については、IV、三において検討する。

### Ⅲ. わが国における損害額の算定の展開

#### 一、総論

証券流通市場で有価証券を取得した者が、当該発行会社による不実表示により損害を被った場合、それは不法行為に基づく損害となる。不法行為の基づく損害に関しては、前述（Ⅰ．三、3）のように、不法行為がなかったならば存在したであろう利益状態と、不法行為の結果として生じた現実の利益状態との差を損害として捉える差額説が通説的見解とされている。わが国では、不実表示に対する責任が問われるようになってからまだ日が浅い。しかし、不実表示による損害に対して、差額説に基づき損害額を算定する際に、裁判所は既に様々な算定方法を示している。また、平成 16 年に行われた証券取引法改正により、不実表示が公表された日を基準日として、その 1 年以内に当該会社の株式を取得した者については、損害額が推定されるという規定が置かれた。この推定規定は、現在の金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に引き継がれ、この規定に関する裁判所の判断も示されつつある。そこで、第Ⅲ部では、同項に基づき損害額を算定する際に生じる問題点について見ていくとともに、平成 16 年証券取引法改正前の事件である日本システム技術事件と西武鉄道事件、及び、平成 16 年証券取引法改正後の事件であるライブドア事件とアーバンコーポレイション事件について検討する。

#### 二、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項

##### 1、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の基本構造

前述（Ⅰ．三、3）の通り、不法行為における損害について、不法行為がなかったならば存在したであろう利益状態と、不法行為の結果として生じた現実の利益状態との差を損害として捉える差額説が通説的見解とされている。そして、金融商品取引法 21 条の 2 は一般不法行為の規定である民法 709 条の特則であることから(注 1)、金融商品取引法 21 条の 2 の規定が適用される場合についても差額説が妥当することになる。この場合、不法行為がなかったならば存在していたであろう利益状態とは、不実表示がなかったならば有していたであろう有価証券の価値(本来あるべき有価証券の価値)ということになる。

しかし、本来あるべき有価証券の価値は現実には存在していない。また、市

市場価格は、市場動向を始め様々な要素が複合的に絡み合った結果として形成されていくものである。それゆえ、不実表示により損害を被った投資家が本来あるべき有価証券の価値を立証するのは非常に困難である。そこで、その困難を解消するために、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項では、「当該書類の虚偽記載等の事実の公表がなされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日・・・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、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる」と定められている(注 2)。つまり、真実が公表され当該有価証券の市場価格が下落した場合、その下落額は、不実表示によって不当に高く評価されていた市場価格であるとして、法律上、「下落額」≡「取得時の市場価格と本来あるべき有価証券の価値との差額」と評価しているということになる(注 3)。このことから、同項で定める損害額の算定方法は、現実損害賠償方式に整合的な考え方であるといえる(注 4)。

しかし、その一方で、金融商品取引法 21 条の 2 では損害額の上限を同法 19 条 1 項に定める額、すなわち、当該有価証券の取得価額から請求時の市場価額または処分価額を控除した額としている(金商法 21 条の 2 第 1 項、19 条 1 項)。それゆえ、実際に賠償される損害額は、当該有価証券の取得がなかった状態にまで回復する額がその上限ということになる。これは、原状回復方式に由来する考え方である。

以上のことから、金融商品取引法 21 条の 2 に定める損害額の算定方法は、本来の価値より高値で購入したことを損害として捉える現実損害賠償方式の考え方と取得自体を損害として捉える原状回復方式の考え方が混在する形で構成されていることになる。このような方向性の異なる 2 つの算定方法が同条に取り入れられた理由として、以下の 3 つの理由が挙げられる。

- ①「発行者に多額の損害賠償責任が認められることは、その反面、発行者の企業価値を損ね、このような請求をしていない他の株主の負担となることは否定できない」こと(注 5)。
- ②「有価証券報告書等に虚偽記載があった場合に、有価証券届出書に虚偽記載

があった場合よりも多額の責任を発行者に負わせるのは不当である」こと(注6)。  
③金融商品取引法が「不法行為損害賠償規範を要件面で緩和することによって、救済が否定されかねない取得者を保護した点を考慮したとき、たとえ完全な賠償が得られなくても、当該有価証券を取得しなかったときの利益状態を回復できれば、取得者にとっても最低限必要な損害の填補を受けられるのであるから、取得者もこれで満足すべきであること」(注7)。

この点に関して、金融商品取引法 21 条の 2 による責任追及の場面では保護の対象となる投資家が多くなることが想定され、発行者が賠償しなければならない損害額が膨大になる恐れが高いことに鑑みれば、このように混在する形で規定することは正当化されうるともいえる。しかし、不実表示に伴う損害額が確定した後に当該有価証券の保有を継続した場合、その後の価格変動リスクは投資家が行った投資判断を行った結果として負うべきリスクである。したがって、当該有価証券の保有を継続するという投資判断を行い、結果、当該有価証券の市場価格が持ち直し投資家に利益が発生した場合、その利益は価格変動のリスクを負った投資家に還元されるべきであり、損害賠償額を減らして不実表示を行った発行者に還元されるべきものではない(注8)。また、不実表示と因果関係のない損害については、そのことを発行者が立証する限り賠償する必要はなく(金商法 21 条の 2 第 5 項)、その額については発行者が立証できなくても裁判所の裁量により決定できることから(同条 6 項)、実際に賠償する必要があるのは不実表示に見合った損害ということになり、発行者に過大な負担を課するものとはいえない。ゆえに、損害賠償額の上限を定める規定は廃止すべきであると考え(注9)。

なお、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は「損害の額とすることができる」と定めていることから、これは推定規定ということになる(注10)。そこで、他の損害額の算定方法が事件の解決に適している場合には、その算定方法を採用して事件を解決することも可能である。ゆえに、同項のような規定が整備された現在においても、証券詐欺訴訟に関して多くの経験を積んでいるアメリカで展開されている多様な損害額の算定方法が参考になる。なお、その際には、投資家はその証明責任を負うことになる。

## 2、公表日

### (1)総論

金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項では、不実表示等の事実の公表日から 1 年以内に当該有価証券を取得した投資家に関して、公表日前 1 ヶ月間の市場価額の平均額から公表日後 1 ヶ月間の市場価額の平均額を差し引いた分を損害額として推定している。そこで、実際に同項に基づき損害額を算出する際には、「公表日」が重要な要素となる。この点につき、金融商品取引法は同条 4 項で不実表示等の「事実の公表」に関して、公表の主体、公表の内容、公表の方法の観点から定義付けしている。なお、実際に投資家が同条 3 項に定める推定の適用を受けるためには、不実表示等の「事実の公表」がなされたことを立証する必要がある(注 11)。

### (2)公表の主体

金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項では、公表の主体を、不実表示等のある開示書類の提出者、または当該提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者に限定している。このことについて、立法担当者は、類型的にどのような場合に、「過去の不実表示等を訂正し真実の開示を行うことの公表として信頼性があり、市場参加者がその公表を合理的なものと信頼して投資判断をすることにより開示が虚偽なものから真実なものに修正されたことを適正に反映した価格変動が発生する」かを想定して規定されたものであると説明する(注 12)。そのため、同項に定める者以外の者（何ら権限を有さない報道機関等）が不実表示等の事実を報じたとしても、それだけでは「真実の公表」には該当しない(注 13)。なお、具体的にどのような者が公表の主体として認められるのか（特に「当該提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に関して）については、Ⅲ．五（ライブドア事件）で検討する。

### (3)公表の内容

金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項は、公表の内容に関して、当該書類の不実表示等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実と規定する。すなわち、本来であれば開示書類に記載しなければならなかった重要な真実が公表の内容となる。そのため、単に不実表示等が存在したことを指摘するのみでは足りず、一定の事実が公表される必要がある。ただ

し、立法担当者は、「厳密な意味で真実を完全に公表しなければならないわけではなく、当該証券価額への誤った評価を解消するために必要な程度の実事の公表があれば足りる」と説明する(注14)。

この点、より正確に不実表示の影響を計るためには、完全に真実を公表することが求められるべきであるともいえる。しかし、不実表示された事実に関する真実の解明は段階的に行われることが多く、その段階に合わせて様々な情報が発信される。そこで、公表の内容として完全な真実を求めることにすると、真実の公表として認められる頃には市場価格が既に不実表示の事実を織り込んでいる可能性が高い。とすれば、真実の解明に時間を要すれば要するほど、不実表示を行った者の損害賠償責任が軽減されることになる。これは妥当な結果であるとは言い難い。ゆえに、立法担当者が説明する立場が妥当である(注15)。

#### (4)公表の方法

金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項では、公表の方法に関して、同法 25 条 1 項の規定による公衆の縦覧その他手段により、多数の者が知りうる状態に置く措置が採られたことを求める。市場価格に不実表示の事実が織り込まれるためには、不実表示の事実を多数の者が認識した上で、当該有価証券の取引を行うことが可能な状況になる必要があるためである(注16)。

しかし、公表の方法は金融商品取引法 25 条 1 項に定める公衆の縦覧に限定されていない。また、インサイダー取引における重要事実の公表(金商法 166 条 4 項)の場合のように、公表の方法が政令等により限定されているものでもない。多くの場合、発行会社による訂正報告書(同法 7 条)等が公衆の縦覧に供される前に、様々な情報媒体により不実表示の事実が市場に浸透し、市場価格が不実表示の事実を織り込むことになる。そのため、実際に訂正報告書等が公衆の縦覧に供された時には市場価格が変動せず、同法 21 条の 2 第 3 項に定める推定規定が実質的に機能を果たせなくなるためである(注17)。そこで、実際には、「その他の手段」が重要な意味を持つことになる(注18)。この点に関し、立法担当者は、監督当局による発表、取引所による公表の措置、発行会社のホームページ上への記載等を、その例として挙げている(注19)。

なお、黒沼教授は、立法論として、公表以前に真実の情報が市場に流布していた場合には、真実の情報により影響を受けていたと認められる期間を、公表



前1ヶ月間の平均市場価格の算定から除外する工夫が必要であると指摘する(注20)。

### 3、因果関係の反証

金融商品取引法21条の2第5項では、同条3項により損害額が推定された場合において、賠償責任を負う発行会社が、投資家が被った損害額の全部または一部が不実表示等以外の事情により生じたことを証明したときには、その損害賠償額の全部または一部を減額することを規定している。そもそも、同条により救済されるべき投資家の損害は発行会社による不実表示等を原因とする損害である。それ以外の事情により生じた損害に関しては、投資家の投資判断の結果生じたものであり、それは投資家が自ら負うべきリスクということになる(注21)。そこで、同条5項の規定は、当然のことを明文化したものであるともいえる。

金融商品取引法21条の2第3項に定める損害額の算定方法は、不実表示等の事実を公表した日を基準として、その公表日前1ヶ月間の平均市場価格と公表日後1ヶ月間の平均価格との差額を、投資家が不実表示等により被った損害額と推定するものである。それゆえ、因果関係の反証の証拠となるのは、不実表示等の事実の発覚以外の事情で、公表日を基準に前後2ヶ月間の市場価格に影響を及ぼす事情に限定される(注22)。そこで、例えば、公表日より3ヶ月前に生じた災害により、当該発行会社の業績が悪化することが確実になったが、公表日の時点で既にその事情を当該発行会社の有価証券の市場価格が織り込み済みの場合、その事情は因果関係の反証の証拠とはなりえない。

因果関係の反証として認められる例としては、不実表示等の事実の公表後、当該発行会社の有価証券の市場価格が日経平均等の相場全体の指標や当該発行会社が所属する業界全体に影響を及ぼす事情と連動して下落した場合や、推定額の算定期間中に生じた災害等による業績悪化を織り込んで当該発行会社の市場価格が下落した場合等が挙げられる(注23)。

金融商品取引法21条の2第5項により損害賠償額の減額が認められるためには、当該発行会社は、「①虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情、②①の事情と損害との因果関係、③②の損害の『額』」を全て立証する必要があると

解されている(注 24)。しかし、証券の価格は相場全体の市場動向を始め様々な要因に基づき形成されていくものであることから、価格の下落分を不実表示等との因果関係の有無により区分することは難しい(注 25)。そこで、同条 6 項は、①及び②を発行会社が立証している場合において、損害の性質上、不実表示等と因果関係を有しない具体的な額を証明することが極めて困難であるときには、裁判所が、発行会社が賠償責任を負わない損害の額として相当な額を認定することができる」と定めている。すなわち、同項は「裁判所による裁量的減額を認める規定である」とされる(注 26)。ただし、同項が適用されるためには、「推定損害額を増額させた虚偽記載以外の事情が特定されることが必要」と指摘されている(注 27)。

なお、金融商品取引法 21 条の 2 第 6 項の具体的な適用に関しては、Ⅲ. 五 (ライブドア事件) 及びⅢ. 六 (アーバンコーポレイション事件) において検討する。

### 三、日本システム技術事件

#### 1、事実の概要

被告 Y 社の従業員が売上の架空計上を行った結果、Y 社は売上に関して不実記載をすることに相成った。Y 社がその事実を公表すると、Y 社の株価は下落した。その公表の 5 ヶ月前に Y 社の株式を購入し、当該公表に伴う株価下落後に当該株式を売却した原告 X は、Y 社代表取締役の内部統制システム構築義務 (会社法 362 条 5 項) 違反を理由に旧民法 44 条 1 項 (一般社団法人法 78 条) に基づき損害賠償を請求した。第一審(注 28)と控訴審 (注 29) は、裁判所は X の請求を認容した。しかし、最高裁判所は Y 社の代表取締役に内部統制システム構築義務違反があったことを認めず、X の請求を認めなかった (注 30)。

#### 2、損害額の算定に関する裁判所の判断

日本システム技術事件は、平成 16 年改正証券取引法が施行される前に不実表示が発覚した事案であり、証券取引法 (現金融商品取引法) 21 条の 2 を適用することができない事案であった (平成 16 年法律第 97 号附則 5 条)。日本システム技術事件では、同項の規定に定める算定方法に従い、損害額を算定でき

るかについて争われた。この点につき、第一審(注 31)は、「損害額の推定を規定する証券取引法 21 条の 2 第 2 項は、虚偽記載等が公表されて有価証券の価額が下落した場合に、その下落額をもって虚偽記載等によって不当に高く評価されていた価額と評価するものと解されるところ、このような考え方は本件の損害額を認定するに際しても合理性が認められる」と判示して、同項に定める算定方法に従い損害額を算出した。控訴審(注 32)も原告の請求を認容する際に、その立場を踏襲した。

また、代表取締役が内部統制システム構築義務違反があったと認めずに原告の請求を認容しなかった最高裁(注 33)は、その判断の中で、損害額の算定に関して一切触れていない。もし、損害額の算定に関する下級審裁判所の判断に対して、最高裁判所が何らかの異論を有していれば、最高裁は傍論でそのことについて触れていた可能性が高い。このことから、最高裁は、損害額の算定に関して、下級審裁判所の考え方を是認していると考えて差し支えないだろう。

### 3、検討

裁判所は金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める算定方法について一定の合理性があると認め、同項に定める算定方法に従い損害額を算出することを認めていることから、同項を直接適用できない事案(例えば、当該有価証券の取得が不実表示の公表日より 1 年以上前である事案)でも、同項を類推適用することで損害を被った投資家を救済するという方法も可能となる。

その一方で、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の考え方は、法律の規定がなくとも当然に用いられるべき確立された経験則であるとはいえないとした裁判例(注 34)も存在する。また、わが国における証券取引市場の効率的展開という点に関して懐疑的な見解を採る立場からは、同項の類推適用は認められないとの結論に至ることになる(注 35)。さらに、原告・被告間の公平の観点から一般不法行為が適用される事案に対して同項の安易な類推適用を避けるべきとの見解もある(注 36)。

しかし、経験則に関しては、今後、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項が適用される事例が増加することにより解消されることになるだろう(注 37)。また、発表された不実表示に対して市場が反応を示している場合、当該情報に対する

効率性があるといえることから、証券取引市場の効率性は確保されているとみることができる。さらに、原告・被告間の公平に関しては、どちらをより救済すべきかという観点から考察すれば、それは不実表示を行った被告ではなく、不実表示により損害を被った原告であり、損害額の推定に伴う不利益は被告が享受すべきものである。そして、被告はこの推定を覆すことは可能であることから、一概に原告・被告間の公平のバランスが崩れるとも言い難い。ゆえに、原告・被告間の公平の観点を考慮したとしても、同項の類推適用を認める方向で考えるべきである。

実際に、投資家側が不実表示に因果関係のある損害額を立証することは困難であることに鑑みれば、より多くの投資家を発行会社の不実表示による損害から救済できるようにするために、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の類推適用が認められるべきである。したがって、同項の規定に従い損害額を算出することを認め、同項の類推適用への道をも切り開いたといえる裁判所の判断に賛成する(注 38)。

なお、日本システム技術事件において、裁判所は金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項に定める損害賠償額の減額について適用を検討していない。この点について、同項の適用を検討すべきであったと指摘されている(注 39)。思うに、損害額の立証について原告の負担が軽減される以上、損害賠償額の減額に関する抗弁を被告に認めるのが、公平の見地から妥当である。ゆえに、損害賠償額の減額も踏まえた上で、同条 3 項に定める損害額の推定規定の利用を考えるべきである。

#### 四、西武鉄道事件

##### 1、事実の概要(注 40)

被告 Y 社の株式は昭和 24 年に東京証券取引所（以下、「東証」とする。）に上場され、昭和 40 年 8 月から平成 16 年 12 月 16 日まで継続して東証第 1 部に上場されていた。Y 社は昭和 32 年 3 月期から平成 16 年 3 月期までの有価証券報告書等において、A 社が所有する Y 社株式の数につき、A 社名義で所有する株式の数のみを記載し、他人名義で所有する株式の数を記載せず、また、A 社名義株と他人名義株とを合わせれば A 社が Y 社の発行済株式総数の過半数を

有していたにもかかわらず、その旨を記載しなかった（以下、Y社の有価証券報告書等における上記内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。）。さらに、A社は、大量保有報告書及びその変更報告書において、その所有するY社株式の数を過小に記載していた。

一方、東証は、昭和57年10月に、少数特定者持株数（上位10名の大株主が所有する株式数及び役員が所有する株式数）が期末において上場株式数の80%を超えている場合、1年の猶予期間内にその割合が80%以下にならないときには上場廃止となる旨（少数特定者持株数基準）を定めた。Y社の少数特定者持株数は、昭和57年10月1日以降、平成16年3月末まで継続して上場株式数の80%を超えていたが、本件虚偽記載によりY社の少数特定者持株数は、常に80%以下にとどまっているとされていた。平成16年10月13日にY社はこの事実を公表した。同日、東証はY社株式を監理ポストに割り当てた。そして、同年11月16日、東証は、同年12月17日にY社株式を上場廃止する旨を決定し、Y社株式を整理ポストに割り当てる旨を発表した。なお、上場廃止に至るまでのY社株式の株価（終値ベース）について、平成16年10月13日が1株1081円、同年11月16日が1株268円、同年12月16日（最終上場日）が1株485円であった。その後、平成18年2月に、Y社を含むグループ企業の再編が行われた。その際に、Y社株式は1株919円と評価され、Y社は企業再編に反対する株主からの株式買取請求に対して1株919円で応じた(注41)。

## 2、下級審裁判所における判断の傾向

西武鉄道事件は、平成16年改正証券取引法が施行される前に不実表示が発覚した事案であり、証券取引法(現金融商品取引法)21条の2が適用される前の事案であった。また、損害賠償を請求する訴訟が多数提起されたことから、下級審裁判所において、賠償すべき損害額の判断は多岐に渡った。その判断をまとめると以下のようなになる。すなわち、

- ①取得価格と売却価格の差額分(東京地判平成21年1月30日判時2035号145頁等)
- ②不実表示の公表直前の株価と売却価格との差額分(東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁、東京地判平成21年1月30日金判1316号34頁等)

- ③取得価格と不実表示がなかったならば生じていたであろう市場価格（想定価格、取得価格に下落率 57.7%を乗じた額が損害額であるとするもの。下落率は、不実表示公表日の翌日から最終取引日までの平均終値 457 円と 1,081 円との差額 624 円を株価下落分と認め、それを 1,081 円で割ったもの）との差額分（東京高判平成 22 年 3 月 24 日金判 1343 号 59 頁）
- ④民事訴訟法 248 条を適用して、公表直前の株価に約 15%を乗じた額が損害額であるとするもの（東京高判平成 21 年 2 月 26 日判時 2046 号 40 頁、東京高判平成 21 年 3 月 31 日金判 1316 号 2 頁等）
- ⑤保有継続の投資家については、現在の株式価値が不実表示の公表直前の市場価格を上回っていることから、損害額はないとした（東京地判平成 19 年 8 月 28 日判タ 1278 号 221 頁、東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 10 頁、東京高判平成 21 年 2 月 26 日判時 2046 号 40 頁等）。

このように、投資家が株式の保有を継続したか株式を処分したかにより下級審裁判所の判断は大きく分かれ、さらに、株式を処分した投資家の中で、損害額の算定に関する判断が分かれた。

### 3、最高裁判所の判断(注 42)

最高裁は、株主らは本件虚偽記載がなければ、Y 社株式を「取得することはできず、あるいはその取得を避けたことは確実であって、これを取得するという結果自体が生じなかったとみるのが相当である」と指摘した。その上で、最高裁は、このような場合、株主に生じた損害額は、①不実表示公表後に Y 社株式を市場で売却したときは「取得価額と処分価値の差額」、②保有を継続しているときは、「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・・・との差額」を基礎として、「本件公表前の経済情勢、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」との基準を示した。

最高裁は、経済情勢等の当該不実表示に起因しない市場価額の下落分を損害額から控除すべき理由として、「投資家が Y 社株式を処分するまで又は事実審の口頭弁論終結時までに Y 社株式の市場価額が種々の要因によって変動することは通例であるところ、一般投資家である・・・投資家は、当該虚偽記載がな

ければ Y 社株式を取得することはなかったとしても、取得した株式の市場価額が経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することは当然想定した上で、これを投資の対象として取得し、かつ、上記要因に関しては開示された情報に基づきこれを処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったといえることができる。このことから、・・・投資者が自らの判断でその保有を継続していた間に生ずる上記要因に基づく市場価額の変動のリスクは、・・・投資者が自ら負うべきであり、上記要因で市場価額が下落したことにより損失を被ったとしても、その損失は投資者の負担に帰せしめるのが相当である」ことを挙げる。そして、これは、「虚偽記載の公表の前後を問わず当てはまる」とした上で、不実表示の事実公表後に発生するいわゆる狼狽売りに関して、「狼狽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なされ、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えることはできず、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」とした。

そして、最高裁は、「本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額についてさらに審理を尽くす必要がある」として、原審に差し戻した。

#### 4、最高裁判決後の展開

最高裁からの差し戻しを受けて、東京高裁は平成 26 年 1 月 30 日に改めて判決を下した。その判決(注 43)では、最高裁が示したのと同様に原状回復方式により損害額を算定するとした上で、本件虚偽記載公表前の経済情勢・市場動向・Y 社の状況等、本件虚偽記載とは無関係な要因に基づく Y 社株式の株価値下がりについては損害賠償額から控除するとし、詳細な事実認定を行い、本件虚偽記載公表前の値下がりのうち 9 割は本件虚偽記載とは無関係な要因に基づく値下がりであるとした。その結果、賠償されるべき損害額は以下の通りとなる。

既に Y 社株式を処分した場合

損害 = (取得価格 - 処分価格) - (取得価格 - 1081 円) × 0.9

Y 社株式を継続保有している場合

損害 = (取得価格 - 現在の価格) - (取得価格 - 1081 円) × 0.9

そして、口頭弁論終結時における Y 社株式の現在の価格について、各種評価及び S 社による公開買付の状況を勘案した結果、Y 社の現在価値は 1200 円を下らないと評価し、Y 社株式を継続保有している株主に対しては損害が発生しないとの判断を示した。

また、平成 26 年 4 月 23 日に Y 社は東証第一部に売出価格 1 株 1600 円で再上場を果たした(注 44)。

## 5、損害額の算定方法に関する裁判所の判断の検討

### (1)総論

多くの下級審裁判所が原状回復方式を採用することを否定した理由として、裁判所は、(ア)「取得した時点で当該株式が客観的に無価値であったと認める余地はない」(注 45) こと、(イ)「当該虚偽記載と関係のない要因による株価の下落に相当する額まで Y が賠償すべき損害に含めて主張していることになり、そのような X の請求には理由がない」(注 46) こと、(ウ)「有価証券報告書等の虚偽記載事項は、株主の構成に関するものにとどまり、貸借対照表や損益計算書等の会社の収支や資産価値に直接かかわるものではなかったものであり、虚偽記載公表後、虚偽記載行為の発覚により生じることのあるべき減価が生じるまでは、それによる影響を受けることなく処分することも可能であった」(注 47) こと、さらに、(エ)「取引行為自体に瑕疵があったものでもない」(注 48) ことを挙げた。

しかし、まず、(ア)の理由に関して、原状回復方式はあくまで取得価格と売却価格との差額を損害とするものであり、そもそも当該有価証券の無価値を前提としていない(注 49)。

次に、(イ)の理由に関して、原状回復方式は取引後の価格変動リスクを被告に負担させることが適当な場合に適用される。有価証券報告書等に不実表示をした事案でその適当な場合となるのは、当該不実表示がなければ投資家が当該有価証券を取得しなかった場合である。この点、西武鉄道事件は、発行者側による当該不実表示がなければ、投資家が当該有価証券を取得する前に当該有価証券が上場廃止となった可能性の高い事案である。一般に、上場されていない有価証券を投資家が取得するのは稀であり、西武鉄道事件においても原告投資



家は当該有価証券を取得することはなかったと評価できる。それゆえ、西武鉄道事件は、当該不実表示がなければ投資家が当該有価証券を取得しなかった場合に該当し、取引後の価格変動リスクを被告に負担させることが適当な場合に該当するといえる。

さらに、(ウ)の理由に関して、西武鉄道事件において不実表示されたのは、上場を維持するための根幹的な情報であり、その価格形成における重要性は会社財務に関する情報と区別されるべきものではない。また、両者とも事実が公表されるまでは市場価格に影響を与えるものでもなく、その点でも区別されるべきものではない。

そして、(エ)の理由に関して、取引行為自体には瑕疵がなかったとしても、西武鉄道事件では、発行者側が、当該不実表示を行うことにより上場基準を満たしていると偽ることで投資家が市場で当該有価証券を取得できる状態にした。ゆえに、投資家による取得の前提の段階で投資家を欺いていることから、その時点で既に瑕疵が生じていると評価することができ、取引全体として瑕疵があったと認められる。

これらのことから、西武鉄道事件において、多くの下級審裁判所が、損害額の算定方法に関して、原状回復方式を採用することを否定する際に挙げた理由は妥当なものであるとは言い難いものであった。

西武鉄道事件のような、本来、株式の上場を維持できない状態であった場合には、真実が公表されていれば、一般に投資家が当該株式を取得することが難しいことから、その株式取得自体を損害と捉えるべきである。そして、その場合の損害額の算定は原状回復方式に基づき行うことが適当である。ゆえに、最高裁、及び、差し戻し審が損害額について原状回復方式に基づき算出するべきとの判断を示したことは妥当であるといえる。したがって、最高裁、及び、差し戻し審の判断に一般論としては賛成である(注50)。

しかし、最高裁、及び、差し戻し審は経済情勢等の当該不実表示に起因しない市場価格の下落分を損害額から控除すべきであるとしている。これに対して、最高裁において、寺田裁判官は、多数意見の結論には賛成するものの、多数意見のこのような構成に関しては賛成できないとする。その理由として、寺田裁判官は、「投資家が当該株式を取得することはなかったとの前提をとって株式取

得のために出捐した額を損害額の基本に据えながら、その株式に特有の下落分をそこから控除するのでは筋が通らない」こと、さらに、「いったん株式の取得価額と処分価額の差を基礎として損害額を算定するという立論をしながら、その差の間に存する当該株式の価額の下落につき分析し、ひとつひとつ虚偽記載がもたらしたものかどうかを検討し、関係がないとみられるものを除外していくというのであれば、もともと何を基礎とするかなどといった検討をとばして、虚偽記載と個々の株式価額の下落との関係をみて損害の範囲を決めるのと実体は等しい」ことを挙げた(注51)。

この点に関して、潮見教授は、西武鉄道事件における最高裁判決の多数意見は、取得自体損害を「不法行為の成立要件のレベルで捉えたものである」とする。そして、損害の評価（損害額）は責任成立要件としての「損害」とは別次元の問題であることから、原状回復方式を採用しなかったとしても、その判断は矛盾したものではないと主張する(注52)。この潮見教授の見解に基づくと、ある投資家が、真実が公表されていれば、本来取得することがありえなかったY社株式を、不実表示のために取得した場合、もし実際の損害額が0円であったとしても、その事実だけでその投資家に損害が発生することになる。しかし、有価証券は金銭的評価が重きをなすものである。それゆえ、有価証券取引における損害は、損害と金銭的評価とを一体として捉えるべきであり、実際に生じた損害額を基礎に損害が生じたか否か判断されるべきである。実際の損害額が0円であるのに、損害自体は発生していると捉えるのは、有価証券においては不自然であると言わざるをえない。したがって、有価証券の損害の場面においては、潮見教授が主張するように損害を損害の基礎となる事実と損害の評価とに区別して捉えることには賛成できない。

## (2)不実表示公表前の損害

株式投資というものは、正当な公表事実に対する評価に基づき市場価格が形成なされ取引されている限り、全ての価格変動リスクに対して、投資家が自己責任を負うというのが大原則である。そして、ある会社が有価証券報告書等に不実表示をしていたとしても、不実表示が公表される前までは、公表事実が正当であると想定された上で市場価格が形成されている。それは西武鉄道事件においても変わらない。そのため、不実表示が公表されるまでの価格変動リスク

は投資家が責任を負うべきリスクであるともいえる。そこで、不実表示を公表する前における、経済情勢、市場動向や会社の業績等を原因とする株価の下落に関しては、最初から損害額より控除することにも一理あるといえる。したがって、不実表示公表前の損害に対する最高裁の多数意見、及び、差し戻し審の判断は妥当な判断であるともいえる(注 53)。

しかし、西武鉄道事件においては、Y 社株式の持株比率状況は東証の少数特定者持株数基準に抵触し、本来であれば、Y 社株式の上場を維持できない状態であった。現実に Y 社株式の持株比率に関する真実が公表された後、東証は Y 社株式を上場廃止処分としている。一般に、株式市場に上場していない株式を投資家が取得することは稀であり困難である。よって、Y 社株式の持株比率に関して真実が公表されていれば Y 社株式の上場を維持することは難しく、投資家が Y 社株式を取得する可能性自体皆無に等しかったといえることから、原則として Y 社株式の株価変動リスクを投資家に負わせるべきではない(注 54)。

そこで、不実表示と直接関係ない事情に基づく損害も不実表示と相当因果関係のある損害として捉えるべきであり、最初から経済情勢等の不実表示と直接関係ない事情について損害額から減額することありきで考えることは妥当ではない。したがって、相当因果関係がないことを理由に、実質、最初から不実表示を公表する前の Y 社株式の価格下落分を損害額から減額しようとする最高裁の多数意見、及び、差し戻し審の判断には賛成できない。

ただし、不実表示を公表する前の株価下落分に関しては、過失相殺(民法 722 条 2 項)を適用するという構成を取ることににより、最終的に損害額から減額することは可能と考える。株式取得後、不実表示が公表されるまでの間の損失は、投資家による投資判断の結果であり、通常投資判断を行うことによりそのような損失が発生・拡大することを防ぐことも可能であったといえるからである。

ゆえに、西武鉄道事件において、裁判所が損害額の減額を考えるのであれば、相当因果関係の有無を問題とするべきではなく、過失相殺の適用について検討すべきであると考えられる。

### (3) 狼狽売りに伴う損害

不実表示の公表後に関しても、最高裁は不実表示の公表後であっても不実表示と相当因果関係のない株価下落分は損害額から控除されるべきとしつつ、い

いわゆる狼狽売りに関して不実表示と相当因果関係のある損害であるとする判断を下した。この点、現実損害賠償方式に基づき損害額を算定する場面であれば、いわゆる狼狽売りにより拡大した損害を不実表示と相当因果関係のある損害に含めるべきか否かについて検討を要することから、裁判所が一定の結論を示すことに意味があるといえる。

しかし、西武鉄道事件において、最高裁は原状回復方式に基づき損害額を算出するべきとの判断を示している。原状回復方式は、不実表示により損害を被った投資家の財産状態を当該株式取得前の財産状態に戻すために採用されるものである。そのため、原状回復方式を採用する場合には、不実表示の公表後の狼狽売りを含めた株式取得後の全ての価格変動リスクを加害者たる発行会社等が負うべきものとなる。そこで、不実表示の公表後の狼狽売りにより拡大した損害も不実表示と相当因果関係のある損害として捉えられるべきものであることから、最高裁が狼狽売りに関して損害との相当因果関係の有無を検討する必要はなかったといえる(注 55)。

ただし、不実表示の公表前の株価下落分の場合と同様に、不実表示の公表後の株価下落分に関しても、投資家の投資判断により損失の拡大を防止することはできたことを理由に、過失相殺(民法 722 条 2 項)を適用することにより損害額を減額することはありえるだろう。しかし、不実表示が公表されれば、通常、いわゆる狼狽売りが生じるものであることから、狼狽売りにより拡大した投資家の損失を投資家の投資判断における過失により生じた損害と捉えるのは妥当ではない(注 56)。そこで、最高裁が、狼狽売りを理由とする過失相殺を否定するという意味で、狼狽売りに関する判断を示したのであれば、それには合理性があるといえる。ゆえに、狼狽売りの問題に関して、裁判所は損害との相当因果関係の有無の問題ではなく、過失相殺の問題として捉えるべきであったと考える。

## 6、具体的な損害額の認定に関する検討

### (1)総論

原状回復方式に基づいて損害額を算定することになる以上、上場廃止前までに Y 社株式を処分した投資家及びグループ企業再編時に株式買取請求権を行使

して Y 社株式を処分した投資家に関しては、処分価格を基準に損害額を認定することになる。

これに対して、Y 社株式の保有を継続した投資家に関しては、上場廃止後は Y 社株式の市場価格が存在しないことから、Y 社株式の価値をいかに解すべきかが問題となる。この点に関して、下級審裁判所、及び、差し戻し審が一定の判断を示していることから、その判断を基に検討を加える。また、Y 社株式を処分した投資家に対して、東京高裁は平成 22 年 3 月 24 日を除き、民事訴訟法 248 条を根拠に損害額を裁判所の裁量に基づき認定した。この点についても検討を加える。

なお、具体的に損害額を算定する際に、差し戻し審では本件虚偽記載公表前に発生した損害の 9 割を控除する判断を示している。しかし、本件虚偽記載公表前には本件虚偽記載を伺わせるような要素が見当たらず、本件虚偽記載公表前までの損害は投資判断に基づく損害であるといえるので、本件虚偽記載公表前までの損害に関しては 10 割の過失相殺を認めるべきであった。

## (2)保有継続株主に対する判断

株式の保有を継続した投資家に対して、下級審裁判所は、一貫して損害賠償請求を否定した。また、差し戻し審も同様の判断を示している。このことに関して、真実の公表に伴う株価下落後に株式が上昇し投資家が利益を得たとしても、それは投資判断の結果であることから、その利益は不実表示をした会社ではなく、投資家が享受すべきであるとする批判がある(注 57)。この点、西武鉄道事件で多くの下級審裁判所が示したように、不実表示による損害額を現実損害賠償方式に基づき算出する場合には、このような批判は妥当であるといえる。

しかし、西武鉄道事件は原状回復方式に基づき損害額を算出すべき事案である。そして、最高裁、及び、差し戻し審もそのような判断を下している。原状回復方式は不実表示により損害を被った投資家の財産状態を当該株式取得前の財産状態に戻すために採用されるものである。したがって、原状回復方式に基づき損害額を算出する場合、保有を継続した投資家に対しては、口頭弁論終結時における株価を基準にして損害額を算出すべきということになる。ところが、西武鉄道事件の場合、Y 社の株式が上場廃止になり、差し戻し審の口頭弁論終結後に再上場を果たすに至ったために、口頭弁論終結時における Y 社株式の市

場価格が存在しなかった。そこで、口頭弁論終結時における Y 社株式の価値をいかに解するのが問題となる。

思うに、一般に投資家にとって株式が現実には価値を有する状態となるためには、その株式が有する財産的価値を容易に具現化できることが必要である。なぜなら、理論上当該株式に価値があるとされたとしても、それを容易に具現化することができなければ、それはまさに絵に描いた餅に過ぎないからである。そこで、ある一定の財産的価値が口頭弁論終結時における株式の現在価値として認められるか否かは、その財産的価値を容易に具現化できる、または、具現化できたかどうかで判断されるべきである。

この点に関して、下級審裁判所、及び、差し戻し審は、Y 社株式の上場廃止後の様々な要因を勘案して、現在の Y 社の株式価値が不実表示の事実を公表する直前の市場価格を上回っていることを理由に、株式の保有を継続した投資家の損害賠償請求を認めなかった。しかし、Y 社株式は上場廃止されている以上、一般の投資家は Y 社株式を売買することが事実上できない状態に陥っている。一般に、自由かつ容易に株式を売買することが可能な状態になって、はじめて、投資家はその株式の財産的価値を具現化することができる。そのため、理論上、Y 社株式に不実表示の事実を公表する直前の市場価格以上の財産的価値があるとされても、事実上売買することができない Y 社株式の場合、一般の投資家にとって、その価値を容易に具現化することはできない。したがって、Y 社株式の上場廃止後の価値を口頭弁論終結時における Y 社株式の価値として捉えるべきではないと考える。

一般に、投資家が自由かつ容易に Y 社株式を売買することができたのは、Y 社株式が上場廃止される前までである。ならば、上場廃止の時点までは、投資家は Y 社株式の財産的価値を容易に具現化することができたといえる。そこで、Y 社株式のように上場廃止とされてしまった場合については、上場復帰するまでの間、最終的に市場で売買可能であった額、すなわち、上場廃止時点での株価が当該株式の有する現在価値であるとみなすべきである。ゆえに、原則として、Y 社株式の上場廃止時点における市場価格を口頭弁論終結時における Y 社株式の価値として捉えるべきであると考えられる。

ただし、西武鉄道事件の場合、上場廃止後にグループ企業再編が行われた。

グループ企業再編時には、株主は株式買取請求権（会社法 806 条）を行使することにより会社はその保有する株式を買い取らせることが可能である。そして、西武鉄道事件の場合においても、グループ企業再編に反対する株主から株式買取請求権が行使され、その際に Y 社は 1 株 919 円で Y 社株式を買い取った。株主がこの株式買取請求権を行使するためには、企業再編に反対することが要件とされている。そこで、全ての株主が無条件に株式買取請求権を行使することはできないが、Y 社株主が Y 社に見切りをつけてグループ企業再編に反対した上で株式買取請求権を行使することは可能であった。すなわち、グループ企業再編の際には、全ての株主が 1 株 919 円で Y 社株式の財産的価値を容易に具現化することが可能な状態にあったといえることができる。

また、差し戻し審の時点における状況を見ると、Y 社株式に関して、2013 年 3 月 12 日から 5 月 31 日にかけて、S 社が 1 株 1400 円で公開買付を行い、実際に Y 社株式の買取を行った。したがって、継続保有株主も 1 株 1400 円で Y 社株式の財産的価値を具現化することが可能な状態であったといえることから、Y 社株式の現在の価値は 1 株 1400 円として捉えることができる(注 58)。

上場廃止後に株式の財産的価値を容易に具現化できる機会があるのであれば、口頭弁論終結時点時により近い時点における当該株式の価値を反映させることができることから、上場廃止時点よりもその時点を基準とする方がより合理的である。そこで、西武鉄道事件のように、上場廃止後にグループ企業の再編がなされた、または、公開買付が行われた場合には、口頭弁論終結時により近い時点における当該株式の財産的価値の具現化可能な価格を当該株式の現在の価値として捉えるべきであると考えられる。

以上より、Y 社株式の保有を継続した株主に対して、差し戻し審の時点においては、S 社が公開買付を行った 1 株 1400 円を基準とすべきであることから、「(取得価格－1400 円)－(取得価格－1081 円)」を損害額として認定するべきであると考えられる。その結果、もはや損害は消滅したと見ることができることから、理論構成には問題があるものの、継続保有株主に対して損害賠償請求を認めなかった差し戻し審の判断自体には賛成する。

### (3)民事訴訟法 248 条の適用に関して(注 59)

東京高裁は、③の立場を採る東京高判平成 22 年 3 月 24 日を除き、②の立場

も否定し、④の立場を採用した。そのような判断を示した東京高裁は、損害額に関して、以下のように述べている(注 60)。すなわち、

「一般的に虚偽記載が公表され、上場廃止が予定されると、当該株価が急落することが通常みられるところ、この場合、一層下落することを憂って損失の拡大を防止するために株式を売却するか、売却するにしてもいかなる時点で売却するか、それともその後の株価の上昇を期待して株式を保有し続けるかは、当該株主が諸般の事情を考慮して決断すべきことである。そして、虚偽記載及び上場廃止が発表されると、狼狽売りが集中して客観的株価より過大に下落する傾向が見られる反面、本件における虚偽記載は、A の保有株式数を過小に記載し、少数特定者持株数基準に抵触したというものであり、しかも、A が第一の大株主であることには何ら変わりがなかったものであるから、粉飾決算がなされた場合等とは異なり、Y 社の財務状況や企業価値そのものに影響を与えることが少なかったものといえ、現に上場廃止後の Y 社の株価（評価額）は回復し、・・・本件口頭弁論終結時点において 1 株 1,081 円を下回っていたとはいえない状況にある。・・・

以上のような事情に照らすと、X らの Y 社株式の売却行為及びそれによる損失の発生は、投資家としての一つの選択行為及びその結果であるということではできても、上記虚偽記載及び上場廃止から通常生じ得る結果であるとまでは認め難いといわざるをえない。・・・

しかし、・・・Y 社の昭和 59 年 4 月 12 日以降に提出された有価証券報告書等の虚偽記載がされたため、平成 16 年 10 月 13 日に虚偽記載が公表されて一般に明らかとなり、Y 社株式が東京証券取引所によって監理ポストに割り当てられ、同年 11 月 16 日には同年 12 月 17 日に上場廃止するとの決定がなされ、そのことにより Y 社株式が一定の割合で下落することになったことは認めざるを得ない。その下落額について、・・・虚偽記載公表以降の現実の株価の変動、推移や平成 18 年 1 月から 2 月にかけて行われた Y 社を含むグループ企業の再編において Y 社株式は 1 株 919 円と評価されて譲渡され、Y 社は、会社分割に反対する株主からの株式買取請求に対しても 1 株 919 円の買取に応じたこと、もともと虚偽記載の内容は、A の保有株式数を過小にしたものであり、しかも、A が第一の株主であることに何ら変わりはなく、Y 社の財務状況や企業価値そ



のものに対する影響は少なかったものと考えられること等を総合勘案すると、民事訴訟法 248 条を適用して 1 株につき 160 円（平成 16 年 10 月 13 日の虚偽記載公表直前の株価 1,081 円の約 15 パーセント相当額）と認定するのが相当である。」

このように、東京高裁が損害額を不実表示公表直前に価格の約 15 パーセントとしたのは、不実表示と相当因果関係のある損害のみを被告に賠償させるためであったと考えられる。この点、不実表示と相当因果関係のない損害までも被告が賠償しなければならないとすれば、本来投資家が負うべき投資リスクまでも被告に負担させることになるので、妥当とはいえない。ゆえに、東京高裁が②の立場を採用せずに、損害額を不実記載と相当因果関係のある分に限定したことに関して、一般論としては是認できる。

その際に東京高裁が根拠としたのが民事訴訟法 248 条である。民事訴訟法 248 条は平成 8 年の民事訴訟法改正により導入された規定である。その立法趣旨は、「たとえ損害の発生そのものについては、証明がなされたとしても、損害額についての立証が証明度に達しなければ、損害賠償請求権は認められない。しかし、このような場合に請求棄却判決をなすことは、当事者間の公平にも合致せず、また社会の納得を得られない。そこで、・・・証明度の特例として、確信に達していないときであっても、相当な損害額を裁判所が認定できることとした」（注 61）とされる。そして、同条の法的性質については、証明度軽減説、自由裁量説、および折衷説の 3 説に分かれるとされているが（注 62）、そのいずれの立場に立つとしても、同条はあくまで損害額を認定するための規定とされている（注 63）。そこで、東京高裁が損害賠償額の軽減を行うために民事訴訟法 248 条を適用したと捉えるならば（注 64）、同条の適用範囲の問題が生じる。しかし、判決文を見る限り、東京高裁は、不実表示により損害が生じたことを認め、かつ、②の立場に立つことを否定した上で、適切な損害額を認定しようとしていることから、不実表示と相当因果関係のある損害額が幾らであるかを探求していたように思われる。それはまさに民事訴訟法 248 条の適用範囲内のものであり、東京高裁は同条の適用範囲内で損害額を判断したと解することができる。また、このような解釈から、東京高裁は実際の株価から不実表示により吊り上げられていた価格を探求していたといえることから、西武鉄道事件にお

いて、東京高裁は修正現実損害賠償方式に基づき損害額を捉えていたと考えることができる。そして、このように解釈すれば、③の立場に立った東京高判平成22年3月24日とも整合性を見出すことができる。よって、東京高裁が民事訴訟法248条を根拠に損害額を算出したことに関しても一定の合理性があると認められる(注65)。

しかし、東京高裁が損害額を認定する際に、グループ企業再編時のY社株式の評価額を参考としたことに関しては賛成できない。そもそもY社株式は東証に上場されていた株式である。それゆえ、Y社株式は会社財産から導き出される株式の価値ではなく、市場による評価により形成される株価に基づき取引される株式であった。したがって、現実損害賠償方式による算出の際の基準となる取引時の真の価格は、不実表示がなかった場合の市場の評価により形成される株価であるからである。また、グループ企業を再編する際には、再編に伴うシナジー効果への期待により株価が上昇することが考えられるため、グループ企業再編時の株価は取引時の真の株式の価格とは言い難い(注66)。以上のことから、不実表示公表後上場廃止に至るまでの間に株式を処分した投資家に対しては、グループ企業再編時におけるY社株式の価値ではなく、それまでの市場動向を参考にして、不実表示と相当因果関係のある損害額を導き出すべきであったと考える。

## 7、結論

西武鉄道事件では、損害額の算定方法に関して、多くの下級審裁判所が原状回復方式を採用することを否定した。しかし、本来であれば、Y社株式の上場を維持できなかった事案である。一般に上場されていない株式を投資家が売買することは稀であり困難である。ゆえに、真実が公表されていれば、投資家がY社株式を取得する可能性自体皆無に等しかったといえることから、Y社株式取得自体が損害であったといえる。したがって、西武鉄道事件において、最高裁、及び、差し戻し審が原状回復方式に基づき損害額を算定するとしたことには賛成である。

しかし、原状回復方式は、株式取得後の全ての価格変動リスクを加害者たる発行会社等に負わせる方式である。そこで、実際に損害額を算出するにあたり、

裁判所が損害額の減額の問題を検討する際には、損害との相当因果関係の有無の問題ではなく、過失相殺（民法 722 条 2 項）の問題として捉えるべきであった。この点において、最高裁、及び、差し戻し審の判断には賛成することができず、法律構成を変更するべきであると考えられる。

具体的な損害額の算定に関して、まず、既に Y 社株式を処分した投資家については処分価格が損害額を算出する際の基準となる。この際、差し戻し審では、本件虚偽記載公表前までの株価の値下がりのうち 9 割を控除する形で損害額を算出しているが、本件虚偽記載を公表する前において、本件虚偽記載を伺わせる要素が見当たらないことから、10 割を控除するべきであった。よって、差し戻し審の判断には疑問が残る。

他方、Y 社株式の保有を継続している株主については口頭弁論終結時における株式の価値が損害額を算出する際の基準となる。しかし、西武鉄道事件では Y 社株式が上場廃止とされてしまい、差し戻し審の口頭弁論終結時点においても証券取引市場に上場を果たせていなかったことから、口頭弁論終結時における Y 社株式の市場価格が存在しない。一般に投資家にとって株式が現実に価値を有する状態となるためには、その株式が有する財産的価値を容易に具現化することができる必要がある。そこで、ある一定の財産的価値が口頭弁論終結時における株式の現在価値として認められるか否かは、その財産的価値を容易に具現化できる、または、具現化できたかどうかで判断されるべきである。

西武鉄道事件では、Y 社株式の上場廃止後、差し戻し審の口頭弁論終結前に S 社が 1 株 1400 円で公開買付を実施し、実際に買い取った。この際、Y 社株式の財産的価値を具現化するためには S 社の提案に反対の場合でも S 社の公開買付に応じる必要があるため、一定の制約を受けることになるが、全ての株主が容易にその財産的価値を具現化することができる状態であったといえる。したがって、株式の保有を継続した株主について、西武鉄道事件の場合、公開買付価格である 1400 円を基準に損害額を算出するべきである。そして、その結果、もはや Y 社株式を継続保有している株主の損害は消滅したと見ることができることから、保有継続株主に対して損害賠償請求を認めなかった差し戻し審の判断自体については賛成する。

## 五、ライブドア事件

### 1、総論

Y社（現在はB社であるが、本論では便宜上Y社として表記する。）は、本事件により上場廃止とされるまで東京証券取引所マザーズ（以下、「東証マザーズ」とする。）で1株単位から取引されていた。また、株式分割を繰り返すことによりY社株式の株価を切り下げ、事件当時において、Y社株式は1株700円前後をつけていた。このため、投資家は手軽にY社株式を購入できる状態にあった。さらに、Y社は本事件で問題とされた不実表示が発覚されるまで、Y社の創業者である元代表取締役Aのテレビ出演を始めとするメディア等での積極的な活動により、Y社は多くの人に存在を認識され、Aは時代の先駆者としての地位を確立しつつあった。以上のようなことを要因として、Y社は個人投資家からの人気も高く、Y社株式を保有する者も多数いた。そのため、本事件により被害を受けた者も多く、本事件に関してY社に金融商品取引法21条の2に基づく損害賠償請求も多数提起され、判決も多岐に及ぶ(注67)。本論では、その中でも、最高裁で判決が示された機関投資家訴訟事件(注68)と控訴審まで判断が下された一般投資家訴訟事件(注69)を中心に、本事件で大きな争点となった公表の主体・方法、公表の内容・時期、及び、同条5・6項に基づく損害賠償額の減額について検討を加える。

### 2、事実の概要(注70)

Y社は、インターネット関連事業等を行う会社であり、Y社株式は、平成12年4月6日から平成18年4月13日までの間、東証マザーズに上場されていた。

Y社は、その設立後から積極的に合併や企業買収を繰り返した。さらに、積極的なマスコミ活動や株式分割等によりY社株式の時価総額を上昇させるように図るなどして、急速にその企業規模を拡大させた。

Y社が積極的な企業買収を行う過程の中で、Y社の完全子会社であったC社は、平成16年10月25日、実際には既にも買収済みであったE社につき、株式交換比率を1対1とする株式交換により同社を完全子会社化することを取締役会で決議し、株式交換契約を締結した旨発表した。しかし、この株式交換比率は、本来はE社の企業価値が1億円であったところ、これを4億円と過大評価

して決定されたものであった。

さらに、Y社は、Aの指示ないし承諾の下、平成16年12月27日、同年9月期（第9期）の連結会計年度（平成15年10月1日～平成16年9月30日）について、実際には3億円を超す経常赤字であったのに、売上計上が認められないY社株式の売却益約37億6700万円、F社に対する架空売上7億円及びG社に対する架空売上8億8000万円をそれぞれ売上高に含めるなどして、経常利益を約50億3400万円と記載した内容虚偽の連結計算書を掲載した有価証券報告書（以下、「本件有価報告書」とする。）を関東財務局長に提出した。

東京地方検察庁（以下、「東京地検」とする。）は、平成18年1月16日夜、Aを含むY社の役員らについて、証券取引法（現金融商品取引法。以下、「金融商品取引法」で表記を統一する。）違反（偽計・風説の流布）があるとして強制捜査に着手した。東京地方検察庁検察官（以下、「本件検察官」とする。）は、平成18年1月18日、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らに対し、Y社が、平成16年9月期決算（単体）において、Y社の傘下にあったF社及びG社の預金等を付け替えることで、約14億円の経常黒字と粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨伝達し、その旨が報道された（以下、本件検察官が上記記者らを通じて上記の情報を開示した行為を「本件開示」、本件開示がされた平成18年1月18日を「本件開示日」とする。）。

東京地検が強制捜査に着手した後、連日にわたって、Y社が本件有価証券報告書の経常利益を粉飾していたこと、E社の買収に関し虚偽の発表をしていたことなど、Y社ないしC社につき金融商品取引法違反（有価証券報告書の虚偽記載、偽計・風説の流布）の疑いがあること、Y社株式につき上場廃止に向けた動きがあることなどが、マスコミを通じて広く報道された。

なお、Y社株式の株価は、強制捜査が開始される直前の平成18年1月16日の終値が1株696円であったが、翌17日には終値が制限値幅下限（ストップ安）の596円まで急落した。その後もY社株式は6営業日連続でストップ安を続け、同月24日の終値は176円となった。

### 3、各争点における裁判所の判断(注 71)

#### (1)公表の主体及び方法

まず、公表の主体に関して、東京地裁は、機関投資家訴訟事件の第一審において、以下のように述べた。

金融商品取引法「21条の2第3項(現4項)は、公表の主体を『業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者』と定めている。これは、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報を受けて、投資者が投資判断を行うことによって適正な市場価格が形成されることを期待する趣旨であるから、投資者にとって典型的に信頼できる訂正情報を獲得しそれを証券市場に提供し得る者、すなわち、法令上、報告聴取、検査、調査等の権限を有する者をいうものと解するのが相当である。

・・・上記条項の『公表』は、有価証券報告書等の虚偽記載等による市場価額への影響を排除して、適正な市場価額を回復させる機能を有するものであるから、投資者にとって信頼できる者であれば足り、必ずしも一定の処分や支持を行う権限を有する者に限定する理由はない。

そして、検察官は、公益の代表者である独任性の機関であって(検察庁法4条)、有価証券報告書の虚偽記載等の犯罪について、強制処分を含む捜査を行う権限を有しており(同法6条、刑事訴訟法191条、197条、198条等)、捜査によって訂正情報を獲得し、それを市場に提供し得る者といえるから、上記『公表』の主体と認められるべきである(注72)。

検察官が公表の主体に該当するという立場は、同事件の最高裁の判断(注73)でも維持された。また、一般投資家訴訟事件においても同様の立場が採用された(注74)。

次に、公表の方法に関して、東京地裁は、機関投資家訴訟事件の第一審で、以下のように述べた。

『公表』の方法については、『多数の者の知り得る状態に置く措置』をとることとされ、その方法には何ら制限はないから、一般に広く報道されることを前提として、報道機関に事実を伝達することは『公表』に当たるものと解される。

したがって、検察官が、司法記者クラブに加盟する複数の報道機関の記者ら

に対し、それが一般に報道されることを前提として、便宜供与の一環として公式に一定の捜査情報を伝達することは、『公表』に当たるものとして妨げないというべきである」(注 75)。

公表の方法に関して、最高裁は特に言及していない(注 76)。一方、一般投資家訴訟事件において、東京地裁は、「検察官が公表の主体である場合には、検察官が報道機関に開示した事実が報道されるなどして、多数の者が当該事実を知り得る状態になれば、当該『公表』に当たるといふべきである」(注 77)と述べている。

## (2)公表の内容・時期

公表の内容・時期に関して、最高裁は機関投資家訴訟事件で以下のように述べた。

金融商品取引法「21 条の 2 第 2 項(現 3 項)にいう『虚偽記載等の事実の公表』とは、有価証券報告書等の『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいうのであって(同条 3 項(現 4 項))、その文理からすれば、『虚偽記載等の事実の公表』があったというためには、単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置がとられたのでは足りないことは明らかであるが、有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない。なぜなら、取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる情報が開示され、その結果当該有価証券が大きく値下がりしたにもかかわらず、真実の情報が明らかにされないことをもって『公表』がないものとし、同条 2 項(現 3 項)の推定規定を適用することができないのでは投資者の保護に欠け、相当ではないからである。むしろ、同項が『公表』をもって損害の額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することができる主体が『公表』をすることによって、当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常できるという趣旨によるものであると解され、また、評価が誤っていたかどうかは、当該『公表』の時点で既に明らかになっている事実を考慮に入れて判断されるべきことであるから、同条 3 項(現 4 項)にいう『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというためには、虚偽記載等のある有価証券

報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である」(注78)。

その上で、最高裁は、平成18年1月18日に、Y社に関して、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らを通じて、本件検察官が東京地検の捜査に基づいてF社及びG社に対する架空売上の計上による有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨を開示したことをもって、金融商品取引法21条の2第3項にいう「虚偽記載等の事実の公表」があったと認定した。

公表の内容・時期に関して、一般投資家訴訟事件においても同様の判断が示され、平成18年1月18日に本件検察官が行った本件開示を基に報道機関が広く報道したことをもって、「当該虚偽記載等の事実の公表」があったと認定した(注79)。

### (3) 損賠賠償額の算定

最高裁は、機関投資家訴訟事件において、金融商品取引法21条の2は、有価証券報告書等の虚偽記載等により損害を被った投資者の保護の見地から、民法709条など「一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和した規定」であるとした。そして、最高裁は、金融商品取引法「21条の2第1項にいう『損害』とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、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る」とし、さらに、同条1項を前提に損害額を推定する規定である同条3項に定める「損害」に関しても、「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するのが相当であって、これを取得時差額に限定すべき理由はない」とした。さらに、同条6項が同条3項を前提とする規定であることから、最高裁は、「同条5項(現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りの全てをいうものと解するのが相当である」とした。このように解する理由として、最高裁は、同条6項に定める「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」を取得時差額分に限定すると、有価証券報告書等の虚偽記載等により損害を被った投資者が、同条3項を用いずに一般不法行為の規定や同条1項に基づき損害賠償を請求した場合には、



虚偽記載等と相当因果関係のある全ての損害について賠償を受けられるのに対して、同条 3 項に定める推定規定を用いた場合には、損害賠償額が取得時差額分に限定されることになり、投資者を保護するために定めた同条 3 項の規定の趣旨が没却されてしまうことを挙げている。

その上で、最高裁は、Y 社株式の値下りについて、E 社の完全子会社化をめぐる報道による Y 社株式の値下りのみを金融商品取引法 21 条の 2 第 6 項に定める「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」と認定し、同条 3 項により算出された推定損害額から 1 割を減額した額（推定損害額の 9 割）を Y 社が賠償すべき損害額であると判示した(注 80)。

東京高裁も、機関投資家訴訟事件では、同様の判断を示し、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により算出される推定損害額から 1 割を減額した額を Y 社が賠償すべき損害額であると判示した(注 81)。

一方、東京地裁は、一般投資家訴訟事件で、以下のような判断を示した。まず、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は、『虚偽記載等の事実の公表』がされた場合には、その虚偽記載等の市場価格への影響が排除されて虚偽記載等がなかった場合の本来あるべき価格に回復すると考え、公表日前後 1 ヶ月間の平均額の差額（下落額）を、有価証券取得時における取得価額と虚偽記載等がなかったと仮定した場合の取得時の想定価額（本来あるべき価額）の差額と推定する趣旨の規定」とした。次に、「同条 4 項(現 5 項)・5 項(現 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以外の事情』による値下りとは、虚偽記載等の事実の公表、すなわち、真実情報（本来記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実）の公表が当該有価証券の市場価格に反映したことに伴う値下り以外の事情による値下りをいうと解するのが相当である」とした。その上で、諸々の事情を勘案した結果、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を基に算出された推定損害額 585 円のうち、同条 6 項にいう「虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下り（損害）を約 3 分の 2 の 385 円」とであると認定し、その差額である 200 円を Y 社が賠償すべき損害額であるとした(注 82)。

なお、一般投資家訴訟事件において、マーケット・モデルを用いた損害額の認定に関しても東京地裁は判断を下している。東京地裁は、「不実開示以外に株

価に影響を与える事情は、市場一般要因以外にも多々存在するにもかかわらずこれを除外していない点で問題がある」こと、及び、原告が、「株式取得時の本来あるべき価格と現実に購入した価格との差額」を損害として主張したことを理由に、マーケット・モデルの採用を否定した(注 83)。

また、東京地裁は、機関投資家訴訟事件でも、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を同様な形で捉えた上で、「諸要因の株価形成における重要性の程度、Y 社株式の変動状況等本件に現れた一切の事情をしん酌して、裁量によって本件有価証券報告書の虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下りを 3 割程度と見て、・・・推定損害額から 3 割を減額するのが相当であると判断」した(注 84)。

これに対して、東京高裁は、一般投資家訴訟事件では、別の判断を下した。すなわち、まず、不実表示と相当因果関係のある損害額に関して、東京高裁は、最判平成 23 年 9 月 13 日（西武鉄道事件判決）を引用し、「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、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、当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額、すなわち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・・・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」であるとする。そして、第一審及び控訴審における前提事実及び認定事実により、虚偽記載や虚偽公表がされた直後にこれらの事実が明らかにされていた場合、東証が Y 社株式を上場廃止としていた蓋然性が極めて高く、第一審原告らは、虚偽記載や虚偽公表がなければ、取引所市場の内外を問わず、Y 社株式を取得することはできず、あるいは、取得を回避することができたことは確実であり、これを取得するという結果自体が生じなかったとみるのが相当であるとし、Y 社株式の取得自体を損害として捉え、上記方法により算定すべきであるとした。

その上で、東京高裁は、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の趣旨を、「投資者が当該虚偽記載等がなければこれを取得することがなかったとみるべき場合か

どうかにかかわらず、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項に定める損害を推定し、投資者が損害賠償を請求する場合の損害額の立証の負担を低減すること」にあるとし、同項を基に損害額を算定した。具体的に損害額を算定するにあたり、E 社の完全子会社化をめぐる報道については本件有価証券報告書に記載がなかったことから、その事情については同 5 項に定める「本件有価証券報告書の虚偽記載によって生ずべき値下り以外の事情」に該当すると認定し、当該事情による損害額の証明は困難であることから、同条 6 項により相当額を減額するとした。一方、その他の事情（いわゆる狼狽売り等）については、虚偽記載と相当因果関係のあるものとして認定した。その結果、同条 3 項より算出された推定損害額から 5%を減額した額が損害額であると認定した(注 85)。

#### 4、各争点の検討及び私見

##### (1)公表の主体及び方法

###### ア、公表の主体

金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項では、「公表」の主体として、有価証券報告書の提出者、及び、「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」を挙げている。ゆえに、「公表」の主体の典型例は発行会社や監督官庁ということになる。しかし、具体的にどのような者が同条項に定める権限を有する者であるかに関して特に規定が定められていない。さらに、ライブドア事件で平成 18 年 1 月 18 日に Y 社に有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨を発表したのは検察官であった。そこで、有価証券報告書の提出者ではなく、かつ監督官庁とは性質が異なる権限を有する捜査機関である検察官が「公表」の主体となりうるのかが問題とされた。

この点、裁判所は一貫して検察官は「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に該当するとして、検察官が「公表」の主体となるとの判断を下してきた。その理由として、裁判所は、金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項にいう権限には捜査権限も含まれること、検察官が情報の提供媒体として信頼性が高いことを挙げている(注 86)。

また、平成 16 年に行った証券取引法改正の立法担当者は、同項は「過去の虚偽記載等を訂正し真実の開示を行うことの公表として信頼性があり、市場参

加者はその公表を合理的なものとして信頼して投資判断することにより開示が虚偽なものから真実なものに修正されたことを適正に反映した価格変動が発生すると典型的に考えられる場合を列挙したもの」(注 87)であるとする。そして、そのような観点から、立法担当者は警察による捜査結果の発表も「公表」に該当すると説明している(注 88)。このような立場に立つ以上、本件のような検察官に関しても、立法担当者は「公表」の主体に該当すると解釈しているものと推定できる。

これに対して、①金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項が、「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」としている以上、検査や報告聴取等に基づいて一定の処分や指示を行うことができる権限を有する者に限定して解する方がより自然であるところ、警察や検察官はそのような権限を有する者に該当しないことから、警察や検察官は「公表」の主体とはならないとする見解がある(注 89)。また、②仮に警察や検察官が「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に該当するとしても、警察や検察官は開示情報を訂正する役割を与えられている者ではなく、警察や検察官が行う捜査結果の発表はあくまで任意のものであり、暫定的なものであることから、警察や検察官による捜査結果の発表は「公表」に該当しないとする見解もある(注 90)。

この点、金融商品取引法 21 条の 2 は発行者に不実表示について無過失責任を課し、かつ、損害額についても推定規定を置いている。このように、投資者が容易に責任追及できる制度が整えられている以上、その適用要件については厳格に解すべきであるともいえる(注 91)。ゆえに、同条 4 項にいう「公表」には警察や検察官による捜査結果の発表を含むべきではないとする①・②の見解に合理性がないとはいえない。

しかし、まず、①の見解について、金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項が「公表」の主体を「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に限定したのは、不実表示の事実を発表すると、市場に与える影響力は非常に大きいことから、法令に基づく権限に基づき提出者の業務若しくは財産に関する正確な情報を入手した者に「公表」の主体を限定する趣旨であると解することができる。発表情報の信頼性ということに鑑みれば、正確な情報の入

手というところに着目すれば十分である。そこに、さらに条文にはない一定の処分や指示を行う権限を同項の適用条件として加えることは必要以上に規制を加えることになり、妥当であるとは言い難い。そして、警察や検察官は捜査権限に基づき提出者から業務若しくは財産に関する正確な情報を入手することができることから、①の見解を採用することは難しいと言わざるをえない(注92)。次に、②の見解について、そもそも同項は、「公表」が、開示情報を訂正する目的で、義務的に行われることを要件とはしていない(注93)。また、提出者からの報告等を踏まえて監督官庁が行う発表の場合でも、公表された事実の内容について後に争われる可能性があることから、警察や検察官による捜査結果の発表と分類して捉える必要がない(注94)。ゆえに、②の見解についても、その根拠が乏しいと言わざるをえない。

加えて、一般に、警察や検察官が発表する情報に対する信頼は厚い。企業不祥事に関する情報を警察や検察官が発表した場合、市場が大きく反応を示すことは経験則上明らかなことである。そこで、もし、不実表示に関する警察や検察官による捜査結果の発表が金融商品取引法21条の2第4項に定める「公表」にあたらぬとすると、発行者や監督官庁より先に警察や検察官による捜査結果の発表があった場合、その時点で株価は大きく反応を示すことから、発行者や監督官庁が不実表示に関する情報を発表した時点では株価が既に大幅に下落している状態となる。その結果、先に警察や検察官による捜査結果の発表することなく、発行者や監督官庁が不実表示に関する情報を発表した場合に比べて、同条3項により算定される損害額は減少することになる(注95)。そのため、発行者としては、自ら不実表示の事実を発表する、あるいは、監督官庁が不実表示の事実を発表するよりも、警察や検察官による捜査結果の発表が先に行われることが望ましいということになる。本来であれば、不実表示を行った発行者は、開示情報を早く訂正し、正常な状態に回復するように努めなければならないところ、自ら不実表示の事実を発表しない、あるいは、監督官庁への報告を行わないことへのインセンティブが発行者に働くことになりかねない。発行者に不実な状態の維持を促進させるような解釈は本末転倒であり、そのような解釈は避けるべきである。したがって、条文に定められていない条件を付加することにより、「公表」の主体を限定して解釈すべきではないと解する。

ゆえに、「公表」の主体に関して、立法担当者の解釈、及び、本件における裁判所の判断に賛成する。

#### イ、公表の方法

公表の方法について、金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項は、真実が「多数の者に知り得る状態に置く措置がとられたこと」と定めるのみであり、特に法令等でその方法が定められていない。平成 16 年に行った証券取引法改正の立法担当者は、監督当局による発表、取引所による公表措置、記者会見、発行会社のホームページ上への記載等がこれにあたるとする。しかし、単に監督当局が虚偽記載等を知っており、請求されれば開示するという状態では、「措置がとられたこと」に該当しないことから、不十分であるとする(注 96)。そこで、何をもって「措置がとられたこと」に該当することになるのかが問題となる。

この点につき、機関投資家訴訟事件では、東京地裁は、検察官が一般に広く報道されることを前提として報道機関に事実を伝達すれば公表にあたりと解し(注 97)、東京高裁及び最高裁もその見解を是認している。これに対して、一般投資家訴訟事件では、東京地裁は、検察官が報道機関に伝達した情報が報道されるなどして、多数の者が当該事実を知りうる状態になったことをもって公表にあたりと解し(注 98)、東京高裁もその見解を是認している。検察官による報道機関への情報の伝達が生中継の記者会見を通して行うなどリアルタイムで報道される場合には、どちらの見解を採ったとしても公表のタイミングは変わらないことになる。これに対して、その報道がリアルタイムで行われない場合、検察官による報道機関への情報の伝達と報道機関による報道との間にはタイムラグが生じることから、必然的に機関投資家訴訟事件判決で示された見解に比べて、一般投資家訴訟事件判決で示された見解の方が公表のタイミングは遅くなる。

ここで、金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項の文言を重視し、公表の主体が真実の情報を「多数の者の知り得る状態に置く措置」を取ったと解するならば、公表の主体たる検察官が多数の者に真実を知らせる目的で報道機関に情報を伝達するという措置を取れば、公表は行われたといえる。ゆえに、機関投資家訴訟事件で示された見解が妥当ということになる。

しかし、公表概念は損害額を推定する際の基準を作り出すために定められた

ものである。そこで、公表を解釈する際には、「公表」により真実を前提とした取引がなされる状態になったといえるか否か、すなわち、真実が市場に伝達したといえるか否かが考慮されるべきである(注 99)。

また、公表の有無・時期に関しては、原告である投資者が立証責任を負う。立証責任の観点から考えると、公表はある程度明確であることが必要となる(注 100)。そこで、公表の時期に関しても、一般の人から見ても、ある程度明確に分かる時期であることが求められる。

この点、機関投資家訴訟事件で東京地裁が認定した事実関係は以下の通りである。東京地検が旧証券取引法違反の容疑で Y 社に対して強制捜査を行う方針を固めたと報じられた 2006 年 1 月 16 日夕刻以降、連日のように Y 社に対する捜査に関する報道がなされた。その報道の中で、同月 17 日までは本件有価証券報告書に関する事実の報道はなく、同月 18 日に一部報道機関が本件有価証券報告書に関する事実について先行して報道したものの、各報道機関が当該事実を報道したのが同月 19 日であった。このような事実認定を踏まえ、東京地裁は 2006 年 1 月 18 日頃に本件検察官が本件有価証券報告書に関する事実を報道機関に対して伝えたことと認定している(注 101)。

しかし、その時点で真実が市場に伝えられている訳ではない。さらに、この認定はあくまで推測の域を抜けられないものであり、実際にどのタイミングで、本件検察官から多数の者に知らせる目的で本件有価証券報告書に関する情報が報道機関に伝えられたのかはなお不明確であり、その影響は大きく原告・被告に及ぶ(注 102)。ゆえに、機関投資家訴訟事件で示された見解は適切であるとは言い難い。

損害額推定の観点、及び、原告の立証責任の観点から、より確実に、一般の人が不実開示に関する情報を認識できる状態になった時点で公表がなされたとする方が望ましい。そのような状態になるためには、不実表示に関する情報が多数の者に届く状態とすること、すなわち、報道機関による報道がなされたことが必要である。したがって、報道機関により検察官から伝えられた情報を報道することをもって公表とした一般投資家訴訟事件判決で示された見解の方が妥当であり、この見解に賛成する(注 103)。

なお、報道機関の役割は事実を不特定多数の者に知らせることにあるため、

報道機関は「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し権限を有する者」とは言い難く、「公表」の主体であるとはいえない。そこで、単にリークされた情報を報道機関が報道したとしても、それは「公表」の主体とはいえない報道機関による行為であることから、それだけでは「公表」があったとはいえない。「公表」があったと認められるためには、その情報を報道機関に伝達した者が、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し権限を有する者」に該当することを明確に示す必要がある。すなわち、少なくとも、市場が、その情報源が「公表」の主体として認められる者であることを認識できる状況となる必要がある(注 104)。

## (2)公表の内容・時期

ライブドア事件では、本件開示日において開示された情報は F 社及び G 社に対する架空売上の計上に関するものに限定されていた。また、その金額についても、その後に認定された事実とは若干ではあるが相違があるものであった。そこで、不実表示の事実の一部のみの公表や内容の若干の誤りを含む事実の公表のように完全な公表といえない場合でも、「公表」にあたるといえるのか否かが問題とされた。

この点につき、平成 16 年に行った証券取引法改正の立法担当者は、「当該有価証券報告書には虚偽記載等が存在しているという指摘のみでは足りず、一定の事実が公表される必要がある。ただ、虚偽記載については、虚偽部分を指摘すれば足りるし、また、厳密な意味で真実を完全に公表しなければならないわけではなく、当該証券価額への誤った評価を解消するために必要な程度の事実の公表があれば足りる」(注 105)と説明する。ライブドア事件において裁判所は同様の立場を踏襲し、多数説も同様に解している(注 106)。

思うに、真実は事件発覚当初から全て明らかになるものではなく、その後の調査や捜査を経て段階的に明らかにされていくものである。しかし、その一方で、ある会社の不実表示に関する事実について一報があれば、一般に当該会社の株価は大きく反応を示すものである。そこで、「公表」の内容として、完全な形での事実の発表が求められるとすると、その「公表」がなされる頃には既に当該会社の株価が不実表示に関する事実を織り込んでいる状態となる。金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は、不実表示により損害を被った株主を救済するた



めに市場価額を基に損害額を推定すると規定している。それゆえ、特に事件が悪質で複雑であればあるほど真実の解明に時間を要し、真実が解明されて公表された頃には、その推定の要となる市場価額は反応しないことになることから、損害を被った株主の救済を図ることが難しくなる。それでは同項の存在意義が乏しくなってしまう。この場合、最も重要なのは、不実な情報を基に誤った評価を下していた市場を正常な評価を下すことができる状態に戻すことである。それは評価を正す事実が市場に到達すれば達成することが可能である。ゆえに、裁判所が示した通り、「取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」(注 107)が「公表」されているならば、それで十分であると解すべきである。

なお、このように解するとしても、「取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」とは具体的にどの程度の事実なのかという問題が残されていると指摘されている(注 108)。この点に関しては、この問題を指摘する白井准教授が述べる通り、実際の記載内容を見て判断するより他に方法が存在しないことから、判例の蓄積を待ちつつ、ケースバイケースで判断することになるだろう(注 109)。

### (3)損害賠償額の算定

#### ア、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害額の算定方法

ライブドア事件において示された損害額の算定方法は、東京地裁が採用した現実損害賠償方式(取得時差額説)、機関投資家訴訟事件において東京高裁・最高裁が採用した相当因果関係説(株価下落損害説)、一般投資家訴訟事件において東京高裁が採用した原状回復方式(取得自体損害説)と、大きく三つに分類することができる。

これに対して、最高裁判決の中で、岡部裁判官は、金融商品取引法 21 条の 2 の適用範囲は原則として高値取得損害(現実損害賠償方式により算出される損害)に限るべきとする反対意見を述べる。岡部裁判官は、まず、民法 709 条の要件から検討を行い、高値取得損害については株主の直接損害として捉える。一方、不実表示の公表により会社の信用が失われた結果、株価が下落し株主が損害を被った分(株価下落損害)については、株主の間接損害として捉える。そして、岡部裁判官は、この損害については、株主代表訴訟(会社法 847 条)

により救済を図るべきこと、会社債権者の保護を優先すべきことから、株主に損害賠償を請求させるべきではないと主張する。なお、岡部裁判官は、取得自体損害（原状回復方式により算出される損害）については、特別の事情を主張立証できれば、同条の適用対象となる旨述べている(注 110)。そこで、まず、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象としている損害額の算定方法は、原則として現実損害賠償方式に限られるのかが問題となる。

この点、まず、金融商品取引法 21 条の 2 は民法 709 条の特則である。不法行為により財産に損害を被った場合、前述（I. 三、3）の通り、その損害は差額説により捉えるのが通説とされている。ここでいう差額説とは、不法行為がなかったならば有していたであろう利益状態と不法行為の結果として生じた現在の利益との差額を損害として捉えるものである。ここで、証券流通市場において不実表示がなされている場合といえども、当該株式という財産は取得することができる。しかし、当該株式の取得者は不実表示がなければ当該株式を本来の価格で購入することができたのに、不実表示により価格を吊り上げられた状態で取得させられていることから、そのことをもって損害を被ったと解することができる。そこで、証券流通市場において不実表示により不実表示期間中に当該株式を取得した者が被害を被った場合、不法行為がなかったならば有していたであろう利益状態を、不実表示がなかったならば付けていたであろう価格（本来の価格）で当該株式を取得した場合の状態であると捉える。その上で、取得時点における現在の利益状態である実際に当該株式を取得した価格との差額を損害として捉えることができる。すなわち、取得時点における高値取得損害が証券流通市場における不実表示に対して賠償されるべき損害であると捉えることができる。そして、証券流通市場において不実表示を原因とする損害を取得時点における高値取得損害として捉えるのであれば、不実表示による損害に対応する処理は既になされていることから、当該株式の取得者は取得後の株価変動に関しては他の株主と同様に投資リスクを負うべき立場に立つことになる(注 111)。それゆえ、高値取得損害以外の損害については、不法行為を原因とする損害賠償の対象とはならないという結論を導き出すことができる。ゆえに、証券流通市場における不実表示の場面で差額説に基づき算定される損害は、西武鉄道事件のようにそもそも株式を取得しない事情があることが認めら

れない限り、高値取得損害となる。その結果、金融商品取引法 21 条の 2 が対象とする損害は原則として高値取得損害となり、その算定方法は原則として現実損害賠償方式に限られると解することができる。

しかし、証券流通市場において不実表示により損害を被った場合に、その損害を捉えるにあたり差額説を用いるとしても、不法行為がなかったならば有していたであろう利益状態を、不実表示がなかったならば付けていたであろう価格で当該株式を取得した場合の状態として一義的に解するのは妥当ではない。それぞれの証券取引所には上場基準が存在する以上、ある会社について、その上場基準に抵触する事実が生じれば、当該株式は上場を維持できないところ、当該会社はその事実を隠蔽する不実表示を行っていたら、本来当該株式は上場廃止されるところ、当該株式の上場が維持されることになる。その結果、本来であれば取得することが難しい株式を証券取引市場で容易に取得することが可能になる。そのような場合、不実表示により損害を被った株主は、不実表示がなければそもそも当該株式を流通市場で取得すること自体ありえなかったといえる。それは特別に生じるのではなく、普通に起こりうることである。それゆえ、証券流通市場における不実表示の場面において、不法行為がなかったならば有していたであろう利益状態は、不実表示がなかったならば付いていたであろう価格で当該株式を取得した場合の状態であるとも、不実表示がなかったならば当該株式を取得していなかったという状態とも解することができるからである(注 112)。証券流通市場における不実表示の場面で、前者の状態と捉えて損害を把握するか後者の状態と捉えて損害を把握するかは事案の解決に則した方を選択すべきである(注 113)。そして、後者の状態で捉えるのが妥当なときは、差額説に基づき算定される損害は取得自体損害となる。ゆえに、差額説から必然的に高値取得損害を導き出すことにはならない。

また、金融商品取引法 21 条の 2 が対象とする損害を原則として高値取得損害に限定する見解では、まず、当該株式取得後の価格変動を株主が一般的にその地位に基づいて被る損害として捉える。そして、株主が一般的にその地位に基づいて被る損害について、金融商品取引法 21 条の 2 を根拠に一部の株主(不実表示期間中に当該株式を取得した株主)に対する発行会社の損害賠償責任が認められると、最終的に不実表示に関する責任を取るべき取締役等が当該会社

に対して損害を賠償できない限り、会社財産は回復することができないことになる。その結果、他の株主の負担において一部の株主の損害が補填されることとなり、株主間での利益移転が生じることになる。そのため、高値取得損害を超える部分の損害については同条の対象とすべきではないとする(注 114)。確かに、不実表示前からの株主であれば、不実表示をする取締役を選任したことに一定の責任を負うべきであるといえる。しかし、不実表示後に当該株式を取得した株主は、不実表示について何ら関与していない第三者である。そのような者を責任のある株主と同列に扱うべきではない(注 115)。また、不実表示公表後の株主については、不実表示を反映して形成された価格で株式を取得していることから、この場合も利益移転の問題は決定的な問題とならないと指摘されている(注 116)。ゆえに、株主間の利益移転の問題も、同条が対象とする高値取得損害に限定する理由とはならないと解する(注 117)。

さらに、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項は文言の中でその対象を高値取得損害に限定していない。ゆえに、条文の文言通りに解するのであれば、高値取得損害以外の損害も対象として規定していると解することができる。前述(Ⅱ. 三)の通り、日本よりも証券訴訟が発展しているアメリカでは、損害額の算定にあたり現実損害賠償方式が採用されることが多いものの、事案の解決に適した損害額の算定方法が追求され、様々な算定方法が確立されている。証券流通市場における不実表示の責任を追及する制度が整備され、不実表示を行った発行会社に対して責任を追及し損害賠償請求を求める訴訟が増加すると予想される日本でも、今後現実損害賠償方式以外の算定方法が事案の解決に適するケースが生じるであろう。同項は特に損害額の算定方法について限定していない以上、今は提案されていない新たな損害額の算定方法に対しても配慮がなされていると解すべきである。

ゆえに、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象としている損害は高値取得損害には限られず、その算定方法についても現実損害賠償方式に限られないと解する(注 118)。

#### イ、ライブドア事件における損害額の算定方法

金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害額の算定方法が現実損害賠償方式に限られないとして、ライブドア事件ではどの算定方法を採用すべき

であろうか。

まず、ライブドア事件の機関投資家訴訟事件で東京高裁や最高裁は、現実損害賠償方式や原状回復方式を採用せずに、株価下落損害説を採用した。これは、現実損害賠償方式や原状回復方式とは別に裁判所が採用した損害額の算定方法であるといえる(注 119)。株価下落損害説は、不実表示されていた情報に関して真実が公表されたことにより生じた株価下落額を不実表示と相当因果関係のある損害として捉える見解である(注 120)。この見解によれば、真実の公表後に生じた株価下落を基礎に損害額を算出できるため、損害額を算定するには明確で分かりやすい。しかし、そもそも真実が発覚しない限り、不実表示を原因とする株価の下落は生じない。すなわち、株価の下落は真実が明らかになったからこそ生じたものであり、株価下落の直接の原因は真実の発覚にあるともいえる。そこで、不実表示の事実が公表されない限り不実表示を原因とする損害は発生しないことになるため、不実表示の事実を公表しないという暗黙の合意が発行会社と株主との間で成立し、発行会社は、一度不実表示をしてしまったならば、その後は半永久的に真実を明らかにしないように努力すべきということになりかねない(注 121)。本来ならば、発行会社は、その発表している情報に不実表示がある場合、その情報を一刻も早く訂正し、正常な状態に戻すよう努めなければならないところ、株価下落損害説ではその逆を推奨することになりかねず、そのような事態は本末転倒である。ゆえに、株価下落損害説は損害額の算定方法として根本的な部分において妥当性を欠くといわざるをえないことから、この算定方法を採用すべきではないと考える。したがって、損害額の算定方法の点において、株価下落損害説を採用した機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁の判断には賛成できない。

そこで、ライブドア事件において、現状では、東京地裁が採用した現実損害賠償方式か、一般投資家訴訟事件において東京高裁が採用した原状回復方式に基づき損害額を算定すべきということになる。この点、ライブドア事件では、不実表示発覚後、Y 社株式の上場が廃止されている。また、Y 社の真の経営状態が明らかになっていたならば、投資家は Y 社株式を取得しなかったともいえる。そこで、それらの事実を重視するならば、原状回復方式に基づき損害額を算定することに一定の合理性があるということもできる。しかし、原状回復方

式は、投資家がそもそも当該株式を取得すること自体ありえない場合に適用するのに適した算定方法である。Y社は、上場基準に抵触する事実に関して、不実表示を行ったのではなく、Y社の経営状態に関して不実表示を行った。その不実表示という事実だけでは上場廃止にならないところ、東証がY社株式を上場廃止としたのは、Y社が行った不実表示の悪質性を重く受け止めた結果である。ゆえに、Y社が不実表示をせずに真実の情報を開示していたならば、Y社株式の上場は維持されていた事案であり、投資家がそもそも当該株式を取得すること自体ありえなかったとは言い難い。したがって、ライブドア事件は原状回復方式を適用するのに適した事案ではない。ライブドア事件で投資家が被った損害は高値取得損害として捉えるのが妥当であり、その結果、ライブドア事件で採用されるべき損害額の算定方法は現実損害賠償方式であると解する。ゆえに、現実損害賠償方式を採用した東京地裁の判断に賛成する。

ウ、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項が対象とする損害額の算定方法(注 122)

ライブドア事件では、採用する損害額の算定方法に関して裁判所の判断が分かれているが、具体的に損害額を算定する場面では、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を用いて損害額を推定している。しかし、その一方で、平成 16 年に行われた証券取引法改正の立法担当者は、同項を現実損害賠償方式に基づき損害額を算定するための推定規定であると説明する(注 123)。そこで、同項が対象としている損害額の算定方法が何であるのか問題となる。

この点、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項と第 3 項とを一体のものとする見解も存在する(注 124)。確かに、同条 3 項は同条 1 項を受けた規定となっており、その適用範囲も限定されていないことから、このように解することもできる。しかし、同条 3 項は推定「する」と規定している訳ではなく、推定「することができる」と規定している。すなわち、公表日前 1 年以内に当該株式を取得した株主が同条 1 項に基づき損害賠償請求するにあたり、必ず同条 3 項に定める推定を用いて損害額を算定しなければならないというものではない(注 125)。同条 1 項と同条 3 項では対象とする損害額の算定方法が異なっても特に問題ないといえる。そして、不法行為の場面において、本来であれば、損害賠償を求める原告が不法行為と相当因果関係のある損害額を立証しなければならないところ、証券流通市場における不実表示の場面では、原告が不実表示と相当因

果関係のある損害額を立証することが難しいことから、同条 3 項の推定規定が特別に置かれている。したがって、同項により損害額を推定するのは損害額の算定が難しい場合に限られるべきである。

この点、まず、取得自体損害の場合、原状回復方式に基づき損害額を算定することになる。この方式では、「当該株式の取得価格－現在の当該株式の価格(既に処分した場合は、処分時点における当該株式の価格)」を損害額として捉えることになる。ゆえに、損害額の算定は容易であり、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により損害額を推定する必要性は乏しい。

次に、株価下落損害についても、不実表示の事実を公表した後の株価下落を不実表示と相当因果関係のある損害として捉える。ゆえに、「公表直前の株価－公表後の最安値(株価が反転する前の底値)」が損害額となる。したがって、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項による損害額の推定をなさずとも容易に損害額を算定することができる(注 126)。

これに対して、高値取得損害の場合、現実損害賠償方式により損害額を算定する。この方式では、「取得時点における当該株式の価格－不実表示がなかったならば取得時点で付けていたであろう当該株式の価格(本来の価格)」を損害額として捉えることになる。ここで、本来の価格というのは現実には存在していない以上、その価格を探求する必要がある。しかし、株価は様々な要因に基づき変動することから、本来の価格が幾らであるか探るのは非常に困難を極める。そこで、高値取得損害の場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき損害額を推定する必要がある。

以上のことから、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は損害額の算定が難しい高値取得損害を対象としている規定であると解すべきである(注 127)。ゆえに、取得自体損害として損害を捉えながら同項を適用した一般投資家訴訟事件における東京高裁の判断、及び、株価下落損害として損害を捉えながら同項を適用した機関投資家訴訟事件における東京高裁・最高裁の判断は妥当ではないと解する。

#### エ、損害額の減額

金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により不実表示を原因とする損害額が推定されることになるが、発行会社が不実表示以外の事情により損害額の全部また

は一部が生じたことを証明すれば、同条 5 項に基づき該当部分につき損害賠償額が減額される。また、原告株主が不実表示と相当因果関係のある損害額を立証することが難しいのと同様に、発行会社が不実表示以外の事情と相当因果関係のある損害額を立証することも難しい。そこで、発行会社が損害の全部または一部が不実表示以外の事情により生じたという事実を証明すれば、同条 6 項に基づき裁判所はその裁量により損害賠償額を減額することができる。これは損害額を推定することとのバランスを保つための規定である。

この点、イで述べた通り、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づく推定の対象となる損害は高値取得損害に限られるべきであると考えられる。しかし、他の算定方法で損害を捉えた裁判所も同項に基づき損害額を推定した上で、同条 6 項に基づき損害賠償額を減額している。具体的には、損害を高値取得損害として捉えた東京地裁は、機関投資家訴訟事件では推定損害額から 3 割を、一般投資家訴訟事件では推定損害額から 3 分の 2 を、それぞれ減額した。これに対して、東京高裁は、一般投資家事件では、損害を取得自体損害として捉えた上で、推定損害額から 5% を減額した。また、機関投資家事件では、東京高裁及び最高裁は、損害を株価下落損害として捉えた上で、推定損害額から 1 割を減額した。このように、裁判所の判断が分かれている。そこで、各裁判所が示した損害賠償額の減額の妥当性を中心に検討を加える。

ここで、まず、取得自体損害は、株式取得後の価格変動リスクを全て発行会社が負うことが適当な場合に認められる損害である。そこで、賠償されるべき損害を取得自体損害として捉えるならば、基本的に損害賠償額の減額は認められないはずである。減額することが認められる場合があるとすれば、株主の投資判断のみで現実に損害が発生・拡大することを防ぐことができた時点まで、すなわち、不実表示の事実を公表する前までの株価下落分について過失相殺(民法 722 条)を認める場合だけである。不実表示の事実を公表した後については、株主の投資判断のみでは損害の発生・拡大を防ぐことは難しく、減額の対象とすべきではない。ゆえに、賠償されるべき損害を取得自体損害として捉えながら、不実表示の事実の公表後に生じた損害について減額を行った一般投資家訴訟事件における東京高裁の判断はそもそも妥当ではなかったと解する。

次に、賠償されるべき損害を株価下落損害として捉えるならば、不実表示と



相当因果関係のある損害は全て賠償されるべき損害に含まれることになる。そこで、損害額から控除されるべき事情は、不実表示とは無関係な事実の発表や市場全体の動向等に限定されることになる。実際に、賠償されるべき損害を株価下落損害として捉えた機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁は、東京地裁が損害賠償額を減額する際に考慮した A らの逮捕、Y 社株式の上場廃止の可能性等の事情、及び、これらの事情に関する報道については不実表示と相当因果関係のある損害として、損害賠償額の減額の対象とはしなかった。その一方で、本件有価証券報告書の不実表示とは無関係な E 社の子会社化を巡る報道に基づく損害については減額の対象とし、推定損害額から 1 割を減額した。この見解の立場では、不実表示と無関係な事情は限定されることになるので、損害賠償額の減額に関して、機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁の判断自体は妥当な結論であったといえる(注 128)。

これに対して、賠償されるべき損害を高値取得損害として捉えた東京地裁は、他の損害として捉えた東京高裁や最高裁に比べて損害賠償額を大きく減額している。確かに、高値取得損害では、取引時における証券の実際の価格と不実表示がなかったならば有していたであろう有価証券の真の価格との差額を損害として捉えていく。それゆえ、損害額は取引の時点で確定し、不実表示発覚後の事情に基づいて増減することはないということになる。したがって、不実表示発覚後の事情については、賠償されるべき損害とは相当因果関係のない事情として、損害賠償の基礎となる事情から排除されることになる。その結果、推定損害額から減額される額が他のタイプの損害と比べて大きくなる可能性が高くなる。よって、東京地裁が他の裁判所に比べて損害賠償額を大きく減額したことには一定の合理性があると認められる。

しかし、市場は会社の経営状態、会社の将来性、さらには経営者の素質をも評価して価格を形成する。そして、その判断は会社から公開された情報を基になされる。不実表示の発覚は、不実表示により隠されていた、会社の本来の経営状態や将来性を明らかにするとともに、会社の経営者の本性をも露呈することになる。それゆえ、市場は新たに判明した情報を基に、不実表示のない真の会社の姿に対する評価を下し、価格を決定することになる。また、当該情報により上場にふさわしくない企業であると判断されれば、市場から退場を宣告さ

れることもある。したがって、不実表示発覚後の事情であっても、上場廃止を含め不実表示に関連する事情については、損害賠償の基礎となる事情から排除されるべきではない。とりわけ、ライブドア事件においては、Y社の代表取締役であったAが時代の先駆者であるという一連のイメージ戦略も株価吊り上げに大きく寄与しており、その影響は計り知れない。そのイメージ戦略は、Y社が不実表示を行い、経営状態が極めて良好であると見せかけていたからこそ可能であったといえる。そのような事情を損害賠償の基礎となる事情から排除するべきではなく、Aらの逮捕の事情等を損害賠償額の減額の対象とすべきではない。損害賠償額を減額するべき事情があるとするれば、本件有価証券報告書の不実表示とは無関係とされた、E社の子会社化を巡る報道に限られるべきである(注129)。

以上より、損害賠償額の具体的な減額に関しては、機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁の判断に賛成する。そして、その判断は、金融商品取引法21条の2第3項に基づく推定の対象となる損害を高値取得損害として捉えるとしても採用可能なものであり、そのように判断すべきであると考えられる。

## 5、結論

ライブドア事件は、公表の主体・方法、公表の内容・時期、及び、損害賠償額の算定について争われた事案であり、金融商品取引法21条の2全体について争われた事案であったといえる。

まず、公表の主体について、捜査権限しか有しない検察官が金融商品取引法21条の2第4項にいう「公表」の主体に該当するか問題となった。裁判所は一貫して検察官は公表の主体に該当するとの判断を下してきたが、検察官が公表の主体に該当しないとする見解も強く主張されている。

この点に関し、発信情報の信頼性、及び、情報発表後の市場の反応という観点から考えると、まず、検察官は捜査権限に基づき正確な情報を入手することができることから、発信情報の信頼性は確保されている。また、一般に検察官が発表する情報に対する信頼は厚く、検察官が発表する情報に基づき市場は大きく反応を示す傾向がある。そのため、不実表示に関する情報を検察官が先に発表した場合、後に発行会社や監督官庁による発表が行われても、市場は殆ど

反応を示さない。そこで、検察官を公表の主体に含めないとすると、検察官による捜査情報の発表が先に行われた場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき推定される損害額が減少することになる。その結果、発行会社としては、自ら不実表示の事実を発表する、あるいは、不実表示の事実を監督官庁に報告するよりも、検察官による捜査が行われ、捜査に関する情報が先に発表される方が望ましいということになり、不実表示に関する情報を隠蔽することへのインセンティブが働きかねない。以上の観点から、公表の主体には検察官も含まれると解すべきであり、裁判所の判断に賛成する。

次に、公表の方法について、機関投資家訴訟事件では、裁判所は、検察官が一般に広く報道されることを前提として報道機関に事実を伝達すれば公表にあたりと解した。これに対して、一般投資家訴訟事件では、裁判所は、報道機関が検察官により伝達された情報を報道するなどして、多数の者が当該事実を知りうる状態になったことをもって公表にあたりと解した。

この点、公表概念は損害額を推定する際の基準を作り出すために定められたものである。そこで、公表を解釈する際には、真実が市場に伝達したか否かが考慮されるべきである。また、公表の有無・時期に関しては、原告である投資家が立証責任を負うことから、公表の時期は、一般の人にとって、ある程度明確に分かる時期であることが求められる。以上より、不実表示に関する情報について報道機関による報道が必要であると解することから、一般投資家訴訟事件判決で示された見解が妥当であり、この立場に賛成する。

さらに、ライブドア事件では、公表日に検察官により発表された情報の内容が不実表示の事実の一部のみに関するものであり、その内容に若干の誤りも含まれていたことから、当該発表が公表に該当するかについても争われた。裁判所は、「取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」が公表されていれば十分との判断を下した。

この点、真実は段階的に明らかになるものである。その一方で、不実表示に関する一報があれば、一般に当該会社の株価は大きく反応を示す。そこで、公表の内容として完全な形での事実の発表が求められると、その公表がなされる頃には当該会社の株価は反応せず、市場価格を基に損害額を算出する金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の存在意義は乏しくなる。ここで、最も重要なのは、

不実な情報を基に誤った評価を下していた市場を正常な評価を下すことができる状態に戻すことである。それは評価を正す情報が市場に到達すれば達成可能である。したがって、裁判所の判断に賛成する。

最後に、損害賠償額の算定に関して、裁判所の判断は多岐に分かれている。その中で、ライブドア事件において示された損害額の算定方法は、東京地裁が採用した現実損害賠償方式（取得時差額説）、機関投資家訴訟事件において東京高裁及び最高裁が採用した相当因果関係説（株価下落損害説）、一般投資家訴訟事件において東京高裁が採用した原状回復方式（取得自体損害説）と、大きく三つに分類することができる。

そこで、そもそも損害賠償請求の根本の規定である金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害額の算定方法が何であるかが問題となる。この点同条は民法 709 条の特則であり、その損害は差額説により捉えることから、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害は原則として高値取得損害に限られ、損害額の算定方法も原則として現実損害賠償方式に限られると解することもできる。

しかし、それぞれの証券取引所には上場基準が存在する以上、ある会社にその上場基準に抵触する事実が生じれば、当該株式は上場を維持できなくなる。そこで、本来であれば当該株式は上場廃止になるところ、その事実を不実表示により隠蔽すれば、当該株式の上場が維持されることになる。その結果、不実表示がなければそもそも当該株式の取得が難しく、当該株式を証券流通市場で取得すること自体ありえなかったのに、当該株式を証券流通市場で容易に取得できることになる。それゆえ、証券流通市場における不実表示の場面において、差額説でいう不法行為がなかったならば有していたであろう利益状態は、不実表示がなかったならば付けていたであろう価格で当該株式を取得した場合の状態であるとも、不実表示がなかったならば当該株式を取得してなかった場合の状態であるとも解することができる。ゆえに、差額説から必然的に高値取得損害を導き出すことにはならない。

また、金融商品取引法 21 条の 2 が対象とする損害を原則として高値取得損害に限定する見解は、株主間の利益移転を問題とする。しかし、不実表示期間中に当該株式を取得した者と他の株主との間では立場が異なることから、株主

間の利益移転の問題も、同条が対象とする損害を原則として高値取得損害に限定する理由にはならないと解する。

さらに、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項は文言の中でその対象を高値取得損害に限定していない。日本よりも証券訴訟が発展しているアメリカでは、損害額の算定にあたり現実損害賠償方式が採用されることが多いものの、事案の解決に適した損害額の算定方法が追求され、様々な算定方法が確立されている。同項は特に損害額の算定方法について限定していない以上、今は提案されていない新たな損害額の算定方法に対しても配慮がなされていると解すべきである。

ゆえに、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象としている損害は高値取得損害に限られず、その算定方法も現実損害賠償方式に限られないと解すべきである。

それでは、ライブドア事件に関して、どの算定方法を採用すべきであろうか。この点、機関投資家訴訟事件において東京高裁及び最高裁は相当因果関係説を採用した。しかし、この見解では不実表示の発覚自体が損害の直接の原因として捉えられることになりかねないことから、この見解は根本的な部分に問題を抱えているため、採用すべきではないと解する。また、ライブドア事件は、会社の経営状態に関して不実表示が行われた事案であることから、その不実表示がなかったとしても、投資家は流通市場において Y 社株式を取得することが可能な状態であった。ゆえに、ライブドア事件においては、投資家が不実表示により被った損害を高値取得損害として捉えるのが妥当であり、現実損害賠償方式により損害額を算定するのが妥当である。したがって、東京地裁の判断に賛成する。

また、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項が対象とする損害額の算定方法に関しては、同条 1 項とは異なり、損害額の算定が難しい現実損害賠償方式に限定されると解することから、他の方式を採用しつつ同条 3 項の推定規定を適用した東京高裁及び最高裁の判断に賛成できない。

しかし、不実表示発覚後の事情であっても、不実表示に関連する事情については金融商品取引法 21 条の 2 第 6 項に基づき行う減額の対象とすべきではないと解することから、そのような事情に基づいて損害賠償額の減額を行った東京地裁の判断には賛成できない。具体的な減額に関しては、不実表示と関連す

る事情について減額の対象としなかった機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁の判断に賛成する。そして、その判断は、同条 3 項に基づく推定の対象となる損害を高値取得損害として捉えるとしても理論上採用可能なものであり、そのように判断すべきであると解する。

以上より、最終的な事案の解決については機関投資家訴訟事件における最高裁の結論に賛成する。しかし、それぞれの争点については、他の裁判所が示した見解が妥当と解されるところも多く、今一度、全体として精査することが望ましいと考える。

## 六、アーバンコーポレイション事件(注 130)

### 1、事実の概要

Y 社は、不動産コンサルティング等を行う会社であり、その株式が、平成 14 年から平成 20 年 9 月までの間、東証第一部に上場されていた。

Y 社は、その事業資金を金融機関からの借入金で調達していた。しかし、サブプライム問題の発生、Y 社が反社会的勢力と関わりがあるとの風評による Y 社の信用低下等により、Y 社の資金繰りが悪化した。その結果、Y 社は平成 20 年 6 月から 7 月にかけての納税及び借入金返済の支払いが極めて危ぶまれる状況に陥った。そこで、Y 社は同年 5 月末頃から民事再生手続開始の申立て等について検討を始めた。

その一方で、Y 社は、平成 20 年 6 月初めから、訴外 A 社との間で業務・資本提携の交渉を開始し、同月中に、Y 社が保有する物件等の売却により資金調達に成功し、その資金を債務の返済に充てた。また、A 社が同年 8 月にも Y 社に対する株式の公開買付 (TOB) を実施することが見込まれるようになり、Y 社は、同年 6 月 19 日、民事再生手続開始の申立ての検討を一旦中止した。同年 7 月には、A 社から Y 社に対して、TOB を実施する意向が書面により伝えられた。

Y 社は、さらなる資金調達を図るため、平成 20 年 6 月 26 日に、訴外 B 社に対して第三者割当により発行総額を 300 億円とする転換社債型新株予約権付社債 (以下、「本件 CB」とする。) を発行する取締役会決議を行った。本件 CB 発行に際して、Y 社は B 社との間でスワップ契約 (以下、「本件スワップ契約」

とする。)を締結した(注131)。本件スワップ契約は、Y社がB社から早期に資金調達を行うことを可能にするものであったが、その反面、本件CBと本件スワップ契約を組み合わせる結果、事実上、Y社がB社から資金調達を行うことができない可能性もあった。

しかし、Y社が平成20年6月26日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された本件CBに係る臨時報告書(以下、「本件臨時報告書」とする。)には、本件CBの「手取金の使途」として、「本件取引により調達する資金につきましては、財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です」とのみ記載されており、本件スワップ契約について何ら記載されていなかった。また、Y社が同月30日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された有価証券報告書(以下、「本件有価証券報告書」とする。)にも、本件CBの発行の「資金の使途」として、「債務の返済」とのみ記載されており、本件スワップ契約については何ら記載されていなかった(以下、本件臨時報告書及び本件有価証券報告書における上記の内容の記載等を「本件虚偽記載等」とする。)(注132)。

A社は、平成20年8月6日、Y社に対し、TOBの実施を見送る旨を通知した。

Y社は、平成20年8月13日、関東財務局長に対し、本件臨時報告書の訂正報告書を提出した上、本件虚偽記載等の事実を公表するとともに、本件スワップ契約により58億円の営業外損失が発生したことを公表した(以下、Y社が本件虚偽記載等の事実を公表した日を「本件公表日」とする。)。併せて、Y社は、同日、東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てを行い(以下、「本件再生申立て」とする。)、その旨を公表し、同月18日、民事再生手続開始の決定を受けた。

なお、事件当時、Y社の株価は下落傾向にあったが、本件公表日の翌日以降、さらに大幅に値下りし、同年9月14日、Y社株式は上場廃止された(注133)。

## 2、裁判所の判断

最判平成24年12月21日〔①事件〕において、第一審、控訴審、最高裁で争われたのは、本件虚偽記載等が金融商品取引法21条1項に定める「重要な

事項についての虚偽の記載」、あるいは、「記載すべき重要な事項若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」場合に該当するか否かという点（争点①）と、本件虚偽記載等と原告（以下、Y社に対して損害賠償請求している者を「X」とする。）の損害との因果関係の有無及び損害額（争点②）である。以下、争点ごとに裁判所の判断をまとめる。

#### (1)争点①について(注 134)

##### ア、第一審判断

「金融商品取引法 21 条 1 項にいう『記載すべき重要な事項若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』とは、株主、債権者及び投資家等の合理的な投融資、権利行使等の判断に影響を与える重要な事項、若しくは、株主、債権者、及び投資家等がかかる判断をするに際して重要な事実について誤解を生じさせないために記載することを要する事実の記載をいうものと解され、かかる記載が欠けていたときは、当該書類の提出者は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該有価証券を取得した者に対し、当該記載が欠けていたことにより生じた損害を賠償する責任を負う。

これを本件について検討するに、・・・真実は、当初から、①本件 CB の発行により割当先である B 社から払込を受けた 300 億円を、即座に、B 社に対し、本件スワップ契約に基づく当初支払として支払うことが想定され・・・、②被告の短期借入金債務等の返済に充てられるのは、その後に本件スワップ契約に基づき B 社から支払われる変動支払金であり、しかも、③上記変動支払金の金額は、Y 社株式の価格、出来高及び B 社が選択するヘッジ比率により変動し、Y 社株式の価格が下限株価を下回る額で推移した場合には上記変動支払金が支払われない可能性もあったものと認められる。

しかるに、本件各記載においては、単に『手取金の使途』として資金を『財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定』であるとのみ記載され、本件スワップ契約については何ら触れられていないのであるから、本件各記載は、株主、債権者及び投資家等に対し、本件 CB の発行により、割当先である B 社から払込を受けて、300 億円の全額に近い金額が Y 社の短期借入金債務等の返済に充てられ、これにより Y 社の財務状況が大幅に改善されるとの誤解を生じさせるに足りるものであることは明らかであ



る。

そして、本件 CB の B 社への割当による 300 億円の資金調達と、今後、各計算日において順次決済され、Y 社株式の価格、出来高及び B 社が選択するヘッジ比率により変動する変動支払金の受領による資金調達とでは、借入金返済目的の達成時期と実現の確実性等において明らかに差異があることから、資金調達に関する本件 CB の発行とともにされた本件スワップ契約の存在及びその内容についての情報が、株主、債権者及び投資家等の合理的な投融資、権利行使等の判断に際して重要であることは明らかである。

・・・かかる重要な事実について誤解を生じさせないためには、本件各報告書において、少なくとも、①本件 CB の発行による払込金の全額を本件スワップ契約の当初支払に充てること、②Y 社の短期借入金債務の返済に充てられるのは、その後に本件スワップ契約に基づき B 社から支払われる変動支払金であること、③上記変動支払金の金額は、Y 社株式の価格、出来高及び B 社が選択するヘッジ比率により変動し、Y 社株式の価格が下限株価を下回る額で推移した場合には上記変動支払金が支払われない可能性もあることを推察できる程度に、本件スワップ契約の概要を記載する必要があるというべきである。

したがって、かかる重要な記載を欠いた本件各記載は、これが『重要な事項について』の『虚偽の記載』であるかは措くとしても、『記載すべき重要な事項若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』ものというべきである。

・・・よって、本件各記載は虚偽記載等に該当する。」(注 135)

#### イ、控訴審の判断

「Y 社が 6 月当時、資金繰りが困難となって他からの資金調達を必要とするような財務状況に陥っていたことを考慮すれば、300 億円が資金として直ちに調達できるかどうか、本件スワップ契約を組み合わせることによる資金調達の時期・・・、資金調達実現の確実性・・・は、いずれも投資家等が Y 社株式の購入に際し、投資判断をするための重要な情報である。したがって、かかる情報を欠いた記載は、株主、債権者及び投資家等に対し、本件 CB 発行により、割当先である B 社から払込を受けて、300 億円の全額に近い金額が Y 社の短期借入金債務等の返済に充てられ、これにより Y 社の財務状況が大幅に改善され

るとの誤解を生じさせるに足りるものであることは上記説示のとおりであり、本件臨時報告書の本件 CB の手取金の使途には、かかる記載を欠いているのであるから、本件臨時報告書には、記載すべき重要な事項及び重要な事実の記載が欠けているというべきである。」(注 136)

## (2)争点②について

### ア、第一審の判断

「金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項(現 3 項)によれば、虚偽記載等の事実の公表日に当たる本件スワップ契約の公表日(平成 20 年 8 月 13 日)前 1 ヶ月間の Y 社株式の市場価格の平均額(133.5 円)から同公表日後 1 ヶ月間の Y 社株式の市場価格の平均額(4.18 円)を控除した額が、虚偽記載等に当たる本件各記載により生じた 1 株当たりの損害と推定され、これをもとに X の推定損害額を計算すると、・・・42 万 6756 円となる。

もっとも、同条 1 項本文によれば、虚偽記載等による損害賠償請求は、同法 19 条 1 項の規定の例により算出した額を超えない限度において認められるのであるから、請求権者である X が、Y 社に対する損害賠償請求の前に Y 社株式を処分している本件においては、本件各記載による X の損害は、同項 2 号により、X が Y 社株式の取得について支払った額(取得価格)から、Y 社株式の処分価格を控除した額が上限となる。平成 20 年 8 月 13 日時点において X が保有していた Y 社株式は、同月 12 日に購入した 3200 株(1 株 69 円)及び同月 13 日に購入した 100 株(1 株 68 円)の合計 3300 株であるから、これを計算すると、・・・19 万 7900 円となる。

・・・もっとも、虚偽記載等により損害賠償責任を負う者は、損害の全部又は一部が当該書類の虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情によって生じたことを証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責任を負わない(金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項(現 5 項))。

この点、Y 社は、平成 20 年 8 月 14 日以降の Y 社株式の価格の下落は本件再生申立てによるものであって、本件各記載とは無関係である旨主張する。

・・・しかしながら、・・・平成 20 年 7 月 10 日に本件 CB の発行が予定どおり行われることが報じられると、Y 社株式の価格が一時高騰したことが認められ、本件 CB の発行による払込金 300 億円の全額が Y 社の短期借入金債務等

の返済に充てられ、Y社の財務状況が大幅に改善されるとの本件各記載による誤解が、Y社株式の市場価格の形成要因となっていたことは否定し難い。そして、本件スワップ契約の公表は、上記に反して、平成20年7月11日の時点で300億円の資金調達ができていることを開示するものにほかならず、これがY社株式の市場価格を下落させ得る事情であることは明らかである。

また、・・・Y社は、①不動産市場の低迷を背景に資金繰りがひっ迫し、平成20年5月末ころには、「万が一の時のために」民事再生手続開始申立ての準備について弁護士に相談していたこと、②同年6月4日には日本格付研究所から社債の格付けを投機的水準(BB+)に引き下げられ、金融機関や市場からの資金調達が困難となり、同年6月から7月を償還期限とする社債の償還の目処が立たず、納付期限を延長した法人税につきその一部について支払うことができない状況にあるなど、至急資金調達を行う必要に迫られていたこと、③同年6月19日には、本件CBの発行と本件スワップ契約の組み合わせにより資金調達を行う見込みとなり、資金繰りの目処が立ったとして民事再生手続開始申立ての準備を中止したこと、④当時のY社には、本件CBの発行と本件スワップ契約の組み合わせのほかに資金調達の方法の「選択肢がなかった」・・・ことが認められ、これらの事実によれば、本件CBの発行及び本件スワップ契約の締結自体が、Y社の倒産回避を目的とするものであったと認めるのが相当である。

さらに、・・・Y社は、本件CBの発行と本件スワップ契約の組み合わせにより、実質的には本件新株予約権の市場における売却を通じて資金調達を図ったものであり、かつ、当該資金調達は、Y社株式の市場価格が下限価格を上回る場合にのみ可能となるものであるから、このような仕組み自体は、本件CBの発行を公表し、本件スワップ契約については非開示とすることによる株価維持ないし回復を前提として始めて機能するものというほかない。

これらの事情を総合すると、本件スワップ契約が当初から開示されていれば、Y社は、より早期に民事再生手続等の法的整理を余儀なくされ、Y社株式の市場価格は暴落していたというべきであるから、そもそも、Xが平成20年8月12日及び同月13日の時点において1株9円(処分価格)を上回る価格でY社株式を取得したとは考え難い。

したがって、本件各記載と本件再生申立ては、相互に密接に関連するものと

いうべきであって、これらが全く別個の事情であるかのごとき Y 社の上記主張は採用し難い。

次に、Y 社は、本件公表日の終値である 62 円を超える部分の値下りによる損失は、本件各記載と何ら関係がなく、市場環境、Y 社の経営・財務状況等の本件各記載以外の事情によって生じたものであるから、本件各記載によって生ずべき Y 社株式の値下り以外の事情により生じたものである旨主張する。

しかしながら、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項(現 3 項)が、虚偽記載等のある有価証券報告書等を提出した者が、当該報告書等が公衆縦覧に供されている間に当該有価証券を募集又は売出しによらずに取得した者に対し賠償すべき、虚偽記載等により生じた損害を、虚偽記載等の公表日前 1 ヶ月間の当該有価証券の市場価格の平均額から公表日後 1 ヶ月間の当該有価証券の市場価格の平均額を控除した額と推定する以上、単に虚偽記載等の公表直前の市場価格（本件においては公表日の終値）が公表日前 1 ヶ月間の市場価格の平均額若しくは当該有価証券の取得価格を下回り、あるいは当該有価証券の市場価格が継続的な値下りの傾向を示していたというだけでは、公表日前 1 ヶ月間の市場価格の平均額若しくは取得価格と公表直前の市場価格との差額が虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことの証明があるということとはできない。この理は、同法 19 条 1 項の規定の例により算出した額が虚偽記載等による損害の上限を画する場合であっても異なることはない。

したがって、X が受けた損害の全部または一部が、本件臨時報告書及び本件有価証券報告書において本件スワップ契約の記載を欠いたことにより生ずべき Y 社株式の値下り以外の事情により生じたことの証明はないというべきである。

もともと、・・・Y 社株式の価格は、平成 20 年 8 月 13 日以前において、ほぼ継続的に下落していたものと認められ、X の損害には、本件各記載によって生ずべき Y 社株式の値下り以外の事情によるものも一定程度含まれることは否定できない。

そして、当該事情により生じた損害は、その性質上その額を証明することが極めて困難であると認められるから、本件に現れた一切の事情を総合考慮の上、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項(現 6 項)により、前記 X の損害 19 万 7900 円のうち 2 割を Y 社が賠償責任を負わない損害と認めるのが相当である。」(注 137)

## イ、控訴審の判断

「Y社は、6月末の借入金の返済、法人税等の納付を手元資金では行うことができず、金融機関等からの資金調達も困難な状況にあり、法人税等の納付を分割する根拠には、本件取引による資金調達が予定されていたのであるから、本件取引及びA社との業務提携がなければ破綻する状況にあったといえることができる。・・・

しかし、上場された株式の価値は、会社の業務内容及び業績、会社が有する資産の状態、財務内容、将来性、市場における価格変動等の様々な要素で決まるといえることができ、投資家等は、様々な思惑で株式の取引をするのであるから、Y社が破綻する状況にあったからといって、Y社株式の価値が全くなくなったといえることはできず、Xが本件株式を取得したことで、取得価格が直ちにXの損害になると認めることはできない。また、Xは、7月11日からY社株式の売買を・・・短期間で繰り返しており、7月11日には214円であったY社株式が、8月13日には68円まで下落しているにもかかわらず購入を続けていることなども考慮すると、本件虚偽記載等がなければ本件株式を購入しなかったと認めることもできない。・・・

そこで、Xが本件臨時報告書等によって被った損害は、金融商品取引法21条の2第2項(現3項)の推定規定によって算出されるべきことになる。

Y社は、本件虚偽記載等とY社の本件再生申立てとは関連しないから、Y社株式の価格の下落は、本件再生申立てによるものであって、本件虚偽記載等が公表されたことによるものではなく、本件虚偽記載等とXの損害との間に因果関係はないし、金融商品取引法21条の2第4項(現5項)によって損害の全額について免責が認められるべきであるなどと主張する。

・・・Y社の株価は、・・・8月14日から暴落しているが、A社との業務提携をすることを終了させたのが8月6日であって、そこからおよそ1週間が経過した後の株価の急激な下落であるから、この下落がA社との業務提携終了の影響によるものと認めることができない。・・・Y社は、6月末には破綻状態にあり、A社や本件取引による資金調達が公表されるまでは、日本格付研究所による格付けの投機的水準とされるまでの引下げなど、Y社の破綻状態が市場にも明らかであったことからすると、Y社の株価の下落は、本件取引によるY社

の資金調達の方法に虚偽記載があったことが公表されたことで、Y社の信用が喪失し、今後のY社の資金調達の見込みが失われたことにその原因があったと認めることができる。Y社は、6月末の時点で、資金調達の見込みがなければ、民事再生手続開始の申立てをしなければならない状況にあったのだから、Y社が、民事再生手続の申立てを本件公表日と同日に行ったからといって、本件再生申立ては、Y社が虚偽記載等の公表に伴って必然的にとらなければならない対応であったのであるから、Y社の株式の下落が本件再生申立てがされたことによって生じたものと認めることはできない。

・・・Y社の株式の下落は、本件虚偽記載等の公表によって生じたものと認められ、それ以外の事情により生じたことを認めるに足りる証拠はない。

金融商品取引法21条の2第4項(現5項)、5項(現6項)の『当該書類の虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたこと』の証明はないというべきであり、同条4項(現5項)、5項(現6項)の適用による減額はできない。」(注138)

#### ウ、最高裁の判断

「金融商品取引法21条の2第4項(現5項)及び5項(現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、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・・・。

これをまず本件公表日後1ヶ月間のY社株の値動きについてみると、本件公表日においては、本件虚偽記載等の事実とともに、本件再生申立ての事実についても公表されていることに照らすと、本件公表日後のY社株の値下りは、上記両事実があいまって生じたものとみるのが相当である。

そして、本件再生申立てによる値下りが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下りと評価できるか否かについて検討すると、・・・Y社が本件再生申立てに至ったのは、・・・平成19年頃から継続していた金融機関の融資姿勢の厳格化等に伴う資金繰りの悪化によるものである。本件虚偽記載等の事実の公表によってY社の信用が低下した面があることは否定できないとしても、本件虚偽記載等や、その事実の公表に起因して、上記の資金繰りの悪化がもたらされたわけではない。また、・・・Y社株の市場価格次第では、本件スワップ契約による資金調達が見込めないわけではなかったのみならず、仮に本件CBないし本

件スワップ契約による資金調達が実現しなかったとしても、Y社は、平成20年6月初めからA社との間で業務・資本提携の交渉を開始しており、実際にも多額の資金を調達することに成功して、これを債務の返済に充てていたほか、A社によるTOBが同年8月に実施されることも見込まれ、同年6月19日にはY社が再生手続開始の申立ての検討を一旦は中止していたというのであって、本件虚偽記載等がされなかった場合に、こうしたA社との提携交渉までもが頓挫したことが確実であるとうかがわせる事情は見当たらない。そうすると、本件虚偽記載等がされた当時、Y社が倒産する可能性があったことは否定できないものの、Y社が既に倒産状態又は近々倒産することが確実な状態であったということはできず、本件虚偽記載等によってそのことが隠蔽されていたということもできない。そして、ほかに本件再生申立てによるY社株の値下りが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下りであると評価すべき事情は見当たらない。

以上によれば、本件公表日後1ヶ月間に生じたY社株の値下りは、本件虚偽記載等の事実と本件再生申立ての事実があいまって生じたものであり、かつ、本件再生申立てによる値下りが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下りということとはできないから、本件再生申立てによる値下りについては、本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下り以外の事情により生じたものとして、金融商品取引法21条の2第4項(現5項)又は5項(現6項)の規定によって減額すべきものである。

また、本件公表日前1ヶ月間のY社株の値動きについてみると、・・・Y社株は、本件臨時報告書の提出よりも1ヶ月以上前の平成20年5月14日にその市場価格が716円(終値)となった以降、本件公表日に至るまで、ほぼ一貫して値下りを続けていたことがうかがわれる。・・・Y社は、当時、資金調達に困難を来たすなど、その経営が危ぶまれる状態にあったのであって、上記値下りには、Y社の経営状態など本件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ことは否定できない。

なお、本件スワップ契約締結後の値下りについては、B社が新株予約権を行使するなどして得たY社株を市場で売却したことによって生じた分が含まれている可能性は否定できないが、・・・本件スワップ契約締結以前からY社株が

ほぼ一貫して値下り傾向にあったことなどに照らすと、本件公表日前の値下りに本件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ことは否定できないというべきである。

したがって、本件公表日前1ヶ月間のY社株の値下りには、本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下り以外の事情により生じた分が含まれているのであるから、この分についても金融商品取引法21条の2第4項(現5項)又は5項(現6項)の規定によって減額すべきものである。

・・・金融商品取引法21条の2第2項(現3項)は、『公表日前1ヶ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ヶ月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額』を虚偽記載等により生じた損害の額とすることができると規定しているが、同項にいう『公表日前』及び『公表日後』に『公表日』を含まないことは、その文言上明らかである。したがって、同項にいう『公表日』が平成20年8月13日である本件においては、『公表日前』1ヶ月間とは同年7月13日から同年8月12日までを指すものである。・・・

また、金融商品取引法21条の2第2項(現3項)を適用して損害の額を算定するためには、投資者が『公表がされた日・・・前1年以内』に当該有価証券を取得していることが必要であり、公表日に取得した有価証券について、同項を適用することが許されないことは、その文言上明らかである。」(注139)

### 3、検討

#### (1)不実表示の重要性

金融商品取引法21条の2第1項には「重要な事項につき」と定められていることから、不実表示により損害を被った投資家が同項に基づき損害賠償請求するためには、不実表示の内容が重要であることが求められる。アーバンコーポレーション事件では、この不実表示の「重要性」について争われた。

ここで問題となるのが、何をもって「重要性」の有無を判断するのか、すなわち、金融商品取引法21条の2第1項が求める「重要性」の意義を如何に解すべきかということである。この点、「重要性」に独立した意義を認めると択一的な判断が難しくなり、個別事情に則した柔軟な解釈が難しくなることから、因果関係の判断の中に不実表示の重要性を組み込み、不実表示が投資判断に影



響を与えたか否かを因果関係の判断の中で問題とすべきとする見解もある(注140)。しかし、不実表示された記載が重要な事項に関する記載でなければ、そもそも同条自体が適用されないことから、どのような記載が重要であるかは客観的に判断されるべきものである。そして、その不実表示が重要な事項に関するものである場合に、個別の事案ごとに該当する不実表示と投資家が被った損害との間に因果関係があるか否かを判断していくことになる。したがって、不実表示の重要性と因果関係は別の次元での問題となることから、因果関係の判断の中に重要性の問題を組み込むべきではなく、「重要性」の意義について因果関係とは別途に検討する必要がある。

「重要性」の意義に関して、学説は①投資家の投資判断に影響を及ぼすものであるとする見解(注141)、②価格形成に影響を与えるものであるとする見解(注142)、③投資家の投資判断及び価格形成に影響を与えるものであるとする見解(注143)とがある。ここで、価格形成は投資家の投資判断の総合的な結果であるともみることができることから、両者は同質のものであるともいえる。実際に、そのような指摘もある(注144)。しかし、投資判断は個々の投資家の主観的な判断であるのに対して、価格はその株式に対する市場の客観的な評価である。したがって、両者に類似性があることは認められるものの、完全に同質のものとして捉えることはできない。

それでは、実際に、「重要性」の意義を如何に解すべきであろうか。アーバンコーポレイション事件において、裁判所は、投資家の投資判断の観点から重要性の判断を行っている。この点につき、弁護士の小林治史氏は、二つの理由を挙げている(注145)。すなわち、一つは、本件臨時報告書提出時点においては、B社からの資金調達自体はY社の財務基盤の安定を実現しうると評価できるものであり、かつ、真実が公表されていた場合に、Y社株式の価格次第では資金調達が困難になるという本件スワップ契約のリスクがどれくらい顕在化するのかが不明であることから、裁判所が価格形成の影響にまで踏み込んだ判断をできなかったためである。そして、もう一つは、アーバンコーポレイション事件では、真実が公表されるとともに、本件再生申立ても発表された。この民事再生手続開始の申立ての情報は非常にインパクトが強く、経験則上、株価は限りなく1円に近づくことになる。したがって、不実表示の公表の影響が民事再生手

続開始の申立ての情報の影響に隠れてしまい、不実表示そのものの価格形成に対する影響を測ることが難しくなるためである。

思うに、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項における損害額の推定をはじめ、不実表示に対する民事責任を追及する場合には、市場価格を評価ベースとして損害額の算出を試みるのが一般的である。また、たとえある投資家個人にとっては投資判断に大きな影響を及ぼすものであったとしても、そもそも発表された内容に対して市場が反応を示さない場合、それは客観的にみて重要であるとは言い難い。したがって、基本的には、価格形成に影響を与えるものが重要な事項であると捉えるべきであるといえる(注 146)。

しかし、Y 社のように、不実表示が行われる際には、既に会社経営が行き詰っており、真実が公表されたと同時に会社が破産や民事再生手続開始の申立てを行うケースがありうる(注 147)。そのような場合に、価格に対する不実表示の事実の公表の影響が判然としないことを理由に、その情報の重要性を認めず、金融商品取引法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求を認めないとするのでは、経営危機に瀕している会社ほど不実表示を行うことを推奨することになりかねず(注 148)、また、投資家保護の観点から考えても妥当であるとは言い難い。そこで、不実表示に関連する情報に比べて、不実表示に関連しない情報の方が価格形成に与えるインパクトがより大きい場合については、投資家の投資判断に与える影響を重要性の判断において考慮すべきであると考ええる。

したがって、「重要性」の意義について、第一次的には価格形成に影響を与えるものであり、第二次的には投資家の投資判断に影響を与えるものであると捉えるべきと解する。本件虚偽記載等の事実の公表と同時に民事再生手続開始の申立てを発表したアーバンコーポレイション事件においては、「重要性」の意義を第二次的な意義で捉えるべきであることから、投資家の投資判断の観点から重要性の判断を行った裁判所の判断に賛成する。

そして、アーバンコーポレイション事件における具体的なあてはめについて、Y 社が本件虚偽記載等を行った当時、Y 社は、サブプライム・ローン問題の影響により資金調達に大きな不安を抱えており、Y 社の株価もその不安を見越して下落傾向にあった。そのため、投資者の投資判断にとって資金調達の確実性は非常に重要な事項であり、投資者が Y 社の資金調達の確実性を判断するにあ

たり大きな影響を与えうる本件スワップ契約は公表されるべき重要な事項であったといえる。ゆえに、本件スワップ契約に関する事項を公表しなかったことは重要な事項についての不実表示等があったと解することができることから、「本件臨時報告書には、記載すべき重要な事項及び重要な事実の記載が欠けている」(注 149)とした裁判所の判断に賛成する。

## (2) 損害賠償額の算定

アーバンコーポレイション事件においては、平成 20 年 8 月 13 日に、本件虚偽記載等の事実及び本件スワップ契約により 58 億円の営業外損失を出したことを公表するとともに、株価に強烈な影響を与える民事再生手続開始の申立てを行ったため、本件虚偽記載等が株価に与えた影響を測ることが難しい。そのため、損害賠償額を算定することが非常に難しい事案となっている(注 150)。本論文で取り上げている最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件] においても、審級裁判所ごとにその判断が分かれている。損害賠償額の算定において問題となったのは、損害賠償額の算定方法、損害賠償額の減額、その他の 3 つに分けることができる。以下、これらの点について検討する。

### ア、損害賠償額の算定方法

まず、最高裁(注 151)は、一般論としてライブドア事件判決(注 152)を引用していることから、相当因果関係説(株価下落損害説)の立場に立って損害賠償額の算定を行っていると考えることができる。賠償されるべき損害を株価下落損害として捉えた場合、真実公表後の株価下落額を不実表示と相当因果関係のある損害として捉えていくことになる。しかし、ライブドア事件判決(Ⅲ. 五、4、(2)イ)で検討した通り、相当因果関係説の立場では、不実表示を公表すること自体が損害発生の原因となり、一旦不実表示を行ってしまったならば、以後半永久的に真実を隠すべきということになりかねない。ゆえに、相当因果関係説は根本的な部分において妥当性を欠くといわざるをえないことから、この算定方法は採用すべきではないと考える。

これに対して、第一審(注 153)では特に触れていないが、控訴審(注 154)では原状回復方式(取得自体損害)の適用を検討した上で、現実損害賠償方式(高値取得損害)を採用している。控訴審が原状回復方式を採用しなかった理由として、控訴審は、たとえ真実の公表があったとしても Y 社の株式が無価値とはな

らないこと、Y社の株価が下落傾向にあったにもかかわらず、Xは7月11日以降8月13日までY社の株式の売買を続けたことを挙げている。

この点、本件虚偽記載等の時点で本件スワップ契約のことも発表されていたならば、Y社の株価はより早期に下落し、Y社による民事再生手続開始の申立てがより早期に行われていた可能性は否定できない(注155)。その場合、そもそもXはY社株式を取得することができなかつたともいえる。また、もしY社の株価がその価格を維持・回復していたとしても、資金調達の確実性に不安を抱えているY社の状況を見極めるために、XがY社株式を購入しなかつた可能性も高い。さらに、XはY社が発表した不実表示により形成された株価を基に投資判断を行っており、Xが株価下落傾向の中で行ったY社株式の売買は、短期の利鞘の獲得や反転狙いのためであると考えられる。ゆえに、真実が発表されていたならば、XはそもそもY社株式の購入を控えた可能性も高く、控訴審が挙げた理由により原状回復方式を採用しなかつたことには疑問が残る。

しかし、原状回復方式は不実表示を行った者に全ての投資リスクを負わせる算定方法であることから、損害賠償額の算定方法として原状回復方式が採用されるのは、不実表示がなければ当該有価証券を取得することが不可能であった場合と捉えるべきである。そして、アーバンコーポレイション事件においては、本件スワップ契約が公表されていれば、Y社の株価がより早期に下落し、Y社による民事再生手続開始の申立てがより早期に行われたという可能性があるといえるものの、確実にY社が破産・民事再生手続の道に進んだとまでは言い難い(注156)。ゆえに、XがY社株式を取得すること自体がありえなかつたと評価することはできないことから、アーバンコーポレイション事件においては、現実損害賠償方式を採用するのが妥当であると考えられる。したがって、損害賠償額の算定方法に関しては、控訴審の判断に賛成する(注157)。

#### イ、損害賠償額の減額

まず、第一審(注158)では、本件スワップ契約の締結が倒産回避を目的とするものであり、本件スワップ契約を非開示とすることで株価維持を狙ったものであることから、本件虚偽記載等と本件再生申立てとの間には密接な関連性があるとした。また、本件公表日の終値である62円を超える部分の値下がりについて、Y社の株価が全体として下落傾向にあるといえども、その株価の下落が

不実表示と関連しないものであることを証明しない限り、不実表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ものとは認められないとした。しかし、その一方で、Y社の株価は継続的に下落傾向にあったことから、Xの損害に一定程度は不実表示と関連しない損害があったと認め、金融商品取引法21条の2第6項に基づき推定損害額から2割の減額を行った。

次に、控訴審(注159)では、Y社はそもそも6月末には破綻状態にあり、民事再生手続開始の申立てをしなければならない状態であったところ、本件スワップ契約やA社との業務提携により、民事再生手続開始の申立てを免れることができた。しかし、その後、本件虚偽記載等の事実が公表されるに至り、Y社の信用が喪失し、以後の資金調達の可能性が絶たれ、Y社は民事再生手続開始の申立てをすることが不可避な状況に陥ったと認定した。以上のような認定から、控訴審は、本件再生申立ては本件虚偽記載等の公表に伴う必然的な対応であって、Y社の株価の下落は本件虚偽記載等の公表により生じたものであると判断し、金融商品取引法21条の2第5項・6項による損害賠償額の減額を否定した。

これに対して、最高裁(注160)では、本件公表日後のY社株の値下りは、本件虚偽記載等の事実と本件再生申立ての事実があいまって生じたものとした。そして、Y社は元々資金繰りが悪化した状態であったのであり、本件虚偽記載等やその事実の公表により資金繰りが悪化したとは認められないこと、本件虚偽記載等が行われた時点において、Y社が既に倒産状態であったとはいえず、本件虚偽記載等によりY社が倒産状態にあるという事実を隠蔽していたとも認められないことから、本件再生申立てによるY社の株価の値下りは本件虚偽記載等とは無関係に生じたものであるとした。また、本件公表日前までのY社の株価の下落傾向についても、公表日前1ヶ月以上前より株価が下落傾向にあり、それはY社の資金繰りの悪化に対する市場の不安が原因であることから、本件虚偽記載等とは無関係な値下がりが含まれているとした。以上より、最高裁は、金融商品取引法21条の2第5項・6項による損害賠償額の減額が必要であると判断し、その減額を計算させるために東京高裁に差し戻した(注161)。

#### (ア)減額の必要性の有無

そもそも金融商品取引法21条の2第5項・6項に基づく損害賠償額の減額を行うべきか否かについて、控訴審の判断と最高裁の判断とが分かれている。そ

ここで、まず、アーバンコーポレイション事件のような場合に、同条 3 項により推定される損害額を減額すべきかが問題となる。ここで特に問題となるのが、①本件虚偽記載等が Y 社の破綻状態を隠蔽したものであるのかということ、②本件再生申立てによる Y 社の株価の値下がり本件虚偽記載等と相当因果関係を有するものであるかということである。

この点に関して、大杉教授は、控訴審が示した事実の分析には無理があると指摘する(注 162)。黒沼教授も Y 社が 6 月末の時点で既に破綻状態であり、そのことが公表されていたとすれば、6 月末の時点で Y 社の株価は 1 桁台まで下落していたであろうことから、6 月末の時点で Y 社が破綻状態であったとした控訴審の事実認定には無理があると指摘する(注 163)。さらに、白井准教授も、Y 社の株式が 6 月末の時点で 1 株 300 円を超える価格で取引されていたことを踏まえると、控訴審の事実認定は苦しいものがあると指摘する(注 164)。また、松尾准教授は、控訴審の判決に対して、アーバンコーポレイション事件は、本件虚偽記載等がなかったとしても民事再生手続開始の申立てを避けられなかった可能性が高い事案であることから、損害賠償額の減額について、より慎重な検討が必要であったと指摘する(注 165)。

これに対して、最高裁が示した判断に対しては、「虚偽記載に連動しない信用不安による倒産申立てがあり得ることを端的に示した意義はきわめて大きい」(注 166)とし、最高裁が示した判断が「公平かつ妥当な『株価値下がり因子分解』により適切な損害賠償を算定する実務を今後蓄積していく上で大きな一歩であった」(注 167)とする評価がある。また、黒沼教授は、Y 社が倒産状態になかったこと、及び、本件虚偽記載等は Y 社が 300 億円全額の資金調達に成功したという誤解を与えるものであったことを考慮すると、本件虚偽記載等が Y 社の財務状態一般を隠蔽したとはいえないとし、最高裁が示した事実認定が妥当であったと評価する(注 168)。さらに、最高裁の判断に対して、「虚偽記載による損害算定にあたっての多角的視野に立った新しい考慮基準を示したものであり、実質的に公平な損害算定に向けた利害調整方法としても参考にすべきである」とする評価もある(注 169)。

ここで、アーバンコーポレイション事件について、事案の分析を行うと、まず、Y 社は本件虚偽記載等を行う前の時点で既に資金繰りは悪化しており、一

度は民事再生手続開始の申立ての検討に入っている。しかし、A社との業務提携や本件スワップ契約によりY社が倒産を経ることなく事業を継続できる可能性が残されていたため、民事再生手続開始の申立ての検討を中止して、Y社はその実現を目指した。そこで、本件虚偽記載等の時点で、Y社は、経営的に非常に苦しい状態であったことは否定できないが、まだ、倒産を経ることなく事業を継続できる可能性があった以上、破綻状態であったとまでは言い難い(注170)。そのように考えると、本件虚偽記載等は、Y社の破綻状態を隠蔽するものであると評価することはできない。

次に、Y社は、A社との業務提携に失敗し、本件スワップ契約も不調に終わったため、本件再生申立てを行った。すなわち、Y社が最終的に破綻に至ったのはA社との業務提携の失敗と本件スワップ契約の不調があいまった結果であり、本件虚偽記載等の事実を公表した結果、Y社の信用が失墜し破綻に至ったというものではない。ゆえに、本件再生申立てによるY社の株価の値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係を有するものであると評価することもできない。

したがって、Y社の株価下落は本件虚偽記載等と本件再生申立てがあいまって生じた結果であると捉えるべきであり、本件虚偽記載等の事実の公表後の株価下落には不実表示以外の事情により下落した分が含まれていると解すべきである。よって、アーバンコーポレイション事件は金融商品取引法21条の2第3項に基づく推定損害額から減額を行うべき事案であり、同条5項・6項により減額を行うべきとした最高裁の判断に賛成する。

なお、第一審も損害賠償額の減額を行うべきとの判断を下しているが、第一審では、本件虚偽記載等と本件再生申立てに密接な関連性があるとする。確かに、本件スワップ契約は倒産回避が目的であるが、前述の通り、Y社の破綻はあくまでA社との業務提携の失敗と本件スワップ契約の不調に起因するものであり、本件虚偽記載等が本件再生申立ての原因であったとはいえない。したがって、本件虚偽記載等と本件再生申立てに密接な関連性があると評価することは難しく、第一審の分析には賛成できない。

(イ)公表日前の株価の値下がりを理由とする損害賠償額の減額の要否

公表日におけるY社の株価の終値62円を超える部分の値下がりについて、第一審(注171)は、公表日前1ヶ月間当該株式の市場価格が継続的な値下がりの

傾向を示していただけでは、不実表示により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との証明にはならないとしつつ、最終的には公表日前の継続的な値下がりも考慮した上で判断を下している。一方、最高裁(注172)は、公表日前1ヶ月間Y社の株価が継続的な値下がりの傾向を示した原因として、Y社の資金繰りが悪く経営状態が芳しくないことに対する市場の不安が含まれることから、本件公表日前の値下がりには本件虚偽記載等とは無関係な要因が含まれているとして、金融商品取引法21条の2第5項・6項に基づく減額が必要であるとの判断を下した。第一審と比べて最高裁は一步踏み込んだ判断を示しているが、第一審が損害賠償額の減額に具体的な理由を求めていたのに対して、最高裁は具体的な理由があることを示して損害賠償額の減額を行うべきとの判断を下していることから、第一審と最高裁とは同じ流れの中で判断を下していると評価できる。

これに対して、同じアーバンコーポレーション事件でも、別に提起された訴訟において、裁判所が「公表日前1月間に有価証券の市場価額が著しく下落し、その程度が、推定損害額の算出に含まれるものとして方が予定する株価の通常の騰落の範囲を超える程度に重大なものである場合には、当該下落のうち一定部分については、虚偽記載等による値下がり以外の事情により生じた損害として推定損害額から減額するのが相当である」と判断したもの(東京地判平成23年2月7日)もあり、裁判所の中でも意見が分かれている。

この点、金融商品取引法21条の2第3項が、その算定基準を特定の日々の株価ではなく、公表日前後1ヶ月の平均額とした趣旨に関して、平成16年証券取引法改正の立法担当者は、不実表示の公表により発生する市場の過剰反応(オーバーシュート)の影響を少なくするとともに、1ヶ月間に限定することで他の要因による影響をできる限り排除することにあると説明する(注173)。そして、立法担当者は、原告・被告間の公平の観点から、同条5項・6項は規定されていると説明する(注174)。すなわち、不実表示以外の事由により当該有価証券の市場価格が下落した場合、市場価格下落に伴う損失は投資家が負うべきリスクであることから、原告・被告間でリスクの公平な分担を実現するために、同項に基づく損害賠償額の減額が認められる(注175)。それゆえ、実際に損害額を推定する際には、公表日前後1ヶ月間の株価傾向を取り込んだ上での計算を行う



のが前提であり、その中で、市場全体の動向等他の要因が入り込んでしまった場合に、その要因を排除するために損害賠償額の減額の規定が置かれていると解することができる。したがって、単に算定の基準となる株価が大きく変動している（株価が大幅な下落傾向を示している）ということだけでは足りず、その要因が何であるか、及び、それが不実表示と関係しないことを責任追及された会社側が証明しない限り、損害賠償額の減額は認められるべきではない。そこで、東京地判平成23年2月7日の立場には賛成することができない(注176)。

これに対して、最高裁は、Y社の株価値下がりの全体の傾向がY社の経営状態の悪化に対する市場の不安によるものであり、それが公表日前の1ヶ月間において生じていたことを理由に損害賠償額の減額を認めたものであることから、最高裁の判断は妥当であると考え(注177)。そして、最高裁の立場に基づき損害賠償額の減額を検討する際には、大杉教授が指摘するように、公表日前後の株価の下落について、不実表示を原因とする部分と、それ以外の事情を原因とする部分の仕分けを分析することが求められることになる(注178)。

#### (ウ)具体的な損害賠償額の減額

アーバンコーポレイション事件において、損害賠償額の減額を具体的に如何に考えるべきであろうか。この点、経験則上、民事再生手続開始の申立ては、当該会社の株価を1円へ向かわせるインパクトを有する情報である。このような情報が本件公表日に公表された以上、その株価の値下がりは、全て本件再生申立てに起因するものであり、本件虚偽記載等の事実が公表されなくても生じたといえることができる。また、本件公表日前においても、市場がY社の経営状態を不安視した結果、Y社の株価は一貫して下落傾向にあった。以上のような状況を勘案するのであれば、損害賠償額を全額減額するのが妥当であるともいえる。

しかし、本件スワップ契約は少なくともY社の延命を図るための措置であり、Y社の起死回生を狙ったものである。それを円滑に行うためにY社は本件虚偽記載等を行ったのであり、その結果、Y社の株価が1円へ向かう速度を遅くしたといえる(注179)。また、本件虚偽記載等により新たに58億円の営業外損失をY社に発生させている。したがって、本件虚偽記載等がY社の株価に与えた影響を全く否定することはできず、損害賠償額の全額の減額には賛成できない。

この点、同じアーバンコーポレイション事件において別に提起された事件で下された裁判例である東京地判平成 22 年 1 月 12 日(注 180)では、8 割の減額が相当であると判示している。これに対して、潘教授は、Y 社が資金調達に失敗したこと、58 億円の営業外損失を出したことに係る情報が市場に伝達された場合、投資家が Y 社株式を失望売りするのは避けられず、その結果、Y 社の株価が急落し Y 社が破綻する恐れが高かったことから、Y 社株式の値下がりの相当部分は本件虚偽記載等に起因するものであるとし、東京地判平成 22 年 1 月 12 日が Y 社株式の値下がりのうち 8 割が本件虚偽記載等以外の事情に基づくものであるとした判断に疑問を投げ掛けている(注 181)。

しかし、アーバンコーポレイション事件において、Y 社の株価値下がりの最大の原因は Y 社の経営状態に対する市場の不安、及び、本件再生申立てにある。そして、Y 社が本件再生申立てに踏み切った原因である資金調達の失敗は、Y 社が A 社との業務提携に失敗したこと、及び、本件スワップ契約が不調に終わったことが原因であり、本件虚偽記載等が原因となっている訳ではない。本件虚偽記載等が関与したのは Y 社の延命及び本件スワップ契約により生じた営業外損失 58 億円であることから、本件虚偽記載等の Y 社の株価値下がりに対する寄与度は低いといわざるをえない。したがって、東京地判平成 22 年 1 月 12 日が示した 8 割の減額が妥当であると考ええる。

なお、アーバンコーポレイション事件は、不実表示の期間が約 1 ヶ月半と短いことから、損害賠償額を決定するに際し、マーケット＝モデルの利用も考える事案であるともいえる。しかし、アーバンコーポレイション事件においては、不実表示された内容が資金調達に関する情報であり、通常の収益に関する情報とは異なりイレギュラーなものである。そこで、マーケット＝モデルにおいて使用する係数に変動が生じるはずであるが、正確な情報が発表されていた場合の係数を測ることは不可能に近い。それゆえ、アーバンコーポレイション事件において、マーケット＝モデルを利用することは難しいといわざるをえない。

ウ、その他

アーバンコーポレイション事件においては、損害賠償額の算定に関して、他に損害賠償額の上限を定める金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番に関する争

い(注182)、及び、公表日当日の扱いに関する指摘があった。

#### (ア)金融商品取引法19条1項の適用順番

損害賠償額を算出する際の金融商品取引法19条1項の適用順番に関して、同法21条の2第3項により推定損害額を算出した上で、同法19条1項を先に適用した後に同法21条の2第5項・6項による減額を行うのか(以下、この立場を19条1項先適用説とする)、それとも、同法21条の2第3項により推定損害額を算出し、同条5項・6項による減額を行った上で、同法19条1項を適用するのか(以下、この立場を19条1項後適用説とする)について争いがあり、裁判所の判断も分かれた(注183)。

ここで、金融商品取引法21条の2第3項に基づき算出される推定損害額が同法19条1項に定める上限額を超えない場合は、19条1項先適用説の立場を採るとしても19条1項後適用説の立場を採るとしても、結果に違いが生じない。これに対して同法21条の2第3項に基づき算出される推定損害額が同法19条1項に定める上限額を超える場合、同法21条の2第5項・6項による減額を行う時点において、19条1項後適用説に比べて19条1項先適用説の方が、基準となる額が低く抑えられることになる。したがって、損害賠償額の減額を同じ割合で行う場合、不実表示を行った会社にとっては19条1項先適用説の方が、不実表示により損害を被った投資家にとっては19条1項後適用説の方が有利になる。

この点、潘教授は、金融商品取引法21条の2第5項・6項においては、「第3項の場合において」と規定されているところ、19条1項先適用説の立場を採る場合、同項に基づく推定損害額がそのまま同条1項の損害額となり、同法19条1項に定める上限額と比較することになる。その上で、もし推定損害額が上限額を上回る場合、同法21条の2第1項を介して上限額が同条3項の推定損害額とされ、同条5項・6項に基づく減額の対象となるという流れになるため、19条1項先適用説は文理解釈として不自然であると指摘する(注184)。

また、黒沼教授は、金融商品取引法21条の2第6項は不実表示と相当因果関係のない損害を賠償の対象から除外するための規定であり、同法19条1項に定める上限額は、不実表示と相当因果関係のある損害に対する賠償額を制限する趣旨の規定であると指摘する(注185)。

思うに、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の推定規定は、同条 1 項に基づく損害賠償請求において、投資家が不実表示による損害の額を証明することが難しいことから置かれた規定であり、同条 3 項に定める要件を満たす限り、同項に基づき算出される額が同条 1 項による請求を行う際の損害額ということになる。しかし、単に同条 3 項に基づく損害額の推定を行うだけでは不実表示に起因しない損害も含まれることから、投資リスクの公平な分担を図る必要がある。そのために、同条 5 項・6 項に基づき推定損害額から減額を行うのであり、その減額を行って初めて不実表示により被った損害額が導き出されることになる。ゆえに、損害額の算定において、同条 3 項・5 項・6 項は一体として捉えるべきものである。さらに、潘教授が指摘するように、同条 5 項・6 項も「第 3 項の場合において」と規定されている。したがって、金融商品取引法の規定を文言通りに解釈するのであれば、19 条 1 項後適用説の方が自然であるといえる。

加えて、平成 16 年証券取引法改正の立法担当者は、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項において同法 19 条 1 項による上限額を設けた趣旨はをあまりに過酷な損害額が認められることを防ぐことにあると説明する(注 186)。それゆえ、金融商品取引法においては、当該有価証券の取得により現実に発生した損害以上の部分についてまでの損害賠償請求を認めないという立場が明確にされているといえる。それは、同法 21 条の 2 第 3 項・5 項・6 項が一体となって算出する損害賠償額が同法 19 条 1 項に定める上限額を超えるか否かで判断すれば十分達成しうるものであり、19 条 1 項後適用説を採用するのが規定の趣旨からしても妥当である。

したがって、19 条 1 項後適用説の立場を採用すべきである。

#### (イ)公表日当日の扱いについて

公表日当日の扱いについて、最高裁は、公表日当日の株価は推定損害額の計算に含めないこと、及び、公表日当日に当該有価証券を取得した者については金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を適用しないことを判示した(注 187)。

この点、まず、期間の計算について、特別の定めがある場合を除き、期間初日は算入しないとされていることから(民 138 条・140 条)、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき損害額を推定するにあたり、公表日当日の市場価格は算定基準から除外されることになる。控訴審(注 188)では、公表日当日の Y 社の

株価を公表日前1ヶ月間の平均額を算出する際に含めていたことから、最高裁はその過ちを指摘したものである。損害額をより正確に把握するという観点からは、不実表示の事実を公表した時点を基準とすべきともいえるが、不実表示に関する事実の公表は市場取引時間中に行われることもあるため、公表日当日の市場取引時間中に当該有価証券の状況が大きく変化する可能性があり、公表前後の線引きが難しくなる恐れがある。また、同項による損害額の推定は不実表示の事実を公表する前の当該有価証券の評価と公表した後の当該有価証券の評価との差額に基づき損害を把握しようとするものであることから、公表日当日の市場価格を算定基準から除外したとしてもその目的は達成することができる(注189)。したがって、損害額の推定にあたり、期間の計算に関する規定通りの適用が望ましく、また、その適用を変更する必要性も認められないといえることから、最高裁の指摘が妥当であるといえる。

次に、公表日当日に当該有価証券を取得した者について、金融商品取引法21条の2第3項は「公表がされた日・・・前1年以内に」当該有価証券を取得した者を適用の対象としていることから、期間の計算に関する規定(民法138条・140条)を文言通り適用すると、公表日当日に当該有価証券を取得した者には金融商品取引法21条の2第3項が適用されないことになる。この点に関し、白井准教授は、このような解釈が条文の文言に忠実であること、及び、公表時点と取引時点をめぐる紛争の複雑化を避けるという観点から、やむをえない判断であったと指摘する(注190)。また、黒沼教授は、もし公表日当日の当該有価証券を取得した者を同項の適用範囲に含めたとしても、当該投資家に同項の推定規定は殆ど有利に働かないと指摘する(注191)。しかし、公表日当日、不実表示の事実が公表される前にたまたま当該有価証券を取得した者と、公表日前日に当該有価証券を取得した者との間において、保護する必要性は異なる。そして、今現在では、取引の決済においてもIT化が進められていることから、取引時間中において不実表示の事実が公表されたとしても、公表日当日に当該有価証券を取得した投資家が、不実表示の公表前に取得したのかそれとも公表後に取得したのか、ある程度絞り込むことができるといえる(注192)。さらに、アーバンコーポレイション事件の場合、現実損害賠償方式での損害額の算定が妥当である。そのように理解するのであれば、取得時点において本来ならば幾

らで取得できたのかを考慮すべきということになる。それを計るために同項の推定規定は存在することから、同項が公表日当日に当該有価証券を取得した者に有利に働くか否かは問題とすべきでないといえる。したがって、公表日当日に当該有価証券を取得した者に対して、同項の規定の文言上、直接適用することは難しいと言わざるをえないが、同項の類推適用による保護を図るべきである。

#### 4、結論

アーバンコーポレイション事件は、本件公表日に本件虚偽記載等の事実の公表とともに、本件再生申立てが発表されたため、損害額の算定が非常に難しくなった事案である。アーバンコーポレイション事件では、特に不実表示の「重要性」と損害賠償額の算定について争われた。

まず、重要性の意義について、不実表示に対する民事責任を追及する場合には、市場価格を基に損害額の算出を試みるのが一般的である。また、そもそも発表された内容に対して市場が反応を示さない場合、それは客観的にみて重要であるとは言い難い。したがって、基本的には、価格形成に影響を与えるものが重要な事項であると捉えるべきである。

しかし、不実表示が行われる際には、既に会社経営が行き詰っており、真実が公表されたと同時に会社が破産や民事再生手続開始の申立てを行うケースがありうる。そのような場合に、価格形成に対する不実表示の事実の公表の影響が判然としないことを理由に、その情報の重要性を認めないとするのでは、経営危機に瀕している会社ほど不実表示を行うことを推奨することになりかねず、また、投資家保護の観点から考えても妥当であるとは言い難い。そこで、不実表示に関連する情報に比べて、不実表示に関連しない情報の方が価格形成に与えるインパクトがより大きい場合については、投資者の投資判断に与える影響を重要性の判断において考慮すべきであると考ええる。

したがって、「重要性」の意義について、第一次的には価格形成に影響を与えるものであり、第二次的には投資家の投資判断に影響を与えるものであると捉えるべきと解する。アーバンコーポレイション事件においては、「重要性」の意義を第二次的な意義で捉えるべきであることから、投資者の投資判断の観点か

ら重要性の判断を行った裁判所の判断に賛成する。

次に、損害賠償額の算定に関して、最高裁は、相当因果関係説（株価下落損害説）の立場に立って損害賠償額の算定を行った。しかし、相当因果関係説の立場では、一旦不実表示を行ってしまったならば、以後半永久的に真実を隠すべきということになりかねない。ゆえに、相当因果関係説は根本的な部分において妥当性を欠く。

これに対して、控訴審は原状回復方式（取得自体損害）の適用を検討した上で、現実損害賠償方式（高値取得損害）を採用した。アーバンコーポレイション事件においては、本件スワップ契約が公表されていれば、Y社の株価がより早期に下落し、Y社による民事再生手続開始の申立てがより早期に行われたという可能性があるが、確実にY社が破産・民事再生手続の道に進んだとまでは言い難い。ゆえに、XがY社株式を取得すること自体がありえなかったと評価することはできないことから、現実損害賠償方式を採用するのが妥当であると考える。したがって、損害賠償額の算定方法に関しては、控訴審の判断に賛成する。

次に、アーバンコーポレイション事件のような場合に、そもそも金融商品取引法 21 条の 2 第 5・6 項に基づく損害賠償額の減額を行うべきか否かが問題となる。

まず、本件虚偽記載等の時点で、Y社は、経営的に非常に苦しい状態であったことは否定できないが、倒産を経ることなく事業を継続できる可能性があった以上、破綻状態であったとまでは言い難い。したがって、本件虚偽記載等は、Y社の破綻状態を隠蔽するものであると評価することはできない。

次に、Y社が最終的に破綻に至ったのはA社との業務提携の失敗と本件スワップ契約の不調があいまった結果であり、本件虚偽記載等の事実を公表した結果、Y社の信用が失墜し破綻に至ったというものではない。ゆえに、本件再生申立てによるY社の株価の値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係を有するものであると評価することもできない。

したがって、本件虚偽記載等の事実の公表後の株価下落には不実表示以外の事情により下落した分が含まれていると解すべきであり、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項により減額を行うべきとした最高裁の判断に賛成する。

さらに、アーバンコーポレイション事件では、公表日における Y 社の株価の終値 62 円を超える部分の値下がりについて、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項に基づく減額の対象となるのかについても問題となった。

この点、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき損害額を推定する際には、公表日前後 1 ヶ月間の株価傾向を取り込んだ上での計算を行うのが前提である。その中で、市場全体の動向等他の要因が入り込んでしまった場合に、その要因を排除するために損害賠償額の減額の規定が置かれている。したがって、単に算定の基準となる株価が大きく変動しているということだけでは足りず、その要因が何であるか、及び、それが不実表示と関係しないことを責任追及された会社側が証明しない限り、損害賠償額の減額は認められるべきではない。

最高裁は、Y 社の株価値下がり全体の傾向が Y 社の経営状態の悪化に対する市場の不安によるものであり、それが公表日前の 1 ヶ月間において生じていたことを理由に損害賠償額の減額を認めていることから、最高裁の判断は妥当であると考ええる。

では、アーバンコーポレイション事件において、損害賠償額の減額を具体的に如何に考えるべきであろうか。この点、民事再生手続開始の申立ては、当該会社の株価を 1 円へ向かわせるインパクトを有する情報である。また、本件公表日前においても、市場が Y 社の経営状態を不安視した結果、Y 社の株価は一貫して下落傾向にあった。以上のような状況を勘案するのであれば、損害賠償額を全額減額するのが妥当であるともいえる。

しかし、本件スワップ契約は少なくとも Y 社の延命と起死回生を図るための措置である。それらを円滑に行うために Y 社は本件虚偽記載等を行ったのであり、その結果、Y 社の株価が 1 円へ向かう速度を遅くしたといえる。また、本件虚偽記載等により新たに 58 億円の営業外損失を Y 社に発生させている。したがって、本件虚偽記載等が Y 社の株価に与えた影響を全く否定することはできず、損害賠償額を全額減額することには賛成できない。

アーバンコーポレイション事件において、Y 社の株価値下がり最大の原因は Y 社の経営状態に対する市場の不安、及び、本件再生申立てにあるものの、本件虚偽記載等も Y 社の株価値下がり若干の影響を与えている。したがって、同じ事件において別に提起された訴訟で東京地判平成 22 年 1 月 12 日が示した



8割の減額が妥当であると考える。

アーバンコーポレイション事件においては、他に損害賠償額の上限を定める金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番に関する争い、及び、公表日当日の扱いに関する指摘があった。

まず、金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番に関して、同法 21 条の 2 第 3 項に定める要件を満たす限り、同項に基づき算出される額が同条 1 項による請求を行う際の損害額ということになる。そして、投資リスクの公平な分担を図るために同条 5 項・6 項に基づき推定損害額から減額を行う。その減額を行って初めて不実表示により被った損害額が導き出される。ゆえに、損害額の算定において、同条 3 項・5 項・6 項は一体として捉えるべきものである。さらに、同条 5 項・6 項も「第 3 項の場合において」と規定されている。したがって、金融商品取引法の規定を文言通りに解釈するのであれば、19 条 1 項後適用説の方が自然である。

加えて、金融商品取引法は、同法 19 条 1 項による上限額を設けたことにより、当該有価証券の取得により現実に発生した損害以上の部分についてまでの損害賠償請求は認めないという立場を明確にしている。それは同法 21 条の 2 第 3 項・5 項・6 項が一体となって算出する損害賠償額がその上限額を超えるか否かで判断すれば十分達成しうるものであり、19 条 1 項後適用説を採用するのが規定の趣旨からしても妥当である。

公表日当日の扱いについて、まず、最高裁は、公表日当日の株価は推定損害額の計算に含めないとした。この点、期間の計算に関する規定上（民法 138 条・140 条）、公表日当日の市場価格は算定基準から除外される。不実表示に関する事実の公表は市場取引時間中に行われることもあるため、公表前後の線引きが難しくなる恐れがある。また、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づく損害額の推定は、公表日当日の市場価格を算定基準から除外したとしても目的を達成することができる。したがって、損害額の推定にあたり、期間の計算に関する規定通りの適用が望ましく、また、その適用を変更する必要性も認められないことから、最高裁の指摘が妥当である。

次に、公表日当日に当該有価証券を取得した者について、最高裁は、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を適用しないとした。しかし、公表日当日、不実表

示の事実が公表される前に当該有価証券を取得した者と、公表日前日に当該有価証券を取得した者との間において、保護する必要性は異ならない。そして、取引の決済においても IT 化が進められていることから、公表日当日に当該有価証券を取得した投資家が、不実表示の公表前に取得したのかそれとも公表後に取得したのか、ある程度絞り込むことができる。したがって、公表日当日に当該有価証券を取得した者に対して、同項の規定の文言上、直接適用することは難しいと言わざるをえないが、同項の類推適用による保護を図るべきである。

アーバンコーポレイション事件では、損害賠償額の算定方法と公表日当日に当該有価証券を取得した者に対する対応を除き、各争点については、最高裁の判断が妥当であると考ええる。しかし、実際の損害賠償額の減額については、法律審である最高裁が判断すべきところではなく、また、本件虚偽記載等の事実の公表と本件再生申立てが同日に発表されたことから、裁判所の判断が大きく分かれており、その判断に統一を見ることができていない。私見では、8割の減額が妥当であると考えるが、判例の蓄積を待って、適切な損害賠償額の減額について再度検証する必要がある。

## 七、小括

わが国においては、平成 16 年証券取引法改正により、現在の金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定規定が導入され、証券流通市場における不実表示に対して損害賠償請求する環境が整ったといえる。まず、同条 1 項は同法 19 条 1 項に定める額を損害額の上限としている。同法 21 条の 2 第 3 項は同条 1 項を受けた規定であるため、同条 3 項により損害額を推定する際には、その損害額の上限の適用を受けることになる。同条 1 項でこのような上限を定めた理由は、損害額が過剰になることを防ぐためであるとされる。しかし、不実表示に伴う損害額が確定した後に当該有価証券の保有を継続した場合、その後の価格変動リスクは投資家が行った投資判断を行った結果として負うべきリスクである。したがって、当該有価証券の保有を継続するという投資判断を行い、結果、当該有価証券の市場価格が持ち直し投資家に利益が発生した場合、その利益は価格変動のリスクを負った投資家に還元されるべきである。また、同条 5 項・6 項により不実表示と因果関係のない損害は排除されることから、

そもそも賠償すべき損害額は不実表示に見合った損害額となる。ゆえに、損害額の上限は排除すべきであると解する。

現在の金融商品取引法 21 条の 2 が適用される前の事件として、日本システム技術事件と西武鉄道事件とがある。まず、日本システム技術事件では、同条 3 項の推定規定に従って損害額を算出することが認められるかについて争われた。もし、このような算定を認めるのであれば、同項を直接適用できない場合でも、同項を類推適用することにより投資家を救済することが可能になる。この点、原告・被告のどちらをより救済すべきであるかという観点から考察すれば、それは不実表示を行った被告ではなく、不実表示により被害を被った原告である。そして、被告はこの推定を覆すことは可能であることから、一概に原告・被告間の公平のバランスが崩れるとは言い難い。実際に、投資家側が不実表示に因果関係のある損害額を立証することは困難であることに鑑みれば、より多くの投資家を発行会社の不実表示による損害から救済できるようにするために、同項の類推適用が認められるべきである。したがって、同項の規定に従い損害額を算出することを認め、同項の類推適用への道をも切り開いたといえる裁判所の判断に賛成する。

一方、西武鉄道事件では、本来上場を維持することができない状態であったにもかかわらず、不実表示により上場を維持していた。この場合、真実が公表されていれば、投資家は当該株式を取得すること自体ありえなかったといえるので、当該株式の取得自体が損害であると捉えることができる。したがって、西武鉄道事件は、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める推定規定を活用することなく、原状回復方式に基づき損害額を算定すべき事案であったといえる。ゆえに、原状回復方式を採用した最高裁、及び、差し戻し審の判断に賛成する。

しかし、原状回復方式は、株式取得後の全ての価格変動リスクを加害者たる発行会社等に負わせる方式である。そこで、損害額を算出するにあたり、裁判所が損害額の減額の問題を検討する際には、損害との相当因果関係の有無の問題ではなく、過失相殺（民法 722 条 2 項）の問題として捉えるべきであった。また、損害額の減額に関しても、不実表示の事実を公表する前においては不実表示の事実を伺わせる要素が見当たらないことから、不実表示公表前の株価値下がりのうち、差し戻し審で示したように 9 割を控除するのではなく、10 割を

控除すべきであった。

次に、具体的な損害額の算定について、不実表示の事実の公表後に当該株式を処分した者については処分価格を基準に、保有を継続した者については現在の価値を基準に行うことになる。西武鉄道事件の場合、不実表示の事実の公表後に当該株式は上場廃止となり、差し戻し審の口頭弁論終結時においても証券取引市場に再上場を果たせていなかったことから、保有を継続した者について損害額算定の基準となるべき額が判然としない。この点、一般に投資家にとって株式が現実的に価値を有する状態となるためには、その株式が有する財産的価値を容易に具現化することができる必要がある。そこで、ある一定の財産的価値が口頭弁論終結時における株式の現在価値として認められるか否かは、その財産的価値を容易に具現化できる、または、具現化できたかどうかで判断されるべきである。すなわち、上場廃止後に、企業再編が行われたのであれば、企業再編に反対する株主が行使できた株式買取請求権の行使価格を、TOBが行われたのであれば、TOBで提示された価格を基準に損害額を算定すべきである。差し戻し審の時点では、1株1400円でTOBが行われたことから、当該株式の現在の価値は1株1400円と捉えることができる。ゆえに、当該株式の現在の価値が不実表示公表時点での株価（1株1081円）を上回っていることから、損害はもはや解消されたといえる。したがって、保有継続株主に対して損害賠償請求を認めなかった差し戻し審の具体的な結論に賛成する。

したがって、西武鉄道事件において最高裁、及び、差し戻し審が示した判断について、損害額の算定方法や保有継続株主に対する最終的な結論は妥当と考えるが、損害額の減額の理論構成、及び、具体的な計算に関しては修正が必要であると解する。

これに対して、金融商品取引法21条の2が適用されたライブドア事件、及び、アーバンコーポレイション事件では、実際に同条をどのように解釈すべきか、そして、損害額をどのように算定すべきかについて争われた。

ライブドア事件では、「公表日」と損害額の算定について争われた。

まず、公表の主体について、検察官は捜査権限に基づき正確な情報を入手することができることから、発信情報の信頼性は確保されている。また、一般に検察官が発表する情報に対する信頼は厚く、検察官が発表する情報に基づき市

場は大きく反応を示す傾向がある。そのため、不実表示に関する情報を検察官が先に発表した場合、後に発行会社や監督官庁による発表が行われても、市場は殆ど反応を示さない。そこで、検察官を公表の主体に含めないとすると、検察官による捜査情報の発表が先に行われた場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき推定される損害額が減少することになる。その結果、発行会社としては、自ら不実表示の事実を発表する、あるいは、不実表示の事実を監督官庁に報告するよりも、検察官による捜査が行われ、捜査に関する情報が先に発表される方が望ましいということになり、不実表示に関する情報を隠蔽することへのインセンティブが働きかねない。以上の観点から、公表の主体には検察官も含まれると解すべきであり、検察官を公表の主体に含むとした裁判所の判断に賛成する。

次に、公表の方法について、公表概念は損害額を推定する際の基準を作り出すために定められたものである。そこで、公表を解釈する際には、真実が市場に伝達したか否かが考慮されるべきである。また、公表の時期・有無の立証責任は投資家が負うことから、公表の時期はある程度明確であることが求められる。ゆえに、報道機関が検察官により伝達された情報を報道したことをもって公表があったとした一般投資家訴訟事件判決に賛成する。

さらに、公表の内容について、真実は段階的に明らかになるものである。その一方で、不実表示に関する一報があれば、一般に当該会社の株価は大きく反応を示す。そこで、公表の内容として完全な形での事実の発表が求められると、その公表がなされる頃には当該会社の株価は反応せず、市場価格を基に損害額を算出する金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の存在意義は乏しくなる。ここで、最も重要なのは、不実な情報を基に誤った評価を下していた市場を正常な評価を下すことができる状態に戻すことである。それは評価を正す情報が市場に到達すれば達成可能である。したがって、「取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」が公表されていれば十分であるとの判断を下した裁判所の立場に賛成する。

そして、ライブドア事件では、損害額の算定に関して、裁判所の判断が分かれている。すなわち、東京地裁が採用した現実損害賠償方式（取得時差額説）、機関投資家訴訟事件において東京高裁及び最高裁が採用した相当因果関係説

(株価下落損害説)、一般投資家訴訟事件において東京高裁が採用した原状回復方式(取得自体損害説)と、大きく三つに分類することができる。

まず、相当因果関係説の立場では、不実表示の発覚自体が損害の直接の原因として捉えられることになりかねないことから、この見解は根本的な部分に問題を抱えているため、採用すべきではない。また、ライブドア事件では、会社の経営状態に関して不実表示が行われた事案であり、不実表示がなければ投資家が当該株式を取得することがありえない事案ではないことから、原状回復方式も妥当な算定方法とはいえない。ライブドア事件においては、投資家が不実表示により被った損害を高値取得損害として捉えるのが妥当であり、現実損害賠償方式により損害額を算定するのが妥当である。したがって、東京地裁の判断に賛成する。

金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により損害額を算定する際に問題となるのが、同条 6 項に基づく損害賠償額の減額である。この点、不実表示発覚後の事情であっても、不実表示に関連する事情については同項に基づき行う減額の対象とすべきではないと解することから、そのような事情に基づいて損害賠償額の減額を行った東京地裁の判断には賛成できない。具体的な減額に関しては、不実表示と関連する事情について減額の対象としなかった機関投資家訴訟事件における東京高裁及び最高裁の判断に賛成する。そして、その判断は、同条 3 項に基づく推定の対象となる損害を高値取得損害として捉えるとしても理論上採用可能なものであり、そのように判断すべきであると解する。

一方、アーバンコーポレイション事件は、不実表示の事実の公表と同時に民事再生手続開始の申立てがなされたため、損害額の算定が非常に難しくなった。アーバンコーポレイション事件では、不実表示の「重要性」の意義と損害額の算定について争われた。

まず、重要性の意義について、不実表示に対する民事責任を迫及する場合には、市場価格を基に損害額の算出を試みるのが一般的である。また、そもそも発表された内容に対して市場が反応を示さない場合、それは客観的にみて重要であるとは言い難い。したがって、基本的には、価格形成に影響を与えるものが重要な事項であると捉えるべきである。

しかし、アーバンコーポレイション事件のように、真実が公表されるのと同

時に会社が破産や民事再生手続開始の申立てを行うケースがありうる。このような場合に、価格形成に対する不実表示の事実の公表の影響が判然としないことを理由に、その情報の重要性を認めないとするのは、投資家保護の観点から妥当であるとは言い難い。そこで、不実表示に関連する情報に比べて、不実表示に関連しない情報の方が価格形成に与えるインパクトがより大きい場合については、投資者の投資判断に与える影響を重要性の判断において考慮すべきであると考えらる。

したがって、「重要性」の意義について、第一次的には価格形成に影響を与えるものであり、第二次的には投資家の投資判断に影響を与えるものであると捉えるべきと解する。アーバンコーポレイション事件においては、「重要性」の意義を第二次的な意義で捉えるべきであることから、投資家の投資判断の観点から重要性の判断を行った裁判所の判断に賛成する。

次に、損害額の算定に関して、最高裁は、相当因果関係説の立場から損害額の算定を行った。しかし、ライブドア事件で述べたのと同様に、相当因果関係説は根本的な部分に問題を抱えているため、採用すべきではない。また、アーバンコーポレイション事件では、不実表示がなかったならば投資家が当該株式を取得することがありえなかったと評価することもできない。したがって、アーバンコーポレイション事件は現実損害賠償方式を採用することが妥当な事案であり、その算定方法に従って損害額を算定した控訴審の判断に賛成する。

そして、アーバンコーポレイション事件の場合、発行会社は経営難であったことは認められるが、破綻状態であったとは言い難い。また、当該会社が破綻したのは業務提携の失敗とスワップ契約の不調があいまった結果であり、不実表示の公表による信用の失墜の結果ではない。したがって、不実表示の事実の公表後の株価下落には不実表示以外の事情により下落した分が含まれていると解されるので、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項により損害額の減額を行うべきとした最高裁の判断に賛成する。

また、不実表示の事実の公表前において、不実表示と関係のない事由に基づき大幅な下落傾向を示していることが明らかな場合には損害賠償額の減額の対象になると考えられるところ、アーバンコーポレイション事件では、当該会社の経営状態の悪化に対する市場の不安が株価下落の原因であることから、その

ことを理由として認定した上で、公表前下落傾向に関して損害賠償額の減額の対象となるとした最高裁の判断に賛成する。

では、アーバンコーポレイション事件において、損害賠償額の減額を具体的に如何に考えるべきであろうか。この点、不実表示の事実公表と同時に民事再生手続開始の申立てがなされるとともに、本件公表日前から既に当該会社の株価は一貫して下落傾向にあった。このような事情を勘案すると、損害賠償額を全額減額するのが妥当であるともいえる。

しかし、発行会社が行ったスワップ契約は少なくとも当該会社の延命と起死回生を図るための措置である。そのために、当該会社は不実表示を行い、少なくとも延命されたといえる。また、不実表示により新たに営業外損失を発生させている。以上のことから、不実表示が当該会社の株価に影響を与えたことは否定できず、損害賠償額を全額減額することには賛成できない。

アーバンコーポレイション事件において、当該会社の株価値下がり最大の原因は当該会社の経営状態に対する市場の不安、及び、民事再生手続開始の申立てにある。その一方で、不実表示も当該会社の株価値下がり若干の影響を与えている。したがって、東京地判平成 22 年 1 月 12 日が示した 8 割の減額が妥当であると考えられる。

なお、アーバンコーポレイション事件では、金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番に関する争い、及び、公表日当日の扱いに関する指摘もあった。

まず、金融商品取引法 19 条 1 項の適用順番であるが、規定の文言、及び、損害額が過大にならないという規定の趣旨を達成する観点から、19 条 1 項後適用説が妥当である。

次に、公表日の扱いについて、まず、公表日当日の株価を算定基準に含めないとする最高裁の判断については、期間の計算に関する規定（民法 138 条・140 条）や計算の明確性の観点から妥当であると解する。これに対して、公表日当日に当該有価証券を取得した者を金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の適用対象から除外した最高裁の判断に対しては、不実表示の事実を公表する直前に当該有価証券を取得した者の保護の必要性、及び、IT 化が進められた現代社会では当該有価証券の取得時点を判別することが可能であるといえることから妥当ではないと考える。規定の文言上、直接適用は難しいといわざるをえないが、類



推適用による保護を考えるべきである。

わが国でも、損害額の推定規定が定められた平成 16 年証券取引法改正の頃に、不実表示を原因とする損害に対して責任追及が行われるようになった。その中で、損害額の算定に関して、事件や裁判所ごとに判断が分かれている。最高裁が、不実表示を原因とする損害を取得自体損害として捉える場合を除いて、株価下落損害として捉えている点については、高値取得損害として捉えるように方向修正すべきである。その上で、損害を取得自体損害として捉えるのが妥当な事案については原状回復方式による算定を、損害を高値取得損害として捉えるのが妥当な事案については現実損害賠償方式による算定を行うべきである。そして、現実損害賠償方式が妥当な場面では、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定を活用して損害額の算定を行うべきである。その一方で、同条の具体的な解釈や損害賠償額の減額については、理論構成に若干問題を抱えている場合があるものの、最終的には妥当な判断が下されている傾向がある。今後、理論構成の適正化を進めた上で、現在の具体的な適用の方向を推し進め、同条 3 項を活用してより適切な損害額の算定を構築すべきである。

注 1) 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』金融財務事情研究会 (2005) 153 頁。

注 2) 実際に、金融商品取引法 21 条の 2 に基づき請求することができる損害賠償額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払った額から、①請求時に当該有価証券を所有している場合は、請求時における市場価額、②請求時より前に当該有価証券を処分した場合には、その処分価額を控除した額に限られる(金商法 21 条の 2 第 1 項、19 条 1 項)。

注 3) 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)53 頁。

注 4) 三井、前掲(注 1)156-157 頁；齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔中〕」商事法務 1718 号(2004)33-34 頁。アメリカにおいて展開されている現実損害賠償方式のことを日本では「高値取得損害」とも言う(潮見佳男「虚偽記載等になる損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907 号(2010)21 頁(注 12))。

なお、黒沼教授は、アメリカで展開されている修正現実損害賠償方式が当該証券の取得時の市場価格と訂正情報を反映した価格との差額を損害額とするのに対し、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は真実の公表後の下落額を損害額とすることから、両者の損害額の算定方法は異なることを指摘する。そして、同項に定める算定方法は、取引時から真実の公表直前までの価格変動を排除していることから、不実表示が「証券の市場価格に与えた影響を直接に取り出そうとするものであり、現実損害賠償方式による賠償額の算定に、より適している」と評価する(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) 7-8 頁)。

注 5) 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)14 頁。

注 6) 黒沼、前掲(注 4)5 頁。

注 7) 潮見、前掲(注 4)19 頁。

注 8) 同様の見解を採るものとして、黒沼、前掲(注 4)6 頁；黒沼悦郎「ディスクロージャー違反に対する救済—民事責任と課徴金」新世代法政策学研究 9 号(2010)295 頁。

注 9) 金融商品取引法に定める損害額の上限を超える部分の損害賠償を求める場合、一般不法行為の規定を根拠として損害賠償を求める必要があり、その際には、投資者側に発行者に故意または過失があったことを立証することが求められる(近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 3 版〕』商事法務(2013)294 頁)。

注 10) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第 2 版〕』有斐閣(2011)106 頁。

注 11) 加藤貴仁(岸田雅雄監修)『注釈 金融商品取引法 第 1 巻 定義・情報開示』金融財務事情研究会(2011) 294 頁。

注 12) 三井、前掲(注 1)158－159 頁。

注 13) 黒沼、前掲(注 4)8 頁。なお、黒沼教授は、「そのような場合には、取引所の規則等により提出者(発行者)は、真実の情報を公表せざるを得ないことに」なるだろうと指摘する(同上)。

注 14) 三井、前掲(注 1)159 頁。

注 15) 加藤、前掲(注 11)306 頁脚注 42 に同旨。

注 16) 同上 295 頁。

注 17) 加藤、前掲(注 11)295 頁；黒沼、前掲(注 4)8 頁。

注 18) 黒沼、前掲(注 4)8 頁。

注 19) 三井、前掲(注 1)159 頁。

注 20) 黒沼、前掲(注 4)8 頁。

注 21) 加藤、前掲(注 11)296 頁。

注 22) 黒沼、前掲(注 4)9 頁；加藤、前掲(注 11)296 頁。なお、黒沼教授は、公表日より 1 ヶ月以上前に生じた事情で、既にその事情を市場価格が織り込んでいる場合は因果関係の反証に用いることができない、と説明する（黒沼、前掲(注 4)9 頁）。ここで、具体的にいつまでに対象となる有価証券の市場価格がその事情を織り込んでいる必要があるかが問題となる。この点、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は、不実表示の事実を公表した後、当該有価証券の市場価格が下落した場面において適用されることを想定しているから、対象となる事情は不実表示以外の事情でその市場価格を下落させる事情ということになる。そして、同項が算出の基礎とするのは、不実表示公表後の下落額であることから、不実表示の事実を公表した日までにはその事情を市場価格に織り込んでいる必要があると解する。

注 23) 加藤、前掲(注 11)296 頁；黒沼、前掲(注 4)9 頁；三井、前掲(注 1)160 頁。

注 24) 三井、前掲(注 1)160 頁。

注 25) 黒沼、前掲(注 4)9 頁；三井、前掲(注 1)160 頁。

注 26) 黒沼、前掲(注 4)9 頁。

注 27) 同上。

注 28) 東京地判平成 19 年 11 月 26 日判時 1998 号 141 頁。

注 29) 東京高判平成 20 年 6 月 19 日金判 1308 号 16 頁。

注 30) 最判平成 21 年 7 月 9 日判時 2055 号 147 頁。

日本システム技術事件は内部統制システム構築義務に対する違反の有無が大きな争点となった事件であった。そして、日本システム技術事件における内部統制システムに関して、分析・検討したものとして、高島志朗「日本システム技術事件最高裁判決の検討」商事法務 1876 号(2009)20 頁以下；志谷匡史「取締役の内部統制構築・運用責任—最判平成 21 年 7 月 9 日を素材に」月刊監査役 561 号(2009)4 頁以下；弥永真生「有価証券報告書の虚偽記載と内部統制システム構築義務」ジュリスト 1385 号(2009)60 頁以下；岩崎恵一「株式会社の従業員による架空売上げ計上に基づく有価証券報告書虚偽記載と会社代表者の責任」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)344 頁以下；王子田誠「会社代表者のリスク管理体制構築義務と有価証券報告書の不実記載によ

る会社の責任」金判 1353 号(2010)8 頁以下；野村修也「内部統制システム」（江頭憲治郎他編『会社法判例百選 [第 2 版]』）有斐閣(2011)112 頁以下等がある。また、内部統制システムに関して検討した上で、他の方法による責任追及に言及しているものとして、酒井太郎「会社のリスク管理体制の整備に関し代表取締役の過失がないとされた事例—日本システム技術事件上告審判決」判例時報 2075 号(2010)193 頁以下；鳥山恭一「内部統制システム構築義務と会社の不法行為責任」法学セミナー(2010)121 頁等がある。しかし、本論文では、損害額の算定に関する検討を中心に行っているため、日本システム技術事件に関して内部統制システムの議論には立ち入らない。

注 31) 東京地判平成 19 年 11 月 26 日。

注 32) 東京高判平成 20 年 6 月 19 日。

注 33) 最判平成 21 年 7 月 9 日。

注 34) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 10 頁。

注 35) 潮見、前掲(注 4)23 頁。

注 36) 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—会社の不法行為責任と金融商品取引法 21 条の 2 に関する裁判上の問題」判例時報 2097 号(2011)16 頁。

注 37) 同上において、その可能性は否定できないことが指摘されている。

注 38) 日本システム技術事件において、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定を用いて損害額を算定することに賛成を示したものとして、木村真生子「有価証券報告書の虚偽記載に対する発行会社の責任」ジュリスト 1374 号(2009)103 頁；川島いずみ「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—東京地判平成 19・11・26 判時 1998 号 141 頁—」金判 1320 号(2009)18 頁がある。

注 39) 木村、前掲(注 38)103 頁；川島、前掲(注 38)18 頁。

注 40) 事実の概要については、最判平成 23 年 9 月 13 日金判 1376 号 33 頁を基にまとめたものである。また、西武鉄道事件の最高裁判決を紹介・解説するものとして、黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(1)」（神田秀樹＝神作裕作編『金融商品取引法判例百選』）有斐閣(2013)12-13 頁；飯田秀総「有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定」（平成 23 年度重判）ジュリスト 1440 号(2012)110-111 頁；松嶋隆弘「西武鉄道最高裁判決：一般投資家事件」

税経通信 2012 年 5 月号 165-172 頁がある。

注 41) 本論では、表記の便宜上、グループ再編後についても Y 社株式として表記する。

注 42) 最判平成 23 年 9 月 13 日。

注 43) 東京高判平成 26 年 1 月 30 日金判 1437 号 20 頁。

注 44) 日本経済新聞 2014 年 4 月 24 日朝刊 3 面。

注 45) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日。

注 46) 同上。

注 47) 東京高判平成 21 年 2 月 26 日判時 2046 号 40 頁。

注 48) 同上。

注 49) 石田眞得「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」ジュリスト 1376 号(2009)132 頁。

注 50) 西武鉄道事件における損害額の算定方法に関して、原状回復方式を採用することに関して肯定的な見解として、黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕—東京地判平成 20 年 4 月 24 日—」商事法務 1839 号(2008)22 頁以下；石塚洋之「西武鉄道株主損害賠償請求訴訟東京高裁判決の検討〔下〕」商事法務 1869 号(2009)17 頁以下；松嶋隆弘「有価証券報告書等に虚偽記載があることが発覚し、上場廃止となった株主からの損害賠償請求—西武鉄道株主集団訴訟事件（①事件）・同機関投資家事件（②事件）第一審判決」判例評論 600 号(2009)28 頁；瀬谷ゆり子「西武鉄道有価証券報告書等の虚偽記載に係る株価下落について機関投資家等がなした損害賠償請求事件(西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載・地裁判決)」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)392-393 頁；若松亮「西武鉄道株式取得事件 最高裁判決の検討」判タ 1370 号(2012)49 頁；黒沼悦郎「有価証券報告書に虚偽記載がなければ上場株式を取得することがなかった投資者が当該虚偽記載によって被る損害の額」金判 1396 号(2012)4 頁；龍田節「有価証券報告書等の虚偽記載と損害賠償責任」民商法雑誌 148 卷 6 号(2013)714 頁；黒沼、前掲(注 8)291 頁等がある。一方、原状回復方式を採用することに関して否定的な見解として、川村正幸「有価証券報告書等の虚偽記載に起因する株価暴落により投資者が被った損害の額の算定方法—西武鉄道株主（一般投資家）集団訴訟控訴審判決」判例評論 614 号（2010）22 頁；王子田誠「有価証券報告書虚偽記載による上場廃止・株価下落に対して一般投資家が集団でなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載事件・控訴審判決）」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)380 頁；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)6 頁；行澤一人「一 有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が当該虚偽記載がなければこれを取得しなかった場合における、上記投資者に生じた当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額 二 有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が当該虚偽記載がなければこれを取得しなかった場合における、当該虚偽記載の公表後のいわゆるろばい売りによる上場株式の市場価額の下落による損害と当該虚偽記載との相当因果関係 (①、②事件) 一西武鉄道株主集団訴訟上告審判決」判例評論 643 号(2012)23-24 頁；鬼頭季郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害賠償責任」(神田秀樹＝武井一浩編)『実務に効く M&A・組織再編 判例精選』ジュリスト増刊(2013)160 頁等がある。また、損害賠償額は不実表示の抑止的効果の範囲に収めるべきであるとし、原状回復方式の適用について懐疑的な立場として、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〔上〕〔下〕—西武鉄道事件最高裁判決を中心に—」商事法務 1951 号(2011)12 頁以下・1953 号(2011)21 頁以下がある。

注 51) 最判平成 23 年 9 月 13 日。また、西武鉄道事件の最高裁判決における多数意見を矛盾するものとして捉える見解として、大塚和成「西武鉄道事件最高裁判決が金融商品取引法 21 条の 2 の解釈に与える影響」金判 1377 号(2011)1 頁がある。

なお、寺田裁判官は、その結論として、「投資者として株式を保有していた期間中に、仮に取得がなかったとしても受けたであろう損失(市場における株式一般の価額下落で損失を被っていたことが証明できるような場合)や、虚偽記載公表後も株主が漫然と保有を続けた結果生じた損失については基礎損害額から控除すべき余地があり、こういった損失についてはさらなる立証の機会を与える一方、会社の業績不振による株価下落など、当該株式特有の下落に伴う損失は基礎損害額から控除しない扱いをすべき」(最判平成 23 年 9 月 13 日)とする。しかし、株価は様々な要因により形成されるものであることから、投資家が被った損害をこのように分けることができるか、また、分離すべきものであるか疑問である。さらに、当該株式を取得していない場合、他の株式を取得していない可能性を否定することはできず、取得がなかったとしても受けたであろう損害を想定すること自体に疑問がある。このような場合は、一体をもって判断することが妥当であり、寺田裁判官の意見には賛成できない。

注 52) 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—西武鉄道事件最高裁判決における損害論の検証」(小野秀誠他編)『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』商事法務(2012)525-528 頁;潮見佳男「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法学セミナー695号(2012)19-20 頁。

注 53) 若松、前掲(注 50)53 頁。

注 54) 株主に Y 社株式の株価変動リスクを負わせるのは、株式持ち合いのように、Y 社株式が証券市場に上場していなくても、その取得が確実であった場合に限られるべきである。

この点に関し、能見教授は、「加害者の虚偽情報によって被害者が買うはずのない株式を買ってしまったのであれば、その株式の価格変動リスクを加害者に全部負担させるのは合理的である。被害者の方も一部負担しろという議論こそ根拠がない」と指摘する(能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」(前田重行他編)『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』有斐閣(2009)341 頁(注 37)。

また、伊藤教授も、取得自体損害により損害を捉える場面において、投資家が株価下落リスクを負うことに反対する見解を示している(大証金融商品取引法研究会報告「西武鉄道事件」(報告者:伊藤靖史教授)(2012年3月23日報告)21 頁([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より))。

注 55) 現実損害賠償方式が適用される場面では、「取得価格—不実表示がなければ有していたであろう本来の価値」が損害額として捉えられることになる。損害額を算出する際に実際の市場価格を基準とする場合、いわゆる狼狽売りの集中により、不実表示による損害を超えた額が損害額とされてしまう恐れがある。この狼狽売りに関して、龍田教授は、不実表示と相当因果関係のある損害として捉える方が「市場の動きを見る多くの人の共感を得るのではなかろうか」と指摘する(龍田、前掲(注 50)715 頁)。しかし、現実損害賠償方式で損害額を算定する場合、その超過分に関しては、不実表示により発生している損害とは別の損害として捉えられることから、不実表示をした発行会社等が責任を負うべき損害とはいえない。また、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項が損害額の算出の基準とする価額を公表日前後 1 ヶ月間の平均市場価格としている一つの理由として、市場の過剰反応(オーバーシュート)を取り除くことが挙げられている(三井、前掲(注 1)158 頁)。ゆえに、現実損害賠償方式により損害額を算出する場合には、狼狽売りにより発生した損害額の超過分については、損害額から排除

されるべきであると考える。

注 56) 黒沼、前掲(注 50)金判 1396 号 6 頁。

注 57) 鬼頭=内藤、前掲(注 36)18 頁；黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔下〕—東京地判平成 20 年 4 月 24 日—」商事法務 1840 号(2008)42 頁。

注 58) S 社が提示した価格にはもちろんプレミアム分が付加されているといえるので、本来の価値であるとは言い難い。しかし、保有株主にとっては幾らで財産的価値を具現化することができるのかが重要であることから、S 社が提示した価格を基準としても差し支えないと考える。なお、差し戻し審は S 社による公開買付を判断の一材料としている。

注 59) 西武鉄道事件は原状回復方式を採用することが妥当な事案であったと考えることから、本論文で示すような議論は不要であるともいえる。しかし、西武鉄道事件とは異なり、不実表示が会社財産状態に関するものである場合については、現実損害賠償方式により損害額が算出されるべきということになる。そして、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定規定が適用されない場合には、民事訴訟法 248 条の適用も視野に入れる必要がある。ゆえに、本論文で示す議論に関して検討する必要がある。

なお、最高裁は、原状回復方式に基づき具体的に損害額を算出する際に、損害額を減額する場面において、民事訴訟法 248 条を活用することを示唆している。しかし、本論文で示す議論は最高裁の示唆とは別のものである。

注 60) 東京高判平成 21 年 2 月 26 日。

注 61) 伊藤眞『民事訴訟法〔第 4 版〕』有斐閣(2011)351 頁。

注 62) 同上。なお、詳細については、伊藤眞「損害賠償額の認定」『原井龍一郎先生古稀記念論文集・改革期の民事手続法』法律文化社(2000)52 頁。

注 63) 和田宗久「有価証券報告書の虚偽記載と会社の株主に対する損害賠償責任」金判 1328 号(2009)19 頁。

注 64) 同上。

注 65) なお、西武鉄道事件のような判断に対しては、民事訴訟法 248 条の適用範囲に関して、相当因果関係の存否についてまで拡大して適用できるかという問題も生じる。しかし、「裁判実務では、相当因果関係論が損害範囲論としての機能を有していることが多いから」(鬼頭=内藤、前掲(注 36)7 頁)、相当因果関係の存否まで拡大して適



用することは許されると解する。

注 66) 和田、前掲(注 53)18 頁。

注 67) ライブドア事件に関して、金融商品取引法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求がなされ、東京地裁が判決を下したのは、東京地判平成 20 年 6 月 13 日金判 1297 号 42 頁、東京地判平成 21 年 5 月 21 日金判 1318 号 14 頁等がある。

注 68) 最判平成 24 年 3 月 13 日金判 1390 号 16 頁。なお、第一審は東京地判平成 20 年 6 月 13 日、控訴審は東京高判平成 21 年 12 月 16 日金判 1332 号 7 頁である。

注 69) 第一審は東京地判平成 21 年 5 月 21 日、控訴審は東京高判平成 23 年 11 月 30 日金判 1389 号 36 頁である。なお、控訴審では、原告 3300 名のうち、確定または控訴審で和解した者を除く 232 名が最終的に争った。さらに、49 名の原告が、損害賠償額は 585 円が相当であるとして、最高裁に上告した。しかし、2012 年 7 月 18 日、Y 社が請求額を全額支払うということで和解した（日本経済新聞 2012 年 7 月 19 日朝刊 34 面）。これにより、ライブドア事件に関する訴訟は全て終結した。

注 70) ライブドア事件の概要は非常に複雑なものであるが、本論文における事実の概要については、最判平成 24 年 3 月 13 日に記載されている内容を基に作成したものである。なお、ライブドア事件判決を紹介・解説するものとして、松岡啓祐「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(2)」(神田秀樹＝神作裕作編『金融商品取引法判例百選』) 有斐閣(2013)14-15 頁；奈良輝久「有価証券の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任（金融商品取引法 21 条の 2 所定）が肯定された事例」金判 1404 号(2012)8 頁以下がある。

注 71) ライブドア事件では、争点が多岐に亘る中で、多数の裁判例が出され、争点ごとにその判断が分かれている。そこで、本稿では、裁判所がどのような判断を下したのか、争点ごとに分類して個別にみていくことにする。

注 72) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日。

注 73) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 74) 東京地判平成 21 年 5 月 21 日、東京高判平成 23 年 11 月 30 日。

注 75) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日。

注 76) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 77) 東京地判平成 21 年 5 月 21 日。

注 78) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 79) 東京地判平成 21 年 5 月 21 日。なお、東京地裁は、「本来記載すべきであった真実情報が全部公表された場合に限らず、虚偽記載等による誤った市場の当該有価証券に対する評価を解消するために必要な程度の実事公表があった場合には、『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実』の公表があったと解するのが相当である」と判示した。

注 80) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 81) 東京高判平成 21 年 12 月 16 日。

注 82) 東京地判平成 21 年 5 月 21 日。東京地裁は損害賠償額を減額する理由となった事情として、Y 社に対する強制捜査の開始、粉飾疑惑報道、Y 社の創業以来の代表者であった A の逮捕及び経営陣からの排除、H 証券会社が Y 社株式を信用取引の担保から除外したこと、I 社が提携を解消する方針であることが伝えられたこと、東証の社長が Y 社株式を上場廃止にする可能性を示唆し、実際に Y 社株式が 1 月 18 日に開示注意銘柄に指定され、1 月 21 日には監理ポストに割り当てられたことを挙げた。

注 83) 同上。マーケット・モデルの利用に関しては、IV. 三で検討する。

注 84) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日。東京地裁は、損害賠償額を減額する理由となった事情として、E 社買収の際の株式交換は本件有価証券報告書の虚偽記載とは異なる事実であること、A らが逮捕されたこと、H 証券が Y 社株式を信用取引の担保から除外したこと、I 社が提携を解消する方針であることが伝えられたこと、東証が Y 社株式を開示注意銘柄に指定し、さらに上場廃止基準に該当するおそれがあるとして監理ポストに割り当てられたことを挙げた。なお、東京地裁は、本件有価証券報告書の虚偽記載の公表に伴う「過剰反応（オーバーシュート）」に関して、「公表後の 1 ヶ月の平均株価が損害の算定の基準となっているから、既に考慮済みである」として、損害賠償額の減額の対象とはしなかった。

この点に関し、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づく損害額の推定において、既に過剰反応が評価されていることから、さらに同条 5 項・6 項に基づく損害賠償額の減額において過剰反応を考慮することは、過剰反応を二重に評価することになる。ゆえに、同条 3 項に基づき損害額を推定する際には、過剰反応について損害賠償額の減額の対象とすべきではないと解する。

注 85) 東京高判平成 23 年 11 月 30 日。なお、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項では、公表前 1 ヶ月間の平均額と公表後 1 ヶ月間の平均額との差額で損害額を推定すること

になる。東京高裁は、推定損害額の算出にあたり、Y社がE社の完全子会社化するにあたり行った虚偽の公表は、Y社の株価対策の一環であったということを配慮し、公表前1ヶ月間の平均額である720円から平成18年1月17日の終値である596円との差額124円のうちの5%を減額した714円を基準額とした。

注86) 最高裁は、「検察官は、有価証券報告書等の虚偽記載等の犯罪につき刑法に基づき種々の捜査権限を有しており、その権限に基づき、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報や有価証券報告書等に記載すべき正確な情報を入手できるのであって、その情報には典型的に高い信頼性が認められる」とする（最判平成24年3月13日）。

注87) 三井、前掲(注1)159頁。

注88) 同上。

注89) 弥永真生「金融商品取引法二一条の二にいう『公表』の意義」商事法務1814号(2007)5頁；岸田雅雄「検察官と金商法二一条の二第三項の『法令に基づく権限を有する者』等」私法判例リマークス46号(2013〈上〉)80頁。他にも、近藤、前掲(注5)13頁では、検察官は、金融商品取引法21条の2に掲げる他の「公表」の主体とは、あまりにも性質が異なることが指摘されている。また、新谷勝「金融商品取引法21条の2の『公表』が争われた事例—ライブドアに対する機関投資家による損害賠償請求事件—」金判1308号(2009)5頁では、同条3項に定める「法令」に刑事訴訟法が含まれないことを理由に、検察官は「公表」の主体とはなりえないとする見解が示されている。

注90) 弥永、前掲(注89)6頁。

注91) 新谷勝「金融商品取引法二一条の二の『公表』に関する問題点—ライブドアに対する損害賠償請求事件判決の検討—」日本大学法科大学院法務研究6号(2010)1頁；田中亘「金融商品取引法21条の2による発行会社の不実開示責任—ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件」ジュリスト1405号(2008)186頁。

注92) 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定—ライブドアホールディングス事件判決—」金判1303号(2008)6頁では、①の見解に対して、信頼できる訂正情報の提供能力は、処分や指示を行う権限を有することとは無関係であることが指摘されている。

注93) 田中、前掲(注91)186頁。

- 注 94) 黒沼、前掲(注 92)6-7 頁；大証金融商品取引法研究会報告「ライブドア事件」(報告者：松尾健一准教授)(2012 年 4 月 27 日報告) 25 頁 [伊藤靖史発言]([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より)。なお、岸田、前掲(注 89)80-81 頁では、検察官が発表した情報の内容が必ずしも正確ではないことへの懸念が示されている。このような懸念に対して、検察官が発表した情報の内容に誤りがあった場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項を適用することにより、損害賠償額を減額することでの対処が指摘されている(加藤貴仁「虚偽記載に関する損害額推定規定における公表の概念」ジュリスト 1376 号(2009)134 頁)。
- 注 95) 黒沼、前掲(注 92)6 頁では、検察官が「公表」の主体となりえない場合、強制捜査が行われるような重大な不実表示のケースになるほど、投資者保護に反する結果になることが指摘されている。また、外崎静香「有価証券報告書における不実表示の『公表』の概念(1)」青山社会科学紀要 39 卷 2 号(2011) 266 頁において、検察官を公表の主体に含まない場合、推定損害額が減少する恐れがあることが懸念として示されている。さらに、石田教授は、「公表が遅くなると実際に推定規定が機能しなくなる」と指摘している(大証金融商品取引法研究会報告「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」(報告者：石田眞得教授)(2010 年 5 月 28 日報告)30 頁 [石田眞得発言]([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より))。
- 注 96) 三井、前掲(注 1)159 頁。
- 注 97) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日。
- 注 98) 東京地判平成 21 年 5 月 21 日。
- 注 99) 加藤、前掲(注 11)297 頁；加藤、前掲(注 94)134 頁；黒沼、前掲(注 92)7 頁。
- 注 100) 証券取引法研究会「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」『平成 16 年の証券取引法等の改正』別冊商事法務 290 号(2005)63 頁 [前田雅弘発言]；加藤、前掲(注 11)297 頁；弥永、前掲(注 89)9 頁。
- 注 101) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日。なお、東京高裁は、本件検察官から報道機関に対して本件有価証券報告書に関する情報が伝えられた日を 2006 年 1 月 18 日としている(東京高判平成 21 年 12 月 16 日)。
- 注 102) 少なくとも、ライブドア事件では、2006 年 1 月 17 日または 18 日に本件検察官から報道機関に対して本件有価証券報告書に関する情報が伝えられたことまでは絞り込むことができるが、そのどちらかであるかについては判然としない。特に、不実

表示に関する事実が報じられた直後の場合、一般に当該株価は大きく下落することから、この 1 日の違いで基準となる額が大きく異なることになるため、その影響は大きいと言わざるをえない。

注 103) 一般投資家訴訟事件判決で示された見解を支持するものとして、黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔下〕—東京地判平成二一年五月二一日—」商事法務 1872 号(2009)22 頁；松原正至「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償請求が認容された事例—ライブドア株式一般投資家集団訴訟第一審判決」判例時報 2066 号(2010)201 頁等がある。これに対して、機関投資家訴訟事件で示された見解を支持するものとして、田中、前掲(注 91)186 頁等がある。

注 104) 加藤、前掲(注 11)307 頁(注 54)；弥永、前掲(注 89)6 頁。なお、現代のように情報ネットワークが発達した状況において、「公表」の主体をより広く捉える方向に向かうべきとする見解も存在する(外崎、前掲(注 95)271-274 頁)。しかし、現代社会においては情報の正確性が一つの課題ともなっている。そこで、「公表」の主体に関して、情報の正確性が担保される公的機関が限界であると考え(外崎、同上においては、情報源の明確性と情報の信頼性が確保された上で、「公表」の主体の範囲をより広く捉えることを提言している)。

注 105) 三井、前掲(注 1)159 頁。

注 106) 白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討〔中〕—有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任—」商事法務 1971 号(2012)18 頁；加藤、前掲(注 11)306 頁(注 42)；弥永、前掲(注 89)7 頁等。

注 107) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 108) 白井、前掲(注 106)19 頁。

注 109) 同上。実際に、「取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」であるか否かを判断する際には、不実表示された事実の本質が何かを見極め、公表された事実や金額等を総合的に勘案することが求められるだろう。

注 110) 最判平成 24 年 3 月 13 日。なお、岡部裁判官は、田中、前掲(注 91)187-188 頁で示された立場を基に反対意見を述べたと考えられる。他に同様な立場に立つものとして、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討〔下〕—有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任—」商事法務 1972 号(2012)19-20 頁；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 号(2011)336-337

頁等がある。

注 111) 白井准教授は、「投資者が通常こうむる損害は高値取得損害であると考えるのであれば、取得時差額相当分の値下りに基づく損害は、投資者が虚偽記載等のある有価証券を取得する時点において被る損害であるのに対し、取得時差額相当分の値下りを超える発行会社の株価の値下りに基づく損害は、虚偽記載等の事実の公表により、公表以後の時点における発行会社または同社の株主に生じる損害であると考えられる」（白井、前掲(注 110)20 頁）と指摘する。

注 112) 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 巻 3 号(2010)622 頁；白井、前掲(注 110)15 頁。

注 113) 神田、前掲(注 112)622 頁；白井、前掲(注 110)16-17 頁；潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定（一）」法学会雑誌 51 巻 2 号(2011)115 頁。

注 114) 大証金融商品取引法研究会報告（報告者：松尾健一准教授）、前掲(注 94)17-18 頁・34 頁 [松尾健一発言]；加藤、前掲(注 110)326-328 頁。なお、加藤准教授は、株式取得後の株価変動についても、不実表示と相当因果関係のある損害については、何らかの形で投資家に賠償されるべきであるとする。しかし、その方法は、発行会社から投資家に対する損害賠償という形で行うべきではないとする(加藤、前掲(注 110)327-328 頁)。

注 115) 黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法学セミナー695 号(2012)25 頁；大証金融商品取引法研究会報告（報告者：伊藤靖史教授）、前掲(注 54)21 頁。黒沼教授は、不実表示公表前の株主に一定の責任を負わせることにより、「経営者を監督するインセンティブを与えることができる」と指摘する（同上）。また、田原裁判官は、その補足意見の中で、「虚偽記載等がなされる以前からの株主は、虚偽記載等との関係で不法行為の直接の当事者となるものではないのであって、虚偽記載等という不法行為の後に流通市場で株式を取得することによって、その不法行為の直接の当事者となる株主と同列に論じるのは相当ではないというべきである」と指摘する（最判平成 24 年 3 月 13 日）。

注 116) 黒沼、前掲(注 115)25 頁。

注 117) 不実表示前から当該会社の株式を保有していた株主が不実表示後に新たに当該株式を買い増すこともありうる。しかし、その場合でも、新たに買い増した株式に関しては不実表示に対して何ら関与することができなかつたといえる。したがって、不実

表示後に新たに買い増した株式については高値取得損害を超える部分についても損害賠償請求できると解する。

注 118) 金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象としている損害を高値取得損害に限定しない見解として、神田、前掲(注 112)625 頁；黒沼、前掲(注 4)9 頁；潘、前掲(注 113)126 頁；梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論」金融法務事情 1955 号(2012)65 頁；梅本剛正「金商法二一条の二第一項に基づき取得自体損害が認められた事例」私法判例リマックス 45 号(2012〈下〉)68-69 頁；川口恭弘「有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の民事責任」(平成 24 年度重判)ジュリスト 1453 号(2013)104 頁；潮見、前掲(注 4)18 頁等がある。

なお、神田教授は、高値取得損害が妥当する場合であっても、その場合の損害が取得時差額ではないとする。取得時差額はあくまで損害額算定の出発点であり、「損害は一時点以降に発生したり、拡大したり、減少したりすることがある。どこまでの損害を相当因果関係のある損害であると解するべきかがポイントである」と指摘する(神田、前掲(注 112)632 頁)。そして、「上場株式の株価の下落に関連して、それにより株主が被った損害の賠償ないし填補を求めるような場合、その損害は・・・企業価値の毀損による損害であるのかそれとは異なる次元における当該株主に固有に生ずる損害であるのかがまず明らかにされる必要がある」と指摘する(同上 636 頁)。その上で、適切な方法により損害額を算定する際に、「違法ないし不法な行為と相当因果関係のある範囲の損害の賠償ないし補填が認められると解するのが妥当である」と指摘する(同上)。また、神田教授は、「虚偽記載の発覚によって生じる株価の下落のうちどこまでが投資者が虚偽記載によって生じる損害としてその賠償を請求できると解すべきか・・・と言った問題は、一般不法行為法における問題として検討される必要がある」とも指摘する(神田秀樹「不実開示と投資者の損害」(小出篤他編)『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)335 頁)。このように、神田教授は、不実表示により被る損害を表す際には高値取得損害という用語を用いているが、不実表示における損害に関しては、相当因果関係の有無を問題としており、損害額の算定方法として、株価下落損害説の見解を採っていると捉えることができる(神田秀樹「講演 金融・経済取引と損害賠償法理等の在り方」司法研修所論集 123 号(2013)63 頁においても、神田教授は、現行法の解釈として、不実表示により発生する損害は株価下落損害として捉えるのが妥当であると述べている)。この

神田教授の見解が、株価下落損害説に論理的根拠を与えるものであると指摘されている（黒沼、前掲(注 8)295 頁）。

また、潮見教授は、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害として、高値取得損害と取得自体損害の他に総体財産損害を含めている（潮見、前掲(注 4)18 頁）。潮見教授の説明によると、総体財産損害では、不実表示があった株式を取得したために取得者の保有する財産の総体が現実に置かれている状態と、不実表示があった株式を取得しなかったならば取得者の保有する財産の状態が置かれていたであろう仮定的状態との差を損害として捉えていく。そして、被侵害利益を取得者の財産総体とし、財産総体についての損害額の算定基準を、現在の時点（訴訟では口頭弁論終結時）とする。さらに、取得後の当該株式の価格変動は損害額の算定に影響が及ぶものと考えていく（同上 16-17 頁）。一方、同条は、現在の時点までに取得者の財産に生じた変動の諸要因を考慮に入れた上で、不実表示との相当因果関係をも加味して損害を観念していることから、実体レベルにおいて総体財産損害と親和性があるとする（同上 20 頁）。

証券流通市場における不実表示を原因とする損害を総体財産損害として捉えるという見解は、不実表示の事実を公表した後に生じた株価下落を損害として捉えていくことに繋がることから、特に、株価下落損害説と親和性のある損害の捉え方であるといえる（そのことを指摘するものとして、松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に—」（出口正義他編）『企業法の現在 青竹正一先生古稀記念』信山社(2014)356-357 頁；松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』商事法務(2014)195 頁がある）。

注 119) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』商事法務(2009)292 頁；加藤、前掲(注 11)291 頁；黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配 157 号(2010)32-34 頁。

注 120) 加藤、前掲(注 11)291 頁。なお、加藤准教授は、不実表示による損害を高値取得損害として捉えている(加藤、前掲(注 110)336-337 頁)。

注 121) 志谷教授は、そのような状況を、「嘘をつきとおしてくれたほうが投資家の利益にかなったと評されかねない危うさを宿す」と述べている（志谷匡史「有価証券報告書の虚偽記載と損害の算定」金判 1316 号(2009)1 頁）。

注 122) III. 五、4、(3) イで述べた通り、ライブドア事件では、現実損害賠償方式により



損害額を算定するのが妥当であると解する。しかし、一般投資家訴訟事件において東京高裁は原状回復方式を採用して、損害額の判断を下している。また、機関投資家訴訟事件において東京高裁及び最高裁は株価下落損害説を採用して、損害額の判断を下している。そこで、以後も原状回復方式、及び、株価下落損害説についても触れる。

注 123) 三井、前掲(注 1)156-157 頁。

注 124) 鬼頭=内藤、前掲(注 36)17 頁。なお、そこでは、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の適用範囲について、同項が何もその適用範囲を限定していないことから、解釈論として、同条 1 項に該当すれば、同条 3 項に定める算定方法により損害額が推定されるとする。しかし、そのようなことに対して、立法論として、その適用範囲につき再検討の余地があると指摘する(同上)。

また、株価下落損害説を採用することに賛成しつつ、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項の適用範囲を高値取得損害に限られないとする見解として、梅本、前掲(注 118)金融法務事情 65 頁等がある。

注 125) 神田、前掲(注 112)625 頁。

注 126) 不実表示公表後に生じることが多い市場の過剰反応(オーバーシュート)に関しても、不実表示と相当因果関係のある損害と捉えることができる。そこで、もし、損害額の算定方法について株価下落損害説を採用するのであれば、市場の過剰反応も賠償されるべき損害に含まれるべきということになる。しかし、その一方で、市場の過剰反応を取り除くために(三井、前掲(注 1)158 頁)、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は損害額の算定の基準とする価額を公表日前後 1 ヶ月間の平均市場価格としているが、株価下落損害説によると、その意味が大きく薄れることになる。したがって、同項を株価下落損害説により捉えるということであるならば、今一度、同項の規定の意義を考える必要がある。

注 127) 金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が対象とする損害については高値取得損害に限られないとしつつ、同条 3 項の対象とする損害は高値取得損害に限られるとする見解として、黒沼、前掲(注 4)7 頁；潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定(二)」法学協会雑誌 52 卷 2 号(2012)187 頁等がある。

神田、前掲(注 112)625 頁においても、同条 3 項が対象とする損害は高値取得損害に限られるとするが、(注 115)で述べた通り、神田教授は高値取得損害に関して、一般的な理解とは異なる理解を示している。

注 128) III. 五、4、(3) イで述べた通り、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項は高値取得損害を適用対象としていると解する。そこで、たとえ、株価下落損害を同条 1 項の適用対象とするとしても、同条 3 項の適用対象とはならないことから、同条 5 項・6 項の適用対象ともならない。ゆえに、損害額を減額させるためには、発行会社は、自ら、不実表示と相当因果関係のない損害額を立証することが求められる。

注 129) 黒沼教授は、賠償されるべき損害を高値取得損害として捉えつつ、不実表示の発覚を原因とする市場価格の下落要因を金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により推定される損害額から減額する要素としない理論構成として、2 つの理論構成を提示する。1 つは、不実表示の発覚により生じた市場価格の超過的な下落分を、投資者が避けられなかった後続損害であると捉え、損害賠償の対象に含めるというものである。もう 1 つは、不実表示と同時に、真実の情報を開示する誠実な発行者であるという不実表示が黙示になされているとみなし、不実表示に係る真実の情報とともに、不実表示をする不誠実な発行者である真実の情報が開示されていたならば形成されていたであろう市場価格を想定価格とするものである(黒沼、前掲(注 103)24 頁; 黒沼、前掲(注 8)295 頁)。

思うに、不実表示発覚前に形成された市場価格は、不実表示に基づいて築き上げられた会社の偽りの姿に対する市場の評価である。その不実表示が発覚することにより、それまで不実表示というベールに包まれていた会社が真の姿を現すことになる。そして、市場は、会社の真の姿に対して、改めて評価を下すことになる。そこで、不実表示発覚後に形成される市場の価格は、不実表示のない会社の真の姿に対する市場の評価であると捉えることができる。したがって、不実表示に関連する事情は損害賠償の対象とすべき事情として捉えるべきであると解する。ゆえに、私見は、黒沼教授が示した理論構成のうち、後者の理論構成に近いものであると考えることができる。

注 130) アーバンコーポレイション事件に関して、Y 社の民事再生手続における債権査定申立てにおける査定異議の訴えた多数提起されるとともに、事件当時の役員に対する損害賠償請求の訴えも提起されたため、その裁判例も多数に及ぶ。

裁判例を提訴ごとに区分すると、以下のように纏めることができる。

(ア)東京地判平成 21 年 10 月 28 日金判 1413 号 34 頁、東京高判平成 22 年 3 月 17 日金判 1413 号 34 頁、最判平成 24 年 12 月 21 日 [②事件] 金判 1413 号 24 頁(差戻審で和解)

- (イ)東京地判平成 22 年 1 月 12 日判タ 1318 号 214 頁、東京高判平成 23 年 12 月 20 日判例集未搭載
- (ウ)東京地判平成 22 年 1 月 13 日判例集未搭載、東京高判平成 22 年 12 月 24 日判例集未搭載
- (エ)東京地判平成 22 年 3 月 9 日金判 1409 号 32 頁、東京高判平成 22 年 11 月 24 日金判 1409 号 25 頁、最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件] 金判 1409 号 14 頁・1413 号 24 頁（差戻審で和解）
- (オ)東京地判平成 22 年 3 月 26 日金法 1903 号 102 頁、東京高判平成 23 年 12 月 20 日判例集未搭載
- (カ)東京地判平成 23 年 1 月 26 日証券取引被害判例セレクト 42 号 70 頁、東京高判平成 24 年 3 月 29 日証券取引被害判例セレクト 42 号 101 頁
- (キ)東京地判平成 23 年 2 月 7 日判タ 1353 号 219 頁、東京高判平成 23 年 6 月 16 日判例集未搭載
- (ク)東京地判平成 23 年 4 月 11 日判例集未搭載、東京高判平成 24 年 6 月 7 日判例集未搭載
- (ケ)東京地判平成 23 年 8 月 29 日判例集未搭載、東京高判平成 24 年 6 月 21 日判例集未搭載
- (コ)東京地判平成 24 年 6 月 22 日金判 1397 号 30 頁（双方控訴後和解）

その中で、本論文は、最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件] を中心に扱う。なお、事件の状況について、小林史治「アーバンコーポレイション事件における下級審裁判例の特色と意義」商事法務 1996 号(2013)26-27 頁；金融・商事判例 1413 号(2013)27 頁；あおい法律事務所 HP ([http://www.aoi-law.com/han\\_shoken.htm](http://www.aoi-law.com/han_shoken.htm)) を参照。また、他にアーバンコーポレイション事件を紹介しているものとして、外崎静香「有価証券報告書等の虚偽記載による損害賠償額の査定における裁判所の裁量—アーバンコーポレイションの事例より—」青山社会科学紀要 40 巻 2 号(2012)111 頁以下；宮崎祐介「原因が競合した場合の金融商品取引法 21 条の 2 第 4 項または 5 項による賠償額の減額」金判 1428 号(2013)2 頁以下；松井智予「有価証券臨時報告書の虚偽記載等と金商法 21 条の 2 第 4 項・5 項による損害額減額」法学教室 402 号別冊付録判例セレクト 2013(2014)22 頁がある。

注 131) Y 社は、平成 20 年 7 月 11 日、B 社から本件 CB の発行価額として 300 億円（実

際には、金利年 2.5%分を差し引いた 299 億 5000 万円) の支払を受けるとともに、同日、B 社に対してスワップ契約に基づく当初支払金として 300 億円を支払った。なお、本件 CB における新株予約権の権利行使額は 1 株 344 円であり、8720 万 9302 株が発行される可能性があった。また、本件 CB の償還期限は平成 22 年 7 月 11 日とされた。

一方、本件スワップ契約の内容は以下の通りである(本件スワップ契約の内容について東京地判平成 22 年 1 月 12 日参照)。

平成 20 年 6 月 27 日以降の各営業日の株価を基準に算出した額を、B 社は Y 社に対して毎日支払う(以下、このような形で支払われるものを変動支払金とする)。この変動支払金は、次の「(ア) × (イ) × (ウ)」により算出される額をいう。

(ア) 当該営業日の Y 社株式の出来高加重平均株価

(イ) 90%

(ウ) 当該営業日の Y 社株式の出来高に一定のヘッジ比率((ア)の出来高加重平均株価が 1 株 344 円未満であれば 12 ないし 18%、344 円以上であれば 12 ないし 24%の範囲内で、B 社が選択する比率)を乗じた数(以下、対象株数とする)

ただし、Y 社株式の出来高に、一定の株価(平成 20 年 6 月 27 日から同年 7 月 10 日までの間は 1 株 300 円、同月 11 日から同月 14 日までの間は 1 株 175 円、同月 15 日から同月 17 日までの間は 1 株 250 円、同月 18 日から同月 25 日までの間は 1 株 175 円、同月 26 日以降は 1 株 250 円)を下回る株価(以下、下限株価とする)での取引数を含まない。

B 社は、本件スワップ契約の終了日である平成 22 年 7 月 12 日に、Y 社に対し、Y 社から支払を受けた当初支払金 300 億円を返還しなければならないが、B 社が Y 社に対して変動支払金を支払うと、それに伴い、返還すべき当初支払金(以下、最終支払金とする)の額が、その変動支払金の額の如何にかかわらず、「一律指定額 1 株 344 円 × 当該営業日の対象株数」により算出される額を減額される。

なお、各営業日ごとの対象株数の累積数が 8720 万 9302 株に達すると、最終支払金の額 300 億円が約 300 億円減額されることになるので、B 社が Y 社に対して支払う最終支払金が 0 円となる。その場合、本件スワップ契約は終了日である平成 22 年 7 月 12 日を待たずに終了することになる。

B社は、本件スワップ契約の終了日である平成22年7月12日、Y社に対し、最終支払金として、「300億円－1株344円×累積対象株数」を返還する。

B社は、変動支払金をY社に対して支払う際には、手持ちの資金を用いることも可能であるが、変動支払金額の算定の基礎となる「当該営業日の出来高加重平均株価」は、当該営業日の市場価格とほぼ一致することから、B社が経済的合理的な行動を選択する限り、B社は、変動支払金の支払のために、変動支払金額の算定の根拠となる「当該営業日の対象株数」と同数のY社株式を取得できるように新株予約権を行使し、これにより得たY社株式を市場で売却して、その売却代金を用いて変動支払金を支払うことになる。その結果、本件スワップ契約が平成22年7月12日を待たずに終了しているのであれば、B社による新株予約権行使により本件CBが全て消滅していることになり、Y社はB社に対して本件CBにより借り入れた300億円を返還する必要がない。反対に、本件スワップ契約が同日まで残存しているのであれば、残存額に相当する本件CBも残存していることになる。その場合、Y社は、B社から返還を受けた最終支払金に相当する額を、本件CBの償還としてB社に支払わなければならない。

注132) 本件では、B社がY社に対して、本件スワップ契約の非開示を働きかけていたとの指摘がある(大杉謙一「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(3)」(神田秀樹＝神作裕作編『金融商品取引法判例百選』有斐閣(2013)17頁)。

注133) 事件当時におけるY社株式の株価変動は以下の通りである(東京地判平成22年1月12日参照)。

平成20年	株価(1株あたり)	平成20年	株価(1株あたり)
4月18日	485円	8月8日	97円
5月2日	599円	8月11日	67円
5月16日	670円	8月12日	63円
5月30日	580円	8月13日	62円
6月13日	422円	8月14日	32円
6月26日	344円	8月15日	6円
6月27日	298円	8月22日	5円
7月11日	214円	9月5日	1円
7月25日	139円	9月12日	1円

- 注 134) 争点①について、最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件] は、特に判断を示していない。ゆえに、この点に関しては、最高裁は第一審及び控訴審の判断を是認していると判断することができる。
- 注 135) 東京地判平成 22 年 3 月 9 日。
- 注 136) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。
- 注 137) 東京地判平成 22 年 3 月 9 日。
- 注 138) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。
- 注 139) 最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件]。
- 注 140) 加藤、前掲(注 11)301 頁(注 7)。加藤准教授は、不実表示の重要性と、不実表示と損害の因果関係の判断の大部分が重なると指摘する(同上 289 頁)。
- 注 141) 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)14 頁 [黒沼悦郎発言]; 岩原紳作他「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)78 頁 [三井秀範発言]; 黒沼悦郎「西武鉄道事件の 2 つの東京高裁判決について」早稲田法学 85 巻 3 号(2010)372 頁。
- 注 142) 岩原紳作他「金融商品取引法セミナー(第 13 回) 民事責任(3)」ジュリスト 1403 号(2010)109 頁 [山下友信発言]; 近藤、前掲(注 50)〔下〕26 頁(注 31)。
- 注 143) 小出篤(山下友信＝神田秀樹編)『金融商品取引法概説』有斐閣(2010)179 頁。
- 注 144) 松尾、前掲(注 118)183 頁。
- 注 145) 小林、前掲(注 130)30 頁。
- 注 146) 藤田教授は、そもそも金融商品取引法 21 条の 2 について、「わざわざ金商法で開示に絡めた責任を規定して、さらに正しい情報による下落をインデックスとした損害の推定まで置いている以上、あくまで、市場の評価を誤らせるタイプのものに限定していると解してもおかしくない」と述べている(岩原他、前掲(注 142)108 頁 [藤田友敬発言])。
- 注 147) 不実表示の事実が発覚した上場会社がすぐに上場廃止・倒産に至るケースは稀でないと指摘されている(九代目南面採光「アーバンコーポレイション最高裁判決にみる証券訴訟における損害額算定の難しさ」商事法務 1988 号(2013)50 頁)。ただし、黒沼教授は、アーバンコーポレイション事件は、粉飾決算が隠蔽されて倒産に至ったのではなく、資金調達に関して不実表示があった点で、やや特殊な事案であると指摘

する（黒沼悦郎「再生手続開始申立てと虚偽記載等の事実の公表が同時にされた場合における金商法 21 条の 2 の適用」金法 1971 号(2013)43 頁）。

注 148) 不実表示を行っても投資者に対して損害賠償責任を負わないということになれば、経営危機に瀕している会社ほど、その存続を維持するために不実表示を行うことにインセンティブが働くことになるだろう。

注 149) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。

注 150) 加藤、前掲(注 119)339-340 頁。実際に、損害額の算定に関し、裁判所の判断も分かれた。たとえば、東京地判平成 22 年 1 月 12 日では、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により算出される推定損害額から 8 割を減額した額を Y 社が賠償すべき損害額とした。しかし、東京地判平成 23 年 2 月 7 日では 7 割の減額を、東京地判平成 22 年 1 月 13 日では 5 割強の減額を、本論文で扱う東京地判平成 22 年 3 月 9 日は 2 割の減額を、東京高判平成 24 年 6 月 21 日では取得価格の 11.41%を超える額についての減額を認めている（東京地判平成 22 年 1 月 13 日・東京高判平成 24 年 6 月 21 日の減額について金融・商事判例 1413 号 27 頁参照）。その一方で、本稿で扱う東京高判平成 22 年 11 月 24 日では損害賠償額の減額を認めなかった。このように、損害賠償額の算定が各訴訟・裁判所ごとに分かれており、アーバンコーポレイション事件において、損害賠償額の算定は非常に困難なものであることを窺い知ることができる。

注 151) 最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件]。

注 152) 最判平成 24 年 3 月 13 日。

注 153) 東京地判平成 22 年 3 月 9 日。

注 154) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。

注 155) 松尾准教授は、本件臨時報告書において本件スワップ契約について記載されていれば、X が Y 社株式を購入した 8 月 12 日・13 日の時点では、民事再生手続開始の申立ての結果、Y 社株式が既に上場廃止となっていた可能性を指摘する（松尾健一「金融商品取引法二十一条の二による損害賠償責任の内容と賠償額の減額事由」私法判例リマークス〈上〉44 号(2012〈上〉)76 頁）。

注 156) 実際には、単純な融資ではなく複雑なオプションを伴う融資では、当該会社は危険水域に達していると市場が評価する可能性が高く、破産・民事再生手続への道を回避するのは難しかったと思われる。

注 157) アーバンコーポレイション事件において別に提起された訴訟について、金融商品

取引法 21 条の 2 第 3 項を援用しなかった投資家 (Z) に対して、最高裁は、西武鉄道事件判決 (最判平成 23 年 9 月 13 日) を援用し、原状回復方式を採用することを是認した (最判平成 24 年 12 月 21 日 [②事件])。

最高裁は、原状回復方式を採用する理由を特に挙げていないが、原審 (東京高判平成 22 年 3 月 17 日) の認定によると、本件虚偽記載等がなければ、より早期に Y 社が民事再生手続開始の申立てを行った可能性があった。また、Y 社が民事再生手続開始の申立てを再度検討し始めたのが平成 20 年 8 月 7 日であったところ、実際に Z が Y 社株式を取得したのが同月 11 日であった。そのため、Z が Y 社株式を取得した時点で、既に民事再生手続開始の申立ての原因が存在していたことを理由に、原審は Z に対しては原状回復方式による救済を採用し、最高裁もその結論を是認したとみることができる。

しかし、原状回復方式を採用するためには、当該株式を取得することが不可能であったといえるような特段の事情が必要であるところ、②事件における認定はあくまで可能性の話であり、この認定のみで、本件虚偽記載等がなければ Z が Y 社株式を取得することはありえなかったとまでは言い切れない。したがって、②事件においても、原状回復方式ではなく、現実損害賠償方式により損害額を算定すべきであったといえる。

なお、黒沼教授は、②事件の事実内容から、Z が Y 社株式を取得することがありえなかったと認定することは可能であるとするが、その認定は慎重に行うべきであると指摘する (黒沼、前掲(注 147)48 頁)。

注 158) 東京地判平成 22 年 3 月 9 日。

注 159) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。

注 160) 最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件]。

注 161) 具体的な減額の認定は一次的には事実審の裁量の問題であることから、法律審である最高裁は具体的な減額について判断を下していない。たとえば、最高裁は、前掲(注 130)で纏めた事件のうち、(イ)・(ウ)・(オ)・(キ) については平成 24 年 12 月 21 日付けで、(ケ) については平成 25 年 2 月 1 日付けで、(ク) については同年 3 月 1 日付けで、棄却・不受理決定をしている (金融・商事判例 1413 号 29 頁参照)。

注 162) 大杉、前掲(注 132)17 頁。

注 163) 黒沼、前掲(注 147)44 頁。



注 164) 白井正和「虚偽記載等の事実の公表と再生手続開始の申立てが同時にされた場合における金商法二十一条の二に基づく損害の額」私法判例リマークス 48 号(2014 〔上〕)81 頁。

注 165) 松尾、前掲(注 155)77 頁。

注 166) 九代目南面採光、前掲(注 147)50 頁。

注 167) 同上。

注 168) 黒沼、前掲(注 147)45 頁。

注 169) 鬼頭、前掲(注 50)163 頁。

注 170) 最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件]において、須藤裁判官は、補足意見として、企業の経営難の状態とは、「組織再編や事業上あるいは財務上の対応策が講ぜられることによって事業の継続がなされ打開され得る」状態を指す一方、破綻状態とは万策尽きて事業の継続が著しく困難になった場合を指すことから、経営難と破綻状態とは区別されるべきであるとする。

注 171) 東京地判平成 22 年 3 月 9 日。

注 172) 最判平成 24 年 12 月 21 日 [①事件]。

注 173) 三井、前掲(注 1)158 頁。

注 174) 同上 37 頁。

注 175) 加藤、前掲(注 11)296 頁。

注 176) 松尾准教授は、アーバンコーポレイション事件において公表日前に Y 社の株価が大幅な下落傾向を示したのは、不実表示による株価の水増し分が公表前に徐々に消滅した結果であると指摘し、東京地判平成 23 年 2 月 7 日の立場に反対を示している(松尾、前掲(注 152)77 頁)。

また、黒沼教授も、単に公表日前に株価が値下がりしていることを理由に、その値下がり不実表示以外の事情によって生じたと判断すべきではないとし、そのことのみを理由に当該値下がり分を減額すべきではないとする。そして、そのような形での減額を認めるのであれば、それは推定損害額算定の方式を変更する立法論であると指摘する(黒沼、前掲(注 147)46 頁)。

注 177) 白井准教授は、不実表示と相当因果関係のある値下がり分をより正確に算定することが望ましいこと、及び、公表日前 1 ヶ月間の一貫した株価の下落が虚偽記載等と無関係な要因に基づく場合、その株価の変動リスクは当該株式を取得した投資家が

負担すべきであることから、最高裁の判断は妥当であるとする（白井、前掲(注 164)81頁）。

また、近藤教授も、一般的に経済動向や経営難等による株価の下落は投資家が負うべき投資リスクであることから、その部分については減額の対象とするべきであるとし、最高裁の判断は妥当であるとする（近藤光男「臨時報告書等の虚偽記載の公表と再生手続とが同日になされた場合における金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償の額」金法 1977 号(2013)78 頁）。

注 178) 大杉、前掲(注 132)17 頁。

注 179) 松尾准教授は、「本件臨時報告書提出後も Y の株価は下落していないが下落のスピードを緩めていたとは考えられる」（松尾、前掲(注 152)77 頁）と述べる。

注 180) 東京地判平成 22 年 1 月 12 日。なお、東京地判平成 22 年 1 月 12 日では、「本件虚偽記載等に係る真実情報の公表がなくとも、上記再生手続開始の申立てがあるだけで、本件公表日の翌日以降に生じた Y 社株の株価下落…がすべて生じたことの証明はあると認め」つつ、「本件虚偽記載等に係る真実情報の公表だけでは本件公表日の翌日以降に生じた Y 社株の株価下落は一切生じなかったことの証明があるとは認められない」とした。

注 181) 潘阿憲「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任—アーバンコーポレーション虚偽記載事件」ジュリスト 1419 号(2011)146 頁。

注 182) III. 一、1 で検討した通り、不実表示の事実を公表した後に投資家が株価変動により得た利益は投資家による投資判断の結果である。それは不実表示を行った会社ではなく投資家に還元されるべきものであることから、金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項が同法 19 条 1 項による上限額を定めることについて、私見としては賛成できないが、現行法では上限額が定められているため、その適用順番について検討する必要がある。

注 183) 東京地判平成 22 年 1 月 12 日、及び、東京地判平成 22 年 3 月 9 日は 19 条 1 項先適用説の立場を採る。これに対して、東京高判平成 22 年 11 月 24 日、及び、東京高判平成 23 年 12 月 20 日は 19 条 1 項後適用説の立場を採る。さらに、Y 社は、19 条 1 項後適用説の立場を採った控訴審の判断は不当であり、19 条 1 項先適用説の立場を採用すべきであるとして上告受理申立てを行ったが、最高裁は不受理とした（金判 1413 号 30 頁）。

注 184) 潘、前掲(注 181)146 頁。

注 185) 黒沼、前掲(注 147)47 頁。

注 186) 三井、前掲(注 1)156 頁。

注 187) 最判平成 24 年 12 月 21 日。

注 188) 東京高判平成 22 年 11 月 24 日。

注 189) 黒沼教授は、不実表示の事実が公表されるのは、市場取引時間の終了後であることが多いことから、公表日の市場価格を公表日前に含めて算定の方がより正確な推定損害額に近づくものであるが、不実表示の事実が昼休み中や取引時間中に公表される場合もあること、及び、推定損害額はあくまで推定であることから、公表日の市場価格を算定基準から排除した最高裁の判断は妥当であったと指摘する(黒沼、前掲(注 147)47 頁)。

注 190) 白井、前掲(注 164)81 頁。

注 191) 黒沼教授は、その例として、例えば、公表日当日に 1 株 100 円で株式を取得した者が、不実表示の事実を公表した後に 1 株 10 円で売却した。しかし、公表日後 1 ヶ月間の平均株価が 1 株 20 円だった場合(黒沼教授は、1 ヶ月間の平均株価を算定基準とするため 10 円より高くなる蓋然性が高いと指摘する)、推定損害額は 80 円となることから、その者は推定損害額の救済を求めるよりも、取得価格と処分価格の差額 90 円を損害として主張・立証しようとする可能性が高いと指摘する(黒沼、前掲(注 147)47 頁)。

注 192) 通常、市場取引時間中に市場に大きな影響を与える情報が発表された場合、その情報を周知させるために、取引所が当該有価証券を一時取引停止にする措置を講ずることが多いため、公表前後の線引きはある程度可能であると言って差し支えないだろう。

## IV. 今後の課題と展望

### 一、総論

第Ⅰ部・第Ⅱ部・第Ⅲ部では、その発行する有価証券を証券取引市場に上場している会社が不実表示を行った結果、投資家が損害を被った場合における損害額の算定に関して、わが国の現状、及び、アメリカの状況について検討してきた。その上で、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を活用して損害額を算定する際、今後に向けて検討すべき直近の課題が三つある。すなわち、①平成 26 年金融商品取引法改正とその評価、②マーケット・モデルの利用、③公表日が判然としない場合の対応である。第Ⅳ部では、この三つの課題について検討する。

### 二、平成 26 年金融商品取引法改正とその評価

#### 1、適用対象者の拡大

平成 26 年金融商品取引法改正により、同法 21 条の 2 第 1 項の適用対象者に当該有価証券を処分した者が加えられる。その理由として、金融審議会のワーキング・グループは、いわゆる逆粉飾が行われている間に、その事実を知らずに当該有価証券を処分した投資家も、通常の粉飾が行われている間に、その事実を知らずに当該有価証券を取得した投資家と同様に、不実表示による損害を被る可能性があること、及び、「MBO のようなケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることによって、株価を不当に引き下げるインセンティブが働き得ること」を挙げている(注 1)。

この点、いわゆる逆粉飾が行われ投資家が当該有価証券を見限って売却した場合、不実の情報ではなく、真実の情報が開示されていたならば、投資家はより高い価格で当該有価証券を売却することができたことになる。そこで、投資家が当該有価証券を購入価格よりも高い価格で売却することができたのであれば、それは投資家の期待が完全に実現しなかっただけであり、現実には投資家に損害が生じていないと捉えることも可能である。ゆえに、逆粉飾の場合には、投資家によって生ずる結果が異なることから、一律には損害額を推定しないとされた平成 16 年証券取引法改正当時の立法の姿勢にも一定の合理性があったともいえる。

しかし、転売利益の未実現は特別損害（民法 416 条）として捉えることができることから、会社が逆粉飾を行った際に損害についての予見可能性があると認められるならば、損害賠償請求は可能となる。そして、実際に会社が逆粉飾を行えば、当該有価証券の価格は低迷し、投資家の転売利益が減少することになることは容易に想像することができる。よって、損害発生について会社に予見可能性があると認めることができる。

ゆえに、逆粉飾についても救済の対象とすべきであり、右改正に賛成する(注 2)。その上で、有価証券を処分した者についても、不実表示と因果関係のある損害額を立証することは容易ではないことから、有価証券を処分した者についても損害額の推定規定を適用できるように立法的手当てを行うべきである(注 3)。

## 2、過失責任への変更

これまで金融商品取引法 21 条の 2 の責任は無過失責任とされてきたところ、平成 26 年金融商品取引法改正（平成 26 年法律第 44 号）により、本条の責任は、立証責任を発行会社に負わせた上で過失責任に変更される。その理由として、金融審議会のワーキング・グループは、「近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時（平成 16 年改正）と比べて、相対的に低下してきている」ことから、「現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当である」こと、及び、「投資者の訴訟負担が過大にならないよう・・・立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である」ことを挙げている(注 4)。

この点、金融商品取引法 21 条の 2 を無過失責任としたことに対して、「過失がないことが考えられないのであれば、過失責任としても発行会社は免責されないので、問題にならない」と指摘されていた(注 5)。また、本条の責任が無過失責任であるために、わが国の企業が不利益を被っている事実があると指摘し、本条の責任を過失責任に改正するべきであるとする主張(注 6)や、本条の責任を

過失責任とすることにより、発行会社から役員等への求償を容易に行うことができ、結果、違法行為抑止に繋がるという指摘もあった(注7)。さらに、黒沼教授によると、「継続開示書類の虚偽記載について発行者に無過失責任を負わせることは、発行者が取締役等から賠償金を回復できないときは株主に負担を強いることになるため、投資者と株主の利害調整として適切でない」という批判がある旨指摘されている(注8)。他にも、無過失責任に対して、懐疑的な見解が散見されていた(注9)。

思うに、金融商品取引法 21 条の 2 の責任を無過失責任とすると、発行会社全体が注意深く不実表示の防止を図っていたとしても、実際に不実表示が起きてしまえば、当該発行会社は責任を負わなければならない。それゆえ、発行会社に注意を尽くして不実表示を防止させるインセンティブが欠けることになりかねない。しかし、その一方で、発行会社の内部事情に関する事項について投資家に立証責任を課すことは、基本的に発行会社の内部事情に詳しくない投資家にとっては酷である。そこで、同条の責任を過失責任とした上で、故意または過失がないことにつき発行会社に立証責任を負わせるとするのが妥当であると解することから、右改正に賛成する。

右改正が行われる効果として、発行会社の無過失が立証されれば責任追及自体が否認されることになることから、アメリカにおける損害因果関係の議論と同様に激しい議論が展開されることが予想される。特に会社内部では、立場により求められる注意義務の程度が異なることから、この点について激しく争われることになるだろう。また、責任を追及された発行会社は、不実表示について、一部の従業員のみのも過失であり、発行会社自身の過失ではないと主張することが予想されるとの指摘も受けている(注10)。平成16年証券取引法改正当時においても、「通常は書類作成の責任者である代表取締役等に故意・過失がある場合等一定の場合に限って発行会社に故意・過失があると考えられる」という指摘があった(注11)。しかし、責任の所在がどこにあるのかは会社の内部関係において検討されるべき問題であり、発行会社と投資家との間の関係において検討されるべき問題ではない。発行会社内部のどこかに不実表示について過失が存在するのであれば、発行会社は投資家に対してその責任を負うべきである。したがって、実際に発行会社に過失がないとされるのは、不実表示がシステム

エラーのような外的要因に基づいて発生した場合に限られると解する。

なお、金融審議会のワーキング・グループは、この点に関して、「金融商品取引法上の損害賠償請求が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の『重要な』事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何かしらの注意義務違反がある場合が多いと考えられること」を理由に、発行会社の無過失を、当該発行会社の役員の無過失とするか、当該発行会社の構成員全体の無過失とするかによって、結果に大きな違いが発生しないと指摘する(注 12)。

### 3、金融商品取引法 21 条の 2 の位置付け

金融商品取引法 21 条の 2 に定める責任を無過失責任から過失責任へと改正することを主張した森田教授は、同条を証券詐欺防止のための規定と改めた上で、それに特化した形での適用を主張する(注 13)。確かに、軽微な不実表示や騙すつもりがない不実表示にまで発行会社に責任を負わせるのは、妥当であるとは考えにくい。しかし、金融審議会のワーキング・グループも指摘している通り、同条の規定が適用されるのは重要な事実に関する不実表示であり、軽微な不実表示はそもそも同条に定める責任追及の対象とはされていない(注 14)。そして、証券取引市場にその発行する有価証券を上場している会社は、その社会的影響力に鑑みて、重要な事実に関して、細心の注意を払って発表を行うべきである。したがって、同条の責任が無過失責任から過失責任へと改正されるとしても、同条は証券詐欺防止のみならず重要な事実に関して正確な発表を喚起するための規定であると捉えるべきであり、今後もそのような形で規制・適用されるべきであると解する。

### 4、項番号の変更

平成 26 年金融商品取引法改正により、同法 21 条の 2 は第 2 項に本条の責任を過失責任とする旨を定める結果、従来の 2 項の規定は 3 項に、従来の 3 条の規定は 4 項に、従来の 4 項の規定は 5 項に、従来の 5 項の規定は 6 項に変更される。

### 三、マーケット・モデルの利用

アメリカでは、現実損害賠償方式により損害額を算定する際に、イベント分析を行うことで不実表示が当該有価証券の市場価格に与えた影響を数量的に測り、そこから本来の価格を導き出すことが提唱されている。また、不実表示と損害との因果関係を立証する手段としてイベント分析を利用することも可能である。わが国においても、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項では実際の株価に基づき損害額の推定が行われること、また、同条 5 項・6 項では不実表示との因果関係の有無・程度により損害賠償額が減額されることから、今後、イベント分析を活用することも検討されるべきであるといえる。

そのイベント分析を行う際に、不実表示が与えた影響を測るために、財政経済学で活用されてきたマーケット・モデルを利用して、当該有価証券の市場価格の予測を行う(注 15)。黒沼教授は、かねてより、このマーケット・モデルを利用して、ダイレクトに損害額を算定することを主張してきた(注 16)。確かに、不実表示期間前の状況を基にマーケット・モデルを構築し、そのマーケット・モデルから導き出される理論値と実際の市場価格との乖離を測ることにより損害額をダイレクトに算出することも可能である。そして、この方法であれば、不実表示公表後の市場価格を基に算出する場合に比べて、より正確に不実表示から受けた損害額を算出することができる。ゆえに、マーケット・モデルから損害額を算定するのは合理的であるともいえる。

しかし、マーケット・モデルにおいて使用される係数である  $\alpha$  と  $\beta$  の値は、一定期間においては一定の値を取るものの、その期間が長期に及ぶと変化してしまう。したがって、マーケット・モデルは長期間に渡る不実表示に対しては対処することが難しい(注 17)。また、マーケット・モデルにより予測される数値からダイレクトに損害額を算出するのであれば、不実表示のない平常な状態においては、市場価格がマーケット・モデルにより導き出される理論値と同じ数値を付けるべきであるところ、市場価格は様々な要因により価格形成されることから、マーケット・モデルに基づき導き出される理論値と実際の株価が一致することは稀である。

さらに、マーケット・モデルは市場指標との相関関係から市場価格を予測していくものである。そこで、現状に変化を与える事由が何も生じていない場面



では、マーケット・モデルは機能する。これに対して、通常、不実表示は、発行会社から何かしらの情報が発表される際に行われる。そして、当該会社から発表された情報を基に市場指標との相関関係に変化がもたらされることになるが、それは真実が当該会社から発表された場合でも同様である。そこで、マーケット・モデルにより、真実が当該会社から発表されていた場合の市場価格を予測するためには、新たな相関関係を基に予測することが求められるが、現実には真実が発表されていない以上、その相関関係を導き出すことができない。したがって、そもそもマーケット・モデルによる予測が成立しないことから、マーケット・モデルを利用してダイレクトに損害額を導き出すことが難しい。

特に、わが国では、現在、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める推定規定により損害額を導き出すことが可能な状態にあるといえるので、原則として、マーケット・モデルからダイレクトに損害額を算出することには賛成できない。

ただし、不実表示の事実を公表するのと同時期にブラック・マンデーやリーマン・ショックのような市場全体の大暴落が生じた場合(注 18)、当該有価証券の市場価格も市場全体の大暴落を原因の一端として暴落することから、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める推定規定に基づく損害額の算定は合理性を欠く。そこで、このような場合には、例外として、マーケット・モデルを利用して損害額を算定すべきである。すなわち、マーケット・モデルでは、真実が発表された場合の価格変動を予測することは難しいが、不実の情報が発表された時点で何も情報が発表されなかった場合については、マーケット・モデルにより価格変動を合理的に予測することができる。そして、不実表示期間前において、市場が正常に機能しているのであれば、マーケット・モデルによる予測自体には合理性が認められる。ゆえに、市場が正常に機能していない状態の市場価格をもって損害額を算定するよりも合理性があると認められるからである。

また、不実な情報、または、不実表示に関連する情報が発表されていないければ、何も情報が発表されないこともありうる。そのような場合における価格変動を探求する必要がある場合、それはまさにマーケット・モデルが機能する場面であることから、マーケット・モデルは有用であり、マーケット・モデルを利用すべきである。

したがって、原則としてマーケット・モデルからダイレクトに損害額を算定

することには賛成できない。しかし、不実表示の公表と同時期に市場全体が大暴落した場合や、不実の情報、または、または、不実表示に関連する情報が発表されていない場合、何も情報が発表されない場合における価格変動を探求する必要がある場合は、例外としてマーケット・モデルを利用して損害額の算定を行うべきである。

#### 四、公表日が判然としない場合

##### 1、総論

金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に基づき損害額を算定する際、公表日がその基準となることから、公表日がいつであるかは非常に重要な要素である。しかし、この公表日が判然としない場合がある。その例として、オリンパス事件が挙げられる。ここでは、オリンパス事件を例に、このような場合に損害額の算定をどのように行うべきであるのかについて検討する。

##### 2、オリンパス事件の概要

第三者委員会の報告(注 19)によると事件の概要は以下の通りである。

オリンパス社はバブル期の資金運用に失敗し損失が発生した。2001 年 3 月期に導入された時価会計で損失が表面化するのを回避するため、1999 年 3 月期から欧州・シンガポール・国内の三つのルートを使い、外国銀行口座や 17 の投資ファンドを使って含み損を簿外に分離し、決算書への損失計上を免れた。

飛ばした損失は 2003 年時点では 1177 億円であったが、飛ばし手口の維持費用などを含め、処理が必要な額は 1348 億円に膨らんだ。そこで、企業買収を利用して資金を還流させることを計画し、2008 年にイギリスの医療機器会社を買収した際の助言会社への報酬や国内 3 社の買収価格吊り上げを通じて損失を穴埋めした。

なお、飛ばしを主導したのは 2 名の役員であり、大手証券会社 OB が協力した。また、社長経験者のうち 2 名には報告が行われており、さらに別の 1 名の社長経験者は飛ばしには加担していなかったが、損失は認識していた。

2011 年 10 月 14 日、Y 社は M 氏（以下、「前社長」とする。）を代表取締役・代表執行役から解任すると発表した。M 氏は解任された理由として、同月 17

日頃、過去数年に行った複数の企業買収に支払った価格とその助言会社に対する巨額の報酬について問いただしたためと説明した(注 20)。これに対して、Y社は、同月 19 日に、全ての企業買収は適正な手続を経た上で、会計上も適切に処理されていたと発表した(注 21)。そして、同年 11 月 8 日に Y 社は、1990 年代から有価証券投資等の損失計上の先送り（飛ばし）の事実を公表した。しかし、Y 社は、同日の時点では具体的な金額の公表は行わず、具体的な損失額は同年 12 月 6 日に第三者委員会の報告を基に Y 社が公表した(注 22)(注 23)。

### 3、検討

この点、まず、ライブドア事件において、最高裁は、「有価証券に対する取引所の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」が公表されることが必要であると判示した(注 24)。そして、公表に関して、具体的な金額が判明しない限り、証券取引市場が合理的な価格形成を行うことができないという見解(注 25)を基に考えると、オリンパス事件については、「公表」の主体より具体的な金額が初めて示されたのが 2011 年 12 月 6 日であったことから、その日が公表日であると捉えることもできる(注 26)。しかし、不実表示に関する情報は段階的に発表されることが多い。そして、不実表示の事実自体が発表されると市場価格は大きく反応する傾向があるところ、このような解釈を認めると、先に不実表示の事実のみを発表した上で、金額は後から発表することにより、意図的に金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項により推定される損害額を低く抑えることを可能にしかねない。また、事件が重大であればあるほど事実の調査に時間が必要であることから、投資家の保護の観点からみても妥当とは言い難い。そこで、同項では市場動向を基に損害額を推定することになることから、証券取引市場が不実表示の事実、及び、その重大性を認識できた時点を公表日と捉えるべきであると考え(注 27)。したがって、同年 12 月 6 日を公表日とすることには反対である。

それでは、オリンパス事件の場合、公表日は具体的にいつと考えるべきであろうか。この点、オリンパス事件では、前社長の解任報道以来、Y 社の株価が下落傾向を示している。そして、前社長の解任の原因は不実表示の事実に行き着くことから、前社長の解任と不実表示には関連性があると認められる。そこ

で、前社長の解任が報道された日を公表日として捉えることも可能であると考えられる。しかし、この考え方では、前社長の解任報道後、不実表示の事実を公表するまでの間に Y 社の株式を購入した者については、少なくとも金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を直接適用することができない(注 28)。また、前社長の解任報道だけでは、公表の主体から市場の評価の誤りを訂正する内容が公表されていたとまでは言い難い。さらに、オリンパス事件の場合と異なり、先行する情報の発表と不実表示の事実の発表との期間が長期間に渡った場合、不実表示以外の他の要因の影響による価格形成が行われる可能性が高くなるとともに、算定期間をどのように設定するべきかという問題が生じることになりかねない。

これに対して、不実表示の内容は飛ばしの事実の隠蔽にあることから、その事実の発表をもって不実表示の事実の公表があったとするのが金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項・4 項に定める条文の自然な解釈であるといえる。そして、飛ばしの事実を発表した日を公表日とするならば、その前日までに Y 社株式を取得した投資家を容易に保護することができる。しかし、前社長の解任報道から Y 社が飛ばしの事実を発表するまでの間に Y 社の株価は既に大幅に下落しているため、この考え方では投資家の救済を十分に図ることができない。そして、オリンパス事件のように先行する情報が発表され当該有価証券の市場価格が大幅に下落し、その市場価格が回復しない場合、この考え方では、不実表示を貫き通すことで推定損害額が減少することになるため、当該会社に不実表示を貫き通すメリットが発生することになりかねない。

このように、オリンパス事件のように公表日が判然としない場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を用いて損害額の推定を行う際、実際の市場価格に基づき損害額を算定しようとする、先行する情報の報道を基準としても不実表示の事実の発表を基準としても、適切な解決を導き出すことは難しい。

この点、同項は不実表示発覚前の市場価格の水準と不実表示発覚後の市場価格の水準との差を損害として捉えるものである。そこで、この問題は同項に定める算定方法を応用することで解決することができると解する。すなわち、損害額を推定する際に基準となる額に應用を加えるだけで同項の規定に定める算定方法を活用することができると解する。その方法は二つ考えうる。一つは、まず先行する情報の報道がなかった場合の市場価格をマーケット・モデルによ

り予測する。その上で、不実表示の事実を発表した日を公表日として、マーケット・モデルにより予測された価格に基づく公表日前の1ヶ月間の平均価額と実際の市場価格に基づく公表日後の1ヶ月間の平均価額との差額を推定損害額とするという方法である。先行する情報の発表がなければそもそも新たな情報の発表がない場合、先行する情報の発表以外に当該有価証券と市場指標との間で形成された相関関係に変化を生じさせる事由が存在しないことから、先行する情報がなかった場合の市場価格をマーケット・モデルにより予測して損害額を推定することが可能である。

しかし、先行する情報の発表の際に何かしらの情報が発表される場合、当該有価証券と市場指標との間の相関関係に変化が生じることから、先行する情報がなかった場合の市場価格をマーケット・モデルにより予測することは困難である。そこで、もう一つの方法として考えられるのが、先行する情報が発表された日前1ヶ月間の平均価額と不実表示の事実が発表された日後1ヶ月間の平均価額との差額を推定損害額とする方法である。後者の方法による場合、不実表示の影響が現れる前の市場価格と不実表示の事実を発表した後の市場価格とを基準として損害額を推定することになるので、一定の合理性があると解される。しかし、前者の方法の方がより同項の規定に近い形で損害額を推定することができるので、マーケット・モデルが利用可能な場面では、前者の方法により損害額の算定を行うべきであると解する。

特に、オリンパス事件のような場合、私見のように金融商品取引法21条の2第3項を応用して適用すると、推定される損害額が大きくなる。しかし、真実が迅速に発表されていれば、事態も迅速に終結し、推定される損害額もより少額になったともいえる。ここで、健全な証券取引市場を構築するために何を重視すべきかといえ、投資家の保護と発行会社に迅速な真実の発表を促すことである。不実表示を行った会社は、迅速に真実を発表することが求められるのであり、それを行わなかった場合、その不利益を被るのは当然である。したがって、当該会社が迅速に真実を発表しなかった結果、損害額が増加した場合、その責任は当該会社が負うべきである。

一方、オリンパス事件の場合、前社長の解任報道と飛ばしの事実を発表した日との間にY社株式を取得した投資家については、実際の損害額よりも過大に

救済される可能性がある。しかし、この場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項・6 項により、不実表示と因果関係のない損害については減額されることから、同条 3 項に定める算定方法を用いて損害額の推定を行う際に、その基準となる公表日前 1 ヶ月間の平均価額（応用による修正後の平均価額）が当該投資家の取得価格を超える場合、取得価格－公表日後 1 ヶ月間の平均価額が救済される最大限の損害額となる。したがって、過大な救済は防ぐことができるといえる。

このように、公表日が判然としない場合には、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に応用を加えた上で同項に定める算定方法を用いて損害額を算定すべきであると解する。特に、オリンパス事件では、先行して発表された前社長の解任報道の時点で、もし前社長の解任がなければ、そもそも新しい情報の発表自体がなかったといえることから、マーケット・モデルによる予測を活用した上で、同項に定める算定方法を用いて損害額を算定すべきであると解する。

## 五、小括

金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を活用して損害額を算定する際、今後に向けて検討すべき直近の課題が三つある。

まず、平成 26 年金融商品取引法改正により、同法 21 条の 2 第 1 項の適用対象者が当該有価証券を取得した者にまで拡大されること、及び、同条の責任が、立証責任を発行会社に負わせた上で、過失責任とされる。右改正に関しては、適切な責任負担と不実表示防止の観点から賛成する。なお、右改正が行われる効果として、発行会社の無過失が立証されれば責任追及自体が否認されることになることから、アメリカにおける損害因果関係の議論と同様に激しい議論が展開されることが予想される。特に会社内部では、立場により求められる注意義務の程度が異なることから、この点について激しく争われることになるだろう。しかし、責任の所在がどこにあるのかは会社の内部関係において検討されるべき問題であり、発行会社と投資家との間の関係において検討されるべき問題ではない。発行会社内部のどこかに不実表示について過失が存在するのであれば、発行会社は投資家に対してその責任を負うべきである。したがって、実際に発行会社に過失がないとされるのは、不実表示がシステムエラーのような

外的要因に基づいて発生した場合に限られると解する。また、証券取引市場にその発行する有価証券を上場している会社は、その社会的影響力に鑑みて、重要な事実に関して、細心の注意を払って発表を行うべきである。したがって、同条の責任が無過失責任から過失責任へと改正されるとしても、同条は証券詐欺防止のみならず、重要な事実に関して正確な発表を喚起するための規定であると捉えるべきであり、今後もそのような形で規制・適用されるべきであると解する。

次に、マーケット・モデルの利用に関して、本来、マーケット・モデルは市場指標との相関関係に変化がない場面でその機能を発揮することができるものである。不実表示の場面では、通常不実表示がなくても何かしら市場指標との相関関係に変化を及ぼす情報が発表されることから、マーケット・モデルは不向きであると言わざるをえない。わが国においては、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項による損害額の推定が可能な以上、原則として、マーケット・モデルを利用してダイレクトに損害額を算定することには賛成できない。しかし、不実表示の事実が公表されたのと同時期に市場全体が大暴落した場合、同項による損害額の算定は合理性を欠く。このような場合については、マーケット・モデルを利用して損害額を算定すべきである。また、不実な情報、または、不実表示に関連する情報が発表されていない場合、何も情報が発表されていない場合における価格変動を探る必要がある場合、それはマーケット・モデルが機能する場面であることから、マーケット・モデルを利用すべきである。

そして、オリンパス事件のように不実表示に関連する先行情報の発表と不実表示の事実の発表とが存在するために公表日が判然としない場合、適切な責任負担、及び、投資家保護の観点から、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項をそのまま適用することは難しい。そこで、オリンパス事件のような場合、同項の規定を応用して、先行する情報が発表された後不実表示の事実が発表されるまでの間の当該有価証券の市場価格をマーケット・モデルにより予測した上で、同項に定める算定方法に基づき損害額を推定するか、先行する情報が発表された日前 1 ヶ月間の平均価額と不実表示の事実が発表された日後 1 ヶ月間の平均価額との差額を推定損害額とすべきであると解する。この点、損害額が大きくなるという問題点があるが、そもそも当該会社は迅速に真実を発表すべきことか

ら、それを怠った結果、損害額が増加した分については当該会社が責任を負うべきである。また、同条 5 項・6 項により、不実表示と因果関係のない損害額は減額されることから、救済される損害額は不当に過大にはならない。

注 1) 平成 25 年 12 月 25 日付 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」22 頁（以下、WG 報告とする。金融庁 HP 内、[http://www.fsa.go.jp/singi/sinngi\\_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/sinngi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf)）。

注 2) 金融商品取引法 21 条の 2 の適用対象者を有価証券の取得者に限定したことについて、「悲観的な不実の表示によって有価証券を取得した投資者も不実表示による損害をこうむっているはずなので、請求権者を取得者に限定するのは適当ではない」（近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 3 版〕』商事法務(2013) 292-293 頁）との指摘を受けていた。

注 3) WG 報告において、この点は引き続き検討する旨の提言がなされている（前掲(注 1)、WG 報告 22 頁）。

注 4) 同 21 頁。

注 5) 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)5 頁。

注 6) 森田章『日本の資本主義と会社法』中央経済社(2014)192-193 頁。森田教授の説明によると、以下の通りである。すなわち、例えば、ある発行会社にとって事業の成功が期待できる状況であったとしても、それが不確定な段階では、原則として、その情報を公表すべきではない。しかし、わが国では、四半期報告書等において将来の業績予測等を公表することが求められる結果、そのような段階でも情報の公表を求められることになる。ところが、最終的にその事業が失敗してしまった場合、その情報の公表は誤解を招く不実表示であったということになりかねない。そして、本条の責任が無過失責任であることから、このような場合に、発行会社が不実表示を行ったとして責任追及されかねないことになる（森田、同 183 頁）。実際に、ある自動車会社のリコールに関する情報開示が不適切であったことが原因で株価が下落したとして、当該会社が金融商品取引法 21 条の 2 に基づき訴訟を提起され、和解に応じざるを得なかったという事実が紹介されている（森田、同 193 頁；日本経済新聞 2013 年 1 月 8 日朝刊 2 面）。



注 7) 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 号 (2011)344-345 頁。

注 8) 黒沼悦郎「ディスクロージャー違反に対する救済—民事責任と課徴金」新世代法政策学研究 9 号(2010)286 頁。

注 9) 森田章「金融商品取引法二一条の二の政策理由」(上村達男他編)『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻《下篇》』成文堂(2011)1034 頁; 神山静香「証券市場における不実の情報開示と民事責任」中央大学大学院研究年報(法学研究科編) 40 号(2011)48-50 頁; 神山静香「流通市場における不実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5 訴訟におけるサイエンターの訴答(pleading)と実証分析を用いた法の評価について—」比較法雑誌 45 巻 4 号(2012)229 頁; 近藤光男「近時の裁判例から見た民事責任の課題と展望」ジュリスト 1444 号(2012)37 頁。

これに対して、平成 26 年金融商品取引法改正前の議論の中で、「発行者にも投資者にもどちらにも落ち度がないときに、どちらに損失を負担させるのが公平か」という観点から、金融商品取引法 21 条の 2 に定める責任を無過失責任とすることに理解を示す見解も存在する(大証金融商品取引法研究会報告「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」(報告者:石田眞得教授)(2010 年 5 月 28 日報告)22 頁 [前田雅弘発言]([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より))。

注 10) 十四代目南面採光「流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の過失責任化の影響」商事法務 2029 号(2014)86 頁。

注 11) 黒沼、前掲(注 5)5 頁。

注 12) 前掲(注 1)、WG 報告 21 頁。

注 13) 森田、前掲(注 6)177-193 頁。なお、森田教授は、証券詐欺に関する規定である金融商品取引法 157 条の規定や同法 21 条の 2 の規定を、証券詐欺に対する民事責任を追及する制度に構築し直した上で、それらを適用することにより、証券詐欺に対処できる体制を構築すべきであると提案している(大証金融商品取引法研究会報告「証券詐欺の民事責任—日米を比較して」(報告者:森田章教授)(2012 年 6 月 22 日報告)16-19 頁([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より); 森田章「証券詐欺の民事責任規定の整備」(一般社団法人 金融財政事情研究会編)『田原睦夫先生 古稀・最高裁判事退官記念論文集 現代民事法の実務と理論(上巻)』きんざい(2013)884 頁)。

注 14) 前掲(注 1)、WG 報告 21 頁。

注 15) マーケット・モデルの説明に関しては、II. 五、3 を参照。

注 16) 黒沼教授は、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(3)」法学協会雑誌 106 巻 2 号(1989)250-265 頁で、マーケット・モデルに基づく損害額の算定を詳細に紹介し、日本でも現実損害賠償方式に基づき損害額を算定する際には、マーケット・モデルを利用することを提案している(黒沼悦郎=永井智亮=中村慎二=石塚洋之「座談会 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)21 頁[黒沼発言]等)。

他にも、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定規定よりもマーケット・モデルを用いて損害額を算定すべきであるとの主張もある(外崎静香「証券取引における損害賠償算定方式の検討」青山社会科学紀要 39 巻 1 号(2010)157 頁)。

注 17) 森田准教授は、信頼区間の観点から、マーケット・モデルは、長期の予測には不向きであると指摘する(森田果(田中亘編)『数字で分かる会社法』有斐閣(2013)277 頁)。

注 18) ライブドア・ショックに関しては、当該会社の不実表示の発覚が市場全体に影響を及ぼし、大暴落を招いたものであることから、本論で述べるような例外的な場合に該当しないと解する。ゆえに、ライブドア事件については、原則通り、マーケット・モデルを利用せずに、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項に基づき損害額を算定すべきであると解する。

注 19) [http://www.olympus.co.jp/jp/common/pdf/if111206corpj\\_1.pdf](http://www.olympus.co.jp/jp/common/pdf/if111206corpj_1.pdf) (オリンパス社 HP 内)。

注 20) 明石一秀(明石一秀=田中襄一=松嶋隆弘編)『金融商品と不法行為』三協法規(2012)320 頁。

注 21) [http://www.olympben.jp/olympus\\_process/](http://www.olympben.jp/olympus_process/) (オリンパス株主弁護団 HP 内)。

注 22) 大証金融商品取引法研究会報告「オリンパス・大王製紙事件について」(報告者：飯田秀総准教授)(2012 年 5 月 25 日報告) 18 頁  
([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_research](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research) より)。

注 23) 事件当時における Y 社の株価は以下の通りである。

平成 23 年	終値
10 月 11 日 (10 月 8 日～10 日 休日)	2423 円
10 月 13 日	2482 円
10 月 14 日	2045 円
10 月 17 日	1555 円
10 月 19 日	1389 円
11 月 7 日	1034 円
11 月 8 日	734 円
11 月 11 日	460 円
12 月 6 日	1190 円
12 月 7 日	1128 円

注 24) 最判平成 24 年 3 月 13 日金判 1390 号 16 頁。

注 25) 弥永真生「金融商品取引法二一条の二にいう『公表』の意義」商事法務 1814 号 (2007)7 頁。

注 26) 大証金融商品取引法研究会報告 (報告者: 飯田秀総准教授)、前掲(注 22)19 頁。

注 27) 飯田准教授は、公表日を投資家が選択した上で、裁判において、イベント分析等を用いて公表日を探る方法を提案している (同上 41 頁 [飯田秀総発言])。また、前田教授は、「公表日も複数個あっていい」としている (同上 42 頁 [前田雅弘発言])。

注 28) 不実表示に関連する情報が先行して発表された後、不実表示の事実が発表されるまでの間に当該有価証券を取得した者について、その者は不実表示の事実を知らずに当該有価証券を取得したといえることから、金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項を類推適用して救済を図ることは可能であるといえる。

おわりに

従来から、わが国においても、証券取引所市場にその発行する有価証券を上場している会社が有価証券報告書等に不実表示を行った結果、投資家が損害を被った場合、民法 709 条等に基づき当該会社に対して損害賠償請求することは理論上可能であった。しかし、投資家が民法 709 条等に基づき当該会社に対して損害賠償請求する場合、不実表示と因果関係のある損害額を投資家が立証する必要があり、その証明が非常に困難であったため、実際にはそのような責任追及が殆ど行われなかった。

わが国において転機が訪れたのは平成 16 年証券取引法改正である。平成 16 年証券取引法改正では、損害額の算定に関して推定規定が導入され、責任追及する際の大きな問題が解消されるに至った。そして、平成 16 年証券取引法改正の頃を境に、証券取引法（金融商品取引法）21 条の 2 や民法 709 条や一般法人法 78 条等を用いて不実表示を行った会社に対する損害賠償請求が増加した。このように、現在、わが国においても、不実表示を行った会社に対して責任追及する土壌が整ったとみることができる。

わが国で不実表示を行った会社に対する責任追及が活発になる前から、アメリカでは、34 年取引所法 10 条(b)項や SEC Rule 10b-5 に基づき損害賠償を請求する訴訟が活発に提起されてきた。そして、アメリカでは、特に司法がその役割を果たすことにより、不実表示に対する責任追及訴訟に関して、適切な解決を図るための制度が整えられてきた。損害額の算定に関しても様々な検討がなされ、事件の解決に適した算定方法が活用されている。その中でも、一番活用されているのが現実損害賠償方式である。この現実損害賠償方式の場合、現実には存在しない本来の有価証券の価値を探究しなければならないため、イベント分析等統計学の観点からの検討も行われている。また、最近では、責任追及を受けた会社が、不実表示と損害との間に損害因果関係がないことを立証することに成功すれば、損害賠償請求自体を否認することができることから、損害因果関係についても激しく議論されている。

一方、わが国でも、本論文で紹介・検討した日本システム技術事件、西武鉄道事件、ライブドア事件、アーバンコーポレイション事件を始め、様々な事案で、不実表示を行った会社に対する責任追及が行われるようになった。そのよ

うな責任追及の経験が浅いわが国では、損害額の算定に関し、事件や裁判所ごとに判断が分かれている。最高裁が、不実表示を原因とする損害を取得自体損害として捉える場合を除いて、株価下落損害として捉えている点については、高値取得損害として捉えるように方向修正すべきである。その上で、損害を取得自体損害として捉えるのが妥当な事案については原状回復方式による算定を、損害を高値取得損害として捉えるのが妥当な事案については現実損害賠償方式による算定を行うべきである。そして、現実損害賠償方式が妥当な場面では、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定を活用して損害額の算定を行うべきである。その一方で、同条の具体的な解釈や損害賠償額の減額については、理論構成に若干問題を抱えている場合があるものの、最終的には妥当な判断が下されている傾向がある。理論構成に関しては適正化を進める必要があるが、現在の具体的な適用の方向を推し進め、同条 3 項を活用してより適切な損害額の算定を構築すべきである。

現在、わが国において、今後に向けて検討すべき直近の課題は三つある。まず、平成 26 年金融商品取引法改正に関しては、適切な責任負担と不実表示防止の観点から賛成する。次に、マーケット・モデルの活用に関しては、マーケット・モデルは不実表示の場面には適さないものであることから、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項による損害額の推定が可能な以上、原則として、マーケット・モデルを利用してダイレクトに損害額を算定することには賛成できない。しかし、同項による損害額の算定に合理性を欠く場合については、マーケット・モデルを利用して損害額を算定すべきである。そして、オリンパス事件のように公表日が判然としない場合については、同項の規定を応用して、先行する情報が発表された後不実表示の事実が発表されるまでの間の当該有価証券の市場価格をマーケット・モデルにより予測した上で、同項に定める算定方法に基づき損害額を推定するか、先行する情報が発表された日前 1 ヶ月間の平均価額と不実表示の事実が発表された日後 1 ヶ月間の平均価額との差額を推定損害額とすべきであると解する。

本論文では、証券流通市場における不実表示に対する損害額の算定に関して、アメリカの状況、及び、わが国における現状・直近の課題について検討を加えてきた。その上で、将来的な課題として、まず、わが国では、ある会社の証券

流通市場における不実表示が発覚すると、当該会社に対して多数の訴訟が提起される。そして、裁判所ごとに損害額の判断が分かれている。この状況は、投資家の救済、及び、当該会社の負担の観点から考えて、望ましい状態とは言えない。そこで、わが国における証券訴訟についてもクラス＝アクションの導入の可能性を探る必要がある。また、わが国では、最終的に、イギリスで制定された金融サービス・市場法をモデルとする預金・保険を含む包括的な立法を目指すことを目標に金融商品取引法を制定していることから、損害額の算定に関して、イギリスの状況も研究する必要がある。今後、この二つの点についてさらに研究を進めていきたい。

最後に、証券流通市場における不実表示に対する損害額の算定に関して、本論文で示してきた方向性により、適切な損害額の算定を導き出すことができると解する。本論文が、わが国において、健全な証券取引市場を構築する一助となるものとする。

参考文献

明石一秀＝田中襄一＝松嶋隆弘編 『金融商品と不法行為』 三協法規(2012)

今川嘉文 『投資取引訴訟お理論と実務』 中央経済社(2011)

幾代通 『現代法律学全集 5 民法総則〔第2版〕』 青林書院(1984)

幾代通＝徳本伸一 『不法行為法』 有斐閣(1993)

池谷誠＝岸谷暁＝中野八英 『証券訴訟の経済分析』 中央経済社(2009)

石井照久 『会社法上』 勁草書房(1967)

伊藤眞 『民事訴訟法〔第4版〕』 有斐閣(2011)

伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征 『リーガルクエスト 会社法〔第2版〕』 有斐閣(2011)

井上英治 『現代不法行為論』 中央大学出版部(2002)

内田貴 『民法Ⅱ 債権各論〔第3版〕』 東京大学出版会(2011)

江頭憲治郎 『株式会社法〔第4版〕』 有斐閣(2011)

江頭憲治郎＝門口正人編 『会社法大系 3 機関・計算等』 青林書院(2008)

江頭憲治郎＝中村直人編 『論点大系 会社法 3』 第一法規(2012)

大隅健一郎＝今井宏 『会社法論中巻〔第3版〕』 有斐閣(1992)

奥島孝康＝落合誠一＝浜田道代編 『新基本法コンメンタール 会社法 2』 日本評論社  
(2010)

奥田昌道編 『新版 注釈民法(10)Ⅱ』 有斐閣(2011)

落合誠一編 『会社法コンメンタール 8 機関 (2)』 商事法務(2009)

於保不二雄 『債権総論〔新版〕』 有斐閣(1972)

加藤雅信 『新民法大系V 事務管理・不当利得・不法行為〔第2版〕』 有斐閣(2006)

柿崎環 『内部統制の法的研究』 日本評論社(2005)

加美和照編 『取締役の権限と責任』 中央経済社(1994)

加美和照 『新訂会社法〔第9版〕』 勁草書房(2007)

上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編 『新版注釈会社法(6)』 有斐閣(1987)

河本一郎＝大武泰南 『金融商品取引法読本〔第2版〕』 有斐閣(2011)

神崎克郎 『証券取引法〔新版〕』 青林書院(1987)

神田秀樹 『会社法〔第15版〕』 弘文堂(2013)

木内宜彦 『会社法(企業法学Ⅱ)』 勁草書房(1983)

岸田雅雄監修 『注釈金融商品取引法 第1巻 定義・情報開示』 金融財務事情研究会  
(2011)



窪田充見 『不法行為法』 有斐閣(2007)

栗山修 『証券取引規制の研究』 成文堂(1998)

黒沼悦郎 『アメリカ証券取引法〔第2版〕』 弘文堂(2004)

黒沼悦郎 『金融商品取引法〔第2版〕』 日本経済新聞出版社(2011)

小町谷操三＝菅原菊志 『小町谷商法講義／会社(2)』 有斐閣(1971)

近藤光男 『最新株式会社法〔第6版〕』 中央経済社(2011)

近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎 『金融商品取引法〔第2版〕』 商事法務(2009)

近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎 『金融商品取引法入門〔第3版〕』 商事法務(2013)

近藤光男＝志谷匡史編 『新・アメリカ商事判例研究〔第2版〕』 商事法務(2012)

酒巻俊雄＝龍田節編集代表 『逐条解説会社法(4)』 中央経済社(2008)

酒巻俊雄＝龍田節編集代表 『逐条解説会社法(5)』 中央経済社(2011)

佐藤庸 『取締役責任論』 東京大学出版会(1972)

澤井裕 『テキストブック 事務管理・不当利得・不法行為〔第3版〕』 有斐閣ブックス(2001)

潮見佳男 『不法行為法』 信山社(1999)

四宮和夫 『事務管理・不当利得・不法行為〔中〕』 青林書院(1985)

四宮和夫＝能見善久 『民法総則〔第7版〕』弘文堂(2005)

証券取引法研究会 『平成16年の証券取引法等の改正』別冊商事法務290号(2005)

鈴木竹雄＝竹内昭夫 『会社法〔第3版〕』有斐閣(1994)

田中誠二 『三全訂会社法詳論上巻』勁草書房(1993)

田中英夫編集代表 『英米法辞典』東京大学出版会(1991)

田中亘編 『数字で分かる会社法』有斐閣(2013)

中田裕康 『債権総論〔第3版〕』岩波書店(2013)

西原寛一＝大隅健一郎＝鈴木竹雄編 『注釈会社法(4)』有斐閣(1968)

西村峯裕＝久保宏之 『コモンセンス民法① 総則〔第3版〕』中央経済社(2009)

林良平＝藤原弘道＝川村俊雄 『逐条民法 特別法講座① 総則』ぎょうせい(1991)

平井宣雄 『損害賠償法の理論』東京大学出版会(1971)

平井宣雄 『債権各論Ⅱ 不法行為』弘文堂(1992)

平野祐之 『民法総合6 不法行為法〔第3版〕』信山社(2013)

藤岡康宏 『民法講義Ⅴ 不法行為法』信山社(2013)

マーク＝I＝スタインバーグ(小川宏幸訳) 『アメリカ証券法』レネシスネクシス・ジャパン(2008)

- 前田庸 『会社法入門〔第12版〕』有斐閣(2009)
- 前田陽一 『債権各論Ⅱ 不法行為法〔第2版〕』弘文堂(2010)
- 町田祥弘 『内部統制の知識〔第2版〕』日本経済新聞出版社(2008)
- 松尾直彦 『金融商品取引法〔第3版〕』商事法務(2014)
- 松田二郎 『会社法概論』岩波書店(1968)
- 丸山秀平 『新株式会社法概論』中央経済社(2009)
- 三井秀範編著 『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』金融財務事情研究会(2005)
- 森島昭夫 『不法行為法講義』有斐閣(1987)
- 森田章 『日本の資本主義と会社法』中央経済社(2014)
- 安川正彬 『統計学の手ほどき〔第16版〕』日本経済新聞社(1971)
- 弥永真生 『リーガルマインド 会社法〔第13版〕』有斐閣(2012)
- 山下友信＝神田秀樹編 『金融商品取引法概説』有斐閣(2010)
- 吉村良一 『不法行為法〔第4版〕』有斐閣(2010)
- ルイ・ロス(証券取引法研究会(日本証券経済研究所)訳) 『現代米国証券取引法』商事法務研究会(1989)
- 我妻榮 『新訂 民法総則(民法講義Ⅰ)』岩波書店(1965)

我妻榮他 『我妻・有泉コンメンタール民法—総則・物権・債権〔第3版〕』日本評論社(2013)

淡路剛久「生命侵害の損害賠償」(星野英一編集代表)『民法講座 第6巻 事務管理・不当利得・不法行為』有斐閣(1985)

飯田秀総「有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定」(平成23年度重判)ジュリスト1440号(2012)

池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用〔上〕〔下〕—インテリジェンス事件を例として—」商事法務1990号(2013)・1991号(2013)

石田眞得「流通市場取引における不実表示と損害因果関係」商事法務1773号(2006)

石田眞得「臨時報告書等の虚偽記載等と取締役・監査役の実責任」私法判例リマックス47号(2013〈下〉)

石塚洋之「西武鉄道株主損害賠償請求訴訟東京高裁判決の検討〔上〕〔下〕」商事法務1868号(2009)・1869号(2009)

伊藤眞「損害賠償額の認定」『原井龍一郎先生古稀記念論文集・改革期の民事手続法』法律文化社(2000)

伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権(一)(二)(三)(四)」法学協会雑誌123巻9号(2006)・123巻11号(2006)・124巻1号(2007)・124巻3号(2007)

伊藤雄司「取締役等の第三者に対する責任の性質」(浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』)有斐閣(2009)

今川嘉文「上場会社の不実開示と損害論」神戸学院法学38巻3=4号(2009)

今川嘉文「不実表示の公表時期と損害因果関係の立証」商事法務 1874 号(2009)

岩崎恵一「株式会社の従業員による架空売上げ計上に基づく有価証券報告書虚偽記載と会社代表者の責任」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)

岩原紳作他「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)

岩原紳作他「金融商品取引法セミナー（第 13 回）民事責任（3）」ジュリスト 1403 号(2010)

受川環大「上場会社の粉飾決算により株価が下落したため、同社の株式を取得した者が損害を被った場合、同社および代表取締役らの株主に対する損害賠償責任が認められた事例」金判 1301 号(2008)

梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論」金融法務事情 1955 号(2012)

梅本剛正「金商法二一条の二第一項に基づき取得自体損害が認められた事例」私法判例リマークス 45 号(2012 〈下〉)

大阪谷公雄「取締役の責任」（田中耕太郎編『株式会社法講座(3)』有斐閣(1956)

王子田誠「会社代表者のリスク管理体制構築義務と有価証券報告書の不実記載による会社の責任」金判 1353 号(2010)

王子田誠「有価証券報告書虚偽記載による上場廃止・株価下落に対して一般投資家が集団でなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載事件・控訴審判決）」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)

王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について（一）（二）（三）（四）」駿河台法学 25 卷 1 号(2011)・25 卷 2 号(2012)・26 卷 2 号(2013)・27 卷 2 号(2014)

太田知行「損害賠償額の算定と損害概念」私法 43 号(1981)

大塚和成「西武鉄道事件最高裁判決が金融商品取引法 21 条の 2 の解釈に与える影響」金判 1377 号(2011)

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)

大杉謙一「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任 (3)」(神田秀樹＝神作裕作編『金融商品取引法判例百選』) 有斐閣 (2013)

片木晴彦「取締役の計算書類虚偽記載に基づく責任が否定された事例」商事法務 1097 号(1986)

加藤貴仁「虚偽記載に関する損害額推定規定における公表の概念」ジュリスト 1376 号(2009)

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 号(2011)

川口恭弘「有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の民事責任」(平成 24 年度重判)ジュリスト 1453 号(2013)

川島いずみ「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—東京地判平成 19・11・26 判時 1998 号 141 頁—」金判 1320 号(2009)

河本一郎「商法 266 条ノ 3 第 1 項の『第三者』と株主」(加藤勝郎＝柿崎榮治＝新山雄三編)『商法学における論争と省察：服部榮三先生古稀記念』商事法務研究会(1990)

川村正幸「有価証券報告書等の虚偽記載に起因する株価暴落により投資者が被った損害の額の算定方法—西武鉄道株主(一般投資家)集団訴訟控訴審判決」判例評論 614 号(2010)

神崎克郎「証券取引法上の民事責任」（上柳克郎編集代表）『大森先生還暦記念 商法・保険法の諸問題』有斐閣(1972)

神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 卷 3 号(2010)

神田秀樹「不実開示と投資者の損害」（小出篤他編）『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)

神田秀樹「講演 金融・経済取引と損害賠償法理等の在り方」司法研修所論集 123 号(2013)

岸田雅雄「検察官と金商法二一条の二第三項の『法令に基づく権限を有する者』等」私法判例リマークス 46 号(2013 〈上〉)

北川善太郎「損害賠償論の史的変遷」法学論叢 73 卷 4 号(1963)

北川善太郎「損害賠償法の展開—序論的考察」法学論叢 124 卷 5=6 号(1989)

鬼頭季郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害賠償責任」（神田秀樹=武井一浩編）『実務に効く M&A・組織再編 判例精選』ジュリスト増刊(2013)

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—会社の不法行為責任と金融商品取引法 21 条の 2 に関する裁判上の問題」判例時報 2097 号(2011)

木村真生子「有価証券報告書の虚偽記載に対する発行会社の責任」ジュリスト 1374 号(2009)

楠本安雄「逸失利益の算定額と所得額」（有泉亨他監修・編集）『現代損害賠償法講座 7 卷』日本評論社(1974)

黒沼悦郎「取締役の第三者に対する責任—計算書類の虚偽記載に基づく責任が否定された場合」ジュリスト 889号(1987)

黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1)(2)(3)(4)(5)」法学協会雑誌 105巻 12号(1988)・106巻 1号(1989)・106巻 2号(1989)・106巻 5号(1989)・106巻 7号(1989)

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)

黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔上〕〔中〕〔下〕—東京地判平成 20 年 4 月 24 日—」商事法務 1838号(2008)・1839号(2008)・1840号(2008)

黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定—ライブドアホールディングス事件判決—」金判 1303号(2008)

黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔上〕〔下〕—東京地判平成二一年五月二一日—」商事法務 1871号(2009)・1872号(2009)

黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配 157号(2010)

黒沼悦郎「西武鉄道事件の 2 つの東京高裁判決について」早稲田法学 85 巻 3 号(2010)

黒沼悦郎「ディスクロージャー違反に対する救済—民事責任と課徴金」新世代法政策学研究 9 号(2010)

黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 Dura Pharmaceuticals 判決について」(尾崎安央＝川島いずみ編)『比較企業法の現在—石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念』成文堂(2011)

黒沼悦郎「有価証券報告書に虚偽記載がなければ上場株式を取得することがなかった投資者が当該虚偽記載によって被る損害の額」金判 1396号(2012)



黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法学セミナー695号(2012)

黒沼悦郎「再生手続開始申立てと虚偽記載等の事実の公表が同時にされた場合における金  
商法 21 条の 2 の適用」金法 1971 号(2013)

黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(1)」(神田秀樹＝神作裕  
作編『金融商品取引法判例百選』有斐閣(2013)

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〔上〕〔下〕」商事法務 1906 号(2010)・1908 号(2010)

神山静香「証券市場における不実の情報開示と民事責任」中央大学大学院研究年報(法学  
研究科編) 40 号(2011)

神山静香「流通市場における不実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5 訴訟におけるサ  
イエントーの訴答(pleading)と実証分析を用いた法の評価について—」比較法雑誌 45 卷  
4 号(2012)

小林史治「アーバンコーポレイション事件における下級審裁判例の特色と意義」商事法務  
1996 号(2013)

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)

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〔上〕〔下〕—西武鉄道事件最  
高裁判決を中心に—」商事法務 1951 号(2011)・1953 号(2011)

近藤光男「近時の裁判例から見た民事責任の課題と展望」ジュリスト 1444 号(2012)

近藤光男「臨時報告書等の虚偽記載の公表と再生手続とが同日になされた場合における金  
商法 21 条の 2 に基づく損害賠償の額」金法 1977 号(2013)

齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復  
と関係当事者への影響〔上〕〔中〕〔下〕」商事法務 1714 号(2004)・1718 号(2004)・1721  
号(2005)

酒井太郎「会社のリスク管理体制の整備に関し代表取締役の過失がないとされた事例—日  
本システム技術事件上告審判決」判例時報 2075 号(2010)

塩田親文＝吉川義春「取締役の第三者に対する責任」『総合判例研究叢書商法(11)』有斐閣  
(1968)

潮見佳男「人身損害における損害概念と算定原理(一)(二)」民商雑誌 103 卷 4 号(1991)・  
5 号(1991)

潮見佳男「虚偽記載等になる損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907 号  
(2010)

潮見佳男「不法行為における財産的損害の『理論』—実損主義・差額説・具体的損害計算」  
法曹時報 63 卷 1 号(2011)

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—西武鉄道事件最  
高裁判決における損害論の検証」(小野秀誠他編)『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代  
的課題』商事法務(2012)

潮見佳男「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法学セミナー 695 号(2012)

志谷匡史「有価証券報告書の虚偽記載と損害の算定」金判 1316 号(2009)

志谷匡史「取締役の内部統制構築・運用責任—最判平成 21 年 7 月 9 日を素材に」月刊監査役 561 号(2009)

白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討〔上〕〔中〕〔下〕—有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任—」商事法務 1970 号(2012)・1971 号(2012)・1972 号(2012)

白井正和「虚偽記載等の事実の公表と再生手続開始の申立てが同時にされた場合における金商法二十一条の二に基づく損害の額」私法判例リマックス 48 号(2014 〈上〉)

新谷勝「金融商品取引法 21 条の 2 の『公表』が争われた事例—ライブドアに対する機関投資家による損害賠償請求事件—」金判 1308 号(2009)

新谷勝「金融商品取引法二一条の二の『公表』に関する問題点—ライブドアに対する損害賠償請求事件判決の検討—」日本大学法科大学院法務研究 6 号(2010)

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)

瀬谷ゆり子「西武鉄道有価証券報告書等の虚偽記載に係る株価下落について機関投資家等がなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載・地裁判決）」龍谷法学 43 卷 2 号(2010)

外崎静香「証券取引における損害賠償算定方式の検討」青山社会科学紀要 39 卷 1 号(2010)

外崎静香「有価証券報告書における不実表示の『公表』の概念(1)」青山社会科学紀要 39 卷 2 号(2011)

外崎静香「有価証券報告書等の虚偽記載による損害賠償額の査定における裁判所の裁量—アーバンコーポレイションの事例より—」青山社会科学紀要 40 卷 2 号(2012)

高島志朗「日本システム技術事件最高裁判決の検討」商事法務 1876号(2009)

高橋均「会社の対第三者責任（会社法 350 条関係）」法学教室 384号(2012)

高橋眞「損害論」（星野英一編集代表）『民法講座 別巻 1』有斐閣(1990)

龍田節「有価証券報告書等の虚偽記載と損害賠償責任」民商法雑誌 148 卷 6 号(2013)

田中誠二「取締役の対第三者責任の性質とその実益」商事法務 722号(1976)

田中亘「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任—ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件」ジュリスト 1405号(2008)

谷川久「民事責任」（レイ・ロス＝矢沢淳編）『アメリカと日本の証券取引法(下)』商事法務研究会(1975)

鳥山恭一「内部統制システム構築義務と会社の不法行為責任」法学セミナー(2010)

奈良輝久「有価証券の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任（金融商品取引法 21 条の 2 所定）が肯定された事例」金判 1404号(2012)

西原道雄「生命侵害・傷害における損害賠償額」私法 27号(1965)

能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」（前田重行他編）『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』有斐閣(2009)

野村修也「内部統制システム」（江頭憲治郎他編『会社法判例百選 [第 2 版]』）有斐閣(2011)

潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定（一）（二）」法学会雑誌 51 卷 2 号(2011)  
・ 52 卷 2 号(2012)

潘阿憲「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任—アーバンコーポレイション虚偽記載事件」ジュリスト 1419 号(2011)

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)

藤林大地「市場における詐欺理論の適用と損害因果関係の立証の要否」商事法務 1979 号(2012)

古川朋雄「証券クラス・アクションの認定と損害因果関係の立証」商事法務 1879 号(2009)

前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 *Durapharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 判決とその示唆を中心に—」福岡大學法學論叢第 53 巻第 4 号(2009)

松井智予「有価証券臨時報告書の虚偽記載等と金商法 21 条の 2 第 4 項・5 項による損害額減額」法学教室 402 号別冊付録判例セレクト 2013(2014)

松尾健一「金融商品取引法二十一条の二による損害賠償責任の内容と賠償額の減額事由」私法判例リマークス 44 号(2012 〈上〉)

松岡啓祐「有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任(2)」(神田秀樹=神作裕作編『金融商品取引法判例百選』有斐閣(2013))

松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に—」(出口正義他編)『企業法の現在 青竹正一先生古稀記念』信山社(2014)

松嶋隆弘「有価証券報告書等に虚偽記載があることが発覚し、上場廃止となった株主からの損害賠償請求—西武鉄道株主集団訴訟事件(①事件)・同機関投資家事件(②事件)第一審判決」判例評論 600 号(2009)

松嶋隆弘「西武鉄道最高裁判決：一般投資家事件」税経通信 2012年5月号

松原正至「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償請求が認容された事例—ライブドア株式一般投資家集団訴訟第一審判決」判例時報 2066号(2010)

三原園子「取締役の第三者に対する責任」(上村達男他編)『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻《下篇》』成文堂(2011)

宮崎祐介「原因が競合した場合の金融商品取引法 21条の2第4項または5項による賠償額の減額」金判 1428号(2013)

森田章「金融商品取引法二一条の二の政策理由」(上村達男他編)『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻《下篇》』成文堂(2011)

森田章「証券詐欺の民事責任規定の整備」(一般社団法人 金融財政事情研究会編)『田原睦夫先生 古稀・最高裁判事退官記念論文集 現代民事法の実務と理論(上巻)』きんざい(2013)

弥永真生「金融商品取引法二一条の二にいう『公表』の意義」商事法務 1814号(2007)

弥永真生「有価証券報告書の虚偽記載と内部統制システム構築義務」ジュリスト 1385号(2009)

山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について (一) (二) —判例法の展開を中心として—」民商法雑誌 80 卷 1 号(1979)・2 号(1979)

行澤一人「一 有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が当該虚偽記載がなければこれを取得しなかった場合における、上記投資者に生じた当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額 二 有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が当該虚偽記載がなければこれを取得しなかった場合における、当該虚偽記載の公表後のいわゆるろうばい売りによる上場株式の市場価額の下落による損害と当該虚偽記載との相当因果関係 (①、②事件) —西武鉄道株主集団訴訟上告審判決」判例評論 643号(2012)

吉川義春「取締役の第三者に対する責任—損害論と株主の『第三者』性(家永正直編)『現代裁判法体系(17)会社法』新日本法規(1999)

吉村良一「ドイツ法における財産的損害概念」立命館法学 1980年2=3=4=5=6号

若林三奈「法的概念としての『損害』の意義 (一) (二) (三) —ドイツにおける判例の検討を中心に—」立命館法学 1996年4号・1997年1号・1997年2号

若松亮「西武鉄道株式取得事件 最高裁判決の検討」判タ 1370号(2012)

和田宗久「有価証券報告書の虚偽記載と会社の株主に対する損害賠償責任」金判 1328号(2009)

九代目南面採光「アーバンコーポレイション最高裁判決にみる証券訴訟における損害額算定の難しさ」商事法務 1988号(2013)

十四代目南面採光「流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の過失責任化の影響」商事法務 2029号(2014)

あおい法律事務所 HP ([http://www.aoi-law.com/han\\_shoken.htm](http://www.aoi-law.com/han_shoken.htm))

[http://www.olympus.co.jp/jp/common/pdf/if111206corpj\\_1.pdf](http://www.olympus.co.jp/jp/common/pdf/if111206corpj_1.pdf) (オリンパス社 HP 内)

[http://www.olymben.jp/olympus\\_process/](http://www.olymben.jp/olympus_process/) (オリンパス株主弁護団 HP 内)

大証金融商品取引法研究会報告「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」(報告者：石田眞得教授) (2010年5月28日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

大証金融商品取引法研究会報告「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」(報告者：北村雅史教授) (2011年12月16日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

大証金融商品取引法研究会報告「西武鉄道事件」(報告者：伊藤靖史教授) (2012年3月23日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

大証金融商品取引法研究会報告「ライブドア事件」(報告者：松尾健一准教授) (2012年4月27日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

大証金融商品取引法研究会報告「オリンパス・大王製紙事件について」(報告者：飯田秀総准教授) (2012年5月25日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

大証金融商品取引法研究会報告「証券詐欺の民事責任—日米を比較して」(報告者：森田章教授) (2012年6月22日報告)

([http://www.ose.or.jp/self\\_regulation/product\\_trading\\_rule\\_reserch](http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_reserch) より)

金融・商事判例 1413号(2013)27頁

金融審議会金融分科会第一部会報告書「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(2003年12月)



日本経済新聞 2012年7月19日朝刊 34面

日本経済新聞 2014年4月24日朝刊 3面

平成25年12月25日付 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」

Bryan A. Gaener et al, Black's Law Dictionary (West Publishing Co. 10th ed. 2014)

W. Jennings=H. Marsh=J. Coffee=J. Seligman, Securities Regulation Cases and Materials (Foundation Press 8th ed. 1998)

J. Coffee=J. Seligman=H. Sale, Securities Regulation Cases and Materials (Foundation Press 10th ed. 2007)

L. Loss=J. Seligman, Securities Regulation (Aspen Revised 3d ed.1988-)

L. Loss=J. Seligman=T.Paredes, Securities Regulation (Aspen revised 4th ed. 2006-)

Brandon J. Stoker, Opening the Rule 10b-5 Floodgates: Ninth Circuit Split in Gilead Sciences Leaves the Loss Causation Pleading Standard in Limbo, Brigham Young University Law Review 301 (2010)

Bryan L. Phipps, In re Williams Securities Litigation – WCG Subclass: How Dura Met Daubert, 2010 Brigham Young University Law Review 215 (2010)

David I. Tabak=Frederick C. Dunbar, Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom, NERA Working Paper #34, April 1999

David Tabak=Chudozie Okongwu, Inflation Methodologies in Securities Fraud Cases: Theory and Practice, NERA Working Paper, July 2002

Devin F. Ryan, Comment, Yet Another Bough on the “Judicial Oak”: The Second Circuit Clarifies Inquiry Notice and its Loss Causation Requirement Under the PSLRA in *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 79 St. John’s L. Rev. 485 (2005)

Donald C. Langevoort, Judgement Day for Fraud-on-the-Market?: Reflections on Amgen and Second Coming of Halliburton, Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 13-058 1 (2013)

Evan Hill, The Rule 10b-5 Suit: Loss Causation Pleading Standards in Private Securities Fraud Claims After *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 78 Fordham Law Review 2659 (2010)

F. Mommsen, Zur Lehre von dem Interesse 1855

Jacob M. Kantrow, Note, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*: Not Really a Loss Causation Case, 67 La. L. Rev. 257 (2006)

James C. Splinder, Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More After *Dura Pharmaceuticals*, 95 Geo. L. J. 653 (2007)

James D. Cox, Fraud on the Market after Amgen, 9 Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy 1 (2013)

Jared Tobin Finkelstein, Note, Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss, 51 Ford, L. Rev. 838 (1983)

Jay W. Eisenhofer, Geoffrey C. Jarvis, and James R. Banko, Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation, 59 Bus. Law. 1419 (2004)

Jeremy T. Christensen, In re Williams Securities Litigation – WCG Subclass: Publicly Traded Corporations Win Leniency in Their Representations After the Tenth Circuit Redefines Loss Causation in Private Actions for Securities Fraud, 43 Creighton Law Review 553 (2010)

Jerod Neas, Note, Dura Duress: The Supreme Court Mandates a More Rigorous Pleading and Proof Requirement for Loss Causation under Rule 10b-5 Class Actions, 78 U. Colo. L. Rev. 347 (2007)

Jill E Fish, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 94 Iowa Law Review 811 (2009)

John C. Coffee, Jr., Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo, 60 Bus. Law. 533 (2005)

John C. Coffee Jr., Loss Causation After Dura: Something for Everyone, 231 N. Y. L. J. 5 (2005)

John R. Guenard, Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.: The Fifth Circuit Requires Proof of Loss Causation To Trigger the Fraud-on-the-Market Presumption of Reliance, 82 Tulare Law Review 2467 (2008)

Jonathan C. Dickey & Marcia Kramer Mayer, Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment, 51 Bus. Law. 1203 (1996)

Lev. & de Villiers, Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis, 47 Stan. L. Rev. 1 (1994)

Merritt B. Fox, Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions, 60 Bus. Law. 507 (2005)

Merritt B. Fox, Understanding Dura, 60 Bus. Law. 1547 (2005)

Michael J. Kaufman, At a Loss: Congress, the Supreme Court and Causation under the Federal Securities Laws, 2 N. Y. U. L. J. & Bus. 1 (2005)

Philip J. Lean, Note, The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities, 26 Stan. L. Rev. 371 (1974)

Robert B. Thompson, "Simplicity and Certainty" in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5, 51 Bus. Law. 1177 (1996)

Scotland M. Duncan, Dura's Effect on Securities Class Actions, 27 Journal of Law and Commerce 137 (2008)

Securities Litigation-Class Certification-Fifth Circuit Holds that Plaintiffs Must Prove Loss Causation Before Being Certified as a Class-Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F. 3d 261 (5th Cir. 2007), 121 Harvard Law Review 890 (2008)

Tad E. Thompson, Messin' with Texas: How the Fifth Circuit's Decision in Oscar Private Equity Misinterprets the Fraud-on-the-Market Theory, 86 North Carolina Law Review 1086 (2008)

## 付記

本論文中、Ⅱ．二「総論」、Ⅱ．三「アメリカで展開されている損害額の算定方法」、Ⅲ．二「金融商品取引法 21 条の 2」、Ⅲ．三「日本システム技術事件」、Ⅲ．四「西武鉄道事件」に関しては、拙稿「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 1 号(2011)を執筆後の法状況を踏まえて加筆修正したものである。

本論文中、Ⅱ．四「損害因果関係」に関しては、拙稿「SEC Rule 10-5 における損害因果関係 (loss causation) の有無の認定基準」比較法雑誌 46 巻 1 号(2012)を執筆後の法状況を踏まえて加筆修正したものである。

本論文中、Ⅱ．五、3「マーケット・モデルの構築による異常株式収益率の算出」、Ⅲ．五「ライブドア事件判決」、Ⅳ．三「マーケット・モデルの利用」に関しては、拙稿「ライブドア事件判決から見る金融商品取引法 21 条の 2」帝京法学 29 巻 1 号(2014)を執筆後の法状況を踏まえて加筆修正したものである。

本論文中、Ⅲ．三「日本システム技術事件」に関しては、拙稿「民事判例研究：株式を購入した者が、発行会社の有価証券報告書の虚偽記載の発覚により株価が暴落したとして発行会社に求めた不法行為に基づく損害賠償請求が認容された事例」法學新報 116 巻 5-6 号(2009)を執筆後の法状況を踏まえて加筆修正したものである。