

氏名 (生年月日)	シユ トウ ユタカ 首藤 優 (1978年1月7日)
学位の種類	博士 (法学)
学位記番号	法博乙第96号
学位授与の日付	2015年3月19日
学位授与の要件	中央大学学位規則第4条第2項
学位論文題目	証券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 —
論文審査委員	主査 丸山 秀平 副査 大杉 謙一・小宮 靖毅

内容の要旨及び審査の結果の要旨

一 はじめに

本論文の執筆者である首藤 優氏は、2001年3月、本学法学部法律学科を卒業、2005年3月本学大学院法学研究科民事法専攻博士前期課程を修了、2012年3月同博士後期課程を単位取得退学し、現在、帝京大学法学部助教である。

本論文は、2004年証券取引法（現金融商品取引法）改正により新設された証券取引法 21 条の 2 第 2 項（金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項，平成 26 年改正により，同 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を視野に置き，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対処すべきかについて，アメリカにおける SEC Rule 10b-5 に関する判決例及び損害賠償額の算定に関する学説を考察し，さらに我が国における金融商品取引法 21 条の 2 に関する近時の判決例を取り上げ，その判決例に関し検討を加え，事例ごとに適切な損害額の算定が可能となる解釈論の可能性を探ろうとするものである。

なお，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，筆者による「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)を加筆修正したもの，同じく，Ⅱ．四「損害因果関係」に関しては，筆者による「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)を加筆修正したもの，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，筆者による「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)を加筆修正したもの，Ⅲ．三「日本システム技術事件」に関しては，筆者による「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 卷 5-6 号(2009)を加筆修正したものである(本論文「付記」参照)。

二 本論文の内容

以下、本論文の章立てと各章の内容について

はじめに

- I. 我が国における責任追及の方法と損害額算定の方向性
- II. アメリカにおける損害額の算定方法の展開
- III. 我が国における損害額の算定の展開
- IV. 今後の課題と展望

終わりに

I. 我が国における責任追及の方法と損害額算定の方向性

第 I 章で、筆者は、我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考察している。

そこで筆者によれば、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、現在では、会社法 429 条 1 項、金融商品取引法 21 条の 2、一般社団法人法 78 条・会社法 350 条・民法 715 条、同法 709 条等、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及する土壌が整いつつあるものの、賠償されるべき損害額の算定については、議論が十分に深まっているとは言いがたいとされる。すなわち、筆者は、会社法 429 条 1 項、一般社団法人法 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、いわゆる「差額説」によるべきであり、不実表示により被った損害を、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ものの、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、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く、損害額の立証は容易ではないことを指摘する。この点、筆者は、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おり、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こと、また、同項の推定規定が存在する以上、同条を活用して損害賠償請求することが多くなることを示唆している。

II. アメリカにおける損害額の算定方法の展開

第II章で、筆者がまず明らかにしていることは、アメリカで、1940年代に34年取引所法10条(b)項及びSEC Rule 10b-5に基づき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こと、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、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ことである。

筆者は、上記のような状況で提起される損害賠償請求訴訟において問題となる損害額の算定方法について33年証券法、34年取引所法及びRule 10b-5で特別の規定がないことから、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としている。

この点に関し、筆者は、Rule 10b-5訴訟において、裁判所が最も使用す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り、この方式では有価証券の真の価格を探究するため、現実に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ことを指摘している。そして、1995年に制定されたPSLRAにより、34年取引所法に追加された21D条(e)項が、右修正損害賠償方式について利用された場合、同項が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、予め目処をつけたうえで訴訟活動を行うことができるが、原告が享受できるメリットは限定的であるとして、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、上記のような規定は不要だったと評価している。

続いて筆者は、Rule 10b-5に基づく訴訟が活発に提起された当初、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こと、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が、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にも定められておらず、その基準はやはり裁判所の解釈に委ねられているとして、裁判所の具体的な判断に論究している。

この点で、まず筆者は、Dura事件について、連邦最高裁判所は、不実表示により株価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判示したが、それ以上の具体的な基準を示した訳ではないことを指摘する。続いて、Gilead事件について、第9巡回区裁判所が損害因果関係に関して柔軟性のある判断を示したこと、Williams事件について第10巡回区裁判所が厳格な基準に基づき損害因果関係の有無を判断したことを明らかにしている。そして、筆者は、損害因果関係に関しては、Williams事件で第10巡回区裁判所が示した厳格な基準を判断の基本としつつ、事案に応じて、Gilead事件で第9巡回区裁判所が示した柔軟性のある解決を図るとの方向性が妥当であると主張する。

損害因果関係に関する上記の検討の後、筆者は今一度、損害額の算定方法に関する分析を進めて

いる。ここで、筆者は、現実損害賠償方式による場合、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が、この問題に対して、アメリカではイベント分析（event study）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点に注目している。

筆者は、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としたうえ、実際に損害額を算定する方法として使われている「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のうち「真実価格一定法」が修正現実損害賠償方式に相通じる算定方法として、裁判実務において最も使用されている算定方法であることを指摘している。

以上のような検討を踏まえ、筆者は、アメリカで展開されてきたことを直ちに我が国に導入することは困難であるとしつつも、金融商品取引法 21 条の 2 の制定により、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我が国で、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である以上、同様の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、我が国にとって大いに参考になると評価している。

Ⅲ. 我が国における損害額の算定の展開

第Ⅲ章で、筆者は、証券流通市場における不実表示に対して損害賠償請求に関する我が国の事例について個別的に分析を行っている。

まず、筆者は、金融商品取引法 21 条の 2 が適用される以前の事件として、「日本システム技術事件」と「西武鉄道事件」を取り上げている。

金融商品取引法 21 条の 2 第 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「日本システム技術事件」について、筆者は、不実表示により被害を被った原告を救済すべきとの観点から、右規定の類推適用が認められるべきであるとして、右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裁判所の判断に賛成している。

また「西武鉄道事件」について、筆者は、本来上場を維持することができない状態であったにも拘らず、不実表示により上場を維持していたという事実関係からすれば、もし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は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、したがって、本事件は、原状回復方式に基づき損害額を算定すべき事案だったとして、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している。

ただ、筆者は、裁判所が損害額の減額の問題を検討する際、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だったこと、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うかが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、差し戻し審で示された 9 割ではなく、10 割を控

除すべきだったと指摘している。

さらに、筆者は、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も当該株式を保有し続けた者については現在の価値を基準に算定することになるが、本事件では、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点があるとして、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との観点を明らかにしたうえで、差し戻し審の時点で、1株1400円でTOBが行われたことで、1株1400円で当該株式の財産的価値を具現化できたとして、当該株式の現在の価値は1株1400円であり、不実表示公表時点での株価（1株1081円）を上回っており、損害はもはや解消されたといえるとして、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している。

続いて、筆者は、金融商品取引法21条の2が適用された事件として、「ライブドア事件」と「アーバンコーポレーション事件」を取り上げている。

「公表日」と損害額の算定について争われた「ライブドア事件」について、筆者は、まず、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している。続いて、公表の方法について、筆者は、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り、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として、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、筆者は、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が重要なことであり、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との観点から、「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している。

また損害額の算定に関して、筆者は、「ライブドア事件」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として、現実損害賠償方式（取得時差額説）を採用した東京地裁の判断に賛成している。これに対して、金融商品取引法21条の2第3項との関係で問題となる損害額の減額について、筆者は、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し、右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反対している。

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「アーバンコーポレーション事件」について、筆者はまず、「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したうえで、同事件は第二次的な意義に基づいて判断したものと評価している。

続いて、損害額の算定について、筆者は、相当因果関係説（株価下落損害説）の立場から損害額の算定を行った最高裁を批判し、現実損害賠償方式に拠った控訴審の判断に与している。なお、筆者は、最高裁が損害額を減額した点について、同事件では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として、賛成するものの、延命策としてのスワップ契約の存在、不実表示による新たな営業外損失の発生等を考慮し、全額減額ではなく、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している。

以上の検討の結果として、筆者は、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とし、後者の算定に際して、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項に定める損害額の推定を活用して損害額の算定を行うべきであるとの見解を明らかにしている。

IV. 今後の課題と展望

第IV章で、筆者は、今後の検討点として、①平成 26 年金融商品取引法改正による同法 21 条の 2 第 1 項の適用対象者の拡大及び同条の責任の過失責任化への評価、②マーケット・モデルの利用の可否、③オリンパス事件のような公表日が判然としない場合への対処、を掲げている。

①について、筆者は、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ものの、過失責任化について、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べきものとしている。

②について、筆者は、不実表示の場面では、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し、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とする。しかし、他方で、筆者は、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や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等にはマーケット・モデルが機能し得るとしている。

③について、筆者は、オリンパス事件のような場合、金融商品取引法 21 条の 2 第 3 項を応用して、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うえで、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する。

筆者は、本論文の「終わりに」の部分で、将来的な課題として、我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必要性を探る必要があること、我が国では、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

る必要があることを示したうえで、本テーマに関する筆者による研究の継続の可能性を明らかにしている。

三 本論文の評価

本論文は、その副題に示されているように金融商品取引法 21 条の 2 の適切な活用のため、とりわけ同条第 3 項による損害額の推定規定との関係で、どのような場面でどのような解釈規準によって不実表示に対する損害額の算定を行うべきかについて、アメリカにおける法状況を踏まえたうえで、我が国における具体的事件に対する裁判所の判断について明確な私見を表明しつつ検討を行っているものとして、最近の金融商品取引法 21 条の 2 に関する比較法的及び解釈論的諸成果の中でも十分な内容を有しており、積極的に評価することができよう。とりわけ第 II 章で、筆者が Rule 10b-5 に基づく訴訟に関し詳細な検討を行い、現実損害賠償方式により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を算定するための方法としてのイベント分析について筆者独自の分析を行っていること、第 III 章で、筆者が取り扱っているそれぞれの事案の内容に応じた非常に柔軟な解釈論を展開している点を評価することが出来る。

本論文は、筆者が個別論文として執筆したものを加筆修正したものであるが、この点で筆者は、本論文作成に際して、平成 26 年金融商品取引法改正に則った新たな論述を加えるとともに、我が国における具体的事件に対する裁判所の判断について最新の内容を取り込み、分析を行っていることは、本論文の学術文献としての価値を、個別論文執筆時よりさらに高めているものといえよう。とりわけ、筆者が第 IV 章で示した今後の課題については、単に筆者の今後の研究継続のための取り組み方に関する姿勢を示しただけに留まらず、金融商品取引法 21 条の 2 に係る新たな規制の内容や規制に関する紛争回避のための解釈論の方向性を示す糸口を明らかにしている点は高く評価することができる。この点で、第 IV 章③で示した観点、すなわち、オリンパス事件のような公表日が判然としない場合への対処として、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うえで、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した点は、筆者独自の解釈論の方向性を示すものとして、金融商品取引法 21 条の 2 に関する本論文に先行する文献をより一歩進めた独自性を有するものとして評価することができよう。

もっとも、筆者が本論文の「終わりに」の部分で自ら明らかにしているように、本論文の内容に関連して、証券訴訟に関する今後の制度的展望や、イギリス法も含めた諸外国の法状況についてもなお検討すべき点が残されており、その部分の考察を行っていれば本論文がより内容的により充実していたものとなっていたかも知れない。また、本論文の構成において、第 II 章までの展開と第 III 章との関連性について、より丁寧な解説をすべきだったとも思われる。

しかし、前半の点は、筆者も述べているように、やはり今後の課題として位置づけられるべきであって、その部分が現段階で論じられないことで本論文自体の価値が損なわれる訳ではない。また、

後半の点は、筆者が付記で述べているように、本論文の各構成部分である既公表論稿の独立性が第Ⅲ章についてやや目立った故であると思われる、本論文の一貫性を崩すものではない。

筆者が、本論文のテーマに関わる研究を今後も継続することで、本論文で明らかにした解釈論の方向性や比較法的な分析をさらに積み重ね、本論文に係る分野に更なる学術的寄与を行うことが期待されることは勿論のことであるが、それ以上に、筆者が本論文を通じて示した数々の分析結果の妥当性や解釈論の方向性をさらに継続的に検証することは、筆者自身の責務であると同時に、審査委員を含めた関連分野に係る研究者全体に託された使命であるといえよう。

四 口頭試問

前記三の本論文に対する評価とともに、2014年9月26日、審査委員によって、本論文の筆者である首藤優氏に対する口頭試問を行った。右口頭試問では、首藤氏の論述の中心となる金融商品取引法21条の2の射程距離、イベント分析の適用対象等に関する質疑応答がなされた。その結果、口頭試問について首藤氏の応答内容は全体として適切なものであることが確認された。

以上のことから、審査委員は、本論文を博士（法学）の学位を授与するに相応しいものと評価する次第である。