

上場会社・役員等の民事責任に関する問題点

2010. 5. 28

関西学院大学 石田眞得

はじめに

I. 発行者の民事責任

1. 発行者自体に責任が課せられること

(1) 従来議論

- ・昭和 46 年の証取法改正に際して有価証券報告書等の虚偽記載について発行者に責任を課さなかったことにつき、「会社と投資者との間で何らの取引も行なわれない流通市場の取引に関して、責任を負わせるのは適当でない」と説明された（渡辺ほか・解説 71 頁）。
- ・不法行為（民 709 条）に基づく責任を負うと考えられてきた（龍田・現代の経済構造と法 516 頁注 5、神崎・証券取引法 296 頁）
- ・昭和 46 年証取法改正に際して、流通市場の開示における虚偽記載に発行者の損害賠償責任が規定されなかったことは不当であると批判（神崎・民事責任 218-219 頁）

「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しておくことは、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から、流通市場の開示における重要な不実表示について発行会社の損害賠償責任を規定しなかったことは、不当であるというべきである。もっとも、損害賠償責任の予防的ないし威嚇的機能の面からは、有価証券届出書および有価証券報告書の作成に関与する発行会社の役員およびその財務諸表に監査証明をする公認会計士または監査法人に不実表示による損害賠償責任を課し、これらの者が細心の注意と十分な配慮のもとに、正確で誤解を生ぜしめない開示を行なうようにすることが重要である。」

(2) 発行者の不法行為責任

- a. 会社法 350 条・・・会社は代表者が職務執行について第三者に与えた損害を賠償する責任を負う。

※代表者が不法行為責任を負うことが必要 [報償責任]

- ・大分地判平成 20 年 3 月 3 日（金判 1290 号 53 頁）

代表取締役が粉飾決算を指示または容認していた事例

（H17 年改正前商法 261 条 3 項・78 条 2 項、H18 年改正前民法 44 条 1 項に基づき会社の責任を肯定）

- ・最判平成 21 年 7 月 9 日（判時 1330 号 55 頁）

代表取締役がリスク管理体制の構築を怠ったことに過失があるかが争われた事例

（会社法 350 条に基づき会社の責任を否定）

- b. 不法行為（民 709 条）

直接的に発行者の不法行為責任を認めた裁判例として：

- ・東京地判平成 21 年 1 月 30 日（判時 2035 号 145 頁、金判 1316 号 52 頁）

「有価証券報告書等を提出する会社及びその取締役には、有価証券報告書等の重要な事項につき、虚偽の記載がされないようにする義務があり、これを怠り、有価証券報告書等の重要な事

項に虚偽の記載をし、又は虚偽の記載がされた有価証券報告書等が提出された場合には、これらの者には、この虚偽記載の事実を知らずに当該会社が発行する有価証券を購入して損害を被った者に対し、民法 709 条の不法行為に基づく損害賠償責任があるというべきである。」

→ 発行者自体も虚偽記載がなされないようにする注意義務を負う

「会社組織として」という意味か？ 内部統制システムの整備との違い？

(3) 21 条の 2 の新設（平成 16 年証券取引法改正）

立案担当者の見解（三井編・条解 32-33 頁）

①開示内容の正確性を担保するために民事責任が設けられていることにかんがみると、発行市場であろうと流通市場であろうと発行会社は投資者のために正確な企業情報を開示すべき。

②開示規制に対する民事責任の法的性質は、損害賠償責任であり、株主に対する会社からの出資の払戻しではなく、株式会社における資本充実維持原則とは何ら関係のないもの。

(4) 流通市場取引に関して発行者を責任主体とすることの問題点

○実際に不正を行った個々の行為者から損害賠償をとるべき。

→しかし行為者の資力に限界＝被害者救済への手当ての必要

○会社は虚偽記載から利益を得ておらず犠牲者。経営者は報酬や業績の説明責任で利益。

→最終的には現在の株主が負担する

○発行者の責任には”Circularity”の問題があり抑止効果は期待できないのではないか（※黒沼・ディスクロージャーの実効性確保 74 頁参照）。

→分散投資家を前提にすれば、投資者間で金銭が移動している。

cf. 金融商品取引法セミナー [三井] 81 頁

「一次的に役職員から取るべしという制度では被害者救済にならないのは明白でしたし、実務上、会社に対して損害賠償を請求するという制度でなければ被害者救済は十分図られません。むしろ一次的には会社に請求することとし、虚偽開示に加担した個々の役職員に対する責任追及については、その実態を把握し得る会社から個々の加担者に対して求償させることが現実的かつ妥当な解決になると考えられました。」

2. 発行者の無過失責任

◆発行者の 21 条の 2 の責任を無過失責任としたことは、厳しすぎるのではないか？

(1) 立案担当者による無過失責任としたことの理由付け（三井編・条解 154-155 頁）

①違法行為の重大性（故意・重過失が推認されること）

開示書類は、投資者の投資判断の基礎資料となり、刑罰により真実性を強制されている重要な書類であり（法人についても、5 億円以下の罰金）、特に計算書類部分は監査法人の審査・株主総会・取締役会の承認を経るなど厳密な手続によって作成されるものであるから、重要な虚偽記載等がある場合は故意または重過失があると考えられるべきである。

②投資者による立証の困難性

開示書類に虚偽記載等をするという違反行為は、発行者内部で行われるものであるから、その主観的要素を、外部者である投資者が立証することは著しく困難であり、その証明を要求するならば一般投資者による損害賠償請求は事実上不可能となる。

③発行市場との平仄

発行市場における発行会社の責任も無過失責任である（18 条）。

(2) 重要な虚偽記載があつて過失がないこと

最判平成 21 年 7 月 9 日（金判 1321 号 36 頁）

有価証券報告書の虚偽記載により損害を被ったとして、投資者が代表取締役の不法行為に基づく発行者の損害賠償を求めた事案。「本件不正行為は、…通常容易に想定し難い方法によるものであったといえることができる。」「本件以前に同様の手法による不正行為が行われたことがあったなど、Y の代表取締役である A において本件不正行為の発見を予見すべきであったという特別な事情も見当たらない。」代表取締役に従業員の売上の架空計上等の不正行為を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失はない。

○会社法上はリスク管理体制の構築義務に違反がなければ、発行者の責任は認められない。

○このようなリスク管理体制が構築されていても、金商法 21 条の 2 では発行者は無過失の責任を負うことは厳しすぎないかという批判。

cf. 川島いづみ・判批 19 頁注（8）「適切な内部統制システムを整備しても、従業員等の不正行為を原因とする不実開示を完全に防ぐことはできないことからして、流通市場開示について発行会社の無過失責任を定める平成 16 年改正証券取引法（金融商品取引法）の規定の妥当性には、疑問がある。」

前越俊之・福岡法学 384 頁、396-397 頁注 104・105「発行市場における発行者の責任を定めた金商法 18 条において無過失責任主義をとることには、少なくとも政策的な意味で、合理性がある。なぜなら発行市場では、基本的に、投資者と発行会社の間での金銭の移動があり、発行者に不実開示があった場合、早い話が、発行会社は投資者から得た金銭を再び投資者に返すだけの話である。」「代表取締役が会社をあげて内部統制システムの確立に努めており、代表取締役のみならず他の役員等にも過失が認定できない場合に、法人としての“会社の過失”とは何なのだろうか？」 → 無過失の抗弁を認める過失責任への法改正を提言

3. 公表の意義

(1) 立案担当者の見解（三井編・条解 158-159 頁）

①公表の主体を限定したこと

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額変動が発生すると典型的に考えられる場合として列挙したもの。

例：法 26 条（内閣総理大臣、金融庁、証券取引等監視委員会）、6 条・12 条（取引所、証券業協会）、79 条の 7（証券業協会）、87 条（取引所）等。破産管財人、その他、各法の監督・検査・報告聴取等についての権限。警察による捜査結果の発表も該当する。

②公表の内容

有価証券報告書に虚偽記載等が存在しているという指摘だけでは足りず、一定の事実が公表されることが必要。虚偽記載については、虚偽部分を指摘すれば足りる。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開示があれば足りる。

③公表の方法

監督官庁等による発表、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、多数の者が知りうる状態に置く措置がとられれば十分。

(2) 公表概念をめぐる議論の状況

○「法令」は金融商品取引法関係の法令に限られるべき（新谷・判批 4 頁）。

- 主体は、検査・報告聴取など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もつ者に限られるのが自然である。警察は開示情報を訂正するという役割を与えられている者ではなく、また警察の捜査結果の発表は暫定的な情報提供にすぎない（弥永・「公表」の意義 5-7 頁）。
- 3 項の列挙する公表主体と検察官ではあまりにも性質が異なる（近藤・ライブドア株主損害賠償 13 頁）。
- 虚偽記載等の事実に関する市場参加者一般の認識が大きく変化する段階を「公表」概念に取り込む必要がある（加藤・判批 134 頁）。
- その者による事実の公表であれば投資者が信頼して投資判断を行うと合理的に考えられる等、提出者から信頼性のある情報を取得することができる者を意味する（黒沼・判批 6 頁）。
- 公表日の確定が遅れるほど、損害推定額が減少する。投資者保護の立場からは、公表の概念を広くとらえることが有益（川口・判批 130 頁）。

<参照>

a. ライブドア東京地判平成 20 年 6 月 13 日判決

公表の主体は「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」。「検察官は、公益の代表者である独任制の機関であって（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」。「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」。「ロイヤル信販及びキューズ・ネットに対する架空売上の計上は、自社株式の売却益の計上と並ぶ本件有価証券報告書の虚偽記載を構成する重要な要素であるから、その重要な要素である事実、しかも、概ね正確な事実が伝達された以上、市場における適正な市場価値の形成が期待できる状況になったものとして、本件有価証券報告書の虚偽記載が伝達されたと評価することは妨げられない〔控訴審・東京高判平成 21 年 12 月 16 日では次のように改められた。：1 月 18 日に伝達された事実の中心は一審被告が十数億円の経常黒字を粉飾したという有価証券報告書の虚偽記載の事実であるところ、その事実は、本件有価証券報告書の約 53 億円の虚偽記載と性質を同じくするものであり、また、金額に差があるといっても一審被告に対する市場の評価を訂正するのに十分な事実である〕」。

b. ライブドア東京地判平成 21 年 5 月 21 日判決

公表の主体・内容については上記とほぼ同じ。公表の時期について「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」。

II. 役員、監査法人等、元引受人の民事責任

(1) 役員（とくに取締役の場合）－ 計算書類・有価証券報告書の虚偽記載の第三者に対する責任

①会社法（429 条 2 項 1 号ロ）

虚偽記載を実行した取締役／注意を怠らなかったことを証明すれば免責（同項ただし書）

それ以外の取締役／任務懈怠について悪意・重過失がなければ免責（429 条 1 項）

②金商法（24 条の 4、22 条、21 条 1 項 1 号）

提出時における取締役／虚偽記載を知らず、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ことを証明して免責（21 条 2 項 1 号）

○金商法では知っていたら免責されない。

(2) 内部統制システムの構築・運用と「相当な注意」

内部統制システムを構築し機能させること

- ・・・取締役・監査役の善管注意義務の内容（江頭・株式会社法 376 頁注 4）
- 金商法 21 条 2 項 1 号／役員「相当な注意」（有価証券報告書について 24 条の 4、22 条で準用）
- ◆内部統制システムの構築・運用義務の履行と「相当な注意」の関係は？

(3) 監査法人の関与社員の投資者に対する不法行為責任

虚偽の会計監査報告・監査証明の第三者に対する責任

①会社法（429 条 2 項 4 号）

会計監査人・・・会計監査報告に記載すべき重要な事項についての虚偽の記載

→ ただし、注意を怠らなかつたことを証明すれば免責（同項ただし書）

②金商法（21 条 1 項 3 号）

公認会計士または監査法人・・・監査証明に係る書類について記載が虚偽でありまたは欠けているものを虚偽でなくまたは欠けていないものとして証明

→ ただし、故意または過失がなかつたことを証明すれば免責（21 条 2 項 2 号）

※職務担当社員（関与社員）の職務の態様が会計監査人の善管義務等を判定する上で大きく影響する（注釈会社法 [龍田] 539 頁）

○監査法人に責任追及 → 完済できないときは社員が無限連帯責任（公認会計士法 34 条の 10 の 6 第 1 項）＝ 一次的には監査法人が責任を負う cf. 有限責任監査法人、指定社員

○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）では監査法人の責任に加え、監査を担当した個々の監査法人社員の損害賠償責任（民 709 条）が追及された。

(4) 監査済みの財務諸表部分についての相当な注意

元引受人の有価証券届出書の虚偽記載等に関する責任—法 21 条 1 項 4 号

虚偽記載等を知らず、かつ、監査済みの財務諸表以外の部分については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つたことを証明すれば免責される（法 21 条 2 項 3 号）

cf.

○行政的規制として、元引受人は発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行わなければならない（法 40 条 2 号、業府令 123 条 1 項 4 号）。

○自主規制として、主幹事元引受人は発行者等から引受審査資料等を受領すること、引受会員は少なくとも一定項目（企業内容等の適正な開示を含む）について厳正な審査を行うことが義務づけられている（日本証券業協会・有価証券の引受け等に関する規則 12 条、13 条、16 条～19 条、同細則 6 条～11 条）。

→通説：監査済みの財務諸表部分については 17 条の「相当な注意」の対象となるため、元引受人は善意だけでは免責されない。

※考慮要素・・・新規公開か否か、届出書作成への関与の程度など

（米国の 1933 年法規則 176 について、森田・開示の手続きと責任 78 頁以下）

(5) 補償(indemnification)

◆元引受契約において、元引受人が投資者に対し支払った損害賠償額の全部または一部について発行者に補償を求めることができるとする補償条項を定めることはできるのか？

a. 米国の裁判例

●Globus v. Law Research Serv. Inc., 418 F.2d 1276 (2d Cir. 1969)判決

発行者の募集文書に誤解を生じさせる事項が記載されていたため、募集に応じて株式を取得した投資者が、発行

者および元引受人に対し、1933 年法 17 条 a 項、1934 年法 10 条 b 項等に基づいて損害賠償を請求したところ、元引受人から引受契約中の補償条項に基づいて発行者に cross claim が提出された。原審は、補償条項は元引受人が虚偽記載を知っておりまたは重大な過失によって知らない場合には無効であり、本件では虚偽記載を知っていたので元引受人の補償条項に基づく請求は認められないと判示した (287 F.Supp. 188 (S.D.N.Y. 1968)、神崎・アメリカ法 99 頁)。控訴審もこの判断を支持。

「本件状況下で補償を許容するならばコモンローおよび証券法のポリシーを軽視することになるという原審裁判所の判断に同意する。」「11 条および同種の規定のもとでの民事責任は、詐欺による投資者の損害填補というよりもむしろ法の実施を促進し、かつ、義務を怠った者に対して制裁を加えることによって過失を防止するところに狙いがある。したがって、元引受人が自己の責任を発行者に自由に転嫁できるならば、Loss 教授のいう民事責任の「威嚇効果」は発揮されないであろう。」

●Eichenholts v. Brennan, 52 F.3d 478 (3d Cir. 1995)判決

発行者の 4 回にわたる証券発行で虚偽記載があったとして、その証券の取得者が発行者、発行者の取締役、元引受人等に対し、1933 年法 11 条、12 条 2 号、1934 年法 17 条 a 項、同法規則 10b-5 等に基づいて損害賠償を求めたところ、地裁で一部和解が成立 (元引受人は和解に応じなかった)。ところが、和解内容には、和解に応じた被告に対し、和解に応じた被告・応じなかった被告ともに求償をしたり補償を求めたりすること等を禁じる条項が盛り込まれた。元引受人はこのような和解を承認した地裁判断に裁量の逸脱がある、補償を求める権利は連邦証券諸法・コモンローで認められたものであると主張。引受契約には、公募に際して重要な不実記載、真実と異なる記載または記載漏れから生じる、すべての損失、責任、請求、損害および支出について元引受人に補償することを発行者は合意する旨が定められていた。

「1933 年法および 1934 年法のもとでは補償の明示的な権利は存在しない。補償は、1933 年法および 1934 年法の根底にあるポリシーに反する。さらに議会がこれらの法のもとで補償を利用可能とする意図を有していたことを示すものはない。」「連邦証券諸法はとりわけ引受人による完全かつ独立した調査の実施を促進するよう求めている。求償とは違い、契約上の補償は、不正の主張や責任の判定の前に、引受人がそのすべての責任を発行者に転嫁することを可能にする。よって、補償は引受人の調査人および公衆の擁護者としての役割を弱めるものである。裁判所が補償条項の効力を認めるならば、調査義務を果たす引受人のインセンティブを事実上なくすることになるだろう。」

b. 日本の場合

日本でも、発行者の開示義務違反によって引受証券会社が責任を負うこととなった場合に、発行会社が補償する旨の規定が元引受契約に入っているのが通常(中村・金融商品取引法 592 頁注 98、石塚＝木内 [上]・22 頁) **★具体的な規定内容をまだ把握できていません。**

→虚偽記載等を防止する目的からみて問題はないか?

- 河本・基本問題 236-237 頁は、Globus 地裁判決への言及のなかで、「我が国においても、信義誠実の原則あるいは公序良俗の観点から同じ解釈になるであろう。」と述べる。
- 会計監査人等の補償契約について、弥永・会計監査人の責任の限定 121 頁は「故意(未必の故意を含む)に監査報告書に虚偽の記載をなした場合は格別、少なくとも会計監査人等に軽過失のみが認められる場合には会社の補償義務の約定は有効であると解する。」と述べる。
- 中村・金融商品取引法 592 頁注 98「引受契約におけるかかる補償条項は、金商法が目論見書の使用しない元引受業務を行う幹事証券会社の法定責任を認めた趣旨に違反しないかも理論的には問題となり得ないわけではないが、当該法定責任が取得者保護のためであることは法文上明らかであり当該賠償責任が履行された後の求償の問題はその射程外と考えられ、また不実記載について届出者又は目論見書作成者である発行会社は無過失による免責の認められない絶対的責任を有すること(法第 18 条)を勘案すれば、当該趣旨に違反することはないと解されよう。」

Ⅲ. 損害額の算定

有価証券報告書等の虚偽記載等による投資者の損害とは？

[虚偽記載等がなければあったであろう状態：A] - [虚偽記載等により生じた現実の状態：B]

B・・・現在の価格または処分価格

Aのいう仮定の状態

ア) 虚偽記載等がなければその証券を取得しなかった → 取得価格自体が損害

イ) 虚偽記載等がなくてもその証券を取得していた → 取得価格と虚偽記載等が行われなかった場合の価格（想定価格）の差額が損害

<金商法 21 条の 2 施行前の裁判例>

①東京地判平成 21 年 1 月 30 日（判時 2035 号 145 頁）

「西武鉄道株は、日本トラスティが本件株式を最初に買入れた平成 15 年 7 月 11 日以前から、上記上場廃止の要件を満たしていたものと認められる。」「三井アセットは、被告西武鉄道の有価証券報告書等上記認定のような虚偽の記載がされていることが明らかになれば、上場廃止となるような西武鉄道株の買入れを日本トラスティに指図することはなく、日本トラスティが本件株式を買入れることもなかったと認められる。そうすると、三井アセットは、被告西武鉄道の有価証券報告書等に虚偽の記載を続け、虚偽であることを明らかにしなかったという本件不法行為により、本件株式を買入れ、その代金額相当の損害を被ったものと認められる。」「日本トラスティは、本件株式を 1 株 1398 円ないし 1650 円で買入れたこと、西武鉄道株の本件訂正・公表の直前である平成 16 年 10 月 13 日の終値は 1081 円であったことが認められるが、本件不法行為がなければ、日本トラスティは、本件株式を買入れることはなく、したがって、上記株価の下落分の損失を被ることもなかったのであるから、この下落分を損害から控除すべきものとはいえない。」「日本トラスティは、・・・本件株式を売却し、5136 万 7822 円を得たことが認められるから、これを損害から控除すべきである。」

②東京地判平成 21 年 3 月 31 日（判時 2042 号 127 頁）

「仮に、西武鉄道の有価証券報告書等上記虚偽記載がなく、コクド所有の西武鉄道株の数が有価証券報告書等に正確に記載されていれば、西武鉄道株は上場廃止となっていたはずであるから、原告らが西武鉄道株を取得することはなかったはずであり、したがって、原告らが西武鉄道株の株価変動結果を甘受すべき地位に立たされることはなかったはずである（原告らが、いわゆる機関投資家として、TOPIX を指標とするインデックス運用を行っており、本件の西武鉄道株もすべて市場により取得したことは、弁論の全趣旨により明らかであるから、原告らが、上場していない株式を取得することはない。）。」「原告らが被った損害は、「本来取得するはずのなかった西武鉄道株を取得させられたことによって、西武鉄道株の株価変動結果を甘受すべき地位に立たされ、その結果、西武鉄道株を取得するために出捐した財産の価値を下落させられたこと」であり、その損害額は、「西武鉄道株の取得価格－売却価格」によって算出される。」「上記虚偽記載がなければ西武鉄道株は上場廃止となっていたはずであること、西武鉄道株が上場廃止となっていたら原告らは西武鉄道株を取得しなかったはずであることに照らせば、・・・原告らの上記損害は、上記虚偽記載によって通常生ずべき損害と認めるのが相当である。」「虚偽記載とは無関係に生じた株価変動結果があるとしても、本来西武鉄道株を取得するはずのなかった原告らに対しては、そのような株価変動結果をも甘受させることができないというべきである。」

○取得から公表直前までの価格下落分（価格変動リスク）は損害から控除しない（①②判決）

○売却して得た金額は損害から控除する。→損益相殺

③東京地判平成 19 年 11 月 26 日（判時 1998 号 141 頁）

「原告が損害を被ったことは明らかであり、原告において上記の意味での損害額を立証できないからといって請求

を棄却することは公平の観点から相当とはいえないこと及び有価証券報告書等の虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任に関し、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格が下落した場合に、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ことからすれば、本件においても、同条 2 項所定の損害額の推定に従い損害額を認定することが相当というべきである。」

○21 条の 2 の考え方を採用したケース

cf. 反対の立場（下記④判決）

④東京地判平成 20 年 4 月 24 日（判時 2003 号 10 頁）

経過措置の定め明らかに反すること、21 条の 2 第 2 項の考え方は法律の規定がなくて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。「処分原告らが、平成 16 年 10 月 13 日の時点で所有していた西武鉄道株式を売却した結果、同日の終値 1 株 1081 円と売却価格との間に生じた差額については、被告西武鉄道から提出された有価証券報告書等の虚偽記載と相当因果関係のある損害というべきである。」

○公表直前価格と売却価格の差額を損害額としたケース

cf. 上記の考え方を否定した裁判例（下記⑤⑥判決）

⑤東京高判平成 21 年 3 月 31 日（金判 1316 号 2 頁）

「本件公表を受けて西武鉄道株式を売却した投資者に生じた損害が本件公表直前の株価（1 株 1081 円）とその売却価格との差額であるとするのは、…西武鉄道株式を売却した株主に対し上記本件公表直前の株価と売却価格との差額について損失填補を認めるに等しいことにもなりかねず、自己責任を原則とする株式取引の本質に照らし、上記の考え方は採用しがたい。」「本件公表によって本件減価事由が顕在化して具体的に発現して上記株式の価値が具体的に毀損され、その毀損された部分が一定の限度で株価に反映したものであることもまた否定しがたい。」「損害の発生は認められるものの、同損害は、流通市場における証券取引において生じ、かつ、その原因が本来的な企業価値の指標とはいいがたい株主構成についての有価証券報告書等の虚偽記載にあるというものゆえに、同原因による損害もまた他の種々の事由の複合作用の総体的結果として生じた株価変動のうちの一部にとどまるものというほかはない。」「しかるとき、上記損害がその性質上その額を立証することが極めて困難な場合に当たるものとして、民事訴訟法 248 条を適用するのが相当である。」

⑥東京高判平成 21 年 2 月 26 日（判時 2046 号 40 頁）も同旨。

○民訴法 248 条を適用したケース

◆一連の西武鉄道事件では、保有株主の請求は認められていない。

上記④判決によると、

- ・西武鉄道は同社株式の上場廃止後（平成 18 年 1 月～2 月）に行われた会社分割等の組織再編に反対する株主から 1 株 919 円で買取りに応じていたこと、
- ・西武鉄道株式の代わりに割り当てられた西武ホールディングス株式は平成 18 年 9 月末時点で 1102 円～1939 円と評価されていたこと、
- ・西武ホールディングスは平成 19 年 5 月以降 1 株 1175 円で単元未満株式の買取請求に応じていることから、口頭弁論終結時において保有原告の有する西武ホールディングス株式の株価が西武鉄道の虚偽記載の公表直前価格 1081 円を下回っているとは認められない。

損害は填補された（東京地判平成 19 年 8 月 28 日（判タ 1278 号 221 頁））と考えるのか？

- ・値下がりしたとき、虚偽記載と関係のない事由による下落分は取り除く
- ・値上がりしたときは、業績上昇を分析・予測して買った投資者の努力は十分に報われない？

cf. 神田・上場株式の株価の下落と株主の損害 14 頁

「高値取得損害のケースの場合であっても、「取得時差額」は損害額算定の出発点にはなりうるが、損害は一時点以降に発生したり、拡大したり、縮小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べきかがポイントである。」（下線・石田）

— 以上 —

【引用文献】

- ・石塚洋之＝木内敬「企業情報の開示責任と開示に関する内部統制 [上]」商事法務 1889 号 19 頁（2010 年）
- ・岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー（第 11 回）民事責任（1）」ジュリスト 1397 号 70 頁（2010 年）
- ・上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫『新版注釈会社法（6）株式会社の機関（2）』（有斐閣、1987 年）
- ・江頭憲治郎『株式会社法 [第 3 版]』（有斐閣、2009 年）
- ・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（平成 20 年度重判）133 頁（2009 年）
- ・川口恭弘「有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行者等の責任」ジュリスト 1398 号（平成 21 年度重判）128 頁（2010 年）
- ・川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任」金判 1320 号 14 頁（2009 年）
- ・河本一郎「証券取引法の基本問題－民事責任を中心として－」神戸法学雑誌 21 卷 3・4 号 222 頁（1972 年）
- ・神崎克郎「Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968)」アメリカ法 1970-1 号 93 頁（1970 年）
- ・神崎克郎『証券取引法 [新版]』（青林書院、1987 年）
- ・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 1 頁（2010 年）
- ・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」金判 1303 号 2 頁（2008 年）
- ・黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保－民事責任と課徴金－」金融研究 25 卷 69 頁（2006 年）
- ・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 4 頁（2008 年）
- ・新谷勝「金融商品取引法 21 条の 2 の「公表」が争われた事例」金判 1308 号 2 頁（2009 年）
- ・龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』（筑摩書房、1975 年）
- ・中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務、2008 年）
- ・三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任－条解証券取引法』（金融財政事情研究会、2005 年）
- ・森田章「開示の手続と責任」証券研究 68 号 57 頁（1983 年）
- ・弥永真生「金融商品取引法 21 条の 2 にいう「公表」の意義」商事法務 1814 号 4 頁（2007 年）
- ・弥永真生『会計監査人の責任の限定』（有斐閣、2000 年）
- ・渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会、1971 年）