有価証券報告書の虚偽記載と発行会社の損害賠償責任
―ライブドア事件最高裁判決と金商法21条の2の損害

弁護士　草地 邦晴

1　はじめに

上場会社において不正な会計処理がなされ、有価証券報告書への虚偽記載が行われていた場合、当該虚偽記載を前提として形成されていた株価が、虚偽記載発覚後に暴落することがある。そのような場合に、虚偽記載を前提とした高値で株式を取得し、暴落後の株価で株式を売却せざるを得なくなった（あるいは売却できずに保有し続けた）株主は、発行会社に対してその損害の賠償を請求できるのか、その場合の損害はどのように算定するべきなのかが問題となる。

この点について判示した判決としては、不法行為責任（民法709条）を根拠として取得自体の損害を認めた西武鉄道事件最高裁判決[1]が知られるところである。しかし、この事案の特殊性や判決の射程の問題もあり、平成16年改正で新設された証券取引法（現在は金融商品取引法）21条の2の規定においても、その損害の解釈について考え方の対立がみられていた。これに対して、最高裁は平成24年3月13日ライブドア事件判決[2]で、その基本的な考え方を明らかにしたので、本稿では同判決を中心に、こうした場合に株式会社が負う賠償責任の損害の考え方について概観したい（なお、同判決にはその他にも重要論点の判示を含むが本稿では割愛する。）。

2　西武鉄道事件最高裁判決[1]

(1) 判示の内容

同事件は金融商品取引法（当時の証券取引法。以下は単に「金商法」と言う。）21条の2の適用がない事案にかかるもので、民法709条に基づく株主の株式会社に対する損害賠償事件である。判決は株主の株式取得自体の損害を認めた上、損害の算定については、「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家が、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家に生じた損害の額、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（注：括弧内略）との差額をそれぞれ基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して、これを算定すべきもの」と判示した。

(2) 取得自体損害と高値取得損害

虚偽記載があったことによる損害をどのように捉えるかについては、「取得自体」を損害とみる立場と「高値取得」を損害と見る立場の対立があった。前者は、虚偽記載がなかったら当該株式を取得していなかったといえる場合には、取得自体を損害ととらえ、取得価格から処分価額を控除した額を損害と見るもので、後者は、虚偽記載によって形成された高値価額で取得したことを損害ととらえ、虚偽記載がなければ形成されていたと想定される想定価額との差額を損害と見る立場である。

これに対して最高裁は、本件では虚偽記載がなかった場合には上場廃止基準に抵触して上場廃止となっていた蓋然性が高かったことから、虚偽記載がなかったら当該株式を取得することはなかったと認め、これを前提に「取得自体損害」すなわち取得価額と処分価額との差額（処分していない場合には市場価額との差額）を損害の基礎として認めるとともに、そこから当該虚偽記載に起因しない下落分を控除して算定すべき損害とする旨を判示した。

(3) 本判決の射程

しかし、通常は、当該虚偽記載がなかったら当該株式を取得していなかったことを立証することは困難なことが多く、その立証ができない場合やそもそも当該虚偽記載がなくとも当該株式を取得していたという場合に、虚偽記載があったことによる損害をどのように捉えるのかは、以下に述べる新設された金商法21条の2の解釈とも相まって激しい見解の対立が残されていた。

3　金商法21条の2と学説

(1) 金商法21条の2の内容

同条は、不正会計事件が社会問題化したことを受け、虚偽記載がなされた有価証券報告書を前提に市場で株式を取得した株主から株式会社に対する損害賠償請求を容易にするため、平成16年改正で新設された規定である（なお、現行法には第2項が加えられ

たため従前の第2～5項が第3～6項となっているが、以下は便宜上、従前の第2～5項で表記する。)。

同条は、第1項で虚偽記載を含む有価証券報告書等の提出者に、当該報告書等が縦覧に供されている間に流通市場で当該株式を取得した者に対する「虚偽記載等により生じた損害」の賠償責任を規定している[3]。第2項では、損害の推定規定をおき、虚偽記載等の事実が公表された時は、公表日1年内に株式を取得して引き続き所有する者については、当該公表日の前1月間の市場価額平均額から当該公表日の後1月間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」とすることができると規定する。他方で、第4、5項は、損害の全部又は一部が「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を証明したときには、その部分(裁判所の相当な額の認定もありうる。)の賠償責任を免れるとされる。

そして、この「虚偽記載等により生じた損害」の解釈には、前記と同様の見解の対立があり、その解釈は第2項、第4項、第5項の解釈にも反映することとなる。

(2) 取得時差額説

この説は、「虚偽記載等により生じた損害」は、高値で株式を取得した時点で確定しており、取得価額(虚偽記載によって形成された「高値価額」)から想定価額(虚偽記載がなければ形成されていたと想定される価額)を控除した差額であると考える立場である。この説からすると、第2項は取得時差額の推定規定であると解することになり、第4、5項により免れる虚偽記載等によって生ずべき値下り「以外の」値下りには、狼狽売りや会社の信用毀損による値下りなどの間接損害が含まれると解することとなる。

その理由としては、高値損害以外の虚偽記載等の公表によって株価が下落したことによる損害は株主の間接損害(直接損害を被るのは会社)であって、それは株主代表訴訟によって会社への損害回復を図ることはできるとしても、株主が会社に請求できる損害ではないことなどが挙げられており、立案者の意図としても想定価額の立証が極めて困難であることから取得時差額の立証の負担を軽減したのが第2項である等とする。

ライブドア事件最高裁判決の岡部反対意見がその代表的なものであり、1審判決[4]もこれによっていると思われる。下級審判決にはこの説を採用しているものも多く見られ、学説上も有力である[5]。

(3) 相当因果関係説

この説は、「虚偽記載等により生じた損害」は、虚偽記載と相当因果関係のある損害であり、取得時差額に限定されるものではないと考える立場である。この立場からすると、第2項は相当因果関係のある損害の推定規定であると解することとなり、虚偽記載と相当因果関係のあるものは間接損害も含めて第4、5項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」となることから、同項により責任を免れる「値下り」は相当因果関係のない事情によるものと解することになる。

その理由としては、法律自体に損害を限定する規定がないことや、株主の狼狽売りや信用毀損による株価の下落なども、有価証券報告書等の虚偽記載という違法行為に基づく損害である以上、これを否定して取得時差額に限定する理由がないことなどが挙げられる。

ライブドア事件最高裁判決の田原補足意見や原審判決[6]がこの立場をとっており、下級審判決でも高裁などでこの説を採用しているものが多く見られる。

4　ライブドア事件最高裁判決[2]

このように対立のあった損害の捉え方について、最高裁は次のとおり判示した。

(1) まず、21条の2第1項の「損害」については、同条が「投資者の保護の見地から、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」であることや、同条1項が、「同法19条1項の規定の例により算出した額(以下「19条1項限度額」という。)が上限とされているほかは、何ら限定されていないこと」から、「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」とした。

そして、第2項については、「同条1項を前提として、虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから、同条2項にいう『損害』もまた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。

第5項については、「同条2項を前提とした規定であること」から、「同条5項にいう『虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り』とは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、有価証券報告書

等の虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりの全てをいうものと解するのが相当」とした。その理由として、仮にこれを取得時差額相当分の値下がりに限られるものと解した場合、同条2項の推定規定を用いずに、同条1項あるいは民法709条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損害の全てについて賠償を受けることができるのに、同条2項によるときには取得時差額の賠償しか受けられないことになり、「投資者保護の見地から損害の額を推定した同項の趣旨が没却されかね」ないと論じた。

(2) 判決は、株主が請求できる損害について相当因果関係のある損害を全て含むとし、取得時差額に限定すべき理由はないとしており、基本的に相当因果関係説によるべきことを明らかにするとともに、不法行為（民法709条）における損害との関係にも言及し、西武鉄道事件最高裁判決との整合性にも配慮したことが伺える。そして、結論としては、マスメディアによる加熱報道や個人投資家による売り注文の殺到による株式の値下がりについても、虚偽記載との相当因果関係にある損害として認定し、第5項による損害からの控除は認めなかったものである。

5　まとめ

ライブドア事件最高裁判決は、下級審においても判断が分かれ、学説上も鋭い対立のあった金商法21条の2の解釈について重要な判示を行っており、今後の実務に大きな影響を与えることになる。ただ、この問題は条文の解釈論や損害賠償理論にとどまらず、多数の利害関係人（21条の2の適用のない株主、会社債権者、任務懈怠があった取締役等）が存在する株式会社において、株主の一部に生じた損害を誰がどの範囲で負担すべきかという会社法上の考え方にもかかわっており、本判決後もその評価は割れている[7][8]。有価証券報告書の虚偽記載事件と一口に言っても、その原因や内容、会社の置かれている状態は様々であり、今後の具体的な適用のあり方にも微妙な影響を与えることが考えられるところであり、注視していく必要があるように思われる。

1　西武鉄道事件　最三小判平成23年9月13日判決（判タ1361号103頁）
2　ライブドア事件　最三小判平成24年3月13日判決（判タ1369号128頁）
3　立法当時は無過失責任であったが、現在は改正により過失責任（現行2項）となっている（但し、立証責任は無過失を主張する側にある。）。
4　東京地裁平成20年6月13日判決（判時2013号27頁）
5　例えば、「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」田中亘（ジュリストNo.1405　184頁）
6　東京高裁平成21年12月16日判決（金商1332号7頁）
7　肯定的に捉えるものとして、例えば「ライブドア事件最高裁判決と金商法21条の2の損害論」梅本剛正（金法No.1955　56頁）
8　反対するものとして、例えば「ライブドア事件最高裁判決の検討（上）（中）（下）」白井正和（商事法務No.1970　4頁、No.1971　14頁、No.1972　15頁）