

論説

金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項に基づき 損害賠償を請求する際の主張・立証方法について

—金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項によって推定されない者が、有価証券報告書等に虚偽記載等があったことによって損害を被ったとして、会社に対して金融商品取引法 21 条の 2 第 1 項に基づいて損害賠償を請求する際、どのような主張をし、どのような立証をなせば、損害賠償請求が認められるか?—

2008 年 4 月入学

浅江貴光

- I. はじめに
- II. 21 条の 2 第 2 項について
 - 1 21 条の 2 第 2 項についての立法担当者の考え
 - (1) 21 条の 2 第 2 項の趣旨及び算定方法について
 - (2) 要件限定の理由
 - 2 齋藤尚雄による 21 条の 2 第 2 項の説明の試み
 - (1) 2 つの前提法則
 - (2) 21 条の 2 第 2 項の要件限定の理由に対する説明の試み
 - (3) 齋藤尚雄の説明の妥当性
- III. 検討
 - 1 証明度及び要件事実について
 - (1) 証明度について
 - (2) 要件事実について
 - 2 ケースにおいて投資者が被る損害とは
 - (1) 不法行為における損害とは
 - (2) 虚偽開示があったために投資者が被る損害について（黒沼悦郎の二分論）
 - (3) 流通市場における損害賠償請求
 - 3 鶴岡灯油事件（最判平成元年 12 月 8 日民集 43 卷 11 号 1259 頁）
 - (1) 事案の概要
 - (2) 損害論についての最高裁の判断
 - 4 損害の発生及び額の立証方法
 - (1) 鶴岡灯油事件最高裁の論理を用いることができるか
 - (2) 鶴岡灯油事件とケースとの違い
 - (3) 想定価格を立証できるか
 - (4) 差額を手がかりとして立証することは認められるだろうか
 - (5) 手がかりとしてどの差額を用いるべきか
 - (6) 前提要件の付加
 - (7) 第 1 プロセスにおける前提要件について
 - (8) 第 2 プロセスにおける前提要件について
 - 5 因果関係について
 - 6 民訴法 248 条について
 - (1) 「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」にあたるか
 - (2) 民訴法 248 条の法的性格について
 - 7 会社財産流出の懸念について
 - (1) 問題点
 - (2) 損害を被った理由はなにか
- IV. 終わりに

1. はじめに

金融商品取引法 21 条の 2 (以下、単に条文を示す時は金融商品取引法の条文とする。)は、有価証券報告書等のうちに、重要な事項について虚偽記載等があった場合に、当該書類が公衆縦覧に供されている間に、当該書類を提出した会社が発行者である有価証券を募集又は売り出しによらないで取得した者が、会社に対し、損害賠償を請求することができるという規定である。この条文は、証券取引法平成 16 年改正において導入された。導入された趣旨は、原告の立証負担を軽減するためであり、第 1 項において無過失責任とされ、第 2 項において損害額の推定規定が置かれている。もっとも、第 2 項により損害額が推定されるためには、公表日前 1 年以内に当該会社の有価証券を取得し、公表日において所有し続けた者でなければならない。

有価証券報告書等に虚偽記載等があり、それによって損害を被ったとして会社に対して損害賠償を求める損害賠償請求権の性質は、不法行為に基づく損害賠償請求権である。そのため、21 条の 2 がなくとも、民法あるいは商法の一般不法行為の規定に基づいて、請求することも可能である。現に、西武鉄道事件等、21 条の 2 が適用されない事件¹⁾について、民法あるいは商法の一般不法行為の規定を根拠として、いくつか訴訟が提起されている。その結果として、裁判所が原告の請求を認めた例²⁾もあるが、損害の発生及び額の立証がなされていないとして請求を否定した例³⁾もあり、また、認めた裁判例におい

てもその理由はそれぞれ異なり⁴⁾、結論は一致をみない状況である。

このように一般不法行為の規定に基づいて損害賠償を請求した場合の結論が錯綜している中、いわゆるライブドア訴訟⁵⁾において、21 条の 2 第 2 項が初めて適用された。その結果、原告の立証負担は従来に比べてはるかに軽減され、損害賠償請求が認められた。したがって、第 2 項の推定規定は、大変大きな意味を持ち、公表日前 1 年以内に取得した者であるかによって、請求が認められうるかどうかは大きく異なる。

この点について、私には 1 つの疑問がある。それは、公表日前 1 年以内に有価証券を購入した者であろうと、公表日前 1 年よりも前に購入した者であろうと、保護されるべき必要性という観点からは、同じではないかということである。

例えば、2006 年度、2007 年度の有価証券報告書において、それぞれ同じような粉飾決算を行っていた会社があるでしょう。そして、2008 年 8 月 1 日に会社が、2 年度にわたって有価証券報告書に虚偽記載を行っていたことを公表し、株価が暴落した。このとき、2007 年 7 月 30 日に当該会社の株式を市場で購入した者と、2008 年 7 月 30 日に購入した者で保護をすべき必要性は異なるだろうか。

私は、公表日前 1 年以内に購入した者であろうと、それよりも前に購入した者であろうと、保護すべき必要性という観点からは、変わらないと考える。しかしながら、第 2 項において明確に 1 年を境に線引きをしており、明文の規定に反して公表日前 1 年よりも前に購入した者について、第 2 項を適用あるいは

1) 21 条の 2 は、平成 16 年 12 月 1 日から施行され、それ以前の開示書類については適用されない。

2) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日金判 1293 号 42 頁、東京地判平成 19 年 9 月 26 日金判 1278 号 32 頁、東京地判平成 19 年 11 月 26 日判時 1998 号 141 頁、大分地判平成 20 年 3 月 3 日金判 1290 号 5 頁。

3) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日金判 1293 号 70 頁、東京地判平成 19 年 8 月 28 日金判 1280 号 10 頁、東京地判平成 19 年 10 月 1 日判タ 1263 号 331 頁。

4) 前掲注 2) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日は、公表日の価格から売却価格を引いた分について損害賠償請求を認め、前掲注 2) 東京地判平成 19 年 9 月 26 日は、取得価格から公表直前までの下落分及び売却価格を控除した額の損害賠償請求を認め、前掲注 2) 東京地判平成 19 年 11 月 26 日は、21 条の 2 が適用されない事例だったが、21 条の 2 第 2 項の推定規定は合理性を有するとして、推定規定を用いて損害賠償請求を認め、前掲注 2) 大分地判平成 20 年 3 月 3 日は、取得価格から最終的な売却価格を控除した額の損害賠償請求を認めた。

5) 東京地判平成 20 年 6 月 13 日金判 1297 号 42 頁。

類推適用することによって損害額の推定をすることは、およそ条文解釈として不可能であろう。すると、21条の2というのは、投資者の保護を図った規定であるといえるが、損害額推定規定を利用できるのが公表日前1年以内に取得した者に限定されているため、必ずしも十分とはいえないと思われる。

では、第2項の損害額推定規定を利用できない者が、第1項に基づいて損害賠償を請求する際、どのような主張・立証をすればよいだろうか。この場合には、一般不法行為の規定に基づいて請求するときと同様に、原告は、損害の発生及び額、因果関係を立証しなければならない。前掲注2)、注3) 東京地判平成20年4月24日の西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載をめぐる2つの裁判例では、同じ日、同じ裁判官が判決を下したにもかかわらず、一方では請求を認め、一方では認めないという結論が下された。一言で言えば、請求が認められなかった原告の主張の仕方が悪かったということになるが、第1項に基づいて請求する場合にも、このように請求の仕方次第では、本来請求が認められるはずの事件においても、請求が否定されることもありうる。

そこで、21条の2第2項によって推定されない者が、有価証券報告書等に虚偽記載等があったことによって損害を被ったとして、会社に対して21条の2第1項に基づいて損害賠償を請求する際、どのような主張をし、どのような立証をなせば、損害賠償請求が認められるかということ、実際に裁判になった場合を念頭において検討していきたい。

II. 21条の2第2項について

本論文の主題についての検討の前提として、21条の2第2項とはいかなる規定であるかを明確にしたい。21条の2第1項に基づいて請求する場合においても、第2項の損害額推定規定というのは大変参考になると思

われるからである。

1 21条の2第2項についての立法担当者の考え

立法担当者の第2項の考えは以下の通りである⁶⁾。

(1) 21条の2第2項の趣旨及び算定方法について

民事上の損害賠償請求では、原則として原告は、① 違法行為、② 故意・過失、③ 違法行為と損害との間の因果関係、④ 損害及び損害額を原告は主張立証しなければならない。ここでいう損害のとらえ方は、加害行為がなかったと仮定した場合の財産状態と現実の財産状態との差額である。不法行為における損害の認定に、差額説が取られる以上、証券取引であろうとなかろうと一定の仮説を立てて損害額を把握せざるを得ない。本来差額説であれば、不実開示がなかったと仮定した場合の証券の価格を想定すべきこととなり、「証券を取得したときの取得価格」－「仮に不実開示がなかったと仮定した場合の当時の証券の想定価格」＝損害額となるはずである。しかし、後者の価格を原告が立証することは極めて困難である。そこで、仮定の価格を想定する代わりに、現実に真実が公表され証券の価格が下落した場合に、その下落額は、いわば不実開示によって不当に高く評価されていた価格の近似値であると考え、法律上、「下落額」≒「差額説による理論価格」と評価して、第2項の推定規定を設けた。

公表日前後1か月間の平均額の差額により推定額を算出することとした趣旨は、次のとおりである。開示書類の虚偽記載等の証券価格への影響は継続的なものであることから、その価格への影響を考えるには、一定期間の価格をとることが望ましい。また、虚偽公表直前または直後の一点の市場価格をとることは、その価格がその日に特に発生した特殊な

6) 以下の説明は、三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任一条解証券取引法』（きんざい、2005）30-38頁、152-166頁による。

事情を反映した額である可能性があり、必ずしも適当とはいえない。特に公表直後については、虚偽記載等の公表に対する市場の過剰な反応による部分（いわゆるオーバーシュート）もあることから、そのすべての下落額を虚偽記載等によって生じたとするのは妥当でない。他方で、平均をとる期間をあまりに長期とすると推定規定を利用できるまでに時間がかかるし、他の事情による価格変動の影響もうけてしまう。以上を総合的に勘案し、1 か月とした。

(2) 要件限定の理由

推定規定を利用できる請求権者は、公表日前 1 年以内に証券を取得した者に限定されている。これは、取得時と公表日との間にあまりに時間的間隔が認められる場合には、当該証券価格決定の基礎となる経済状況がその間に大きく変化している可能性も高くなり、上記のような推定の合理性が薄まるという理由に基づく。

また、「公表日において引き続き当該有価証券を所有する者」に限定されている。これは、公表日前に証券を売却した者は、まだ虚偽記載等が公表されず、虚偽記載等を原因とする証券価格の下落による損害が顕在化しないうちに証券を手放しているため、典型的に損害が生じているとは考えにくいという理由に基づく。

2 齋藤尚雄による 21 条の 2 第 2 項の説明の試み

齋藤尚雄は、21 条の 2 第 2 項の推定規定の構造を分析すると、前提をなす複数の法則の組み合わせにより成立しているとの説明が可能であり、その見方が正しいとすると、第 2 項が適用されるための要件も整合的に説明できるとしている⁷⁾。

齋藤尚雄の説明というのは、21 条の 2 第 2

項の構造を理解する上で有益であると思われるため、以下、その説明について述べる⁸⁾。

(1) 2 つの前提法則

第 2 項の損害額推定規定の構造は、2 つの前提法則の組み合わせにより成立しているとの説明が可能である。

第 1 に、スタート時（不実開示が継続している期間中であって、投資者が証券を取得した時点）の現実価格と真実織り込み済みの理論価格との差額（これが理論上の差額）と、エンド時（不実開示があったことの公表日）における両者の差額とがおおむね等しいこと（換言すると、エンド時においてもスタート時と同レベルの損害が継続して存在していること）。これを前提法則第 1 という。

第 2 に、前提法則第 1 により、エンド時に継続していると目される「損害」の額は公表日前後の株価の落差によって合理的に計測できること。これを前提法則第 2 という。

(2) 21 条の 2 第 2 項の要件限定の理由に対する説明の試み

21 条の 2 第 2 項が、この 2 つの前提法則を前提とした推定規定であるという見方が正しいとすると、21 条の 2 第 2 項の利用のための、① 公表前 1 年以内に証券を取得、② 公表日において引き続き証券を所有という 2 つの要件は、ある程度整合的に説明することも可能なように思われる。①については、不実開示後 1 年以上の長期間が経過した場合には、スタート時とエンド時の差額のレベルがかい離する可能性があるとの懸念から設けられたと説明可能であろう。②については、不実開示中に証券を取得した者は取得時において現実価格との差額分の割増代金の損害を受けるものの、公表前に売却している場合には、前提法則第 1 が公表期間中を通じておおむね正しいとすれば、不実開示による割増分が依然として上乗せされている価格で売却することとなり、結局プラスマイナスがほぼ同

7) 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 1718 号 32 頁、33 頁（2004）。

8) 以下の説明は、齋藤・前掲注 7)32 頁による。

じになるはずであり、これはその間、有価証券価格が不実開示以外の要因により上下したとしても異ならないはずである。にもかかわらず、さらに推定規定による救済を与えるとすると、二重取りに近い結果が生じる恐れがあるとの説明が可能と思われる。

(3) 齋藤尚雄の説明の妥当性

第2項が適用されるための①②の要件について、黒沼悦郎は、「推定規定の適用範囲を①、②によって限定することは理論的には正しくない」⁹⁾としているが、齋藤尚雄は、①②の要件が設けられた理由を2つの前提法則を使って説得的な説明をしている。また、その説明は、立法担当者の見解とも整合的であると思われる。

そこで、齋藤尚雄の21条の2第2項の説明は妥当であると考え、第2項は上記2つの前提法則の上に成り立っている規定であると理解して、以下検討を進めたい。

III. 検討

次に、本論文の主題である「21条の2第2項によって推定されない者が、有価証券報告書等に虚偽記載等があったことによって損害を被ったとして、会社に対して21条の2第1項に基づいて損害賠償を請求する際、どのような主張をし、どのような立証をなせば、損害賠償請求が認められるか」について検討したい。

以下では、会社が、有価証券報告書のうちに、重要な事項について虚偽記載をし、その

有価証券報告書が公衆縦覧に供されている間に、当該会社の株式を市場において購入した株主が、虚偽記載であった旨を会社が公表し（購入から公表まで1年以上空いている）、株価が下落した後、会社に対し、21条の2第1項に基づき損害賠償を請求する場合を念頭に置くことにする（以下、この事例のことを「ケース」とする。）。

1 証明度及び要件事実について

まず、裁判において、要求されている証明度はどの程度か、不法行為において原告が立証しなければならない事項はなにかということについて述べる。

(1) 証明度について

いわゆるルンバール事件は、訴訟上の因果関係の証明があると判断すべき程度（以下、「証明度」という。）について、通常人が疑いを差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうる高度の蓋然性という基準を示した¹⁰⁾。証明度について高度の蓋然性を基準とする考え方は、因果関係の証明にとどまらず、訴訟上の証明一般について妥当すると解されている^{11) 12)}。

(2) 要件事実について

不法行為に基づく損害賠償請求における要件事実は、①原告の権利又は法律上保護される利益の存在、②①に対する被告の加害行為、③②についての故意過失、④損害の発生及び額¹³⁾、⑤②と④との因果関係であ

9) 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1708号4頁、6頁(2004)。

10) 最判昭和50年10月24日民集29巻9号1417頁(ルンバール事件)において最高裁は、因果関係の証明度について「一点の疑義も許されない自然科学的証明ではなく、経験則に照らして全証拠を総合検討し、特定の事実が特定の結果発生を招来した関係を是認しうる高度の蓋然性を証明することであり、その判定は、通常人が疑いを差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうるものであることを必要と」という基準を立てた。

11) 笠井正俊「判批」伊藤眞ほか編『民事訴訟法百選(第3版)』(有斐閣、2003)134頁、135頁。

12) 最判平成9年2月25日民集51巻2号502頁において、最高裁は、「訴訟上の立証は、一点の疑義も許されない自然科学的証明ではなく、経験則に照らして全証拠を総合検討し、特定の事実の存在を是認し得る高度の蓋然性を証明することであり、その判定は、通常人が疑いを差し挟まない程度に真実性の確信を持ち得るものであることを必要とし、かつ、それで足りるものである」と、訴訟上の証明一般の問題として同旨を示している。

13) 損害額の立証についての主張立証責任も原告が負うかということについて争いがあるが、最判昭和28年11月20日民集7巻11号1229頁において、最高裁は、「損害賠償を請求する者は損害発生の実事だけでなく損害の数额をも立証すべき責任を負うものであることは当然であるから裁判所は請求者の提出した証拠を判断し損害額

る¹⁴⁾。

ケースでは、①②③の立証は容易あるいは不要であり、④⑤が問題となる。特に損害の発生及び額の立証は大変難しい。以下、損害の発生及び額、因果関係の立証はどのような方法によればなし得るかということについて検討する。

2 ケースにおいて投資者が被る損害とは

そもそもケースにおいて投資者が被る損害とはなにかということについて検討する。ケースにおける損害賠償請求権の性質は、不法行為に基づく損害賠償請求権であるため、まず、一般的に不法行為において損害について、判例上どのように考えられているかを述べた上で、虚偽開示があったために投資者が被る損害について、黒沼悦郎の見解を紹介し、ケースにおいて投資者が損害賠償を請求するに当たって、損害をどのようにとらえるべきか検討する。

(1) 不法行為における損害とは

判例は、不法行為における損害について、差額説をとっている。差額説によれば、損害とは、不法行為がなければ被害者が現在有しているであろう仮定的利益状態と、不法行為がなされたために被害者が現在有している現実の利益状態との間の「差額」とであるとされている¹⁵⁾¹⁶⁾。

(2) 虚偽開示があったために投資者が被る損害について（黒沼悦郎の二分論）

黒沼悦郎は虚偽開示があったために投資家が被る損害について以下のように述べている¹⁷⁾。

投資者が虚偽開示により損害を被る事案にはいくつかのパターンがあり、それに応じて差額説の適用結果が異なり、原状回復的な損害賠償と、高値取得損害に基づく損害賠償に分けられる。

原状回復的な損害賠償とは、違法行為がなかったら投資者が当該有価証券を取得しなかったと認められる場合である。違法行為がされた利益状態とは、当該有価証券を取得した状態、違法行為がなかった状態とは、当該有価証券を取得しなかった状態であるから、差額説によれば、有価証券の取得価格と現在の価格、もし既に処分している場合は処分価格との差額が損害となる。

高値取得損害に基づく損害賠償とは、違法行為がなかったら、投資者が当該有価証券をもっと低い価格で取得していたと認められる場合である。違法行為がされた状態とは、取得価格で取得した状態、違法行為がなかった状態とは想定価格（虚偽記載がなかったとしたら形成されていたであろう市場価格）で取得した状態であるから、差額説によれば、取得価格と想定価格との差額が損害となる。

(3) 流通市場における損害賠償請求

黒沼悦郎が主張するように、虚偽開示によって投資者が損害賠償を請求する場合、原状回復的な損害賠償と高値取得損害に基づく損害賠償とに分けることが可能であると思われる。もっとも、流通市場において、虚偽開示がなければ当該有価証券を購入しなかったということを原告が立証することは大変難しいと思われる。そのため、原状回復的な損害賠償が認められる事例というのは、虚偽開示が問題となる事例の中でも例外であると考えられる¹⁸⁾。

虚偽の流通市場開示が問題となった裁判例

が証明せられたかどうかを判定すべきであり、もし損害額が証明せられないと認めるときはその請求を棄却すべきであつて職権によつて鑑定を命じ損害額を審究すべき職責を有するものではない」と判示して、財産的損害の額について、原告が立証責任を負うとしている。

14) 岡口基一『要件事実マニュアル 下巻（第2版）』（ぎょうせい、2007）144頁。

15) 潮見佳男『不法行為法』（信山社、2002）214頁。

16) 本論文は実際に裁判になったときのことを念頭に置くため、差額説を前提として検討する。

17) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事1839号20頁、23頁（2008）。

18) 黒沼悦郎も、虚偽記載があれば必ず原状回復的な損害賠償が認められるわけではなく、例外的に認められる

のうち、原状回復的な損害賠償を認めたのは前掲注2) 大分地判平成20年3月3日だけであり、その他の裁判例は、結論として請求を肯定した裁判例も否定した裁判例も損害として高値取得損害の考え方がとられている¹⁹⁾。また、立法担当者も損害として高値取得損害の考え方をとっている。

そこで、ケースにおいても原状回復的な損害賠償が認められる場合も考えられるが、以下では、損害を高値取得損害ととらえて検討を進める。

3 鶴岡灯油事件（最判平成元年12月8日民集43巻11号1259頁）

ここで、損害の発生及び額の立証が大変困難な事例について判断した鶴岡灯油事件の最高裁判例を紹介する。鶴岡灯油事件というのは、独占禁止法違反の事例であるが、ケースと問題状況は類似しており、損害論について詳細な一般論を述べているため、ケースにおいて損害賠償を請求する際も、大変参考になると思われるからである。

(1) 事案の概要

鶴岡灯油事件は、昭和48年のいわゆる第1次オイルショックを背景として起こった事件である。石油元売12社が、民生用灯油の元売り仕切り価格を引き上げる価格協定を締結し、その協定通りに値上げを実行したことにより、家庭用灯油の小売価格が値上げされた。そこで、鶴岡生協の組合員を主体とする同市の1654名が、それら元売12社に対し、民法709条に基づき損害賠償を請求した。

(2) 損害論についての最高裁の判断

最高裁は、損害論について以下のように判示した。

独占禁止法違反行為によって消費者の被る損害は、現実購入価格と想定購入価格との差額であり、原告はそのいずれについても（従って想定購入価格も）主張・立証責任を負うが、想定購入価格の立証（推計）は困難であるから、現実に存在した市場価格を手がかりとしてこれを推計する方法が許されてよい。

そして、一般的には、価格協定の実施当時から消費者が商品を購入する時点までの間に当該商品の小売価格形成の前提となる経済条件、市場構造その他の経済的要因等に変動がない限り、当該価格協定の実施直前の小売価格をもって想定購入価格と推認するのが相当であるといえることができるが、その推認は、価格協定の実施当時から消費者が商品を購入する時点までの間に当該商品の小売価格形成の前提となる経済条件、市場構造その他の経済的要因等に変動がないことが前提であるから、原告としては、そのような経済的要因等に変動がないことまで主張・立証しなければならず、それらができなければ、直前小売価格をもって想定購入価格と推認することはできない。その場合には、直前価格のみから想定購入価格を推認することは許されず、直前価格のほか、当該商品の価格形成上の特性及び経済的変動の内容、程度その他の価格形成要因を総合検討してこれを推計しなければならず、総合検討による推計の基礎資料となる当該商品の価格形成上の特性及び経済的変動の内容、程度その他の価格形成要因を原告が主張立証すべきことになる。

本件の場合、①事件当時、原油の価格が上昇していたこと、②灯油に対する消費者の需要が増加していたこと、③一般消費者物価が顕著な値上がりをしてきたこと、④通産省が元売り仕切り価格について上限価格を設定していたこと、⑤流通過程において、

ものであるとしている。黒沼・前掲注17)24頁。

19) 前掲注2) 大分地判平成20年3月3日の事例というのは、被告会社は平成15年6月30日付で東証マザーズに上場したが、上場前の平成15年5月29日に九州財務局長に提出した同年1月期中間決算における決算書類及び有価証券届出書において、既に虚偽記載がなされており、虚偽記載がなされなかったらそもそも上場さえしていなかったともいえる事例であり、裁判所が原状回復的な損害賠償を認めた理由はそのような事情が関係していると思われる。

仕入れ価格・人件費が上昇していたこと等の事実からすれば、本件価格協定の実施当時から原告らが灯油を購入したと主張している時点までの間に、灯油の元売段階における経済条件、市場構造等にかんがりの変動があったものといわなければならないから、直前小売価格をもって想定購入価格と推認することはできず、しかも他に、想定購入価格が現実購入価格よりも安かったことを認めるに足りる証拠もないため、原告の請求は失当として棄却すべきである。

4 損害の発生及び額の立証方法

損害の発生及び額をどのようにすれば立証できるかを検討する。鶴岡灯油事件最高裁は、類似の事例について判断した最高裁判例であるため、ケースにおいても鶴岡灯油事件最高裁の論理を用いることができるかをまず検討し、用いることができるのであれば、そこから損害の発生及び額を立証できるか検討する²⁰⁾。

(1) 鶴岡灯油事件最高裁の論理を用いることができるか

鶴岡灯油事件では、消費者が、価格協定があったために高い値段で購入したと主張しており、ケースでは、投資者が、虚偽開示があったために高い値段で購入したと主張するため、問題状況が類似している。また、最高裁は、現実購入価格と想定購入価格の差額が損害であると判示しており、これは高値取得損害を意味しているため、損害のとらえ方も同様である。そこで、ケースにおいて21条の2第1項に基づき、損害を高値取得損害としてとらえ、損害賠償を請求する場合には、鶴岡灯油事件最高裁の論理を用いることが許されると解される。

もともと、鶴岡灯油事件では、店頭で販売

されている灯油を消費者が購入するのに対し、ケースでは投資者が株式市場において株式を購入しており、価格が決まっている店頭で購入するか、価格が時々刻々と変動する市場において購入するかという違いがある。もしこの違いが、大きければ、鶴岡灯油事件最高裁の論理をここで用いることはできないだろう。しかしながら、末尾に添付した参考資料の通り、灯油の店頭価格というのは一定ではなく日々変化するものであり、変化するという点及び、その変化の仕方は、株式市場における価格変動の仕方と似ている²¹⁾。また、灯油の元である原油は、市場において売買されており、店頭で販売されるまでには介在する者も存在するため、市場における価格変動がそのまま店頭販売価格に転嫁されるわけではないが、一定の範囲で市場価格が灯油の店頭販売価格に反映されるため、灯油の店頭での購入というのは、市場における購入と類似性がある。以上より、店頭での灯油の購入と市場での株式の購入というのは、それほど差異があるものではなく、鶴岡灯油事件最高裁判決の論理の射程外であるとはいえないだろう。

(2) 鶴岡灯油事件とケースとの違い

鶴岡灯油事件最高裁の論理を用いることができるとしても、鶴岡灯油事件とケースでは2つの大きな違いが見られる。

第1の違いは、鶴岡灯油事件では、価格協定をしたのは、元売業者であり、消費者が購入するまでに、卸売業者、小売業者が介在しているのに対し、ケースでは、そのように介在するものがないことである。そのため、鶴岡灯油事件では、損害の発生及び額、因果関係の立証（現実小売価格が想定小売価格よりも高く形成されたことの立証）をするためには、価格協定があったことにより、現実元売価格が、想定元売価格よりも高く形成され

20) ちなみに、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（一）～（五・完）」法協105巻12号1615頁（1988）、106巻1号74頁、2号193頁、5号765頁、7号1189頁（1989）、特に106巻2号193頁において、アメリカでの損害賠償の算定方法についての詳細な検討がある。

21) 山形県の灯油店頭価格の推移グラフ及び日経平均株価のチャートを本論文末尾に添付する。

たことの立証に加えて、卸売業者、小売業者が、元売業者の値上げ分を消費者に転嫁したことを立証しなければならない²²⁾。それに対し、ケースでは、虚偽記載によって市場価格が高く形成されたことの立証ができれば、損害の発生及び額、因果関係の立証はできたことになる。したがって、この点については、ケースの立証の方が容易であるといえよう。

第2の違いは、鶴岡灯油事件では、価格協定によって価格協定の実施直前の価格から価格協定によって定められた価格分だけ上がるのに対し、ケースでは、虚偽開示を行い、マイナス情報を隠すだけ、あるいは、黒字を多少増やすだけであり、従来の価格から上がることが少なく、あるいは、上がるとしても明白に上がるわけではなく、虚偽記載である旨を公表することによって株価が下落することである。この違いから発生する問題については後述する。

(3) 想定価格を立証できるか

ではケースにおいて、鶴岡灯油事件最高裁の論理に従い、想定価格を立証できるだろうか。

ア 虚偽開示直前の価格を

手がかりとすることは妥当か

最高裁は、特段の事情がなければ価格協定の実施直前の価格と想定購入価格が同一であろうという前提にたって、価格協定実施の直前の価格を手がかりとしてよいとしている。そこでケースでも最高裁と平行に考えるならば、虚偽開示がなされる直前の価格を手がかりとして想定価格を推計することになる。

しかし、ケースでは、鶴岡灯油事件とケースの違いで述べたように、虚偽開示がなされ、株価に影響があったとしても従来の価格から上がることは少ない。それは、虚偽開示という不法行為が、正しい情報が記載された有価証券報告書が開示されることによって下落するはずだった株価を、維持させるという形で働いているからである。したがって、想定価

格というのは、虚偽開示がなされる直前の価格よりも低い価格であることが分かる。とすると、虚偽開示がなされる直前の価格を手がかりとすることは妥当でない。なぜなら、虚偽開示がなされる直前の価格と想定価格が同一でないことが明白なためである。

イ 手がかりとする価格として

適当な価格とは

そこで、どの価格を手がかりとして推計すべきかが問題となるが、虚偽記載である旨の公表がなされて下がった後の価格が、想定価格を推計する価格として適していると思われる。なぜなら、その価格は、虚偽開示による影響がなくなった価格であって、想定価格と同一である可能性があるためである。したがって、公表後の価格を、手がかりとする「現実に存在した市場価格」とすることが妥当であると解される。

ウ 果たして想定価格を

立証することができるだろうか

最高裁は、購入時の想定購入価格が価格協定の実施直前の価格と同一であると認めるためには、価格協定の実施直前の価格のまま推移していたということを立証しなければならないとしている。そのため、ケースでは、想定価格と公表後の価格が同一であることを立証しなければならない。しかしながら、ケースでは、購入後公表まで1年以上経っており、その間には、当該会社特有の事情の存在や、市場全体に作用するような事情の存在が当然に予想されるため、公表後の価格が、想定価格と同一であることを立証することはおよそ不可能であると思われる。

また、最高裁は、前提要件が成り立たない場合には総合検討して想定購入価格を推計するとしているが、1年以上もの間に起きた株価形成要因をすべて主張立証した上で、想定価格を推計することは不可能であると思われる。そのため、最高裁が示した、前提要件が成り立たない場合の例外によっても難しいだろう。したがって、想定価格を推計すること

22) 白石志志「独禁法事例の勘所」法教317号92頁、93頁(2007)。

は、ケースでは困難であると言わざるを得ない。

(4) 差額を手がかりとして

立証することは認められるだろうか

では、現実には、存在した市場価格の「差額」を手がかりとして取得価格と想定価格の差額を推計する方法が許されるだろうか。この点については、最高裁は、否定するとは考えにくい。なぜなら、損害賠償請求訴訟では、差額を立証することが本来の目的であり、差額を立証するための想定購入価格の立証を現実には存在した市場価格を手がかりとすることが認められるのであれば、立証の本来の目的である取得価格と想定価格の差額を現実には存在した市場価格の差額を手がかりとして推計する方法は、当然に許されると思われるからである。

また、21 条の 2 第 2 項は、公表後の価格から想定購入価格を推定するのではなく、公表日前後の差額から購入時の取得価格と想定価格の差額を推定しているため、第 2 項によって推定されない者の場合であっても、差額を手がかりとすることは許されると考えられる。

したがって、現実には存在した市場価格の差額を手がかりとして購入時の取得価格と想定価格の差額を推計することは、認められると解される。

(5) 手がかりとしてどの差額を

用いるべきか

現実には存在した市場価格の差額として、どの差額を手がかりとすべきかが問題となる。

ア 公表日前後の価格の差額を

手がかりとすることの正当性

まず、抽象的には、公表日前後の価格の差額を手がかりとすることになると思われる。なぜなら、鶴岡灯油事件とケースの違いで述べたように、鶴岡灯油事件では、価格協定を契機として価格が明白に上がるのに対し、ケースでは、虚偽記載によって明白に上がるわけではない。これは、前述のように、虚偽開示が、本来は下がっていた価格を維持するという形で働いているからである。したがっ

て、虚偽開示の前後の差額を、購入時の取得価格と想定価格の差額を推計する手がかりとすることは妥当でない。

一方、虚偽記載である旨の公表を契機として株価は明白に下がる。公表日前後の価格の差額というのは、虚偽開示があった状態となくなった状態の差額であり、虚偽開示の株価への影響を現わしたものである。したがって、購入時の取得価格と想定価格の差額を推計する手がかりとして、公表日前後の価格の差額を手がかりとすることが最も妥当であると考えられる。

前掲注 3) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日(西武鉄道事件機関投資者訴訟)において裁判所は、株式の取得価額と想定価格との差額を推認する一資料として、当該虚偽記載に係る真実公表の前後における株価の変動が参考になることが一般的にあり得るとしている。さらに、21 条の 2 第 2 項も公表日前後の差額から購入時の取得価格と想定価格の差額を推定している。

そこで、公表日前後の価格の差額を手がかりとして算定してよいと考えられる。

イ 公表日前後 1 か月間の平均額の

差額を手がかりとすることの正当性

では、具体的に、どのようにして差額を算定すべきであろうか。

現実には存在した市場価格の差額から購入時の取得価格と想定価格の差額を算定する方法というのは、厳密には、公表日前後の差額から、公表日における市場価格と想定価格の差額を算定し(以下、このプロセスを「第 1 プロセス」とする。)、その価格から購入時の取得価格と想定価格の差額を算定する(以下、このプロセスを「第 2 プロセス」とする。)というプロセスをとる。

手がかりとしての価格をどのような算定方法によるべきかという問題は、第 1 プロセスである公表日における市場価格と想定価格の差額をなるべく正確に算定するためにはどのような方法をとればよいかということに置き換えることができる。この点については、公表日前後 1 か月間の平均額の差額を手がかりとすべきであると考えられる。なぜなら、21

条の2第2項についての立法担当者の説明²³⁾は、公表日前後の差額から公表日における市場価格と想定価格の差額を算定する場合も同様に妥当し、合理性を有すると考えられるからである。

(6) 前提要件の付加

ア 前提要件の付加の必要性

最高裁は、手がかりとする価格が決まったら、その手がかりとする価格が、想定購入価格と同一であること立証するために、当該商品の価格形成の前提となる経済条件、市場構造その他の経済的要因等に変動がないという前提要件を立証する必要があるとしている。このように最高裁は、市場価格から想定価格を直接推計するため、1つの前提要件を立証すれば足りるが、現実に存在した市場価格の差額から購入時の取得価格と想定価格の差額を算定する場合には、前述のように2つのプロセスをとり、その両方のプロセスにおいて前提要件が必要であると思われる。したがって、合わせて2つの前提要件が必要となる。

イ 2つの前提要件

第1プロセスにおける前提要件は、公表日前後1か月間の平均額の差額と公表日の市場価格と想定価格の差額が同一であることを立証するために、公表日前後で差額が発生した原因は、虚偽記載である旨の公表によるものであり、虚偽記載である旨を公表したこと以外の事情はないということである。

第2プロセスにおける前提要件は、公表日における市場価格と想定価格の差額が、購入時における取得価格と想定価格の差額と同一であることを立証するために、差額が変動していないということである。これは、最高裁

においても必要とされている要件である。

ウ 21条の2第2項との整合性

この第1プロセスにおける前提要件は、前述した齋藤尚雄のいう前提法則第2²⁴⁾にあたるものであり、第2プロセスにおける前提要件は、齋藤尚雄のいう前提法則第1²⁵⁾にあたるものである。

したがって、私は、21条の2第2項が前提として立証することを立証すれば、損害賠償請求が認められると考える。すなわち、21条の2第2項では、公表日前後1か月間の平均額の差額が公表日における市場価格と想定価格の差額と推定され、第4項において被告からの反証を許しているが、ケースでは、推定規定が適用されないため、公表日前後1か月間の平均額の差額が、公表日における市場価格と想定価格の差額であるということを原告側が立証しなければならない。また、公表日前1年以内に取得した者の場合、前提法則第1が働くが、ケースでは、推定規定が適用されないため、前提法則第1が働かず、公表日における市場価格と想定価格の差額が、購入時の取得価格と想定価格の差額と同一であることを原告は立証しなければならないと考える。

このように、私見は、従来の最高裁の考え方に整合的であるというのみならず、21条の2第2項との関係でも妥当であると思われる。

(7) 第1プロセスにおける前提要件について

ア 他に差額を生じさせる事情が全くない場合

まず、公表日前後1か月間の平均額の差額と公表日の市場価格と想定価格の差額が同一

23) 虚偽公表直前または直後の一点の市場価格をとることは、その価格がその日に特に発生した特殊な事情を反映した額である可能性があり、必ずしも適当とはいえない。そこで、公表日前後1か月の平均額の差額としている。特に公表直後については、虚偽記載等の公表に対する市場の過剰な反応による部分もあることから、そのすべての下落額を虚偽記載等によって生じたとすることは妥当でない。また、平均をとる期間をあまりに長期とすると、他の事情による価格変動の影響もうけてしまう。以上を総合的に勘案し、1か月とした。三井編・掲注6)3-4頁。

24) エンド時に継続していると目される「損害」の額は公表日前後の株価の落差によって合理的に計測できるという法則。

25) スタート時の現実価格と真実織り込み済みの理論価格との差額と、エンド時における両者の差額とがおおむね等しいという法則。

であることを立証するために、公表日前後で差額が発生した原因は、虚偽記載である旨の公表によるものであり、虚偽記載である旨を公表したこと以外の事情はないということを立証する必要がある。

虚偽記載である旨の公表以外に差額を生じさせる事情が全くない場合には、この立証はなしうと思われる。もっとも、他に差額を生じさせる事情が全くない場合、公表日前後 1 か月間の平均額の差額は公表日における市場価格と想定価格との差額と近いことは間違いないが、裁判所が、損害額について高度の蓋然性をもって立証されたと認定するかは疑問の余地がある²⁶⁾。

イ 他に差額を生じさせる事情が存在する場合

また、ライブドア訴訟のように、虚偽記載である旨の公表と同時に、他の犯罪事実の公表があった場合や、虚偽記載が起きた後に世界同時株安が起きた場合等他に差額を生じさせる事情が存在する場合にはどうすべきかが問題となる。この場合には、公表日前後 1 か月間の平均額の差額と公表日の市場価格と想定価格の差額が同一であるという立証はできないため、その事情を考慮しても、これくらいの差額が発生していたはずだということを立証することになる。もっとも、他に差額を生じさせる事情が存在する場合に、どのくらいの額が虚偽記載である旨を公表したことによって発生したかということを原告が高度の蓋然性をもって立証すること（損害額の立証）は、21 条の 2 第 5 項が置かれていることからわかるように、大変困難であると言わざるを得ない。

したがって、他に差額を生じさせる事情がないことの立証ができた場合でも損害額の立証が成功するかかわらず、他に差額を生じさせる事情がある場合には、損害額の立証は難しいと思われる。

ウ 損害の発生の立証はできるだろうか

では、損害の発生についての立証はできるだろうか。

損害額の立証ができなくとも、損害が発生したことの立証ができるか否かというのは、民事訴訟法 248 条（以下、「民訴法 248 条」とする。）を念頭に置くと大変重要である。私は、他に差額を生じさせる事情があった場合においても、その事情がなかったとしても値下がったという立証（損害の発生の立証）は、比較的容易になしうと考える。なぜなら、第 1 に、ここで考慮される事情というのは、公表後 1 か月以内に発生した事情に限られるため、多くの事情が現われる可能性は低く、その限られた事情についてのみ検討すればよいこと。第 2 に、公表直後に下がっていれば、虚偽記載である旨を公表したことによって下がったと事実上推認することが可能であると思われること。第 3 に、虚偽記載である旨の公表と同時に他の事情も公表された場合には、虚偽記載である旨の公表と同時に公表された事情がどの程度株価に影響を及ぼす事情であったか、また、当該虚偽記載が一般的にどれほど株価に影響を与えるものかということ等を勘案することによって、他に差額を生じさせる事情をすべて排除したとしても下がったという立証はできると思われるからである。

(8) 第 2 プロセスにおける 前提要件について

ア 差額が同一である旨の立証

次に、公表日における市場価格と想定価格との差額が、購入時の取得価格と想定価格の差額と同一である旨の立証が必要となる。

この点については、最高裁における前提要件とパラレルに考え、購入時から公表日までの間の当該株価形成の前提となる経済条件、市場構造その他の経済的要因等に変動がないことの立証責任を原告が負い、立証することができれば、公表日における市場価格と想定

26) 前掲注 2) 東京地判平成 20 年 4 月 24 日（西武鉄道事件一般投資者訴訟）において、原告は予備的請求 1(f)において、公表日前後 1 か月間の平均額の差額をもって算定する主張をしたが認められていない。もっとも、他の事情が存在しないことを認定はされていない。

価格の差額と、購入時の取得価格と想定価格の差額が同一であるということになる。その立証ができないときは、差額のほか、当該株価形成上の特性及び経済的変動の内容、程度その他の株価形成要因を総合検討してこれを推計しなければならず、総合検討による推計の基礎資料となる当該株価形成上の特性及び経済的変動の内容、程度その他の株価形成要因を原告が主張立証すべきことになる。

なお、ここでの立証の目的は、差額を推計することであり、最高裁のように想定購入価格を推計するわけではない。したがって、想定価格の変動ではなく、差額の変動を問題とすることになる。もっとも、差額の変動に影響を及ぼす事情と市場価格に影響を及ぼす事情は同じであると考えられる。株価がずっと一定であれば、そのような事情はなかったといえるだろうが、株価が変動していた場合には、そのような事情がなかったと高度の蓋然性をもって立証することは難しいと思われる。ケースでは、公表日前1年よりも前に購入した株主を想定しており、1年以上株価が変化しないということは考えられない。

そこで、変動がないことを立証するのではなく、株価形成上の特性及び経済的変動の内容、程度その他の株価形成要因を総合検討して、損害の発生及び額を立証することになる。ただし、総合検討によって損害額の正確な立証をすることは困難であると思われるし、そもそも第1プロセスにおいて損害額の立証は難しいため、ここでも損害の発生の立証ができるかが問題となる。

イ 損害の発生の立証はできるだろうか

株価形成要因を総合検討して損害の発生を立証する場合には、購入後公表日前までに起きた事情を主張立証していくことになるが、公表日において市場価格と想定価格との差額が発生したことが立証されれば、特段の事情のない限り、損害の発生の立証はなしうと思われる。なぜなら、虚偽開示がなされた直後が、その情報の株価に与える影響は一番大

きく、したがって、差額は一番大きい。その後は、時が経つにつれて様々な情報が加わるため、虚偽記載の株価に与える影響は徐々に小さくなっていくものと考えられる。すると、公表日における虚偽記載の影響の方が購入時における虚偽記載の影響よりも小さいということになるため、公表日において差額があれば、購入時には差額はあるということになる。したがって、公表日において市場価格と想定価格との間に差額があることが立証されたにもかかわらず、購入時に取得価格と想定価格との間に差額がなかったというためには、購入時にはその虚偽記載の内容は株価に影響を与えなかったが、公表日においては影響を与える情報でなければならない。このような事情を被告が主張し、差額があったとする原告の本証を揺らがせるくらいの反証が必要となるが、それは大変難しいと思われる。

以上より、上記方法によって、損害が発生したことの立証は可能であると解される。

5 因果関係について

購入時の取得価格と想定価格との間に差額があったことの立証ができたのであれば、虚偽開示によって市場価格が高値で形成されていたことになるため、投資者は購入すれば損害を被るという関係に立つ²⁷⁾。したがって、判例は、不法行為に基づく損害賠償請求の因果関係につき民法416条を類推適用する²⁸⁾が、この損害は当然に通常損害といえ、因果関係の立証は特に問題とならないだろう。

6 民訴法248条について

(1) 「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」にあたるか

以上検討の結果、損害の発生及び因果関係

27) III 4 (2) 鶴岡灯油事件とケースとの違い参照。

28) リーディングケースとして大判大正15年5月22日民集5巻386頁(富喜丸事件判決)。

についての立証は可能だが、損害額の立証は難しいという結論に達した。もし、損害額についても原告が高度の蓋然性をもって立証しなければならぬのであれば、損害賠償請求は現実的には否定されることになるだろう。しかしながら、平成 8 年の民事訴訟法改正によって、民訴法 248 条が導入され、「損害が生じたことが認められる場合において、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、相当な損害額を認定することができる」ものとされた。したがって、民訴法 248 条がケースにおいて、適用されるのであれば、請求は認められうることになる。そこで、「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」に当たるかが問題となる。

この点、21 条の 2 の立法担当者は、21 条の 2 第 1 項に基づいて損害賠償を請求する際に、民訴法 248 条が適用される旨を明言しており²⁹⁾、21 条の 2 第 5 項は、民訴法 248 条の裏返しであるため、適用されると思われる。

もっとも、民訴法 248 条の立法担当者は、適用される場合として、慰謝料請求をする場合や、事故により死亡した幼児の逸失利益の損害賠償を相続人が請求をする場合を想定しており³⁰⁾、ケースのような場合を想定していない。しかしながら、裁判例において民訴法 248 条は立法担当者が想定していた場合のみならず、広く用いられており³¹⁾、最高裁においても、特許庁職員の過失により特許

権を目的とする質権を取得することができなかったことによって損害を被った事案³²⁾や、採石業を営む者が、他者の採石行為によって採石権が侵害されたとして、不法行為に基づく損害賠償を求める事案³³⁾において、民訴法 248 条を用いず、請求を棄却したことが法令違反に当たるとして原審に差戻している。また、最近の入札談合事件では、損害額の算定が困難であることを直ちに述べて民訴法 248 条の適用を宣言し、裁判所が損害額を認定するというものが多い³⁴⁾。

以上より、ケースにおいて、民訴法 248 条は適用されると解される。

(2) 民訴法 248 条の法的性格について

民訴法 248 条の法的性格について争いがあり、立法担当者は、証明度軽減説³⁵⁾をとっており³⁶⁾、証明度軽減説によると、ケースにおいて、軽減された程度の損害額の立証ができるか否かは定かではなく、損害賠償請求が認められないかもしれない。しかしながら、裁判例は、裁量評価説³⁷⁾をとっていると解されており³⁸⁾、裁量評価説によれば、損害の発生立証ができれば、損害額について立証がなくとも損害賠償請求が認められる。

したがって、ケースにおいても損害の発生立証さえできれば、損害賠償請求が認められると解される。

29) 三井編・前掲注 6)160 頁。

30) 法務省民事局参事官室『一問一答新民事訴訟法』(商事法務研究会、1996) 288 頁。

31) 民訴法 248 条が適用されたケースをまとめたものとして、樋口正樹「民訴法 248 条をめぐる裁判例と問題点」判タ 1148 号 23 頁 (2004) がある。

32) 最判平成 18 年 1 月 24 日判時 1926 号 65 頁。

33) 最判平成 20 年 6 月 10 日判時 2042 号 5 頁。

34) その一つの例として、東京地判平成 18 年 4 月 28 日判時 1944 号 86 頁。

35) 証明度軽減説とは、損害額について、立証責任が軽減されるが、あくまで損害額について立証は必要であり、その証明度が下がるだけであると解するものである。

36) 法務省民事局参事官室・前掲注 30)287 頁。

37) 裁量評価説とは、損害額の認定ということが事実の証明とは異なる法的評価の問題であることを前提に、裁判所の損害額についての裁量評価を認めた規定であると解するものである。

38) 三木浩一は「民事訴訟法 248 条の意義と機能」井上治典先生追悼論文集『民事紛争と手続理論の現在』(法律文化社、2008) 412 頁、423 頁において、裁判例は裁量評価説をとっていると解している。

7 会社財産流出の懸念について

(1) 問題点

以上より私は、損害賠償請求は認められるという結論に達した。したがって、一度有価証券報告書等に虚偽記載等を行い、公表によって株価が下落した場合、会社は、多くの投資者から損害賠償請求をされうることになる。すると、会社財産が大量に流出し、株主価値が大幅に下落することも考えられる。そのような事態は、果たして会社法や金融商品取引法の考え方から妥当であるか、以下検討したい³⁹⁾。

この問題は、損害賠償請求が認められると、会社が損害を賠償する時の当該会社の株主が、損害を被ることになるという問題とともに、損害賠償請求が大量に認められることにより会社が倒産した場合に、当該会社の債権者が、株主と同列、あるいは株主に既に支払っていた場合には株主よりも劣位に立たされてしまうという問題も含んでいる。

(2) 損害を被った理由はなにか

この点について、虚偽開示によって高値で当該会社の株式を購入した投資者はなにをもつて損害を被ったか、損害賠償請求が認められた時に当該会社の株式を保有している株主及び当該会社に対し債権をもっている債権者はなにをもつて損害を被っているのかということを考えればおのずと結論は出ると思われる。

虚偽開示によって高値で当該会社の株式を購入した投資者は、虚偽の情報によって、高い値段で株式を購入したから損害を被ったのである。この損害というのは、投資に対するリスクではない。自らの判断が誤っていたことによる損害であれば、自己責任であるとい

えるが、判断の基の情報が入っていた場合に損害を被ったことについて、自己責任であるとはいえないだろう⁴⁰⁾。もし仮に、このような場合についても自己責任であるというのであれば、会社の情報が虚偽であるリスクを投資者に求めることになる。このようなリスクを負わなければならない国の市場と、このようなリスクを負わない国の市場とで、どちらの方が市場として発展するかといえば、後者であることは明白であろう。この点、21条の2の立法担当者は、不実開示は、有価証券の発行体自らが、投資者の投資判断に影響を与える企業開示情報に虚偽の記載をすることによって公正な市場価格の形成を阻害するものであって、証券市場の仕組みそのものを歪めるものであるため、証券市場の透明性・公正性を害する行為の中で、最も非難されるべき行為類型であるとしている⁴¹⁾。

一方、損害賠償請求が認められた時に当該会社の株式を保有し、会社財産が流出することによって損害を被る株主や、当該会社に債権を有している債権者というのは、当該会社が不法行為をしたことによって間接的に損害を被るのである。これは、通常の投資に対するリスクであるといえる。したがって、リスクに対応する損害であるため、請求を認めても不当ではない。そしてその場合には、会社法423条の取締役等に対する責任追及を通じて会社財産の流出に対し穴埋めをすることを通じて、その損害に対応することになる。

このように、なぜ損害を被ったかということを見ると、虚偽記載によって高値で購入し、損害を被った投資者が保護される結論は、妥当であると解される。

39) 近藤光男も「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討」商事1846号4頁、14頁(2008)において、虚偽の流通開示の責任のあり方について、発行者責任についてのみ21条の2により損害推定規定を置き、発行者責任を広く認めることについての妥当性を検討する必要があるとしている。

40) 神崎克郎は、『証券取引法(新版)』(青林書院、1987)295頁において、投資者は、有価証券の発行者の経営危険に投資するので、その負担を覚悟すべきは当然であるが、有価証券報告書の虚偽記載から生じる不利益をも覚悟すべき地位にないとしている。

41) 岡田大ほか「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説」商事1705号44頁、50頁(2004)。

IV. 終わりに

今まで、有価証券報告書等に虚偽記載等があったことにより損害を被った、21 条の 2 第 2 項の推定をされない者は、会社に対して 21 条の 2 第 1 項に基づいて損害賠償を請求する際、どのような主張をし、どのような立証をなせば損害賠償請求が認められるか、ということについて検討してきた。その結果、上記方法によって損害賠償請求は認められる可能性があり、会社財産の大量の流出という問題があるものの、正当化されると考えた。この結論は、公表日前 1 年よりも前に取得した投資者に対する保護の必要性という観点からは望ましいといえるだろう。

また、金融商品取引法の目的は、神田秀樹によれば、株式や社債とその発行会社に関する一定の重要な事項の開示の強制と、株式や社債の不正な取引の禁止を二大柱とする規制によって、投資者の保護を図るとともに、証券市場の健全性を確保し、その発展を促すことであるとされている⁴²⁾。また、金融商品取引法の立法担当者である松尾直彦によれば、投資者保護及び市場機能の確保であり、市場機能の確保については、効率性と公正性の両方の確保が必要であるとされている⁴³⁾。私見のように、損害賠償請求が広く認められる結果というのは、投資者保護にかなうとともに、民事責任規定の活発な運用により、証券市場の健全性を確保し、その発展を促すことにつながると考えられ、金融商品取引法の目的にまさに合致するといえるだろう。

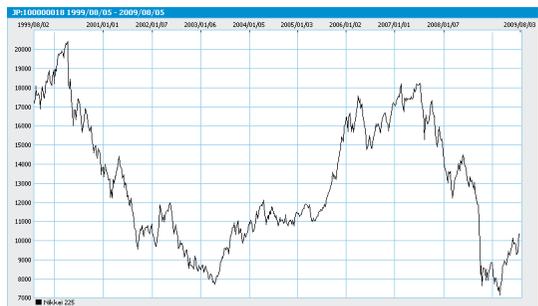
(あさえ・たかみつ)

< 参考資料 >

山形県灯油店頭販売価格（18ℓあたり）
1998 年 12 月～2008 年 3 月⁴⁴⁾



日経平均株価
1999 年 8 月 5 日～2009 年 8 月 5 日⁴⁵⁾



42) 神田秀樹『会社法（第 11 版）』（弘文堂，2009）122 頁。

43) 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題〔III・完〕」商事 1825 号 23 頁，30 頁（2008）。

44) 財団法人日本エネルギー経済研究所石油情報センターのデータをもとにして、グラフ化したものである (<http://oil-info.ieej.or.jp/index.html>, 2008 年 12 月 17 日最終検索。)

45) MSN JAPAN ホームページより引用 (<http://jp.moneycentral.msn.com/investor/charts/chartdl.aspx?PT=10&showchartbt=%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%BC%E3%83%88%E3%81%AE%E6%9B%B4%E6%96%B0&compsyms=&D4=1&D5=0&DCS=2&MA0=0&MA1=0&CP=1&C6=1999&C5=8&C5D=5&C8=2009&C7=8&C7D=5&C9=1&CF=0&D7=&D6=&symbol=JP%3A100000018&nocookie=1&SZ=2>, 2009 年 9 月 5 日最終検索。)