

1. 問題の所在

(1) 金融商品取引法 21条の2 制定の沿革

金融審議会金融分科会第一部報告「市場機能の中核とする金融システムに向けて」(平成15年12月24日)は、市場監視機能・体制の強化のなかで民事責任規定の見直しを提言した。すなわち、「例えば、重要な不実開示がある場合について、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、損害額を推定する規定を設けるなど一定の立法上の措置を設けることが望ましい。」と提言した。

これを受けて、「証券取引法の民事責任規定が利用されていない状況、あるいは一般不法行為を理由とする訴訟においても証券被害者による立証が困難であるという現状にかんがみると、原被告間の公平を図りつつも原告の立証の困難性を立法で一定程度緩和する措置をとることが、ひいてはわが国の証券市場の公正性・透明性の確保に資するものといえる。」として、虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任規定を新設した(岡田ほか前掲商事法務1705号50頁)。このようにして、平成16年改正により、虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任規定(21条の2第1項)が新設された。

流通市場においては、会社と投資者の間では何らの取引も行われていないが、開示内容の正確性を担保するために民事責任を課すことに踏み切ったことが特徴といわれている。ただし、最近になって、有価証券報告書等の虚偽記載について発行会社の民法上の不法行為責任を追及する訴訟が増加しており、西武鉄道事件について判例法も形成されている。

(2) 発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載等の金融商品取引法上の民事責任

ところで、わが国の金融商品取引法は、従前から有価証券届出書についての虚偽記載等については、発行会社の投資者に対する民事責任を法定している(18条)。他方、有価証券報告書等の虚偽記載等について責めに任ずべき者は、会社の役員及び財務諸表に監査証明をした公認会計士・監査法人に限定し(24条の4)、発行会社を責任主体に掲げなかった。このことは、母法であるアメリカの1934年証券取引所法が発行会社を責任主体とする民事責任(18条)を法定しているのと比較すると、立法政策に大きな違いが生じていた。有価証券報告書等の虚偽記載等の法定の民事責任の主体として発行会社を掲げるべきかどうかについて、学界においても1971年の証券取引法改正を前にして激しく議論された。有力な証券取引法学者は、会社を責任主体とすべきだと主張したが、少数説は、①出資の払い戻しにならないか、②訴訟における立証責任を緩和すると株主だけが一般債権者よりも有利な救済を受けるのではないか、③自己株式の取得にならないかということをも主張した。①は、最後の③に共通するが、発行者に対する責任追及の救済方法が損害賠償の方法

を採ればよいことが竹内教授により示唆されていた（矢沢惇ほか「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」（昭和45年10月8日）商事法務542号33頁以下）。以上のような議論がなされたけれども、1971年改正法は、会社を法定の民事責任を負うべき主体に入れなかった。それゆえ、金融商品取引法21条の2は、これまでの政策を大きく転換させたことになる。

（3）発行者の責任の性質

アメリカにおいては、有価証券報告書等の虚偽記載等について、発行者は1934年証券取引所法18条の法定民事責任を負わされる。しかし、有価証券報告書等の虚偽記載等は、同時に証券詐欺禁止規定である規則10b-5に違反することがあり、同規則の違反を根拠とする不法行為責任を追及することも可能である。むしろ、アメリカではほとんどの事件で、原告は、一般的に後者の請求原因によって訴訟を提起するといわれている。なぜなら、18条は提訴期限が短期であること、担保の提供が求められること、虚偽記載等と損害との間の因果関係や損害額の立証が要求されることなどが理由となっているといわれている。驚くべきことには、1933年証券法11条の適用が可能である場合でさえ、規則10b-5違反に基づく訴訟が可能であるようである。

1934年証券取引所法10条（b）項に基づく規則10b-5は、次のように定める。

いかなる者も州際通商の方法もしくは手段、または郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の購入または売却に関連して、直接または間接に次の各項に掲げる行為を行うことは違法である。

- （a）項 詐取（defraud）を行うための策略（device）、計略（scheme）または技巧（artifice）を用いること、
- （b）項 重要な事項について事実と異なる記載を行うことにより、またはそれが作成された当時の状況にかんがみ、記載につき誤解を避けるために必要な重要事項の記載を省略すること、
- （c）項 いずれかの者に対して詐欺（fraud）もしくは欺瞞（deceit）となりまたは詐欺もしくは欺瞞となるおそれのある行為、慣行または業務方法を行うこと。

（4）発行会社による証券詐欺の民事責任

最近においては、金融システム改革により上場基準が緩和され、また会社法においても自己株式の取得が原則自由となり、また株式交換や株式分割も容易に行えるように改正されたことから、こともあろうに上場会社が証券詐欺を行うというような従来は考えにくかった事例が、わが国においても生じてきた。ライブドア事件である。

金融システム改革によって規制が緩和された結果、これを悪用する発行会社に対しては、厳格な制裁が必要であり、公正な証券市場を維持するために事後的救済の強化が一層必要とされている。アメリカでも、サーベンズ・オクスリー法は、会社の行う証券詐欺に関し

て、役員等が最高で懲役25年の刑に服すべきことを立法した（郵便詐欺法1348条）。同規定は、これまで規則10b-5等を根拠として証券詐欺を摘発してきたことに加えて、このような最高刑に服させることを明文化して、証券取引の公正を確保しようとするものである。

金融商品取引法21条の2は、以上のアメリカの会社責任に関する救済のための二つの使命を負わされたものといえよう。しかし、アメリカにおいて重要とされるのは、後者の証券詐欺というべき場合の虚偽記載等の救済のありようでこそあり、わが国でも発行会社の証券詐欺についての民事責任を追及できる制度として21条の2を解釈する必要性が大きいと思われるので、以下その理由を考察したい。

2. 会社法350条

日本システム技術事件は、同社が元従業員らによる売上げの架空計上行為が発覚したことを受け、有価証券報告書の訂正を行ったが、株主が発行会社に対して有価証券報告書虚偽記載が不法行為に当たるとして損害賠償を求めたものである。原告は、同有価証券報告書に基づき、業績が好調で、財務面も安定していると考え同社株を取得したが、本件不実記載の公表により株価が暴落して損害を負ったという。最判平21. 7. 9金商1321号36頁、東京高判平20. 6. 19金商1321号42頁、東京地判平19. 11. 26金商1321号43頁

①管理体制の不備—原審、1審の判示

パッケージ事業本部には、製品品質管理室及び事業部長が統括するGAKUEN事業部が設置されていた。

GAKUEN事業部の分掌業務は、営業活動、営業事務であり、架空の売上げを行いうるリスクが内在していた。

財務部は、債権債務の管理及び売掛金債権の回収遅延管理を担当するが、取引先からの入金と個々の売掛債権との照合を財務部が直接行うことをせず、消し込み工作を可能にする余地を残していた。

代表者は、財務部に適切な措置を採らせることを怠り、財務部によるリスク管理体制を機能させていなかった。

2審は、「また、当時のリスク管理体制の下においても財務部が経理規程に基づく事務処理を忠実に履行せず取引先に対し適時的確に残高確認を求めたり、不明な点があれば更に確認を求めるなどを怠ったことにより、元事業部長らによる本件不正行為を容易にし、その発覚の遅れを招いた」ことが代表者の懈怠とした。

②架空売上げの計上等の不正行為を防止しうる程度の管理体制—最高裁判所の判示

- i) 職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離し、
- ii) GAKUEN事業部について、営業部とは別に注文書や検収書の形式面の確認を担当するBM課及びソフトの稼働確認を担当するCR部を設置し、それらのチェックを経て財

務部に売上げ報告がされる体制を整え、

- iii) 監査法人との間で監査契約を締結し、当該監査法人及び会社の財務部が、それぞれ定期的に、販売会社あてに売掛金残高確認書の用紙を郵送し、その返送を受ける方法で売掛金残高を確認することとしていた。

③責任

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。代表取締役が本件不正行為の発生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。財務部におけるリスク管理体制が機能していなかったということはできない。代表取締役に、本件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があるということとはできない。

本件最高裁判例は、有価証券報告書の虚偽記載について、会社の監督体制に不備はなく、会社法350条により発行会社の責任を追及する訴訟を棄却している点が興味深い。原審や1審は、21条の2による投資者保護を大いに意識していたのに対し、最高裁判所は、会社法350条を介してであるが、21条の2を意識することなく、会社の責任を否定したことに留意すべきである。21条の2を適用すればどのようなようになるのか興味深い。

3. 21条の2

①無過失責任

わが国の金融商品取引法21条の2は、発行会社の継続開示書類の虚偽記載等があれば、発行会社は無過失で責任を負うこととしている。これは、アメリカにおける継続開示に関する上記18条よりもはるかに厳格である。立法担当官の説明は、「発行市場において、発行会社の役員らの責任は過失責任（ただし、挙証責任を転換している）であるが、発行会社自体の責任は無過失責任である。・・・したがって、流通市場における発行会社の責任を規定した21条の2においても、発行市場における発行会社の責任と平仄を合わせ、無過失責任とした。」という。流通市場の開示における発行会社の責任規定が、発行市場の場合の無過失責任規定（金商法18条）になぜ平仄を合わせるべきなのかについての説明が全くなされていない。おそらくは、流通市場で取得する投資者に正確な情報を提供すべきことに変更はないとでもいいたかったのであろうが、乱暴な議論というべきであろう。

発行開示の場合は発行会社が資金調達をするために投資者に積極的に有価証券の買付の申込みの勧誘を行うことになるので、そのような調達事項に関する開示が重要となる。これに対して、流通に関する開示は継続的な開示となり、継続的な企業活動上の秘密の保持と将来業績についての見通しなどのソフト情報に関して、いわゆるプリ・マチュアールの開示とよばれる開示対応の根本問題が存在することに留意すべきである。つまり、発行会社は、企業活動を行う中で重要情報がしばしば発生してくる可能性がある一方で、企業秘密としてこれを開示しないままに次への戦略的活動を行うことがあり得る。このようなビジネスのチャンスなどの不確定な段階で、投資者に当該情報を開示すると、うまくいけば迅

速な開示として評価されることになるかもしれないが、他方いまいかなければ誤解を招く虚偽の開示ではないのかが問題となる。それゆえ、プリ・マチュア（pre-mature）な重要な情報は、原則的には開示すべきではないことになる。しかるに、わが国の四半期報告書等においては、ソフト情報の開示が求められており、このような情報の開示を含めた上で発行会社に虚偽記載の無過失責任を課すことは、著しく妥当性を欠くことになるおそれがある。

② 1934年証券取引所法18条

アメリカでは、有価証券の流通市場の開示に関して、1934年証券取引所法18条は、次のように規定して、発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載等について民事責任を法定している。すなわち、

(a) 項 本法もしくはこれに基づく規則、または本法15条(d)項に規定される登録届出書に含まれる約束にしたがって提出されるすべての申請書、報告書または文書中に、それが作成された時及びその当時の状況に照らして、重要事項に関して虚偽または誤解を生じさせる記載を行いまは行わせた者は、善意により行動しかつ当該記載が虚偽もしくは誤解を生じさせるものであることをあらかじめ知らなかったことを立証しない限り、(当該記載が虚偽または誤解を生じさせるものであったことを知らずに) その記載を信頼して当該記載の影響を受けた価格で証券の売買を行ったものに対して、当該信頼により生じた損害の責めを負わなければならない。当該責任の履行を求めるものは、管轄裁判所において普通法または衡平法に基づき提訴できる。当該訴訟において、裁判所は、その裁量において、両当事者のいずれか一方に対して、当該訴訟費用の支払いの約束を要求しかつ適当な弁護士料を含む妥当な費用を課すことができる。・・・

(c) 項 本条に基づく責任の履行を求める訴訟は、訴訟の原因となる事実を発見した時から1年以内かつ当該訴訟の原因が生じたときから3年以内に限り、提起することができる。

このアメリカの18条は、原告は、被告の虚偽開示を信頼したこと、そこから損害が生じたことなどを立証しなければならないだけでなく、発行会社は善意であったことを抗弁できる。したがって、企業結合についての機関決定をした後でそれが成就しなかったというような場合でも、合理的な根拠に基づく開示であったことを示せば、責任はとらなくてよいことになる。つまり、アメリカでは、流通市場における開示書類の虚偽記載等は、発行会社に対して無過失責任を課すなどと言う政策をとっていないことに学ぶべきである。会社が、無過失責任を負わされるというのはいかなる根拠に基づくのか、近代市民法原理からして、大いに疑問である。立法論としては、金商法24条の4に発行者を加えることで、挙証責任の転換された責任を負わせることで足りたのではないかと思われる。

4. ライブドアの最高裁判所判決

① 21条の2の趣旨

最高裁判所は、21条の2第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」について、金商法21条の2は、「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」として、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をすべて含むと判示し、「本件虚偽記載は、上告人の代表者であったBの指示ないし了承の下、上告人が実際には約3億円の経常赤字であったのに約50億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券報告書に記載下というものであって、このような重大な犯罪行為を行えば、強制捜査が行われ、Bが上告人の代表取締役を解任され、Y株が上場を廃止されることになるのはもちろん、上告人が成長性の著しい企業と目され、上告人ないしBの動向がマスメディアによって注目されていたことなども考慮すると、上告人や同種ベンチャー企業等に対する取引所市場の評価が大きく損なわれ、個人投資家による売り注文が殺到するなどして取引所市場に混乱がもたらされることや、こうした事態をめぐり、マスメディアが報道することも、全て通常予想される事態であった、として、本件各事情によるY株の値下りは、本件虚偽記載と相当因果関係がある、と結論づけている。

この事件では、いわば証券詐欺に関係する虚偽記載についての判断がなされたわけで、その場合に、投資家が、21条の2の規定によって挙証責任の負担なく、相当因果関係のある損害賠償が救済を受けることができることを判示したものと見える。

②田原裁判官の補足意見

- i) 虚偽記載等の事実がなく、事実が適正に記載されていれば当該株式を取得しなかった。
- ii) 取得前に虚偽記載等がなされていることを知っていたならば当該株式を取得しなかった。

これらの場合は、取得自体損害の損害賠償を主張できると、多くの学説が認める。

これに対して、

- iii) 虚偽記載等の有無に拘わらず当該株式を取得していたと認められる場合は、取得価額一処分価額（又は口頭弁論集結時の評価額）の取得差額額となることが一般に認められている。

岡部裁判官は、取得時差額損害の賠償を前提とした規定であるとされるが、虚偽記載等の後に流通市場で株式を取得した者は、取得自体損害、取得時差額損害の何れの主張においても、21条の2第1項の適用を主張できる、という。

③寺田裁判官の補足意見

「不法行為の基本要素たる違法性の内容からみて、投資家に対する不法行為が成立し、その損失が保護されるべき対象であるとみることができる場合には、これを損害賠償の対象から除外すべき理由はなく、これにつき会社が責任を負うについての民法、会社法上の要件が充たされるのであれば、会社の責任を否定する理由もやはりない。」として、さらに次のことを主張する。

- i) 会社の代表者が単に会社財産を横領した場合には、株価に下落があっても、株主が

会社に直接にその分の損害賠償を請求することはできない。この点岡部裁判官と同意見。

- ii) 代表者が、大株主に損害を与えることをねらって、会社財産を毀損する行為をたらいだ場合は、会社に対しても請求できる。

④岡部裁判官の反対意見

- i) 高値取得損害は、株主の直接損害である。21条の2第2項は、取得時差額を推定する。取得自体損害もあり得る。
- ii) 会社の信用毀損による株主の間接損害は、株価下落損害である。この損害は、全株主が被る損害であり、21条の2は、これを対象外にしている。

⑤最高裁判所の解釈

最高裁判所は、金商法21条の2は、「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」として、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をすべて含むと判示している。

問題は、田原裁判官が損害額算定について、「虚偽記載等の有無に拘わらず当該株式を取得していたと認められる場合は、取得価額一処分価額（又は口頭弁論集結時の評価額）の取得差額となるのが一般に認められている。」といわれるが、果たしてそのような場合に発行会社は、なぜそのような損害賠償の責任を負うべきなのか、である。

岡部裁判官の反対意見では、会社の信用毀損による株主の間接損害は、株価下落損害である。この損害は、全株主が被る損害であり、21条の2は、これを対象外にしている、という。

また、寺田裁判官の補足意見においても「会社の代表者が単に会社財産を横領した場合には、株価に下落があっても、株主が会社に直接にその分の損害賠償を請求することはできない。この点岡部裁判官と同意見。」とされている。このような考え方は、雪印食品損害賠償請求事件（平成17.1.18金融商事1209号10頁）において、東京高裁が、「株式が証券取引所などに上場され公開取引がなされている公開会社である株式会社の業績が取締役の過失により悪化して株価が下落するなど、全株主が平等に不利益を受けた場合、株主が取締役に対しその責任を追及するためには、特段の事情がない限り、・・・株主代表訴訟を提起する方法によらなければならない、直接民法709条に基づき株主に対し損害賠償をすることを求める訴えを提起することはできない、」と判示したことにも関係するのかどうか問題となりうる。この考え方であれば、株主は、代表訴訟での救済を受けることができるが、21条の2の規定による救済が特別な場合であることを主張しなければならないと思われる。

⑥日本システム技術事件についての架空的最高裁判決のイメージ

日本システム技術事件の原告株主は、有価証券報告書の記載に基づいて同社株を取得したが、はたして有価証券報告書の虚偽記載がなければ同社株を取得しなかった事例であるかどうかは、認定されていないようである。この事例こそが、上記田原裁判官が指摘され

る「虚偽記載等の有無に拘わらず当該株式を取得していたと認められる場合」なのかもしれない。第一審裁判所は、高値取得損害であって取得差額が財産的損害額であるとして、未だ施行されていない21条の2第2項の推定規定を用いて損害賠償を認めている。しかし、このような虚偽記載は、上記の雪印食品判決やライブドア最高裁判決中で岡部裁判官や寺田裁判官が指摘されたような全株主が負うべき会社損害であり、21条の2の対象外ともいえるのではないかと思われる。

本件の会社の主観要件について、会社法350条に関しては過失がなかったとしているが、21条の2の適用については、果たして無過失責任で判断するのかが注目される。このことに関して、ライブドア判決で寺田裁判官が「投資家に対する不法行為が成立し、…これにつき会社が責任を負うについての民法、会社法上の要件が充たされるのであれば、会社の責任を否定する理由もやはりない。」との補足意見を書かれていることを吟味すべきであろう。解釈上の解決方法としては、21条の2第5項に基づいて裁判所が適切な判断ができるという解釈を試みるしかないといえよう。しかし、立法論としては、前述したように、発行会社が24条の4の責任主体に追加されることで足りたといえよう。

5. 証券詐欺となる虚偽記載

わが国の21条の2についての上記最高裁判所の議論は、21条の2が直接損害を受けた投資家に認められる規定であるということを明らかにしているといえよう。そこで、それは、証券詐欺とまでいえる不法行為であることを要すべきかどうかを検討してみよう。

(1) 米国の証券詐欺の故意要件

アメリカでは、上記のように流通市場の開示の民事責任規定にあつては、会社は、善意の抗弁を主張できたが、証券詐欺については、規則10b-5に基づく民事責任が問題となる。有価証券報告書等の虚偽記載等が規則10b-5の違反を根拠として証券詐欺のコモンロー上の不法行為の請求ができることになっている。それゆえ、原告は、コモンロー上の要件として、被告の故意 (scienter)、原告が虚偽表示等を信じたこと、損害との因果関係を原告は挙証しなければならない。

規則10b-5違反の救済を求めることができるのは、違反について、被告の意図的ないし悪意のある場合に限るとするのが、最高裁判例となっている (Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425US185(1976))。原告は、被告の主観要件を挙証しなければならないが、被告の違法性の認識までは要求されないようである (Hamilton 前掲パラグラフ306)。

これに対して21条の2は、虚偽記載等があれば発行会社は無過失責任を負うとしているので、アメリカの証券詐欺に必要とされる故意要件を採用していないことが問題となる。

(2) 証券詐欺となる重要な情報

①重要な事項の定義規定

そもそもアメリカの1933年証券法上で発行市場における発行会社の有価証券届出書における虚偽記載等の責任を負う対象となる重要な事項とは、「通常の慎重な投資者が登録証券を買い付ける前に知らされるべきであると合理的に考えられる事項」であるとの定義規定（規則405）によると思われるが、証券詐欺となると、証券市場に影響を及ぼす事実という考え方にならざるを得ない（谷川・前掲615頁）。証券詐欺に該当するような重要な虚偽記載による損害額であればこそ、原状回復的損害賠償が各投資者に認められるので、21条の2第2項は、そのような損害と因果関係を推定することにこそ意義があるのではないかと思われる。

②証券市場に影響する重要な事項

規則10b-5の対象となる重要な事項は、合理的な投資者が投資判断を行う際に重要と考えた場合が「重要」ということになるが、虚偽記載等が合理的な投資者の投資判断において現実的重要性を想定させたであろう実質的蓋然性が存在しなければならない。別な表現でいうと、合理的な投資者が不実記載された事実を見た場合に利用可能であった情報のトータル・ミックスを重大に変更させる実質的蓋然性が存在しなければならないというのが判例であり、原告は、このことを証明しなければならない（Basic Inc. v. Levinson, 485U.S. 224 (1988)）。

連邦証券取引委員会（SEC）は、IR活動で会社が情報を伝達することを奨励し、これとの関連で会社が責任を負わなくてもよいようにレギュレーションFDを制定したが、その際に重要性についてのガイドラインを明らかにしている（SEC通牒34-43154号、2000年）。それによると、

①収益情報、②合併、取得、公開買付、合併事業、資産の変更、③新しい製品若しくは発見、または顧客若しくは供給者に関する展開（例；契約の獲得又は喪失）、④支配権又は経営権の変更、⑤監査人の変更または監査人からの通告（発行会社が監査人の監査報告書を信頼することができなくなったとの通告）、⑥発行会社の証券に関する出来事（例；シニア証券のデフォルト、redemptionのコール、自己取得計画、株式分割若しくは配当変更、株主権の変更、追加証券の公募若しくは私募）、および⑦破産又再生、である（森田・前掲書374頁有斐閣2008年）。

これらの事項が、証券詐欺となる重要な事項の具体例となりうるという点で、わが国の21条の2においても、有益な指針となるように思われる。

③西武鉄道の名義株主

西武鉄道事件において、名義株主が虚偽記載とされたことは、上場廃止を惹起させる重要事実であるといわれているようであるが、いささか疑問がある。東証の平成16年11月16日のプレスリリースによると、西武鉄道は、虚偽記載を行い、かつその影響が重大であると認めた場合（株券上場廃止基準2条1項11号a）、およびその他公益又は投資者保護のため、上場廃止を適当と認めた場合（同16号）に該当したとして、猶予期間の終了を待たずに上場廃止とした。少数特定者持株比率80%以下に抵触する水準に及ぶなど重大

な情報に誤りがあったことが認められ、また内部管理体制等組織的な問題に起因するものと認められたからだという（同プレスリリースの注記）。

確かに大株主の記載に誤りがあったとしても、西武鉄道は、大株主からの報告に基づいて記載するわけで、大株主のコクドからの情報に基づくわけであるから、その信憑性の責任を発行会社に押しつけているのではないかと思われる。さらに奇妙なのは、同日の東証社長の記者会見で、東証の少数特定者持株数に係る基準の見直しを公表していることである。すなわち、「この基準を導入した昭和 57 年にさかのぼるわけですが、導入に当たり。『当分の間』基準を緩和することとした取扱いが、今日まで継続しているという状況となっています。最近の株式持合いの解消状況等も踏まえると、こうした緩和措置を継続する合理性は乏しくなっているものと考えられますので、今回、この緩和措置を廃止することとします。」と説明しているのである。そうだとすると、上場廃止は、取引所の政策問題であって、少数特定者持株数の虚偽記載なるものが重要情報の虚偽記載といえたかどうかは疑問である。

（3）原状回復的救済

①アメリカにおける証券詐欺の場合の信頼と因果関係

コモンロー上の不法行為責任の要件とされる「信頼と因果関係」について、アメリカでは「市場における詐欺」の概念の採用により、原告の挙証の負担を取り除いている。市場に影響するようなどいう意義における重要事項について、会社が故意に不実表示した場合には、「市場における詐欺」（fraud on market）となるという考え方が、最高裁判例によって採用されたのである（Basic Inc. v. Levinson、485U.S. 224、241-249（1988））。すなわち、「市場における詐欺理論は、公開かつ展開された証券市場においては、会社の株価は当該会社及びその業務に関する利用可能な重要情報によって決定されるという仮説（いわゆる効率資本市場仮説一森田）に基づき、・・・誤解を生じさせる説明は、それゆえ株式の購入者を詐取することになる。たとえ、購入者がそのような説明を直接的に信頼していなくてもである。・・・そのような場合の被告の詐欺と原告の株式購入との間の因果関係は、誤解を生じさせる説明を直接的にした場合とくらべても重大さは劣ることはない。」という考え方である。

②損害額としてのアウト・オブ・ポケット理論

アメリカでは発行者の虚偽記載等について、原告が規則 10b-5 違反に基づく不法行為を請求原因として訴訟を提起する場合、原状回復の権利または差額の損害賠償の請求のいずれかを選択できるといわれているが、陪審の評決を含む裁判所の裁量によって決定されるようである。ただし、証券取引所法 28 条 (a) 項により、現実損害に限定されるし、懲罰的損害賠償は認められないようである。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ようである（同 1212 頁）。損害額は、通常は、アウト・オブ・ポケットで算定される。最近では、集団訴訟について、損害額の算定は、購入価格と虚偽記載

の訂正公表後90日間の平均取引価格との差額を限度とすべきであるとの損害額の上限を制限する規定が設けられている(1934年証券取引所法21条D)。このような考え方がわが国の21条の2に大きな影響を与えていると言えよう。

③21条の2の救済の利用可能性

わが国の21条の2は、発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載等により証券を取得した者だけに認められる法定の民事責任を定める規定であるが、発行市場における当事者の損害賠償規定である19条に言及しており、証券詐欺に認められるべき原状回復的救済を意図していると解釈される可能性がある。さらに、投資者に損害賠償請求をしやすいうように、21条の2第2項は、因果関係及び損害額の推定を規定している。

しかし、株価下落による株主の損害は、上記のように全株主が負うべきものともいえる。21条の2は、はたしてこのような場合の株主の損害の賠償を認める規定であるのかが問題となりうる。

同様に、オリンパス事件では、損失隠しは約20年にも及ぶようであり、全株主が負担すべき不祥事であり、ある株主だけが救済を受けるのはどうかという考え方もある。このような事例では、21条の2の規定ではバランスのとれた解決が困難ではないかと思われる。さらにいえば、同事件では、損失隠しといわれるがそれを処理してきたのであり、証券詐欺を行う等には該当しないように思われる。株価も事件当時にまで回復していることも見逃さないように思われる。このような場合に発行会社が民事責任を問われたいというのもおかしいが、だからといって無過失でも民事責任が課せられるというのもおかしい。立法論としては、24条の4の責任主体として裁判所が判断することがベターであるといえよう。

他方、わが国の証券詐欺の規定の違反について、民事責任を定める規定が存在していない。他方、21条の2は、報告書の虚偽記載の被害者たる投資者の救済として、損害額の推定規定を定めていることから実効性が大いに期待できる。そこで、同条の適用範囲を拡大して、規制対象の開示書類の範囲を拡大するなど、金商法157条の証券詐欺規定の違反に対しても適用できるようにすべきではないかと思われる。その場合には、濫訴も懸念されるが、それについては被告の故意要件を掲げればよいと思われる。条文の位置もそちらにずらすのがよいであろう。

6. その他の証券詐欺の民事責任規定

虚偽記載等をするのが、アメリカでは証券詐欺になるという議論自体がわが国においては必ずしも浸透していないように思われる。ここでそれを主張してわが国の常識を覆す余裕はないが、有価証券報告書等の虚偽記載等が、自由市場に大きな阻害要因となることは、わが国においても一応承認されていることを紹介しておきたい。まず、金融商品取引法の相場操縦の規定を見てみよう。159条2項は「何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引(以下この条において「有価証券売買等」という。)

のうちいずれかの取引を誘引する目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない。……
三号 有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること。」と規定している。そして、こ「の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品……に係る価格……より、当該金融商品……の売買……をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う。」(金商法 160 条)こととされている。

この条文がこれまで利用されてこなかった理由として、取引を誘引する目的という主観要件の証明が困難であることが指摘されてきた。また、「売買を行うにつき」という文言から、自らが当該取引の当事者である必要があるように解釈されることも理由をなしていたと思われる。しかしながら、ライブドア事件では、裁判所は、次のような認定を行っている。すなわち、「被告においては、インターネット関連業務の業績の増大には限界があることから、合併・買収(M&A)や株式分割を利用し、ライブドア株式の時価総額の増大を図っていたが、被告、甲野、乙山らは共謀の上、さらに、企業買収の際の株式交換を利用してライブドア株式を高値で売り抜けて利益を得た上、それを被告の売上に計上して経常利益を増大させることとし、その過程に投資事業組合を介在させて、被告、甲野、乙山らの関与を発覚しにくくするとともに企業会計処理等による規制を逃れようとしていた。」ことおよびマネーライフ社買収に係る偽計・風説の流布を認定している(東京地判平 20. 6. 13 判時 2013 号 27, 47-49 頁)。それゆえ、相場操縦の主観要件および有価証券の売買についてという要件は自己株式の売買差益の獲得を目的としていたことで、160条の適用も可能となる事例であったといえよう。

証券詐欺を禁止するわが国の 157 条は、アメリカの 1934 年証券取引法 10 条 (b) 項を継受するのであるが、同規定に基づく規則 10b-5 は、証券詐欺禁止行為の要件として、証券の購入又は売却に「関連して」(in connection with) という概念を採用しているのに対して、わが国の規定が有価証券の売買「について」としているのと大きな差異となっていると思われる。アメリカにおいても、この概念の採用こそが、1942 年における大発明であって、証券詐欺に有効な規定となったようである。立法論として、この「売付又は買付に関連して」という文言を是非わが国の 157 条に導入して、証券詐欺については原状回復的損害賠償を広く認めるべきであろう。しかし、ライブドア事件では、発行会社が自己株式の売買差益を目的にして行為したことが認定されており、上記のように相場操縦についての民事責任が肯定されうる事例のようでもある。これと重疊的に 157 条の違法を認定できる場合の民事責任規定を整備して、民法上の不法行為責任の救済よりも簡便な証券詐欺として原状回復的損害賠償を認めるべきである。21 条の 2 は、このような場合の有価証券報告書等の虚偽記載等に対して投資者保護を強化するものであり、そのような趣旨の規定を整備して、157 条に対応するような証券詐欺についての民事責任規定を立法化すべき時が来ていると思う。