

# 大証金融商品取引法研究会

## ライブドア事件

平成24年4月27日（金）15:00～17:08 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

### 出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 真得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
齊藤 真紀 京都大学大学院法学研究科准教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森田 それでは、時間が参りましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。  
本日は、松尾先生から「ライブドア事件」についてご報告いただきます。よろしくお願ひします。

~~~~~

【報 告】

## ライブドア事件

大阪大学大学院法学研究科准教授

松 尾 健 一

レジュメに沿って報告を進めさせていただきます。

### I. 対象判例

- ①東京地判（民15）平成20年6月13日判時2013号27頁
- ②東京地判（民8）平成21年5月21日判時2057号36頁
- ③東京地判（民8）平成21年6月18日判時2049号77頁
- ④東京地判（民8）平成21年7月9日判タ1388号156頁
- ⑤東京高判（民20）平成21年12月16日金判1332号7頁（①判決の控訴審）
- ⑥東京高判（民9）平成23年11月30日（②判決の控訴審）
- ⑦最判平成24年3月13日（⑤判決の上告審）

これ以外にも判決はあり得るのかもしれません、この7つを取り上げています。審級関係を申しますと、①の控訴審判決が⑤の東京高裁の判決、その上告審の判決が⑦ということです。②の控訴審判決が⑥で、②、③、④は、東京地裁民事第8部という同じ法廷から出された判決で、中身は当事者の主張に応じて少し違うところもありますが、基本的には同じ内容になっています。

### II. 当事者

【原告】

①, ⑤, ⑦の判決は、機関投資家6社が原告になっている「機関投資家訴訟」と呼ばれているものです。それ以外は一般投資家が原告になり、その中でも②, ⑥の事件では、3, 340名の投資家が原告になっています。このうち、一审判決後、控訴審係属中に1,627名、約半数の原告との間で1株200円プラス弁護士費用と遅延損害金という内容で和解が成立し、その和解に応じなかった残りの人たちがそのまま控訴審判決の対象になり、控訴審判決は、後で述べますとおり、一审に比べてかなり大きく要賠償額を引き上げていますので、結果的に和解した者に比べて回復できた金額は大きかったということになっています。③は一般投資家2名、④は一般投資家410名が原告になった訴訟です。

なお、原告の一般投資家の中には、ライブドアの子会社の株式、これはいずれもマザーズ、東証2部に上場していた上場株式ですけれども、これを取得して、その子会社株式の値下がりについても同様に訴訟の中で損害賠償を請求しているものがありますが、本報告では、この子会社株式に係る損害賠償請求については扱わないこととさせていただきます。

### 【被告】

続いて、被告の側に目を移しますと、①, ⑤, ⑦の機関投資家訴訟では、発行会社であるライブドア（株式会社ライブドアホールディングス）のみを被告として訴えています。これに対して一般投資家訴訟のほうは、訴訟によって増えたり減ったりというのはあるのですが、発行会社であるライブドアに加えて、ライブドアの代表取締役、取締役、監査役、監査法人、監査法人の中でも監査報告の作成に関与した者、さらにはその監査法人の社員になっている他の公認会計士、それから子会社、子会社の代表取締役なども被告に加えているものがあります。このうち、本報告では、責任主体として、もっぱら発行会社であるライブドア本体を取り上げています。本来であれば、役員の責任についても検討すべき点があり得ると思いませんけれども、時間等との関係で、今回は主にライブドア本体を被告とした場合の損害賠償請求を取り上げたいと思います。

### III. 事実関係（最高裁判決より）

最高裁判決をもとに少しだけ加工したものをレジュメに挙げています。一々読み上げることはしませんけれども、後々検討する論点、争点との関係で重要なってきますのは、(6)の事実です。平成18年1月18日に、検察官が司法記者クラブにおいて、報道機関の記者に対して、ライブドアが、平成16年9月期決算（単体）において、傘下にあった

2社の預金等を付け替えることで約10億円の経常黒字と粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨を伝達し、そのころその旨の報道がされました。それで、金商法21条の2との関係で、その虚偽記載等の事実の公表があったのはいつかということが争いになったわけですけれども、さきに挙げましたすべての判例において、この公表日は1月18日であったと認定されていまして、この日が一つポイントになるということです。

また、本件の特徴としましては、それ以前の(5)の段階で、1月16日の夜に、ライブドアの役員等について金商法違反（偽計・風説の流布）の容疑があるとして強制捜査が開始されていまして、その旨も既に16日には報道されていました。

その結果、(9)のところですが、ライブドアの株価の値動きを見てみると、本件強制捜査が開始されたのは市場が閉じてからでしたので、強制捜査が開始される直前の1月16日の終値は、696円でした。翌17日には強制捜査の報道がされていましたので、ストップ安ということで596円まで急落していました。さらに18日、先ほどの判決において公表のあった日だと認定されている時点であります、この日も売りが殺到して売買停止処分をした。そして6営業日連続で値下がりを続けて、24日には176円にまで暴落していました。このように、公表日とされた18日以前に既に急落が始まっていたということです。ストップ安、値幅制限の制度のおかげでこの程度で済んだということが言えるかもしれません、大きく下落していたという特徴があります。

また、(10)のところですが、本件強制捜査開始後、この公表の前後を通じて経常利益を粉飾していた、あるいは買収に関し虚偽の発表をしていたということで、ライブドア等をめぐって金商法違反の疑いがあること、さらには、ライブドア株式について上場廃止に向けた動きがあるといったことなどが広く報道されていたということです。

以上のような事実関係ですけれども、いずれの判決においても金商法21条の2の第2項によって推定される損害額は、公表日をすべて1月18日と同じように解していますので、585円が推定される損害額として算出されるということになっています。

なお、ライブドア株式は結果的に上場廃止になっています。

原告らは、すべて取引所を通じてライブドア株式を取得したものでありまして、相対取引等によって取得したものはないということです。

以上が事実関係ですけれども、続いて、責任原因として主張された事実を見ていきます。

#### IV. 責任原因

## 1. 本件における虚偽記載の内容

本件における虚偽記載の内容は、一つは、有価証券報告書及び半期報告書の連結損益計算書における虚偽記載です。これもより細かく見ますと、自社株売却益を連結損益計算書の利益として計上していて、それは許されない利益計上であるという部分と、子会社の架空売り上げを計上したという部分の2つに分かれています。さらに、適時開示の制度を通じて子会社が行った株式交換に関する公表が虚偽であったということが認定されています。また、子会社の四半期業績に関する公表も虚偽であったという認定がされています。したがって、適時開示において虚偽の公表がされたということについての責任も、本来は検討すべきではありますけれども、これについても、今回は原則として扱わないということにさせていただきたいと思います。

## 2. 原告が主張した損害賠償責任の根拠

被告とされている者が違うことから、さまざまな条文を根拠に損害賠償を求めています。まず、機関投資家訴訟（①, ⑤, ⑦）では、ライブドア本体だけを責任主体としてとらえていますけれども、金商法21条の2のみが責任根拠として主張されていました。控訴審の段階で、原告らは民法709条に基づく請求を追加しようとしたが、裁判所は、時機に遅れた攻撃防御方法の追加であるとして、却下しています。

②, ⑥判決では、ライブドア本体の損害賠償責任の根拠として金商法21条の2が当初主張されていましたが、控訴審の段階で、会社代表者の不法行為に基づく会社の責任を問う会社法350条、さらに民法709条、719条に基づく請求を追加しています。また、ライブドアの役員、監査法人も責任を問われています。これらの者については、当初は金商法24条の4、22条1項が責任根拠として主張されていましたが、こちらも、控訴審の段階で民法709条、719条が追加で主張されています。

③, ④判決は、一審の段階から、発行体であるライブドアの損害賠償責任の根拠として、金商法21条の2のほか、会社法350条、④判決では民法709条が主張されていました。ライブドアの役員、監査法人の損害賠償責任の根拠については、金商法24条の4、22条1項のほか、民法709条、719条、そのほか商法266条の3とか、監査法人については商法特例法の規定も責任根拠として主張されていました。

ここで少し不思議に思いましたのは、責任根拠として金商法21条の2以外の規定が特に追加的に主張されている場面がありますけれども、それはなぜかということです。一般

投資家である原告の中には、公表の日において保有していたライブドア株式の一部が、21条の2の適用を受けられる要件となっている公表の日から1年以内に取得したものだけではなくて、それより前に取得していたものも含まれているという場合がありました。これらの者については、金商法の規定は使えないことになりますので、別途、会社法350条や民法709条を主張していたものと思われます。

また、判決を見ますと、弁護士費用については、それが賠償すべき損害に含まれるか否かについて、金商法21条の2によった場合と不法行為によった場合とで異なる判断をしているものがあります。さらに、後で見ますように、21条の2を根拠としつつ、前回伊藤先生がご報告された西武鉄道事件にありましたように、取得したこと自体が損害であるという主張をすることができるかということについて、それはできないということを判示した裁判例がありました。そういうことを踏まえて、取得自体損害、あるいは弁護士費用の賠償を主張するために、金商法に加えて民法の不法行為の規定に基づく請求を追加しているということがあるようです。

## V. 金商法21条の2に基づく発行者の損害賠償責任

それでは、この事件の中心的な争点となりました金商法21条の2に基づく発行者の損害賠償責任について詳しく見ていきたいと思います。

### 1. 有価証券報告書の記載内容に対する信用の要否

被告ライブドアの側は、原告に中には虚偽記載のある有価証券報告書提出前からライブドア株式に投資していた者がおり、そういう者たちは虚偽記載の内容を信用してライブドア株式に投資したとは言えない。それ以前から投資をしていたのだから、虚偽記載とライブドア株式の取得との間には因果関係がないということを主張しました。

このような被告の主張に対して、①判決は、有価証券報告書等が公衆の縦覧に供されている間は、証券市場はその記載内容を基礎として有価証券を評価するのであって、取得者は市場の評価を前提として取得するのであるから、21条の2に基づき損害賠償を請求するには、実際に有価証券報告書等の記載内容を信用して、それを投資判断の重要な要素としたかどうかということは損害賠償請求権の成否に関係がないということを判示しています。これは従来、学説等で言われてきたことをほぼ踏襲するものではないかと思います。

ただ、⑤の控訴審判決では、これは全く別の記述に改められています。本件で問題にな

っているのは虚偽記載のある有価証券報告書の公表の後に取得した株式についてであるから、それ以前の事情については、公表後に取得した株式に係る損害賠償請求権の成否とは無関係であるという記述に改められています。

## 2. 金商法21条の2第2項にいう「虚偽記載等の事実の公表」の意義

金商法21条の2第2項における損害額の推定規定を用いる際には、虚偽記載等の事実の公表がいつの時点でなされたかということが問題になります。なお、先ほど事実関係のところで述べましたとおり、今回取り上げる判決のいずれも、公表日は平成18年1月18日と認定していまして、裁判所の間で考え方には差があるとか違いがあるということではありません。主に学説において異なる考え方をとるものがあるということですので、取り上げたということです。

### (1) 「提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」(金商21条の2第3項)

条文を詳しく見ていきますと、まず公表というのは、有価証券報告書提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者が公表したのでなければならないということになっています。公表の主体を発行者自身、またはこのような権限を有する者に限定した趣旨は、立案担当者の見解によりますと、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格変動が発生すると類型的に考える場合として挙げたのだと説明されています。

この結果、例えば市場参加者が風説を流布したことにより市場価格が下落したような場合、具体的には、発行者が虚偽記載等を行っているとの情報が合理的な根拠なく流布された後、株価が下落し、後に現実に虚偽記載等を行っていたことが判明したような場合には、提出者もしくは権限を有する者による公表があったとは言えないから、風説の流布の時点で公表があったとは言えないということになるようです。

そして、この「権限を有する者」の具体例としまして、内閣総理大臣、金融庁、証券取引等監視委員会、取引所、証券業協会、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を有する者が挙げられています。また、これに続けて、「警察による捜査結果の公表もこれに当たると解される」という見解が示されていたところです。

最高裁判決⑦は、この「権限を有する者」の解釈については、「検察官は、有価証券報告書等の虚偽記載等の犯罪につき刑訴法に基づく種々の捜査権限を有しており、その権限に基づき、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報や有価証券報告書等に記載すべき正確な情報を入手することができるのであって、その情報には類型的に高い信頼性が認められる。したがって、検察官は、金商法21条の2第3項にいう『当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者』に当たるというべきである」と判示しています。

この点については、黒沼先生、田中先生などは、既に下級審の裁判例の評釈において、そういった解釈が正しいという意見を表明されていました。これに対して弥永先生は、下級審の判決が出た段階で、提出者の業務もしくは財産に関する権限という以上は、検査や報告聴取などに基づいて提出者に対して一定の処分や指示を行うことができる権限に限定して解するのが自然であるとしまして、警察とか検察はここに含まれないという解釈を示しておられました。

弥永先生の見解に対して黒沼先生や田中先生からは、提出者に対して処分・指示の権限を有しているかどうかという点は、その者が提供した情報を投資家が信用し、それを反映した価格変動が起こるか否かということとは関係ないのではないか、したがってそういう限定をする必要はないのではないかという反論がされていました。

さらに、弥永先生は、警察が行う捜査結果の公表は、開示内容を真実と一致させることによって金融商品取引の適正さを実現しようとする趣旨のものではなく、また経過情報の暫定的な公開にすぎないこともあるということを言わされて、ここにいう「権限を有する者」に警察は含まれない、脚注におきまして、検察も同様に考えられると書いておられました。

このような弥永先生の主張に対しても反論がありまして、提出者自身、あるいは権限を有する者の典型例である取引所による発表も暫定的なものであることもあり得るということが言られています。結局、このことは、どの程度の情報が提供されれば虚偽記載等に関する事実が公表されたと言えるかという、別の問題にかかわることではないかと思います。

## （2）「多数の者の知り得る状態に置く措置」の意義

多数の者の知り得る状態に置く措置をとった場合に、公表があったとされるわけですが、この「多数の者の知り得る状態に置く措置」とは一体どういうことをいうのかと

いう点につきまして、立案担当者の解説では、監督当局による発表、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を挙げられていました。

黒沼先生は、これを2つに分けられまして、(i)多数の者に向けて事実を伝達する行為と(ii)多数の者に伝達することが合理的に予測される状況において、直接には少数の者だけを対象に事実を伝達する行為の両方が含まれると解すべきであるとされていました。

このこととの関係で一つ問題になりそうなのは、特定の報道機関に対して、伝達事実が報道されることを前提とせずに事実を伝達した場合に、その時点で公表があったと言えるかということです。黒沼先生は、このケースは先ほど挙げた(ii)の要件に該当しないので、公表には当たらないのではないかという説明をされています。

また、弥永先生は、公表というのはあくまで権限を有する者によって公表されるのでなければならぬので、その事実を公表した者が権限を有する者であることが明確にされていなければならぬ。したがって、例えばリークがあったような場合で、一部の報道機関がそれを報道したというときには、通常、その事実を伝達した者が明示されないので、権限を有する者による情報提供とはいはず、ここでいう公表には当たらないと説明しておられます。

そうしますと、権限を有する者以外の者によって虚偽記載の事実が市場に伝達され、それを反映して証券価格が下落した場合に、その後に権限を有する者による公表を基準として21条の2第2項の損害額推定規定を用いますと、推定される損害額が小さくなってしまうという問題が生じます。権限を有する者について、限定期に解釈されている結果、このようなことも起こり得ると思います。

この点につきましては、例えば黒沼先生は、投資家保護を実効性あるものにするために、その権限を有する者以外によって提供された不確かな情報が流布している期間を除外した上で、それ以前の例えば1カ月をとて、公表前1カ月の市場価格の平均として用いるなど、柔軟な解釈が必要になると思われる所とされています。

条文の上では、推定額の算定基準をこのように操作するということは非常に難しいように思います。もっとも、推定額はあくまで推定額ですので、原告の側は、これを超える損害を主張することが禁止されているわけではありません。したがって、今のような事例では、推定規定の基準となる時点で既に虚偽記載を反映した下落が生じていたので、本来はもっと大きな額の下落が起こっていたはずである、不確かな情報が流布していなければ、本来の公表日を基準とした場合に、もっと大きな額の下落が起こっていたはずだといった

ことを立証して、推定額を超える損害の賠償を請求する方法が残されていると思います。そして、そのような立証が容易にできるような柔軟な運用をすべきではないかと考えました。

(3) どの程度の事実について「多数の者の知り得る状態に置く措置」がとられる必要があるか

立案担当者の解説では、公表の内容については、本来開示書類に記載されるべきであった事実である必要があり、虚偽記載等があったという指摘のみを公表しても、それはここでいう公表には当たらないというふうに述べられています。

もっとも、真実と完全に一致する情報、つまりこの数字がこれだけ違っておったというようなことまで公表しなければならないのかというと、そうではなく、虚偽記載については虚偽の部分を指摘すれば足りるし、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、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事実の公表があれば足りるというように、一般的な解釈が示されていまして、一般論としては恐らく異論のないところではないかと思います。

それでは、具体的に本件ではどうなるのかということですけれども、最高裁はこの点について、「虚偽記載等の事実の公表」があったというためには、単に当該有価証券報告書に虚偽記載が存在しているとの点についてのみ上記措置〔多数の者に知り得る状態に置く措置〕がとられたのでは足りないことは明らかであるが」と、この点は立案担当者と同じ見解をとっています。つづいて「有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない。なぜなら、取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる情報が開示され、その結果当該有価証券が大きく値下がりしたにもかかわらず、真実の情報が明らかにされないことをもって「公表」がないものとし、同条2項の推定規定を適用することができないのでは投資者の保護に欠け、相当ではないからである。むしろ、同項が「公表」をもって損害額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することのできる主体が「公表」をすることによって、当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるものであると解され、また、評価が誤っていたかどうかは、当該「公表」の時点で既に明らかになっている事実を考慮に入れて判断されるべきことであるから、「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたという

ためには、有価証券に対する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について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である」と判示していくとして、この最高裁も含め、すべての判決が公表日であるとした1月18日の検察官の記者会見の内容では、本来赤字であったはずのところを14億円の黒字であると粉飾したことが伝達されており、それが後々明らかになった本件有価証券報告書の虚偽記載の内容にとっては基本的な事実に該当すると言つてよいという解釈をとっています。

このように、虚偽記載があったという指摘だけでは足りないけれども、かといって虚偽記載の内容を完全に伝達するところまでは必要ないという考え方をとりますと、場合によっては、権限を有する者によって虚偽記載等の事実が段階的に明らかにされ、それに伴い証券価格も段階的に下落するという場合があり得るよう思います。

例えば、内部通報によって循環取引が行われているという指摘があったので調査したところ、循環取引の存在が認められたということを、ある会社が公表し、額や規模や影響については現在精査しておりますとして幾らか期間があいた後に、具体的な金額等を明らかにしたというような場合を考えます。循環取引があったということの公表が、ここにいう基本的な事実についての公表にあたると言えるのか、それとも後ろの正確な数字を出したときに初めて公表があったと言えるのかという問題が出てくるように思います。

仮に前の段階で公表があったとしますと、その後に有価証券を取得した者は、第2段階の下落で損害を被ったとしても、公表後に取得したことになりますので、推定規定を用いることはできないことになります。また、このような取得者との関係では、虚偽記載等の事実を知って取得した者に当たるかどうかも問題になり得るかと思います。他方、後の段階で公表があったということになりますと、それ以前に有価証券を処分してしまった、つまり第1段階の公表の時点で売ってしまった者は、推定規定を利用できることになります。

なお、ライブドア事件におきましても、一部の投資家は既に強制捜査開始の報道を受け17日に処分していくとして、だからこそストップ安になったわけですけれども、そこで処分した分については、金商法21条の2第2項の推定規定は使えないとされています。

そういう意味では、早い時点で公表があったと認定することにも、あるいは後ろのほうで公表があったとすることにも、一長一短があるといわざるを得ません。この問題について、例えば黒沼先生は、それぞれの段階で異なる事実について公表があったと解すべきであり、当事者は、その公表のいずれか都合のよいほうを選択して推定規定を利用すること

ができると解するのが、投資者保護の観点からは妥当ではないかと言っておられます。

本件につきましても、架空売上げの計上については、多くの判決が認めるとおり、1月18日に公表があったと言ってよいけれども、虚偽記載のうちの自社株式の売却益を利益として計上しておったという点については、18日の時点では明らかにはなっていなかつたのであるから、より遅い日に公表されたと解すべきではないかと言っておられます。

### 3. 金商法21条の2第5項による賠償額の減額

次に、非常に大きな問題になっており、7つの判決で立場が分かれております、金商法21条の2第5項による賠償額の減額についてです。

金商法21条の2第5項の意義ですけれども、立案担当者の解説によりますと、まず、21条の2第2項は虚偽記載等と因果関係のある損害額の立証が困難であることにかんがみて、投資家保護の観点から損害額を推定したものである。その推定される損害額から減額をすることが同条4項に規定されているわけですが、減額が認められるためには、①虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情があることをまず証明し、かつ、②それ以外の事情と損害との間に因果関係があること、③具体的にこれだけの額の値下がりが虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情によるものであるということを立証しなければいけない。とりわけ③の損害額の立証は被告にとって困難であることが多いと考えられるため、虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情があり、かつその具体的な株価の下落のうちいくらかは虚偽記載等以外の原因によって発生したものと認められるけれども、そのうちのいくらが虚偽記載等以外の事情によるものかという立証が極めて困難である場合に、額については必要な証明度を軽減して、裁判所が相当な額を認定して減額することを認めるものだと説明されています。

その上で、4項による減額が認められる例としまして、有価証券の価格の値動きが市場全体の値動きに連動していること、つまり、市場も全体が下がって、それに連動して下がった部分があるという場合に、連動して下がった額を立証したとき、それから、虚偽記載等の公表と同時に虚偽記載等以外の価格下落要因となる事実が公表された場合において、その事実の公表による下落分を立証したとき、が挙げられています。

これらの場合で額の立証が極めて困難である場合には、裁判所は相当な額を認定して減額するのが5項であるということになろうかと思います。とりわけ、後のほうの虚偽記載等の公表と同時に虚偽記載等以外の価格下落要因となる事実が公表されたということが、

本件においては問題になり得るかと思います。

最高裁は、この5項の趣旨について、虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がりというのは、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すべてをいうものと解するのが相当であると言っています。そうしますと、虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情によって生じた損害というのは、虚偽記載等と相当因果関係のない損害ということになるのだろうと思います。これについては、神田先生や黒沼先生が既にそのような解釈を示されていたところです。

## （2）虚偽記載等公表時の株価下落の要因

まず、前提としまして、何度か述べましたとおり、21条の2第2項によって推定される損害額は1株当たり585円となっています。ここから減額される可能性があるわけですが、本件における株価下落の要因として考えられるものとしては、(a)投資者が当該有価証券を取得した時点において当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該有価証券の市場価格との差額（取得時差額）が現実化した分、要するに虚偽の粉飾等がはがれて本来のあるべき値段に戻るその過程で生ずる下落があり得ます。

これに加えて、本件では、(b)強制捜査の開始が報道されたこと（当初は偽計・風説の流布の容疑で強制捜査が開始されたという報道）、創業者である堀江氏が逮捕され、代表取締役を解任されて経営陣から排除されたこと、ライブドアとテレビ局の提携話がこの事件を機に解除されたこと、そのほか、証券会社がライブドア株式を担保から除外したこと、さらには、東証が上場廃止のおそれがあるとして開示関係の注意銘柄にした後、管理ポストへ割り当てたこと、さらには、一時期に非常に多くの売りが集中したところから、ろくな売りによる下落なども考えられます。

これらについて、裁判において被告側が、有価証券の虚偽記載等以外の事情によって生じた値下がりであるという主張をしています。

## （3）金商法21条の2によって賠償すべき損害——取得時差額に限られるか

そこで問題になりますのは、金商法21条の2によって賠償すべき損害は何かということです。一連の裁判例においては、下落要因として挙げたうちの取得時差額の部分に限定されるのか、あるいはそれに限定されないのかという形で争いになりました。

### 【取得時差額に限定する見解】

取得時差額に限定されるのだという見解をとったのは②, ③, ④の判決で, これはすべて東京地裁の同じ法廷が下した判決です。21条の2の責任について損害額の推定をしている同条2項は, 真実情報の公表によって生じた株価の変動額をもって, 当初から虚偽記載がなかったと仮定した場合のあるべき株価とそれぞれの投資家の現実の取得株価の差額, いわゆる取得時差額を推定しようとする趣旨の規定であるとします, 21条の2第2項を利用し, 第1項に基づいて発行会社が賠償すべき損害も, この取得時差額に限られるとして述べています。

その結果, さきに挙げました(b)の要因による下落分は, 「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」によって生じた損害であるとして推定損害額から減額し, 取得時差額だけを取り出して要賠償額とすべきであるとするわけです。

しかし, その額を具体的に立証することは困難なので, 裁判所が5項を通じて裁量によって認定するわけですけれども, その結果は, 本来の算式どおりであれば推定される585円からその約3分の2を減額し, 要賠償額として1株200円と判示しています。

なお, 立案担当者も, 金商法21条の2第2項の推定規定の趣旨としては, 取得時差額損害の考え方を基礎とするものであるという説明をしています。

そのほか, 取得時差額に限定されるとする見解をとるものとします, 最高裁判決における岡部裁判官の反対意見があります。そこでは, より詳しく取得時差額に限定される根拠を述べておられまして, さきに挙げました(b)の要因による株価の下落は, 虚偽記載によって会社の信用が毀損され, それによって株式の売り注文が殺到して生じたものであり, 直接に利益を侵害されたのは会社であって株主ではない, 株主は間接的に損害を被っているにすぎないと述べています。会社の信用毀損による株主の間接損害は, 流通市場において虚偽記載を知らずに株式を購入した株主のみならず, 全株主が被っているものであり, 株主が株主であることによって被る損害の賠償を会社に求めるることはできない。このような株主の損害について, 会社法は, 株主代表訴訟によって会社財産の充実を図るべきであるという考え方を立っています。このような解釈によれば, 結果として, 会社財産が株主に流れて, 会社債権者を害することを防ぐことも可能になり, 妥当であると述べています。

以上の民法709条の解釈は, 金商法21条の2についても当然に妥当するとします, (b)の要因による株価下落は, 会社に対して賠償を求めるることはできない, できるのは(a)の要因, 取得時差額の分だけであるという考え方をとっておられます。

学説では、田中先生や加藤先生がこのような考え方を、最高裁判決が出る前から示しておられたところです。

#### 【取得時差額に限定されないとする見解】

他方、⑦の最高裁判決は、取得時差額に限定されないとする見解をとっています。金商法21条の2は、投資者保護の見地から民法709条の特則として立証責任を緩和したものである。民法709条によって賠償すべき損害は、虚偽記載等と相当因果関係の認められる損害である。21条の2には、19条1項により算出される額、つまり取得価格マイナス処分価格を上限するほかは、何ら限定は加えられていない。金商法21条の2第2項にいう「損害」も、虚偽記載と相当因果関係のある損害をすべて含むと解するのが相当であって、取得時差額に限定すべき理由はない、と述べています。

その上で、本件虚偽記載のような重大な犯罪行為を行えば、(b)に述べたような要因による株価下落が生じることは通常予想される事態なのであるから、当然に相当因果関係は肯定される。したがって、それらによる株価下落分を要賠償額から減額する必要はないという立場をとっています。

この点は、原審である⑤東京高裁の判決も同じでありますと、具体的に認定された要賠償額を見ますと、一切減額する必要はないようにも思うのですが、報道されていた事実のうち、ライブドアが実際には買収済みであった会社を株式交換によって全子会社化する旨を公表したが、これが虚偽であったということについては、ライブドア株式の株価上昇を企図した本件虚偽記載と一体の企てではあるが、有価証券報告書の虚偽記載そのものではないから、その事実の報道、つまり実際には買収済みであったものを子会社化するという報道による株価の下落は、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」によって生じたものだと言いまして、それによる下落分は1割と認めるのが相当であるとして、585円から1割を減額するにとどまっています。

なお、⑥の高裁判決も、最高裁の判決と基本的に同じ理解に立っていますと、やや異なることを言って減額も独自の方法をとっていますが、詳しくはここでは述べません。金額としては、⑤判決とほぼ同じ金額を要賠償額として認めているということです。

#### 【⑦判決における意見の応酬】

このあたりが今後のことを考える上でも重要になってくるかと思いますので、もう少し

最高裁における意見の応酬を見ていきたいと思います。

法廷意見は先のとおりですが、補足意見が2つついていまして、それは主に、岡部裁判官の反対意見に対する反論として述べられているものです。

田原裁判官の補足意見では、岡部裁判官は21条の2は取得時差額損害の賠償を前提とした規定であるとするけれども、同条の条文自体にそのように解すべき根拠はなく、同条の立法過程に関する資料等を見ても、そのように解すべき根拠は見出しがたいということが述べられています。

さらに、寺田裁判官の補足意見では、次のような丁寧な判示がされています。会社の代表者が単に会社財産を横領したという場合には、これによる株価の下落があっても、株主が会社に直接にその分の損害賠償を請求することができるとの結論にはなるまい。この限度では岡部裁判官の指摘はもっともである。しかし、他方、対立する大株主との関係で劣勢に立った会社の代表者が、大株主に損害を与えることをねらって、その地位を利用し、会社財産を毀損する行為を働いた場合に、いかに損失が一義的には会社に生じていて、すべての株主がこれにより株価の下落という形で損失を被っているからといって、その大株主が、代表者個人の賠償責任を問うことはもちろん、会社法350条に基づく責任を会社に求めるについても、これを許さないものとすることはできない。このような反論を述べています。

また、(b)の要因による株価下落の損害賠償を会社に認めると、会社が破綻した場合に、会社債権者との関係で問題が生ずるとの指摘もあるけれども、会社債権者との関係に調整を要するのであれば、それは債権の倒産法上の順位づけについて政策的な配慮を求める余地があるというにすぎず、債権の存在自体を否定する理由にはならないという反論を述べておられます。

岡部裁判官が、株主が被るのは(b)の要因の場合は間接的であって直接的ではないというような言い方をされていたことに対して、そういった区別は必ずしも明確にできるわけではない、あるいはそういった区別に意味はないのではないかという反論は説得力があるように見えます。しかし、そもそも岡部裁判官の反対意見にあった「株主が株主であることによって被る損害の賠償を会社に求めることはできない」というのはなぜなのだろうかということをもう少し考えてみると、株主に共通して生ずる損害の賠償を会社に求めることができるとなると、全株主がその損害の賠償を請求できることになるはずです。しかし、そのような請求を認めて、会社の資産が株主に移転するだけで、株主の損害が回復

するわけではありません。例えば、寺田裁判官が出された例の大株主というのが仮に一人株主であったとしますと、その株価下落分を会社に賠償請求することができるといったところで、賠償によって会社財産は減ってしまうわけで、会社から株主への財産の移転が生ずるだけで、取締役の支配下にある財産から自分の手元にある財産に移るということはありますけれども、損害の回復という観点からすると、何ら意味がないのではないか。岡部裁判官反対意見は、このような考え方から、こういった損害は会社に対して賠償を求めることはできないと言っているのではないかと思います。

これを虚偽記載について見ますと、(b)の要因による株価下落というのは、虚偽記載等のある有価証券報告書が提出された後に株式を取得した株主だけではなくて、提出前から株式を保有していた株主にも共通に生ずる損害であるということが言えます。会社法350条、民法709条によってこの損害の賠償を求めることができるとすれば、虚偽記載発覚時に株式を保有していた全株主が会社に対して賠償請求がされることになるはずですが、これを認めて、株主の損害の回復という観点からは意味がないことになってしまうのではないかと思います。

株主の会社に対する賠償請求に意味が出てくるのは、金商法21条の2を利用できる者は会社に賠償請求をできるけれども、他の350条や709条によった場合には、例えば法律上、あるいは事実上、立証の困難等によって賠償請求が認められないという場合になります。この場合には、確かに一部の株主だけが会社に対して賠償請求できることになりますから、それは株主の損害の回復という観点から一定の意味は出てきますけれども、それは株主間で、賠償請求できない株主からできる株主へと利益が移転するだけではないか。近藤先生は既にこの点を指摘されておりますけれども、解釈として、こういったことを認めることが適切なのかどうかということを検討しなければならないでしょう。

さらに、会社が債務超過状態である場合には、株主共通の損害について会社に損害賠償請求を認めますと、結果的に株主の取り分が増えることになって、この場合は会社に対する直接請求が意味をなしますけれども、これは既存の会社債権者から株主への利益移転ということになりますので、こういった請求も認めるべきか否かは慎重な検討を要するのではないかと思います。

そのように考えてきますと、株主が会社法350条、民法709条、715条によって株主共通の損害の賠償を会社に対して求めるることはできないと解すべきではないか。金商法21条の2についても、(b)の要因による株価下落は「虚偽記載等によって生ずべき当

該有価証券の値下がり以外の事情」によって生じたものと解すことになり、減額してしかるべきではないかと思います。

なお、例えば会社法350条や民法709条等を通じて会社に対してこれらの損害賠償を求める事はできないということをどのように解釈論上導くかということですが、田中先生は、会社法350条については、同条の第三者には株主は含まれないと解すべきであるとされ、加藤先生は、相当因果関係の解釈を通じて、こういった損害については相当因果関係を否定するということで、さきに述べたような結論を導くべきではないかと述べておられます。

#### 4. 「取得自体損害」の賠償を請求することの可否

##### （1）金商法21条の2第1項によって賠償すべき損害として取得自体損害を主張することの可否

もう一つの問題として、金商法21条の2第1項によって損害賠償を請求する際に、推定規定を使わずに、取得自体損害の考え方で損害を主張することはできるかということがあります。西武鉄道事件では、不法行為に基づいて損害賠償を請求する場合には、取得自体損害を主張することも可能とされています。金融商品21条の2によって取得自体損害の賠償請求ができるとしますと、同条は無過失責任ですから、不法行為によるよりも投資家に有利で、かつ損害について、場合によってはより高い金額の賠償を受けられることになります。

この点について、③、④、⑥の判決、あるいは⑦判決の田原裁判官の補足意見では、金商法21条の2第1項によって賠償すべき損害として取得自体損害の主張をすることも可能であるという前提で議論が展開されていると考えられます。その請求が認められるか否かは別ですけれども、主張すること自体は排除されていません。21条の2に乗っかった上で、2項の推定規定を使わずに、取得自体損害の主張をすること自体は可能であるいうことが前提されています。

岡部裁判官の反対意見も、金商法21条の2は、文言上、取得自体損害の賠償についてもその適用を排除していないので、株主は株式の取得自体が損害となる特別の事情を立証した上、同条2項の推定規制を用いて算出される金額が取得自体損害に当たるとして賠償を請求することも許されると解される。後半、ややわかりにくいところもあるのですが、主張自体は排除はしていないということです。

学説でも、神田先生などが、21条の2第1項に基づく損害賠償請求においても、取得自体損害を主張することも可能だとされています。

## （2）取得自体損害の賠償請求は認められるか

### 【否定的な見解】

つづいて、本件のような事案におきまして、取得自体損害を主張し、その賠償請求をした場合に認容されるのかが問題となります。結果的にこれを否定している③、④の判決はどのように言ったかといいますと、21条の2に基づく損害賠償において賠償の対象となる損害は、違法行為がなかったとすればあるべき状態と違法行為がされた状態の差である。仮に虚偽記載等がなければライブドア株式を取得することはなかったという原告の主張が認められるとしても、その損害は、株式の取得前の状態と取得後の状態の差となる。

取得価格全額が損害であるとする原告の主張は、取得したライブドア株式が取得時点で無価値であったということを前提するものと理解するよりほかない。これはつまり、取得価格全額が損害になるということは、この判決の差額の理解を前提としますと、ゼロのものに対してそれだけ投資してしまったのだから、投資額すべてが損害になるという主張だと理解するよりほかはない。しかし、取得時点で、実際にはついていた価格よりは低いかもしれないけれども、無価値であったとまでは言えないとして、取得自体損害の賠償請求を認めませんでした。

しかし、これは取得自体損害のとらえ方が一般的な理解とはやや異なっているように思います。取得自体損害については、前回の伊藤先生がご報告されたとおりですが、これとやや異なる理解をした上で、取得自体損害の賠償請求を否定した判決だといえます。

他方、岡部裁判官の反対意見では、民法709条によって会社の賠償を求めることがあるのは、流通市場で取得した場合には、原則として取得時差額に限られると解される。ただ、西武鉄道事件では、岡部裁判官も取得自体損害について賠償請求を認める立場だったわけですけれども、西武鉄道株式は虚偽記載がなければ上昇廃止になる状態だったのであり、西武鉄道事件の原告らには、虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったという特別の事情が存在したと言えるということを述べ、本件にはそのような事情はないと言っています。

なお、流通市場で株式を取得した者による取得自体損害の賠償請求が認められた事例もあります。これはニイウスキー事件の東京高裁判決ですが、こちらも粉飾決算が続いてい

まして、もある段階で虚偽記載があることが判明していますと、債務超過あるいは赤字の連続という要件にひつかかって上場廃止になる可能性が極めて高かった事案です。

#### 【肯定的な見解】

これに対して、田原裁判官の補足意見では、次のように述べられています。一般に流通市場において株式を取得する者は、投資目的で取得するのだから、発行会社が虚偽記載のない赤字の報告書を公表していた場合には、特段の事情のない限り、虚偽記載等が公表されていない場合と同様に株式を取得することは通常あり得ず、また、同社が虚偽記載等を行っていて、同社の公表資料の信用性に疑念が損するがあらかじめわかっている場合に、そのような株式を投資目的で取得する者など存しないと言える。したがって、一般に虚偽記載等の後、その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は、虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったと推認されるのであって、西武鉄道事件との間に隔たりは少ないというようなことを言っています。これは、前回伊藤先生からもご報告のあった点です。虚偽記載によって投資家が被る一般的な損害は取得自体損害であるという見解であると考えられます。

このように述べる前提として、①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と認められる場合には、取得自体損害を主張することができる。この点は取得自体損害について一般に言われているところと変わりないと考えられます。これに加えて、②かかる株主が、その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、当該株式を取得することはなかったと認められる場合においても、同様に取得自体損害を主張することができると述べています。⑥判決も同じようなことを述べています。

しかし、②で言われていることは、「虚偽記載がされていなかったとすれば」という仮定ではなくて、仮により早い段階で虚偽記載がされたことが公表されていたとすれば、その株主は取得することはなかっただろうという仮定がおかれていますが、仮定している状況が一般的な見解とやや違うように思います。

②のような考え方は、虚偽記載等があった場合に、発行会社にはそれを公表する義務があるということを前提にしているように思います。仮にそういう義務が生じ得るとしても、それは発行会社の取締役等が虚偽記載等を知っていた、あるいは相当の注意をもってすれば知ることができたという場合に限られるのではないかと思います。そうすると、

発行会社の過失を要件としていない21条の2に基づく損害賠償責任について、田原補足意見の②のような解釈をするのは難しいのではないかと思います。

なお、田原補足意見は、結論として、本件においても取得自体損害に当たると認定しています。そして、その損害額の算定は、本件株式の取得価格マイナス処分価格でもって出した上で、金商法21条の2により算定される限度で認容されるべきものであるというふうに述べておられます。

## 5. 「取得価格マイナス処分価格」が損害の上限とされていることの意味

21条の2には、取得価格マイナス処分価格を上限とするという制限が課されていますが、この上限の意味をめぐりまして、異なる考え方方が示されているように思います。ライブドア事件をめぐる裁判例では、まず2項で損害額を推定し、それを5項による減額をして、減額後の金額と19条1項によって算出される金額とを比較して、低いほうを賠償すべき損害額としていますが、別の事件の東京地裁の判決では、2項による推定額と19条1項によって算出される額を比較した上で、より低い方の額から、さらに21条の2第2項による減額として2割を控除したという例がありまして、順序としてどちらが正しいのかということが問題になります。

また、岡部裁判官の反対意見では、21条の2に基づいて取得自体損害を賠償する場合には、同条4項または5項により、取得自体損害以外の損害が控除されるということを述べておられます。西武鉄道事件では、これは前回伊藤先生のご報告で先生が批判されていましたところですけれども、経済情勢等に基づく下落は虚偽記載とは因果関係のない損害として控除するということを示されていました。岡部裁判官反対意見は、21条の2に基づいて取得自体損害を請求する場合にも同じように減額されるということを言っているようです。

「損益相殺の可否」につきましては、時間の関係上、省略します。

## VI. 金商法21条の2の類推適用の可否

(1) 役員等の責任における損害額の算定に当たり21条の2を類推適用することが認められるか

最後に、類推適用の可否ですけれども、役員等の責任を追及していた例で、こちらはご

損害額の推定規定はありませんので、原告側は21条の2を類推適用して損害の認定をするよう求めていました。しかし、②判決、⑥判決とも、類推適用は否定しています。⑥判決は、取得自体損害を賠償すべき損害として認めていますので、類推適用をしても同じ結果になっていたのかもしれません。

他方、②の判決は、類推適用は否定したのですが、役員等が賠償すべき損害額は、結果としては、21条の2に基づいて発行会社が賠償すべき責任額に弁護士費用を加えたものになると判示しています。

（2）公表日から1年以内より前に株式を取得した者に対する発行会社の責任における損害額の算定に当たり21条の2を類推適用することが認められるか

さらに、別の形で類推適用を求めた原告らがいます。公表日から1年以内より前に株式を取得していた者は、本来は21条の2第2項を使えないわけですけれども、類推適用してくれと主張していました。しかし、類推適用は否定されています。もっとも、民事訴訟法の248条を使いまして、発行会社がこれらの者に対して賠償すべき損害額は、21条の2に基づいて発行会社が賠償すべき責任額と同じになるというふうに判示しています。その理由としましては、21条の2第2項の適用を受ける原告らと取得時期が近接しているからだとされています。

時間を超過しまして申しわけありません。以上で報告を終わります。よろしくお願ひいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。それでは、大変論点が多いようですが、どこからでも結構ですので、ご議論いただきたいと思います。

#### ● 「虚偽記載等の事実の公表」の意義

○岸田 「公表」の意義ですが、最高裁の判決等を見ると、検察官の言っていることは正しいという前提なのですから、もしそれが将来無罪になった場合はどうなるかと

いう考慮は一切ないわけです。というのは、2011年8月30日に日債銀の粉飾決算に無罪が出て、それは検察官の調書が否定されたのですね。それから、2008年7月18日に、日本長期信用銀行の事件でも粉飾決算は否定されました。つまり、粉飾というのは、簡単なように見えますけれども、会計処理が適正かという問題が非常にあって、必ずしも違法と言えない場合が多いわけです。

そもそも検察官というのは、刑事訴訟法47条で、公判前に書類を公表してはいけないという規定があるのですけれども、そういうことを読むと、最高裁も有罪推定でいつているわけです、検察官の言ったことは正しいという。これから、起訴されても無罪になる事件も出てくるのではないかと思います。無罪になった場合に、金を払ったほうが国家に対して返せと言えるかという問題があるのですけれども、そもそも、こういう解釈についてこれまでほとんど論じられておりません。無罪になった場合はどうなるのかということをもしお考えでしたら、教えていただきたいと思います。

○松尾 まず、最高裁は、必ずしも検察官の公表した事実は正しいということは言っていません。投資家はそれを正確なものと信頼するということが重視されており、少なくとも現状ではそうだろうと思います。

○岸田 無罪になれば、決算が粉飾だというのは間違っていたということです。

○松尾 そもそも虚偽記載はなかったということになりますと、賠償の話は出てきませんから、先生のおっしゃる例は、刑事事件では虚偽記載なしとされたけれども、民事事件では虚偽記載があったと認定されたという場合ですね。

○岸田 賠償でお金を払ったとしますね。この事件は確定していますけれども、払った場合に、検察官が言ったことはけしからんと言って国に損害賠償を請求できるのか。その場合はだれが負担するのですか。

○松尾 それはどういう損害になるのですか。民事事件では虚偽記載があったと認められたということですね、賠償したわけですから。

○岸田 ええ。検察官は刑事事件ですから、刑事訴訟法47条で、本来公判前に言ってはいけないことを言ったことによって株価が下落したと。それによって最高裁がそれを認めて、これは公表したのだということで、今おっしゃった株価の計算をして損害が生じたと言ったのだけれども、実はそれは虚偽ではなかったとして、仮に最高裁で無罪が確定した場合、そうすると、株価が下落したのは別に責任はないわけですね。

○松尾 仮にあるとすれば、刑事事件では無罪になったけれども、民事事件では虚偽記

載があったとして賠償責任が認められ、かつ、検察によるリークがあつた時点が公表だとされたことによって発行会社の要賠償額が大きくなりました、それが損害ですという主張でしょうか。リークが違法だとすれば国家賠償もあり得るかもしれません。

○岸田 公表というのは、これはいろいろな議論があるでしょうけれども、そもそも、検察官とか警察が言ったことを正しいと裁判所が言っていいのかなと思います。無罪推定というのが大原則ですから、それに違反するのではないかと思います。

○松尾 何度も申しますが、正しいということは前提とされていないと思います。一般に投資家はそれを真実だと信頼して、それをもとに行動するということを言っていると思います。

○岸田 そもそも、公表するという意識でやっているのではないと思うのですけれどね。公表の本来の趣旨は、会社のほうが公表するというのが前提なのに、わざわざ無理な解釈をして、警察や報道機関がそういうことを言うこと自体が無理があると思います。

○森田 言われることはわかりましたが、これは一致して18日と言っているわけですか。

○松尾 そうですね。やはり条文の趣旨からいくと投資者の保護ということですし、ある情報を受けて市場がどう反応したかということこそが重要だと思います。

○近藤 これは、確かに正しいということを前提にしてはいないかもしれません、要するに検察官の発表が正しくないこともあるのだということになると、レジュメの6ページに書かれていますけれども、「その情報には類型的に高い信頼性が認められる」という性質があつてはならないのではないかという気がするのですが。

○松尾 そういう事件が繰り返されるとおりかと思いますけれども、現時点では、やはり正しいということを前提に市場が動いてしまう、つまり株価が下落してしまう以上は、損害額の推定の上では、これを公表としてとらえたほうが適切だろうということだと思います。

○森本 先ほど松尾さんが言われたことだけれども、これは民事事件ですね。民事事件において損害賠償責任を肯定するためには、虚偽記載があるということを裁判所が認定し、その裁判所が認定した虚偽記載についての基本的な重要な事実を検察官が言ったから、その検察官の言った1月18日が公表の日だということなので、その限りでは一貫性があるように思います。

民事裁判の立場では、この検察官の言っていることは正しかったのだと。そして、判

決が出される 1 年以上前になるかもわからないけれども、その時点では、それは正しいと言えるかどうかよくわからないけれども、ある程度それを信頼して株価は合理的に動くから、それを公表の日としましようと判断したと理解したらいいわけですね。だから、検察官が正しいかどうかということではなくて、検察官の言ったことが後から正しいという損害額の認定の基準をここに持ってきたというだけで、ちょっと議論がかみ合っていないような気がしたのですが。

この訴訟においては、検察官の言ったことは正しいということを前提に損害賠償を認めているのだと。全然違ったら、裁判所はこの日を基礎にしないはずですね。そうではないのですかね。

○伊藤 これは類型的に正しいことが要求されるのですか。そうではなくて、類型的に投資家がそれを正しいと信じるであろうことが要求されているのですよ。したがって、類型的に正しい必要はないと思います。

○松尾 ただ、正しくなければ、およそ信頼性が高いということにはならないと思います。

○伊藤 岸田先生がおっしゃったように、粉飾決算の判定が微妙なのだとしたら、検察官のみならず、取引所であるとか、証券取引等監視委員会だって同じように間違う可能性はあるわけです。ですから、その点でも区別する必要はやはりないと思いますよ。

○齊藤 私も今の伊藤先生のご見解と同じですが、これはあくまでも推定規定の解釈の問題で、実際に株価がどう動いたかというのはまた別問題ではないかと思います。実際の投資家は、検察官が言ったことをただちに信頼する人もいるとは思いますが、どの検察官がどの目的のためにどういう状況で言ったのかということの重みをはかって、それぞれ個々にその情報をどの程度信用するかを決めていくと思うのです。この損害の立証を軽減するための推定規定は、こういうときには類型的に投資家に信頼を与えるものであるからという趣旨で恐らく設けられたのだと思いますので、実際にどう動くかというよりも、議論の焦点は、その立法趣旨にかんがみて解釈をするということに向けるべきではないかと思います。

○森田 もう一つ言うと、取得するかしないかという判断にまで影響を与えるような発表があったということですか。つまり、単に瑕疵があるかとかという問題じゃなくて、それだったら取得しないというような事実が公表された日であるわけですね。

○松尾 取得しないというか、売ってしまうということですね。

○森田 そういう判断をする日だから、僕は前から言っていたのだけれども、21条の2は証券詐欺に関係するような条文だと理解すれば非常にわかりやすい。検察が起訴したということは詐欺を訴えたということだから、えらいものをつかまされた、すぐ売ろうと、これはよくわかるのですけれども、ジャスト・ミステイクという場合は、岸田さんの言われたようなことが心配になるかなという感じですけれどね。

これはこれぐらいでよろしいですか。じゃ、ほかの論点で何かございませんか。

### ●ライブドア事件における「取得自体損害」の賠償——西武鉄道事件との比較

○河本 損害額の問題というのは、聞いていると哲学論争か神学論争みたいな感じがするぐらいよくわからない。殊に、岡部裁判官が、ライブドア事件の最高裁判決平成24年3月13日の反対意見の中で、西武鉄道事件とライブドア事件とでは根本的に違うといつてますね。

つまり、西武鉄道事件の場合は、真実を開示しておったら上場されなかっただろうから、投資者は、株を買わなかっただろう。だから、その株を買ったことは全損なのだと。ライブドアの場合は、公表されたら上場廃止になるわけですね。

○松尾 ライブドアの場合は、「虚偽記載をせずに真実を公表していれば」上場廃止になったというわけではなく、虚偽記載があったことを公表した結果、上場廃止になったというかと思います。

○河本 私が言っているのは、この岡部裁判官の考え方では、ライブドアの場合は事実が公表されたら上場廃止になるのに対し、西武の場合は、事実が公表されていたら上場されていなかった。この差があるため、西武の場合は、株を取得したこと自体が全損だと。ところが、ライブドアの場合は高値取得損害だと。しかし、西武鉄道自身の中身には何の影響もないですね。それがなぜゼロになるのか。

○松尾 そうですね。取得自体損害の賠償が認められる事例は非常に限定的なのだろうと考えています。また、全損といいましても、取得価格マイナス処分価格ですから、仮に先生の言われるように西武鉄道事件で西武鉄道の株になお価値があるとすれば、取得価格全額が損害にはならないはずです。

○河本 西武の株価は、その後、企業再編に係る買取請求では、919円までいっていますね。

○松尾 市場でタイミング悪く売った人の損害額が増えるということになるわけですね  
れども。

○河本 西武鉄道の事件の原告側の弁護士から聞かれたけれども、一体株の値段って何  
ですかということがありましたね。そのとき私が答えたのは、証券市場には、価格形  
成機能というものがあって、とにかく上場されることによって、その株式には、その發  
行会社に関し公表されている情報も基にして市場で価格が形成されるのである。たとえ  
その情報が真実でないものであっても、それを基にして価格が形成される。その価格は、  
他の法律等によって公認されているのですね。

上場された以上は、その背景にある情報を全部反映したものがその株の価格なので、  
それ以外にその株式の価格はないのだと思うのですね。だから、取得自体が損害だとい  
うのは、証券市場の価格形成機能を無視してしまうことだと思うのですね。

だから、そうしてみると、少なくとも西武の場合は全損だと言われることについて、  
もう一つどうも納得いかないのですが、伊藤さんは、どうお考えですか。

○伊藤 前回お話ししたように、西武は全損、取得自体損害でよいと考えています。

○森田 ただ、西武の歴史を見ていたら、上場は先にしていて、上場廃止基準のほうが  
後からできたわけですね。

○伊藤 そうです。

○森田 ですから、最初に上場しなかったということはないですよね。 (笑)

○伊藤 前回説明したとおりでして、廃止基準ができたところで何か手を打つべきであ  
ったということなのですね、私の立場は。

○森田 河本先生の言い方からしたら、買わなかつたということですが、その前に買っ  
ている人はいるわけですね。

○伊藤 もちろん。

○森田 そういうことで、損害額は難しいですね。それで結局は、あなたの考え方は、  
取得と処分との間の問題だけだから、今はこの規定で少々何を使ってもいいとい  
うことになるのですか。

○松尾 虚偽記載の内容に応じて賠償すべき損害の内容が変わるのは、取得自体損害か、  
それ以外かというところだけではないかと思いますけれども。

○石田 取得自体損害説を主張して、それが成り立つためには、取引因果関係というよ  
うな、虚偽を知っていたならば、真実が開示されていたら、そもそも取得しなかつたと

いう but for の関係、これが強く求められると思うのですけれども、西武鉄道の場合は、虚偽記載がなければ、そこでワンクッション入って、そもそも上場されなかつたということですね。だから、それを取得するはずはなかつたという論法だ理解してよろしいのですか。まず、そこから……。

○松尾 そうだと思います。ただ、先生が前半に言われた「虚偽記載があることを知つていれば」というのは、西武鉄道事件で問題とされたのとは別の因果関係、田原裁判官の補足意見にあるものではないかと思います。つまり、虚偽記載との因果関係であれば、虚偽記載がなければどうなつていたかが問われるはずです。「虚偽記載があることを知つていれば」という仮定は、虚偽記載をした上で発行会社がそれを早期に公表していたならばという仮定になつてしまつます。西武鉄道は虚偽記載がなければ上場廃止になつていた可能性が高いから、原告が買った時点では上場されていなかつたはずだと、そういうことになつたと理解していますけれども。

○石田 だから、そもそも取得するものではなかつたから全損だと、そういう考え方ですね。そうすると、財務情報の虚偽なんかの場合には、同じように、虚偽記載がなければそもそも取得しなかつたはずだという主張はどういうふうにするのですか。

○松尾 市場で株式を取得した者による取得自体損害の賠償請求が唯一認められたニイ ウスコ一事件では、虚偽記載をせずに、真実を公表したとすると、債務超過になつて、上場廃止事由に該当し、適切な資本増強等ができない限りは上場廃止になつていたというように判示しています。

○石田 そうすると、取引対象とは考えなかつたはずだというよりも、そもそも対象にはなり得なかつたはずだという、そういうのを間にかますわけですか。

○松尾 そういういたかなり限定された場合でないと、虚偽記載がなければ取得しなかつたということは言えないのではないかとに考えています。

○森田 そうすると、この条文の文言でいえば、21条の2は「重要な事項について虚偽の記載があり」と言つてゐるわけですが、この「重要な事項」という意味ですよね。それは、例えばアメリカの10b-5の解釈では、そういう情報があれば買わなかつたとか、証券の取得判断について重大な影響を与える事実だと、こういうふうに言つてゐるですね。そういうふうに21条の2の「重要な事項について虚偽の記載があり」という「重要」の解釈が、一般に虚偽記載があるというだけでなく、実質的には、21条の2のいう「重要」の概念について何か括弧書きが要るんじゃないですか。

○松尾　　虚偽記載の内容によって賠償すべき損害の内容が変わることはあると思いますが、それがただちに「重要」の解釈に結びつくかどうかはわかりません。また、21条の2に基づいて損害賠償をする場合には、実際に株価が下がったのであれば、それが賠償すべき損害に含まれてくる……。

○森田　　そしたら、ともかく株価が下がったらしいわけですね。

○松尾　　21条の2自体はそのように読めます。虚偽記載の「重要」性は株価の下落幅に反映されるということではないかと思います。

### ●民法709条を責任根拠とすることの意味

○前田　　ライブドアの責任根拠として、金商法21条の2以外に、民法709条を持ち出している事件、あるいは持ち出そうとした事件があり、松尾先生のご報告では、それはなぜかというと、レジュメ5ページにありますように、原告の中に公表日より1年以内よりも前に、つまりずっと前から取得していた者があったからだとご説明くださいました。しかし、1年より前に持っていたらだめだというのは、2項の推定規定との関係だけですよね。推定は受けられなくても、21条の2を使うということは、会社の無過失責任を追及できるですから、不法行為責任を追及するより圧倒的に有利だと思うのです。恐らくは、これと別に不法行為責任を追及する利点があるとすれば、その後少しご説明くださったように、21条の2だと取得自体損害がだめだという解釈があり得るということではないかと思うのです。もっとも、最高裁は取得自体損害もいけると言っているのですね。ですから、最高裁の考え方を前提にすれば、21条の2と別に不法行為責任を持ち出すことに実益はないのではないかというように私は思うのです。

○松尾　　説明に言葉足らずの面があったと思います。おっしゃるように公表から1年以内よりも前に株式を取得した者も、1項は使って2項が使えなくなるだけです。しかし、先ほど申しましたように、裁判例の中には、2項があることを前提に、1項の無過失責任として賠償を請求できる損害は取得時差額に限定されるというふうに言ったものがあります。そうすると、1項に基づいて賠償請求する場合に、推定規定が使えずに自力で立証しないといけない損害は取得時差額になってしまいわけです。それは非常に難しいから、709条を使って、取得自体損害であるとか、それ以外の損害の主張の仕方をしようと考えたのではないかと思います。②、③、④の判決が出た後、控訴審で709条

を根拠条文に追加している例がありますので、それはこのように考えたのかなと思いました。

○森田 あなたは、そういう1項の解釈は、前田先生のよりあなたの言われる解釈のほうがいいと思っているわけですか。

○松尾 最高裁のように取得時差額に限定されないという考え方をとれば、709条で請求することには何の実益もなくて、むしろ無過失のところを使える分、21条の2のほうが有利だというのは前田先生のご指摘のとおりだと思います。

○北村 前田先生のおっしゃったことに関してですが、5ページにありますように、公表の1年前までに株式を買った人がいるから、民法709条も付け加えたのだという話でしたけれども、事実関係をみますと、平成16年12月27日に虚偽記載のある有価証券報告書が提出されて、公表が18年1月です。つまり、その間は1年少しありません。金商法21条の2は、虚偽記載のある有価証券報告書が公衆縦覧されているときにその提出者の株式を取得した人が保護対象になり、提出者の責任が無過失責任になります。そうしますと、21条の2第1項が適用される人と第2項が適用される人の範囲は、本件についていえば、ほぼかぶるわけですね。一方、原告のうち、平成16年12月27日よりも前に株式を取得した者については、21条の2が使えないでの、不法行為でいかざるを得ないと思ったのですが。

○松尾 あつ、そうですね。単に2項の推定だけではなくて21条の2自体の適用を受けられない者もいるということですね。

○北村 それで、10ページ以下で論じられていることとの関係では、たとえば株主共通の損害についても21条の2に含まれるということになると、たまたま21条の2を使える原告については無過失責任で賠償が認められやすくなり、株主間で実際の救済額につき差が出てきますよね。21条の2でいう損害の範囲を考えるとき、そういう点も考慮要素かなと思いました。

### ●最高裁判決における「損害」の内容

○伊藤 12ページのあたりの話ですが、このあたりは何回勉強しても難しいところで、まず伺いたいのが、レジュメの《検討》以下の部分の話です。このあたりの議論は、投資家の損害が取得時差額であるということを前提にした議論なのでしょうか。

なぜこれを伺いたいかというと、12ページの最後のほうに書かれているとおり、株主が会社法350条などによって株主共通の損害を求めるることはできないと解すべきであり、したがって金商法21条の2についても同様であると書かれているのですけれど、なぜ「したがって」なのか。どういうことかというと、それは21条の2が709条などの特則だからという意味だと思うのです。

ただ、それは最高裁も認めているのですね。レジュメの11ページの記述によれば、最高裁自体も21条の2が709条などの特則であることは認めていると。それにもかかわらず、最高裁は12ページの検討部分とは違うことを述べているわけです。そうすると、最高裁は端的におかしなことを考えているということになるのですか。あるいはもう一つの読み方としては、最高裁は、この事件を取得時差額のケースではなくて、取得自体損害のケースであるととらえており、だからこそ取得時差額のケースでは認めるべきではないような賠償請求を認めているというふうな読み方ができると思うのですけれども、そのあたりもあって、まず、そもそもこの議論というのが取得時差額であるということを前提にした議論なのかということを伺いたいわけです。

○松尾 709条の解釈として、賠償の対象に株主共通の損害が含まれないということになりますと、株主共通の損害以外に何が考えられるのかということになります。それは結局、虚偽記載を見て買って損をしたという高値つかみの部分しかないとと思うわけです。高値つかみの損害は虚偽記載のある有価証券報告書等の提出後に買った株主に限って発生する損害であるといえます。《検討》以下の議論は、709条に基づいて賠償を求めるができるのも取得時差額に限られるということを前提とした議論ということになります。

岡部裁判官が、なぜ金商法21条の2だけではなくて民法709条までさかのぼったかということです。最高裁の法廷意見が、金商法21条で賠償される損害が取得時差額の限られないということの根拠として、同条が民法709条の特則で、709条でいけば相当因果関係のあるものは全部賠償の対象になるのだから、21条の2による賠償の対象をそれより限定的に解する必要はないと言っています。これに対して、岡部裁判官は、709条でも、こういう事情を考えればそもそも賠償請求できるのは取得時差額に限られるのだという解釈を示されたのだと理解しております。

○伊藤 それはこのケースにおいてはということですか。一般的に取得時差額しか賠償を認めるべきではないという話ですか。

○松尾 取得自体損害が認められる特別の事情のない限りはそのように考えるべきだと  
いうことだと思います。

○伊藤 最高裁の多数意見は、むしろこれは取得自体損害であると考えているわけでは  
ないですか。

○松尾 そうではないと思います。

○伊藤 田原裁判官はそう考えている節がありますね。

○松尾 そのような節がありますけれども、これは取得自体損害ではなく、取得時差額  
以外にも賠償すべき損害に入ってくるものがあるという理解だと思います。最高裁の立  
場は必ずしも明らかではないのですが、原審は、先ほど申しましたように21条の2第  
5項によって賠償額を1割減額しています。これは、1月18日に公表された事実のう  
ち完全子会社の買収に関する虚偽事実の公表は、本件の虚偽記載とは因果関係がないと  
して減額したものです。しかし、取得自体損害でいけば、この買収に関する虚偽事実の  
公表に起因する株価の下落分も賠償対象に多分含めてよいように思います。原告側から  
減額分について上告がなかったので、原審のこの部分は変えられなかったという解釈も  
成り立ち得るかもしれませんけれども、少なくとも原審の段階では、取得自体損害では  
なく、取得時差額だけでもないという考え方方がとられていたというふうに解釈していま  
す。

○伊藤 何か別のものがあると。

○松尾 黒沼先生と同じで、取得時差額をベースにしながら、いわゆる後続損害として  
どこまでのものを含めるかという議論なのだというふうに理解しました。

○行澤 1割減額、完全子会社化についての虚偽の部分の差額は減額していますね。で  
も、それは、取得自体損害から見ても、虚偽記載によって相当因果関係で生じた損害と  
は言えないのではないか。だから、取得自体損害説に立ちつつ、1割減額をしたの  
ではないですか。

○松尾 取得自体損害ですと、西武鉄道事件判決をベースにする限りは、市場全体の値  
動きを反映した株価の下落分しか控除されないはずです。完全子会社化に関する虚偽事  
実の公表に起因する株価の下落は、西武鉄道事件で示された取得自体損害から控除され  
るべきものとは性質を異にしているように思います。

○行澤 要するに、買ってしまったからそういうことの損害になったので、買わなかつ  
たら起こらなかつたと。そうなんですか、やっぱり。

○松尾 西武鉄道事件はそういう趣旨ではないかと。市場動向全体の値動きとか、そういうものしかおそらく控除されない……。

### ● 「株主共通の損害」の賠償の是非

○行澤 後々の議論のためにちょっと趣旨を確認させていただきたいのですけれども、12ページの岡部反対意見が、「株主が株主であることによって被る損害の賠償を会社に求めることはできない」ということとの関係で、仮に株主が会社から損害賠償を受けても、損害を回復するわけではないと書かれています。ただ、ここで言っている損害というのは、株主が意図的に、例えば大株主に損害を与える意図で会社財産を毀損して、その場合に大株主が請求して、そして会社から損害賠償を受ければ、それはそれで株主が受けたと考える損害を株主として回復しているということにならないのでしょうか。

つまり、おっしゃったように、取締役の管理下の資産が株主に移っただけのだけれども、株主が求めている損害の回復というのはそういうことではないかと思うのです。つまり、直接会社に請求できないとなると、その毀損部分が損害として株価が下落したり評価されるのを、いわばキャッシュとして会社側からお金をもらえるわけですから、それはそれで回復されたという考え方にはならないのでしょうか。その趣旨をちょっとお聞かせいただきたい。

○松尾 キャッシュにできますけれども、持っている株式の価値はそのキャッシュが出ていった分だけ下がるわけですね。

○行澤 もちろん、そうですね。

○松尾 寺田裁判官の大株主の例では、取締役の管理下から金銭を移すとともに意義があるかもしれませんけれども、それは損害の回復とは別の問題だと思うのですね。

○行澤 虚偽記載のところに持ってくれれば……

○松尾 取締役の管理下から金銭を移すという意味すらなくて、結局やはり何の意味もない。単に会社の財産が株主に移るだけということにならないでしょうか。

○行澤 ただ、株主は資産を現実に手元に移してほしいと言っているということにはならないのでしょうか。直接会社に請求できるということは、資産として求めているということにはならないのですか。

○松尾 そうですけれども、それを求めて、結局、株を売るのと変わらないはずです

ね、全員が賠償請求できるとすればですけれども。

○伊藤 12ページから13ページ、松尾先生としては、結局は、田中 亘さんのような考え方をとっておられると考えていいでしょうか。

○松尾 そうです。

○伊藤 そのような立場からすると、この最高裁の判決についてはどういう評価を行うことになるのでしょうか。

○松尾 もっと減額すべきだったということになると思います。虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情について、(b)の要因による値下がりは、すべてこの事情に該当すると考えた上で減額する金額を考えるべきであったと思います。

○伊藤 厳しい。

○行澤 これもこだわるようですが、確かに今お聞きした西武鉄道事件を前提にするならば取得自体損害は認められるけれども、かなり狭い範囲だという判例規範はわかるのですが、ライブドアの最高裁判決をよく読んでみても、そういう限定を課した上で取得自体損害を認めるとか、いや、そもそも取得自体損害を認めているのではなくて、取得時差額説プラスアルファなのだというのが、何かちょっとよく読めてこないのですが、松尾先生としては、それは判例の整合性ということで、そういうふうに結果的にこの判決の意味を絞るべきだとお考えですか。それとも、判決文から合理的に考えると、取得自体損害というのは、西武鉄道と同じように限定して、よほどでないとだめなんだよというのは読み取れるとお考えですか。どちらですか。

○松尾 まず、西武鉄道事件判決の読み方として、取得自体損害が認められるのがごく限定されるかどうかということ自体も、恐らくまだ定まった評価はないと思います。田原裁判官の補足意見は限定されるという考え方をとらず、もっと広く一般的に取得自体損害の賠償を認めていいという立場のようですから、あくまで私の見解として、狭いと解すべきではないかということです。

○行澤 その上で、先生がそうお考えになる根拠は、今伊藤先生がおっしゃったように、田中学説等のラインで、やっぱり取得自体損害は認めるべきではないとお考えですね。厳しくしか認めるべきではないと。

○松尾 田中先生は、取得自体損害の賠償が認められる範囲については特には触れておられませんが、私は、取得自体損害はかなり限定された範囲でしか認められないのではないか、あるいは認めるべきではないのではないかというふうに考えています。

○行澤 さっきつまらない質問をしてしまったのですが、結局そうなると、先ほどの12ページの《検討》の一番上の岡部反対意見をサポートiveに考えることの、田中先生が「損害が回復するわけではない」（田中188頁）というのは、いわば抽象的にということですよね。会社にとどまっていても、株主に移っても、資産それ自体が要するに抽象的に回復されるわけではないと言っているのであって、株主自身は所期の目的を達成するのだけれども、それはおかしいというふうに考えるのではなく、損害の回復にならないのだから認めても意味がないと、こういう理解なのですね。

つまり、株主はやっぱりキャッシュが欲しいわけですね、直接請求で。だけど、そんなものを認めるべきではない、あくまで間接的に回復されるだけなのだと。でも、その理由は、資産が回復されるわけではないから認めても意味がないと、こういう解釈をとるのか。あるいは、認めることで株主の意図は実現されるけれども、そんなことをしては会社が本当にだめになってしまうとかということで認めるべきではないということなのでしょうか。

○松尾 仮に全株主が発行会社に賠償請求できて全員が賠償を受けられるとしたら、そのような請求はやはり意味がないのだと思います。できる株主とできない株主がいる、あるいは債権者から株主への利益移転が生じる場合にしか、株主にとってそのような賠償請求は意味をなさないと思います。だから会社に対する賠償請求は法の予定するところではない。したがって、350条や709条で賠償できる損害には入らないのではないかというふうに……。

○伊藤 それは意味がないのではなくて、不当であるというふうにおっしゃりたいのではないですか。

○行澤 私もそれだったら納得できるのです。

○松尾 経済的な合理性はないということだと思います。このような賠償請求が意味をなすのは不当な利益移転がなされる場合に限られる、こういう言い方になるのではないかと思います。

○伊藤 全員が本当にキャッシュを得られたならば、それは意味がないのですか。それはむしろ債権者との関係で不当であるということではないのですか。

○松尾 全員に賠償することによって会社の支払能力に問題が生じる場合には、債権者との関係で不当であるということになると思います。支払能力に問題がなければ債権者を害するとも言えないのではないかと思います。しかし、その場合でもトータルで見れ

ば、株主のポジションは変わらないはずなので意味がないのではないかと。会社から賠償を受ければ、会社からそれだけ分の財産が出て行くわけですから、持っている株式の価値はその分減るはずです。

○行澤 確かにそうなのですけれども、それこそ田原裁判官も言っているのかどうかわかりませんけれども、直接請求を認めることの意味は、そう抽象的に考えるのでなくして、会社からキャッシュが出るわけだから、株式の値打ちは下がるのですけれども、それはキャッシュとして現金化することに意味があるから、合理的だから直接請求を認めようと、こういう発想なのではないですか。

○松尾 逆になぜ合理的なのかということ、むしろそれは不当利益移転が生じるから…

…

○行澤 株式自体の流動性が下がったり、株式自体、抽象的に価格がつくとしても、それはやはりキャッシュに変えることによって財産性が高まるからなのではないですか。

○松尾 既存の株式はそれだけ分値打ちが下がるのですよね。

○行澤 要するに、値打ちがあると言われても、結局株式の評価なんて、計算上あるかもしれないけれども、それでは納得できないから現金化したいというのがあるのだと私は思っているのですね。実は、個人的には、松尾先生や田中先生の見解に立法趣旨から賛成です。だから、最高裁判決には反対です。でも、こういうふうに言われると、あなた方は無益なことはやめなさい、直接請求なんて経済合理性に合わないからやめなさいというふうに言われると、では、なぜ最高裁判決がこういうふうに直接請求を認めようとしたのかということの背景がちょっと読み解きにくいと思うので、質問をしていくわけです。

○松尾 現行の制度の下で具体的な事件になれば、株主全員が賠償請求できるということはありませんので、その意味で、できる人だけが発行会社に損害賠償を請求するということは、経済的に意味のあることになっているとは思います、現実には。

○行澤 つまり、利益の移転を分捕ってやるんだという意味で意味があると。

○松尾 結果的にはそういうことになっているのだと思いますね。

○行澤 なるほど。

○森本 ちょっと誤解しているのかもわかりませんが、抽象論はともかく、このケースでは、9ページから10ページにかけての(a)の損害と(b)の損害の両方を入れるかどうかのコンテクストで、(b)については全株主が受ける損害であり、これはだめですよと

いう議論ですね。

○松尾 はい。

○森本 だから、全株主が受ける損害について云々という一般論をしても意味がないよう思うのですね。先ほどの不当かどうかということもありますが、加藤さんのように相当因果関係論で、(a)と(b)をこのコンテクストにおける損害概念として整理しようとすると、全体がどうのこうの議論とちょっと違う角度から見れるので、そこら辺のことも整理していただきたいなと思ったのですが。

○松尾 ご指摘の通り、21条の2第2項から5項の解釈が本来のスタート地点だと思います。ただ、先ほども申しましたとおり、最高裁の多数意見等は、これは相当因果関係の問題であり、5項によって控除されるのは相当因果関係のないものに限られるということを言っています。そうすると、やはりある程度一般論に戻って、そもそもこれらの損害は、会社に対する株主の賠償請求が認められない類型なのだということを言わないといけなくなると思います。金商法21条の2は709条の特則だから原則として相当因果関係がある損害は全部賠償の対象となるはずで、21条の2の解釈として投資者に不利に制限する理由はないと言われると、709条の問題として一般的に会社に対する賠償請求が認められない損害の類型を考える必要が出てくるのだと思います。もちろん、709条まで行かず金商法21条の2の解釈として、債権者の利益が害されるとか、株主間の利益移転の問題があるから、賠償すべき損害が限定されるという考え方もあり得るとは思います。加藤先生が触れておられますが、金商法21条の2の責任が無過失責任であることから、21条の2だけを特別に考えて、この規定によって賠償される損害には一定の制限があるという議論もあり得ると思います。

そういう意味では、加藤先生が相当因果関係とお書きになっているのが、709条を含む一般論としてなのか、金商法21条の2のコンテクストに限られるのかは、読み解けない部分もあるのですけれども。

○齊藤 基本的な点について私の理解不足があるかもしれません、先ほど来うかがっている議論で幾つかわからないところがありまして、一つは、21条の2の請求をする人たちというのは、今回は株主ということになっていますが、別に株券の取得者に限られないわけなので、会社法の株主の権利に関する議論と密接にリンクした形でこの損害論を論じることは、どの程度この解釈に妥当するのかというところが、私はよくわかりませんでした。

もう一つは、ここで問題になっているのは、株価の下落、あるいは株式の市場価格の下落ということになりますけれども、株価の下落とか、あるいは会社全体で見れば、時価総額の減少というのと、恐らく会社法423条1項等で言われる損害というのはかなり違うものだと思いますので、株主代表訴訟の話と21条の2の話を関連させて、両方において損害という言葉を使っててしまうと、同じ損害を議論しているようにどこかで話が混乱していく側面があるのではないかと。だから、会社が423条1項で損害を回復することと、それから株価下落による損失が回復するということはまた全然別のことだと、あるいはその株式の価値が当初のように戻るということとは違うことだと思いますので、その点の議論によくわからないなと思っていた部分がございます。

さらに、会社法350条が絡んできて、民法709条も350条も同じ趣旨のように議論されているところもあると思うのですけれども、350条は社団の場合の規定でございまして、理事など社団の職務を担っている者が第三者に対して行った不法行為に対する損害賠償の規定を社員関係に適用して、さらに、社員関係を超えて、今回の投資家の被った損害の話とリンクさせるというのも、間に幾つもの議論が飛んでいるのではないかと思うところがございます。ですので、21条の2については、そういう観点から言うと、会社法の損害賠償の議論とは一たん切り離して、純粋に投資家に対する損害賠償を定めたものだとして議論をするべきではないかなと思いました。

○松尾 そこが議論の出発点なのかもしれません。しかし、投資家の損害を考える上で株価の下落が何によって起こるかということは、どうしても考慮しないといけないのでないかと思います。下落の要因を一切考慮せずに、株価の下落ということで一括りにして、投資家との関係ではそれがすべて損害なのだという考え方もあり得るのかもしれませんけれども。

そうすると株価下落の要因のうち(b)の要素を見てみると、例えばテレビ局との提携解除ですか、あるいは会社の信用自体が失われたというようなことは、取締役が金商法以外の法律に違反した場合にも発生するものです。その場合にも、被害を受けた株主、投資家にどうやって賠償するのかという問題になり、当然に会社が賠償すべきであるということにはならないと思うのです。その場合との比較で、どうして虚偽記載のときは様々な要因による株価の下落分すべてが損害と言えるのかが問題になるのではないでしょうか。

○齊藤 そうですね。しかし、加藤先生等が、株主全体に生じる損害というのはこの対

象ではないといわれる趣旨ですが、株主代表訴訟等で会社が回復し得る損害概念と、それから21条の2の損害概念は必ずしもかぶるものではないので、会社法のほうで回復し得る損害が回復されたからといって、21条の2のほうの損害が回復されるというわけではなくて、ただ、現行法上株主としての資格で期待できるのは、せいぜい会社法で回復し得る損害の回復程度で、あとは自分のリスクとして背負ったものとしなければいけないということではないかと思います。そのように説明をしないと、何か異なる損害を同じように議論するおそれがあるのではないかと思います。

○松尾 田中先生ははっきりと、株主共通の損害というのは代表訴訟で回復される、いわゆる間接損害よりも広いということはおっしゃっていると思います。例えば、上場廃止によって失われる流動性プレミアムを反映した下落分、これは間接損害ではないとは思います。しかし、これは株主共通の損害であって、会社法350条とか民法709条によって会社に賠償請求できる損害からは除くべきであるとおっしゃっておられます。ですから、ご指摘のとおり、必ずしも代表訴訟で回復されるから、会社に対する賠償請求はできないとしていいのだ、あるいはすべきでないのだという議論ではないと思います。

○森田 観念的には分けられるけれども、なかなか難しい境界線ですね。

### ●金商法21条の2第2項と「取得自体損害」の関係

○伊藤 推定規定の解釈のことを伺いたいのですけれども、13ページの見出しの4を読まれるときに、松尾先生は、推定規定を使わずに取得自体損害の賠償を請求するというふうにおっしゃったのですね。そこで、そのような解釈は絶対的なのかということを伺いたいのです。つまり、金商法21条の2の規定によって取得自体損害の賠償もできますよと解釈したときに、そうすると、推定規定だって使えると解釈するのが素直だと思うのですけれども。

○松尾 おっしゃるとおりで、岡部裁判官はそういう立場のように読みます。推定される損害に取得時差額以外のものが含まれているけれども、それを取得自体損害として主張すれば、減額されずに全額賠償される、こういう主張もあり得るということは、ご指摘のとおりだと思います。

○森田 とにかくややこしい規定でございますので、論点もいろいろありましたが、ど

うありがとうございました。時間が超過してしまってすみません。

それでは、本日の研究会をこれで終わりまして、次回は、5月25日に飯田先生より  
「オリンパス・大王製紙事件」についてご報告いただきます。

どうもありがとうございました。