

大証金融商品取引法研究会

ライブドア事件

2012年4月27日

大阪大学 松尾健一

目次

I 対象判例

II 当事者

III 事実関係

IV 責任原因

1 本件における虚偽記載の内容

2 原告が主張した損害賠償責任の根拠

V 金商法21条の2にもとづく発行会社の責任

1 有価証券報告書の記載内容に対する信用の要否

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

3 金商法21条の2第5項による賠償額の減額

4 「取得自体損害」の賠償を請求することの可否

5 取得価格－処分価格が損害の上限とされていることの意味

6 損益相殺の可否

VI 金商法21条の2の類推適用の可否

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2047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日判時1338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）

II 当事者

【原告】

- ①⑤⑦一機関投資家 6 社
- ②⑥一般投資家 3340 名（1 審で原告 17 名の請求棄却、控訴審係属中に原告 1627 名との間で 1 株 200 円 + 弁護士費用 + 遅延損害金で和解成立）
- ③一般投資家 2 名
- ④一般投資家 410 名

*原告である一般投資家の中にはライブドアの子会社の株式（LDM、東証マザーズ市場上場、またはライブドアオート、東証 2 部上場）を（ライブドア株式とともに、あるいは子会社株式のみ）取得し、子会社株式の値下がりについても損害賠償を請求している者があるが、本報告では子会社株式にかかる請求については扱わない。

【被告】

- ①⑤⑦判決一ライブドア（株式会社ライブドアホールディングス）
- ②⑥ライブドア、LDM、ライブドア代表取締役、ライブドア取締役（4 名、CFO を含む）、ライブドア監査役（3 名）、ライブドア監査法人、関与社員（2 名）、監査法人社員たる公認会計士（10 名）、ライブドアファイナンス（ライブドアの完全子会社）代表取締役、LDM 代表取締役
- ③ライブドア、ライブドア代表取締役、ライブドア取締役（3 名）、ライブドア監査役（2 名）、ライブドア監査法人、関与社員（2 名）、監査法人社員たる公認会計士（12 名）
- ④ライブドア、ライブドア代表取締役、ライブドア取締役（3 名、CFO を含む）、ライブドア監査役（2 名）、ライブドア監査法人

*本報告では、責任主体として、ライブドア、ライブドア代表取締役・取締役・監査役、ライブドア監査法人のみをとりあげる。

III 事実関係（最高裁判決より）

- (1) Y 社（被告、被控訴人兼控訴人、上告人）の株式（Y 株）は、平成 12 年 4 月 6 から平成 18 年 4 月 13 日までの間、東京証券取引所マザーズに上場されていた。

(2) Y社は、積極的に合併や企業買収を繰り返し、株式分割によりその株価の上昇を図るなどして、企業規模を急速に大きくし、企業グループを拡大させていった。Y社は、IT分野におけるベンチャー企業の代表格であると評されるようになり、Y社・A(Y社筆頭株主・代表者)の動向は、マスメディアにもしばしば取り上げられていた。

(3) Y社の完全子会社であったC社(LDM)は、平成16年10月25日、実際には既に買収済みであったE社につき、株式交換比率を1対1とする株式交換により同社を完全子会社化することを取締役会で決議し、株式交換契約書を締結した旨発表した。上記株式交換比率は、E社の企業価値が実際には1億円であったにもかかわらず、これを4億円と過大評価して決定されたものであった。

(4) Y社は、Aの指示ないし了承の下、平成16年12月27日、同年9月期の連結会計年度(平成15年10月1日から平成16年9月30日まで)について、実際には約3億1278万円の経常赤字であったのに、売上計上が認められないY株の売却益37億6699万6000円、F社に対する架空売上7億円及びG社に対する架空売上8億8000万円をそれぞれ売上高に含めるなどして、経常利益を50億3421万1000円と記載した内容虚偽の連結損益計算書を掲載した有価証券報告書(本件有価証券報告書)を関東財務局長に提出したところ、本件有価証券報告書は、公衆の縦覧に供された(以下、本件有価証券報告書における上記の内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。)。

(5) 東京地方検察庁は、平成18年1月16日夜、Aを含むY社の役員らについて、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に着手し、同月23日、Aらを逮捕した(本件強制捜査)。

(6) 東京地方検察庁検察官(本件検察官)は、平成18年1月18日、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らに対し、Y社が、平成16年9月期決算(単体)において、上告人の傘下にあったF社及びG社の預金等を付け替えることで、約14億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伝達し、その頃その旨の報道がされた(以下、本件検察官が上記記者らを通じて上記の情報を開示した行為を「本件開示」といい、本件開示がされた平成18年1月18日を「本件開示日」という。)。

(7) 東京証券取引所は、Y株につき、平成18年1月21日、開示注意銘柄に指定し、さらに同月23日、上場廃止基準に該当するおそれがあるとして、監理ポストに割り当てる旨を決定した。

(8) Aは、平成18年1月24日、Y社の代表取締役を解任された。

(9) Y株の株価は、本件強制捜査が開始される直前の平成18年1月16日には終値が696円であったが、翌17日には終値が制限値幅下限の596円にまで急落した。翌18日には個人投資家による売り注文が殺到したため、東京証券取引所が株式全銘柄の取引を停止する事態となった。その後もY株は6営業日連続で制限値幅下限まで値下がりを続け、同月24日には終値が176円にまで暴落した。

(10) 本件強制捜査着手以後、連日にわたって、Y社が本件有価証券報告書の経常利益を粉飾していたことや、E社の買収に関し虚偽の発表をしていたことなど、Y社ないしC社につき金商法違反（有価証券報告書の虚偽記載、偽計・風説の流布）の疑いがあること、Y株につき上場廃止に向けた動きがあること、Y株が値下がりを続け、取引所市場が混乱に陥っていることなどが、マスメディアにより広く報道された。

(11) Y株の終値は、本件開示日前1か月間の平均が720円、本件開示日後1か月間の平均が135円であり、その差額（金商法21条の2第2項によって推定される1株当たりの損害の額。推定損害額）は585円である。

(12) 東京証券取引所は、平成18年3月13日、Y株を整理ポストに割り当てる旨を決定し、Y株は、同年4月14日に上場廃止となった。

(13) Xら（原告、控訴人兼被控訴人、被上告人）らは、取引所市場において、平成17年5月25日から平成18年1月13日までの間に、複数回にわたってそれぞれ異なる株価でY株を取得し、同月17日から同月31日までの間に、複数回にわたってそれぞれ異なる株価でその保有していたY株を全部売却した。

IV 責任原因

1 本件における虚偽記載の内容

- (a) 有価証券報告書（半期報告書）：連結損益計算書における虚偽記載
- (b) 適時開示：LDMが行なった株式交換に関する虚偽の公表、LDMの4半期業績に関する虚偽の公表

*本報告では、(b)を理由とする損害賠償責任については扱わない。

2 原告が主張した損害賠償責任の根拠

[①⑤⑦判決]

ライブドアの損害賠償責任の根拠

一金商法 21 条の 2 (控訴審である⑤において原告は 709 条にもとづく請求を追加したが、裁判所は時機に後れた攻撃防御方法として却下)。

[②⑥判決]

ライブドアの損害賠償責任の根拠

一金商法 21 条の 2 (控訴審である⑥において会社法 350 条、民法 709・719 にもとづく請求を追加)

ライブドア役員・監査法人の損害賠償責任の根拠

一金商法 24 条の 4・22 条 1 項 (控訴審である⑥において民法 709・719 を追加)

[③④判決]

ライブドアの損害賠償責任の根拠

一会社法 350 条、金商法 21 条の 2、民法 709 条 (④のみ)

ライブドア役員・監査法人の損害賠償責任の根拠

一金商法 24 条の 4・22 条 1 項、民法 709 条・719 条 (719 条は③のみ)、24 条の 5 第 5 項・22 条 1 項 (③のみ)、商法 266 ノ 3 第 2 項・商法特例法 18 条 4 第 2 項・同 10 条 (④のみ)

【ライブドアの責任根拠として金商法 21 条の 2 以外の規定が主張されるのはなぜか?】

*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、「公表」の日から 1 年以内より前にライブドア株式を取得したものであった。

*裁判所には、弁護士費用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る。

V 金商法 21 条の 2 にもとづく発行者の損害賠償責任

1 有価証券報告書の記載内容に対する信用の要否

被告: 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いえないから、虚偽記載とライブドア株式の取得との間に因果関係がない。

①判決：有価証券報告書等が公衆の従来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その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にもと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は、損害賠償請求権の成否に関係がない（この部分は⑤判決において別の記述に改められている）。

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

*①～⑦判決いずれも「公表日」（金商22条の2第2項）は平成18年1月18日としている。

(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)

三井ほか158・159頁によると、公表の主体を発行者自身または「権限を有する者」に限定した趣旨は、過去の虚偽記載等を訂正し真実の開示を行な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られる場合として例挙したと説明されている。

→ 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（発行者が虚偽記載等を行なっているとの情報が合理的な根拠なく流布され、株価が下落し、後に現実に虚偽記載を行なっていたことが判明した場合）は該当しない。

「権限を有する者」の例

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。

さらに「警察による捜査結果の公表もこれにあたると解される」としている。

[⑦判決]

「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。」

同旨 黒沼6頁、田中186頁

反対 弥永5頁は、当該提出者の業務若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もとづいて一定の処分や指示を行なうことができる権限に限定して解する

方がより自然であるとする¹。

← 提出者に対して処分・指示の権限を有しているか否かは、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生じるか否かとは無関係（黒沼 6 頁、田中 186 頁）

また、弥永 6・7 頁は、警察が行なう捜査結果の発表は、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。

← 提出者や取引所による発表も暫定的なものであることもありうる（黒沼 7 頁、田中 186 頁）。どの程度の情報が提供されなければならないかという問題（(3)参照）。

（2）「多数の者の知りうる状態に置く措置」の意義

・三井ほか 159 頁では、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が、ここでの「措置」の例としてあげられている。

・黒沼 7 頁は、(i)多数の者に向けて事実を伝達する行為、(ii)多数の者に伝達されることが合理的に予測される状況において、少数の者に事実を伝達する行為を意味すると解すべきであるとする（①判決も同旨）。

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は？

・黒沼 7 頁は(ii)に該当せず、公表に当たらないと説明する²。

・弥永 6 頁は、公表は、「権限を有する者」によるのでなければならぬことから、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ず、上記のような場合は、通常、当該事実を述べた者が明示されないから、公表に当たらないと説明する。

「権限を有する者」以外の者により虚偽記載等の事実が市場に伝達され、それを反映して証券価額が変動（下落）した場合、その後の「権限を有する者」による公表を基準として推定される損害額が小さくなってしまうという問題。

・黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 4 版〕』93 頁（日本経済新聞出版社、2011 年）は、「投資家保護を実効性あるものにするためには、不確かな情報が流布している期間を除外して公表日前後の 1 カ月をとるなど柔軟な解釈が必要となると思われる」とする。

¹ 近藤 13 頁も、文言からは、投資者あるいは市場が信頼できるものであればよいという解釈は難しいのではないか、とする。

² 近藤 14 頁も、このような場合に公表があったと解するのは疑問とする。

推定額の算定基準を操作するのは困難ではないか。むしろ、推定額を超える損害を被ったことの立証が容易になるような柔軟な運用をすべき。

(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」が取られる必要があるか

- ・三井ほか 159 頁は、公表の内容は、本来、開示書類に記載されるべきであった事実であることが必要であり、虚偽記載等が存在したという指摘のみでは足りない。もっとも、虚偽記載については虚偽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する³。

⑦判決

「虚偽記載等の事実の公表」があったためには、単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置〔多数の者の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、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ともって「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」をもって損害の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。

「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証券価額も段階的に変動(下落)したといった場合の問題

前の段階で「公表」があったとすると、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、推定規定を利用できない⁴。

³ 弥永 7 頁もこのような説明は一般論としては妥当であるとする。

⁴ この場合、有価証券の取得者が虚偽記載等の事実を知っていたといえるか否かも問題となりうる。

後の段階で「公表」があったとすると、それ以前に有価証券を処分した者は、推定規定を利用できない。

・黒沼 8 頁は、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るとする（本件では、架空売上げの計上については 1 月 18 日に、自社株式売却益の計上についてはこれより後の日に公表されたと解すべきであるとする）。

—投資者は、都合の良い方を選択して推定規定を利用できる。

3 金商法 21 条の 2 第 5 項による賠償額の減額

(1) 金商法 21 条の 2 第 5 項の意義

・三井ほか 156 頁、160 頁によれば、

21 条の 2 第 2 項は、虚偽記載等と因果関係のある損害・損害額の立証が困難であることにかんがみ、損害額を推定したもの。

同条 4 項による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の証明、②①の事情と損害との因果関係、③②の損害「額」の立証が必要。

③の損害の「額」の立証は困難であることが多いと考えられるため、①②は立証されたが、損害の性質上「額」の立証がきわ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、裁判所が相当な額を認定できるとしたもの。

4 項による減額が認められる例として、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、および連動している額を立証したとき、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、があげられている。

[⑦判決]

同条 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」とは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、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である。

→ 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＝虚偽記載等と相当因果関係のない損害

（同旨 ⑤判決、神田 630 頁、黒沼悦郎「ディスクロージャー違反に対する救済一民事責任と課徴金」新世代法政策学研究 9 号 279 頁（2010 年）。

(2) 虚偽記載等公表時の株価下落の要因

* 本件において金商法 21 条の 2 第 2 項により推定される損害額－585 円

[本件虚偽記載等の公表時の株価下落の要因として考えられるもの]

(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額との差額（取得時差額）が現実化した分

(b) 強制捜査開始の報道(LDMによる他社の買収の発表に関する偽計・風説の流布の容疑)、創業者の逮捕・経営陣からの排除、ライブドアとテレビ局との提携解除、証券会社によるライブドア株式の担保除外、東証による注意銘柄指定・監理ポストへの割当て、ろうばい売り

(3)金商法21条の2によって賠償すべき損害—取得時差額損害に限られるか

【取得時差額に限定する見解】

[②③④判決]

金商法21条の2第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現実の取得株価の差額（取得時差額）を推定しようとする趣旨の規定である。

→ (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り以外の事情」によって生じたものとして、推定損害額から減額すべき。

→ 推定損害額585円から約2/3にあたる385円を減額して賠償すべき損害額を200円とした。

なお、三井ほか36頁以下は、金商法21条の2第2項の損害額推定規定は、取得時差額損害の考え方を基礎とするものであるとしている。

[⑦判決岡部反対意見]

(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侵害され、それによって売り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）。

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。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。

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立っている。

このような解釈によっ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が可能となり、結果としても妥当である。

以上の民法709条に関する解釈は金商法21条の2についても妥当する。

田中187・188頁、加藤336・337頁も基本的に同様の見解に立つ。

【取得時差額に限定されないとする見解】

[⑦判決]

金商法 21 条の 2 は、投資者の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。

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が認められる損害。

金商法 21 条の 2 には、19 条 1 項により算出される額を上限とするほかは、何ら限定はない。金商法 21 条の 2 第 2 項いう「損害」も虚偽記載等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。

本件虚偽記載のような重大な犯罪行為を行えば、(b)の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であるといえる。

⑦判決と基本的に同じ理解に立つ⑤判決では、

報道された事実のうち、LDM が、実際には買収済みであった M 社を株式交換により完全子会社化する旨公表したという点は、ライブドア株式の株価上昇を企図してされ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り以外の事情」によって生じたものといえる。

→ 推定損害額 585 円から 1 割を減額するのが相当である。

また、⑥判決も⑦判決と基本的に同じ理解に立つものであるが、

「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る値下り」として、

(i) 虚偽記載等と相当因果関係のない経済情勢、市場動向、会社の業績等の事情による値下がり、と

(ii) LDM が買収済みであった M 社を株式交換により完全子会社化する旨公表したとの報道による値下がり

をあげつつ、(i)については公表の前後を通じて市場動向等の変化があるとはいえないとして、(ii)を理由とする減額のみを認めた（もっとも減額の方法は⑤判決と異なる。まず、公表前 1 カ月間の平均額 720 円と 1 月 17 日の終値 596 円との差額 124 円の 5% (6 円) を 720 円から控除し、控除後の金額 (714 円) を基準額とする。その上で、1 月 18 日以降も(ii)の事情が株価値下がりに影響したとして、714 円から公表後 1 カ月の平均額 134 円を差し引いた金額 (579 円) からさらに 5% 減額し、結果として賠償すべき損害額を 550 円としている）。

【⑦判決における意見の応酬】

〔田原補足意見〕

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が、同上の条文自体にそのように解すべき根拠はなく、同上の立法過程に関する資料等をみても、そのように解すべき根拠は見出しがたい。

[寺田補足意見]

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つても、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つともである。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はたらいた場合に、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ことについても、これを許さないものとすることはできない。

(b)の要因による株価下落の損害の賠償を認めると、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指摘されるが、会社債権者との関係に調整を要するとするのであれば、それは債権の倒産法制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ふにすぎず、債権の存在自体を否定する理由にはならない。

《検討》

・岡部反対意見にいう「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」ということの意味

→ 株主共通の損害の賠償を会社に求めることができるとした場合、全株主がその損害の賠償を請求できるはずである。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損害が回復するわけではない（寺田裁判官の例における大株主が一人株主である場合を考えるとわかりやすい）（田中 188 頁参照）。

→ 虚偽記載等によって生じる損害のうち、(b)の要因による株価下落は、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なく、提出前から株式を保有していた株主にも共通に生じる（加藤 324 頁）。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賠償請求できることとなり、意味がない。

21 条の 2 を利用できる者だけが賠償請求できるとすれば、それは株主間での利益移転を生じさせることになり（近藤 14 頁参照）、それを認めることが適切かは検討を要する。

会社が債務超過状態にある場合には、株主共通の損害について会社に対する賠償請求を認めることによって、株主の取り分が増えることになるが、それは既存の会社債権者から株主への利益移転が生じることに他ならない。

→ 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求め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、(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り以外の事情」によって生じたものと解すべきである（田中 188 頁は、会社法 350 条の「第三者」には株主は含まれないとし、加藤 342 頁は、相当因果関係の解釈を通じてこのような結論を導くべきであるとする）。

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

* 西武鉄道事件最高裁判決を前提とすると、不法行為を理由とする場合には、賠償すべき損害として取得自体損害を主張することは可能。

— 金商法 21 条の 2 においても主張することが可能であれば、同条が無過失責任とされている点で不法行為によるよりも投資家に有利

[③④⑥判決、⑦判決田原補足意見]

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も可能という前提で議論が展開されている（取得自体損害の賠償請求が認められるか否かは別）。

[岡部反対意見]

金商法 21 条の 2 は、その文言上、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 項の推定規定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、その賠償を請求することも許されるものと解される。

神田 625 頁は、金商法 21 条の 2 第 1 項にもとづいて損害賠償を請求する際に、同条 2 項による損害の推定を用いずに取得自体損害の賠償を求めることが可能とする。

(2) 取得自体損害の賠償請求は認められるか

【否定】

[③④判決]

金商法 21 条の 2 にもとづく損害賠償において賠償の対象となる損害とは、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。

かり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は無価値であったということを前提とするものと理解するよりほかない。

虚偽記載等がされず真実の情報が開示されていたとしても、原告らの取得時点でライブドア株式が無価値であったとは認められない。

- 取得自体損害の賠償請求を認めず。
- ← 取得自体損害の捉え方が、一般的な理解とは異なる。

[⑦判決岡部反対意見]

民法 709 条によって会社に賠償を求める能够性は、流通市場で有価証券を取得した場合には、原則として取得時差額損害に限られると解する。ただ、西武鉄道事件は、虚偽記載がなければ当該株式が上場廃止とされるべきものであった（本件における上場廃止は、虚偽記載が判明したことによる措置であって、いわば西武鉄道事件と現象としては逆である。）。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。

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として、東京高判平成 23 年 4 月 13 日金判 1374 号 30 頁がある。

【肯定】

[⑦判決田原補足意見]

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であるから、発行会社が虚偽記載等のない経常赤字の有価証券報告書を公表していた場合に、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その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存することが予め判っている場合に、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いえる。従って、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ものと推認されるのであって、それらの株主にあっては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その点において、それらの株主と西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はない

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。また、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が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る（⑥判決も②と同趣旨のことを述べている）。

②は、「虚偽記載がされなかつたとすれば」ではなく、「虚偽記載がされたことが公表されていたとすれば」という仮定をおくもの。

一虚偽記載等があった場合、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とするものか？

そのような義務が生じうるとしても、発行会社の取締役等が虚偽記載を知っていた、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？

発行会社の過失を要件としない 21 条の 2 にもとづく賠償責任について、②のように解することは不適切ではないか？⁵

5 取得価格－処分価格が損害の上限とされていることの意味

[①⑤判決]

2 項の推定額から 5 項による減額をして算出される金額と、金商法 19 条 1 項によって算定される額（取得価格－処分価格）とを比較して、低い方を賠償すべき損害額としている。

[東京地判平成 22 年 3 月 9 日判時 2083 号 86 頁]

2 項による推定額と、19 条 1 項によって算定される額を比較し、より低かった 19 条 1 項の額から、金商法 21 条の 2 第 5 項による減額として 2 割を控除した。

[⑦判決岡部反対意見]

21 条の 2 にもとづいて取得自体損害の賠償を請求する場合、同条 4 項又は 5 項により、取得自体損害以外の損害が控除される。

一経済情勢、市場動向、当該会社の業績等、株主が本来負担すべき、虚偽記載と無関係な要因に基づく株価の下落分は会社には請求できない筋合いであるから、相当因果関係のない損害としてこれを差し引く（西武鉄道事件）。

6 損益相殺の可否

[②④判決]

Y らは、X らの中に、不実開示前にライブドア株式を購入し、不実開示後その公表前にその株式を売却して利益を得ている者がおり、その利益は損益相殺されるべきである旨主張する。しかし、真実情報が開示される以前は、X らは、不実開示の存在を知ることなく通常の市場取引を行なっていたにすぎないので、その時点での売買は損益相殺の対象になる余地はないというべきである。

・加藤 343 頁は、不実開示から生じた損害の公平な分担という観点からは、不実開示前に取得していた株式を、不実開示後その公表前に売却して得た利益は、損害賠償責任額から

⁵ なお、田原補足意見は、結論として、X らにとっては、本件株式を取得したこと自体が損害に当たるものというべきものである。したがって、その損害の算定は、本件株式の取得価額－処分価額でもってなしたうえで、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。

控除されるべきとする。

不実開示前に取得していた株式のすべてを、不実開示後その公表前に売却していた場合、その利益は保持してはならないのか？

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あたり 21 条の 2 を類推適用することが認められるか？

[②判決]

類推適用否定。ただし、役員等が賠償すべき損害は、21 条の 2 にもと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。

[⑥判決]

類推適用否定。役員等が賠償すべき損害は、取得自体損害（取得価格 - 処分価格）となると判示。

(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あたり 21 条の 2 を類推適用することが認められるか？

[②判決]

類推適用否定。ただし、民訴法 248 条を適用して、発行会社が賠償すべき損害は、21 条の 2 にもとづいて発行会社が賠償すべき責任額になると判示。

∴ 金商法 21 条の 2 の適用を受ける原告らと、ライブドア株式の取得時期が近接している。

【参考文献】

- 加藤：加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号 303 頁（2011 年）
神田：神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 卷 3 号 619 頁（2010 年）
黒沼：黒沼悦郎「判批（①判決）」金判 1303 号 6 頁（）
近藤：近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討」商事 1846 号 4 頁（2008 年た）
田中：田中亘「判批（①⑤判決）」ジュリ 1405 号 184 頁（2010 年）
三井ほか：三井秀範ほか『課徴金制度と民事賠償責任』（金融財政事情研究会、2005 年）
弥永：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 1814 号 4 頁（2007 年）