

大証金融商品取引法研究会

発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任

平成 23 年 12 月 16 日（金）15:00～17:00 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 眞得 関西学院大学法学部教授
川口 恭弘 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
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
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 同志社大学法学部准教授
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たいと思います。

本日は、北村先生から「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」についてご報告いただきます。

それでは、北村先生、お願いいたします。

~~~~~

【報　告】

## 発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任

京都大学大学院法学研究科

教授　北　村　雅　史

### I. はじめに

本報告では、有価証券の発行市場及び流通市場における開示書類のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要事実の記載が欠けている場合（以下まとめて「虚偽記載等」という）における、発行会社およびその役員等の損害賠償責任について、制度枠組みを明らかにするとともに、会社法429条2項の責任や関連する判例に言及しつつ、幾つかの問題点につき検討します。

発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載等を対象にしますので、公開買付関係の開示書類の民事責任（金商法27条の19、27条の20）は対象から外すことにします。また、発行市場における民事責任のうち16条の責任、つまり有価証券届出書効力発生前に有価証券を取得させまたは売り付けることなど15条違反の無過失損害賠償責任ですが、これは虚偽記載等の有無にかかわらず生じる責任ですので、これも本報告の対象からは外すことにいたします。

開示書類の虚偽記載等に関する民事責任規定は、昭和23年の証券取引法制定以来、幾度かの改正を経て今日に至っていますが、近年まで、証券取引法・金融商品取引法のそれらの規定に基づいて責任が認められた事例はほとんどなく、また、当該規定に基づいて責

任が追及された事例，あるいは民法の不法行為責任等を追及する事例すら非常に少ないという状況でした。この状況は，平成16年の改正により，流通市場における開示書類の虚偽記載等の場合に発行会社の損害賠償責任を認め，虚偽記載等と損害との間の因果関係と損害額の推定を定める規定（金商法21条の2）が導入されたこと，そして西武鉄道，ライブドアといった著名な企業の有価証券報告書等の虚偽記載事件が明るみに出たことなどを契機として一変し，最近では，有価証券報告書等の虚偽記載等があった場合に，発行会社等に対する，金商法に基づく，あるいは不法行為に基づく責任追及事例が急増し，また責任肯定事例も増えています。

それらの最近の裁判例の個別の論点，とりわけ損害論や「事実の公表」（金商法21条の2第3項）とは何かという問題は，次回以降に検討される予定です。

## II. 民事責任規制の概要

### 1. 趣 旨

虚偽記載等に基づく民事責任に関する金商法の規定は，投資者保護の観点から，民法上の不法行為責任の特則的なルール（発行会社の無過失損害賠償責任，賠償されるべき損害額の法定，因果関係の推定など）を定めたものです。これらの規定は，被害を受けた投資者の損害の回復を図りやすくすることにより，不実開示の抑止を通じて証券市場の公正さと健全性を確保することを目的としています。もっとも，虚偽記載により損害を被った投資者は，金商法の規定によらないで，民法に基づく不法行為責任を追及することもできます。金商法の不実開示責任規定が対象としていない不実開示，例えば取引所が義務付ける適時開示における不実開示については，民法709条に基づく責任追及が重要な意味を持ちます。ライブドア事件でも，不実の適時開示については709条の責任が追及されています（東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁）。

### 2. 発行市場

発行市場における開示書類の虚偽記載等の場合の賠償請求者は，有価証券の募集または売出しによって有価証券を取得した者です。いずれの場合も，取得の申込みの際（金商法18条，21条）または取得の際（17条）に当該虚偽記載等があることを知っていた請求者には，責任主体とされる者は責任を負いません。

#### （1）18条責任

有価証券届出書・目論見書に虚偽記載等がある場合の届出者・作成者の損害賠償責任が、金商法18条に規定されています。この責任は無過失責任です。この責任規定の特徴は、損害賠償額を法定し、投資者が虚偽記載等と損害との因果関係及び損害額を証明することを不要にした点です。法定賠償額は、当該有価証券の取得価額から賠償請求時の市場価格を差し引いた額であり、請求権者が請求時まで当該証券を処分していた場合には、取得価額から処分価額を差し引いた額になります（金商法19条1項）。ただし、責任主体は、請求者の損害が虚偽記載等以外の事情によって生じたことを証明すれば、その部分について責任を免れます（同条2項）。この責任については短期消滅時効が金商法20条に定められています。

### （2）21条責任

有価証券届出書・目論見書に虚偽記載等がある場合の、提出者・作成者の役員等の損害賠償責任が、金商法21条に規定されています。同条の責任の主体は、①有価証券届出書提出会社の提出時の役員または発起人（提出が会社成立前の場合）、②売出しに係る有価証券の所有者（売出人）、③有価証券届出書に記載された財務書類に監査証明をした公認会計士・監査法人、及び④元引受契約を締結した金融商品取引業者または登録金融機関です。目論見書の虚偽記載等の場合は①、②だけが責任主体になります。

この責任は過失責任であり（ただし、財務計算に関する部分の虚偽記載等につき上記④の者は善意であれば責任を負わない）、責任主体側が、虚偽記載等を知らなかったこと（公認会計士・監査法人については証明をしたこと）についての無過失を証明しなければなりません。

この責任規定には、因果関係・賠償額についての特段の定めはありませんので、請求者側がそれらを証明しなければなりません。時効についても定めがありませんので、不法行為に関する民法の規定（724条）に従うことになっています。

### （3）17条責任

虚偽記載等のある目論見書等を使用した者の損害賠償責任が、金商法17条に定められています。虚偽記載等のある目論見書または資料を使用して投資者に有価証券を取得させた者、すなわち募集されまたは売り出される有価証券の勧誘者（典型的には募集売出しの取扱いを行う金融商品取引業者）が主な責任主体となります。この責任は過失責任であり、責任主体側が無過失を証明しなければなりません。他方、因果関係・賠償額については請求者側が証明しなければなりません。時効に関する定めもないので、先ほどと同じように

民法724条に従うものとされています。

### 3. 流通市場

流通市場における開示書類の虚偽記載等の場合の賠償請求者は、開示書類の公衆縦覧期間中に、募集または売出しによらないで、有価証券を取得した者です。いずれの場合も、取得のときに当該虚偽記載等があることを知っていた請求者に対しては、責任主体とされている者は責任を負いません。

#### (1) 21条の2責任

金商法25条1項に定める一定の書類（有価証券届出書、発行登録書、有価証券報告書、内部統制報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書、自己株券買付状況報告書、親会社等状況報告書、及びそれらの添付書類・訂正報告書）に虚偽記載等がある場合の書類提出者の損害賠償責任が、金商法21条の2に定められています。本条の責任は無過失責任です。この規定の特徴は、損害賠償額の上限を法定し（同条1項。19条の金額と同じ）、虚偽記載等の事実公表日の前1年以内に当該有価証券を取得し当該公表日において引き続き証券を保持する者について、因果関係と損害額（公表日前1カ月間の市場価格の平均額－公表日後1カ月間の市場価格の平均額）の推定規定を設けて（21条の2第2項、「事実の公表」の意義について同条3項）、因果関係と損害額が推定される場合に、責任主体側が推定された損害額の全部または一部が、虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情によって生じたこと及びその額を証明した場合は、その額について責任を免れること（同条4項）、さらに、その場合に裁判所の裁量により賠償額の減額（「賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定」）を認めることです（同条5項）。

この5項の規定は、推定損害額（2項）への反対の証明の困難さに対処するもので、後で述べますように、21条の2が適用されない事例（不法行為責任追及事例）で損害額を認定する際に利用されることのある民事訴訟法248条と逆の場面で機能することになります。つまり、民事訴訟法248条は、請求者側が、損害がありそうだけれども損害額を証明しにくいというときに使われますが、金商法21条の2第5項は、損害賠償額を減額したいときに、その減額の証明が難しいという場面で機能します。ただし、両規定の趣旨は共通します。

21条の2の責任については、18条責任よりもさらに短い時効が定められています（金商法21条の3）。これは、流通市場においては発行市場と比較して発行会社の責任

が広範囲になり得ることに配慮し、発行市場の責任と流通市場の責任とでは、後者の時効期間をより短くした、と説明されています（岡田大他後掲52頁）。

## （2）22条責任

有価証券届出書に虚偽記載等がある場合の提出会社の役員等の損害賠償責任が、金商法22条に定められています。有価証券届出書は内閣総理大臣に受理されてから5年間公衆縦覧に供せられる（金商法25条1項1号）ことから、有価証券届出書の虚偽記載等がある場合、流通市場において有価証券を取得した投資者に対しても賠償責任を負わせる趣旨です。ここでは「役員等」しか入っておらず、「発行会社」が入っていませんが、これは「発行会社」の責任が21条の2に含まれているからです。

責任主体は、虚偽記載等のある有価証券届出書提出会社の提出時の役員または発起人（提出が会社成立前の場合）及び監査証明をした公認会計士・監査法人です。この責任は過失責任であり、責任主体側が、虚偽記載等を知らなかったこと（公認会計士・監査法人については証明をしたこと）についての無過失を証明しなければなりません。因果関係や賠償額は、請求者側が証明しなければならないことになっています。時効については、規定がないので、民法724条に従うものとされています。

## （3）24条の4責任等

有価証券報告書に虚偽記載等がある場合の提出会社の役員等の損害賠償責任が、金商法24条の4に定められています。責任主体は、虚偽記載等のある有価証券報告書提出会社の提出時の役員または発起人（提出が会社成立前の場合）及び監査証明をした公認会計士・監査法人です。この責任は過失責任であり、責任主体側が、虚偽記載等を知らなかったこと（公認会計士・監査法人については証明をしたこと）についての無過失を証明しなければなりません。因果関係・賠償額は、規定がないので、請求者側が証明しなければならないこと、及び時効については民法724条に従うことは、22条責任と同様です。

虚偽記載等のある内部統制報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書、自己株券買付状況報告書についても、読替え規定はありますが、同趣旨の規定が存在します（金商法24条の4の6、24条の4の7第4項、24条の5第5項、24条の6第2項）。

なお、前述のいずれの場合も、請求者（取得者）が虚偽記載等があることを知っていれば、責任主体は責任を負わないことになっています。請求者の悪意は、金商法21条責任については、条文の文言からして責任主体側が立証責任を負うものとされます（18条、21条の2も同じ）。これは請求者が悪意の場合に責任を負わない旨が21条1項の但書

きに入っているからというのが理由のようです。これに対し、22条責任については、但書きではなく本文の要件になっているので、請求者側が知らなかったことの立証責任を負うとする見解が多いようです。しかし、これについては反対説も有力です。これらの規定の責任は、開示書類そのものを閲覧し、それを信頼したことを要件とするものではなく、開示書類によりゆがめられた市場価格で取引したことにより生じた損害の賠償であることからしますと、責任主体側に立証責任を負担させるのが合理的であると思われます（岸田監修後掲318頁（加藤））。

17条責任では取得者の悪意についての条文構造は22条と同じように本文の要件となっていますが、これについても同様に見解の対立があります。ただ、17条責任を追及しようとする者は、目論見書等の虚偽記載によって投資判断を誤ったことを証明しなければなりません。因果関係と損害額を請求者側が立証するのであれば、虚偽記載を知らなかったことの立証も含めなければならないと思われますので、結局、立証責任が請求者側にあったとしても、請求者の負担は変わらないと指摘されています（岸田監修後掲（加藤））。

### Ⅲ. 流通市場において有価証券を取得した投資者に対する発行会社の責任のあり方

#### 1. 金商法21条の2制定（平成16年）以前——発行市場との違い

発行開示の民事責任に関する金商法（以下、証券取引法と金融商品取引法を区別せず、制定・改正時期にかかわらず、できるだけ金商法で統一する）18条は、アメリカの証券法11条をもとに、証券取引法制定時に定められました。証券法11条はイギリス法に由来しますが、当時イギリスでは、発行市場における不実開示については、発行会社の取締役、発起人及び引受人のみが責任を負い、発行会社自体は責任を負わないものとされていました。これは、当時のイギリス法が対債権者関係を第一義的に考えており、株主（投資者）に対する責任を肯定することは資本充実の観点から問題とされたからだと言われています。このイギリス法がアメリカ法に移入された際、アメリカでは発行会社自身にも責めを負わせることに変更され、それが日本法に移入されました。

日本では、昭和28年の証券取引法改正において、発行会社以外の者の賠償責任に関する規定が削除されました。その理由は、発行会社以外の者に連帯責任を負わせることは酷であること、實際上適用が困難で施行以来適用の事例がないこと、さらに取締役については旧商法266条ノ3が責任を定めていることなどでした。この結果、発行会社だけが責

任主体となりました。このことにつき、祖父（イギリス）から父（アメリカ）に伝わり、さらに子（日本）に伝わったときに全く違う制度になっていたという指摘がされています（谷川後掲595頁）。

その後、一連の不祥事（粉飾決算の続出）の経験から、昭和46年の改正で、被害者の救済を意図して、発行会社の役員、公認会計士等にも発行開示の虚偽記載等の責任に関する規定が置かれました（金商法21条）。

なお、このときまで、18条責任は、請求者の範囲を募集・売出しに応じて証券を取得した者のほか、これを転得した者も対象にしていました（アメリカ証券法11条と共通）。しかし、昭和46年改正により、募集・売出しに応じて有価証券を取得した者に対する場合に限定されました。募集・売出しの後に有価証券を転得した者に対する責任、つまり募集・売出しによらずして有価証券を取得した者の責任については、22条が新設されました。ただし、22条責任では、発行会社は責任主体になっていません。それは、そのときの改正で同じく新設された有価証券報告書の虚偽記載等についての民事責任規定（金商法24条の4）の責任主体が提出会社の役員等に限られていたことと軌を一にしています。金商法24条の4は、アメリカの取引所法18条の規定と同趣旨ですが、24条の4が責任主体の中に発行会社を含んでいない点は、アメリカ法との大きな違いです。

これについて、谷川先生は、募集・売出しは、発行会社との取引としての実質を有することから、例外的に詐欺的な取引の相手方となった発行会社の責任を認めたのであって、流通市場における取引については、むしろ原則に戻って発行会社の役員等の責任を認めれば足りるというイギリス法の原則を明示したものであると考えれば、決して不当な結果を示すものではないとされています（谷川後掲597頁）。すなわち、「会社の責任は、他の債権者とのバランスからも払い込んだ資金を原状に回復するにとどめるべきであるとの考え方に基づき、会社と投資者との間では何らの取引も行われぬ流通市場の取引に関して責任を負わせるのは適当でない」ということです。なお、この趣旨から、谷川先生は、流通市場の不実開示につき、投資者が発行会社に対し不法行為責任を追及することも認めべきではないとされています。

もっとも、当時から、流通市場における不実開示において、発行会社の責任に関する定めがないことを、投資者保護の観点から疑問視する見解が有力でした。例えば神崎先生は、有価証券報告書等の虚偽記載について、「発行会社が支払能力を有するにもかかわらず、投資者が発行会社に損害の賠償を請求することは認められず、その救済が十分に確保され



ないままに放置されることは、望ましいことではない。また、有価証券の投資者は、発行会社の経営危険に資金を投下したものであって、経営危機から生じる不利益は覚悟すべきものである（そのために情報の完全開示が要求される）が、有価証券届出書や有価証券報告書の不実記載による危険を覚悟すべきではなく、証券取引法は、まさに一般投資者を不実の表示による不利益から保護しようとするものであるから、流通市場の開示における重要な不実表示について発行会社の損害賠償責任を規定しなかったことは、不当であるというべきである」と述べておられました（神崎克郎「証券取引法上の民事責任」大森先生選 暦・商法・保険法の諸問題」219頁）。

## 2. 金商法21条の2の新設——平成16年改正

### (1) 背景

平成16年改正は、金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）に基づいて実現しました。同報告書は、「日本では、証券取引法違反に対する民事訴訟による責任追及もあまり行われず、証券取引法の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない」との基本認識を確認し、その原因を、①不実開示などの違反行為が発見されにくいこと、②原告による損害額の立証が事実上困難であること、③日本にはクラスアクション制度がないこと、に求めました。

証券取引法の民事責任が利用されない理由については、このほかに、証券取引法に精通する弁護士が少なかったこと、発行会社が破綻すれば勝訴判決を得ても回復される額はわずかであること、法定開示書類を読んでいないので、いざ被害を受けたということで訴えを提起するのは躊躇されること、などを挙げる文献もあります。そして、金商法との関係では、最大の原因は、因果関係・損害額の立証責任が重いことであると指摘されています。

立証責任が重いことを示す判例としてよく引用されるのが、東京地判平成13年12月20日判決（判タ1133号）です。これは、山一証券の従業員が従業員持株制度に基づき山一証券の株式を購入したところ、同社が破産して株式が無価値になり損害を被ったが、その原因は、同社が有価証券報告書に虚偽の記載をして2,700億円にも上る債務の存在を隠していたからであるとし、不法行為に基づく損害賠償請求権を理由とする破産債権を有することの確定を求めた事案です。

裁判所は、「破産会社が真実の財務内容及び営業内容を公表した場合、同社の株価は下落したであろうことは推認できるものの、真実の財務内容及び営業内容の公表により、同

社の株価がどの程度下落したかは……明らかでないから、真実の公表により、原告らが自社株を購入する可能性は否定できない。……本件の原告の中には、金融機関の株式としては危険な株価水準に当たるといわれる200円を下回る価格や……額面近くの価格で購入した者も多数存在する。そうだとすると、破産会社が真実を公表していたとしても、原告らが、……自社株を購入していた可能性はないわけではなく、破産会社が真実の財務内容及び営業内容を公表しなかったことと、原告らが自社株を購入したこととの間に因果関係を認めることは困難である」としました。この裁判例は、流通市場での不実開示についての発行会社の責任に関する規定が金商法（証取法）になかった当時、これを不法行為で追及する場合のハードルの高さを示すものでした。

平成16年改正で新設された金商法21条の2は、原告による損害額の立証が困難であるという前述の理由を克服する規定として画期的なものと評価されています（黒沼後掲4頁）。同条（及び金商法21条の3）の規定は、その施行の日（平成16年12月1日）以降に提出される開示書類に適用される（平成16年法律第97号附則5条）ことになっていますが、同改正後は、虚偽記載のある有価証券報告書が同条の適用を受ける前のものか後のものかにかかわらず、流通市場の虚偽記載に関して発行会社の責任を追及する訴訟が急増しました。また、それとあわせて、役員等の責任（金商法24条の4）を追及する事例も見られるようになりました。ただし、不法行為に基づき発行会社の責任を追及するためには、代表者が不法行為責任を負うことが必要になりますので（加害についての故意過失を原告が立証）、金商法24条の4の責任が認められたから、代表者や会社の不法行為責任も認められることには必ずしもなりません。逆に発行会社の不法行為責任が認められる場合には、代表取締役の不法行為責任も同時に認められたことになりますので、その代表者については、さらに24条の4の責任を認める必要はないということになります。

## （2）21条の2の適用前の裁判例

金商法21条の2の適用がない場合には、流通市場における発行会社の責任は、民法709条あるいは会社法350条に基づき追及されます。

大分地判平成10年3月3日金判1290号53頁は、粉飾決算を指示し、またこれを容認した代表取締役らの投資者に対する不法行為責任を認め、その結果、会社は会社法350条により、投資者に対して責任を負うと判示しました。

一方、最高裁の日本システム技術事件（最判平成21年7月9日判時2055号147頁）は、代表者の内部統制システム構築義務違反がないとして会社の350条責任を否定

しました。なお、同事件の第一審判決（東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁）は、会社の責任を肯定したわけですが、その際、改正証券取引法21条の2第2項の規定は、本件でも尊重されるべきであるとの原告の主張を受け、「損害額の推定を規定する証券取引法21条の2第2項は、虚偽記載等が公表されて有価証券の価額が下落した場合に、その下落額をもって虚偽記載等によって不当に高く評価されていた価額と評価するものと解されるところ、このような考え方は本件の損害額を認定するに際しても合理性が認められることからすれば、本件においても、同条2項所定の損害額の推定に従い損害額を認定することが相当というべきである」としまして、金商法21条の2第2項を類推適用しました。

他方で、西武鉄道に関する株主集団訴訟事件の東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁は、「金商法21条の2第2項の考え方は、法律の規定がなくても当然に用いられるべき確立された経験則であるということもできない」として、その類推適用を否定しています。実際に、金商法21条の2の適用前事例に同条2項を類推適用する例は、先ほどの日本システム技術事件第一審判決以外には見当たらないようです。

不法行為責任が追及される場合、虚偽記載等がなかったならば存したであろう仮定の状態と現実の状態の差をもって損害とされます（差額説）。虚偽記載等の場合、そのような仮定の状態については、神田先生の整理によりますと、虚偽記載等がなかったならば有価証券を取得しなかったであろうという取得自体損害ケースと、虚偽記載等がなければ適正な価格で取得したであろうという高値取得損害ケースがあるとされます（神田後掲622頁）。

裁判例では、取得自体損害ケースとして賠償請求が認容された事例が幾つかあります（前掲大分地判平成20年3月3日、東京地判平成21年1月30日判時2035号145頁、東京地判平成21年3月31日判時2042号127頁）。

高値取得損害ケースとして損害の証明に成功した例はあまりないようです（請求棄却例として、東京地判平成20年2月21日判時2008号128頁、東京地判平成20年4月24日判時2003号147頁）。ただ、東京高判平成22年3月24日判時2087号134頁は、虚偽記載がなければ株式を取得しなかったということとはできない、つまり取得自体損害ケースではないとした上で、損害は、市場で形成される本件株式の価格（想定価格）よりも高い価格で本件株式を取得した場合の、想定価格と取得価格の差額であるとし、その差額は、虚偽記載公表による株式の下落率（下落額が公表直前の株価に占める

割合)を取得価格に乗じることにより算定する、としました。

また、虚偽記載等の公表直前の株価と公表後の処分価格との差額を損害額としたものが幾つかあります(東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁(西武鉄道株主集団訴訟第1審))。加藤先生によりますと、これは「株価下落損失」をもって損害とする特殊な概念に依拠したものであると分析されています(岸田監修291頁(加藤))。同じ発想のもとで民事訴訟法248条を使って価格を調整する裁判例もあります(東京高判平成21年2月26日判時2046号40頁(西武鉄道株主集団訴訟控訴審))。西武鉄道株主集団訴訟・機関投資家訴訟の上告審である最判平成23年9月13日金判1376号33頁も、損害の立証の困難が予想されるので民事訴訟法248条によって相当な損害額を認定すべきであるとして、原審に差し戻しました。

原告が口頭弁論終結時において株式を保有している場合で株価が公表前株価まで回復したときは、損害がないとされるようです。西武鉄道事件では、保有していた人のほとんどが請求棄却となりました(前掲東京地判平成20年2月21日、前掲東京高判平成21年2月26日)。前掲最判平成23年9月13日も、投資者が虚偽記載の公表後も株式を保有し続けているときは、その取得価格と事実審の口頭弁論終結時の株式の市場価格との差額を基礎として、損害額を算定すべきであるとしています。

金商法21条の2第2項の推定は、前述の高値取得損害ケースに整合的であると評価されています(黒沼後掲8頁11頁)。そうしますと、同条が適用され、かつ2項の適用がある場合、つまり、虚偽記載等の公表前一年以内に取得し公表日に引き続き所有している投資者については、困難な高値取得損害ケースの証明に成功しやすいこととなります。金商法21条の2を新設する背景となる「立法事実」が、「因果関係と損害額の立証が困難だから、本来追及すべき発行会社の責任が追及されず、投資者保護が図られない」ことであったとすれば、その立法事実はまさしく存在していたことがその後の状況から裏付けられることとなります。

もっとも、21条の2の新設が、開示書類の虚偽記載に関する民事責任制度の枠組みの中で整合性を保っているのかについては、幾つかの疑問が指摘されています。以下、次の3、4において2つの点について検討します。なお、この2つの論点は、本研究会の前身であります証券取引法研究会で平成16年10月に行澤一人教授が報告されたとき(別冊商事法務290号)、および平成22年5月22日に本研究会で石田眞得教授が報告されたときにも取り上げられています。

### 3. 流通市場における不実開示につき発行会社に責任を負担させることの是非

平成16年改正法は、流通市場における不実開示について証券取引法上の責任を負わせるべきでないとの考えを、180度転換したことになります。流通市場での不実開示について、発行会社の責任規定を置いてこなかった理由と、改正法はそれをどのようにして乗り越えたのかを再確認したいと思います。

平成16年改正前に、流通市場における発行会社の責任規定が置かれなかった理由、あるいは平成16年に方針転換をしたことへの疑問は、以下のように整理することができます。

第一に、発行市場と流通市場の違いです。発行市場における有価証券届出書の虚偽記載に関する18条責任の根拠は、発行会社が不実の表示によって投資者に証券を取得させるといういわば詐欺的な方法で取引相手である投資者から資金を調達したのだから、損害賠償の形態で原状回復的に投資者の損失を填補させることにある。このことから、18条責任が無過失責任であることが根拠づけられ、また法定賠償額が19条1項のとおりであることも説明できるとされます。

19条1項は、投資者を、虚偽記載がなければ証券を取得しなかった状態に戻すことに整合的な規定です。ただし、この理由付けは、売出しについては妥当しません。そのため、売出しの場合の届出書提出者の責任は過失責任にし、不当に利得した売出人の責任を無過失責任にすべきであるという主張もあります（黒沼悦郎ほか「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任〔上〕」商事法務1906号11頁（黒沼発言））。これに対して、流通市場の場合は、有価証券の取得者と発行会社との間には直接の取引関係はなく、発行会社は有価証券の取得者から利益を得ていないという点が異なります。

第二、第三の理由は、有価証券が株式である場合を前提にしています。

第二に、会社債権者に劣後するはずの株式取得者（株主）が、会社財産から株式取引についての損失の填補を受けるのは、株主と債権者間のバランスとして不適當であると言われる。

第三に、流通市場の不実開示について発行会社の賠償責任を肯定すると、賠償金は株主全員に属すべき会社財産から支払われる以上、一定の投資者（株主）から他の投資者（株主）への利益の移転が行われることとなりますが、ある時期に株式取引を行って（株式を取得して）損をした者の損害を、取引を行わずに株主であり続けた者の財産から補償

するという形で利害調整するのは正当なのかという疑問があると言われています。

第四に、流通市場における不実開示によって被害を受ける投資者の数は極めて多く、その損害額は極めて多額になり、発行会社が賠償責任を負うことになると、発行会社はこれにより支払い不能の状態になり、社会的、経済的に好ましくないとされています。

これに対して、投資者の救済のために発行会社の民事責任導入に踏み切った理由は、次のようなものです。

第一に、証券市場の透明性・公正さを害する行為の中でも、不実開示は最も非難されるべき行為であり、それを行った発行会社は厳しい責任を負担すべきであって、その点では、発行市場と流通市場で差はない（前述の第一の理由への反論）。

第二に、虚偽記載等による発行会社の責任は損害賠償責任であり、出資の払戻しではないから、債権者とのバランスから不適切というわけではない（前述の第二の理由への反論）。

第三に、賠償請求をする取得者は虚偽記載等の被害者であり、従前からの株主は被害者ではないので、株主間の利益の移転という考え方は当たらない（前述の第三の理由への反論）。

第四に、不実開示にかかわった役員等の責任追及だけでは、資力の点、あるいはだれが虚偽記載等にかかわった役員かが投資者からはわかりにくい点などから被害者救済として不十分であるので、最終的に、役員が発行会社からの求償という形で責任を負担するにしても、第一次的な責任主体は発行会社であるべきである。

第四の理由は、アメリカの制度（クラスアクション、ディスカバリー制度など）と異なり、日本の現行の訴訟制度を前提にする限り、役員等の責任を追及しても、請求が認められる可能性は低いことを前提にしています。そのため、いわばセカンドベストかもしれませんが、発行会社に流通市場での不実開示責任を負担させようというものです。過失責任か無過失責任かという点を除けば、アメリカでは早くから流通市場での発行会社の責任を肯定しているし、その母法であるイギリスでも、現在ではこれを認めることになっています。

ただ、発行市場では、売出しの場合を除いて、届出者が取得者から直接不当な利益を受けていることが、発行市場と流通市場の民事責任規制のあり方の違いの理由にはならないと言い切ることも難しいように思えます。これに関連して、黒沼先生の後掲の論文（5頁）では、金商法21条の2第1項の責任限度額が置かれているのは、恐らく、有価証券

報告書に虚偽記載があった場合に、有価証券届出書に虚偽記載があった場合よりも多額の責任を発行者に負わせるのは不当であるとの発想によるのであろうと述べられた上で、この発想は、流通市場においては、会社に対する投資者の払込みが行われていないから、発行会社に民事責任を課すべきではないという証券取引法立法当時の考え方を完全には払拭できていないことを示している、とされます。

#### 4. 金商法21条の2の責任を無過失責任とすることの是非

金商法21条の2の責任は無過失責任とされています。ただ、流通市場の不実開示につき発行会社の責任に関する規定を設けるべきとの議論（上記金融審議会金融分科会第一部会報告など）では、発行会社の責任を無過失責任にすべきだという明確な提言や意見はなかったようです。

前述のように、18条責任については、原状回復的な要素があるので、特別の法定責任として無過失責任とするのに一定の合理性があります。一方、流通市場における発行会社の責任の法的性質は、不法行為に基づく損害賠償責任であり、発行市場と異なり、原状回復法理によることはできません。そうしますと、これを無過失責任とする根拠はどこにあるのかは、やはり検討されなければなりません。

改正時の立案担当者の解説では、無過失責任とした理由として、開示書類に虚偽記載がある場合、発行会社に故意・過失がないということは考えられず、無過失による免責を認めるべきではないからであると説明されていました（岡田大ほか後掲51頁）。これに対しては、過失がないことが考えられないのであれば、過失責任としても発行会社は免責されないので問題にならないはずであるし、通常は、書類作成の責任者である代表取締役等に故意・過失がある場合等一定の場合に限って発行会社に故意・過失があると考えられるので、発行会社に故意・過失がない場合もあり得るのではないかという反論があります。

実際、先ほどの日本システム技術事件では、有価証券報告書の虚偽記載等の公表により株価が急落して損害を被った投資者が、発行会社の代表取締役に内部統制システム構築義務違反の過失があるとして、会社法350条に基づき発行会社に損害賠償を求めた事案について、最高裁（最判平成21年7月9日（前掲））は、発行会社には通常想定される不正行為を防止し得る程度の管理体制は整えられており、代表取締役には内部統制システム構築義務違反の過失はないとして、請求を棄却（請求を認容した原審を破棄自判）しました。つまり、過失がなかったという事例が出てきたということです。注意をしても、しな

くても責任を課されるのであれば、有価証券報告書の虚偽記載等をなくそうという発行会社の努力が報われないこととなります。

黒沼先生（黒沼後掲5頁）は、無過失責任とした理由は、恐らく、発行市場における発行会社の責任（18条）が無過失責任とされていることと平仄を合わせるためであると思われるが、無過失責任は損害額の推定規定の必要条件ではないことに注意すべきであるとして、昭和28年改正前の証券取引法は、有価証券届出書の虚偽記載について、発行者に無過失責任を負わせるとともに、それ以外の関係者、役員等に過失責任を負わせていたが、損害額の法定規定（現行19条）は、会社以外の関係者の過失責任にも適用されていたことを指摘されます。

一方、改正時には簡単な説明しかなかったのですが、その後いろいろところで議論が進展する過程で、無過失責任化に踏み切った背景には、以下のような事情があったことが当時の立案担当者から示されています（岩原ほか後掲11回78頁以下（三井秀範発言））。

第一に、過失責任にして立証責任を転換するという方式をとった場合、例えば、専門家である公認会計士でも発見し得なかったのだから過失はないとの判定がされるなど、無過失の立証が容易に成立するという懸念があった。

第二に、流通市場での不実開示の際の被害者救済のための現実的かつ有効な方策として、役員等に対するよりも発行会社に対する責任を重視し、これを発行開示の場合と同様に無過失責任として整理した。ただし、流通市場の不実開示では、発行市場のそれと比べて、発行会社の負担する賠償額が過大となる可能性が高いが、過失責任にしても賠償額を妥当な金額の範囲に抑えることができるわけではないので、とりあえず無過失責任とした上で、金商法21条の2第4項と第5項で、妥当な金額まで賠償額を減額できるような規定を設けたと言われています。

これは要するに、発行会社を被害者救済のための第一次的責任主体と位置付け、賠償金を確実に支払わせるようにするために、無過失責任にしたということです。しかし、近時の裁判例に見られるように、不法行為責任（過失責任）として発行会社の責任を追及する事例においても、責任肯定事例が増えています。これは、証券取引関係（金商法であれ、民法709条であれ）に精通する弁護士が増えたことや、虚偽記載等の摘発事件等が相次ぎ、虚偽記載の事実の発見が容易な事例が相次いだことなどの原因が考えられますが、いずれにしても、無過失責任としなければ、このような状況が生じなかったというわけでは



ないと思われます。

なお、それとは別の観点から、発行会社と投資者の双方が注意を尽くしている場合に虚偽記載が生じて投資者に損害が生じたという場合は、その損害の公平な分担のためには、虚偽記載等を行った発行会社側が責任を負うのが合理的であるという見解も述べられています（平成22年5月22日大証金商法研究会報告21頁（前田雅弘発言））。

ただ、流通市場の不実開示に関する発行会社の民事責任が無過失責任であることは、諸外国の例と比較しても、極めて特異であると思います。

アメリカでは、発行開示における虚偽記載等の発行会社の責任（証券法11条）は無過失責任ですが、流通市場の不実開示に関する取引所法18条では、発行会社を含めて同条の責任主体は、誠実に行動しかつ当該記載が虚偽また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旨の立証により責任を免れるとしています。また、流通市場の不実開示の責任追及は、取引所法18条ではなく、規則10b-5に基づいて行われることが主流になっていますが、規則10b-5により責任が肯定されるためには、被告（発行会社を含む）に欺罔の意図（scienter）が存在することが要求されます。つまり、責任の性格も要件も、発行開示と流通開示では相当に異なっているということです。

イギリスの現行法は、発行市場と流通市場のいずれについても、不実開示に関する発行会社の責任を定めています。金融サービス市場法90条は、発行開示において、虚偽記載のある上場明細書（listing particulars）につき、当該上場明細書に責任を有するいかなる者も、明細書の適用を受ける証券を取得した者で、かつ明細書の虚偽記載により損害を被った者に対し賠償責任を負うとしています。

責任主体である「上場明細書に責任を有する者(the persons responsible for listing particulars)」の中には、当該明細書が関係する証券の発行者が含まれています（同法79条3項、Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001 (SI 2001/2956) 6条1項(a)）。ただし、「上場明細書に責任を有する者」が、明細書が真実であり、誤解を与えるものでないと合理的に信じていた場合は、責任を負わないとされています（金融サービス市場法schedule10 1条2項）。

継続開示について、金融サービス市場法90A条（2006年11月施行）は、有価証券の発行者は、年次財務報告（annual financial reports）、半期財務報告（half-yearly financial reports）、中間経営報告（interim management statements）の虚偽記載により損害を受けた当該証券の取得者に対し賠償する責任を負う旨を定めています。

ただし、同条4項は、発行者は、当該書類の公表に関する業務執行を行った者が、当該書類の記載事項が虚偽でありもしくは誤解を与えるものであることを知り、またはその事項が虚偽もしくは誤解を与えるものであることについて reckless（未必の故意または認識ある過失による無視）である場合に限り責任を負うとしています。

このように、イギリスでは、発行市場での責任は過失責任、流通市場での責任は、大ざっぱに言えば、悪意・重過失の場合の責任と整理することができます。

ジュリストの金商法セミナー（岩原ほか後掲第11回86頁（神作裕之発言））によりますと、ドイツでも、不実開示に関して、発行会社は、重過失がないことを立証すれば、責任を負わないことが紹介されています。

そうしますと、我が国でも、立法論として、金商法21条の2の責任を立証責任の転換された過失責任にすることが検討されてもよいかと思われます。

#### IV. 発行会社の役員の責任——会社法429条2項の責任との対比

##### 1. 会社法429条2項1号の責任

会社法429条2項1号は、取締役または執行役が、株式、新株予約権、社債もしくは新株予約権付社債を引き受ける者の募集をする際に通知しなければならない重要な事項について虚偽の通知をし、もしくは当該募集のための当該株式会社の事業その他の事項に関する説明に用いた資料に虚偽の記載・記録をした場合（1号イ）、または、計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書並びに臨時計算書類に記載・記録すべき重要な事項についての虚偽の記載・記録をした場合（1号ロ、これについては会計参与も含む。同号ハ、ニは省略）、当該取締役・執行役は、これにより第三者が被った損害を賠償する責任を負うと規定しています。ただし、取締役・執行役が、当該行為（虚偽の通知・記載・記録）をするについて注意を怠らなかつたことを証明したときは、責任を免れます。

この規定は、会社法429条1項の責任と比べて、軽過失でも責任を負い、かつ過失の立証責任が転換されている点で、取締役等の責任の強化が図られています。金商法における開示書類の虚偽記載に関する民事責任と同じく、法定の情報開示の重要性、及びそれが虚偽の場合の危険性を考慮したものです。そのため、会社法429条2項の解釈については、金商法の不実開示に関する民事責任規定に参考とすべき点が多いと言われています。

会社法429条2項の責任は、昭和25年商法改正時に追加されました。改正時の同規定には主観的要件に関する定めがなかったので、不実開示の責任は無過失責任であるとす

る見解が多数説でしたが、証取法の不実開示に関する役員等の民事責任との対比から、これを立証責任の転換された過失責任とする見解も有力でした。昭和56年改正は、後者の見解を採用し、不実開示の取締役等の責任を過失責任とし、挙証責任を転換することを明らかにしました。

昭和56年改正前の同規定（旧商法266条ノ3）に関する裁判例には、同条の責任が無過失責任であることを意識したからか、同規定の適用対象を、実際に計算書類等を信頼して会社と取引をしたか、市場で株式や社債を購入した者に限るとするものがあります（京都地判昭和55年10月14日下民集32巻5～7号741頁，名古屋高判昭和58年7月1日判時1096号134頁。前者は企業要覧を，後者は会社四季報を，それぞれ見ただけでは保護されないとした）。しかし，計算書類等の開示書類は，さまざまな媒体を通して情報が広く流布される性質のものでありますから，直接書類を信頼した者のみに保護対象を限ることは適切ではありません。したがって，その後の裁判例では，直接計算書類を見るのではなく，それをもとに作成された興信所の調査報告書等の記載を信頼した者についても，会社法429条2項の適用対象にするようになりました（大阪高判昭和61年5月20日判時1206号125頁，横浜地判平成11年6月24日判時1716号144頁，大阪高判平成11年7月21日判時1698号142頁，東京地判平成17年6月27日判時1923号139頁）。

開示書類の性質から，当該書類そのものを信頼したのではない者に保護対象を拡大することは，計算書類等の虚偽記載と第三者の損害との因果関係を柔軟に認定することを意味します。これらのことから，会社法429条2項の責任規定と金商法上の不実開示の民事責任規定との類似性は強くなったと言えます。ただし，会社法429条2項は，市場で取引され得る有価証券の取得だけを対象とするものではなく，実際に同項が問題となる裁判例には，虚偽記載により会社と取引関係に入った第三者に対する役員の実責任を扱うものが多いです。

## 2. 責任主体

金商法21条，22条及び24条の4において虚偽記載等について責任を負うのは，虚偽記載等のある有価証券届出書，目論見書，有価証券報告書の提出（目論見書の場合には作成）時における役員です。役員とは，取締役，会計参与，監査役，執行役またはこれらに準ずる者であり（金商法21条1項1号。「準ずる者」には書類提出直前まで取締役の

地位にあった者などが含まれると考えられる)、当該虚偽記載等にどのように関与したかは問いません。これは、責任主体を広くしておくことにより、被害者の救済を厚くすること、そして多くの関係者が虚偽記載等をなくすように注意を尽くすことにより、開示が適正に行われるのを確保することをねらっています(龍田節『新版注釈会社法(6)』345頁)。

一方、会社法429条2項の責任主体は、虚偽の通知または虚偽の記載・記録を行った取締役・執行役です。平成17年改正前商法(旧商法)では、虚偽記載等のある計算書類について取締役会の決議がある場合に、決議に賛成した取締役は当該行為をしたものとみなすという規定がありました(旧商法266条ノ3第3項、266条2項)。そのため、計算書類の作成に直接関与していなくても、取締役会決議に賛成した取締役は、行為者として責任主体となりました。しかし、会社法は、みなし行為者規定を削除したので、現在、会社法429条2項1号の責任主体は、書類の虚偽記載等を実行した取締役・執行役のみとなります。

計算書類について言えば、通常は、代表取締役及び計算書類作成に関する業務を担当する取締役が、虚偽記載の実行行為者となります。実行行為者以外の取締役には会社法429条2項の適用はないので、第三者がそれらの取締役の責任を追及するには、会社法429条1項によらなければなりません。その場合は、取締役の会社に対する監視義務違反となるわけですが、任務懈怠とそれについての悪意重過失を第三者が証明しなければなりません。

このように、会社法制定により、金商法と会社法429条2項では、責任主体の範囲に大きな違いが生じました。金商法の責任規制の対象とならない投資者、例えば金商法は証券を「取得」した者しか対象としないので、いわゆる逆粉飾により証券を手放した者については、不法行為責任のほか、会社法429条2項による保護が期待されるのですが、会社法429条2項の責任主体の範囲は、金商法に比べてかなり狭いこととなります。

### 3. 過失(注意)の対象

開示書類の虚偽記載等がある場合の役員の実行責任は、金商法21条、22条及び24条の4でも、会社法429条2項でも、立証責任が転換された過失責任です。では、具体的に役員は、責任を免れるためには、何について注意を怠らなかつたこと(相当の注意をしたこと)を証明しなければならないのでしょうか。

金商法 21 条 2 項 1 号の規定は、22 条 2 項で準用され、また 22 条の規定が 24 条の 4 で準用されているから、これら金商法における不実開示責任規定において役員が自己の主観的容態について証明すべきことは、いずれも、虚偽記載等「を知らず、かつ、相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと」です。役員が相当の注意をしたかどうかは、各人の地位・職責に応じて判断されます。

役員は、虚偽記載等を知っていた場合、あるいは相当の注意をすれば知ることができた場合は、たとえ虚偽記載等の是正のために担当業務を執行する取締役に一生懸命働きかけた（監視義務を果たした）としても、それを証明して責任を免れることはできません。したがって、提出される有価証券報告書に虚偽記載等があることを知っている者は、提出前に役員を辞任するか、自ら虚偽記載を公表するなどの対応をしないと、責任を負うことになります。これは、金商法の規定が、虚偽記載等と投資者の損害との間の因果関係だけを問題にし、役員の監視・監督義務の不履行と損害との因果関係を問題にしていないことの帰結であります。

一方、会社法 429 条 2 項では、取締役等は、「当該行為をすることについて注意を怠らなかつたこと」を証明することにより責任を免れます。例えば、計算書類作成に係る職務を行う取締役が複数いる場合に、下位の取締役が虚偽記載に気づき、上位の取締役にその是正をさせるために相当の措置を講じたにもかかわらず、計算書類の開示を阻止できなかった場合、その者は、計算書類の虚偽記載を知っていたけれども、行為をするについて注意を怠らなかつたとして、責任を免れる可能性はあるのではないかと思います。

金商法 21 条等の下で役員が責任を免れるためには、役員が実際に注意を尽くしたことが必要です。相当な注意を尽くさなかつた者が、もし注意を尽くしたとしても虚偽記載等を知ることができなかつたことを証明しても、免責されません。これは、開示書類の作成につき、役員には実際に注意を尽くさせることにより記載の正確性を確保するという立法趣旨によるものであり、また因果関係は、虚偽記載等と損害の間で問題になるのであって、役員の注意義務との間で問題になるのではないからです。

西武鉄道事件に関する上述の東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 10 頁は、取締役が「相当な注意を用いたとしても当該虚偽記載を知ることができなかつたものとして、免責事由の存在を認めるのが相当である」と判示しましたが、それが実際に注意を尽くしていないことを前提にするのであれば疑問です（岸田監修後掲 282 頁（加藤））。この事案は、西武鉄道事件の虚偽記載の原因（名義株を使ってコクドが保有する西武鉄道

株式を過小にみせかけること)を当該取締役には伝えないように当時の社長から担当者が指示されていたこともあって、当該取締役はそれを知らなかったというものですが、この場合、何をもって注意を尽くしたと言えるのか。言い換えれば、注意を尽くしたが知ることができなかつた場合と、注意を尽くしても知ることができなかつた場合の間に明確に線を引けるのかは、よくわからないところです。

会社法429条1項の責任が追及される場合には、注意を尽くしても結果が変わらなかつたと言える場合に役員が責任を負わないとされるケースが見受けられます。それは、任務懈怠と損害の間の因果関係が問題になるからです。会社法429条2項1号の責任は、虚偽通知・虚偽記載行為と損害との因果関係が問題となるのであって、役員の注意義務違反と損害の因果関係が問題となるのではないから、金商法と同じく、実際に注意を尽くしていない役員が、注意を尽くしても虚偽記載行為を阻止できなかつたことを証明しても、免責されないと解されます(龍田前掲320頁)。

金商法上の不実開示に関する役員の責任は、主体の範囲が広く、また虚偽記載等を知っていれば(または知らないことに過失があれば)、それだけで主観的要件を満たしてしまうこととなります。その意味で、金商法の責任はより厳しいこととなります。そのため、役員については、19条1項や21条の2第2項のような因果関係と損害額の推定規定を設けなかつたのだという見方も可能かと考えられます。

#### 4. 責任の法的性質, 時効

金商法における不実開示の民事責任に関する諸規定は、不法行為の特則と言われていまして、明文規定がない限り、時効は民法724条によることとなります。

一方、会社法429条の規定の法的性質は、第三者保護のための法定責任であると解するのが通説・判例です。そのため、同条の責任の消滅時効は、民法167条1項により10年となります。そうすると、会社の責任が3年(民法724条)で消滅するのに、取締役の責任だけが存続することもあり得ますが、これはバランスを欠くのではないかとされています。同じように、金商法の規定間でも会社と役員の消滅時効は違っていて、会社のほうが短いわけです(金商法20条, 21条の3)。

もっとも、虚偽記載等による責任は、発行会社からの求償により最終的には役員が負担すべきであるとすれば、役員責任の消滅時効のほうが長いことは、必ずしもアンバランスとは言えないのではないかと思います。

時間が超過しましたが、私の報告は以上です。よろしくご指導のほどをお願い申し上げます。

#### 参考文献

谷川久「民事責任」ルイ・ロス＝矢澤監修『アメリカと日本の証券取引法下巻』

神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号619頁

岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー（第11回）」ジュリスト1397号70頁

同「金融商品取引法セミナー（第14回）」ジュリスト1406号118頁

岸田雅雄監修「注釈金融商品取引法第1巻」17条～22条（加藤貴仁），24条の4  
（志谷匡史）

黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号4頁

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」商事法務1705号  
44頁

~~~~~

【討 論】

○森田 以上で網羅的に現状の法的構造を明らかにしていただきましたが、続いて西武鉄道事件についてやりますので、できればそれ以外のことについてご議論いただけたらありがたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

発行会社について過失を問題とすることができるか

○齊藤 流通市場における発行会社の責任について、北村先生は過失責任にすべきではないかと、無過失責任の是非について論じられたと思うのですが、発行会社である法人の過失責任をどのように考えるかについては、いろいろ難しいところがあるのではないかと。法人の不法行為責任をどのように見るかについてはさまざまな議論があらうかと思っています。

普通は、代表者が行ったら、それが法人の責任を負うというところから出発して、従業員だったら使用者責任が問題になるという形で、法人の不法行為責任は問題となり得ます。ただ、現代企業においては、個人の誰に過失があったということを問題にしていると責任の追及が困難になるので、法人は709条で直接的に負うことも認めるという

ような議論の展開になっていると思います。しかし、証券取引法の世界では、余りそういうところの議論をせずに、必要論から発行会社に責任を負わせるべきだという議論が展開されているのが気になりまして、それでいいのかなと。

過失責任にするという方向性については、私も基本的には賛成ですが、どのような理論的な根拠で、つまり役員が責任を負うときに法人もあわせて負うというような構成にするのか、別の責任として構成するのかについて議論する余地があるのではないかと思います。

○北村 不法行為に基づいて発行会社の責任を追及する事例を見ますと、会社法350条を用いるのもあれば、直接民法709条を会社に対して適用しているものもあります。直接民法709条を適用する場合の主観的要件についてはまだ十分分析していませんけれども、民法理論の中では、法人の不法行為責任を認めるものがあります。

ただ、発行会社の責任を過失責任にする場合で、立証責任を転換することになると、会社側で何を証明すればいいのかが問題となります。例えば報告の中で挙げましたイギリスの例では、発行会社が業務執行者に悪意・重過失がないことを証明すれば責任を負わないことになっています。これが一つの参考になりますが、いずれにしても、何を証明すれば会社の過失の有無を証明したことになるのかということもあわせて検討しなければなりません。

○河本 その問題は、この前の石田さんの報告のときにも出た問題ですが、法人に過失責任を負わせるということを考えた場合に、もともと法人そのものは意識も何も持っていないのに、過失だとか、あることを知らなかったとかということとはあり得ないので、一体それは何を証明したらいいのか。

今おっしゃったように、代表者に故意・過失があったことが、すなわち法人に故意・過失があったことになるのだという、会社から賠償金をとるのが、非常に面倒であったが、金商法21条の2ができてから、これを使って会社の責任を追及するのが非常に楽になったと、この種の事件を扱った弁護士は言ってましたね。とにかく、会社が虚偽記載をやったとさえ言えばいいんですよ。誰がどうしたとかいうことは一切言う必要はない。それが、この21条の2ができたことの最大のメリットではないか。つまり、会社に金さえあれば、これでやれば非常に楽だと言ってましたね。

21条の2の適用については、無過失責任だといっているのだけれども、法人自体について故意とか過失ということは、もともとあり得ないと思うのです。法人の責任を問

う以上は、その会社がやったかどうかということだけです。だから、法人の無過失というように言う必要があるのか。法人に責任を負わす以上は、とにかく原告としては被告である会社がこういうことをしたということだけをいえばよいのではないか。例えば、ライブドア株式機関投資家訴訟事件で、原告は、金商法21条の2によってライブドアホールディングスを被告にして、損害賠償を請求したが、そこでは、専ら被告であるライブドアが有価証券報告書に虚偽記載したと認定しているのですね。

○森田 金商法の21条の2はそういう構造ですね。会社法一般は350条がありますから……。

○洲崎 私も、最初に齊藤さんが言われたところに共感を覚えます。要するに、21条の2ができる前の民法と会社法の規定では何が足りなかったのか。例えば、従業員が自分のやった何らかのミスを隠すために、不実記載になるような経理処理をしたという場合でも、民法715条で会社は責任を負いますね。民法715条1項但書きの免責規定がありますが、これは実際にはほとんどはたらくことはないので、従業員の行為については、別に金商法21条の2でなくても、責任を認めることは可能です。ただ、因果関係と損害額の推定に関しては、21条の2ができたことは大きいと思います。

他方、代表取締役については会社法350条があつて、これは免責のルールはありません。しかし、代表権のない、しかし従業員でもない経理担当の取締役がおかしなことをして、不実記載が行われたというときに会社がどのように責任を負うのかについては、直接的な規定はないような気がします。そのところを何か手当てをして、かつ、選任と監督のところでミスがなければ免責されるという民法715条1項但書きのような規定を置けば、21条の2のような無過失責任の規定をつくらなくても、雇用関係のある者がおかしなことをした、あるいは会社と委任関係にある者がおかしなことをして、それが不実記載になったという場合に、会社が責任を負うという結論を導くことはできたのではないかという気がします。

○森田 ただ、私はこのことについては別な考え方がありまして、無過失というよりかは、アメリカの場合だったら、やはり10b-5なのですよね。そうすると、意図的な虚偽の場合は責任がある。そうでないと、会社の日常的な活動の中で例えば合併の合意について、臨時報告書での提出要件が厳しくなっています。昔は骨子の合意ができれば提出していたけれども、今はそういう骨子の合意までいかなくても開示せよということになっている。臨時報告書も規制対象になっていると、合併にならなかったという結果が

起こると、虚偽開示だとなりかねない。

そういう意味では、アメリカ的に考えるならば、ご指摘のように、会社としては「過失はございません」という言い方もあるだろうし、「意図的にだます気は全くないことでした」という言い方を認めてあげないと、こんな推定規定でどんどん責任をとりなさいというのはおかしいのではないかと、私は思っています。こう言うと、関係方面の方々は怒っておられるみたいですが。

○森本 森田先生のような政策論もあると思います。現行法は無過失責任だけれども、過失責任のほうがベターであるとして過失責任とした場合において、どういうルールで過失を認定するのか明確にしておかないと、かえって混乱を生ぜしめるだけではないかというのは、そのとおりだと思います。

その関係で、くだらないことなのでしょうが、350条は「代表取締役その他の代表者」と規定していますね。そして、一部において、業務執行取締役にもこの規定を類推適用すべきだと主張されています。だから、715条で手当てをしていない人については基本的に350条でいくぞという解釈論を採用すれば、取締役サイドについては350条、従業員については715条でいくと割り切ることになるのでしょう。

そして、過失がなくて虚偽表示が行われるというものの典型例は、例えば税法上の解釈をめぐってひっくり返される場合がありますね。しかし、過失がなかったけれども客観的に虚偽表示になります。無過失責任の場合でも、期待可能性がないとか、そういう違法性なり責任を阻却するということは不可能ではありません。そういう意味で、私も、法人における無過失責任と過失責任の詰めをしないといけないけれども、それは難しいのかなと。

裁判所が法人についてこのような責任を追及するときの、先ほど洲崎さんの言われた選任・監督については、ある程度具体的に考えて選任・監督に過失がなかったというように形で認定する可能性は十分あるのではないのでしょうか。それから、先ほどの最高裁の日本システム技術事件でも、原告が715条を言わなかったから会社に責任はなかったということになるのかもわからないけれども、やはりそこら辺はちょっと躊躇することもあるので、実務上は無過失責任と過失責任がどのように違うのかと思うけれども、理論上は、法人の過失って何という禅問答をもう一回しなければいけないのではないかと思います。極端な場合は、無過失責任であったところで、責任阻却、違法性が言えるはずなのでですね。

会社法350条と429条2項の関係

○近藤 会社法の350条と429条2項との関係ですけれども、429条2項で責任が認められる場合に、当然350条で会社も責任を負うということには必ずしもなっていないのではないかと思います。これはつまり、会社法と金商法ではちょっと発想が違うのであって、会社法の観点からすると、取締役等について429条2項の責任が認められる場合であっても、当然には会社は責任を負わないという考え方がとられていると思うのです。

この点から考えますと、4ページで書かれているイギリス法は、当初は発行会社の責任を負わないとされていたのが現在は変わっているということをご指摘されたわけですが、この当初のイギリス法というのは、会社法なのでしょうか、それとも金商法に該当する法律なのでしょうか。

○北村 当初のイギリス法を実際に調べたわけではありませんが、参考文献で挙げました谷川先生の論文では、「イギリス会社法」となっておりました。

○近藤 したがって、イギリス法は、会社法のときは、会社は責任を負わなかった、しかし金商法の問題になって会社法の責任が認められるようになったと理解していますが、それでよろしいでしょうか。

○北村 そうですね。さらに、流通市場における開示につきましては、金融サービス市場法90条の次に90A条が追加されました。これは、EUの透明性指令を国内法化するに際し規定されたようで、徐々にヨーロッパとか、グローバルなスタンダードになっていったということです。

会社法350条の「代表者」の範囲

○行澤 今、森本先生のおっしゃった350条を代表権がない業務執行取締役にも類推適用するという見解についてですが……

○森本 いや、そういうのが一般的ではないかということです。

○行澤 私の理解は、代表者の行為の効果は本来法人に帰すべきだけれども、法人が不法行為を行う権利能力などは観念できないので、こういう規定の手当てが要るということです。それが会社法350条の趣旨だとすると、350条を代表権のない者に類推適用するには、やや飛躍があると思うのですけれども、その辺はどのように考えるので

しょうか。ちょっと本質から外れるとは思うのですけれど。

○森本 その説を私が積極的に主張しているわけではありませんが、現在強く反対するつもりもありません。もっとも、おっしゃるように、会社法は、代表取締役と業務担当取締役を明確に区別しており、業務担当取締役は代表取締役の指揮命令というか、監督を受けることが前提となっていますので、民法 715 条問題とする方がしっくりいくのではないかという感想は持っています。ともかく、以前は、これは民法 44 条を準用していたのですね。それで民法 44 条は、「理事」としていたのですね。この 350 条も、取締役会制度を前提としていません。ただ、「代表者」としているからややこしいのですが、発生史的には、理事という機関、業務執行を行う機関がやったことということで、代表権について決定的意味はないと解することができれば、類推の基礎があるのでしょうか。

発行会社の責任を無過失責任とすることの弊害

○森田 それで、結局のところはどうしたらいいのですかね、(笑) 議論の論点はわかったけれども。

○森本 先ほど河本先生が言われましたように、無過失責任を理由とする大きな弊害があるかどうかの問題だと思うのですね。そこで大きな弊害があるとしたら、過失責任なり何なりにしなければいけない

けれども、以前よりも結果オーライということなら、理論上の問題はともかく、いいのではないかということになるのかなと思います。だから、実害があったのか、あるのか、あるいは十分に想定される実害があるのかということが、改正を提案される方には説明していただく必要があるのではないかと思います。

○河本 そのおっしゃった実害というのは、結局、ほかの株主が自分の財産の一部を移転しなければならないということですが、原告側の弁護士が言っていたのでは、たとえばK社あたりはしこたまもうけておるんですと。(笑) ああいう状態で上場しておいて、社債を発行したり何かしてどっさり持って帰っておるので、その分け前がほかの株主まで及んでるのですと言っていましたね。

○森田 だから法的には、発行会社は継続開示のディスクロージャーの義務を負っていますが、そのときに発行開示と同じようなケアフルな状態でなければいけないのかどうかという根本的な問題があると思っています。

発行会社の無過失責任と発行会社の利益

○龍田 不法行為の責任について、加害者が利益を得たかどうかというようなことをなぜ問題にしなければならないのでしょうか。

報償責任を問題にするときには、人を使って利益を挙げているのだから、そこへ責任を持っていけというようなことを言いますが、ここは別にそういうシチュエーションではないでしょう。なぜ加害者が利益を得たかどうかというようなことを問題にする必要があるのかというのが、そもそも疑問ですね。

○北村 報告レジュメのⅢでは3と4に問題を分けました。3は、流通市場の不実開示につき発行会社に責任を負わせるべきかを扱い、その責任を無過失責任にすることを4で扱いました。4で、無過失責任にすることの理由として原状回復という話が出てきたわけであり、不法行為責任にプラスして金商法で発行会社の責任を定めるという局面では、発行会社が利益を得たかどうかは関係ないと思います。

○龍田 谷川久さんは、そもそも発行会社に責任を負わせるべきではないというご意見でしたね。

○河本 不法行為をしたのは会社じゃないんですね。不法行為をしたのは個人である代表者ですね。それなのに、不法行為をしていない者、つまりほかの株主の財産をこっちへ移すことになる。だから、普通の不法行為を行った者の財産を取上げるのと違うんですね。

○龍田 だれを行為主体と見るかという問題だと思いますね。刑事責任を問うときには、今でも、明文規定がない限り、法人に刑事責任を認めるべきでないというのが恐らく定説ではないかと思います。しかし、金融市場、資本市場で活動する主体の責任を問題にするときに、同じように考えるべきではないように私は思うのですが。

○河本 取引所がおかしなことをした上場会社の上場を廃止して、それで損害を被るのは株主だということと似ているのですね。だから、制裁の対象が違っているのだというような話なんです。(笑)

○森田 そういう話になってきますよね。

役員に関する金商法と会社法429条2項の悪意・過失の内容の違い

○前田 役員責任は過失責任とされていて、ご報告のⅣの3でご指摘のように、過失

責任とはいいいましても、虚偽記載であることを知っており、あるいは知ることができたというのであれば、幾ら是正措置をとろうと尽力していても、責任があるということになってしまうのですね。確かに、現行法の文言を見ますとこういう結論にならざるを得ないと思うのですけれども、本来は、虚偽記載を知れば、提出前に辞任をするのではなくて、是正措置をとるのが望ましいはずであって、適正な是正措置をとるインセンティブを役員に与えようと思えば、むしろ会社法429条2項型の過失概念にするのがいいように思います。ここは立法論としては特に問題とはされてこなかったのか、あるいは北村先生は、規制のあり方として特に問題があるというようにお考えでないのかについて、ご意見をいただけるでしょうか。

○北村　　どういう立法論があったかは把握しておりませんが、ここで言われている金商法の規定は、役員を厳しくすることによって虚偽記載をなくす、それによって投資者を保護するということが立法趣旨だから、役員は虚偽記載等を知っていたらそれで責任を負うというルールになっていると説明されています。しかし、確かに前田先生がおっしゃるように、知っていたらそれでアウトということになってしまうことが果たして立法の趣旨に沿っているのかというと、疑問がないことはないですね。

会社法429条2項における虚偽記載等の行為をした取締役の意味

○森本　　15ページの最後のところは、例えば代表取締役と財務担当の専務クラスの人と一緒に計算書類等をつくろうとしたけれども、社長と専務の意見が対立して、そういう場合、実務上は合意が成立するのでしょうか、専務が絶対だめだと言ったにもかかわらず、社長が押し切ったというような設例ですね。

○北村　　はい。

○森本　　そういう場合には、429条2項2号の解釈論としては、社長が作成した行為者であって、専務は最後で外れたので作成者ではないと解釈するのが穏当ではないでしょうか。北村さんは両方ともが2号責任を負うと理解されたけれども、ここまで極限状態になると、社長だけでいいのではないかと思うのですがいかがでしょうか。

○北村　　ご指摘の箇所の考えに至ったのは次のような発想に基づきます。会社法429条2項は、行為者の責任を定めており、会社内の業務執行の分担上計算書類の作成を担当する業務執行取締役がいる。その者が計算書類を作成し、代表取締役はほとんどタッチしないでそれが提出された場合に、作成の行為者はだれかと言われたら、代表取締役

が提出するのだから代表取締役が行為者で、それに加えて作成担当の業務執行者も行為者だと、つまり行為者は2人いると考えるべきであろうということです。もっとも、実際に計算書類の作成に携わった取締役が2人いて、1人が虚偽記載があるから提出に反対し、1人がそれでも提出するとなった場合には、2人が作成担当だけれども、虚偽の計算書類を作成したのは提出を進めたほうだという解釈をしたほうが穏当であると、今の先生のお話を聞いて思うようになりました。

会社法429条2項の「行為者」以外の取締役の義務

○森本 次に、429条2項は、行為者、具体的には原則として代表取締役が問題となるのであって、あとの人たちは、一般論としては監視義務違反が問われることとなります。だから、それなりに監視義務を尽くしておれば責任はないということです。計算書類については、承認決議に反対しておけばそれで義務は尽くしたということになるわけですかね。

○北村 ただ反対しただけでよいと言い切ってよいのでしょうか。もっと積極的に何か行動を起こすべきではないかという考え方もあり得ると思います。

○森本 では、具体的に何をせよということですか。

○北村 例えば、監査役に調査権を行使せよとか差止めを求めよといったことを働きかけることが考えられます。

○森本 取締役が監査役を職務執行の監視義務はないように思うのですが。

○北村 監査役を監視するのではなく、監査役が持っている権限を行使するように働きかけることもありえると思うのですが。

○森本 少なくとも取締役会の一員としては、虚偽記載の事実を明らかにして、このような計算書類や附属明細書は承認できませんという必要はありますが、それ以上のことを要求するというのは、反対するだけでなく、自分の反対にもかかわらず承認された計算書類は違法ですよということを公表しないと責任を負うのですか。

○森田 反対の異議をとどめないといけないのかということですね。

○森本 いや、異議はとどめますよ、もちろん。

○森田 とどめないで、反対ですと意見を言っているだけではいけないのですか。

○森本 承認議決のときに否を入れなければならないことは当然でしょう。さらに、それ以上のことを会社法は期待しているのかということです。それとの関連で、金商法に

においては何が具体的に考えられているのかということです。

さらに、直接取締役会の審議対象でない代表取締役の専決できるような事項についておかしなことに気がついたら、取締役としてはどのようにしなければいけないかということも、最近の事象に配慮するとき、問題となるように思われます。非常に難しいのですが、そこら辺のところを実務的に運用できる形で明確にする必要があるように思われます。そして、もちろん金商法の立場が妥当だとすると、会社法上もどんどん厳しくする必要があるのでしょうかけれども、いよいよ社外取締役のなり手がなくなるなあという……。

○森田　ただ、おっしゃっているのはわかった段階ですか。わからんままが普通は多いですよ。

○森本　おかしいというのがわかった場合ですね。自分はおかしいと思ったと。

○森田　わかってしまったら、善管注意義務ではしなければならんことが増えますよね。

○森本　計算書類に限定すると、反対しますね、それ以上のことは何をしなければならないのかと。

○森田　社外取締役の場合は、それ以上することはないですね。

○松尾　それを知ったときに、辞任するしかないのか、公表するしかないのかという話なのですけれども、知った段階で会計監査人に言えば、適正意見は本来書かないはずで、それは十分な抑止力となって、計算書類の提出を止められると思うのですね。そういう意味では、辞任か公表しかないということでもないですし、反対したけれども突っ走ろうとしているというときにできること、かつ抑止力のある実効性のあることという、会計監査人への報告ということになるのかなと思います。

○河本　辞任したって、提出時の取締役と書いてあるのだから、提出する前に辞任せんといかん。(笑) この21条の1項1号の規定ではね、これは危なくてなれませんわ、取締役なんかに。それで、調査して粉飾があることを知ったらどうするばよいのかと私も考えたけれども、とにかく、これはもう金融庁に駆け込むと。(笑)

○森田　それは守秘義務違反とか言われて……。 (笑)

○河本　そう。考えたら本当にえらい法律だよ、これ。

○森田　だから、21条の2で、先生のクライアントは被告側でしょう、大抵。それが堪忍してくれと言うてませんか、これで。(笑)

みなし行為者規定の削除と会社法429条2項の責任主体

- 岸田 429条2項の「代表取締役及び計算書類作成に関する業務を担当する取締役」というふうに限定されるとおっしゃっていますが、具体的には、例えば特定取締役とか、経理担当取締役とか、そういうことなのでしょうか。つまり、462条の剰余金については非常に細かい規定があって、会社計算規則の159条、これは責任のことは全部書いていますよね。ところが、この429条の取締役というのは別にそういうことは限定していない。にもかかわらず、特定取締役とか経理担当取締役だけかのようになら先生はおっしゃったのですけれども、その根拠はないのではないですか。
- 北村 私は、会社法429条2項の取締役となる者を細かく限定する意図はありませんでしたが、行為者でないと同項の責任を負わないわけですね。
- 岸田 ただ、462条の剰余金の違法配当については、細かくだれがどうだと書いていますね。そこで特定されて、会社計算規則の159条でだれがどうだと書いていますけれども、429条はそういうことは全然書いていない。だから、おっしゃったのは、旧商法でみなし規定を削除したから、当然に全部限定した取締役だけ、代表取締役とか特定取締役だけというふうに読めるわけです。
- 北村 会社法462条1項の「職務を行った業務執行者」ですけれども、こちらは配当についての職務を行った者ですね。それは細かく規定されているのですが、429条2項の責任主体は、計算書類を作成した者です。ですから、必ずしも462条1項に含まれるものが429条2項に含まれるという関係にはなりませんね。実際には同じような人がそれをするかもしれませんけれども。
- 岸田 例えば特定取締役ってありますよね、そういう人限られているという意味でおっしゃっているのですか。取締役を決めるわけですから、特定取締役に限らないのか、あるいは経理担当取締役とか、そういうことなんですか、おっしゃっているのは。
- 森本 それが会社法で変わったところではないですか。17年改正前の商法でも、行為者について同じようになっていたのですが、266条の3第2項で取締役会で承認を得た場合には、賛成した者は行為者とみなすとあるから責任主体が広がっていたのであって、そのみなし規定がなくなったら、行為者だけに狭まったということで、原則に戻っただけですね。それはこの文言からそう導かれるということで。
- 岸田 削除されたということはわかるのですが、だから当然にそういうふうになるのかということをお伺いしているわけです。

- 北村　　みなし行為者規定がなくなったということは、実際の行為者しか責任を負わないということではないでしょうか。
- 岸田　　じゃ、具体的に、経理担当取締役とか、特定取締役とか、そういうことをおっしゃっているのですか。
- 北村　　基本的にはそういう人を念頭に置いています。
- 岸田　　特定取締役はちゃんと名前を書くわけですから、わかりますよね、当然に。そういうことになっているのですか。
- 北村　　そういうことです。先生のお考えでは、取締役会で承認すれば、取締役会で賛成した人は作成に関与した者として責任を負うのだと、そういうことになるのでしょうか。そこは会社法で変わったのではないですか。
- 岸田　　だから、462条のほうは具体的に特定していますよね。429条の場合は、別にそういうことは、法律には規定はないですね。おっしゃったような解釈が、前の法律ではこうだったからそうなる、そういうふうにおっしゃっているわけでしょう、根拠としては。
- 北村　　そうです。
- 岸田　　そういうふうには当然にいくのかというふうに思っているわけです。
- 北村　　規定が変わった以上、そのように解釈してよいと思っています。

会社法429条2項の責任と第三者の範囲・因果関係

- 行澤　　14ページ掲載の判例では会社四季報は保護されないということでしたが、その後の大阪高判昭和61年から東京地判平成17年までにおいて、適用対象にするようになったというふうに評価されているのは、必ずしも、そもそも責任追及はできなくはないと言っているだけなのか、それとも、お書きになっているように、適用対象になることによって、因果関係を柔軟に認定するというところまでをも述べているのかということについて、もう少し詳しく教えていただきたいのですが。
- 北村　　昭和56年商法改正前の裁判例では、計算書類を実際に見て信頼しないと、商法266条の3の不実開示の責任を負わないとされていましたが、おそらくその場合は同条でいう「第三者」にはならないと考えられていたと思います。それが多くの判例評釈で批判されまして、昭和56年改正後の商法が適用される裁判例では、計算書類の本体を見なくても、計算書類をもとにつくられた別の書類を信頼した場合でも、現在の会

社法429条2項の保護対象になるというように変わってきました。

○行澤　　ということで、途中の中間加工が増えれば増えるほど、因果関係の問題は立証が困難になってくるので、そこは別に因果関係を緩やかにしたという意味ではなくて、責任追及できる従来の解釈の幅、かせを要するに取っ払ったというだけのことなんですよ、これは。

○北村　　第三者の範囲を広げたのか、因果関係を柔軟にしたのか、どちらなのかということですが、これは説明の仕方だと思います。計算書類に虚偽記載があった、それが結局どのように第三者に伝わったかという話ですので、説明の仕方によっては因果関係の拡大と説明できますし、第三者の範囲を広げたと説明できます。私は、金商法では、有価証券報告書を直接見なくても、それによって形成された市場で取得すれば対象になるので、会社法429条2項も金商法に少し近くなったなという感想を持ちます。

○森田　　ということは、この規定では、fraud on the market はないのですか。うそをついたら、市場はみんな信頼して株価が動きますね。その株価で買ったら見てないね。でも、四季報か何かを見ないとあかんわけですか。

○北村　　会社法429条2項が何も書類を見ていない者まで保護対象にするのかという問題ですよ。昭和58年の名古屋高判では、会社四季報を見ただけではだめということだったのですが、もしその後の裁判例の傾向からして会社四季報を見ただけでも保護されるようになったのなら、第三者としては、会社四季報を見て株式を買ったという主張をしなければならないでしょうね。

○森田　　見なくても株価は動くでしょうに。fraud on the market はやっぱりあかんのですね。

○北村　　fraud on the market まではいかないけれど、そこに近寄ったということでしょう。

○龍田　　四季報を見たか、だれかの話を聞いたかで違くないでしょう。(笑)

○北村　　しかし何も見ずに取引をした者が、後で虚偽記載を見つけて役員の責任を追及することを認めてよいでしょうか。

○森田　　それはだけど、誠実な原告にしてみたら、買うときは見ていなかった、後から見たと、こうなるんじゃないですか。

○龍田　　相場に影響を与えているでしょう。それがなければこの責任は出てこないと思いますがね。根本はそこと違うのでしょうか、見たものが何であるかではなくて。

- 北村 そうすると、まさに fraud on the market になったということでしょうかね。
- 森田 だから、そこまでいったかどうかということですね。
- 北村 ただ、会社法の一般の教科書では、役員等は、計算書類に虚偽記載があったら常に429条2項の責任を負うという説明まではされていないと思うのですが。
- 龍田 それは、相場に影響しない虚偽記載だってあるでしょう。
- 北村 少なくとも虚偽記載行為と損害との因果関係は、原告が立証しますね。だから、そこで、なぜ信頼したのかという証明がやはり必要になるでしょうね。
- 龍田 それはツイッターがあるかもしれないし、いろんな方法があるのと違いますか。
- 松尾 名古屋高裁の判例は、取引した相手方が手形の割引きの相手方だったという事案でした。相場のあるものを取得して、その相場の下落で損失を被ったという事案ではなかったために、見た見ないということが問題になったのだと思います。相場のあるものを市場で取得して相場の下落により損失を被ったという事案であれば、市場に対する詐欺の考え方は429条でも十分可能ではないかと思うのですけれども。
- 北村 そのような場合に、虚偽記載と損害との因果関係の立証ができれば可能だと思います。ただ、これまでの裁判例は相場のない一般の取引行為に入った第三者を対象にしているので、教科書では、計算書類を見なくても会社四季報などを見ていれば足りるようになったという説明しかされていないということです。

損害額に関する規定の整合性

- 川口 虚偽記載があった場合の投資者の損害額の算定については、いわゆる取得自体損害説と高値取得による差額説のようなものがあると思いますが、その適用は、投資家それぞれによって違うと思うのですね。正確な情報を持っていたら買わなかっただろうという人もいるし、買うつもりだったけれど、高く買わされたという人もいるでしょう。ところが、条文では、発行市場における開示、すなわち、発行開示における虚偽記載については、発行者に無過失責任を負わせた上で、損害額については、取得自体損害説に近いようなものになっています。これに対して、流通市場における開示、すなわち、継続開示については、むしろ差額説に近いようなものをとっています。しかし、投資者の損害は、先のように、いろいろとあり得ると思うのです。そこで、この規定の間のバランスとといいますか、整合性といいますか、そういうものについてはどのようにお考えですか。

発行市場だけととって、原状回復をさせるというのが根本的な考え方なのですが、先ほどおっしゃったように、売出人についてはそんなものは当てはまらないわけですよね。金融商品取引法の全体的な規定のあり方として、やや整合性を欠くというふうなことではないでしょうか。その辺についてご意見があればお願いします。

○北村　　まず19条と21条の2第2項との関係ですが、確かに19条は取得自体損害説に親和的で、21条の2第2項は高値取得説に整合的ということができます。立法者の意図としては、発行市場では原状回復、流通市場では取得価格と本来の価格の差額が損害額の基礎となるという発想なのだろうという印象を持ちます。

ただし、21条の2が適用される場合であっても、2項が適用されるためには一定の要件が必要ですし、21条の2が適用される場合でも、2項ではなくて、1項の限度内で取得自体損害だという立証をしても一応構わないということになります。したがって、21条の2は、取得者の状況に合わせて損害額を立証できるという、その意味で柔軟な規定になっていますね。

ところが、19条1項は、損害額が固定されていまして、募集のときはいいけれども、売出しのときはこれでは説明がつかないのではないかとというのは、おっしゃるとおりです。報告の中で申し上げましたように、黒沼先生は、19条は、売出しのときは売出人の責任に関する規定にすべきであり、それは無過失責任にすべきだとの立法論を述べられています。そのような主張がされること自体、規定の整合性に疑問があるということではないかと思います。

原状回復型の損害賠償における賠償額の減額

○松尾　　先ほど川口先生が質問されたこととの関係で、19条1項は原状回復型の損害額を法定していますが、その2項で、いわゆる減額の抗弁を認めていますよね。これは一体どういうことが考えられるのでしょうか。

○北村　　具体的にどのような抗弁が考えられるかということですか。

○松尾　　そうです。といいますのは、21条の2の推定の場合は、一定期間に下落した額に実は虚偽記載を原因としないものが含まれているという主張が可能だというのはよくわかるのですけれども、一方で、これは取得価格というか、原状回復型の損害賠償をさせておきながら、それが……

○北村　　損害額は固定だと言いながら、なぜそれを減らせるのかということですね。

- 松尾 減らせることになっているのですけれども、具体的にどういうことを言って、
どういう理屈で減らせるのか。
- 北村 18条の責任に関する19条1項は原状回復型損害賠償なのですが、19条2
項は、株価が下落したけれども、虚偽記載以外の事情によって下落した分があれば、そ
れは有価証券届出書虚偽記載とは関係がない、因果関係がないということで、減額を認
めます。損害額は原状回復を基礎にしているけれども、それは因果関係があるという前
提であって、因果関係がなければ、そのことを会社側で立証すれば、その分は減額でき
る。つまり、これは解除による原状回復ではなくて、あくまでも不法行為に基づく損害
賠償の特則なのだから、因果関係というものは一応組み込まれているということではな
いでしょうか。
- 松尾 それはわかるのですけれども、これはいわゆる取得自体損害説の立場に近い規
定だといわれています。そうすると、虚偽記載がなければ買わなかったということです
から、損害は全か無か、ゼロか100かだと思うのですね。
- 河本 だから、とにかくリーマン・ショックというようなことで株価が下がるかもわ
からんというような危険を含んだ株を買わされたのだということになれば、もう引き算
など一切する必要がないことになりますね（笑）。
- 前田 昨年日本私法学会のシンポジウムで、民法の潮見佳男先生が、この金商法1
9条1項の規定は、本来は取得自体が損害だと見ているはずだけれども、虚偽記載以外
の値下がり分は減免するという2項の規定は、高値で取得したことが損害だと見る考え
方でないと整合しない、したがって19条の規定は1項と2項とで整合性がとれていな
いという批判をされていましたね。確かに、虚偽記載以外の値下がり分についても、今
松尾先生がおっしゃったように、そもそも取得しなければその損害を受けずに済んだは
ずなのですよね。
- 河本 今、私どもには盛んに、とにかくリーマン・ショックで損したというのが持ち
込まれていますけれども、殊に、この前もちょっと言った自治体、これはうちはやって
いないけれども、学校法人はどんどんやっていて、そのしりを持ってくるから、あん
た、リーマン・ショックまではたくさんもうけておったやないかと。（笑）あれでこな
いになったけれども、あんなものはだれにもわかれへんと。こういうことをまともに言っ
てるんですよ。裁判がどう言ってくれるかわからんけれども。

金商法 21条の2の責任と賠償額の上限設定

○石田 21条の2の1項に19条1項の上限額を入れたことで、前にもたしか議論になったと思うのですけれども、例えば、最初1,000円で取得した株式があって、会社の業績が上がって行って2,000円になりました。それで、虚偽記載の事実を公表して1,500円に下がったと。そうすると、19条1項のキャップがあるから、1,000円と1,500円で後ろのほうが上がってしまっているのです、21条の2では損害賠償を取れないということになるんですよね。

○北村 そうですね。

○石田 しかし、最初の差額分、ここで高値でつかまされているというふうに考えると、本来取れるはずのもので、虚偽記載と関係のない値上がり分、それが考慮されてしまうということに非常に違和感を覚えているわけです。これはやっぱり19条の1項を導入したことに問題があるのではないかと考えているのですが、先生のお考えをお聞かせいただきたいと思います。

○北村 1,000円で買ったということですから、もし虚偽記載がなかったらもっと低かった、500円だった、ということですね。そうすると損害賠償として500円取れるのではないかとということですが、その点が21条の2になぜキャップが入っているのかという問題です。報告の際に申し上げましたように、黒沼先生は、これについて流通市場では発行会社の責任を問うべきでないとの考えが払拭できていないとおっしゃっていました。ただ、21条の2に基づかずに、不法行為でいけば、500円の賠償が認められる可能性がありますね。つまり、21条の2は、これが合理的な規定かどうかは別として、1項のキャップがあるけれども、立証責任の面では投資者側に非常に有利になっています。つまり、金商法21条の2は、民法の不法行為責任の追及のほかに選択肢を増やしたと規定であるとみれば、それ自体は不合理ではないと思います。谷川先生のように流通市場では発行会社に不法行為責任も追及できないとしてしまうとどうしようもないのですが、そうでないかぎり、21条の2ができて不利になるということはないと思います。

○石田 ただ、虚偽記載と関係のない値下がり分というのは損害額から除外されるのに対して、株価が上昇したときは、本来投資家が報われるべき虚偽記載と無関係の値上がり分は除外されない、考慮されてしまう。その辺を疑問に感じています。

○北村 損害が取得時に現実化するのだという考え方によれば、今の事例では500円

の損害が取得時に発生したということになりますので、それを証明することによって不法行為責任を追及すればよいということでしょう。

○行澤 今、そういう想定価格は現実にはあり得ないので、現実には不法行為訴訟でそれが認められたということは多分ないと思いますね。

○北村 ないですね。

○石田 すみません、ありがとうございました。

○森田 どっちにしろ、何々以外の事情というときに、因果関係の寄与度というか、悪性とか、そんなことは一切今は難しいと。まさにマーケットの状況だけがこのその他の事情になると、こういう解釈ですかね。

○行澤 実質的には、裁判所の裁量がそこに持っていくのではないのでしょうか。

○森田 だから、何かリーマンのような相場変動がなくて、いや、私はわからなかったんです、というようなことではダメなわけですね。

金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定の限界

○松尾 10 ページで、発行会社に責任を負わせることへの批判に対する反論が出てきてまして、その第三のところ、株主間の利益移転という観点からの批判は当たらないということを書いておられます。その理由が、請求者は被害者で、負担するのは被害者じゃない人だからということなのですが、21 条の 2 を使う限り、虚偽記載が継続的に行われていたような場合、公表時から 1 年より前に取得した人は、この規定では救われない。そういう意味では、被害者であるけれども、負担する側に回るという方が出てきてしまう。今のお話で、一般不法行為のほうは実効性がないということになりますと、事実上は被害者でありながら、踏んだり蹴ったりみたいな人が出てきてしまうように思うので、その限りでは、まだこの批判は、残っていると考えてよろしいですか。

○北村 ご指摘の箇所は、21 条の 2 のように、発行会社の流通市場における責任規定を導入するかどうかの議論ですね。導入の仕方として 21 条の 2 のような定めが良かったのかという問題はあります。同条 2 項は、公表前後の平均株価の下落が取得時の下落に近い、すなわち平均株価の下落額が取得時の損害額としてスライドできるということで 1 年に限ったので、つまり技術的にこうなったということですよ。

そうしますと、21 条の 2 のように発行会社の責任を認める規定を設けるということについて慎重な考え方として第三の理由が述べられたので、それに対して、別に発行会

社の責任を認めても利益の移転という考え方は当たらないというこの反論自体は、生き続けているわけではないと思います。

ただ、確かに21条の2第2項の推定規定が適用されない者にとっては、金商法の規定のうま味はなくなりますね。

○森田 訴訟が難しくなりますね。

○北村 そうですね。しかし、とりあえずは、発行会社の責任を認める規定ができたことには意味があるとみるべきでしょう。

○森田 それでは、よろしゅうございますか。——本日の議論はこれぐらいで、後、具体的な判例を通してご議論いただきたいと思います。本日はどうもありがとうございました。