

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

北村雅史

I はじめに

本報告は、有価証券の発行市場および流通市場における開示書類等のうちに、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、いくつかの問題点につき検討するものである。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するので、公開買付届出書や公開買付説明書の虚偽記載等の場合の民事責任（金商法27条の19、27条の20）等は対象にしない。また、発行市場における民事責任のうち16条の責任（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等15条違反の無過失損害賠償責任）は虚偽記載等の有無にかかわらず生じる責任であるので、これも本報告の対象からは外す。

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るが、近年に至るまで、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、当該規定に基づいて責任が追及された事例、あるいはそれらの規定によらず民法の不法行為責任を追及する事例すら非常に少ないという状況であった。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る。それらの最近の裁判例の個別論点（とくに損害論、金商法21条の2第3項の「事実の公表」の意義等）は、次回および次々回に詳しく検討される予定である。

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規定（発行会社の無過失損害賠償責任、役員等の過失に関する立証責任の転換、賠償されるべき損害額の法定、因果関係の推定）を設けたものである。これにより、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る。もっとも、虚偽

記載等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る。金商法の不実開示責任規定が対象としない不実開示（取引所が義務付ける適時開示における不実開示）についても、民法709条に基づく責任追及ができる（東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁（ライブドア事件））。

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当該有価証券を取得した者である。いずれの場合も、取得の申込みの際（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、責任主体とされている者は責任を負わない。

（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条に規定されている。本条の責任は無過失責任である。この責任規定の特徴は、損害賠償額を法定し、投資家が虚偽記載等と損害との因果関係および損害額を証明することを不要にしたことである。法定賠償額は、当該有価証券の取得価格から賠償請求時の市場価格を差し引いた額、請求権者が請求時まで当該証券を処分していた場合は、取得価格から処分価格を差し引いた額である（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る（同条2項）。この責任については短期消滅時効が金商法20条に定められている。

（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条に規定されている。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、および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（目論見書の虚偽記載等の場合は①②のみ）である。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らない。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ないので、請求者側がそれらを証明しなければならない。時効に関する定めもなく、これについては民法724条に従うものとされている。

（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条に定められている。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受ける金融商品取引業者）が、主な責任主体である。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らない。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らない。時効に関する定めもなく、これについては民法724条に従うものとされている。

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〕（各規定で読替え）有価証券を取得した者である。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は、責任主体とされている者は責任を負わない。

(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、およ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に定められている。本条の責任は無過失責任である。この責任規定の特徴は、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ヶ月間の市場価格の平均額－公表後1か月間の市場価格の平均額）の推定規定を設け（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およ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」）を認めることである（同条5項）。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、後述のように、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が、趣旨は共通する。

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る（金商法21条の3）。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うることに配慮し、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、と説明されている（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条に定められている。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ある（提出会社の対応する責任は、上記21条の2）。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）および監査証明をした公認会計士・監査法人である。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らない。因果関係・賠償額は、請求者側が証明しなければならない。時効については民法724条に従うものとされている。

（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に定められている。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）および監査証明をした公認会計士・監査法人である。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らない。因果関係・賠償額は、請求者側が証明しなければならないこと、および時効については民法724条に従うことは、22条責任と同様である。

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も同趣旨（読替規定あり）の規定がある（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、上記いずれの場合も、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。請求側の悪意は、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（18条、21条の2も同じ。各条1項但書き参照）。これに対し、22条責任については、条文の文言（但書きではなく本文の要件）の違いから、請求者側が知らなかったことの立証責任を負うとの見解が多い。しかしこれについては、反対説も有力である。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すると、責任主体側に立証責任を負担させるのが合理的であろう（岸田監修後掲318頁（加藤））。17条責任（取得者の悪意についての条文構造は22条と共通）についても同様の見解の対立がある。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らない、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をそれに含めても、請求者の負担は変わらないとの指摘がある（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た。証券法11条はイギリス法に由来す

るが、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、発起人およ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た（ただし、後述のように、現在のイギリス法はかなり変更されている）。これは対債権者関係を第一義的に考えたもので、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ことによる。このイギリス法がアメリカ法に移入された際、発行会社自身にも責めを負わせることとなり、それが日本法に移入された。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（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、實際上適用が困難で施行以来適用の事例がない、取締役については旧商法266条ノ3が責任を定めている、ことなどが理由）、発行会社だけが責任主体となった。

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を置いた（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・売出しに応じて取得した者のほか、これを転得した者も対象にしていたが（アメリカ証券法11条と共通）、同改正により、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た。募集・売出しの後の取得の際の責任は、新設された22条に定められたところ、そこでは発行会社は責任主体にならなかった。それは、同改正で、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のと軌を一にしている（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あるが、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大きな違いであった）。これについて、谷川後掲597頁は、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、とする。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」ということである。なお、この趣旨から、谷川教授は、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、認めるべきでないとされる。

もつとも、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あった。神崎克郎「証券取引法上の民事責任」大森先生還暦・商法・保険法の諸問題」219頁は、「〔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〕損害の賠償を請求を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が（そのために情報の完全開示が要求される）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。」と述べていた。

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」に求めた。

上記理由については、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る。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た。

東京地判平成13年12月20日判タ1133号161頁（山一証券従業員提訴事件）〔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2700億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〕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・明らかなでないから、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〔融資制度を利用して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」とした。つまり、虚偽記載等がなければ、株価は下落したであろうけれども、取得者が虚偽記載により（因果関係）どれくらい下落したか（損害額）を立証しなければならないとしたのである。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といえた。

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上記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る（黒沼後掲4頁）。同条（および金商法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）ことになっているが、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った。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（会社法350条による場合はとくに）、代表者が不法行為責任を負うことが必要になるので（加害についての故意過失を原告が立証）、金商法24条の4の責任が認められても、代表者や会社の不法行為責任が認められないという事態は生じうる。

（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る。

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した。一方、最判平成21年7月9日判時2055号147頁（日本システム技術事件）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」として、金商法21条の2第2項を類推適用した。他方で、東京地判平成20年4月24日判タ1267号117頁（西武鉄道・株主集団訴訟事件）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る。実際には、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上記裁判例の他には見当たらないようである。

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あったであろう（仮定の）状態と現実の状態の差をもって損害とされる（差額説）。虚偽記載等の場合、そ

のような仮定の状態は、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場合（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場合（高値取得損害ケース）があるとされる（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いくつかある（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ある（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はできないとした上で、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り（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）。岸田監修後掲（加藤）によると「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とされる。）、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る（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））。最判平成23年9月13日金判1376号33頁（西武鉄道株主集団訴訟・機関投資家訴訟上告審）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する。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ある（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、損害額を算定するという）。なお、このパラグラフに引用した裁判例は、大分地裁判決を除いて、すべて西武鉄道株式に関する事件である。

金商法21条の2第2項の推定は上記高値取得損害ケースに整合的であると評価されており（黒沼後掲8頁11頁）、同条が適用されかつ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になる。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、その立法事実は正しく存在していたことが、その後の状況から裏付けられたといえる。

もともと、同規定の新設が、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、いくつかの疑問が指摘されている。以下、3・4において、2つの点

について検討する(なお、この論点は、「証券取引法研究会」(平成16年10月、行澤一人教授報告、別冊商事法務290号)、大証金融商品取引法研究会(平成22年5月22日、石田眞得教授報告)でも扱われた)。

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(不法行為責任については見解が分かれる)との考えを、180度転換したことになる。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乗り越えたのかを再確認したい。

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よう。

第一に、発行市場と流通市場の違いである。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。そのことから、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。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ある(神田後掲623頁。ただし、この理由付けは売出しについては妥当しない。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の主張もある(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、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。

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る。

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・債権者間のバランスとして不適當である。

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になるが、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(正確には、取得者も含めた株主全体の財産)から補償するという形で利害調整するのは正当なのか。

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きわめて多く、その損害額はきわめて多額になり、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。

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

のようなものである。

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る。その点では、発行市場と流通市場で違いはない（上記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（上記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（上記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。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る。そのため、いわばセカンドベストかもしれないが、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するのである。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る。

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つても難しいように思える（流通市場の虚偽記載によって発行会社とその株主が必ずしも利益を受けていないわけではないとの指摘につき、前掲大証金商法研究会22頁（河本一郎発言））。これに関連して、黒沼後掲5頁は、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、おそらく、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（同2項の推定損害額が同1項の限度額を仮に上回ったとしても、限度額を超えて発行会社の責任を追及することはできない）と述べた上で、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、とされる。

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である。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るとの明確な提言や意見はなかったようである。

上述のように、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る。一方、流通市場における発行会社の責任は、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ない。そうすると、これを無過失責任とする根拠はどこにあるのかが検討されなければならない。

立法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で問題にならないし、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・過失がないこともありうるとの反論がある。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うる程度の管理体制は整えられており（本件の不正行為は通常容易に想定し難い方法によるものであった）、代表取締役に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）した。仮に、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も報われない（だから、虚偽記載をなくす努力をしようとするインセンティブが失われるわけではない）ことになる。

黒沼後掲5頁は、無過失責任とした理由は、おそらく、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関係者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、関係者の過失責任にも適用されていたことを指摘する。

一方、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る（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、たとえば、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、無過失責任とした上で、金商法2

1条の2第4項と5項を儲けた。

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づけ、賠償金を確実に支払わせる（免責されない）ようにするために、無過失責任にしたということであろう。しかし、近時の裁判例にみられるように、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る。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、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、などの要因が考えられるが、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はいえないと思われる。

なお、それとは別の視点から、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きは、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の見解も述べられている（大証金商法研究会前掲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、諸外国の例に比べても、きわめて特異である（ただし、比較法的検討を実質的に行うには、条文上の要件だけでなく、裁判例等を含め実際の運用の検証も合わせて行う必要があるのはもちろんである）。

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）は無過失責任であるが、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。また、流通市場の不実開示の責任追及は、取引所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るが、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）の欺罔の意図（*scienter*）が存在することが要求される。つまり責任の性格も要件も発行開示とは相当に異なっている。

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る。

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、賠償責任を負うとする。「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る（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（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）（透明性指令4条、5条、6条）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定めている。ただし、同法90A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、としている。

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、大雑把に言えば悪意・重過失の場合の責任と整理することができる。

（岩原ほか後掲11回86頁（神作裕之発言）によると、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、紹介されている。）

わが国でも、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と思われる。

IV 発行会社の役員の実責任——会社法429条2項の実責任との対比

1 会社法429条2項1号の実責任

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、社債若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、と規定する。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、責任を免れる。

この規定は、会社法429条1項の実責任と比べて、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る。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およびそれが虚偽の場合の危険性を考慮したものである。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いわれている。

会社法429条2項の実責任は、昭和25年商法改正時に追加された。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、不実開示の実責任は無過失責任とする見解が多数説であったが、金商法（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あった。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てか、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った（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、様々な媒体を通して情報が広く流布される性質のものであるから、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ない。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った（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する。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いえよう。ただし、会社法429条2項は、市場で取引されう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。

2 責任主体

金商法21条、22条、および24条の4において、虚偽記載等については責任を負うのは、虚偽記載等のある有価証券届出書、目論見書または有価証券報告書の提出（目論見書の場合には作成）の時における役員である。役員とは、取締役、会計参与、監査役、執行役員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よう）、当該虚偽記載等にどのように関与したかは問わない。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しようとしているのである（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・執行役である。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規定があった（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った。しかし、会社法は、みなし行為者規定を削除した。そのため、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・執行役のみになる。計算書類

についていえば、通常は、代表取締役およ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ろう。実行行為者以外の取締役には会社法429条2項の適用はなく、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らない。その場合、取締役の会社に対する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らない。

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たことになる。金商法の責任規制の対象とならない投資者（たとえば、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は対象にならない。）については、不法行為のほか、会社法429条2項による保護が期待されるが、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に留意すべきである。

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、および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ある。では、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だろうか。

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」である。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る。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ない。したがって、提出されようとする有価証券報告書の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ってしまう。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、役員の実行・監督義務の不履行と損害との因果関係を問題にしないことの帰結である。

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る。たとえば計算書類作成にかか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（取締役会で他の取締役や監査役に働きかけるなど）計算書類の開示を阻止できなかった場合、その者は、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があると思われる。

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ある。相当な注意を尽くさなかった者が、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、免責されない。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ためであり、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ある。前掲東京地判平成20年4月24日は、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、〔21条2項1号の〕免責事由の存在を認めるのが相当である。」とするが、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ある（岸田監修後掲282頁（加藤））。当該事案は、西武鉄道事件の虚偽記載の原因（名義株を使ってコクト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つたというものだが、この場合、何をもちいて注意を尽くしたといえるのか、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は、明確に線を引けるのかは、よくわからない。

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い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るが（名目的取締役の場合、ワンマン経営者がいる場合など）、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ある。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つ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る（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（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。金商法が、役員の責任については、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は、そのためであるとの見方も可能であろう。

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、不法行為の特則である。そのため、明文規定がないかぎり、時効は民法724条による。

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の責任であると解するのが、通説・判例である。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年である。そうすると、会社の責任が3年（民法724条）または5年（商法522条。ただし、通常取引債権を時効にかけた債権者には損害がないといえるだろう。）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えるが、これはバランスを欠く

ともいわれている。同じことは、金商法の規定間でも生じる（発行会社の責任の時効と役員等の責任の時効は異なり、前者の時効の方が短い（金商法20条、21条の3）。もっとも、虚偽記載等による責任は最終的には役員が負担すべきであるとすれば（谷川後掲612頁は、会社と役員等の責任は連帯債務となり、連帯債務者間の求償関係が生じるが、役員から会社に対する求償は認めるべきではない、とする。）、役員等の責任の消滅時効の方が長いことは必ずしもアンバランスとはいえない。

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