HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	ディスクロージャー違反に対する救済 : 民事責任と課徴金
Author(s)	黒沼, 悦郎
Citation	新世代法政策学研究, 9, 279-309
Issue Date	2010-12
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/45056
Type	departmental bulletin paper
File Information	HJNGLP009_014.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

論　説

ディスクロージャー違反に対する救済
－民事責任と課徴金

黒　沼　悦　郎

はじめに

1　金融商品取引法の民事責任規定

一般に民事責任には、損害填補機能と違法行為抑止機能があると言われている。このうち、違法行為抑止機能とは、違法行為をした者、あるいは違法行為を抑止できる地位にある者に民事責任を負わせることによって、違法行為が起こらないように責任主体に注意を払わせる機能をいう。刑事責任は故意責任が原則であるため、違法行為を知らなければ関係者は責任を負わず、関係者に違法行為の抑止機能を期待することができない。

このような抑止機能の点からみると、金融商品取引法は、証券取引法時代から、発行者の取締役、監査役、執行役、監査法人、元引受金融商品取引業者等に、開示書類の虚偽記載から生ずる損害賠償責任を負わせており、虚偽記載を実際に指示し、あるいは実行した者以外の者に民事責任を負わせることにより、開示書類に虚偽記載が行われないように確保しようとしていることが分かる。これは、いうまでもなく、金融商品取引法が作成を命じている法定開示書類は、金融商品市場における有価証券の価格形成の基礎となる重要な情報であって、法定開示書類に虚偽記載がなされると、市場において効率的な価格形成が行われず、市場がその機能を発揮できないため、虚偽記載を抑止するために、法が特に厳重な規制をおいたものである。

ところが、証券取引法の民事責任規定は長らく利用されなかった。そこで、虚偽記載と損害との間の因果関係を立証するのが難しいのがその原因

の一つであると考えられることから、平成16年の改正により、虚偽記載について発行者に無過失責任を負わせる規定を新設するとともに（21条の２第１項）、発行者の責任について、投資者による賠償請求の対象となる損害額の推定規定を設けた（同条２項）。また、近時、西武鉄道やライブドアの虚偽記載事件が投資者の関心を惹き、一般投資家や機関投資家により数多くの損害賠償請求訴訟が提起されるようになった。平成16年改正法の施行時期との関係で、西武鉄道事件には金融商品取引法21条の２は適用されず、ライブドア事件には同条が適用される。これらの訴訟は、とくに虚偽記載と因果関係のある損害とは何かという点について多様な判断を下しており、豊富な研究材料を提供している。

そこで本稿は、ディスクロージャー違反に対する金融商品取引法上の民事責任規定について、①各責任主体の責任の要件と、②虚偽記載と因果関係のある損害とはなにかの２つの側面から、裁判例を踏まえながら検討を加えることにしたい。

２　課徴金制度

証券取引法上の課徴金制度は、違反行為の抑止を目的として平成16年改正で導入された制度であり、その後、平成17年改正、及び法律名が金融商品取引法となった後の平成20年改正で内容が拡充された。課徴金制度は、違反者に対する刑事責任の追及が訴追のための資源の問題や量刑の均衡の問題があるため、違反に対する十分な抑止力を持ちえていないという認識から、行政手続により違反者に金銭的な賦課を科すという形で、違反行為を抑止しようとするものである。課徴金制度については、インサイダー取引、とくに刑事責任を問うほど悪性の強くないインサイダー取引に対して活発に適用されており、一定の成果を挙げているが、ディスクロージャー違反についても課徴金が課されることになっており、一方で成果を挙げるとともに、他方で問題点も顕在化しつつあるように思われる。

そこで本稿では、ディスクロージャー違反に対する課徴金制度について、①抑止効果を発揮できるための仕組みがどうあるべきかという点、及び②課徴金と被害者救済との関係について検討を加えることにしたい。

Ⅰ　責任要件

１　民事責任規定の概観

責任要件の検討に関して、本稿では、有価証券報告書に虚偽、省略、又は誤解を生じる記載がされた場合（以下、「虚偽記載」という）の関係者の責任を定める金融商品取引法（以下、「金商法」という）24条の４、及び発行者の責任を定める21条の２のみを取り上げる。発行開示における虚偽記載については、有価証券届出書の虚偽記載に基づく責任（18条、21条）のほか、虚偽の目論見書の使用者の責任（17条）、目論見書の交付義務違反に基づく責任（16条）なども関連し、複雑になるからである。また、以下では事件によって適用されるのが証取法か金商法かの違いはあるが、条文の内容に差異はないので、証取法・金商法の区別は行わず単に条文番号のみを記すこととする。

24条の４は、有価証券報告書の虚偽記載について22条を準用し、22条は21条１項１号及び３号、同条２項１号及び２号を準用しているため、次の各責任主体は、虚偽記載を知らないで、当該有価証券報告書の提出者が発行者である有価証券を取得した者に対し、虚偽記載より生じた損害を賠償する責任を負うことになる。

①当該有価証券報告書を提出した会社のその提出時における役員（取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれに準ずる者をいう）。　役員は、記載が虚偽であり又はかけていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したときは、賠償責任を免れる。

②当該有価証券報告書にかかる193条の２第１項に規定する監査証明において、当該監査証明に係る書類について記載が虚偽であり又は欠けているものを虚偽でなく又は欠けていないものとして証明した公認会計士又は監査法人。　公認会計士又は監査法人は、証明をしたことについて故意又は過失がなかったことを証明したときは、賠償責任を免れる。

これらの規定は不法行為責任の特則を定めたものと解されるが、その特徴は、注意義務の違反と因果関係のある損害を賠償の対象とせずに、虚偽

記載と因果関係のある損害を賠償の対象としている点、及び役員については、免責要件を、虚偽記載を知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことの証明に限定している点にある。

ところが裁判例には、このような規定の趣旨を理解しないものがある。西武鉄道事件に係る東京地判平成20年４月24日（判時2003号10頁）は、ある被告取締役について、その者には虚偽記載の原因となった名義株の存在を話さないように指示されていたことから、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ったとして、免責を認めた。しかし、本条の趣旨は、発行者の役員に実際に注意を払わせて、有価証券報告書等の完全かつ正確な記載を確保させることにあるのであり、上の判決はこのような法の趣旨を理解していないものと言わざるをえない。

また、虚偽記載を知った取締役は、代表取締役に有価証券報告書の訂正を求めるなど是正措置をとったとしても、虚偽記載のある報告書が提出されてしまえば免責されることがない。この点については、取締役の第三者に対する責任（会社法429条）のように、任務懈怠と損害との間の因果関係を要求する法形式に改めるべきであるとの立法論がある。しかし、虚偽記載のある有価証券報告書は、いったんそれが公表されるとさまざまな投資判断に用いられるのであり、市場における効率的な価格形成に不可欠の書類であるから、虚偽記載を防止できなかった責任を厳しく問われることもやむを得ないと考える。この考え方によれば、是正措置が奏功しなかった役員は、自ら虚偽記載の事実を公表するか辞任すべきことになる（提出前に辞任をすれば、提出時の取締役でなくなり、取締役に準ずる者に該当しない限り、責任を免れることができる）。

２　取締役・監査役の責任

ライブドア事件に係る東京地判平成21年５月21日（判時2047号36頁）は、各責任主体の責任の認定について、貴重な資料を提供している。

(1) 取締役に準ずる者

ライブドア事件でこの点が問題となったのは、発行者（LD）の子会社LDFの取締役Y4と代表取締役Y7である（記号は黒沼・商事1871号４頁以下による）。原告は、LDFの協力がなければLDの有価証券報告書の虚偽記載はなされ得なかったとして、これらの者の責任も追及した。

判決は、「取締役に準ずる者」に該当するためには、その者に、取締役とほぼ同等の地位や権限が与えられていることを要するとした上で、これらの者にはLDの取締役と同等の地位や権限はなかったとして、金商法上の責任を否定した（ただし、Y4の不法行為責任を肯定、Y7については否定）。

「取締役に準ずる者」とは何か、準ずる者に責任を負わせる根拠は何かは、これまで論じられてこなかった。取締役一般を責任主体に含める法の趣旨が、取締役の権限の行使に期待して虚偽記載を防止することにあるとすると、取締役と同等の権限を有していた者は準ずる者に含まれるであろう。有価証券報告書は、定時株主総会の翌日に提出されるのが一般的であるから、提出前日まで取締役であった者は、準ずる者に当たると解してよいであろう。この点に関連して、本件で責任を追及された監査役Y9は、任期が平成16年12月26日（提出の前日）に終了した者であり、原告は旧商法280条に基づく責任を追及し裁判所はその責任を肯定した。Y9については、「監査役に準ずる者」として24条の４に基づく責任を追及することもできたと思われる。

また、取締役としての監督権限はなくても、虚偽記載を実質的に指示・実行していた者は準ずる者に当たるといってよいのではないかと思われる。たとえば、子会社の有価証券報告書の虚偽記載について、指示を与えていた親会社取締役は、発行者（子会社）の取締役に準ずる者として責任を負うべきである。

(2) 新任の取締役

反対に、定時株主総会で新たに選任された取締役も、形式的には責任主体に該当する。しかし、その者は「相当な注意」を用いる時間的余裕もなく、責任を負わせることが酷に過ぎるのではないかとも思われる。

ライブドア事件では、有価証券報告書提出の直前にLDの取締役に就任したY5（前職は、LD経営企画監理本部担当執行役員副社長）の責任が追及されており、判決は、Y5は会計処理の適切さについて疑問を持ちえたのに、取締役に就任する前後を通じて具体的な措置をとっていないことを理由に、Y5の責任を肯定した。Y5のように、取締役就任前に虚偽記載

について知りうる機会があったのであれば、取締役就任前の事情をも考慮して「相当な注意」を用いたか否かを判断することは、妥当だと思われる。それに対して、たとえば株主提案によって選任された取締役のように、「相当な注意」を用いる機会がなかった取締役については、その者が虚偽記載を知らなかったのであれば、相当な注意を用いていたとみなして免責を認めるべきであると考える。

(3) 相当な注意

取締役・監査役が用いるべき「相当な注意」の水準は、何によって決まるのであろうか。

ライブドア事件判決は、平成16年12月27日提出の有価証券報告書に重要な虚偽記載があった事例において、技術部門担当の取締役で、平成15年末からは非常勤、平成16年３月からはアメリカに滞在していたＹ6の責任について、次のように判示した。すなわち、「各取締役に求められる『相当の注意』は、各取締役が当該会社において占めている具体的な役割や地位に応じて検討されるべきであり、たとえば、代表取締役や財務担当の取締役と比較すれば、技術担当の取締役は『相当の注意』を用いたと認められやすい…。しかし、…技術担当であるとか、非常勤であるからといって、単に与えられた情報を基に有価証券報告書の正確性を判断すれば足りるものではないし、また、海外に滞在しているからといって、尽くすべき注意の程度が当然に軽減されるものではない。」

この判示は、「しかし」の前後で矛盾したことを述べているように見えるが、そうではないと思う。①「相当な注意」は取締役としての役割や地位に照らして判断されるが、②取締役として用いるべき最低限の「相当な注意」はその者の担当や地位にかかわらず一定のものであると理解すべきであろう。①については、たとえば弁護士である取締役は、法律問題の解釈に依存するような虚偽記載についての「相当な注意」の水準が高くなるし、公認会計士である監査役は、会計処理の適正性に関する「相当な注意」の水準が高くなると解される。ただし、ライブドア事件判決は、「相当な注意」を用いたかどうかは、それぞれの役割や地位に照らして判断するとしつつも、結論としてLDの取締役又は監査役であった者については、すべて「相当な注意」を用いていないと認定している。

３　監査法人・公認会計士の責任

ライブドア事件判決は、Ｋ監査法人について、LDの平成16年９月期の連結損益計算書を対象とする監査報告書に無限定適正意見を記載することにより、監査証明においてこれを虚偽でないと証明し、そのことについて過失がなかったと認める証拠はないとして、その責任を肯定した。過失がなかったことの詳細な事実認定は行っていないが、これは監査を担当した会計士の過失認定を踏まえているものと思われる。

24条の４が想定する責任主体は、監査証明が監査法人名でなされているときは、当該監査法人であり、監査法人において監査業務を担当した公認会計士は直接の責任主体とはならない。そこで判決は、担当会計士について不法行為責任構成を採用し、監査法人が虚偽記載のある書類について虚偽でないものとして監査証明をした場合において、監査報告書に署名押印した代表社員及び業務執行社員に過失があるときは、当該社員は、当該虚偽記載を知らないで有価証券を取得した者に対し、記載が虚偽であることにより生じた損害を賠償すべき不法行為責任（民法709条）を負うとした。これに対し、監査報告書に署名押印をしなかった社員については、署名押印したと同旨できる程度に監査意見の形成に関与したと認められる場合に限って、不法行為責任を負うとした。

このように署名押印の有無で責任の成立要件を区別したのは、署名押印は、監査意見がその者の意見であることを外部に表明する行為であるという点に着目したものであろう。そして、LDの監査に関与していなかったが、関与していたＹ17が署名押印を拒否したことから、Ｙ12の依頼により署名押印をしたＹ13について、注意義務を尽くさぬまま署名押印したから責任を負うとした。やや厳しい判断と思われるが、上記のような署名押印の持つ重みを考慮したものであろう。

結局、署名押印した会計士で過失がなかったとされた者はいない。他方、署名押印しなかった会計士のうち、LDの監査に関与し署名押印を拒否したＹ17、監査に関与したが代表社員でなかったことから署名押印していないＹ22については、Ｙ12、Ｙ13と同程度に無限定適正意見の形成に関与したとは言えないとして、責任が否定された。それに対し、監査に関与しなかったが、不正な会計処理の存在を認識しつつ、Ｋ監査法人が無限定適正意見を示すように他の会計士に働きかけた、Ｋ監査法人の元社員であるＹ11

については、Y12と同程度に無限定適正意見の形成に関与したと評価できるとして、不法行為責任を肯定した。

裁判所は会計士の責任について、署名押印の有無及び無限定適正意見の提出への関与の度合いに応じて木目細かな判断を下しているといえる。もっとも、本件では、K監査法人の責任が肯定され、K監査法人の財産では債務を弁済できない状況にあるために、監査法人に所属する会計士は全員、連帯責任を負うことになった（会計士法34条の10の６）。したがって、木目細かな責任の認定は結局、結論に差を生じなかったのであるが、今後、有限責任監査法人が責任を問われるケースが出てきた場合には、本判決の判示は参考になる。

４　発行者の責任

平成16年改正によって新設された21条の２は、有価証券報告書の虚偽記載について発行者に損害賠償責任を負わせている。この責任は無過失責任であるため、ライブドア事件では、格別の解釈問題もなく責任が肯定されている。

もっとも、同条には立法論的な批判がある。まず、21条の２を無過失責任とした理由を立案担当者は、開示書類に虚偽記載がある場合、発行者に故意・過失がないということは考えられないと説明するが、たとえば西武鉄道事件で問題となった大株主の状況など、発行者外の情報については無過失で虚偽記載をすることも考えられる。発行者の責任を無過失責任としたのは、おそらく有価証券届出書の虚偽記載に関する発行者の責任規定（18条）と平仄をとったものと思われる。この点に関しては、証券発行の際の虚偽記載については発行者に無過失責任を負わせても、証券発行を取りやめるのと同じ効果が生ずるだけであるのに対し、継続開示書類の虚偽記載について発行者に無過失責任を負わせることは、発行者が取締役等から賠償金を回復できないときは株主に負担を強いることになるため、投資者と株主との利害調整として適切でないとする批判がある。

また、違法行為を抑止するために、いわゆるゲートキーパーに無過失責任を負わせるべきだとする議論がある。発行者自身はゲートキーパーではないが、発行者に無過失責任を負わせれば、社会的費用を内部化して行動し、社会的に望ましい水準の行動が行われると理論的にはいえる。この場

合の社会的に望ましい水準の行動が行われるとは、社会的に望ましい数の発行者が有価証券を上場するとか、募集するという意味である。ただし、そのような結果が達成されるには、虚偽のディスクロージャーから生ずるあらゆる社会的費用を損害賠償として発行者に負わせる民事責任規定がなければならないが、虚偽記載にかかる民事責任規定は有価証券の売買を行った者が被る損害のみをカバーしているに過ぎない。

また、アメリカでは、発行者以外のゲートキーパーに限度額付の無過失責任を負わせたらどうかという議論があり、さらに、流通市場における虚偽記載について、発行者は責任を負わず、引受証券会社や発行者の役員が発行者に対して損害賠償責任を負うべきだとする議論もある（Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 Colum. L. Rev. 237 (2009)）。

５　その他の者の責任

ライブドア事件では多数の者が被告とされているため、判決はそれらの者の責任についても触れている。以下、興味深い点のみ取り上げる。

（１）子会社の責任

LDの有価証券報告書には、LDの子会社であるLDMによる架空売上げの計上分（約１億円）が含まれていたため、原告はLDMの不法行為責任等を追及した。これに対し判決は、一般論として次のように述べる。

「連結対象の子会社が虚偽の会計処理をした結果、親会社が作成した連結財務諸表が虚偽の内容となり、これを掲載した結果、有価証券報告書に虚偽記載があることになっても、当該子会社が当該親会社と共同で当該連結財務諸表ひいては有価証券報告書を作成したと評価できるような特段の事情がない限りは、投資家に対する直接の責任は、連結財務諸表及びこれを掲載した有価証券報告書を作成、提出した当該親会社及びその取締役等が負うべきものであると解するのが相当である。」

そして、本件については、LDMによる架空売上げの計上はLDが主導して行ったこと、LDMの架空売上分が虚偽の連結売上高（約54億円）に占める割合が極めて小さいことを理由に、LDMの架空売上げは投資家との関係で不法行為の成立要件としての違法行為を構成しないと判断した。

まず、一般論については、なぜ、不法行為責任がこのような限定を受け

るのかが理解し難いところである。判旨は、21条の２、24条の４が発行者及びその取締役等に重い責任を課していることを挙げるが、それは子会社の不法行為責任を限定する理由にはならないであろう。次に、連結財務諸表を作成するには、親会社と子会社との間で何らかの共同作業が必要であるから、どのような場合に「特段の事情」があるのかが明らかでない。さらに、このような限定をすると、実際上の不都合が生じる。たとえば、子会社にのみ粉飾決算があり、親会社の関係者がこれに関与していない場合に、子会社は親会社と共同して虚偽記載のある有価証券報告書を作成したとは言えないから、判旨によれば子会社の取締役に不法行為責任を負わせることができないが、その結論は不当であるように思われる。この場合、子会社の役員は親会社の「取締役に準ずる者」に該当するとして金商法上の責任を負うとも考えられるが、そうであるならば、直接、不法行為責任を認める方が良い。

(2) 子会社の虚偽の公表に対する親会社役員等の責任

ライブドア事件では、LDMによる株式交換及び四半期業績に関する虚偽の公表についての各被告の責任も追及された。

判決は、LDMの代表取締役及び取締役の不法行為責任を肯定したが、親会社であるLDの関係者については、まず、①取締役の地位にあったと否とを問わず、虚偽公表の実現に重要な役割を果たした者について、そのことを理由に不法行為責任を肯定し、加えて②LDの取締役については監視義務の懈怠がないことを理由に旧商法266条ノ３第１項の責任を否定した。②については、親会社の一取締役に過ぎない者が、その地位に基づいて当然に監視義務を負うということはできないと述べ、子会社の業務に関する親会社取締役の監視義務を一般的に否定しているように読める点は、疑問が残る。

③LDの監査役については、LDがCに対する架空売上げを計上しているのではないかという監査法人の疑いを具体的に認識していたが、だからといってLDMまでもCに対する架空売上げを計上していると容易に認識しえたとまではいえないとして、任務懈怠を否定した。LDの監査役の金商法上の責任については、監査法人の疑いを具体的に認識していれば、虚偽記載を知らないことについて「相当な注意」を欠いていたとされた。それに対し、ここでは、適時開示が問題となっており、適時開示の内容について監査法人による監査は行われていないという相違はあるものの、判示は「架空売上げの計上を容易に認識しえた」のでなければ、任務懈怠が認められないと読める。これは、金商法上の責任と監査役の対第三者責任とで主観的要件が異なることを反映したものだろうか。

④監査法人・公認会計士について判決は、LDによるCに対する売上計上に架空の疑いがあると認識していたが、LDMによるCに対する架空売上げの計上を認識していたと認めるに足りる証拠はないから、虚偽公表自体について、LDMから監査を受託していない監査法人及びその所属公認会計士が直接投資家に対する不法行為責任を負うものではないとした。

ここでも判決は、金商法上の責任は「疑い」があれば肯定され、不法行為責任は「認識」が必要であると解しているようであるが、その理由は、両責任の主観的要件の差に求められるのであろうか。

Ⅱ　虚偽記載と因果関係のある損害

１　推定規定の適用がない場合

(1) 裁判例

西武鉄道事件では関係者及び発行者の責任が24条の４や不法行為に基づいて請求されているため、虚偽記載と損害との間の因果関係を投資者が立証しなければならない。その結果、虚偽記載と因果関係のある損害とはなにかが裁判上、争われており、これまで多様な判決が下されている。

それらを、概ね時系列によって分類すると次のようになる。

Ａ．取得時差額説

取得価格と想定価格（虚偽記載がなかったならば生じていたであろう市場価格）との差額が損害であるとするもの（①東京地判平成19・８・28日判タ1278号221頁、②東京地判平成19・10・1判タ1263号331頁、③東京高判平成22・３・24金判1343号59頁（⑦の控訴審））

Ｂ．市場下落説Ⅰ

虚偽記載の公表によって生じた市場価格の下落分（1,081円〔虚偽記載の公表直前の市場価格〕と売却価格の差額）が損害であるとするもの（④東京地判平成20・４・24判時2003号10頁、⑤東京地判平成20・４・24

判時2003号147頁、⑥東京地判平成21・1・30金判1316号34頁）

C．取得自体損害説（原状回復方式）

取得価格と売却価格の差額が損害であるとするもの（⑦東京地判平成21・1・30判時2035号145頁、⑧東京地判平成21・3・31判時2042号127頁）

D．市場下落説Ⅱ

虚偽記載の公表によって生じた市場価格の下落分の一部〔虚偽記載の公表直前の市場価格の約15%〕が損害であるとするもの（⑨東京高判平成21・2・26判時2046号40頁〔④の控訴審〕、⑩東京高判平成21・3・31金判1316号2頁〔⑤の控訴審〕、⑪東京高判平成22・4・22金判1343号44頁〔⑧の控訴審〕）

(2) 取得自体損害説

不法行為における財産的損害については、差額説が通説であり、西武鉄道事件の裁判例も差額説を出発点としている。差額説は、賠償の対象となるべき損害を、違法行為がなかったとしたらあるべき利益状態と違法行為がされた利益状態の差と捉えるものである。

ところが、西武鉄道事件は、有価証券報告書において、長年にわたり大株主の所有株式数を過少に記載していたというものであり、もし当初より真実の情報を開示していたら、株式は上場できないか上場廃止になっていた可能性が高いという点で、特殊な事案であった。このような場合の差額説による損害は、有価証券を取得しなかった利益状態と有価証券を取得した利益状態の差であるから、有価証券の取得価格と現在の価格、もしすでに処分している場合は処分価格との差額になると考えられる。

西武鉄道事件において、このような原状回復的な損害賠償を認めたのが、⑦⑧判決である。これらの判決は、取得自体損害説を明確に否定した④判決よりも後に出されているので、裁判官が確信をもって書いた判決と思われる。これに対し、⑨⑩判決は、(ⅰ)原告の取得時の利益状態としては、支出に相応した株式を取得しているといえること、(ⅱ)取得行為自体に瑕疵がなかったこと等を理由に、取得自体損害説を否定した。

しかし、(ⅰ)については、虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったであろうとの原告の主張を退けるには、虚偽記載がなくても当該有価証券を取得したであろうことを認定しなければならないのであって、

(ⅰ)のように、取得時に支出に相応した株式を取得したことを示すだけでは足りないと思われる。(ⅱ)については、証券会社の従業員の説明義務違反により投資者に不法行為に基づく損害の賠償が認められる場合には、取得自体（取得価格－売却価格又は現在価格）が損害とされるが、このとき説明義務違反によって取得行為が取消しや無効といった瑕疵を帯びていることが損害賠償の要件とされているわけではない。したがって、取得行為に瑕疵がなかったことは取得自体損害説を否定する十分な論拠にならないと思われる。

(3) 取得時差額説

有価証券報告書等に虚偽記載がなかったら投資者が当該有価証券を取得しなかったとまではいえない場合には、差額説による損害は、実際の取得価格と虚偽記載がなかったとしたら形成されていたであろう市場価格（想定価格）との差額（取得時差額）となるはずである。これを取得時差額という。しかし、①②判決は保有原告の請求を棄却したものであり、わが国の裁判例では取得時差額説をとって損害賠償を認めたものは、③判決にいたるまでなかった。③判決は、取得時差額説に立脚しつつ、原告の取得価格に虚偽記載の公表後の株価の下落率（57.7%）を乗じた額をもって取得時差額を算定した。これは、取得時差額説を否定しつつ、虚偽記載の公表後の市場価格の下落分を参考に損害額を算定する市場下落説とは、明らかに異なる考え方に立つものである。高騰した株価の一定割合が虚偽記載によって嵩上げされたものと考えて、下落率によって損害額を算定する方法は合理的なものと考えられる。

もっとも、想定価格は、真実の情報が市場価格に反映した時（開示日）の市場価格を基準として、マーケット・モデルを用いることにより、比較的簡単に算定することができる。

ある株式の収益率 Rs とマーケット・ポートフォリオの収益率 Rm の関係は次の式で表される（マーケット・モデル）。

$Rs = \alpha + \beta Rm + \varepsilon$　（①式、ε：誤差項）

取引日を t1、取引日の当該証券の想定価格を P1、開示日を t2、開示日の当該証券の市場価格を P2、t1 から t2 までの間に支払われた配当を D とすると、この間の当該株式の予想収益率 Es について②式が成り立つ。

Es = (P2－P1＋D)／P1　（②式）

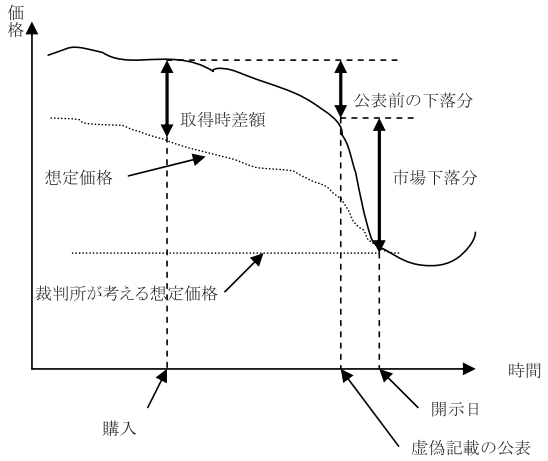
①式より、この間の予想収益率について次の式も成り立つ。

Es = α＋βRm　（③式）

②③式より、P1＝(P2＋D)／(α＋βRm＋1)　（④式）

わが国の裁判例で取得時差額説が受け入れられなかったのは、取得時差額説では、取得時から虚偽記載の発覚時までの市場価格の下落を損害に含めていると考えられたからであるが、これは誤解である（図１参照）。

図1



④式によって得られる想定価格は、取引日から開示日までの間のマーケット・ポートフォリオの収益率 Rm の大きさによって左右されるが、Rm の値は取引日がいつかによって異なるから、想定価格も取引日によって異なることになる。取得時差額は、取引日後虚偽記載の公表前の市場価格の下落によって左右されることはないので、取得時差額が虚偽記載の公表前の株価の下落分を賠償額に含んでいることは、理論的にはあり得ない。おそらく裁判所は、原告の主張等に引きずられて、開示日の市場価格が想定価格であり、それは取引日にかかわらず一定であると考えたため、取得時差額が虚偽記載の公表前の株価の下落分を賠償に含めていると誤解したのであろう。

私は、取得時差額説が理論的には正しいと考えているが、取得時差額説によると、虚偽記載が発覚した際に取得時差額を超える市場価格の下落が観察される場合に、投資者の損害を適切に回復することが難しくなる。とくにわが国では、有価証券報告書等の重大な虚偽記載は上場廃止事由とされているので、虚偽記載が発覚すると上場廃止のおそれが生じるため、当該有価証券の市場価格が大きく下落することがよくある。この問題をどう扱うべきかは、後述する。

（4）市場下落説

市場下落説は、虚偽記載が発覚したことによる当該有価証券の市場価格の下落が損害であるとする。公表されたら株式の価値を毀損するという意味での減価事由が、虚偽記載のある有価証券報告書の提出によって当該株式に付着しており、虚偽記載の発覚によりそれが現実化したのが市場下落説による損害であると捉えるのであれば、市場下落説は取得時差額説とそれほど変わらないようにも思える。両説の相違は、有価証券の取得時に投資者に損害が生じており、虚偽記載の発覚時の市場価格の下落は取得時の損害を算定する際の資料になるに過ぎないとみるか（取得時差額説）、有価証券の取得時には損害は生じておらず、虚偽記載の発覚時に初めて損害が生じるとみるか（市場下落説）という理論上のものに過ぎないようにも思われる。

④判決は、西武鉄道株式を所有していた処分原告らが，上場廃止によって投下資本の回収が困難になることを回避するために西武鉄道株式を売却するという選択をしたことは，投資家の行動として十分理解することができ，不合理なものということはできないとして、処分原告の売却によって生じた損失と虚偽記載との間の相当因果関係を認めた。

これに対して⑩判決は、控訴人らが本件公表を受けて西武鉄道株式を売却し、これにより損失が発生したことは、投資者として選択行動及びその結果であるといえても、その売却処分時までの株価の下落分の損失が虚偽記載から通常生じ得る結果であると認めることはできないとして、市場下落の全部については相当因果関係を認めなかった。さらに、本件公表を受けて西武鉄道株式を売却した投資者に生じた損害が本件公表直前の株価（１株1081円）とその売却価格との差額であるとすることは、西武鉄道株

式を売却した株主に対し本件公表直前の株価と売却価格との差額について損失補填を認めるに等しいことにもなりかねず、自己責任を原則とする株式取引の本質に照らし、上記の考え方は採用しがたいと述べる（⑨判決も同旨）。

しかし、自己責任の原則が成り立つには、開示された情報に虚偽や不足がないことが前提であり、有価証券報告書に重大な虚偽記載がある場合には、自己責任原則が成立する前提を欠いているので、市場下落の全ての賠償を認めることは自己責任原則に反するものではないと考える。もっとも、市場価格が真実の情報を反映した後は自己責任の原則が妥当する。そうすると市場下落説の自然な帰結は、市場価格が真実の情報を反映した時（開示日）までに株式を売却した者については、虚偽記載の公表直前の市場価格と売却価格との差額を、開示日以降に株式を売却し、又は現在保有している者については、虚偽記載の公表直前の市場価格と開示日の市場価格との差額を損害と見て、賠償を与えることになると考えられる。⑨判決は保有原告の請求を棄却しているのであるが、保有原告の請求を棄却すること自体が、自己責任の原則に反するのである。

(5) 取得時差額説と市場下落説との比較

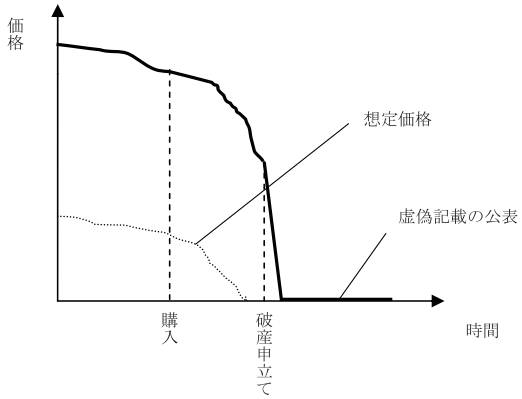
最近公表された神田秀樹教授の論稿「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻３号１頁（2010年）は、①「差額説」とは、虚偽記載がなかったならばあったであろう状態を予想して、現実の状態とそうした仮定の状態との差をもって損害とする考え方であって、理論的には、それは「取得時差額」ではない（14頁）とされる。また、上場会社の株価の下落に関連して、それにより株主が被った損害の賠償ないし填補を求めるような場合、その損害は企業価値の毀損による損害（虚偽記載の発覚によって経済的信用等が毀損され企業価値が減少した部分）であるのか、それとは異なる次元における当該株主に固有に生ずる損害であるのかが明らかにされる必要がある（18頁）とされる。

この論稿の私なりの理解を示すと、不法行為の差額説による帰結が市場下落であって取得時差額でないのは、市場下落分には虚偽記載の発覚により当該株主（虚偽記載後その発覚前に購入した株主）に固有に生ずる損害部分と、経済的信用等の毀損により生ずる損害部分があるからであるということになろう。そして後者の損害は株主がいつ株式を取得したかによって異なることはない（13頁）。

この説は、市場下落説に理論的根拠を与えるものであり、信用毀損による損害の賠償をも投資者が求めることができるという解釈を支えるものといえる。取得時差額説では、虚偽記載の発覚により上場廃止のおそれが生じ、株価が取得時差額を超えて下落した場合に、有価証券の取得者に適切な保護を与えるためには、そのような過剰な下落は投資者が避けることができなかった後続損害であるから因果関係のある損害に含まれるという説明が必要になる。神田説ではそのような説明は不要であるが、逆に、市場が真実の情報を反映した時（開示日）以降、現在に至るまでに会社に生じた損害について、株主代表訴訟ではなく金商法又は不法行為に基づいて投資者が賠償の請求をなしうるのかという疑問を生じさせる。また、神田説では現在の状況を基準として差額説の損害を考えるので、株価が回復した場合に保有原告には損害がないことになるが（９頁）、私の考えでは、株価回復は投資判断の結果として投資者が享受すべき利益であって、保有原告にも取得時差額分の賠償が与えられるべきことになる。この点は、市場下落説と取得時差額説の理論的な帰結の相違の一つである。

このほか市場下落説と取得時差額説の帰結の相違の一例を挙げると、発行者が粉飾決算を続けていたために、発行者が破産の申立てをし株式が無価値になってから過去の虚偽記載が発覚したような場合である（図２）。

図２



この場合、虚偽記載の発覚によって株価は下落していないので、市場下落説によると損害が生じていないことになり、投資者に賠償を与えることができないが、取得時差額説によれば、投資者が取得した時点において差額があれば、投資者は損害賠償を得ることができる。いずれの帰結が妥当であるかは明らかであろう。

2　推定規定の適用がある場合

(1) 裁判例

21条の2第2項は、継続開示書類の虚偽記載にかかる発行者の民事責任について、原告が、虚偽記載の公表前後それぞれ1か月間の当該有価証券の市場価格の平均額の差額を損害とすることができる旨を定める。この規定は、投資者が虚偽記載により生じた損害の額を立証することが困難であることから、原被告間の立証の負担のバランスをとり、民事責任の追及によるディスクロージャーの実効性を高めようとする趣旨で平成16年改正により設けられた。本項は、推定規定に過ぎないから、発行者による因果関係の反証が許され（同条4項）、また、原告は推定損害額を超える損害を蒙ったことを証明すれば、その損害についても同条1項の発行者の無過失責任を追及できる。

本項が初めて適用されたのがライブドア事件であるが、同事件では、検察官による虚偽記載の嫌疑の公表が本条3項にいう「虚偽記載等の事実の公表」に当たるか否か、及び本条4項・5項にいう「損害の額の全部又は一部が、当該書類の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」とはどういう場合を指すかが争われた。前者について、いずれの判決も検察官による公表も公表に当たるとしたが、この点は、今後、異なる判断が示される可能性が低いので省略する。後者につき裁判所の判断は次のように分かれている。

⑫東京地判平成20・6・13判時2013号27頁

架空売上計上以外の偽計・風説の流布の事実が公表されたこと、Y3らが偽計・風説の流布の容疑で逮捕されたこと、P証券がY1株式を信用取引の担保から除外したこと、Q社からの提携解消の方針が報じられたこと、東証がY1株式を開示注意銘柄に指定し、監理ポストに割り当てたことなどがY1株式の株価下落の要因であると推認できるとした上で、有価証券報告書の虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下りを3割程度と見て、推定損害額から3割の減額を行った。

⑬東京地判平成21・5・21判時2047号36頁、⑭東京地判平成21・6・18判時2049号77頁

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（真実情報が開示されていた）と仮定した場合の本来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から、仮に虚偽記載のない有価証券報告書を提出していれば生じなかった事情に起因する株価の変動（値下がり）をもって、取得時差額を推定することは合理性を欠くところ、⑫判決が掲げる上記の事情は、Y1が虚偽記載のない有価証券報告書を提出していれば生じなかった事情と考えられるとして、虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がり（損害）を約3分の2と認め、これを推定損害額から控除した。

⑮東京高判平成21・12・16金判1332号7頁〔⑫判決の控訴審〕

21条の2第1項により賠償の対象となる損害を、取得時差額に限定することはできず、取得時差額以外の損害を同条4項の「当該書類の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」損害とすることはできないとした上で、偽計・風説の流布容疑による強制捜査の報道、連日のマスメディアによる報道、PによるY1株式の0評価の表明、Qによる提携見直しの示唆、上場廃止の可能性を示唆する報道、Y3らの逮捕・辞任、Y1株式等の監理ポストへの割当て決定等の事実は、粉飾決算を企図した本件有価証券報告書の虚偽記載の発覚によって通常起こり得る事態と認めることができるから、「虚偽記載によって生ずべき値下がり以外の事情」ということはできないとした。そして、Y2がすでに買収済みであった会社を完全子会社化した旨の虚偽の事実を公表したとの事実を虚偽記載以外の事情と見て、推定損害額から1割の減額を行った。

(2) 判断が分かれた理由

本件において、推定損害額からの減額の幅の判断が判決により大きく異なったのは、虚偽記載の発覚（公表）によって生じた市場価格の下落を減額の対象とするか否かで見解が分かれたからである。⑬⑭判決は、取得時

差額説を根拠として、虚偽記載のない有価証券報告書を提出していれば生じなかった事情（上場廃止のおそれ、経営者の逮捕等）から生じた市場価格の下落を推定損害額から減額すべきであるとする。たしかに、取得時差額説によると取得時以降の株価の変動は損害額に影響を及ぼさないから、上場廃止のおそれ等から生じた市場価格の下落分を賠償の対象とできないことになる。これは、取得時差額説の理論的な問題点であるといえよう。もっとも、私は、すでに述べたように、取得時差額説はそのような損害の賠償を否定するものではなく、取得時差額説を採りつつ市場価格の超過的な下落分を賠償の対象とする解釈をすることは可能であると考えている。

これに対し⑮判決は、虚偽記載の発覚による株価の下落により生じる損害も、「虚偽記載等により生じた損害」に含まれるとする。その理由として判決が次のように述べている点は注目に値する。すなわち、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合に流通市場で当該有価証券を取得した者は、取得時差額はもとより、これを超える損害が発生し、かつ、その損害と虚偽記載等との間に相当因果関係があることを証明することにより、その賠償を求めることができ、例えば、（A）虚偽記載がなければ（つまり、真実の情報が開示されていれば）その有価証券を買うことはなかったという事実を証明することにより、取得価額を損害として、これから損益相殺により現在の市場価額又は処分価額を控除した額の賠償を求め、あるいは（B）虚偽記載発覚後の株価の下落がすべて虚偽記載が発覚したことに起因するという事実を証明することにより、下落額を損害として（ただし、法定限度額の限度で）その賠償を求めることもできると解されるというのである。

これは21条の２第１項の解釈として述べられたものであるが、原告は、取得時差額説、取得自体損害説、市場下落説のいずれも主張・立証することが許されるというものであり、裁判所は、同項以外を根拠に損害賠償を請求する場合にも当てはまると考えているのであろう。

私は、研究者の役割は、取得時差額説と取得自体損害説が妥当するのはそれぞれどういう場合かを明らかにすることにあり、裁判所のように立証できればどれでも良いということには必ずしもならないと考えているが、前述のように、取得時差額説を適用すべき場合において、市場下落によって取得時差額を超える損害が生じたときはそれを賠償の範囲に含めるべきであると考えるので、結果において、市場下落説の主張を許すことと等しくなる。したがって、⑮判決の判旨に賛成したい。

(3) ２つの損害額の関係

発行者の責任については21条の２第２項の損害額の推定規定が用いられ、発行者の役員や監査法人の責任については原告が虚偽記載と損害との間の因果関係を立証しなければならない。損害額の推定規定を利用する場合には、原告がそれを超える損害額の立証を試みない限り、推定損害額を上限として裁判所が損害額の認定を行うのに対し、推定規定を利用できない場合には、原告の立証した額又は民事訴訟法248条により裁判所が認定した額が損害額となる。

そこで、このように損害額算定の出発点が異なることや、裁判所が採用する損害額の算定方法が多様でありうることから、推定規定を利用できる場合とそうでない場合とで損害額の認定が異なることがあり得る。ところが、他方で、同じ虚偽記載から生じた損害が、被告が誰かによって異なるのは、理論的におかしいといえる。裁判所がそのことを過度に意識すると、今度は、推定規定を利用できない場合の認定損害額を推定規定を利用できる場合の認定損害額に一致させようとするだろうし、損害額が一致する方が当事者にとって受け入れられやすいためにその傾向が助長されかねない。

しかし、そもそも損害額の推定規定は、有価証券の性質や虚偽記載の性質を捨象した腰ダメ的な規定であるから、投資者が真に蒙った損害は推定損害額と異なることが少なくないはずである。今後、発行者の責任と役員・監査法人の責任が同時に追及される場合に、安易に認定損害額の一致が図られ、原被告間における損害の衡平な分担という損害賠償制度が有する重要な機能が害されることを、私は危惧する。

Ⅲ　課徴金制度の展開と課題

１　課徴金制度の導入

(1) 趣旨

わが国の証券取引法の執行は不十分ではないかという指摘が、かねてよ

りされてきた。とくに、行政規制が投資家に及ばないこと、及び刑事罰は高度の立証を要求されるため適用が難しいうえ、罰金の額が低いので十分な抑止効果を発揮できないことが問題である。また、業者規制にしても、顧客に迷惑がかかる登録取消や業務停止よりも、金銭的負担を課す方がよいのではないかと考えられる。そこで、違反行為の程度態様に応じた機動的なサンクションを可能にするものとして、行政上の措置としての課徴金制度が、平成16年の証券取引法改正により設けられた。

諸外国の例を見ると、違反行為抑止のための制裁金の制度としては、裁判手続を経る民事制裁金（civil penalty）と行政手続による行政制裁金ないし行政罰（administrative penalty）とがある。わが国では、裁判手続は時間がかかるという一致した認識があるため、迅速な執行を可能にするために、行政上の審判手続を経て内閣総理大臣が課徴金の納付を命じるという行政制裁金の形式が採用された。

(2) 概要

課徴金の対象は、平成16年改正の当時は、①発行開示違反、②風説の流布・偽計取引（158条）、③変動操作型の相場操縦（159条２項）、及び④インサイダー取引（166・167条）の４類型であり、平成17年の政府法案の議員修正による改正で、適用対象に⑤継続開示違反が加わった。以下では、ディスクロージャー違反に対する課徴金の制度を中心に論じる。

課徴金の額は、審議会の報告書では「少なくとも違法行為による利益の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである。」としていたのが、具体的な算出方法を定める規定をみると、違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準として算定されることになっている。ディスクロージャー違反のうち、継続開示違反について当初、課徴金が導入されなかったのは、継続開示違反については違反者の経済的利得の額が不明確であるという理由からであった。

課徴金の額が利得相当額に限定されていることを第１点として、ほかに、課徴金制度の特徴として次の諸点を挙げることができる。

第２に、課徴金は、違反行為者に故意又は過失がなくても課せられる。故意を要求しないのは、課徴金が道徳的非難を加えるものでないことを明らかにするためであり、過失を要求しないのは、過失の有無が争われることで迅速に命令を下すことができなくなることを懸念したからである。発行開示違反や継続開示違反については発行者に課徴金が課せられるところ、虚偽記載について発行者に過失がないこともあり得るため、無過失で発行者に負担を課し、それを株主に転嫁することがあって良いのかという議論がある。

第３に、違反行為があると認められるときは必ず審判手続が開始され、審判の結果、違反の事実があると認められるときは必ず課徴金納付命令を下さなければならないというように、制度がかなり硬直的に設計されており、課徴金の額を加重したり減免したりすることができなかった。

第４に、課徴金が違反行為者の利得を剥奪するという性格を有することから、刑事罰に伴う没収・追徴との調整規定が置かれた。具体的には、刑事裁判によって没収・追徴が科されたときは、その額を減額して課徴金の納付を命じる。これに対し、憲法の定める２重処罰の禁止に当たらないという解釈により、当初は、罰金との間には調整規定を置かなかったが、継続開示違反の課徴金については、発行者が違反によって本当に利得を得ているかどうか疑問があったことから、罰金相当額を課徴金から控除することにしている。

以上を要するに、課徴金は行政制裁金と呼ばれることがあるが、２重処罰の禁止（憲法39条後段、double jeopardy）に該当しないよう、制裁（サンクション、ペナルティ）としての効果が極力生じないように設計されたといえる。

２　平成20年改正

(1) 趣旨

課徴金制度が施行された平成17年４月以降の適用実績を見ると、インサイダー取引については適用事例が多く、課徴金制度が一定の効果を挙げているが、課徴金額はあまり高くなく、インサイダー取引がやり得になっている可能性があった。発行開示違反については十分な額の課徴金が課せられているが、継続開示違反の課徴金の額は高くなく、抑止効果が十分に発揮されているか、疑わしい。さらに、相場操縦、風説の流布・偽計取引については、課徴金納付命令が発せられた例がなく、制度設計に何らかの問

題があると考えられた。

そこで平成20年改正では、課徴金額の引き上げ、適用対象の拡大、課徴金の加算・減算規定が導入された。

(2) 概要

（ⅰ） 課徴金額の引き上げ

発行開示違反の課徴金の額は、決算発表前後の株価の変動率を参考に定めていたが、決算発表に限定せず、重要情報の公表による株価の変動率を参考に計算しなおした結果、課徴金の額を、募集・売出し総額の１パーセント（株券等の場合は２パーセント）から募集・売出し総額の2.25パーセント（株券等の場合は4.5パーセント）に引き上げた（172条の２第１項、２項）。

継続開示違反の課徴金の額は、虚偽記載によって財務状況をよく見せかけた結果、資金調達金利が低下することをもって利得と捉え、その額を計算していたが、新たに収集したデータに基づき計算をやり直し、有価証券報告書については、発行者の時価総額の10万分の３と300万円のいずれか高い額から時価総額の10万分の6と600万円のいずれか高い額へ引き上げた（172条の４第１項、２項）。

（ⅱ） 適用対象の拡大

第１に、発行開示書類・継続開示書類の不提出を課徴金の対象とした。上場会社では、発行開示書類や継続開示書類を提出しないことは、まず考えられない。しかし、上場会社以外で開示義務を負担する発行者もあり、開示コストの削減を狙って書類を提出しないこともある。それらの場合、不提出には罰則による制裁があるが、実際には刑事訴追はほとんど行われていない。そこで、違反行為を抑止する必要から、開示書類の不提出を課徴金の適用対象とした。

課徴金の額は、発行開示書類の不提出については、それにより有利な条件で有価証券の募集・売出しが可能になると考えて、虚偽記載と同水準に定められている（172条）。継続開示書類の不提出については、その作成費用を節約できた点を考慮して、原則として、前事業年度の監査報酬額を課徴金額とした（172条の３）。

第２に、改正前は公開買付制度や大量保有報告制度の違反に課徴金は適

用されていなかった。その理由の１つに、違反行為者が得た利得の算定が難しいことがあったと思われる。しかし、企業の合併・買収事例が増加し、制度の適切な運営を図る必要が増したことから、改正法はこれらの制度の違反に課徴金を及ぼすことにした。

公開買付開始公告の省略、公開買付届出書の不提出、及び公開買付開始公告・届出書の虚偽記載については、それにより買付者は公開買付けを成功させるために本来必要なプレミアムの支払いを節約できると考え、公開買付けのプレミアムの平均額を25％と見て、買付総額の25％を課徴金の額とした（172条の５、172条の６）。

このうち、公開買付届出書の不提出については、金融商品取引法では、強制公開買付けの要件の判定が難しく、過失による不提出に対し課徴金を課すのは酷ではないかとの批判がある。今年２月に、KDDI が中間持株会社の持分を譲り受けることにより上場会社の議決権の３分の１超を間接的に取得しようとした事例で金融庁が待ったをかけ、KDDI が３分の１超の取得を諦めた事件があった。当該事件では買付総額が大きかったので、25％の課徴金をかけると課徴金額が800億円になると言われていた。金融庁と法律解釈が異なるだけで800億円の課徴金を課せられることとなるのであれば、皆金融庁にお伺いを立てることになる。課徴金制度の導入で金融庁の解釈があたかも公定解釈のように扱われることが果たしてよいかという問題もあるように思われる。

大量保有報告書の不提出や虚偽記載については、正確な報告書を提出すれば株価が高くなって取引コストが上昇するところ、買付者がそれを回避し、取引コストを節約できると考え、対象株券等の時価総額の10万分の１を課徴金額と定めている（172条の７、172条の８）。

（ⅲ） 課徴金の加算・減算

課徴金制度の導入時には、課徴金の額は法令で定められており、違反行為の悪性に応じて制裁を科す仕組みは採られていなかった。これに対して、独占禁止法の課徴金制度では、違反行為を繰り返したときは課徴金を５割加算し、違反行為を早期にやめた場合は2割減算する仕組みが採られている。そこで、金融商品取引法においても、課徴金を加算し、又は減算することができる制度に改められた。

まず、課徴金の対象となる違反行為をした者が、過去５年以内に、課徴

金納付命令を受けたことがある場合には、課徴金の額が５割加算され1.５倍となる（185条の７第13項）。課徴金を加算すると、違反者が得た利得を超える額を違反者から剥奪することになり、憲法上の問題を生じさせることが懸念される。この点は、違反者が違反行為を繰り返したということは、課徴金の額を上回る利得を違反者が得ていた証拠であるとみることもできるので、課徴金を加算しても利得相当額を剥奪するという制度の趣旨と矛盾しないと説明されている。

次に、一定の違反行為について、違反者が当局による調査前に報告を行った場合には、課徴金の額が半額になる（185条の７第12項）。減算の対象となる違反行為は、①発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載、②プロ向け市場の開示書類の虚偽記載、③大量保有報告書等の不提出、④上場会社等による自己株の取得に関するインサイダー取引に限定されている（185条の７第12項）。このように限定をした理由は、これらの違反行為は繰り返される可能性が高いことから、早期発見がなされることの公益性が高く、課徴金を減じてもなお早期発見のインセンティブを与えることが必要だからであると説明されている。これらの違反行為は、会社の役職員の違反行為により会社が課徴金を課される類型の行為であり、会社としては法令遵守体制（コンプライアンス）を整えて課徴金を回避することに利益を有している。そこで、会社にコンプライアンスを整えるインセンティブを与えるために、課徴金の減額を認めたものと理解することができる。

３　課徴金制度の課題

(1) ディスクロージャー違反を理由とする課徴金納付命令の増加

証券取引等監視委員会の公表資料によると、平成20年事務年度の課徴金納付命令の確定件数は、インサイダー取引11件、相場操縦１件、虚偽記載10件であり、以前に比べてディスクロージャー違反のケースが増加している。その多くは、決算内容が良好であると見せかける粉飾決算である。課徴金制度が導入されるまでは、粉飾決算が刑事訴追される例はほとんどなく、しかも、刑事訴追されるのは、発行者が倒産した後であった。これは、発行者が倒産していないのに粉飾決算を理由として刑事訴追を行うと、発行者を上場廃止に追い込むこととなり、かえって株主に不利益を及ぼすことが懸念されたためであろう。

これに対して、刑事訴追をせず課徴金納付命令で済ませることができるようになった結果、上場廃止となることを気にせずに、比較的軽微な会計不正事件についても、証券取引等監視委員会が課徴金納付命令の勧告をすることができるようになったといえる。

(2) 民事責任との関係

開示書類の虚偽記載に対して課徴金納付命令が決定された、いくつかの事例では、投資者が発行者の損害賠償責任を追及する訴訟が提起されている。有価証券届出書や有価証券報告書に虚偽記載がある場合、発行者は投資者に対して無過失責任を負うから（18条、21条の２）、課徴金納付命令の決定があると、投資者は虚偽記載をした発行者の責任を追及しやすい。課徴金納付手続において発行者が虚偽記載の事実を認めたことは、民事責任追及訴訟の裁判所を法的に拘束するものではないが、裁判所が、虚偽記載の有無について、課徴金納付命令と異なる判断を下すことは、事実上、考えられない。

虚偽記載の結果として、発行市場や流通市場で取引をした投資者が被る損害の額は、課徴金の額よりも多いと思われる。そこで、虚偽記載をすれば、課徴金が課せられるだけでなく、それに続いて巨額の民事責任を負わされることが、発行者による虚偽記載を抑止する高い効果を発揮すると考えられる。ただし、前述したように、発行者や関係者に資力がないときは、株主にしわ寄せが行くという問題は残されている。幸い、民事責任を追及する訴訟によって倒産した企業はまだない。

(3) 今後の課題

研究者としての立場から、課徴金制度の今後の課題をいくつか述べたいと思う。

第１に、課徴金の額は、必ずしも違反行為の規模に応じた額になっていないため、違反行為に対する抑止効果が十分でないのではないかと考える。たとえば、継続開示違反に対する課徴金は、上場時価総額に応じた額になっているので発行者の規模に応じた額にはなっている。しかし、資産を１億円過大評価した粉飾決算と100億円過大評価した粉飾決算とでは、市場に対する影響が異なるはずであるから、このような虚偽記載の規模を考慮

して課徴金の額を算定できるように改めるべきであろう。

第２に、金融商品取引業者の行為規制違反に対して課徴金を適用するかどうかについて、金融審議会では議論が行われたが、最終的に立法化は見送られた。行為規制の違反の大部分には罰則が付されていない。課徴金は、罰則のない違反行為に対して最も効果を発揮すると考えられるので、不招請勧誘の禁止、適合性原則の違反のような行為規制違反に対しても課徴金を適用すべきであると考える。

第３に、課徴金は国庫に納入され、投資者が受けた被害の回復には用いられない。アメリカでは、民事制裁金は投資者救済のための公正基金（Fair Fund）に組み入れることができるようになっている。前述のように課徴金制度は、投資者による損害賠償請求を容易にする機能を有しているが、違反者の資力を奪ってしまい投資者による損害賠償請求を実効性のないものにする面も有している。納付された課徴金の範囲内で、個々の投資者が受けた損害を填補する制度を創設すべきであると考える。

４　補論：アメリカにおける法執行と消費者庁における議論

最後に、補論として、課徴金制度を投資者が受けた損害を填補する制度に転換するために参考となるアメリカの制度及びわが国における議論を紹介しておきたい。

(1) 複線的な救済制度

SEC は管轄する証券諸法の違反を矯正する複数の手段を有している。そのうち被害者の救済を含むものは以下のとおりである。

（ｉ） 差止めと付随的救済

連邦証券法・証券取引所法等の制定法は、違反行為の差止め（injunction）を裁判所に求める権限を SEC に付与している。これに基づいて SEC は差止めを求めるとともに、SEC の申立てに基づいて裁判所は、付随的救済（ancillary relief）を命じることができる。付随的救済には、違法利益の吐出し（disgorgement）や、吐出し利益を分配するための管財人の指名が含まれる。利益の吐出しは、ペナルティではないので、違反者が得た利益を超えることはできない。吐き出すべき利益は現存するものに限られない。裁判所は、違反者が利益を得るために用いた費用を利益の額から控除することが多い。

実務的には、差止訴訟の初期の段階で、裁判所は違反者の財産を保全するための管財人を指名し、差止判決の後に、管財人は裁判所の監督の下に、吐出し基金を取立て、分配計画を策定し、被害者への分配を行う。

利益の吐き出しは、1990年改正で導入された行政上の排除命令（cease and desist order）に付随して命じることもできる。ただし、SEC は、財産保全が必要なケースでは裁判上の差止めを選択する。行政手続では財産保全を行うことができないからである。

（ii） 民事制裁金と公正基金

民事制裁金（civil money penalty）は、1984年にインサイダー取引規制に導入され、1990年改正で証券法・取引所法違反のあらゆる行為に適用範囲が拡大された。民事制裁金は、SEC が民事の裁判手続により違反者に対する支払命令を求めることができるものである。その額は、自然人・法人に分け、違反行為の類型によって段階的に上限が定められているが、違反者の利得額が上限を超えるときは利得額が上限となる。行政手続による民事制裁金の制度も1990年に創設されたが、こちらは登録業者のみを適用対象とする。

民事制裁金は、原則として国庫に納められるが、サーベンス＝オックスリー法による改正で、民事制裁金を被害者救済のために用いることができるようになった（S-O 法308条、34年法21条(d)(3)(c)(i)、21Ａ条(d)(1)）。これは、SEC が裁判手続又は行政手続で証券諸法の違反者から利益の吐き出しを受けるとともに、同人から民事制裁金を獲得したときに、吐き出し基金に民事制裁金を加えて、証券被害者の救済に役立てることができる制度である。

このような制度改正に対応して、SEC は、証券諸法違反により被害を蒙った投資家のための基金（Fair Fund）を創設し、基金の分配計画を策定し実行するための手続規定を設けている。この手続が適用されるのは SEC の下で運営される公正基金であり、裁判手続により創設された吐出し基金に民事制裁金を加える場合には、裁判所の監督の下で分配が行われる。民事制裁金は吐出し基金がないと被害者に分配できないため、SEC は違反者に利得がないと思われる場合でも、１ドルの利益吐出しを求める実務が行われているという。

以上のように、アメリカにおいて、差止めの付随的救済としての吐出しは利益の吐出しに留まるが、これに民事制裁金を加えた額を被害者に分配することにより、違反行為の抑止効果と被害者救済の効果を発揮させることができているといえる。もっとも、裁判所が吐出し基金を設定したが費用倒れに終わる場合も少なくないようである。

(2) 集団的消費者被害救済制度のあり方

消費者庁に集団的消費者被害救済制度研究会が置かれ、少額で同種の被害が多発する消費者被害について、違反者の不当な利益を剥奪し効果的に被害の回復を図る制度の提言を目指して研究が進められている。そこでは、集団訴訟型（クラス・アクション）の救済と行政による不当な利益の剥奪型の二類型が主として念頭に置かれ、後者に関してはSECによる吐出し訴訟も検討対象とされた。

消費者庁による被害者救済制度の創設は、消費者庁の管轄する法律の範囲内で行われることになっており、たとえば利益剥奪型に属する金商法上の課徴金を被害者に分配することは考えられていない。もっとも、消費者庁に対して、一定の法律の規定に違反する行為者から違法収益を剥奪する訴訟の提起権を与える立法がされた場合、その適用範囲いかんによっては、課徴金の適用対象と重なることも考えられる。たとえば、ディスクロージャー違反は少額同種の被害が多発する消費者被害の一つであり、金商法違反について消費者庁の権限が及ばないとしても、不法行為を理由とする損害賠償については及ぶ可能性がある。この点からも、現在、課徴金の対象となっている金商法違反行為について、被害者救済に役立てる制度の仕組みを考えておく必要がある。

アメリカの制度や消費者庁における議論を踏まえると、次のような論点があるように思われる。

第1に、現在のように課徴金を行政処分としたままで、被害者への分配手続を定めることが良いか、それとも裁判手続によるべきか。

第2に、課徴金の分配を受ける被害者が、違反行為者に対して損害賠償請求権を有することをどうやって担保するのか。アメリカでは、裁判所又はSECの関与の下で被害者が選定されるが、それは被害者の請求権を法的に確定する作業とは捉えられていない。

第3に、違法利益の剥奪と被害者による損害賠償請求が別個の手続だとすると、被告は二重の賠償を強いられることにならないか。アメリカでは、SECによる訴訟とクラスアクションが並存することも稀ではないが、クラスアクションで被害の全額が回復されることはないので、実際上、二重の賠償にはならないと考えられている。

本稿では論点を挙げるにとどめ、その検討は今後の研究課題としたい。

＜私見の参考文献＞

本稿は、筆者がすでに公表した判例研究・論文等に基づいて研究会報告用に作成したものであるため、注を付していない。詳しい参考文献については、筆者の以下の諸文献及びそれらに掲げた注を参照されたい。

「ディスクロージャーの実効性確保－民事責任と課徴金」金融法研究25号（2006）
「有価証券報告書の虚偽記載と因果関係のある損害」金融・商事判例1289号（2008）
「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定」金融・商事判例1303号（2008）
「西武鉄道事件判決の検討〔上〕〔中〕〔下〕」商事法務1838～1840号（2008）
「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔上〕〔下〕」商事法務1871・1872号（2009）
「西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について」早稲田法学85巻3号（2010）
「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配157号（2010）
「投資者保護のための法執行」商事法務1907号（2010）