



Title	<法の経済分析研究会（12）>流通市場における不実開示と投資家の損害
Author(s)	加藤, 貴仁
Citation	新世代法政策学研究, 11, 303-346
Issue Date	2011-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/45703
Type	departmental bulletin paper
File Information	HJNGLP011_015.pdf



流通市場における不実開示と投資家の損害¹

加藤 貴 仁

1. はじめに

本稿は、流通市場において不実開示を行った発行会社が投資家に対して損害賠償責任を負うことの合理性を、発行会社が負うべき賠償額と投資家が被った損害の観点から再検討することを目的とする。2. において、発行会社の損害賠償責任を巡る議論の状況を概観する。流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任の合理性については、平成16年に法制度が整備された前後を通じて、見解が対立していた。本稿では、まず、これらの見解の対立点を明らかにし整理する。その後、3. では、流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任を認めた実際の裁判例を検討する。ここでは、これらの裁判例において認められた損害額の算定方法を中心に分析を行う。そして、4. では、流通市場における不実開示が投資家に与える影響を投資家の類型ごとに分析した後に、発行会社の損害賠償責任という要素が加わることによって、流通市場における不実開示の影響を受けた投資家の利害状況がどのように変化するかを明らかにする。ここでは、発行会社の投資家に対する損害賠償責任は、投資家が

¹ 本稿は、筆者が2010年7月24日開催の北海道大学グローバルCOE法の経済分析研究会において行った報告をもとにしている。参加者各位からの有益な質問・コメントに感謝申し上げます。また、田中亘東京大学准教授から、本稿に対して有益なコメントをいただいた。改めて感謝申し上げます。残された誤りは筆者の責めに帰すべきものである。なお、本稿は、日本証券業協会客員研究員としての研究成果の一部である。

被った損害の填補又は不実開示の抑止という点で、どのような条件を満たせば合理的な制度と評価されるかが検討される。最後に、本稿の分析から導かれる、流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任に関する解釈論・立法論の課題を明らかにする。

2. 発行会社の損害賠償責任を巡る議論の状況

2-1 発行会社の損害賠償責任に関する法制度の概要

流通市場における不実開示について、法制度の整備がなされたのは比較的最近である。不実開示を行った発行会社の民事責任は、古くから民法709条を通じて認められるか否かが議論されていたが、証券取引法上の民事責任として整備されたのは平成16年であった（平成16年改正後証取法21条の2、金商法21条の2）。²

平成16年改正によって発行会社の損害賠償責任の規定が導入される以前は、流通市場において不実開示を行った発行会社が投資家に対して損害賠償責任を負うことを認めた裁判例は存在しなかったのではないと思われる。その理由として、まず、発行会社が流通市場において不実開示を行ったということと、投資家が被った損害との因果関係の立証が非常に困難であると考えられていたことが挙げられる。³ また、そもそも発行会社の民事責任を認めることが、理論的に正しいのか、また、実質的に妥当なのかということについて、争いがあったことも挙げられる。⁴

² なお、平成16年改正後証取法21条の2は金商法21条の2に受け継がれており、その実質的な内容に変化はない。そこで、以下では、原則として、金商法21条の2のみを引用する。

³ 東京地判平成13年12月20日金判1147号34頁。

⁴ 民法709条の要件を満たす場合には発行会社に対する損害賠償請求を認める見解（神崎克郎『証券取引法〔新版〕』282頁（青林書院、1987年）など）と、民法709条の要件を満たすか否かを問わず発行会社の責任を否定する見解（谷川久「民事責任」『アメリカと日本の証券取引法（下巻）』621頁（商事法務研究会、1975年）など）が対立していた（後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法—投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続きにおける劣後化の是非（上）」ジュリスト1357号108頁（2008年）109-110頁）。

しかし、先に述べた平成16年改正後、状況は一変した。平成16年改正後に、平成16年改正の施行前になされた不実開示について、発行会社の損害賠償責任を認める裁判例が登場した。⁵ これらの裁判例では、平成16年改正前に行われた不実開示が問題とされたのであり、民法709条を根拠として発行会社の責任が認められた。さらに、平成16年改正の施行後に行われた不実開示について、平成16年改正後証取法21条の2と金商法21条の2が適用された裁判例も登場している。⁶ これらの裁判例では、後述するように、発行会社が負担すべき損害賠償責任額、また、投資家が流通市場における不実開示によって被った損害の中身について、一見すると、その考え方が非常に混乱しているように思われる。このことは、平成16年改正後も未解決の問題が残されていることを示唆しているように思われる。

しかし、平成16年改正後も残された問題があるとしても、同改正によって、流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任を巡る状況が一変したことは間違いない。平成16年改正によって導入された発行会社の損害賠償責任の特徴は、以下の通りである。流通市場において発行会社が情報を開示する方法は、有価証券報告書などの法定開示、証券取引所によって要請される適時開示、自主的なプレス・リリースなどの任意開示に分けられる。そして、法定開示についてのみ、金商法が特別の民事責任を定めている。その他の開示手段については、民法709条が発行会社の責任の根拠となる。そして、発行会社の損害賠償責任の特則である金商法21条の2が民法709条と異なる点として、第1に、無過失責任であることが挙げられる（金商法21条の2第1項）。第2に、損害賠償責任額の推定規定が用意されていることが挙げられる（金商法21条の2第2項）。⁷ これに

⁵ 代表的な裁判例は、後述する西武鉄道の不実開示を巡る一連の裁判例である。その他に、大分地判平成20年3月3日金判1290号53頁、東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁（上告審である最判平成21年7月9日金判1321号36頁では過失の不存在を理由に請求が棄却されている）などが挙げられる。

⁶ 代表的な裁判例は、後述するライブドア事件とアーバンコーポレーション事件である。

⁷ 具体的には、開示書類に虚偽記載等があることが公表された日を基準として、公表日からさかのぼって1年以内の時期に有価証券を取得し、公表日まで継続保有し

対して、民法709条を根拠とする場合には、不実開示について故意又は過失が存在すること、そして、不実開示によって生じた権利侵害と損害の因果関係が必要となることに加えて、原告がこれらについて立証責任を負う。金商法では、役員など発行会社以外を責任主体とする損害賠償責任も定められている（金商法24条の4など）。これらの規定は、不実開示に関与した役員などについて、立証責任の転換された過失責任を定めている。しかし、その他の要件については、民法709条の特則に相当する定めは存在しない。したがって、不実開示と損害の因果関係などについては、原告投資家が主張立証責任を負うことになる。

2-2 発行会社の損害賠償責任の是非を巡る議論の状況

(1) 平成16年改正前の議論

このように、金商法21条の2は、民法709条、そして、金商法のその他の損害賠償責任の規定と比較して、無過失責任であること、そして、損害賠償責任額の推定規定を用意していることの2点で、発行会社が損害賠償責任を負うための要件を緩和している。そのため、金商法の構造は、結果として、流通市場における不実開示によって損害を被った投資家に対して、発行会社を被告として訴訟を提起することは促している。役員などその他の責任主体の責任は、結局、投資家に対して損害賠償責任を履行した会社からの求償という形で問題にされる場合が多くなると思われる。

このような立場を正当化する考え方として、不実開示を行った発行会社から投資家に対して迅速に損害填補がなされることを確保することが挙げられている。⁸ これに対しては、損害填補を目的として、発行会社の損

た投資家は、公表日前一ヶ月間の市場価額の平均額から公表日後一ヶ月間の市場価額を控除した額を虚偽記載等によって被った損害の額とすることができる。ただし、虚偽記載等の事実が公表されたこと、公表日前後一ヶ月間の市場価額の平均額など損害額の推定の基礎となる事実については、投資家が立証する必要がある。なお、市場価額が存在しない場合には、処分推定価額が基準となる。

⁸ 岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範「金融商品取引法セミナー（第11回）：民事責任（1）」ジュリスト1397号70頁以下（2010年）（以下、セミナー①として引用する）81、82-83、84-85頁（三井）。

害賠償責任の実効性を向上させることが妥当か否か、議論される必要がある。なぜなら、平成16年改正前後を通じて、発行会社の損害賠償責任を損害填補の手段として位置付けることに対しても、強い批判があったからである。平成16年改正前には、主に以下のような批判がなされていた。⁹

第1に、発行市場と流通市場の差異が挙げられている。¹⁰ 発行市場と流通市場の差異は、前者では会社が株式などを発行して実際に資金を調達しているが、後者では会社は資金調達を行っていないという点にある。発行市場において不実開示を行った発行会社については、金商法18条が、流通市場の場合と同じく、無過失責任を定めている。その趣旨は、不実開示によって得た資金を投資家に返却させること、すなわち、原状回復を要求することにある。一方、流通市場における発行会社の無過失責任を、原状回復という点から正当化することは困難である。なぜなら、発行会社は不実開示を利用して資金を調達しているわけではなく、不実開示によって利得しているとは当然にはいえないからである。

しかし、発行会社が流通市場における不実開示によって全く利得していないといえるかどうかは議論の余地があるように思われる。¹¹ また、損害賠償責任の要件として、加害者が被害者の損害に対応して利得していることが一般的に要求されてきたのかどうかは明らかではない。

第2に、流通市場における不実開示によって利得を得るのは発行会社ではなく役員などであるから、違法行為抑止の観点からは、役員などの個人責任を強化すべきであることが主張されている。言い方を変えれば、役員などの個人責任を強化すれば、不実開示を抑止する手段としては、発行会社の損害賠償責任は不要となるということである。しかし、これまでに、不実開示を抑止するためには、発行会社と役員などのいずれか一方を責任主体として損害賠償責任を課すことが望ましいのか、双方を責任主体とすることが望ましいかという点について、十分な分析がなされているとは思

⁹ 大蔵省証券局企業財務第二課編『改正証券取引法概説』133頁（税務研究会出版局、1971年）、谷川・前掲注(4)621頁など。

¹⁰ 一般に、発行市場とは会社が新しく証券を発行する市場のことをいい、流通市場とは、会社が既に発行した証券が投資家間で取引される市場のことをいう。

¹¹ この点については、後掲注(73)～(77)とその本文で改めて検討する。

われない。また、損害賠償責任に関する法制度を議論する際に、他のより合理的な手段の利用可能性を踏まえて、違法行為抑止の観点と損害填補の観点のバランスについても配慮がなされる必要があるように思われる。

第3に、発行会社の損害責任は、absolute priority を歪めることが挙げられている。Absolute priority とは金銭の出資者間での優先劣後関係を指し、株式会社では、債権者が株主に対して優先する権利を持つ。流通市場において株式を取得した投資家に対して、不実開示を行った発行会社が責任を負うことを認めるということは、結局、株主が発行会社から何らかの金銭を得ることができるということを意味する。その結果、株主は、部分的ではあるが一般債権者と同じ立場にたつので、absolute priority という株式会社の構造が事後的に歪められることになる。さらに発行会社が損害賠償責任を履行することで会社財産が減少すれば、場合によっては、倒産手続きが開始されてしまう可能性もある。その結果、株主に対して会社が損害賠償責任を履行することで、株主以外の利害関係者、特に一般債権者の利益が害されてしまうことになる。¹²

しかし、不実開示によって歪められた市場価格で株式を取得した投資家は、企業による不法行為の被害者と同じ立場にあるとはいえないであろうか。そうすると、被害者である投資家が一般債権者と同じく、会社に対して損害賠償責任を追及できるのは当然のことも思われる。¹³

（2）平成16年改正後の議論

以上に述べたような平成16年改正前の議論に対して、平成16年改正の立

¹² 倒産手続きにおける投資家の発行会社に対する損害賠償責任の取扱いについては、後藤・前掲注(4)、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法—投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続きにおける劣後化の是非（下）」ジュリスト1358号63頁（2008年）において詳細な検討がなされている。なお、金商法によって納付が命じられる課徴金は、倒産手続きにおいて劣後的な取扱いがなされることが明示されている（金商法185条の16）。アメリカ法においては、連邦破産法510条b項によって、投資家の損害賠償責任の劣後化が定められている（後藤・前掲注(4)111-115頁）。

¹³ 黒沼悦郎＝永井智亮＝中村慎二＝石塚洋之「不適切開示を巡る株価の下落と損害賠償責任〔上〕」商事法務1906号6頁以下（2010年）（以下、座談会〔上〕という）13頁（黒沼）。この点については、後掲注(57)とその本文で改めて検討する。

案担当者は、平成16年改正の正当化理由として以下のような点を挙げていた。¹⁴ まず、発行市場と流通市場の差異については、双方の市場は、正確な情報開示が行われるべきであるという点では共通していること、そして、流通市場における不実開示について、平成16年改正以前は証券取引法のエンフォースメントが過小な状態にあったので、それを是正する必要性があったことが挙げられている。しかし、正確な情報開示を促進する手段として、発行会社に対する損害賠償責任を望ましいと考える理由は示されていない。また、平成16年改正以前から発行会社の損害賠償責任に肯定的な学説は、違法行為抑止の手段というよりも、損害填補の手段として、発行会社の損害賠償責任の意義を重視していたように思われる。¹⁵ また、役員などの責任が違法行為の抑止力として不十分であるとする理由についても、触れられてはいる。¹⁶ また、発行会社の損害賠償責任と absolute priority の関係について、民事責任は損害賠償責任であり、出資の払い戻しではないという説明しかなされていない。しかし、株主に対する損害賠償責任であると理論的に整理されても、実質的には、株主の利益を守るために一般債権者の利益が害されることには変わりはない。

流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任について、最近では、株主間で利益移転がなされることに着目した批判がなされてい

¹⁴ 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任—条解証券取引法』32-33頁（金融財政事情研究会、2005年）

¹⁵ たとえば、神崎・前掲注(4)282頁は、有価証券の取得者は発行会社の経営危険から生じる不利益は負担すべきであるが、虚偽記載の危険までは負担すべきではないと指摘する。平成16年改正後も、流通市場において不実開示を行った発行会社の責任を、投資家が被った損害填補の観点から理解する見解もある（齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔上〕」商事法務1714号17頁（2004年）27頁注(3)）。

¹⁶ もちろん、平成16年改正以前に証取法上の役員などの責任が認められた裁判例が存在しなかったことは、役員などの責任が違法行為抑止の点で不十分であった証拠と考えられた可能性がある。しかし、このような問題を解決する手段としては、発行会社の損害賠償責任の規定を整備すること以外に、役員などの責任の規定を改正することもありえたのではなかろうか。

る。¹⁷ この見解は、発行会社の損害賠償責任の最終的な負担者は、発行会社の株主、正確に言えば、発行会社に損害賠償請求できない株主であることを出発点とする。すなわち、株主に対して発行会社が損害賠償責任を負うということは、損害賠償請求できない株主から損害賠償請求できる株主へと財産が移転することを意味する。しかし、最終的に損害賠償責任を負担する株主が、不実開示について損害賠償責任を基礎付ける程度に関与したか否か議論の余地があることが指摘されている。

このような議論に対して、立案担当者は、損害賠償責任を負う会社とその株主は「組織全体として見て虚偽記載を行った者及びそのガバナンスに責任を有する者」、損害賠償を受けられる者は「開示内容が適正であると信頼して本来の価値よりも高い対価を支払って株主となった投資者」であり、前者よりも後者を保護することは不当とはいえないと反論する。¹⁸ これに対しては、損害賠償責任を実質的に負担させるためには、会社あるいはその背後にいる株主が、違法あるいは権利侵害を行っているとは評価される必要があるのではないかととの再反論がなされている。¹⁹

¹⁷ 近藤光男「判批」商事法務1846号4頁以下（2008年）14頁、若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判—株主が会社を訴える合理的根拠はあるか—」経営戦略研究18号4頁以下（2008年）14頁、セミナー①・前掲注(8)83-84頁（藤田）。平成16年改正は流通市場における不実開示について株主よりも投資家の利益を優先させるという政策判断を行ったと評価した上で、その合理性に疑問を呈する見解（黒沼悦郎「取締役の投資家に対する責任」商事法務1740号17頁以下（2005年）19頁）も、同旨と思われる。

¹⁸ セミナー①・前掲注(8)81-82頁（三井）。

¹⁹ セミナー①・前掲注(8)81-82頁（藤田）。なお、金商法21条の2が無過失責任を定めていることについて、損害の公平な分担という観点から肯定的に評価する見解として、セミナー①・前掲注(8)94頁（松尾）、大証金融商品取引法研究会「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」大証金融商品取引法研究会第3号21頁（前田）がある。しかし、本注の本文が指摘するように、発行会社の損害賠償請求権の実質的な負担者を考えた場合、発行会社に対して損害賠償請求できない投資家に損害賠償請求できる投資家の損害を負担させることが当然に公平であるといえるほど、両者の属性に差異があるとは思われない。学説の中には、発行会社が金商法の民事責任を負う場合に、株主の犠牲のもとで投資家の損害が補填されることが正当化される条件として、違法行為と損害の因果関係の存在など損害賠償が一般不法行為の原

このように発行会社の損害賠償責任を巡る議論を錯綜させた原因は、不実開示の関与者に対する民事責任の役割と流通市場における不実開示によって投資家が被る損害の双方について、十分な議論がなされてこなかったことにあるように思われる。²⁰ また、不実開示の関与者に対する損害賠償責任を整備する際に、発行会社の責任とその他の責任主体の責任の役割分担が必ずしも十分に意識されなかったことも問題である。不実開示の関与者に対する損害賠償責任を、投資家の損害填補機能を中心とした制度として位置づけるか、不実開示の抑止機能を中心とした制度として位置づけるかによって、望ましい責任主体のあり方も異なるからである。²¹

2-3 小括

発行会社の損害賠償責任を巡る議論の状況は、以下のように整理される。

第1に、発行会社の損害賠償責任の機能として、損害填補と違法行為抑止のいずれを重視するかが必ずしも意識されていない。発行会社の損害賠償責任は、一般的な不法行為責任と同じく、少なくとも、損害填補と違法行為抑止の2つの機能を持っている。そして、いずれの機能を重視するか

則に従っていること、発行会社から損害賠償を受ける投資家の利益が、犠牲を被る株主の利益と同程度あるいはそれ以上に保護されるべき実質を有していることが必要であるとの指摘もある（弥永真生「企業買収と証券取引法（金融商品取引法）18条・19条」商事法務1804号4頁（2007年）4-5頁）。平成16年改正前から、流通市場における不実開示を行った発行会社が投資家に対して損害賠償責任を負うことに肯定的であった見解も、損害賠償が一般不法行為の原則に従うかぎり、株主間の利益移転が生じることは不当ではないと指摘していたことは留意されるべきである（神崎・前掲注(4)283頁注(7)）。

²⁰ 投資家が被った損害の内容とその額の問題は、民事責任を通じて填補される損害額を算定する際の出発点となるなど、民事責任の役割の問題と表裏一体の関係にあることには留意されるべきである。

²¹ 役員などの損害賠償責任は、損害填補の観点からは不十分であっても、違法行為抑止の観点からは十分に評価される可能性を指摘する見解もある（セミナー①・前掲注(8)86頁（藤田））。なお、発行会社の損害賠償責任の主たる機能を不実開示の抑止に求めることは、発行会社の倒産手続きにおいて、投資家の損害賠償責任を一般債権者よりも劣後的に取り扱うことを正当化する一要素となりうる（民再155条1項但書など）。

によって、望ましい制度設計は大きく異なるように思われる。

第2に、発行会社の民事責任が株主間の利益移転を引き起こすことを重視する論者は、株主間の利益移転自体を問題視しているわけではないように思われる。むしろ、発行会社に民事責任を課し株主間の利益移転を引き起こしても、損害填補なり違法行為抑止なりの所期の目的を達成することができないことを問題にしているように思われる。

第3に、発行会社の損害賠償責任が損害填補又は違法行為抑止の点で優れているとしても、発行会社に損害賠償責任を課すことによって不利益を被る者が存在することが問題となる。具体的には、損害賠償責任を課される発行会社の債権者と損害賠償請求権を行使できない株主である。これらの者が被る不利益が大きければ、損害填補又は違法行為抑止が達成されることによって生じる利益が相殺されてしまうことになる。²²

発行会社の損害賠償責任について解釈論又は立法論を行う際には、以上に述べた3つの問題の存在が意識される必要がある。これらの問題が十分に意識されていなかったため議論が混乱している例として、損害賠償責任を課された発行会社が実際に負担する責任額の定め方を挙げることができる。発行会社の損害賠償責任の機能やそれが関係者に与える影響は、発行会社が支払義務を負う額によって大きく異なる。言い方を変えれば、発行会社の損害賠償責任について一定の政策判断を前提に制度設計をする際には、発行会社が負担する責任額の定め方が重要な要素となる。比較的

²² なお、違法行為抑止については、刑事罰や課徴金といった他の手段の利用可能性を考慮した上で、発行会社の損害賠償責任の役割を確定する必要がある。この点については、今後の課題とする。また、損害填補についても、国庫に納付された課徴金を被害者救済に充てる制度を整備するなど他の手段の利用可能性を考慮する必要性が全くないとはいえないことに留意されるべきである。課徴金制度を利用した被害者救済については、森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号16頁（2005年）17-18頁、芳賀良「証券取引法における課徴金制度」岡山大学法学会雑誌55巻1号93頁（2005年）112-113頁、芳賀良「課徴金制度に関する若干の考察——継続開示義務違反に対する課徴金制度を中心に」岡山大学法学会雑誌55巻3-4号61頁（2006年）634-635頁、川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同志社法学61巻2号255頁（2009年）282頁、中村聡「課徴金制度の課題と展望」金法1900号50頁（2010年）54頁などにおいて検討されている。

最近に出された裁判例では、流通市場における不実開示を行った発行会社の損害賠償責任額の定め方について、多くの考え方が主張されている。そのような混乱が生じた理由の一つは、これまでに述べた発行会社の損害賠償責任の意義について、十分な議論がなされていなかったことにあると思われる。発行会社の損害賠償責任にどのような役割を期待するかによって、発行会社が負担すべき損害賠償責任額は異なるのである。

3. 裁判例における損害賠償責任額の算定方法

3-1 西武鉄道事件・ライブドア事件・アーバンコーポレイション事件において認められた損害賠償責任額の分析

ここでは、平成16年改正後に、流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任が認められた裁判例を分析することで、裁判例において認められている損害賠償責任額の算定方法の現状を確認することにする。

(1) 西武鉄道事件

西武鉄道事件では、民法709条を根拠にして発行会社の損害賠償責任が認められた。裁判例では、不実開示が発覚したことによって現実に生じた株価下落額が、発行会社が損害賠償責任を負うべき、不実開示と因果関係がある損害にあたるものが多いようである（以下、このような損害を株価下落損害という）。²³ そして、不実開示の発覚後に有価証券を処分していた投資家（以下、処分原告という）が損害賠償請求できる額については、不実開示の発覚直前の市場価格と処分価格の差額とする裁判例と²⁴、

²³ なお、西武鉄道事件では、西武鉄道が、長期間にわたり、親会社であるコクドの持株比率を有価証券報告書において偽っていたことが問題となった。なお、株価の推移は以下の通りである。虚偽記載等の公表直前（2004年10月13日）：1081円、公表直後（2004年10月14日）：881円（ストップ安）、上場廃止決定日（2004年11月16日）：268円、上場廃止日前日（2004年12月16日）：485円、公表前1カ月間の平均株価：1142円、公表後1カ月間の平均株価：534円。

²⁴ 東京地判平成20年4月24日判例時報2003号10頁、東京地判平成21年1月30日金判1316号34頁。

民法248条を根拠にして不実開示発覚直前の株価の15%とする裁判例、²⁵がある。また、株価下落損害とは異なり、取得価格に不実開示の発覚前後の株価変動率を乗じた額とする裁判例や、²⁶取得価格と処分価格の差額について損害賠償請求を認めた裁判例、²⁷がある。

一方、不実開示の発覚後も有価証券を継続保有していた投資家（以下、保有原告という）については、不実開示の発覚直前の市場価格と口頭弁論最終時の当該有価証券の価値の差額について、損害賠償請求が認められるとされているにすぎない。西武鉄道事件では、不実開示の発覚後に市場価格が下落したがその後上昇し、口頭弁論最終時の当該有価証券の価値が不実開示の発覚直前の市場価格を上回っているとされ、株価下落損害について、保有投資家の損害賠償請求は認められていない。²⁸

（2）ライブドア事件

ライブドア事件は、平成16年改正後証取法21条の2を根拠にして、初めて、発行会社の損害賠償責任が追及された。裁判例では、同条第5項の解釈について、立場が分かれている。²⁹同条第2項によって推定される損害

²⁵ 東京高判平成21年2月26日判時2046号40頁、東京高判平成21年3月31日金判1316号2頁、東京高判平成22年4月22日金判1343号44頁。

²⁶ 東京高判平成22年3月24日判時2087号134頁。なお、不実開示発覚前後の株価下落率は、「(不実開示直前の株価－不実開示直後～上場廃止前最終取引日の終値平均値)×不実開示直前の株価」によって算定されている。

²⁷ 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。ただし、これらの裁判例は、控訴審（東京高判平成22年3月24日判時2087号134頁、東京高判平成22年4月22日金判1343号44頁）では維持されていない。なお、西武鉄道事件以外に、取得価格と処分価格の差額について損害賠償請求を認めた裁判例として、大分地判平成20年3月3日金判1290号53頁がある。

²⁸ 東京地判平成19年8月28日判タ1278号221頁、東京地判平成19年10月1日判タ1263号331頁、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日判例時報2003号10頁、東京高判平成21年2月26日判時2046号40頁。

²⁹ ライブドア事件では、売上の水増しや自己株式の処分対価を利益に計上するなどの粉飾決算が問題となった。なお、株価の推移は以下の通りである。虚偽記載等の公表直前（2006年1月16日）：696円、公表直後（2006年1月17日）：596円、上場廃止日前日（2006年4月13日）：94円、公表前1カ月間の平均株価：720円、公表後1カ月間の平均株価：135円。

額（585円）から、同条5項を根拠として減額される額について、10%、³⁰30%、³¹3分の2、³²の3通りの裁判例がある。このような差異が生じた原因は、同条5項による減額の根拠となる「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に、強制捜査の開始、粉飾疑惑報道、創業者の逮捕・経営陣からの排除、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、上場廃止の可能性の報道などが含まれるか否かについて、それぞれの裁判例の立場が異なる点にある。³³

（3）アーバンコーポレイション事件

金商法21条の2を根拠とする裁判例としては、アーバンコーポレイション事件を挙げることができる。³⁴アーバンコーポレイション事件において

³⁰ 東京高判平成21年12月16日金判1332号5頁（東京地判平成20年6月13日判時2013号27頁の控訴審）。

³¹ 東京地判平成20年6月13日判時2013号27頁。

³² 東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁、東京地判平成21年6月18日判時2049号77頁。

³³ 強制捜査の開始や上場廃止の報道について、前掲注(30)の裁判例は「虚偽記載の発覚によって通常起り得る事態」であるとして減額事由とはならないと判示し、前掲注(32)の裁判例は、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であるとして減額事由になると判示している。なお、前掲注(31)の裁判例は、何を減額事由として考慮したかについて具体的な判示はなされていない。学説には、前掲注(30)の裁判例の立場に好意的な見解（黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔下〕」商事法務1872号17頁以下（2009年）、神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時62巻3号619頁以下（2010年）、岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範＝山下友信「金融商品取引法セミナー（第13回）：民事責任（3）」ジュリスト1403号94頁以下（2010年）（以下、セミナー②として引用する）112頁（岩原））と、前掲注(32)の裁判例の立場に好意的な見解がある（田中亘「判批」ジュリスト1405号184頁以下（2010年））。

³⁴ アーバンコーポレイション事件では、新株予約権付社債を発行して得た資金を利用したスワップ契約の不開示が問題とされた。実質的にいえば、実際に資金調達に失敗していたにもかかわらず、成功したかのように仮装したことが問題となった。なお、株価の推移は以下の通りである。虚偽記載等の公表直前（2008年8月13日）：62円、公表直後（2008年8月14日）の株価：32円、上場廃止前最終取引日（2008年9

も、ライブドア事件と同じく、同条2項によって推定される損害額(129.32円)から減額される額について、8割、³⁵ 7割、³⁶ 2割、³⁷ と公表裁判例は分かれている。このような差異が生じた原因は、アーバンコーポレーションが提出していた臨時報告書に虚偽記載等があったことが明らかになったのと同じ日に、民事再生手続きの開始が申立てられたことが挙げられる。民事再生手続きの開始申立てという事実は、株価に影響を与えるので、これが「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」(金商法21条の2第5項)としてどの程度考慮されるかによって、裁判例の立場が異なっているように思われる。³⁸

3-2 裁判例が提起した問題

(1) 発行会社が負うべき損害賠償責任額の算定方法

これらの裁判例から明らかのように、流通市場において不実開示を行った発行会社が負うべき損害賠償責任額について、様々な立場が存在する。裁判例の差異は、裁判例の背景に共通する一般理論があり、当該理論が具

月12日):1円、公表前1カ月間の平均株価:133.5円、公表後1カ月間の平均株価:4.18円。

³⁵ 東京地判平成22年1月12日判タ1318号214頁。

³⁶ 東京地判平成22年3月26日金法1903号115頁。

³⁷ 東京地判平成22年3月9日判時2083号86頁。

³⁸ なお、前掲注(35)~(37)の判決が出された時点で、既にアーバンコーポレーションは民事再生手続きに入っていた。そのため、減額を大きく認めた裁判例では、投資家の損害賠償請求権の額が増えすぎると民事再生手続きが滞る可能性があるといった政策的配慮がなされた可能性も存在する。ライブドア事件の前掲注(30)の裁判例でも、発行会社から過大な責任を負担することを避けるための政策的配慮がなされたとの評価もある(セミナー②・前掲注(33)112頁(岩原))。しかし、金商法21条の2の目的を投資家が被った損害を発行会社に填補させることにあると考えるのであれば、投資家が得ることができる救済の範囲を限定するという政策的配慮が妥当とは限らない。一方、金商法21条の2の主たる目的を不実開示の抑止に求めるのであれば、このような政策的配慮を肯定しやすいように思われる。不実開示の抑止という目的のために会社を倒産手続きに追い込むことは、エンフォースメントのレベルが過剰であると評価される場合もあろう。

体的な事案に適用されたことから生じたものとは思われない。³⁹ このことは、言い方を変えれば、流通市場における不実開示によって投資家が被った損害とは何か、そして、発行会社の損害賠償責任を通じて填補されるべき投資家の損害とは何かという点について、確固とした考え方に基づいて判断がなされているわけではないことを示しているように思われる。

実際に裁判所によって認容される可能性がある損害額は、理論的には、①原状回復的損害賠償(取得価格一処分価格)、②取得時差額(取得価格一想定価格)、⁴⁰ ③株価下落損害(〔不実開示の発覚直前株価一処分価格 or

³⁹ たとえば、推定損害額(金商法21条の2第2項)からの減額幅(金商法21条の2第5項)は、本来、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」という個々の投資家の属性とは無関係に決定されるべきである。しかし、ライブドア事件とアーバンコーポレーション事件では減額の割合が個々の裁判例で異なっており、このことは金商法21条の2の損害賠償責任を追及する訴訟手続きに問題があることを示している。もちろん、各事件における「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」の解釈は、最終的に最高裁判決によって統一される可能はある。しかし、最高裁判決に至る前に裁判所が統一的な判断を行うことが出来る仕組みが必要か否か検討される余地はあろう。なお、西武鉄道事件に関する前掲注(24)の裁判例に対して、請求者ごとに損害賠償額が異なることを問題視する見解がある(川島いずみ「判批」金判1320号14頁以下(2009年)17-18頁)。このような見解からは、不実開示発覚直前の市場価格の15%を処分原告に共通した損害賠償請求額とした前掲注(25)の裁判例は、肯定的に評価されるのかもしれない。しかし、後掲注(41)の本文で掲げる取得時差額であれ原状回復的損害賠償であれ、有価証券の取得時期又は処分時期によって具体的な損害賠償額が異なることは予定されている。また、金商法21条の2第1項の損害賠償額が同条5項で減額された後に、損益相殺又は過失相殺がなされる可能性があり、結果として損害賠償額が個々の投資家ごとに異なることはあり得る。

⁴⁰ 想定価格とは、取得時点で不実開示がなされていなかったと仮定した場合の価格のことをいう。取得時差額の考え方は、金商法21条の2第2項によって推定される損害額の基礎となる考え方である(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(2004年)7-8頁、齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響[中]」商事法務1718号32頁(2004年)33-34頁、セミナー②・前掲注(33)97-98頁(藤田)など)。なお、金商法21条の2の構造に対して、同条第2項が取得時点で確定的に発生し取得後の事情によって額が影響されるべきではない取得時差額の推定規定を

時価] or 不実開示の発覚直前の株価× α)の3つに整理することができるように思われる。⁴¹ ①～③は、いずれも民法の伝統的な通説と呼ばれている差額説の枠組みから導かれる。⁴² ①～③の差異は、現在の状態と比較されるべき、あるべき状態として何を想定するかによる。

①では、株式取得前の利害状況のあるべき状態とするのであって、不実開示が存在しなかったら株式を取得していなかったといえるような場合には損害賠償額の算定方法として合理的である。②は、不実開示によって歪められていない市場価格で株式を取得できた状況のあるべき状態とする。不実開示の内容や不実開示により投資判断が影響を受けた程度によっては、不実開示が存在しなかったとしても、株式を取得しなかったとまではいえない場合もある。しかし、この場合であっても、不実開示によって市場価格が影響を被ったことは否定できない場合が多い。②は、このような場合に投資家が被った損害の内容を理論的に表したものである。⁴³ ③は、先に述べた西武鉄道事件によって採用された損害額の算定方法である。株価下落損害については、西武鉄道事件によって生み出された算定方法であるため、その位置づけについて学説に争いがある。たとえば、取得時差額

設ける一方で、同条4項と5項が取得後の事情による減額を認めていることは根本的に問題であるとの指摘がある（潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務1907号15頁以下（2010年）22頁）。しかし、同条4項と5項の趣旨は、この見解の論者も示唆するように（潮見・前掲注(40)19頁）、同条2項が定める方法は取得時差額の算定方法として必ずしも精緻化されたものではないため、同条4項又は5項のような調整を必要とする点にあると思われる。この点については、後掲注(85)の本文も参照。

⁴¹ なお、③は西武鉄道事件において初めて認められた損害額の算定方法であり、それ以前の学説は、流通市場における不実開示において損害賠償責任の対象となる損害として、①と②を想定していた（黒沼悦郎「証券市場における情報開示における民事責任（5・完）」法協106巻7号1200頁以下（1989年）1233-1241頁など）。

⁴² 潮見・前掲注(40)17頁。

⁴³ 言い方を変えれば、①と②は、不実開示が投資行動に与えた影響により区別されることになる（能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』309頁以下（有斐閣、2009年）341頁注(38)）。

の算定手法の1つとして株価下落損害を理解する見解、⁴⁴ 取得時差額の算定が困難な場合の代替手段として理解する見解、⁴⁵ などがある。

（2）流通市場における不実開示によって投資家が被る典型的な損害とは何か？

②と③と比較して、①が流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任額として認められる場合は例外的であると思われる。①は、金商法19条が示すように、発行市場における不実開示によって投資家が典型的に被る損害であると考えられている。発行市場では、有価証券届出書など金商法によって開示が要求されている開示資料を利用して投資家が投資判断を行うという構造になっている。目論見書は、投資家に直接交付されなければならない（金商法15条2項）。⁴⁶ そのため、これらの開示資料について不実開示がなされた場合には、不実開示がなかったら投資家は株式を買わなかったと言いやすい。

これに対して、流通市場では、投資家が不実開示を信頼して株式を買っていたという場合もあり得るが、それ以外の場合も容易に想像できる。ただし、投資家が不実開示を直接信頼していない場合でも、不実開示によって歪められた市場価格で株式を取得したという点に限っていえば、不実開示と投資判断には因果関係はあると言いやすい。一方、不実開示が存在しなかったら株式を取得しなかったらという点に限らるのではないかとと思われる。したがって、流通市場において①の原状回復的損害賠償が認められるのは、例外的な場合に限られるように思われる。⁴⁷ そのため、本稿でも、

⁴⁴ 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔下〕」商事法務1840号39頁以下（2008年）43頁、井口直樹「西武鉄道事件東京地裁判決の検討—二つの損害賠償訴訟判決の比較—」商事法務1861号4頁以下（2009年）12頁）

⁴⁵ 石塚洋之「西武鉄道株主損害賠償請求訴訟東京高裁判決の検討〔下〕」商事法務1869号17頁以下（2009年）21頁。

⁴⁶ 目論見書の内容は有価証券届出書の内容と共通する部分が大きいため、有価証券届出書に虚偽記載等が存在する場合には、投資家に直接交付される目論見書にも虚偽記載等が存在する機会が多い（金商法13条2項1号イ、開示府令12条）。

⁴⁷ 西武鉄道事件において①を認めた裁判例は、いずれも、高裁段階で変更されている（前掲注(27)）。また、金商法21条の2第1項の損害賠償責任においても、①が

①については分析の対象外とし、②と③を中心に分析を行うことにする。

（3）取得時差額と株価下落損害の関係

②と③は、不実開示と損害との因果関係、つまり不実開示からどのようなプロセスを経て損害が発生するかという点について差異がある。②は、不実開示によって市場価格が歪められ、このような市場価格を前提にして投資判断を行わざるをえなかったため、投資家は損害を被ったとする。一方、③は、不実開示が発覚することによって、市場価格が適正価格に修正されて、市場価格が下落したことによって損害を被ったとする。このように考えると、②と③は損害として全く違うものを想定しているようにも思われる。しかし、両者には、不実開示の発覚後の株価下落額を利用して損害額を算定しようとする点で共通点がある。②は、取得時点での想定価格を問題にするのであるが、想定価格の算定に際しては不実開示発覚後の株価変動を基礎とせざるを得ないのである。⁴⁸ ②と③は、不実開示発覚後の株価下落を利用して損害額を算定しようとしている以上、どちらが望ましいのか、またいずれとも望ましくないかを判断するためには、突き詰めると、不実開示の発覚後の株価変動はどのような情報を反映して生じたものなのか、そして、それによって投資家がどのような損害を被ったのかという点を分析しなければならないように思われる。

認められることを示唆する裁判例（東京高判平成21年12月16日金判1332号5頁）や学説（神田・前掲注(33)625-626頁、潮見・前掲注(40)18頁）もあるが、実際に認めた裁判例はない。

⁴⁸ これに対して、取得時差額は株式取得時点で確定的に発生する損害であるのに対して、株価下落損害は不実開示の発覚後の投資家の行動によって損害額が変動するという差異がある。しかし、取得時差額を算定するためには不実開示の発覚前後の実際の株価下落幅を参照しなければならないという点で、取得時差額と株価下落損害は共通する。不実開示の発覚前後の実際の株価下落幅を、そのまま損害と考えるのが株価下落損害、損害は株式取得時点で確定的に発生したことを踏まえた上で実際の株価下落幅を参照するのが取得時差額である。

4. 流通市場における不実開示と投資家の利害状況

4-1 不実開示発覚後の株価下落と投資家の利害状況

（1）不実開示の発覚後の株価下落の要因

不実開示の発覚後の株価下落の要因は、少なくとも3つあるように思われる。⁴⁹ 1つ目は、真実の情報の反映である（以下、要因①という）。たとえば、ライブドア事件では、売上げや利益が水増しされていた事実が明らかになることによって、株価が真実の収益力を反映した水準に戻るようになった。西武鉄道事件では、持株比率が80%を超える大株主の存在が秘匿されていたことが明らかになることによって、このような大株主が存在することを前提にして株価が修正された。アーバンコーポレイション事件では、資金調達が成功していたことを前提として付されていた株価が修正されたといえる。このような要因による株価の下落幅は、取得時差額に相当する部分、つまり不実開示によって水増しされた株式価値と言い換えることができる。

2つ目は、不実開示の発覚に伴う信用毀損などである（以下、要因②という）。たとえば、ライブドア事件や西武鉄道事件では、要因①に加えて、

⁴⁹ 本稿と類似の立場として、神田・前掲注(33)631頁、セミナー②・前掲注(33)107-108頁（藤田）がある。なお、不実開示の発覚という事実が投資家が過剰に反応することで、株価が株式の本源的価値（“fundamental value”）以上に下落する可能性があることは広く知られている。See, Barbara Black, Reputational Damages in Securities Litigation, 35 J. Corp. L. 169, 172-173 (2009). ただし、投資家の過剰反応による株価下落は、投資家が以下の本文で分析される株価下落要因が株式価値に与える影響を一時的に適切に評価することができなくなったことに由来する。したがって、本稿では、独立した株価下落要因として分析の対象とはしなかった。しかし、不実開示発覚後の株価下落を利用して発行会社の損害賠償責任額を算定する際には、このような投資家の過剰反応の影響が排除されなければならないことは当然である。なお、ライブドア事件で問題になった、虚偽記載等の事実の発覚に伴う強制捜査の開始や粉飾疑惑報道には、正確にいえば、後述する要因②に該当する部分と後述する要因①について投資家の過剰反応を煽るという部分の双方が含まれるかもしれない。そうすると、強制捜査の開始や粉飾疑惑報道については、投資家の過剰反応の影響が排除されれば、株価下落要因として独立して取り上げる必要性は低下することになるだろう。

上場廃止の可能性などが報道されることを受けて株価が下落したことは否定できない。アーバンコーポレイション事件では、不実開示の発覚とは別の要因として、民事再生手続きの申立てを挙げることができる。

3つ目は、損害賠償責任、訴訟費用や課徴金という形で、将来、会社から財産が流出することが予想されることが挙げられる。ただし、この要因は、少なくとも現時点では、無視してもよいように思われる。なぜなら、アメリカと異なり、まだ、日本では高額な弁護士費用や行政による高額な制裁金の賦課といった問題が顕在化していないからである。⁵⁰

以上の分析で重要なのは、株価下落の要因は、要因①、すなわち、不実開示によって水増しされた株式価値の修正に限られないということである。

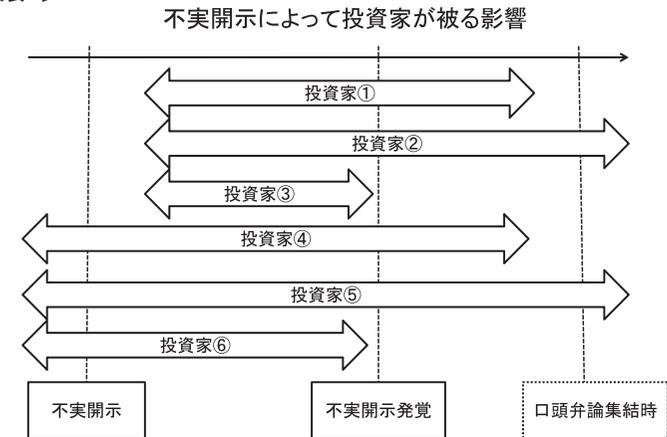
（2）投資家の属性の類型化

株価下落の要因を縦軸とするならば、横軸として、投資家の類型を考慮する必要がある。不実開示によって投資家が被る影響は、投資家の類型によって異なるからである。⁵¹ 投資家の類型は、[図表1]のように整理することができる。

⁵⁰ アメリカでは、最近、流通市場において不実開示を行った発行会社の責任を追及する証券クラスアクションに対して批判的な見解が有力である。その理由の一つとして、前掲注(17)の本文中で挙げた株主間の利益移転の問題（“Circularity”）に加えて、高額な弁護士費用が挙げられている。See, e.g., John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1546-47 (2006); Alicia Davis Evans, *The Investor Compensation Fund*, 33 *J. Corp. L.* 223 (2007); Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Colum. L. Rev.* 237, 280-81(2009); James J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 *Mich. L. Rev.* 323, 329(2009)。なお、以下の分析では、アメリカの証券クラスアクションを分析対象とした先行研究にも触れられている。その理由として、日本とアメリカとは資本市場の基本的な構造に大きな差異がないと思われることが挙げられる。そして、本稿が研究対象とする発行会社の損害賠償責任は、資本市場の構造の差異によって、その意義や機能が大きく変容するように思われるのである。ただし、本稿の目的はアメリカの証券クラスアクション自体を分析することではないので、先行文献の引用が包括的とはいえないことは予めお断りしておく。

⁵¹ 株価下落の要因と投資家の属性を組み合わせる分析について、本稿は、Park, *supra* note 50, at 330-332 から大きな示唆を得ている。

〔図表1〕



投資家①とは、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家②とは、不実開示後に株式を取得し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家③とは、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す。投資家④とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家⑤とは、不実開示前から株式を保有し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家⑥とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す。⁵²

（3）不実開示発覚後の株価下落と投資家の利害状況の多様性

投資家①～⑥の中で、投資家①と②は、要因①に相当する損害、すなわち、取得時差額に相当する損害を被っている。そして、投資家①、②、④、

⁵² [図表1]の投資家①～投資家⑥に加えて、不実開示発覚後に株式を取得した投資家⑦とでもいべき投資家が存在する。しかし、投資家⑦は投資家①～⑥の地位を承継しているに過ぎない。そのため、本稿の分析との関係では投資家⑦を別に挙げる必要はない。

⑤は、要因②に相当する損害を被っている。要因①と要因②を足したものが、株価下落損害に相当する。このように、要因①に相当する損害と要因②に相当する損害を比較すると、後者が不実開示発覚時の全株主が共通して被る損害に相当するという差異がある。そして、[図表1]から明らかのように、投資家⑥は、不実開示によって市場価格が歪められる前に株式を取得し、不実開示によって水増しされた市場価格で株式を売却しているため、不実開示によって利得しているといえる。

これに対して、投資家③は、不実開示によって歪められた市場価格で株式を取得し、歪みが是正される前に市場価格で売却しているため、不実開示によって影響を被っていないといえる。確かに、投資家③も不実開示によって水増しされた市場価格で株式を取得したという点で、取得時差額の損害を被っている。しかし、その後、不実開示によって水増しされた市場価格で株式を売却している。したがって、投資家③は不実開示によって損害を被っていないと評価されるべきだと考える。

4-2 発行会社の損害賠償責任が投資家に与える影響

(1) 発行会社の損害賠償責任による投資家の利害状況の変化

発行会社の民事責任という要素を加えることによって、投資家の利害状況がどのように変化するのであろうか。流通市場において不実開示を行った発行会社に対して損害賠償責任を追及することができるのは、投資家①と投資家②である。したがって、投資家④と投資家⑤は、投資家①と投資家②と同じく株価下落損害を被っているにも関わらず、発行会社に対して損害賠償請求できないことになる。⁵³ そして、投資家①と投資家②が追及可能な発行会社の損害賠償責任を最終的に負担するのは、不実開示発覚時

⁵³ 理論的には、不実開示によって売り時を逸したことを理由に、投資家④と投資家⑤が民法709条を根拠にして発行会社に損害賠償責任を行うことも、当然に否定されるわけではない（黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金—」金融研究25巻69頁（2006年）73頁）。しかし、本稿が想定するように、市場価格を上げようとする不実開示が行われた場合に発行会社に損害賠償責任を追及することが現実的に可能な投資家は、金商法21条の2を利用することができる投資家①と投資家②に限られるように思われる。

の株主である投資家①、投資家②、投資家④、投資家⑤となる。⁵⁴ しかし、投資家①と投資家②は損害賠償責任を追及する主体であるので、最終的には、発行会社が投資家①と投資家②に損害賠償責任を履行することによって生じる株式価値の減少額を上回る損害賠償を得ることができる。そのため、発行会社の損害賠償責任の負担者とはいえなくなる。すなわち、発行会社の損害賠償責任は投資家④と投資家⑤によって負担されることになる。また、発行会社が損害賠償責任を履行することによって、会社の経営が揺らぐ場合には、損害賠償責任の一部を債権者も負担することになる。

以上の分析から、投資家①と投資家②に対する発行会社の損害賠償責任を認めることによって、以下の2つの問題が発生することが明らかになる。第1の問題は、債権者の利益が害される可能性があるということである。⁵⁵ 第2の問題は、投資家④と投資家⑤から、投資家①と投資家②への利益移転が生じるということである。⁵⁶

しかし、この2つの問題の重要性には差異がある。なぜなら、発行会社の損害賠償責任の対象とすべき損害の内容によって、債権者の利益が害されるという問題の重要性は変化するからである。このことは、発行会社が

⁵⁴ 本稿では、不実開示発覚によって、発行会社が将来的に損害賠償責任を負担しなければならない可能性が市場価格に反映されることを前提にしている。

⁵⁵ この点を重視、発行会社が株主に対して負う損害賠償責任額を限定的に解する前掲注(25)の裁判例に肯定的な見解として、和田宗久「判批」金判1328号8頁以下(2009年)17-18頁がある。

⁵⁶ なお、本稿では、発行会社の損害賠償責任の最終的な負担者は株主であることを前提にしている。しかし、この前提自体に議論の余地が全くないとはいえない。たとえば、発行会社が損害賠償責任を負担しなければならない場合には、役員などの報酬や従業員の給与が減額されたり、取引先との取引条件が変更されたりする可能性もあり得る。このような場合には、発行会社の損害賠償責任の一部を、株主以外の会社関係者が負担することになる。同じような問題は、法人税の二重課税にも存在するといわれている。See, Daniel Shaviro, *Decoding the U.S. Corporate Tax* 67 (2009). なお、平成16年改正の立案担当者は、このような立場にたっているようである（セミナー①・前掲注(8)81-82頁（三井）、岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範＝山下友信「金融商品取引法セミナー（第14回）：民事責任（4）」ジュリスト1406号118頁以下（2010年）（以下、セミナー④として引用する）125頁（三井））。

要因①に相当する損害額についてのみ損害賠償責任を負う場合と、要因②についても損害賠償責任を負うべき場合を比較することによって明らかになる。そして、次に述べる通り、要因②に相当する損害について発行会社の損害賠償責任を否定することができれば、債権者の利益が害されるという問題の重要性は大幅に低下するのである。

（２）発行会社の損害賠償責任の対象とすべき損害とは？

発行会社が要因①に相当する損害額についてのみ損害賠償責任を負う場合、発行会社の損害賠償責任の妥当性との関係で、債権者の利益を問題にする必要性は大きくはないと思われる。なぜなら、要因①は不実開示によって投資判断を歪められたことから生じた損害に相当するので、投資家①と投資家②の立場は、企業の違法行為の被害者と同じだからである。したがって、要因①に相当する分についてのみ発行会社に損害賠償責任を課す場合には、投資家①と投資家②は、不法行為責任の被害者として損害賠償請求するだけなので、債権者の利益との調整という観点はそれほど必要ではないと思われる。⁵⁷

しかし、発行会社が要因②に相当する分についてまで損害賠償責任を負う場合には、状況が異なる。なぜなら、要因②は、企業が違法行為を行っていたことが発覚した場合に一般的に生じる損害だからである。たとえば、企業の違法行為が発覚することによって信用が失墜したり、取引を打ち切られたりすることによって、会社の価値が下がる可能性があることは容易に想像することができる。そして、このような損害については、株主代表訴訟による解決を優先するというのが現行法の立場である。⁵⁸ 株主代表訴訟

⁵⁷ ただし、金商法21条の2第1項のように無過失責任とする場合には、投資家①と投資家②が企業の違法行為の被害者と同じ立場にあることのみを根拠にして、本稿の立場を正当化することができるか否かは議論の余地がある。このことは、発行会社が投資家に対して負うべき損害賠償責任額は、前掲注(19)で引用した文献からうかがわれるように、損害賠償責任の成立要件と独立して議論することができないことを指し示している。

⁵⁸ 東京高判平成17年1月18日金判1209号10頁。なお、要因②には上場廃止による損害も含まれる。上場廃止により、株主は、資金調達を選択肢が狭まるなど発行会社の企業価値の減少による不利益と、流通性の喪失による不利益を被る（黒沼・前掲注(17)22頁）。しかし、上場廃止による流通性の喪失は企業価値による減少によ

による場合には、役員などが会社に対して損害賠償責任を支払うことを通じて、株主の損害が填補されることになる。この場合、損害賠償金は会社財産の一部になるので、債権者の利益も保護されることになる。したがって、株主代表訴訟による填補が予定されている損害について、金商法21条の2などを根拠にして発行会社の損害賠償責任を認める場合には、債権者の利益という点で、制度間の齟齬が発生してしまうことになる。⁵⁹

以上の分析は、投資家①と②が被った要因②に相当する損害の填補を目的とする法制度は不要であることを主張しているわけではない。要因②に相当する損害について投資家①と②に発行会社に対する損害賠償請求を認めることには、債権者の利益の観点から問題があると主張しているに過ぎない。要因②に相当する損害も不実開示と事実の因果関係があることは否定できず、何らかの形で填補されるべきである。しかし、不実開示によって投資家が被る損害は様々であり、要因①と要因②を区別することができるのであれば、それぞれに相当する損害の性質に応じて、合理的な損害

て株主が被る損害ではなく、株主が株主の地位に基づいて直接被る損害である。したがって、現行法上、本注の本文で挙げたように株主代表訴訟による解決が優先される損害であるとはされていない。このような損害については、発行会社が株主に損害賠償しても、損害賠償責任が履行されることで会社財産が減少することに伴い株式価値も減少するので原告株主の損害が回復しないこと等を理由に、発行会社の損害賠償責任の対象となる損害から除外する見解がある（田中・前掲注(33)187-88頁）。また、上場廃止による流通性の喪失は、上場廃止時の全株主が共通して被る損害である。このような損害を発行会社の損害賠償責任の対象にする場合には、本来、損害を被った全株主が発行会社に対して損害賠償請求できるようにするべきである。しかし、金商法21条の2第1項の責任を追及できるのは投資家①と②のみである。したがって、金商法21条の2第1項の責任は、全株主が共通に被った損害について賠償を請求する手段として不適切である。以上に述べた筆者の見解は、要因②に相当する部分は、本来、全株主が平等に負担すべきリスクである（若杉・前掲注(17)6、13-14頁）と言い換えることもできるように思われる。

⁵⁹ 田中・前掲注(33)187-88頁。なお発行会社が投資家に対して負担すべき損害賠償責任の範囲から要因②に相当する損害を除くことは、投資家の損害賠償請求権を発行会社の倒産手続きにおいて一般債権者と同順位に扱うことを基礎付ける一要素でもある。要因②に相当する損害は、株主が負担すべき事業活動のリスクといえるからである（後藤・前掲注(12)65頁）。

填補の方法が探求されるべきではなかろうか。少なくとも、要因②に相当する損害については、発行会社の損害賠償責任の対象とすることは合理的ではないように思われる。一方、投資家④と⑤から投資家①と②への利益移転という問題は、発行会社が負担すべき損害賠償責任の額を、要因①に相当する部分に限定するか否かとは無関係に存在することに留意されるべきである。

4-3 発行会社の損害賠償責任の再検討の視点

(1) 発行会社の損害賠償責任の再検討の視点

不実開示を行った発行会社に投資家に対する損害賠償責任を課すことには、債権者の利益が害される可能性があるという問題と、投資家④と投資家⑤から投資家①と投資家②への利益移転が生じるという問題があった。しかし、以上の分析から、債権者の利益が害されるという問題は、発行会社が負うべき損害賠償責任の範囲から要因②に相当する損害を除くことによって、大部分は解決されるように思われる。したがって、発行会社の損害賠償責任の合理性は、投資家④と投資家⑤から投資家①と②への利益移転によって、損害填補又は違法行為抑止の点で社会的に望ましい結果を発生させることができるか否かによって決定されることになる。

(2) 損害填補の手段としての発行会社の損害賠償責任

投資家④と⑤が損害賠償責任を負担することについては、まず、投資家④と⑤も不実開示という企業の違法行為の被害者であるという点で、投資家①と②と同じであることが考慮されなければならない。⁶⁰ そのため、発

⁶⁰ Donald C. Langevoort, Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 Ariz. L. Rev. 639, 648-649 (1996); James D. Cox, Making Securities Fraud Class Actions Virtuous, 39 Ariz. L. Rev. 497 (1997); Coffee, supra note 50, at 1556-57; Fox, supra note 50, at 280-81; Frederick C. Dunbar & Arun Sen, Counterfactual Keys to Casusation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits, 2009 Wis. L. Rev. 199, 210-211. なお、この点について、投資家④と⑤には経営者を選択する権利がある以上、自らが選択した経営者の不実開示によって発行会社が負うことになる損害賠償責任について、最終的な負担者となることを甘受するべきであるとの見解もある（若杉・前掲注(17)15頁、座談会〔上〕・前掲注(13)13頁（黒沼））。上場会社の少数株主に、ここまでの要求をすべきか否かについては、見解が分かれるのではなかろうか。ただし、後掲注(77)で

行会社の損害賠償責任の主たる機能して損害填補を考える場合、いわば被害者同士で損害填補が行われることを予定する法制度が果たして合理的なのか否かが問題となる。⁶¹ また、投資家①～⑥の区別は、あたかも投資家①～⑥が独立して存在していることを前提にしているかのように思われるが、実際には、一人の投資家が投資家①～⑥の属性のいくつかを同時に充たしている場合もありえる。たとえば、投資家①、②、④、⑤の属性を同時に持つ投資家にとっては、発行会社の損害賠償責任は全く意味がない。⁶² また、損害賠償責任を追及できる投資家①や②の属性を持つ投資家が、同時に、不実開示から利得する地位にある投資家⑥の属性を持つ場合もあり得る。⁶³ この場合、投資家①と②として被った損害が、投資家⑥として得た利得によって填補されれば、発行会社の損害賠償責任を損害填補

指摘するように、不実開示抑止の観点から、不実開示を抑止するために必要な管理体制を発行会社に整備させるよう行動するインセンティブを投資家④又は⑤の属性を持つ株主に付与することが正当化されるか否かは、別に検討される必要がある。

⁶¹ なお、投資家①と②と投資家④と⑤の区別は、取引頻度によってもたらされる。つまり、頻繁に取引をする投資家は投資家①や②になる確率が高く、損害賠償責任を追及できる可能性が高い。See, Coffee, supra note 50, at 1559-61; Jill E. Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 94 IOWA L. Rev. 811, 870-71(2009). そうすると、発行会社の損害賠償責任は、長期保有の投資家から短期保有の投資家への利益移転を生じさせると言い換えることができるかもしれない。しかし、取引頻度が高い投資家は市場の流動性向上に寄与しているので、結果として、発行会社の損害賠償責任を追及できる機会が多いとしても、当然に不当とはいえないように思われる。See, Park, supra note 50, at 342-43. ただし、取引頻度が高い投資家の方が一般的に不実開示のリスクを管理する能力が高いのであれば、発行会社の損害賠償責任は、不実開示のリスクを管理する能力が低い投資家が不実開示のリスクを管理する能力が高い投資家の損失を填補するというようになってしまう。See, Donald C. Langevoort, Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 Ariz. L. Rev. 639, 648-650; Merritt B. Fox, Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade? 2009 Wis. L. Rev. 297, 304.

⁶² むしろ、弁護士費用など発行会社の損害賠償責任を追及するために必要な費用に相当する部分について、本文に掲げた属性を持つ投資家は損失を被ることになる。

⁶³ 不実開示の期間が長期間になればなるほど、投資家が投資家⑥の属性を獲得する可能性は高くなるとの指摘がある。See, Fox, supra note 61, at 305.

のための法制度として用意する必要はない。⁶⁴ したがって、発行会社によって行われた不実開示によって、個々の投資家が被った損害の内容は、投資家①～⑥の属性の組み合わせによって、個々の投資家ごとに異なるのである。⁶⁵

したがって、不実開示によって投資家が被った損害の填補を投資家間で行わせることを発行会社の損害賠償責任の主たる目的とする場合には、個々の投資家が被った具体的な損害を確定する必要がある。そのためには、発行会社に損害賠償請求する投資家の属性や取引記録を確認するなど制度設計を工夫する必要がある。

（3）不実開示抑止の手段としての発行会社の損害賠償責任

損害填補の観点から合理的な制度を設計することが困難であっても、違法行為抑止の観点から合理的な制度を設計することが出来るのであれば、発行会社の損害賠償責任の存在意義を認めることができる可能性がある。不実開示を抑止する必要性については、個々の投資家が損害を被る可能性があることに加えて、以下の3つの点が考えられる。⁶⁶

第1に、不実開示がなされる可能性があることで、不実開示プレミアム

⁶⁴ 発行会社に損害賠償請求できる投資家が被った損害から投資家⑥として得た利益を控除するか否かによって、投資家が実際に被った損害の額は大きく異なることを指摘する見解がある。See, Willard T. Carleton et al., *Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study*, 38 Ariz. L. Rev. 491, 494-99 (1996); Cox, *supra* note 60, at 505. 一方、発行会社の損害賠償責任の最終的な負担者である投資家④や⑤の属性を持つ投資家が、同時に、投資家⑥の属性を持つ場合には、発行会社の損害賠償責任を認めることによって、結果として、不実開示から利得を得た者が損害賠償責任を負担することになる。

⁶⁵ 本文で掲げたように損害賠償請求可能な投資家が不実開示から同時に利得する可能性が否定できない以上、このような利得を損害賠償請求額から控除しない場合には、ある不実開示から投資家が被る損害の総額よりも投資家が請求可能な損害賠償額の総額が構造的に上回るようになってしまう。See, Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 651-52 (1985); Langevoort, *supra* note 60, at 646-648 (1996).

⁶⁶ Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law. 1, 16-17(1982); Coffee, *supra* note 50, at 1566-66; Fox, *supra* note 50, at 264-268.

が発生する。不実開示プレミアムとは、投資家が不実開示によって市場価格が不当につり上げられている可能性を考慮して取得価額から割り引く額のことをいう。不実開示プレミアムの存在によって市場価格が下落すれば、資金調達のコストが上昇することになる。

第2に、公正な競争環境を維持するために不実開示を抑止する必要がある。「革新的な会計処理」を利用した粉飾決算は、業界全体への感染力が非常に強い。なぜなら、粉飾決算を行う会社は、外観上は業績が良いため、資本市場で高く評価されるからである。そのため、粉飾決算をしていない会社にも、競争上の不利益を回避するために、「革新的な会計処理」を採用する誘因があるからである。⁶⁷

第3に、投資家が、発行会社から開示された情報の正確性を調査する費用が節約される。

しかし、不実開示を抑止する必要性と、発行会社の損害賠償責任を通じて不実開示を抑止する合理性は、別に議論されなければならない。発行会社の損害賠償責任と役員などの損害賠償責任のうち、どちらを中心にして法制度を設計するが議論される必要がある。発行会社の損害賠償責任が、役員などの損害賠償責任と比較して優れている点として、まず、責任主体としての資力を挙げることができる。発行会社の損害賠償責任の優位性として資力を挙げることは、「取りやすいところから取る」という面があることは否定できない。しかし、違法行為の抑止という観点からは、実際に損害賠償責任を追及する訴訟が提起される必要がある。そのためには、原告が実際に損害賠償金を得ることが出来ること、言い方を変えれば責任主体の資力が十分であることが必要である。⁶⁸ 現在の日本の役員報酬の現状

⁶⁷ 具体例として、WorldComの粉飾決算について、AT&TがWorldComと競合する分野から撤退したこと、同業者であるQwest, Global CrossingがWorldComの会計処理に追随したことが、Enronの粉飾決算について、Dynergy'sがEnronの会計処理に追随したことなどが挙げられている。See, Coffee, *supra* note 50, at 1566 note 114.

⁶⁸ 違法行為抑止の手段として、発行会社の損害賠償責任ではなく、限度額が設定された民事制裁金を活用すること、民事制裁金の賦課をSECに加えて損害を被った投資家が請求できることを認めることなどが主張されることがある。See, Langevoort, *supra* note 60, at 657-58; John Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class*

を考えると、役員などの損害賠償責任を中心に考える場合には、訴訟提起のインセンティブが過小になるという問題があるように思われる。⁶⁹

また、企業の違法行為のエンフォースメントの費用を株主が負担するという説明は、投資家間の利益移転を通じて損害填補を図るという説明よりも受け入れられやすいと思われる。⁷⁰ しかし、発行会社の損害賠償責任を違法行為抑止の観点から基礎付けるといっても、投資家④と⑤から投資家①と②への利益移転が生じるという事実は変わらない。そのため、エンフォースメント費用の負担のあり方という点で、議論の余地があることは否定できない。⁷¹

Actions, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1489 (1996). しかし、民事制裁金の賦課を求めて投資家が訴訟を提起するか否かは、結局、投資家を代理する弁護士が当該訴訟から十分な報酬を得ることができるか否かによって決まる。この点は、民事制裁金への移行を主張する論者によっても認識されているが、アメリカの証券規制における民事制裁金の現在のレベルを踏まえると、訴訟提起のインセンティブが不十分になりかねないとの批判もある。See, Coffee, *supra* note 50, at 1563-64. なお、アメリカでは、IPOの規模が大きくなればなるほど、不実開示を理由とした証券クラスアクションの数が増加しているようである。その理由として、一定規模以下のIPOでは、弁護士報酬が、証券クラスアクションの提起などのために弁護士が負担する固定費用を上回ることが期待できないことが挙げられている。See, James Bohn & Stephen Choi, *Fraud in the New-Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions*, 144 U. Pa. L. Rev. 903, 952 (1996).

⁶⁹ 一方、発行会社の損害賠償責任を中心に考える場合には、逆に訴訟提起のインセンティブが過大になりすぎるという問題が発生する可能性があることは否定できない。違法行為抑止の観点からは、訴訟が提起されること自体が望ましいこととして評価されるのではない。不実開示が抑止されることによって生じる利益が、発行会社に損害賠償責任を課すことによって生じる種々の費用を上回る場合に限り、発行会社の損害賠償責任の合理性が認められるのである。事後的な損害賠償責任の可能性が、適切な情報開示を萎縮させる可能性があることにも留意されるべきである。See, Langevoort, *supra* note 60, at 652-53.

⁷⁰ Park, *supra* note 50, at 339; Fox, *supra* note 61, at 327-28.

⁷¹ なお、アメリカでは、発行会社の損害賠償責任を中心として証券規制の損害賠償責任が運用されているが、発行会社が保険会社と証券規制上の損害賠償責任を対象とする保険契約を締結しているため、損害賠償責任の最終的な負担者は保険会社であるといわれている。発行会社は保険契約を締結すれば、その保険料は株主全員が

一方、違法行為抑止の観点から発行会社の損害賠償責任を基礎付ける際の問題として、不実開示のインセンティブ構造との整合性を欠いていることが指摘されることがある。たとえば、発行会社が発行市場において不実開示を行う理由は、有利な条件で資金を調達することである。この場合、発行会社に対して、金商法18条と19条が定めるように無過失で原状回復を目的とした損害賠償責任が課される場合には、発行市場において発行会社が不実開示を行うインセンティブは減少すると思われる。なぜなら、不実開示を行い有利な条件で資金を調達しても、不実開示が発覚した場合には、調達した資金を投資家に返還しなければならないからである。⁷²

これに対して、流通市場における不実開示の多くが、役員などが私的利益を追求するために行われているのであれば、発行会社に損害賠償責任を課すだけでは、役員などが不実開示を行うインセンティブは減少しない。⁷³ 役員などに対して、不実開示から得ることができる（期待）利益を上回る（期待）費用が課せられない限り、不実開示のインセンティブは消滅しない。そのため、少なくとも、損害賠償責任を履行した発行会社から役員などに対して求償がなされる実効的な仕組みが用意される必要がある。⁷⁴

しかし、そもそも流通市場における不実開示のインセンティブ構造につ

負担することになるので、不実開示のエンフォースメント費用を株主全員が負担することになっているように思われる。See, Lawrence A. Cunningham, *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability*, 52 UCLA L. Rev. 413, 443 (2004); Coffee, *supra* note 50, at 1550-51; Park, *supra* note 50, at 344-345. 発行会社の損害賠償責任を対象とする保険契約が一般的に利用可能となった場合には、違法行為抑止機能が稀釈化される一方で、損害填補の観点でも発行会社の損害賠償責任の機能を再検討する余地が生まれるが、この点は今後の研究課題とする。⁷² 事後的に不実開示が発覚する確率が高ければ高いほど、不実開示のインセンティブは減少する。

⁷³ 役員などが不実開示を行う理由としては、業績連動型報酬の増加、経営責任が顕在化することの回避などが考えられる。

⁷⁴ もちろん、役員などの資力が十分では無い場合には、発行会社が投資家に履行した損害賠償額全額を役員などから回収することができなくなる。この場合、発行会社が損害賠償責任の一部を負担することになるが、これは先に述べた違法行為のエンフォースメント費用の一部を発行会社が負担することを意味する。

いて、我が国において十分な議論がなされているのであろうか。流通市場における不実開示は、役員などが私的利益を追及するために行われるという考え方は、役員報酬の大部分がストック・オプションなど株価と連動したもになっているアメリカにおいては、合理的であるかもしれない。⁷⁵しかし、我が国の役員報酬の現状を踏まえると、我が国とアメリカの状況には無視できない差異があるように思われる。⁷⁶ 不実開示の動機によって

⁷⁵ アメリカにおいても、流通市場における不実開示を行った発行会社が損害賠償責任を負うことと、製造物責任などを発行会社が負うことを区別することはできないとの見解もある。See, Cox, *supra* note 60, at 511. 製造物責任などの不法行為責任が問題となる行為については、経営者は会社利益・株主利益のために行動している場合が多い。そして、会社の不法行為責任の最終的な負担者である株主は、不法行為の受益者でもあるから、会社に不法行為責任が課されることで事業活動の費用が内部化される。その結果、経営者は、会社利益・株主利益の観点から経営判断を行う際に、会社が不法行為責任を負うリスクを考慮するようになるので、違法行為の抑止が期待される。しかし、このような関係は、流通市場における不実開示には存在しないとする見解が有力である。このような見解では、流通市場における不実開示は、経営者などが解雇や企業買収の標的となることを回避したりストック・オプションの価値を向上させたりするために行われることを前提として、証券クラスアクションの合理性が分析されている。See, Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691, 702-703; Coffee, *supra* note 50, at 1562-63; Fox, *supra* note 61, at 260, 280-81.

⁷⁶ 取締役が会社のために虚偽記載をすることを「ありがちなケース」と評価する見解もある（黒沼・前掲注(17)21頁）。我が国の上場会社が不実開示を行った理由を分析した資料として、日本公認会計士協会「上場会社の不正調査に関する公表事例の分析」経営研究調査報告第40号（2010年4月13日）がある。なお、有価証券報告書等のいわゆる継続開示書類の虚偽記載等を行った発行会社に対しては、課徴金の納付が命じられる（金商法172条の4）。我が国の課徴金制度は、平成16年証券法改正以来、違反行為者が得た経済的利得の額を基準にして課徴金の額を定めるという立場を堅持している（金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」（2007年12月18日）2頁、池田唯一＝三井秀範＝増田直弘＝井藤英樹＝新発田龍史＝大来志郎＝齋藤将彦『逐条解説2008年金融商品取引法改正』（商事法務、2008年）100頁）。継続開示書類の虚偽記載等についても、発行会社は、不実開示によって、会社の格付けの上昇や、レピュテーションの上昇とそれに伴う取引拡大といった利益を得るとされている（吉田尚弘「継続開示義務

は、役員などの損害賠償責任による抑止が望ましい場合と、発行会社の損害賠償責任による抑止が望ましい場合が共に存在するように思われる。⁷⁷

5. 法規制へのインプリケーション

5-1 発行会社の損害賠償責任の位置づけ

以上の分析から、現時点で筆者は、発行会社の損害賠償責任は、損害填補よりも違法行為抑止に重点を置いて制度設計がなされることが望まし

違反に対する課徴金制度の概要－証券取引法の一部改正に係る衆議院修正」JICPAジャーナル602号40頁（2005年）。

⁷⁷ たとえば、会社の財務状況が悪化していることを隠匿するために不実開示がなされる場合には、経営者は純粋に自己利益のためだけに不実開示を行っているとはいえないように思われる。また、不実開示の原因が発行会社の組織体制や組織内文化にある場合には、発行会社（の経営者）に不実開示を防止する体制を整備するインセンティブを与える手段として、発行会社の損害賠償責任が合理的な場合があるとの指摘もある。発行会社に損害賠償責任者が課されることで、その最終的な負担者である投資家④又は⑤の属性を持つ株主は、独立社外取締役から構成される監査員委員会などによる会計監査の実効性向上など不実開示を阻止するための体制を発行会社に整備させるインセンティブを持つことになる。See, Langevoort, *supra* note 60, at 656; Cox, *supra* note 60, at 511-512. ただし、投資家④又は⑤の属性を持つ株主が同時に投資家①、②、⑥の属性のいずれかを持つ場合には、不実開示を防止するための体制の整備を発行会社に働きかけるインセンティブが減少することは否定できない。なぜなら、株主が、投資家①又は②の属性を持っていれば不実開示によって被った損害の賠償を事後的に発行会社に請求することが可能となるし、投資家⑥の属性を持っていれば不実開示からそもそも損害を被っていない場合もあるからである。発行会社の損害賠償責任が不実開示抑止の手段として合理的か否かを判断するためには、我が国の株主構成や投資家の投資行動を参考にして、他の属性と比較して投資家④又は⑤の属性が大きな影響を与える投資家の数や持株割合が明らかにされる必要がある。なお、本稿の主たる検討対象ではないが、発行会社の損害賠償責任を認めることが、不実開示の抑止を目的とする他の制度の運用に与える影響も考慮されなければならない。たとえば、投資家が発行会社から損害賠償を得ることが出来るとした場合、投資家が証券会社や監査法人などゲートキーパーの行動を監視したり責任を追及したりするインセンティブにどのような変化が生じるかも検討されるべきとの指摘がある（後藤・前掲注(12)65-66頁）。

いと考えている。⁷⁸ 発行会社が負担すべき損害賠償責任額をどのように調整しようと、不実開示の被害者である投資家④と⑤から同じく不実開示の被害者である投資家①と②への利益移転は発生するからである。被害者同士の利益移転で損害填補を図るという制度設計は、被害者救済という観点から正当化することは困難ではなからうか。⁷⁹

しかし、発行会社の損害賠償責任を違法行為抑止の観点から説明するというだけでは、投資家間の利益移転を正当化するためには不十分である。発行会社の損害賠償責任の合理性は、事後的に投資家間の利益移転を生じさせることによって、経営者、従業員、株主など発行会社の関係者に不実開示を防止するインセンティブを付与することができるか否かにかかっている。そして、発行会社が損害賠償責任を負うべき額は、経営者などに付与される不実開示を防止するインセンティブの大きさを決定する重要な要素である。したがって、本来であれば、「不実開示を防止するインセンティブを付与するために望ましい損害賠償責任額とは何か？」という観点から、発行会社が負うべき損害賠償責任額は決定されなければならない。しかし、発行会社の損害賠償責任が制度として社会に受け入れられるためには、発行会社が負うべき損害賠償責任額にも限度が存在するように思われる。そして、本稿の分析から、筆者は、発行会社が投資家①と②に対して負担すべき損害賠償責任の額は、要因①に相当する額に限定されるべきであると考えている。⁸⁰ その理由として、以下の2点が挙げられる。第1

⁷⁸ 違法行為抑止の観点を重視した不法行為法の制度設計が認められるべきことについて、森田果＝小塚莊一郎「不法行為法の目的－『損害填補』は主要な制度目的か」NBL 874号10頁（2008年）等を参照。

⁷⁹ ただし、発行会社が保険契約を利用可能なことを前提にした上で、損害填補の観点から、発行会社の損害賠償責任を積極的に基礎付ける見解もある。See, Cox, *supra* note 60, at 512-14; Park, *supra* note 50, at 346-47.

⁸⁰ 発行会社の損害賠償責任が投資行動に与える影響は、投資家①～⑥の属性を持つ投資家の分布などを踏まえて検討されなければならない問題であるが、本稿では十分な検討ができなかった。この点は、今後の課題である。なお、要因②に相当する部分について発行会社が投資家に対して損害賠償責任を負うべきか否かについて、アメリカにおいても賛否両論がある。See e.g., Allen Ferrell & Atanu Saha, Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceu-

に、要因②に相当する損害について、投資家①又は②と投資家④又は⑤の立場に差異はない。一方、要因①に相当する損害は、不実開示による市場価格の歪みによって生じた、まさに不実開示固有の損害である。したがって、要因②に相当する損害も発行会社の損害賠償責任の対象に加えた場合には、投資家④又は⑤が不当に差別的に取り扱われたと感じる可能性があることは否定できない。その結果、長期投資など投資家④又は⑤の属性を獲得しやすい投資行動が萎縮する可能性もある。第2に、発行会社が負うべき損害賠償責任を要因①に相当する損害に限定することは、投資家①と②と発行会社の一般債権者との利害調整を不要とするための必要条件である。⁸¹

違法行為抑止の手段として発行会社の損害賠償責任を位置づける際には、社会的に最適な抑止のレベルを明確化すること、不実開示発生メカニズムを明確化すること、損害賠償責任以外のエンフォースメントの手段との役割分担を考慮することが課題となる。違法行為の抑止の観点からは、発行会社の損害賠償責任を追及する訴訟の数が増加すること自体が肯定的に評価されるとは限らないことに留意されなければならない。発行会社の損害賠償責任の追及が実体面と手続面の双方において容易になればなるほど、和解金や弁護士報酬目当ての濫用的な訴訟が提起される可能性が増加することになるからである。⁸²

ticals, Inc. v. Broudo, 63 Bus. Law. 163, 179-80 (2007); Donald C. Langevoort, Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market, 2009 Wls. L. Rev. 152, at 183 note140; Dunbar & Sen, *supra* note 60, at 237; Black, *supra* note 49, at 175.

⁸¹ 発行会社の損害賠償責任額に限度額が存在することは、不実開示抑止の手段として、発行会社の損害賠償責任に限界があることを示している。本稿では十分な検討をすることができなかったが、要因①に相当する損害額では、関係者に不実開示を防止するインセンティブを付与する点でも、訴訟提起のインセンティブの点でも、不十分な制度しか構築できない可能性がある。このことは、発行会社の損害賠償責任を通じて不実開示の抑止を図ることは、制度設計の方向性として望ましくないということの意味する。この場合は、別の手段を利用して不実開示を抑止するための制度が設計されなければならない。

⁸² 本文で掲げた問題は、アメリカでは、既に現実のものとなっている（前掲注(50)参照）。なお、発行会社が負うべき損害賠償責任の額を限定する理由の一つとして、

以下では、このような視点にたつて3-1で紹介した裁判例を再検討する。その後、金商法21条の2による発行会社の損害賠償責任について、本稿の分析から導かれる解釈論・立法論上の示唆を明らかにする。

5-2 裁判例の再検討

(1) 西武鉄道事件の再検討

3-1で掲げた裁判例の中には、結果として、本稿の立場から肯定的に評価されるものが含まれている。まず、西武鉄道事件について、この場合、不実開示の発覚後の株価下落の要因の大部分は、要因②であったように思われる。なぜなら、不実開示の発覚前から、コクドが西武鉄道の大株主であるということは周知の事実であったので、要因①は大きくはなかったように思われるからである。そうすると、処分原告に対する損害賠償責任額が高裁段階では不実開示の発覚直前の株価の15%に収斂しつつあるということは、裁判官が要因①に相当する額についてのみ損害賠償請求を認めようとする配慮の表れのようにも思われる。⁸³しかし、このような判断が要因①に相当する損害額の算定方法として合理的な否かは疑問である。

一方、西武鉄道事件において保有原告の損害賠償請求を否定したことは、要因②に相当する損害額について発行会社の損害賠償責任を否定したという点では妥当であったと思われる。しかし、保有原告も処分原告と同じく、要因①に相当する損害を被っていたことに変わりはない。要因①に相当する損害についてまで損害賠償請求を否定したことについては、裁判所は、要因①に相当する損害を算定するために必要な想定価格の主張立証がなされていないと判断していたのかもしれない。⁸⁴保有原告が被った要因

和解金目的で根拠が薄弱な訴訟が提起されることを防止することが挙げられている。See, Langevoort, supra note 60, at 641.

⁸³ 前掲注(25)。

⁸⁴ 流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任が民法709条を根拠にして追及される場合、取得時差額についての損害賠償請求について、想定価格の立証がなされていないとして請求を認めない裁判例が多数存在する（東京地判平成19年8月28日判タ1278号221頁、東京地判平成19年10月1日判タ1263号331頁、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日判例時報2003号

②に相当する損害については、株主代表訴訟による損害填補の道が残されている。しかし、既に株式を処分してしまった投資家④には損害填補の手段が何もないことになる。ただし、投資家④のような株主が現れることは、不実開示特有の問題ではなく、企業が違法行為を行っていたことが発覚して株価が下落した場合に一般的に生じる問題である。

(2) ライブドア事件・アーバンコーポレイション事件の再検討

ライブドア事件とアーバンコーポレイション事件では、平成16年改正後証取法21条の2と同条を受け継いだ金商法21条の2の適用が問題になった。そして、金商法21条の2第2項の推定規定の構造上、要因②によって不実開示発覚後の株価下落が引き起こされている場合には、推定される損害額にも要因②に相当する額が必ず含まれる。⁸⁵ライブドア事件で問題となった、強制捜査の開始、粉飾疑惑報道、創業者の逮捕・経営陣からの排除、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、上場廃止の可能性の報道などは、全て要因②に含まれる。したがって、ライブドア事件では、推定される損害額からそれなりの減額が必要な事案であって、推定損害額から3分の2の減額を行うことも不当ではないように思われる。

一方、アーバンコーポレイション事件では、不実開示の代わりに適正な内容の開示を行うこと、すなわち、著しく不利な条件でしか資金調達をすることが出来なかったことを開示することは、事実上、資金調達に失敗したことを開示することを意味する。そして、不動産会社の資金繰りが不安視されていた当時の状況を踏まえると、不動産会社が資金調達に失敗するということが、倒産手続きが避けられないということの意味している。

10頁、東京地判平成20年4月24日判例時報2003号147頁、東京地判平成21年1月30日金判1316号34頁、東京高判平成21年2月26日判時2046号40頁、東京高判平成21年3月31日金判1316号2頁)。例外的に取得時差額について損害賠償請求を認容した裁判例においても、前掲注(26)で掲げた東京高判平成22年3月24日判時2087号134頁を除くと、損害額の算定方法として法21条の2第2項が類推適用されたり（東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁）、民事訴訟248条が適用されたりするなど（東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁）、想定価格を認定することなく判断が下されている。

⁸⁵ 金商法21条の2第2項の推定規定の構造については、前掲注(7)を参照。

なわち、アーバンコーポレイション事件は、適正な内容の開示を行った場合も民事再生手続き開始の申し立てが避けられなかった事例ともいえる。すなわち、不実開示発覚後の株価下落が要因①によるものか要因②によるものかの区別が非常に難しかったように思われる。⁸⁶

このように、ライブドア事件とアーバンコーポレイション事件は、要因①と要因②の区別が重要な意味を持っている。そして、双方の事件とも、「裁判所の合理的な裁量」によって要因①と要因②が区別されている点が共通している。しかし、「裁判所の合理的な裁量」の内容は不明確である。要因①と要因②を区別する理論的な方法が存在するのであれば、裁判所の合理的な裁量権の行使として、それらの方法を積極的に利用することが望ましい。裁判所による裁量的判断の合理性を高める方法としては、Event study など経済学における手法を利用することも考えられる。Event Study は、ある情報が公表された場合に、その情報が市場価格にどのような影響を与えたか否かを評価する方法である。⁸⁷ そして、Event Study によって、要因①と要因②をある程度区別することが可能な場合もあるとされている。たとえば、ライブドア事件では、不実開示の発覚から期間を置いて上場廃止の可能性が報道されたのであり、要因①に相当する不実開示の発覚による株価下落と要因②に相当する上場廃止の可能性が報道されたことによる株価下落を区別することは理論的に可能であったようにも思われる。一方、アーバンコーポレイション事件のように、不実開示の事実と民事再生手続き開始申立てと同じ日に開示された場合には、それぞれの情報が市場価格に与えた影響を独立して評価することが不可能となる。⁸⁸ 経済学

⁸⁶ なお、あるべき状態として、「著しく不利な条件でしか資金調達をすることができなかったことを開示すること」ではなく、「著しく不利な条件では資金調達をしないこと」を挙げることも考えられる。後者の場合には、前者の場合よりも、要因①と要因②を区別することが容易になる。しかし、後者の立場は、「会社がどのような内容を開示するべきであったか」を超えて、「会社はどのように経営されるべきであったか」という内容に立ち入るものであり、金商法21条の2の解釈論の限界を超えるように思われる。

⁸⁷ Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation*, 4 Am. Law Econ. Rev. 141 (2002).

⁸⁸ Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wis. L.

における手法の意義と限界を踏まえた上で、発行会社が負うべき損害賠償責任額の算定方法を裁判所が利用可能な形で提示することは、今後の学説の課題である。⁸⁹

5-3 金商法21条の2の解釈論への示唆と今後の課題

(1) 「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」の合理的な解釈

ライブドア事件とアーバンコーポレイション事件は、今後も、金商法21条の2の損害賠償責任が問題とされる場合には、同条4項と5項の「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」の解釈が重要な問題となることを示している。

この点について、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」とは、不実開示と相当因果関係がない株価下落要因であるとする裁判例と学説が存在する。⁹⁰ これらの見解は、金商法21条の2第2項の推定規定を一般的な因果関係の推定規定であると理解している。このような立場をとると、要因②に相当する部分についても、発行会社が損害賠償責任を負担する可能性が増加することになる。なぜなら、要因②に相当する株価下落も不実開示が存在しなかったら発生していない点で、少なくとも不実開示と事実的因果関係があることは否定できないからである。

このような解釈は、金商法21条の2の第2項、第4項、第5項を、個別の項として単独で理解する場合には合理的な解釈であるといえるかもしれない。しかし、金商法21条の2を全体として理解する場合には疑問がある。なぜなら、金商法21条の2は流通市場における不実開示を行った発行

Rev. 152, at 184; Dunbar & Sen, *supra* note 60, at 237-41.

⁸⁹ 本文で掲げた点は、金商法21条の2の場合における要因①と要因②の区別にとどまらず、同条第2項のような推定規定が存在しない金商法上の損害賠償責任や民法709条を根拠とする損害賠償責任にもあてはまる。この点に関する先駆的な業績としては、黒沼・前掲注(41)1236頁以下がある。

⁹⁰ 東京高判平成21年12月16日金判1332号5頁、神田・前掲注(33)630頁、黒沼悦郎「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」新世代法政策学研究第9号279頁(2010年)298-299頁。

会社の無過失責任の規定であり、同条第2項は無過失責任の責任額の推定規定、そして、同条第4項5項は無過失責任の責任額の推定的減額規定として理解される必要があるからである。

本稿の分析からは、損害額の推定規定を用意した上で無過失責任のような厳格な責任を発行会社に課すということは、不実開示の抑止の手段として発行会社の損害賠償責任を位置づけることによるのみ正当化できる。また、無過失責任であることは、その責任の範囲が不実開示と事実的因果関係がある全損害に及ぶことを当然には意味しない。したがって、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」から、要因②の多くを排除するような解釈は、文言はともかく、金商法21条の2の全体構造からすると実質的には妥当ではない。要因②は、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に該当すると解すべきである。このような解釈は、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」は不実開示と相当因果関係がない株価下落要因を指すとしても、相当因果関係の解釈として採用されるべきである。⁹¹

しかし、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に要因②を含めるとしても、要因①と要因②を合理的な方法で区別することができないのであれば、その意味が減殺されてしまう。⁹² 要因①と要因②を区別することができない場合には、結局、裁判所が不実開示の悪質性などを考慮して裁量的に判断することに委ねざるをえない。

⁹¹ 金商法21条の2を、投資家が流通市場において不実開示がなされた場合に典型的に被る損害である取得時差額について、特別の損害賠償責任を定めた規定であると理解することができるのであれば、同条第2項は取得時差額の推定規定ということになり、同条第4項5項では取得時差額以外の損害が排除されるべきことになる。一方、前掲注(90)に掲げた裁判例や学説の立場に従い、金商法21条の2では取得時差額以外の損害も対象になると解するのであれば、原告株主が損害賠償請求額として取得時差額を主張する場合と株価下落損害を主張する場合とは、主張立証すべき相当因果関係の内容が異なることを踏まえて、同条第2項、第4項、第5項の解釈がなされるべきである。

⁹² 要因①と要因②を合理的な方法で区別できない場合には、推定損害額からの減額が過大に行われたり、過小に行われたりする可能性が高まることになる。

（2）金商法21条の2第1項の損害賠償請求権と損益相殺

発行会社に対して損害賠償責任を追及することができる投資家が、投資家⑥の属性も持つ場合には、当該投資家が発行会社に対して追及可能な損害額から投資家⑥として得た利益を控除する必要があるか。投資家は〔図表1〕に掲げた投資家①～⑥の属性を同時に保有する可能性がある以上、一見すると、損益相殺は当然の処理であるかのように思われる。⁹³

しかし、発行会社の損害賠償責任を違法行為抑止の観点から基礎付ける場合、損益相殺が当然に必要であるとはいえない。損益相殺を認めることは、以下の2点で、発行会社の損害賠償責任の違法行為抑止機能を弱める可能性がある。第1に、発行会社が負担すべき損害賠償責任額が減少することによって、発行会社の関係者が不実開示を防止するインセンティブが減少する。第2に、発行会社に損害賠償請求した投資家が得ることができる損害賠償額が減少すれば、訴訟提起のインセンティブが弱くなる。

一方、発行会社の損害賠償責任を損害填補の観点から基礎付ける場合には、損益相殺の必要性は高くなる。筆者は、発行会社の損害賠償責任に損害填補機能を期待することは、制度設計の方向性として望ましくはないと考えている。しかし、投資家保護の観点からは、投資家が不実開示から被った損害が填補される仕組みが必要であると思われる。⁹⁴ そして、他に利用可能な手段が存在せず、発行会社の損害賠償責任に損害填補を期待せざるを得ないという状況もあり得るかもしれない。しかし、発行会社の損害賠償責任には、不実開示の被害者間の利益移転を通じた損害填補という要素が必ずつきまとう。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、発行会社の損害賠償責任を追及する投資家が投資家⑥として得た利益は、損害賠償責任額から控除されるべきと考える。⁹⁵

⁹³ 本文で掲げた損益相殺を認めるべきことを主張する見解として、石塚・前掲注(45)21頁がある。

⁹⁴ Evans, *supra* note 50, at 225-226.

⁹⁵ 本稿の分析対象は発行会社の損害賠償責任であるから、本稿の結論が役員などの損害賠償責任にも当然にあてはまるわけではない。しかし、以上の本文で述べた損益相殺の観点については、役員などの損害賠償責任についても妥当するものと思われる。

（3）立法論上の課題

最後に立法論として、今後の課題について触れることにする。まず、制度設計面での課題として、5-1で述べた点が挙げられる。さらに、要因①と要因②を区別することができないことを前提とした制度設計も、検討しておく必要があるように思われる。⁹⁶ たとえば、発行会社が負うべき損害賠償額の算定について、裁判所の裁量に委ねることを望ましくないと考えるのであれば、不実開示の抑止に必要な範囲で、損害賠償額を一定額に固定化することも考慮されるべきである。⁹⁷

その他に、金商法21条の2の過失責任化が挙げられる。過失責任化の意義としては、第1に、発行会社の損害賠償責任が成立する範囲と役員などの責任が成立する範囲を揃えることで、発行会社から役員などへの求償を容易にすることが挙げられる。流通市場における不実開示の動機として、

⁹⁶ 要因①と要因②を区別できない以上、違法行為抑止の手段として発行会社の損害賠償責任を維持することができないと評価されるのであれば、本稿の立場からも、金商法21条の2や民法709条を根拠とする、流通市場において不実開示を行った発行会社の損害賠償責任を廃止し、役員などの損害賠償責任を中心とした制度設計をやり直すという選択肢は否定されない。発行会社以外の責任主体については、投資家①又は②とそれ以外の利害関係人の中での調整をする必要がないので、役員などが二重の責任を負わないように配慮する必要はあるが、そもそも要因①と要因②を区別しないで損害賠償責任額を算定するという政策判断も十分にあり得る。また、西武鉄道事件とライブドア事件は支配株主が被支配会社による不実開示に積極的に関与したという点で特徴的である。このような不実開示が日本の資本市場における不実開示の典型例であるならば、金商法には支配株主を対象とした民事責任の規定が存在しないことは問題である。支配株主が積極的に関与した不実開示については、発行会社の責任を経由するのではなく、直接、支配株主の責任が追及されるような仕組みが望ましい。そして、このような場合には、やはり、要因①と要因②を区別しないという政策判断もあり得るように思われる。このように、筆者は、流通市場における不実開示に関与した責任主体が負うべき損害賠償責任額は、全ての責任主体において同額である必要性は存在しないと考えている。このような観点からは、発行会社とその他の責任主体の損害賠償責任額を同額とした前掲注(32)の裁判例（東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁）には疑問がある。

⁹⁷ 取締役の投資家に対する損害賠償責任について、限度額付無過失責任を提案する見解として、黒沼・前掲注(17)19-20頁がある。

役員などの私的利益追求行為が大部分を占める場合には、違法行為抑止の観点から、発行会社から役員などへの求償が確実になされる必要がある。⁹⁸ 現行法のように、発行会社の損害賠償責任が無過失責任であるが役員などの責任が過失責任の場合には、発行会社から役員などに対する求償が認められない場合が発生することになってしまう。⁹⁹

第2に、過失責任化によって、違法行為抑止の観点から、どのような範囲で発行会社の損害賠償責任を認めるべきか否かについて、裁判所が合理的な判断を行う可能性が高まる点を挙げるができるかもしれない。¹⁰⁰ 過失責任の場合には、裁判所が、責任の成立要件の充足に加えて、損害賠償責任額の判断においても、不実開示の関与者の故意又は過失や発行会社の組織体制の不備の程度などを考慮することが可能になるように思われる。¹⁰¹

⁹⁸ 前掲注(73)(74)とその本文を参照。

⁹⁹ 現行法の概要については、2-1を参照。なお、この問題は要因①と要因②を区別できるときにも存在する。

¹⁰⁰ 金商法21条の2第1項の責任を無過失責任とする根拠について、立案担当者は、違法行為が重大であることから故意・重過失が推認されること、故意・過失の有無は提出者内部の事情であり投資家が立証することが困難であること、発行市場において発行者が有価証券届出書に虚偽記載などを行った場合には無過失責任が定められていること、を挙げている（三井・前掲注(14)154頁(注)）。これに対しては、「大株主の状況」など開示が要求されている情報の中には社外の情報も含まれること、法人の過失・無過失は法人の業務を行う自然人の過失・無過失の有無によって判断されること等を根拠として、批判的な見解が存在する（黒沼・前掲注(40)5頁、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢 53巻4号329頁以下（2009年）384-385頁、川島・前掲注(39)19頁注(8)）。なお、有価証券報告書に虚偽記載等がある場合に、流通市場で株式を取得した投資家に対して、発行会社が会社法350条に基づいて損害賠償責任を負うか否かが問題となった最判平成21年7月9日裁判所時報1487号6頁では、代表取締役の損害賠償責任について、虚偽記載等の原因となった従業員主導の架空売上の計上を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失があるということとはできないとして、責任が否定されている。

¹⁰¹ ただし、本稿は、無過失責任の場合には違法行為を防止するインセンティブが

発生しないので、違法行為抑止の観点からは過失責任が望ましいと主張しているわけではない。違法行為を防止するインセンティブを与えるという点では、むしろ、無過失責任の方が優れている場合があることは既に指摘されている（森田＝小塚・前掲注(78)17-18頁）。本文の主張の趣旨は、要因①と要因②の区別ができない場合、裁判所が発行会社の損害賠償責任の額を算定する際に不実開示の関与者の故意又は過失や発行会社の組織体制の不備の程度などを考慮することを認めた方が合理的な判断が期待でき、そのためには故意又は過失の有無を訴訟手続きにおける争点とさせた方が良いのではないか、ということにある。前掲注(97)のように発行会社の損害賠償責任額を固定化する場合には、違法行為抑止の観点からは、むしろ、無過失責任の方が望ましいように思われる。