

上場会社の不実開示と損害論

今 川 嘉 文

～目 次～

はじめに

第1章 米国の判例動向

I 概 説

II Gilead 判決の概要

III Gilead 判決の検討

IV 損害賠償額の考え方

第2章 米国法の不実開示規制

I 民事責任規定

II 証券市場における詐欺理論

III 効率的市場理論

IV 損害賠償額の算定

V 算定方法に係る判例の検討

VI 会計士の幫助・教唆責任

第3章 日本法の不実開示規制

I 金融商品取引法21条の2の解釈

II 法21条の2第2項に基づく損害賠償

III 法21条の2第3項の「公表」概念

IV 不実開示行為の悪質性

V 損害賠償額の算定

おわりに

はじめに

近年、上場会社の不実開示により、人為的に吊り上げられた株価で当該発行会社の株式を購入し、訂正情報の公表後、株価が下落した事件において、原告株主および投資家の損害賠償請求が認容されている事案が増えている。

公開流通市場の場合、有価証券の取得過程において、発行者と取得者である株主または投資者との間には何らの直接的関係も存在せず、発行者と取得者が直接の取引関係に立つ発行市場の場合とは前提とする状況が異なる。

そのため、上場会社の不実開示を原因とする株主または投資者の損害を検討する場合、①開示情報の虚偽内容と損害との因果関係、②訂正情報の公表概念、③民事救済の対象者の範囲、④損害賠償額の算定などが問題となる。

多数の判例が集積する米国を概観すれば、Dura 判決⁽¹⁾において、連邦最高裁判所は、証券を買い付けた日に価格が吊り上げられていたことだけでは、損害因果関係を証明したことにはならないと判示する。しかし、では具体的に何をしなければならぬのか、訴状に何を記載しなければならぬかを曖昧にし、明確な基準をあげていないとの指摘がある。その結果、Dura 判決後、下級審では、真実がいつ市場に流されたかどうか、株主および投資家が被った損害と不実表示とのつながりをどうやって証明すればよいか課題になっている。

Dura 判決後、第9巡回区控訴裁判所が下した Gilead 判決⁽²⁾では、被告発行会社がプレス・リリースした情報の数字に虚偽はない。しかし、米国 FDA（食品・医薬品局）が一定範囲で承認をしていない使用のため医薬品を販売し、これを積極的に公表しなかったことが、「重大な」不実開示に該当するのかが問題となった。

本稿は、Gilead 判決を紹介し、上場会社の不実開示と損害因果関係の

立証およびその損害論をテーマとして、前記問題点を考察する。

- (1) DuraPharm. Inc. v. Broudo, 544 U. S. 336, 125 S. Ct. 161 (2005).
- (2) In re Gilead Sciences Securities Litigation, 2006 WL 1320466 (N. D. Cal.).

第1章 米国の判例動向

I 概説

1 米国法を検討する意義

流通市場における発行会社による、①不実開示と損害との因果関係、②民事救済の対象者の範囲、③損害賠償額の算定などについて、多数の判例および学説が集積する米国の法理を考察する。

わが国と米国では、法体系が異なるとはいえ、上場会社の不実開示事件を検討するうえで、多大の示唆を与えるものである。とりわけ、わが国の民法709条の解釈、およびその損害額の算定方法を考える上で大いに参考になる。また、わが国の証券取引法の立法および改正ならびに金融商品取引法の立法が、米国の法理を絶えず参照してきたことは、広く知られているからである。

2 判例の類型

米国において、不実表示による損害賠償請求訴訟では、因果関係および損害額の認定方法が確立したといえない部分がある。判例・学説は、つぎのように要約できる。

第1に、不実表示がなければ、原告がそもそも当該証券を購入しなかったと考えられる事例である。これは、購入の時点で損害が認められるであろう。ガラス玉をダイヤモンドと偽って、購入させる事例と同じであり、未上場株式の販売事案は、この類型に当たる場合が多い。

第2に、上場会社の証券の場合、不実表示がなければ、原告が当該証

券を購入しなかったという仮説は証明が現実的にできない、困難である。そこで、不実表示がなければ原告は当該証券を安い（価格の吊り上げのない状態で）購入したと考えられる。

第2の類型に関し、判例は、①取引因果関係（transaction causation）、②損害因果関係（loss causation）の2つの因果関係概念を発達させてきた。

①は、信頼（reliance）の要件と呼ばれ、「なかりせば」のテストによって判断される（「条件関係」「事実因果関係」などとも呼ばれる⁽¹⁾）。

②は、近因（proximate cause（または相当因果関係、寄与分））とも呼ばれ、一定の状況をもたらした原因と考えられる種々の要素のうち、法的な観点からみて顧慮されるべき原因である。

①および②の両者をともに充たすことが損害賠償請求の要件である⁽²⁾。

3 巡回区控訴裁判所の見解

前記の「近因（proximate cause）」について、不実表示がなければ当該証券の市場価格が低かったことは、損害因果関係の必要条件ではあるが十分条件ではないかが問題となってきた。巡回区控訴裁判所において、その見解が分かれていた。つぎに、それを整理する。

①不実開示により株価が吊り上がっただけでは不十分

第2巡回区控訴裁判所、第3巡回区控訴裁判所、第5巡回区控訴裁判所、第11巡回区控訴裁判所は、不実開示により株価が吊り上がっただけでは、不十分とする。投資家は、損害因果関係の要件を満たすため、不実表示が株価下落の近因であったこと、すなわち、「不実表示が、株価下落の原因とどのように関わっているのか。」を証明しなければならない。また、高騰した価格で当該証券を売却することによって何時でも回復⁽³⁾できる。

上場会社の不実開示と損害論

② 詐欺的発言があり、それを認めた途端に株価が下がったこと

第7巡回区控訴裁判所は、とりわけ厳しい解釈を示している。当該詐欺が株価の下落を引き起こしたことを要求し、詐欺的発言があり、会社がそれを認めた途端に株価が下がったことを要する。

また、第7巡回区控訴裁判所は Bastian 判決⁽⁴⁾において「(詐欺がなければ原告は被告株式を買わなかっただろうといえる場合でも)、原告は同業他社の株式を買ったかもしれない。被告会社が真実開示をすれば、原告は同業他社に投資したかもしれないが、同業他社もまた、被告会社と同様に株式が無価値になったかもしれず、原告は被告会社の詐欺で損害を被ったとはいえない。被告会社の不実開示は、原告の投資先を変えたかもしれないが、原告は損害を被ったことには変わりはない。

③ 証券購入の日の価格が不実表示により吊り上げられていた

第9巡回区控訴裁判所は、第1に、Dura 判決において、「証券購入の日の価格が不実表示により吊り上げられていたことを示せば、原告は損害因果関係を証明したことになる。」と述べる⁽⁵⁾。

Dura 事件は、Dura 製薬会社の取締役が喘息薬を開発しようとしており、FDA（食品・医薬品局）への申請が通っているから売上が向上すると最初から言い続け、新株を発行しようとしていた。しかし、FDAは喘息薬を承認しなかったため、株価が下落した事案である。

一審原告は訴状で、市場の誠実性に信頼を置いたと主張した。不正に膨らんだ価格で株式を買ったから損をしたのである。

連邦地裁は、「株価下落の原因とどのように関わっているか不明であり、損害因果関係が証明されない。」と判断した。第9巡回区控訴裁判所はそれを覆し、「株式を買った日に株価が膨らんでいた。それを証明すれば原告は損害因果関係の要件を満たしている。」と判示した。すなわち、「取引の時点で損害を被っている。」とした。

第2に、Knapp 判決は、「不実表示とその後の株価下落の関係は問題

ではない。」とまで述べている。⁽⁶⁾

4 連邦最高裁判所の Dura 判決

連邦最高裁判所は、つぎの理由等をあげて、審理を差し戻した。⁽⁷⁾

①取引をした時点で、原告は損害を被っていない。膨らんだ株価を払ったが、その時点で、全く同じ価値を持つ株を手に入れることによって相殺される。

②株主は、真実が市場に流される前に株式を売ったとすれば、不実表示によって損害を被らない。

③株主が株式を売って損害を被ったとしても、損害は当該不実表示に基づくのではなく、経済的な状況の変化、投資家の期待変化、業界特有等に基づいている、ということもありうる。取得から売却までの期間が長いほど、他の要素が損害の原因となることもありうる。

④原告は、真実を知っていれば、株式を購入しなかったことを証明しなければならない。

⑤不実表示による吊り上りは、それ自体は（損害賠償に）関連性のある経済的損失を構成することはなく、経済的損失の近因（proximate cause）となることもない。

すなわち、Dura 判決の基準によれば原告は「何らかのつながり」を証明しなければならないのである。⁽⁸⁾

5 Dura 判決の評価と課題

（1）Dura 判決の評価

Dura 判決は、「その価額は、当初の不実開示ではなく、経済状況の変化、投資家の期待の変化、業界特有または会社特有の新たな事実、状況、その他の事象を反映したものであるかもしれないのである（本件では考察しない請求であるが、同様のことは、より高い株価が本来あるべき価格よりも低いという請求についても該当する）。他の条件が同じであれば、取

得から売却までの期間が長いほど、そうである可能性、すなわち他の要素が損害の原因となる可能性が高くなるのである。損害に『関わる』ことは損害を生じさせることではなく、法が要求するのは後者である。」と判示する。

しかし、当該考え方に対し、「公開市場取引での不実開示による投資家の損害は、不実開示がなかった場合よりも高い取得価額を支払わされることであり、取得時における不実開示による高騰額が投資家の損害額に当たる。」という強い批判がなされている。⁽¹⁰⁾

また、当該判決に対し、「関係する真実が明らかになり始める前」や「真実が市場に伝わった後」といった表現を用いていることからみて、明確な形での訂正開示と株価下落との直接的な関連を要求していない、という指摘がなされている。⁽¹¹⁾

(2) 株価推移

Eisenhofer 教授は、連邦最高裁の Dura 判決（2005年）以前の論文において、判例を整理したうえで、因果関係については、つぎのように述べている。

第1に、詐欺によって、株価が吊り上がったか。第2に、取引株価を支える詐欺がなくなった時点で、取引株価が下落したかどうか、である。すなわち、株価推移（price inflation）を見れば十分である。当該基準により、「詐欺があった」ことを認めるべきとする。⁽¹²⁾

例えば、会社の財務・会計開示に虚偽があり、詐欺的な報告をした。会社は虚偽を認めて株価が下落した。当該事例に加え、会社が当初売上が伸びているとの虚偽表示をして、その後、徐々に訂正情報を市場に流した。その結果、徐々に株価が下落する。この場合でも、そもそも詐欺があったのであり、損害因果関係を認めるべきとする。

(3) Dura 判決後

Dura 判決の問題点として、連邦最高裁は、では具体的に何をしなければならぬのか、訴状に何を記載しなければならないかを曖昧にし、明確な基準をあげていない。

そのため、Dura 判決後、下級審では、真実がいつ市場に流されたかどうか、損害と不実表示とのつながりをどうやって証明すればよいのが問題になっている。そこで、イベント・回帰分析 (event study) という統計学的な分析が使われる事例が増えているとされる。

II Gilead 判決の概要

本件は、前述したように被告発行会社がプレス・リリースした情報の数字に虚偽はないが、米国 FDA が一定範囲で承認をしていない使用のために医薬品を販売し、これを積極的に公表しなかったことが、「重大な」不実開示に該当するのかが問題となった。以下、本事件を紹介し、検討する。

1 事実の概要

(1) Viread 薬の未承認使用

本件被告 Gilead Sciences 社 (以下、「Gilead 社」という。) は、重病患者向けの製薬会社である。原告は、2003年7月14日から10月28日の間に、Gilead 社株を購入した者である。

2001年、Gilead 社は、Viread という HIV/AIDS 治療薬 (以下、「Viread 薬」という。) を発売し、これは同社の業績を飛躍的に向上させた。モルガン・スタンレー等のアナリストは、Viread 薬が Gilead 社の最重要商品であると評価した。

原告は、つぎのように主張した。FDA (食品・医薬品局) の指針によれば、Gilead 社のような重病患者向けの製薬会社が販売する薬について、FDA が承認してない使用は原則禁止され、それは「記載のない (off-

label)」使用とされた。

Viread 薬に対する、FDA の承認済みでない（記載のない）内容は、第 1 に、B 型肝炎を併発した HIV 患者に対する使用について。第 2 に、HIV 感染の初期治療の使用について。第 3 に、Viread 薬の安全性に反する使用について、FDA が承認した効能・医学研究結果等を記載がなく、未承認であった。FDA は、Viread 薬につき、HIV 患者の約 40% について使用を認めただけである。⁽¹³⁾

2001 年 9 月、Gilead 社の経営陣は、自社の営業員に、「記載のない」使用について販売活動をさせており、それは Viread 薬が FDA から販売認可を得る 1 ヶ月前である。2001 年 10 月から 2003 年 8 月まで、Viread 薬は HIV/AIDS 治療薬の約 20% のシェアを占めたが、Viread 薬の売上げの 75% から 90% は、未承認の使用に当てられた。

(2) Gilead 社の業績内容と株価

2003 年 7 月 14 日、Gilead 社は、「2003 年第 2 四半期業績はおそらく、アナリストの予測をかなり上回るであろう。それは主に Viread 薬の売上げが依然と根強いことによる。」とプレス・リリースした。同日、Bloomberg News は、「Gilead 社の広報担当によれば、Viread 薬の爆発的な売上は処方薬としてであり、品薄である。」と報じた。それは、Viread 薬の需要が強い印象を与えた。同日、Gilead 社の株価は 1 株 67.25 ドルとなり、前日より 7.97 ドルの騰貴であった。

2003 年 7 月 31 日、Gilead 社は 2003 年第 2 四半期の最終業績結果をプレス・リリースした。それによれば、2003 年第 2 四半期の売上 2 億 3,070 万ドルのうち、Viread 薬が 1 億 6,700 万ドルを占めていた。

原告の主張によれば、2003 年第 2 四半期において、米国内での Viread 薬の売上 1 億 1,560 万ドルのうち、未承認の使用（記載のない使用）で販売されたものが、8,670 万ドルから 1 億 0,982 万ドルに達するとされる。

(3) FDAからの2通のレター

①無題レター

2002年3月14日、Gilead社は、FDAから「無題 (Untitled) レター」を受けた。それには、2001年12月の代理店向け説明会で、虚偽または誤解を招く表現があったと記載されていた。無題レターによれば、「Gilead社は、『Viread薬の有毒性が皆無であり、極めて安全であり、極めて耐性がある。』と述べて、営業したことが、虚偽または誤解を招く。」とする。無題レターは、直ちに当該違法な説明を止めるように、かつ改善を文書で提出するように指示していた。

2002年3月21日、Gilead社は、つぎの回答をした。「違法説明をしていない。未承認の使用の販売を中止する。」しかし、未承認の使用の販売は増加した。

②警告レター

2003年7月29日、FDAは「警告レター」をGilead社に発した。警告レターは、「2003年3月および4月開催の第15回HIV/AIDS対策全米会議において、Gilead社は、Viread薬のリスク情報を過小に説明し、不適切である。」とした。Gilead社は、それを受けて、2003年11月7日の同会議で訂正説明をした。

2003年8月7日、FDAは、Gilead社に宛てた警告レターを公表した。原告株主および投資家は警告レターをあまり重要とは思わず、Viread薬の未承認使用の販売拡大を知ることができなかった。そのため、株価は騰貴し続けた。

しかし、医師達はViread薬の安全性に懸念を持つようになり、Viread薬を処方しなくなった。ライバル関係の製薬会社は、警告レターを医師に見せて、自社製品に乗り換えるように営業した。

2003年8月下旬、Viread薬の売上げが減少した。モルガン・スタンレーのアナリストも、それを書いている。代理店はViread薬の在庫量

上場会社の不実開示と損害論

が増えだした。しかし、一般投資家は、警告レターの意義を誤解していた。Gilead 社は、当該誤解を訂正することは一切しなかった。⁽¹⁴⁾

(4) 役員が保有する Gilead 社株の売却

Gilead 社の役員 2 名が、警告レターの受領（7月29日）から公表（8月7日）までの間、計300万ドルで保有する Gilead 社株を売却した。8月7日、主席副社長が約70万ドルで売却した。8月中、全役員は保有する大量の自社株を売却した。

(5) 2003年第3 四半期の最終結果

2003年10月28日、Gilead 社は、市場終了後、第3 四半期の最終業績結果をプレス・リリースした。売上1 億9,410万ドルのうち、Viread 薬が1 億1,154万ドルであり、第2 四半期と比べ、3,300万から3,700万ドルの売上減である。

この時点で、Viread 薬の未承認使用の販売および FDA からの警告レターの影響を一般投資家が知ることとなった。

2003年10月29日、Gilead 社株の相場は、前日1 株59.46ドルから、50.69ドルで始まり、終値は52ドルとなった。取引高は、通常の1,400%となった。

(6) 損害賠償請求

2005年12月22日、原告は、1934年証券取引所法10条 b 項に基づき、① Viread 薬に関する虚偽の説明および不開示、② Viread 薬のない販売動向および被告 Gilead 社の財務状況の不実開示、③ 被告役員が保有する Gilead 社株の売却から、Gilead 社および役員が違法性を認識していたとして、株価下落に係る損害賠償を請求した。

被告らは、「原告は、FDA の警告レターの開示および Viread 薬の未承認使用の販売と Gilead 社株の相場下落との因果関係を示していない。」

と反論した。

(7) 連邦地裁の判断

カリフォルニア北部地区連邦地裁は、つぎのように述べ、「原告は損害因果関係を証明していない。」として、原告の請求を棄却した⁽¹⁵⁾。

不実開示が株価の吊り上げを引き起こしたと主張するだけでは、原告は損害因果関係を証明したことにはならない。不実開示と経済的損害との因果関係を示す必要がある。

原告の主張によれば、①Viread 薬の未承認使用の販売（記載のない販売）が、Viread 薬の売上げ増となった。②Gilead 社の販売戦略は、FDA の警告レターが同社に禁止した行為である。③警告レターは、Viread 薬の売上げを下落させた。その結果、Gilead 社株の相場が下落した、とする。

しかし、原告が主張する損害因果関係は、あまりにも乏しい。原告は、重大な不実開示が損失を引き起こしたことを証明しないといけない。2003年8月7日の警告レターの公表から約3ヵ月後、株価は10月28日に下落している。公表直後ではない。

原告は、Viread 薬の未承認使用の販売（記載のない販売）が中心となり、Viread 薬の売上げ増となったことを証明していない。FDA の警告レターが、Viread 薬の売上げ減となったのかは、因果関係が明白ではない。たとえ FDA の警告レターが Viread 薬の売上げ減の原因となったとしても、原告は株価下落との因果関係を示してはいない。モルガン・スタンレー等のアナリスト予測も、損害因果関係とはいえない。

このように、原告は、被告の不実開示が原告の損害を引き起こしたことを立証していない。本件は、不実開示の直後に、株価が下落したのではない。例えば、Paramalat 事件 (375 F. Supp. 2d 278 (2005)) では、詐欺的不実開示が明らかに直後に、株価が下落した。

Dura 判決⁽¹⁶⁾に基づき、原告は損害を引き起こした不実開示を十分に示

していない。すなわち、①「記載のない」販売が、販売において重要な増加となったこと、②FDAの警告レターの公表により、Viread薬の売上げが激減したこと、③FDAの警告レターによる売上げ減が、3ヵ月後のGilead社株の株価下落を引き起こしたことを、示していない。

2 判 旨

(1) 損害因果関係の立証

第9区巡回区控訴裁判所は、つぎのように述べ、原判決を破棄・差し戻しとした。⁽¹⁷⁾

本裁判所は、原告の主張を正当なものと認め、原告に最も有利なものとして解釈する。証券取引所法10条b項違反と認めるには、重大な不実開示・不開示、サイエンター、証券の買付・売付の関連、取引因果関係・損害因果関係、経済的損害を証明する必要がある。本裁判所は、原告の主張が十分に損害因果関係を立証していると認定する。

Dura判決は、証券を買い付けた日に価格が吊り上げられていたことだけでは、損害因果関係を証明したことにはならないと判示する。本件は、Dura事件とは本質的に異なるものである。

2003年10月29日に株価が下落したが、それは10月28日のプレス・リリースに続くものである。原告は、「この損失は、Gilead社の不実開示により引き起こされた。」と主張する。原告は、Gilead社によるViread薬の未承認使用の販売（記載のない販売）を詳細に指摘し、これがViread薬の売上げ増に導いたこと、その結果、Gilead社株の相場を引き上げたことを示している。

例えば、原告は、Gilead社株の相場が、Viread薬の売上げに相關することを示している。2003年7月14日、Gilead社がViread薬のさらなる需要について述べると、13.4%も株価が騰貴した。

未承認の使用（記載のない使用）の販売行為は、Viread薬の需要について誤った印象を与え、当該行為が開示されると、投資家が期待してい

た売上成長を示すことができなくなった。その結果、Gilead 社株の相場は、下落した。

Dura 判決を引用した本件地裁の判断は、間違っている。本裁判所は、①Gilead 社による Viread 薬の未承認使用の販売（記載のない販売）の結果、売上げが増加したこと。②FDA の警告レターは、Viread 薬の注文に影響を与えたこと。③FDA の警告レターは、Gilead 社株の相場に反映していたこと、について原因関係を示している。

（2）原判決の誤り

本件地裁は、つぎの点を特に問題とした。①FDA による警告レターの開示は2003年8月7日であり、約3ヵ月後に、Gilead 社株の相場が下落したこと。②Viread 薬の売上に対する警告レターの影響は、損害因果関係を認定するうえで、あまりにも推測的であること。

本裁判所は、「迅速な市場反応」を要求するブライト・ライン原則を否定する。何故なら、市場は自由かつ広く開かれたものという理想が実現されていないからである。不実開示が公けになった時期と、株価下落の時期のズレは、原告による損害因果関係の主張を退ける理由とはならない。

「株価が10月に下落したことは、FDA の警告レターにより引き起こされた。」という原告の主張は説得的である。Gilead 社が予想よりも遥かに業績が悪いことの開示直後に、株価は下落した。Viread 薬の需要低迷は、FDA の警告レターにより引き起こされたことが、明確に示されている。

Viread 薬の未承認使用の販売（記載のない販売）のターゲットである医師が、一般投資家はその意義を認識できていない間、FDA の警告レターに反応しただろうことは、当然である。さらに、ライバル会社は、警告レターを医師に見せて、自社製品に乗り換えるように営業している。これは十分に、警告レターが Viread 薬の需要に影響を与えたことの証

拠である。

(3) 結論

原告は、損害因果関係を示している。本裁判所は、投資家が主張する他の要素が十分であるかを決定するため、地裁に差し戻す⁽¹⁸⁾。

Ⅲ Gilead 判決の検討

1 本件の不実開示とは

2003年7月14日、7月31日、10月28日に、被告がプレス・リリースした情報の数字に虚偽はない。2001年9月から、被告は Viread 薬の未承認使用の販売をなしているが、この販売自体が「重大な」不実開示に該当するののか。医師は、FDA が未承認使用であっても、薬品の回収レターが発せられていないかぎり、適用外使用として HIV 患者に Viread 薬を裁量により処方することができる。

本件で問題となるのは、虚偽の数字ではなく、つぎの点にあるだろう。①Viread 薬の未承認使用の販売が同薬の売上げの75%~90%を占めていること。②それが明らかになれば売上が下落することが予測されること。③FDA による警告レターの公表が売上に多大の影響を与えることを予測することができながら、そのリスクを被告が積極的に開示しなかったことであろう。

また、被告会社の全役員が、FDA から警告レターを受けた2003年7月29日から、当該レターが公表された8月7日、同薬の売上減少が明らかになった8月末にかけて、所有する Gilead 社株式を売却した。当該事実は、被告役員が前記①~③の問題点を認識していたことの証左である。

2003年7月29日の警告レター公表に、原告は反応せず、株価は依然として騰貴した。しかし、被告のライバル会社は敏感に反応し、医師達が Viread 薬の安全性に懸念をより有するようになった。この後、Viread

薬は売上減となり、モルガン・スタンレーのアナリストはそれを記事にするが、被告自身がそれを開示したのではない。原告はこの時点（警告レター公表～8月末にかけて）で、Viread 薬の問題点を間接的に知ることができた。しかし、医療および医薬品の素人である原告らが、警告レターの意義を知ることは、困難であろう。そのように考えると、本件において情報開示が問題となるのは、①2003年7月14日、第2四半期業績をプレス・リリースした段階で、Viread 薬の未承認使用の販売に依存していることを開示していないこと。②警告レターが公表されながら、その意義およびViread 薬のリスクを積極的に開示しなかった被告態度であろう。

2 損害因果関係

第9巡回区裁判所は、Gilead 社株式の相場が、Viread 薬の売上げに相関することを認定している。2003年7月14日、被告会社がViread 薬の需要増をプレス・リリースした後、13.4%の株価騰貴となる。その後、2003年7月29日の警告レターが公表されると、結果的に、Viread 薬の需要減となる。すると、Viread 薬の未承認使用の販売→売上増→株価騰貴→警告レター公表→ライバル会社の攻勢→売上げ減→株価下落という図式が成り立つ。

しかし、原判決は、「Viread 薬の未承認使用の販売→売上増」を証明していないと判示した。他方、控訴審は、「未承認の使用の販売行為→Viread 薬の需要に誤った印象→当該行為が開示されると、投資家が期待する売上成長を示すことができなくなった→株価下落」を認定している。

2003年10月28日に、被告は市場終了後、第3四半期の最終業績結果を開示し、そこでViread 薬の未承認使用の販売に依存していることが開示された。その後、株価は急落している。では、本件において、数字よりも、「Viread 薬の未承認使用の販売およびFDAからの警告レターの

上場会社の不実開示と損害論

影響を一般投資家が知った」ことが重要か。原告は、警告レターの公表時に、その重要性を見逃していた。しかし、医療関係者でないと、その重要性はわからないであろう。アナリスト記事は、事実の公表ではない。原告は、株価推移（チャート）で投資判断をしていた側面はあるだろうが、被告会社の全役員がFDAから警告レターを受けた7月29日以降、Gilead社株式を売却していることに照らすと、控訴審判決にも、一定の合理性はあるだろう。

控訴審は、Dura事件の最高裁判決が示すの①～⑤の要素よりも緩やかな基準で本件の損害因果関係を認めているといえる。

3 公表とは

不実開示の損害を認定するうえで、「公表」概念は重要である。その問題点はずぎのことが指摘できる。①どの程度の具体性および正確さを有する事実を、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたときに、不実開示等の事実の公表があったと評価できるのか。②公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこととは、どのような措置が含まれるのか。③開示書類の提出者が前記措置をとらない場合、公表の主体を誰になるのか。公表主体を限定すべき理由は、公表自体の信頼性に加え、市場参加者が信頼できる情報に基づき投資判断をなし、開示が虚偽なものから真実なものに修正されたことを適正に反映した価額変動が発生するからである。

公表内容は、書類の不実記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実である。不実記載等が存在しているという指摘だけでなく、一定の事実が公表される必要がある。

2003年7月29日の警告レター公表後、株価は依然騰貴している。2003年7月14日、第2四半期業績をプレス・リリースした段階で、Viread薬の未承認使用の販売に依存していることを開示していない。Gilead社株式の相場が、Viread薬の売上げに相関している。警告レターの意義

および Viread 薬の未承認使用の販売に依存が明らかになった2003年10月28日が、訂正情報の公表と考えられないか。いつを公表と考えるかで、損害額に大きな差異がでる。

4 損害額の算定

本件では、損害額の算定について言及していないが、本件の損害額は、どう算定されるべきか。実際に不実開示が市場価格に織り込まれている段階では、本来不実開示がなかった場合に、付けられるべき理論的な価格というのは算定が困難である。1995年私的証券訴訟改正法21D(e)は、訂正情報の公表時を基準として、90日間の平均取引値との差額を上限とする損害額の算定につき一定の上限を設けている (Damages Cap)。

しかし、問題点として、会社が公表を先延ばしにする、または、どの時点を公表とするかにより、損害額が左右され、または認定されない可能性がある。そこで、イベント・回帰分析 (不実表示を認めた等) 方法が多く採用されるようになった。これは特定の株式の収益性と市場全体の収益性との関連を見る。

後述するが、当該方法についても、詐欺が明白で、株式が暴落した場合、有効な分析方法になるとされるが、情報が小出しに市場に流される場合 (イベントが長くなる場合)、正確な結果が出ない、という問題点がある。本件では、90日平均の Damages Cap の期間を検討する場合、どの期間となるのか。これはどの要素をもって本件不実開示とみなすのかと密接である。

5 有価証券の取得の過程と法的な因果関係

市場の評価を前提としてのみ証券を取得する投資家は、記載内容を直接に読み、記載内容を信用し、それを投資判断の重要な要素としたかどうかは、損害賠償請求権の成否には関係がない。不実開示行為によって市場に不当な株価が形成されていた事実があれば、当該有価証券の取得

上場会社の不実開示と損害論

をもって、損害との間に因果関係が認められるのか。本件では、いつから開示義務違反と認定するので、原告の範囲および損害賠償額に大きな差異が生じる。第9巡回区裁判所は、損害因果関係に一定の指針を示すが、これら問題については不明確である。これは、Dura 事件の最高裁判決後の米国の判例状況が混迷していることの表れでもある。

IV 損害賠償額の考え方

1 問題点の所在

新興企業（A会社）が不実開示を行い、それが数年後に露見した場合、当該企業のみならず新興企業全般で（例えば、B会社等で）株価が下落した。不実開示の発覚時のA会社の株価下落には、不実開示を原因とする部分のほかに、新興企業全般についての株価修正を原因とする部分が含まれている。

ある投資家がA会社株を購入して損をした場合、その者がA会社株ではなくB会社株を購入しても損をしたのであれば、その部分はA会社株について賠償請求できる「損害」から除外されるべきか。

投資家は推測が良い方向に外れたことから利得が生じた場合、それを自分の才覚によるものだとし、推測が悪い方向に外れたことから損失が生じた場合、それを誰か他人のせいになりたいと考えるかもしれない。

A会社の例では、A会社の株価の下落のうち投資家が賠償請求をなしうるのは、B会社等の新興企業株全般の下落による部分を取り除いた部分に限られるが、どう算定するのかが問題がある。⁽¹⁹⁾

2 イベント・回帰分析

実際に不実開示が市場価格に織り込まれている段階では、本来不実開示がなかった場合に、付けられるべき理論的な価格というのは算定が困難である。

1995年私的証券訴訟改正法21D(e)は、「損害は、取引値と不実表示ま

たは不開示が発表されて訂正する情報が市場に流された日から90日間の平均の取引値との差額を超えることはできない。」と規定する。

例えば、投資家Xが20ドルでY株を買い、詐欺が認められて株価が15ドルまで下落した。Xが20日後にY株を12ドルで売れば、現実の損害が20ドルから12ドルを差し引き、8ドルである。ここで、20日間の平均株価が平均14.50ドルの場合、実際に認められる損害が5ドル50セントである。

問題点として、発行会社が公表を先延ばしにする、または、どの時点を公表とするかにより、損害額が左右され、または認定されない可能性がある。

そこで、イベント・回帰分析（不実表示を認めた等）は、特定の株の収益性（Return）と市場全体の収益性との関連を見る。相場全体が10%上がるとすれば、こういう企業は約15%上がるとする。相場全体が10%下落するとすれば、その企業は5%下落するとする。関連性を見ることにより、株価の異常推移を認定する。⁽²⁰⁾

例えば、X年3月Y日から(X+2)年2月Y日までの「S & P 平均株価」と「P 株式」の株価データを収集し、回帰分析により、「P 株式の予測変動率=0.20%+0.99%×S & P 平均株価の変動率」とする。P 株式の相場は、S & P 平均株価が変動すると、その変動率に応じて、当該数式によって変動する関係を示す。S & P 平均株価が1%上昇すると、P 株式は1.19%上昇すると統計学的に予測する。このように、P 株式の相場およびS & P 平均株価の変動は、相関関係にあることをみつける。⁽²¹⁾

イベント・回帰分析は、市場の動きとの関連性、ある株式と同じような業界の株式、指数を使い、業界の指数と株式の関連性を見る。正常な収益性、期待できるような収益性を算出し、イベントのある株価の動きを比較して、それが正常か異常かを判断する。⁽²²⁾

しかし、詐欺が明白で、株式が暴落した場合、有効な分析方法になるとされるが、情報が小出しに市場に流される場合（イベントが長くなる

場合), 正確な結果が出ない。

- (1) *Binder v. Gillesple*, 184 F. 3d 1059 (9th Cir. 1999), cert. denied, 528 U. S. 1154 (2000).
- (2) *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 (2005).
- (3) *Schlick v. Penn-Dixie Corp.*, 507 F. 2d 374 (2d Cir. 1974); *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F. 2d 534 (5th Cir. 1981); *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F. 3d 165 (3d Cir. 2000).
- (4) *Bastian v. Petren Res. Corp.*, 892 F. 2d 680 (7th Cir. 1990).
- (5) *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 339 F. 3d 933 (9th Cir. 2003).
- (6) *Knapp v. Ernst & Whinney*, 90 F. 3d 1431 (9th Cir. 1996).
- (7) *Supra* note 2, 125 S. Ct. 1627 (2005).
- (8) *Dura* 判決の評釈として, 石田眞得「流通市場取引における不実表示と損害因果関係」商事法務1773号59頁以下。
- (9) *Supra* note 2, 125 S. Ct. 1627 (2005).
- (10) *Fox, Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507 (2005).
- (11) *Coughlin, et al., What's Brewing in Dura v. Broudo? The Plaintiffs' Attorneys Review the Supreme Court's Opinion and Its Import for Securities-Fraud Litigation*, 37 *Loy. U. Chi. L. J.* 1, 15-16 (2005). これら米国における近年の動向を受けて、「わが国（日本）でも、訂正情報が反映された市場価格と取引時の市場価格との差額をもって、投資家が賠償されるべき損害額とする推定規定を置き、市場価格の変動の全部または一部が不実開示以外の要因によって生じたことを被告側が立証した場合には、その限度で賠償額が減額されるようにすることが考えられてよい。」との有力な主張がなされている（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7頁）。なお、山一証券事件（東京地判平成13年12月20日金融・商事判例1147号34頁）では、発行会社が真実の財務内容を公表した場合には、会社の株価は下落したであろうと推認できるが、公表により株価がどの程度下落したかは証拠上明らかでない等の理由で、原告の請求は斥けられている。
- (12) *Eisenhofer., Securities Fraud, Stock-Price Valuation, and Loss Causation; Stock toward of Corporate Finance-based Theory of Loss Causation*, 59 *Bus. Law* 1419 (2004).
- (13) 病院向け医薬品のパッケージには、FDA の承認済み内容が記載している。しかし、医師は病院向け医薬品を前記患者に処方することができる（適用外使用という）。そのため、Viread 薬の販売は可能であるとされ

る。

- (14) 日本でも、警告レターに該当する緊急安全性レターがあり、医療機関に公表される。さらに進むと回収レターになる。
- (15) In re Gilead Sciences Securities Litigation, 2006 WL 1320466 (N. D. Cal.).
- (16) Supra note 2, 125 S. Ct. 1627 (2005).
- (17) In re Gilead Sciences Securities Litigation, 536 F. 3d 1049 (9th Cir. 2008).
- (18) 本事件を時系列で示すと、つぎのようになる。
- ・2003年7月14日から10月28日の間に、Gilead社株を購入した者＝原告
 - ・2001年……Viread薬を発売。アナリストによる高評価。
 - ・2001年9月……「記載のない」使用について販売活動。
 - ・2001年10月から2003年8月……Viread薬はHIV/AIDS治療薬の約20%のシェア。Viread薬の売上げの75%から90%が、未承認の使用。
 - ・2002年3月14日……FDAから無題レター。2001年12月の代理店向け説明会で、虚偽または誤解を招く表現。
 - ・2003年7月14日……2003年第2四半期業績は、アナリストの予測をかなり上回るであろうとプレス・リリース。同日、Bloomberg Newsの報道。1株67.25ドル。前日より7.97ドルの騰貴。
 - ・2003年7月29日……FDAから警告レター。HIV/AIDS対策全米会議で、Viread薬のリスク情報を過小説明。
 - ・2003年7月31日……2003年第2四半期の最終業績結果のプレス・リリース。売上2億3,070万ドルのうち、Viread薬が1億6,700万ドル。未承認の使用（記載のない使用）販売が、8,670万ドルから1億0,982万ドル。
 - ・2003年8月7日……FDAが警告レターを公表。株主・投資家は重視せず。株価は騰貴継続。医師はViread薬安全性に懸念。ライバル関係の攻勢。
 - ・2003年7月29日～8月7日～8月末……全役員が保有する自社株売却。
 - ・2003年8月下旬……Viread薬の売上げ減少。Gilead社は警告レターにつき投資家向けの訂正説明ない。Viread薬の売上げ減少につき、モルガン・スタンレーのアナリストは記事。
 - ・2003年10月28日……1株59.46ドル。市場終了後、第3四半期の最終業績結果のプレス・リリース。売上1億9,410万ドルのうち、Viread薬が1億1,154万ドル。第2四半期と比べ、3,300万から3,700万ドルの売上減。Viread薬の未承認使用の販売およびFDAからの警告レターの影響を一般投資家が知る。
 - ・2003年10月29日……1株50.69ドルで始まり、終値52ドル。取引高は通

上場会社の不実開示と損害論

常の1,400%。

- ・ 2003年11月7日……HIV/AIDS 対策全米会議で訂正説明。
- ・ 2005年12月22日……提訴。

(19) Thompson, “*Simplicity and Certainty*” in the Measure of Recovery under Rule 10b-5, 51 Bus. Law 1177 (1996); Dickey, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: a Forward-Looking Assessment*, 51 Bus. Law 1203 (1996)

(20) Fischel, *Use of Modern Financial Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law 1 (1983).

(21) Damages の制限内で、イベント分析等に基づき、詐欺による損害が算定される。具体的には、詐欺があったと認めたようなことが市場に流される、その後に市場の動きがあり、株価が動く、そういう動きを見る。会社が訂正情報を出した後、イベントを統計学者が指定する。イベントが1日間、2日間、5日間かを確定する。その後、株価の動きが異常なものか、普通に期待されていたものかを検討する。株価の値動きがおかしいかどうかは、株価と市場の指数あるいは業界市場の指数を使って関連性をみる。関連性に照らし、こういう動きが期待される、でも現実の動きが違う。どこまでに異常な動きがあったのかを見る。

(22) Enron Corp. Securities v. Kenneth Lay (2006 WL 4381143).

第2章 米国法の不実開示規制

I 民事責任規定

米国において、定期的な開示文書に不実開示がなされた場合、1934年証券取引所法18条 a 項、または同法10条 b 項および SEC 規則10b-5 による黙示訴権による救済がある。それぞれについて、検討する。⁽¹⁾

1 概説

(1) 1934年証券取引所法18条 a 項

①原則

定期的な開示文書に不実開示がなされた場合、1934年証券取引所法18条 a 項が虚偽または誤解を生じる表示を行いまは行わせた者に対する

民事責任を規定している。

すなわち、虚偽または誤解を生じる表示を行いまたは行わせた者は、当該表示を信頼して当該表示の影響を受けた価格で証券の売買を行った者に対し、当該信頼により生じた損害を賠償する責任を負う。

定期的な開示文書には、年次報告書、四半期報告書、臨時報告書、委任状説明書・公開買付説明書を含む。

②要件

証券取引所法18条a項の要件は、第1に、不実開示を現実に信頼したこと（「現実の信頼」の要件）。第2に、不実開示が証券の価格に影響を与えたこと（「厳格な因果関係」の要件）。第3に、提訴期限が不実開示の発見から1年、不実開示から3年である。

③問題点

証券取引所法18条a項は、裁判ではほとんど利用されなかった。その理由として、SECに提出した定期的開示書類の不実開示に対処する証券取引所法18条a項は、原告投資家が「不実開示がなされた文書を現実に読んで信頼した。」という「現実の信頼」の立証を要するからである。

(2) 1934年証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5

①SEC規則10b-5に基づく私的訴権

1934年証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5は、不実開示・相場操縦・インサイダー取引など、証券取引に関する包括的詐欺禁止規定であるが、民事責任を明文化していない。

しかし、1946年に、米国連邦地裁が⁽²⁾Kardon判決において、当該条項に基づく私的訴権を認めて以降、多くの下級審がそれを認めるようになった。

1971年には、米国連邦最高裁が、⁽²⁾Superintendent of Insurance判決に

において、1934年証券取引所法10条 b 項および SEC 規則10b-5 に基づく民事訴権を正式に認めた。

②SEC 規則10b-5 の要件

SEC 規則10b-5 に基づく違法性の要件は、Seagoing Uniform 判決⁽³⁾および Baum 判決⁽⁴⁾などにおいて、つぎのように指摘されている。

「被告が欺罔の意図をもって、重要事実の不実開示または省略により株価が変動し、証券の買主または売主である原告がそれを信頼し、被告行為と原告の損害との間に、因果関係があること」である。

すなわち、SEC 規則10b-5 に基づく違法性の要件は、イ) 不実開示または省略の重要性、ロ) 原告による信頼、ハ) 欺罔の意図、ニ) 因果関係、ホ) 買主・売主、である。このうち、「欺罔の意図」要件は、状況証拠から推認される。

③証券の売買に「関して」

不実開示は証券の売買に「関して」行われるのでなければならない。公表情報が株価に影響を与えるであろう事柄に関するものであればよい。不実開示の重要性および信頼は、投資家が投資判断をなすにあたり、不実開示を重要な要素と考えたことで足りる。

(3) 証券取引所法18条 a 項と SEC 規則10b-5 の比較

証券取引所法18条 a 項と SEC 規則10b-5 の比較との相違点について、Ross 判決⁽⁵⁾は、つぎのように指摘する。

①SEC 規則10b-5 は、証券の買付けおよび売付けに関し重要事実の虚偽記載・不開示をなした者すべてに適用される。

他方、証券取引所法18条は、SEC に提出する報告書の重要事項に関し虚偽もしくは誤解を与える記載を行いまは行わせた者にのみ適用される。

②SEC 規則10b-5 は、重要事実の不開示の場合、当該事実が一般通常人からみて重要であるとの立証をすれば「信頼の推定」がはたらく。

他方、証券取引所法18条は、重要事項に関する不実開示を実際に信頼したことを立証しなければならない。

③出訴期限につき、SEC 規則10b-5 はとくに規定していない。他方、証券取引所法18条は3年である。なお、SEC 規則10b-5 の出訴期限は、多数の判例で、3年ルールが採用されている。しかし、出訴期限は政策的要素が大きい。

2 「信頼」の要件

(1) 詐欺による不法行為の成立要件

米国のコモン・ローでは、詐欺による不法行為の成立要件は、以下である。⁽⁶⁾

第1に、被告不実開示 (false representation) をなし、

第2に、当該表示が不実開示であるあるいはその表示をなすことについて十分な根拠がないのを被告が知っていて、

第3に、当該表示によって原告に行為させようあるいは行為を思いとどまらせようとし、

第4に、当該表示に対し、原告に正当な信頼 (reliance) があり、

第5に、そのように信頼したことで損害を受けたこと、である。

(2) 信頼と不開示

⁽⁷⁾
Affiliated Ute Citizens 判決で、最高裁判所は重要情報の不開示と損害の発生には事実上の因果関係があるとした。

「主として不開示が問題となっている本件のような場合、信頼を積極的に立証することは損害を回復するための不可欠の要件ではない。……不開示の事実を一般通常人が投資決定をするに際し重要であると考えたかもしれない……開示義務があり重要情報を開示しなかった場合、事実

上の因果関係がある。」

そのため、一般通常人からみて不開示の事実が重要であることを立証すれば、被告の民事責任が認められる。

II 証券市場における詐欺理論

1 概 説

上場会社が提出した有価証券報告書に虚偽記載があったとしても、株主または投資家が市場価額に対象会社の重要なすべての情報が反映されていることについて信頼をおいて投資決定をしたわけでもないこと的主張・立証があった場合、損害賠償請求責任を負わないのかが問題となる。

しかし、米国の「市場における詐欺理論」は、当該主張が適切でないことを明確に指摘するものである。以下、その内容を概観する。

2 「証券市場における詐欺理論」とは

(1) 「信頼」の立証内容の緩和

証券の取引所取引では、投資家が多数にのぼり、発行会社がSECに提出する報告書の重要事項を直接に見て、投資判断を行うとは限らない。発行会社の開示書類を受けて様々なメディアを通じて情報が市場に伝達され、株価に反映される。

そのため、原告による「信頼」の立証はきわめて困難である。信頼の立証ができず民事責任が認められないのであれば、取引所取引における不公正な証券取引で損害を受けた投資家は、多くの場合救済されないことになる。

連邦最高裁判所を含む多数の判例は、重要情報の不開示・不実開示における信頼の立証内容を緩和してきた⁽⁸⁾。

これら判例によれば、開示義務および秘匿された事実の重要性の要件が満たされるならば、因果関係の要件は満たされることになる。そこで、公開市場における不実開示・不開示について、因果関係の立証の容易化

として、「証券市場における詐欺理論」という法理が、採用されるようになったのである。

(2) 従来の考え方

従来の考え方は、①被告が不実開示をする。②原告が、被告の不実開示された文書を、直接に読んだり聞いたりして知る。③原告は前記②に基づいて証券の売買をして損害を受け、その結果、SEC規則10b-5が適用される。

(3) 証券市場における詐欺理論

「証券市場における詐欺理論」とは、以下の法理である。すなわち、

- ①被告が不実開示をなす。
- ②原告以外の投資家（機関投資家等）または様々なメディアが、被告の不実開示を読んだり聞いたりして、市場の不実開示となった情報が伝達される。
- ③原告以外の投資家が、それに基づき証券の売買をする。
- ④これにより、証券の市場価格は上がったり下がったりする。
- ⑤原告は、歪められた価格（distorted price）に基づき証券の売買をしたことで損害を受ける。
- ⑥その結果、SEC規則10b-5が適用され、被告の民事責任が認められる。

このように、「証券市場における詐欺理論」は、イ）原告以外の投資家が不実開示に基づき、ロ）証券取引をした結果、ハ）証券の市場価格が上下した場合、ニ）証券の市場価格は歪められた誤った価格であり、ホ）当該価格は不実開示により形成されたものである、という考えに基づく⁽⁹⁾。

(4) Basic 判決の影響

Basic 判決は、⁽¹⁰⁾極めて多数の裁判で引用されている事案である。連邦最高裁判所は、原告が不実開示の文書に直接依拠しなかった場合でも、被告の不実開示と原告の証券購入ひいては損害との相当因果関係を認めている。

「開示されなかった事実が開示されたとしたら、不実開示がなかったとしたら、どのように行動していたか。」を原告に立証させることは、非現実的な立証責任を課す。信頼を推定することは適切である。

不実開示について悪意である者は、保護に値しないともいえる。しかし、悪意であっても情報が不実であることを公表する手段をもたない一般投資家は、市場価格で取引せざるをえない。そこで、発行会社により不実開示がなされ、市場を通じて当該会社の売買がなされた場合、一般投資家には広い救済が認められてきた。

3 判例

取引所取引における重要情報の不実開示の場合、当該表示の信頼を直接に立証する必要はないとする判決が下された。それは、「証券市場における詐欺理論」を採用した Blackie 判決および Panzirer 判決である。

(1) Blackie 判決

① 意義

本件 Blackie 判決の意義は、以下の点にある。⁽¹¹⁾

第1に、不実開示の重要性と公開市場取引の事実から因果関係の推定を認めたことである。本件の第9巡回区控訴裁判所の判断は、「証券の公開市場取引では、因果関係は、信頼の直接の立証がなくても証券の購入および不実開示の重要性の立証によって推定される。」とする。

第2に、不実開示が重要であれば、多くの市場参加者がそれを信頼して取引をなし、その結果証券の市場価格は不実開示を反映して形成され

る。そのため、個々の投資家が不実開示に接して、それを信頼したかどうかは問題ではない。

②事実の概要

Ampex 社（以下、A 会社）の1970事業年度の年次報告書によれば、同事業年度のA 会社の収益は1,200万ドルであった。1972年1月には、1972事業年度は4,000万ドルの損失を計上することになろうと予測した。

その2ヵ月後、損失はそれ以上の8,000万ドルないし9,000万ドルになりそうであると発表した。1972年8月3日に提出された1972事業年度の年次報告書には、A 会社は9,000万ドルの損失が明記された。A 会社の会計監査人は、同社の1971事業年度の年次報告書の承認を取り消し、1972事業年度の年次報告書について、同年度のA 会社の損失が実際には前年度損失の疑いがあるとして承認を拒否した。

そこで、A 会社、A 会社の主要役員および会計監査人（被告・控訴人）に対し、1970事業年度から1972事業年度の年次報告書に提出された27ヵ月間に、A 会社の証券を買い付けた投資家（原告・被控訴人）が提起した。

③判 旨

第9巡回区控訴裁判所は、以下のように判示し、原告の請求を認容した。

第1に、証券取引所で取引される証券の価格を上昇させるような詐欺的行為に対し、SEC 規則10b-5に基づく私的訴権を主張するためには、特定の不実開示の信頼を立証する必要はない。

「信頼が立証されれば、被告の違法行為と原告の損害との因果関係が立証されたことになる。……すなわち、非個人的・匿名的な取引所取引では、証券を買い付けたこと、および不実開示の重要性を立証すれば、不実開示の信頼を直接に立証しなくても、損害との因果関係があったとす

ることを相当とする。』

第2に、不実開示の内容の重要性のみを示せば因果関係の立証がなされたとする解釈はSEC規則10b-5に基づく私的訴権に関する成立要件の伝統的な解釈に反するとの控訴人からの主張に対し、つぎのように述べた。

「SEC規則10b-5に基づく訴訟は、……原告が経済的損失を立証すれば認められるものではない。……不実開示の内容が重要であることから『取引因果関係』が推定されうるし、因果関係の推定につき反証をあげる責任を一番被告（控訴人）に転嫁するものである。一番被告は、少なくとも2つの方法で反証をあげるであろう。①不実開示の内容が重要でないこと、あるいは重要であるにもかかわらず価格の上昇を信頼して証券を売買した者の数が少ないこと。②不実開示を知っていたにもかかわらず、一番原告（被控訴人）が証券を買い付けたあるいは買い付けたであろう、との立証である。」

第3に、本件のような事実関係では不実開示の信頼を直接に立証する必要はないとして、つぎのように述べた。

「取引所取引で証券を買付ける者は、特定の不実開示を知らないかあるいは当該不実開示を直接に信頼することはないであろう。すなわち、投資家は有望な価格傾向および価格収益率その他の要因で証券を買い付ける。その際、投資家はつぎのような仮定を信頼している。それは、市場価格は正当に決定され、相場操縦によって証券価格が人為的に上げられていることはない。……投資家は買い付けようとする証券の市場価格（の表示）が真実であることを間接的に信頼している。」

（2）Panzirer 判決

① 意義

本件 Panzirer 判決は、⁽¹²⁾①不実開示に対する間接的な信頼の立証を認めたとする点、②投資判断の基礎が不実開示とは無関係の事実にある場

合にも、損害との因果関係を認めた点に特徴がある。

本件原告は、被告会社の年次報告書に不実開示があったと主張するが、年次報告書を読んでおらず、ウォール・ストリート・ジャーナルの楽観的なコラムを信頼し、証券会社の担当者と相談して投資決定をした。

原告が投資を決定した主たる動機は、被告会社が教育ビデオ市場に参入するとの記事である。不実開示はこれとは無関係の財務指標に関するものであった。

原告は、「もし年次報告書が正確であれば、コラムはそれほど楽観的でなかったか、そもそもコラムに取り上げられなかったであろう。そのため、被告会社の株式を購入することはなかった。」と主張した。

第2巡回区控訴裁判所は、そのような方法による因果関係の立証が可能であることを認めた。以下、詳細に述べる。

②事実の概要

1978年9月29日、原告は夫が運転する車の中でウォール・ストリート・ジャーナルを読み、つぎのコラム記事を目にした。それは、放送前に録画するカセットを開発した Alliead Artists 社（以下、A会社）は増大しつつあるビデオテープの需要を利用して、利益を上げるような状況にある。教育および情報の分野はカセットテープが利用されるかなり大きな市場であるという数人のアナリストのコメントがあった。原告は、ビデオカセットが教育の分野にも利用されるとの記事部分に目をひかれた。

原告は夫に車を止めさせ、早速に証券会社に電話をして、A会社について問い合わせた。証券会社によれば、S & Pの情報誌をみるかぎりでは、否定的なニュースはないとの返事であった。原告は夫と相談し、同日、A会社株式1株7ドルで500株を買うように証券会社に注文した。

A会社についてのS & Pの情報誌の記事は、A会社の1978年3月31日に終わる事業年度に関する年次報告書から抜粋していた。しかし、当該報告書には多くの不実開示があった。その後、A会社は倒産した。

上場会社の不実開示と損害論

原告（控訴人）は、A会社役員および会計士等（被告・被控訴人）に対し、損害賠償請求の訴えを提起した。

③判 旨

a) 原 審

第一審のニューヨーク州南部地区連邦地裁は、以下のように述べ、原告の請求を棄却した。

「証券取引所法10条 b 項および SEC 規則10b-5 における信頼の推定は、『証券市場の完全性および不実開示が原告にとって重要でない、あるいは原告は上記以外のことを信頼した』との立証をすれば、信頼の推定はくつがえる。」

すなわち、原告は、第1的に、ウォール・ストリート・ジャーナルのコラムを信頼したのであり、証券市場の完全性（integrity of the market）を信頼したのは、第2的（副次的）である。ニューヨーク州南部地区連邦地裁は、「このような状況では、SEC 規則10b-5 に基づく請求は認められない。」と判示した。

b) 控訴審

第2巡回区控訴裁判所は、以下のように述べ、原判決を取り消した。

「SEC 規則10b-5 に基づく訴訟において、原告に信頼の立証を要求する目的は、詐欺的行為で損害を受けた者が訴訟を提起しようとするところにある。……被告の詐欺的行為が『かなり大きな原因を与えたもの』であることを示し、原告の受けた損害が被告の詐欺的行為によるとの立証をすれば、原告は SEC 規則10b-5 に基づく訴訟で信頼の要件を十分に立証したといえる。」

4 「証券市場における詐欺理論」の検討

(1) 問題点

証券市場における詐欺理論に対しては、以下のような批判がある。

すなわち、SECが発行会社に一定の事項を報告させることで、当該情報に基づき投資家がより良い投資判断をなしうるとする。これは、証券取引所法の制定目的である。不実開示を直接に信頼しない場合であっても、信頼が推定されるとする「当該理論」は、証券取引所法の目的を没却するものである。

証券市場における詐欺理論を採用した Shores 判決⁽¹³⁾において、ラグラン判事は同理論に反対して、つぎのように述べる。

「……証券関係法は他人に開示義務を負わせ、開示された情報を信頼することで、投資家の自己判断による証券取引を意図している。この意図は、投資をする際に開示された情報を信頼せずに証券を売買した者に金銭による救済がなされることで助長されてはならない。原告が被告の開示した情報を知らずに、言い換えれば信頼がなかった場合でも状況によっては救済されうるのであれば、だれも開示された情報に注意を向けないであろう。そうであれば、証券取引所法の制定目的を達成すべく議会が採用した方法は無に帰してしまう。」

(2) 問題点の検討

連邦最高裁判所を含む多数の判例は、重要情報の不開示・不実開示における信頼の立証内容を緩和した証券市場における詐欺理論について、①原告以外の投資家が不実開示に基づき、②証券取引をした結果、③証券の市場価格が上下した場合、④証券の市場価格は歪められた誤った価格であり、⑤当該価格は不実開示である、という考えに基づいている。⁽¹⁴⁾

連邦最高裁判所を含む多数の判例が⁸、「証券市場における詐欺理論」を採用し、学説は前記4(1)の問題点に対し、以下の理由から、「証券市場における詐欺理論」を支持している⁽¹⁵⁾

上場会社の不実開示と損害論

第1に、SECに提出される会社情報は膨大な量であり、一般投資家が閲覧してもわかるものではない。一般投資家は、これら書類を分析・検討した結果に基づくアナリスト等の助言に従って、証券の売買をしているのが現状である。

第2に、証券取引所法の立法当時（1934年）と証券売買の実状とはかけ離れている。

第3に、信頼の内容を緩和して解釈しても、不実開示の内容の重要性および被告のサイエンター等、他の要件を立証しなければならない。そのため、直ちに濫訴にはならない。

第4に、一般投資家の多くが取引所取引で証券を売買しており、信頼を緩和して解釈することが投資家保護に資する。

第5に、Basic判決において、連邦最高裁判所は、証券市場における詐欺理論に基づく信頼の推定を是認している。

Ⅲ 効率的市場理論

1 証券市場の完全性

(1) 定義

「証券市場における詐欺理論」の前提となるのが、「証券市場の完全性 (integrity of the market)」および「効率的市場 (efficient market)」という考え方である。

第1に、「証券市場の完全性」とは、証券の市場価格は、「発行会社に関する情報を反映して適切かつ妥当に形成される」ことをいう。

第2に、「効率的市場」とは、会社に関して知りうる「すべての情報を完全に反映して、当該会社の発行する証券の価格が形成される」ような市場をいう。⁽¹⁶⁾

(2) 証券市場の機能

証券市場が「効率的な市場」であるとすれば、取引所取引で市場価格

を信頼することは、理論上、相対取引で相手方の表示を信頼することと区別がなくなる。これについて、ある審決は⁽¹⁷⁾つぎのように述べる。

「市場は売主と買主との間に存在し、理論的には市場価格が形成される過程で情報を投資家に伝える役目をはたす。このように、相対取引における投資家の価格決定の過程のかなりの部分を、取引所取引の場合には証券市場がはたしている。市場は投資家の無報酬の代理人としての役割をはたし、市場で知ることのできた情報のすべてを投資家に伝えることで、証券の価格は市場価格となる。」

(3) 証券市場の完全性と信頼

原告投資家が、「証券の市場価格は、証券の価値を正しく反映したものと信じ、「証券市場の完全性」を信頼して証券を売買した場合、原告は不実開示された情報を信頼して証券取引をしたことになる。

被告発行会社が不実開示をした場合、同理論によれば原告は歪められ、誤った価格を信頼したとして、信頼が推定される。

推定は反証によってくつがえされる。反証については、前述したBlackie 判決が一定の指針を示している。

2 PolyMedica 判決

市場に対する詐欺理論を考えるうえで、効率的市場に関する近年の動向を考察する。そこで、PolyMedica 判決⁽¹⁸⁾を紹介する。

(1) 事実の概要

PolyMedica 社（以下、PM 会社）は、糖尿病試薬品の販売業 Liberty Medical Supply 社（以下、L 会社）の完全親会社である。PM 会社は1998年10月から2001年8月の間、収益の8割をL会社の事業成果に依存し、当該期間のPM会社の株価は高騰するが、その後下落した。原告は当該期間にPM会社の株式を購入したが、証券取引所法10条b項および

SEC 規則10条 b 項に基づき、PM 会社に対し損害賠償の訴えを提起した。

原告の主張によれば、PM 会社は、収入および収益について不実開示をなし、誤った新聞報道をさせ、意図的に株価に吊り上げた。2004年4月に、原告は「市場に対する詐欺理論」に基づき、連邦民事訴訟規則23条 a 項および同条 b 項に従い集団適格性審査を申し立てた。市場の効率性判断の基準が問題となった。

(2) 判 旨

第1巡回区控訴裁判所は、つぎのように判示した。「市場に対する詐欺理論による推定を主張するためには、市場の効率性に関する広く認識されている定義がある。効率的な市場とは、株式の市場価格が、公表された利用可能な情報がすべてに完全に反映している市場である。『(情報が)完全に反映している』ことにより、市場価格は、一般投資家が新しい情報に基づき取引利益を上げることはできないような情報に即時に対応すると考える。……市場に対する詐欺理論による推定は、事実審において信頼について反証可能な推定を立証することで足りる。……効率性に関してどの程度の証拠が、信頼について市場に対する詐欺理論による推定を立証するために必要かという問題は、程度の差である。」

3 Basic 判決

(1) 当該市場が効率的である「5つの事項」

Basic 判決において、⁽¹⁹⁾「市場に対する詐欺理論」を採用した連邦最高裁判所は、以下のように述べている。

「公開市場では、株式の価格は発行会社および当該事業に関する利用可能な重要情報により決定される。……株式購入者が直接的にはかかる虚偽記載に依拠しない場合であっても、購入者を詐欺することになる。その場合、被告による詐欺と原告による株式購入との因果関係は、不実開示を直接信頼した場合におけるほど重要なことではない。」

投資家が市場の誠実性に依存してきたと推定されるためには、市場は「効率的」でなければならない。Basic事件の連邦最高裁判決後、下級審裁判所は、信頼について市場に対する詐欺理論による推定を主張するために何をもって、ある株式の市場が十分に効率的であると判断すべきかを検討してきた。

当該市場が効率的であることを主張するための要素は、ほとんどの裁判所がCammer判決が示す「5つの事項」を基準としている。⁽²⁰⁾

すなわち、①週の平均取引量、②当該株式を追跡している証券アナリストの数、③当該証券について活動している市場関係者の数、④登録届出書の提出についての会社の有資格性、⑤予想外の事態および財務公表において適時に価格が反応したかの履歴、である。

(2) 学説

学説では、市場は証券価格が利用可能な情報を常に「完全に反映している」場合に「効率的」であり、「完全に反映している」ということには2つに分けられる。⁽²¹⁾

①情報についての効率性

情報が取引利益を獲得するために利用できるか否かに焦点を当てる。ある情報に気がついた取引者がそれに基づき取引することによって儲けることができない場合、市場は効率的である。

これは、「情報についての効率性」と呼ばれる。

②基礎的価値における効率性

株式の市場価格が即時に、かつ正確に情報を反映している場合、市場は基礎的価値において効率的であり、市場価格は、すべての利用可能な情報の点から、予想されるリスクおよび収益から証券の実際の経済的価値のもっとも可能な評価を映し出すことになる。

これは、「基礎的価値における効率性」と呼ばれる。

4 効率的市場理論と近年の動向

(1) PolyMedica 判決に対する批判

PolyMedica 判決は、市場の効率性に関する広く認知された定義を採用しているが、厳しい基準を課している。そのため、様々な批判がある。

知れ渡った利用可能な情報の「すべて」が株式の価格に反映していることを示すことは、「市場に対する詐欺理論」にとって決して必要な条件ではなく、市場価格は、さまざまな種類の情報に反映し得るものである。

また、利用できる情報の100%を反映している市場が効率的であり、利用できる情報の99%を反映している市場は非効率的であると仮定する基準は、効率性の継続的な性質を無視している。また、情報の処理には費用と時間がかかるからである。⁽²²⁾

(2) Basic 判決の意義

Basic 判決の意義は、投資家が株式価格には知れ渡った利用可能な情報が盛り込まれていることを仮定することにより、市場が合理的な構造上のメカニズムを有している。当該市場がそのような能力を有しているならば、わずかな非効率性が実際に存在していることが明らかになるが、投資家はそのような市場に正当に信頼を置くことができることにある。Basic 判決の「市場に対する詐欺理論」を支持する学説が多い。⁽²³⁾

IV 損害賠償額の算定

1 概説

不実開示が問題となった証券事件において、損害を被った投資家は不法行為者に対し、損害賠償を請求することができる。その場合、損害額

の算定が問題となる。

補償的損害賠償額の算定方法は、1934年証券取引所法10条b項およびSEC規則10(b)-5、1933年証券法17条a項という包括的詐欺禁止規定において示されていない。そこで、判例を概観すれば、以下のように、大別して3種類の算定方式が採用されてきた。⁽²⁴⁾

第1に、株式の取得額と、不法行為の発覚後における顧客口座の市場価値との差額である「総経済損失」を補償する「差額損害賠償方式(out-of-pocket recovery)」。

第2に、不法行為が存在せず、適切に会社情報が開示されていたら、どれくらいの市場価値を有することになったかを算定する「取引上の損失賠償方式(loss-of-bargain recovery)」。

「取引上の損失賠償方式」は、「差額損害賠償方式」により算出した額である総経済損失を、証券市場の指標となる「市場(株価)指数(market rate index)」に従い、市場全体の相場変動を考慮して増減する。

第3に、不法行為を行った者が獲得した利益を吐き出させる「準契約損害賠償方式(quasi-contractual recovery)」。

不実開示が原因とする損害賠償事案では、差額損害賠償方式および取引上の損失賠償方式が問題となる。

2 差額損害賠償方式

(1) 原則

「差額損害賠償方式(out-of-pocket recovery)」とは、株式の取得額と、不法行為の発覚後における顧客口座の市場価値との差額である「総経済損失」を補償する。

不法行為後における顧客口座の市場価値とは、①不法行為後における口座に含まれる証券の市場価値の総額、または、②顧客が不法行為を知り、口座を閉鎖した後に、口座に残存していた金銭および証券を換金した場合の現金総額のいずれかである。⁽²⁵⁾

上場会社の不実開示と損害論

例えば、不実開示は株価に影響を与え、当該価格で取引をした投資家は、もし不実開示がなかったら（真実の情報が開示されていたら）取引時に形成されていたであろう価格と実際の取引価格との差額分の損害を被る。この差額の損害を賠償させるのである。⁽²⁶⁾

差額損害賠償方式は、投資家が被った損失に焦点を当て、不法行為を原因とする株式価値の減少を投資家に補償するものである。⁽²⁷⁾

（２）具体的損害額

差額損害賠償方式に基づく具体的損害額の算定について、Clark 判決（Clark v. Jhon Lamula Investors, Inc., 583 F. 2d 594 (9th Cir. 1978)）において、第 2 巡回区控訴裁判所は、「証券業者が証券を下落傾向にある市場の底値で売付けたとしても、原告は被った売買損を全額、補償される。」とする原判決を支持した。

そして、「市場の相場全般が下落していることから、それを反映して損害賠償は減額されるべきである。」という一審被告の主張を排斥している。

学説上、現実損害賠償方式における損害額とは、不実開示が証券の市場価格に与えた影響の大きさであり、それはマーケット・モデルを用いて測定することができるとする。⁽²⁸⁾

（３）修正現実損害賠償方式

近年、修正現実損害賠償方式として、取引時の現実損害を賠償させるとしつつ、取引時のあるべき市場価格に近似するものとして、「訂正情報が開示され、それが市場に反映された時の市場価格」を用い、取引時の市場価格と訂正情報を反映した市場価格との差額をもって賠償額とするもの（修正現実損害賠償方式）が多い。

実際に不実開示が市場価格に織り込まれている段階では、本来不実開示がなかった場合に、付けられるべき理論的な価格というのは算定が困

難だからである。

すなわち、訂正情報が反映された市場価格が恐らく取引時にあるべきであった市場価格、理論価格とほぼ近いだろうという財政理論上の成果を援用している。取引時にあるべき理論価格というものを、訂正情報が反映された直後の市場価格とする。それと取得価格との差額を現実損害であるとして賠償させるのである。これが、米国判例上の流れとなっている。⁽²⁹⁾

具体的算定は、まず、実際に不実開示を公表した直後の価格の株価収益率といわれるものを算出する。しかし、それは不実開示による影響が織り込まれた価格であり、不実開示のインパクトをできる限り外した価格の理論値をマーケット・モデルから導き出し、その差額を損害額に反映させるのである。

3 取引上の損失賠償方式

(1) 原則

「取引上の損失賠償方式 (loss-of-bargain recovery)」とは、不法行為が存在せず、適切に会社情報が開示されていたら、どれくらいの市場価値を有することになったかを算定する。⁽³⁰⁾

差額損害賠償方式により算出した額である「総経済損失」を損害賠償額とするのではなく、ダウ・ジューンズ指数または S & P 500 などの「市場 (株価) 指数 (market rate index)」に基づき、市場全体の相場動向を考慮して、総経済損失を増減額する。

例えば、市場全体が下落傾向にあれば、総経済損失を減額し、それを損害賠償額とする。取引上の損失賠償方式は、市場 (株価) 指数により総経済損失を調整する。

(2) 問題点

取引上の損失賠償方式は、①「総経済損失を市場指数により調整する」

方式 (Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., 424 F. Supp. 1021 (1977)),
②「元々の口座価値を市場指数により調整する」方式 (Mily v. Oppenheimer, 637 F. 2d 318 (5th Cir. 1981)) がある。

取引上の損失賠償方式に対し、判例において、裁判所は「不法行為がなければ顧客口座の市場価値がどのようになっていたかを算定するために、市場指数を用いることは推測的かつ思惑的である」と批判する事案も多い⁽³¹⁾。

V 算定方法に係る判例の検討

1 概 説

原告が被った損害額の算定で参考になる米国の判例として、証券取引所法10条 b 項に基づき提起された Acker 判決および Bruce 判決がある。

第1に、Acker 判決⁽³²⁾は、相場操縦および不実開示により騰貴した株式の買付価格と、相場操縦および不実開示などの詐欺的行為が発覚し、当該原因により下落した株価との差額を賠償額としている。

第2に、Bruce 判決⁽³³⁾は相場操縦の影響により騰貴した株式の買付価格と、第三者に対する、下落した後の転売価格との差額を賠償額としている。

損害賠償の目的は、違法行為が全くなければ、原告が有していたであろう状態により近づけることにある⁽³⁴⁾。

Bruce 判決は、損害賠償額の算定に関し、2つの方式を示している。第1は、「証券の『買付価格』と『不法行為を発見する前に売却した場合の転売価格』との差額」とする損害賠償算定方式である。第2は、「証券の『買付価格』と『訴えがなされる前に売却した場合の転売価格』との差額」とする損害賠償方式である⁽³⁵⁾。

Bruce 判決では、前者の算定方式を採用している。連邦地裁は、「株価の吊上げおよび不実開示が発覚する前に、かつ原告が提訴をする前に Celotex 株を転売していることから、いずれの方式を採用しても差異は

ない。」と述べている。

すなわち、相場操縦行為（株価の吊上げ）および不実開示がなかった場合における証券の真の市場価値を、「証券の転売価格」とし、原告が株式を購入した価格と、1株30ドルで転売した価格との差額を損害額とした。

以下、Acker 判決および Bruce 判決を紹介する。

2 Acker 判決

(1) 事実の概要

Park & Tilford 社は、ウイスキーの製造・輸入および販売を業とし、被告 Schulte が同社のオーナー経営者であった。Schulte は1943年9月および10月に、他者を誘引して Park & Tilford 株を購入させる目的で、証券ブローカーと謀議して、不実の情報を流布させ、株価は1株17ドルから40ドルに騰貴した。

1943年2月に、同業の American Distling 社が「普通株主に対する配当の一部として、在庫のウイスキーを配付する。」という声明を実施したところ、同社の株価は1株74ドルから160ドルに急騰した。

そこで、被告 Schulte は、1943年2月から1944年5月の間に、「Park & Tilford 社は、American Distling 社と同じ方法で配当を行う予定であり、株主に1株50ドルの利益を提供できるだろう」という情報を自身、同社役員および証券会社を通じ広めた。その結果、1944年5月26日には、株価は1株98.25ドルに騰貴した。この間、被告 Schulte は Park & Tilford 株27,000株を売却し、700万ドルの利益を獲得した。

原告 Acker らは、1943年2月23日から1944年6月2日の間に、1株49.5ドルから97ドルの範囲で Park & Tilford 株を購入した者である。1944年5月26日に発表された配当内容が、以前の情報と異なるものであり、不実のものであったため株価は急落し、1945年2月1日には、1株34ドルになった。そのため、原告 Acker および Schmolka らは多額の損

害を被った。

原告は、「被告は1943年9月および10月の取引ならびに1943年2月から1944年5月の間に、相場操縦行為および虚偽の情報を流布することにより、投資家を Park & Tilford 株の買付けに誘引し、株価を人為的に騰貴させた。その結果、1944年5月26日には、株価は1株98.25ドルまで上昇した。原告は被告による相場操縦および不実開示により影響を受けた価格で株式を購入することにより、損害を被った。」として、損害賠償を請求した。

(2) 判決の要旨

連邦地裁は、「原告は証券取引所法10条b項に基づく要件を十分に主張している。」として、損害賠償請求を認容し、損害額を以下のように算定した。

すなわち、原告が Park & Tilford 株を購入した1943年2月23日から1944年6月2日の間における Park & Tilford 株が有する「本来の市場価値」を、1945年2月1日に1株34ドルにまで下落した価格とした。

そして、原告による「買付価格と1株34ドルとの差額」を損害額と算定した。なお、株価の吊上げおよび不実開示が行われていない1943年9月以前の市場価格は、1株17ドルであった。

3 Bruce 判決

(1) 事実の概要

原告 Bruce は、Celotex 社の支配権を獲得するため、1962年3月6日から6月4日の間に NewYork 証券取引所を通じ、Celotex 株60,900株を購入した。このうち、60,800株の買付価格は最高値が3月6日の1株41.5ドル、最安値が6月4日の1株25.5ドルであった。また、59,500株の購入は1株30ドルを超えた。その後、1962年7月2日に、60,800株を1株30ドルで売却した。

原告は、「1962年3月6日から6月4日の間の買付価格は、相場操縦行為（株価の吊上げ）および不実開示が行われ、その影響を受けたものである。」と主張した。そして、被告 Sarlie に対し、買付価格と違法行為がなかった場合の価格との差額を損害額とする訴えを提起した。

（2）判決の要旨

連邦地裁は、「原告は正確な総損害額である『実際の買付価格と株価の吊上げおよび不実開示が行われていない価格との差額』を立証する必要がある。」と指摘する。

しかし、被告が株価の吊上げおよび不実開示の事実を認め、連邦民事訴訟規則54条c項の適用を緩和し、連邦地裁は、「1株30ドルを超える買付価格と、転売価格である1株30ドルとの差額が損害額である。」と判示した。

VI 会計士の幫助・教唆責任

1 概説

会計士は、自己の顧客である被監査会社だけでなく、顧客ではない投資家に対しても責任を負うかが問題となる。また、責任を負う場合、その要件は何か。わが国の不実開示事件においても、会計監査人である公認会計士および監査法人の責任が問題となっている。

会計士の SEC 規則10b-5 上の責任が争われた多数の判例⁽³⁶⁾は、不実開示または不開示が争点となっている。そこで、Anixter 判決を紹介し、当該問題を検討する。

2 Anixter 判決

（1）事実の概要

Home-Stake Production Company（以下、H会社）は、30年以上前に、石油・ガスの採掘計画の利益に係る証券の募集を始め、SEC に届け出

上場会社の不実開示と損害論

た。当該証券は、H会社が設立した子会社 Programs 社が1964年から1972年まで毎年産出する石油のユニットの参加権である。募集は投資家に対し投資効果、採掘にかかる節税効果を表明していた。しかし、石油の開発をすることなく、当該スキームは破綻し、投資家は多額の損失を被った。

1973年に、投資家 Anixter らは、1934年証券取引所法10条 b 項および SEC 規則10b-5 に基づき、H会社の役員および会計監査人などに損害賠償請求の訴えを提起した。被告会計監査人は、1968年から1971年までの間、H社員の会計監査を行っていた。

とりわけ、証券取引所法10条 b 項および SEC 規則10b-5 違反に対する主たる行為者としての責任と幫助・教唆の責任との線引きが問題となった。

(2) 判 旨

破棄差戻し。

第10巡回区控訴裁判所は、発行会社の役員による不実記載・省略に係る責任、および会計監査人の幫助・教唆の責任について、以下のように判示した。

第1に、発行会社の役員による不実記載・省略に係る責任について、一般に証券取引所法10条 b 項および SEC 規則10b-5 に基づく主たる行為者としての責任を立証するためには、原告は、以下のことを立証しなければならない。

①被告が、重大な事実についての真実でない表示を行ったか、または重大な事実を記述しなかったこと。②当該行為が証券の購入または売付けに関して生じていること。③被告が悪意で記述または省略を行ったこと。④原告が不実開示を信頼し、かつ、当該不実開示の結果として損害を被ったこと、である。

第2に、会計監査人の幫助・教唆の責任について、幫助・教唆の責任

を立証するためには、原告は、以下のことを立証しなければならない。

①主たる行為者による証券諸法の違反が存在していること。②幫助・教唆者が主たる行為者の違反行為について認識していたこと。③主たる行為者による違反がなされる際に幫助・教唆者が主たる行為者に対し、実質的な援助を与えていたこと、である。

「幫助・教唆による違反」と「主たる行為者としての違反」とを区別する決定的な要素は、不実の記載または事実の省略のいずれであっても、被告会社・役員により作成された表示が、原告によって信頼されていたことである。

1934年証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5に基づき、会計士が責任を負うには、会計士が虚偽もしくは誤解を表示させる表示または省略を作成し、それが潜在的であったとしても、投資家の手に入ることについて知っていたか、もしくは知るべきであったということではなければならない。

3 会計士の幫助・教唆責任

会計士は、自己の顧客である被監査会社だけでなく、顧客ではない原告投資家に責任を負う。会計士のSEC規則10b-5上の責任が争われた多数の判例は、不実開示または不開示が争点となっている。

SEC規則10b-5に基づき、顧客でない者に対し、会計士が責任を負うか否かについて、3パターンがあるとされる⁽³⁷⁾。

第1に、顧客（被監査会社）でない者に対し、SEC規則10b-5について主たる行為者として違反がある場合である。会計士が虚偽あるいは誤解を生じさせる表示または省略を行い、かつ、それらの表示が投資家に達することを知っているか、または知るべきであったことである。

第2に、主たる行為者として、投資家に達することを知っているか、または知るべきであったとされる不実開示または省略について、当該草案の作成をし、またはそれを作成する際に、重要または中心的役割を会

計士が果たしていることである。

第3に、顧客でない者との間に、信認義務および信頼の関係がない場合であり、会計士は、それらの者に対し一定の情報を開示する義務を負わない。

4 会計士が責任を負う基準

Anixter 判決は、会計士が責任を負う要件を明確にした。「幫助・教唆による違反」と「主たる行為者としての違反」とを区別する決定的な要素は、記述または省略のいずれであっても、被告会計士が作成した表示が、原告により「信頼」されていたということである。

会計士が「周辺の」当事者としてのみ従事していた場合、SEC 規則 10b-5 の責任が否定される。これは従来の連邦最高裁判所の判断である。

会計士による表示には、財務諸表の意見証明およびオピニオン・レターがある。証券の買付けまたは売付けに関連してなされた会計士による不実かつ誤解を生じさせる表示は、適切な心理状態で行われ、かつ、証券の買付け・売付けを行う者に信頼されている場合、主たる行為者としての違反を構成するとされる。重要なのは、違反者が原告に対し不実開示を直接に行うことは必要がないことである。

顧客でない者との間では、信認義務またはそれと同様の信頼の関係がない場合、会計士は、それらの者に対し一定の情報を開示する義務を負わない。しかし、投資家が信頼するであろうということを知っているような文書を作成する場合、開示を行う特別の義務がある。

Anixter 判決は、多数の判例で引用されるようになった。⁽³⁸⁾

- (1) 本文中の英語文献以外に、今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社、2001年）49頁～54頁、栗山修『証券取引規制の研究』（成文堂、1998年）102頁～118頁等を参照。
- (2) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (1946).
- (2) Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Company, 404 U. S. 6, 92 S. Ct. 165 (1971).

- (3) Seagoing Uniform Corp. v. Texaco, Inc., 705 F. Supp. 918 (1989).
- (4) Baum v. Phillip, Appel & Walden, Inc., 648 F. Supp. 1518 (1986).
- (5) Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U. S. 560 (1979).
- (6) PROSSER, HANDBOOK OF THE LAW OF TORTS 685-686 (4th ed. 1971).
- (7) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U. S. 128 (1972).
- (8) 例えば, 連邦最高裁判例として, Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U. S. 128 (1972); Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988) がある。
- (9) Lynn, *Fraud-on-the-Market: An Emerging Theory of Recovery Under SEC Rule 10b-5*, 50 GEO. WASH. L. REV. 627, 637 (1982).
- (10) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).
- (11) Blackie v. Barrack, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975).
- (12) Panzirer v. Wolf, 663 F. 2d 365 (2d Cir. 1981).
- (13) Shores v. Sklar, 647 F. 2d 462, 483 (5th Cir. 1981).
- (14) Lynn, *supra* note 9, at 637.
- (15) *Id.*, at 653.
- (16) Note, *Broker Investment Recommendations and the Efficient Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend*, 29 STAN. L. REV. 1077, 1089-90 (1977).
- (17) *In re LTV Sec. Litig.*, 88 F. R. D. 134, 143 (N. D. Tex. 1980).
- (18) *In re PolyMedica Corp. Securities Litigation*, 432 F. 3d 1 (1st Cir. 2005).
- (19) Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).
- (20) Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264 (1989).
- (21) Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. Corp. L. 635, 640-41 (2003).
- (22) Gilson & Krakman, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70Va. L. Rev. 549, 561-65 (1984).
- (23) 梅津昭彦「市場に対する詐欺理論における効率的市場要件」商事法務 1780号47頁を参照。
- (24) 今川嘉文『過当取引の民事責任(補訂版)』(信山社, 2007年) 83頁以下。
- (25) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10(b)-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845 (1984).
- (26) Thompson, "Simplicity and Certainty" *in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, 51 Bus. Law. 1177, 1191 (1996).
- (27) 例えば, Twomey v. Mitchum, Jones & Templeton, Inc., 262 Cal. App. 2d

上場会社の不実開示と損害論

- 690, 69 Cal. Rptr. 222 (1968); *Lehman v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, N. Y. L. J., Feb. 24, 1976, pp. 7-8 (Sup. Ct. N. Y. County, Feb. 23, 1976).
- (28) Fischel, *Use of Modern Financial Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law. 1, 12 (1983).
- (29) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第2版）』（弘文堂，2004年）122頁～124頁。
- (30) Dashjian, *Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. 362, 379 (1993).
- (31) *Carras v. Burns*, 516 F. 2d 251 (4th Cir. 1975); *Newkitkv. Hayden, Stone & Co.*, Fed. Sec. L. R. (CCH) 91, 621 (1965).
- (32) *Acker v. Schulte*; *Schmolka v. Same*, 74 F. Supp. 683 (1947).
- (33) *Sarlie v. E. L. Bruce Co.*, 265 F. Supp. 371 (1967).
- (34) Cobine, *Elements of Liability and Actual Damages in Rule 10b-5 Actions*, 1972 Forum. L. Rev. 675 (1972).
- (35) LOSS, SECURITIES REGULATION (Little, Brown & Co., 2ed. 1961), at 1749).
- (36) *Anixter v. Home-Stake Production Co.*, 77 F. 3d 1215 (10th Cir. 1996).
- (37) *Lowenfels & Bromberg, Liabilities of Lawyers and Accountants Under Rule 10b-5*, 53 Bus. Law. 1158 (1998).
- (38) 例えば, *McGann v. Ernst & Young*, 102 F. 3d 390 (9th Cir. 1996) および *Cooper v. Pickett*, 137 F. 3d 616 (9th Cir. 1997).

第3章 日本法の不実開示規制

「米国における不実開示と民事責任」の法理を参考として、わが国の証券取引法および金融商品取引法、民法、会社法などの規定、判例および学説に照らし、上場会社の不実開示に関する問題を検討する。

I 金融商品取引法21条の2の解釈

1 意義

(1) 流通市場における発行会社の責任

金融商品取引法21条の2（旧証券取引法21条の2）は、流通市場にお

ける株式の発行会社の開示責任を規定している。当該規定が平成16年改正で設けられる以前、証券取引法の不実開示を原因として、流通市場において発行会社が民事責任を負うという明文規定は証券取引法にはなかった。

なお、本文中の金融商品取引法の条文は従来の証券取引法と同じであるため、便宜上、証券取引法と標記している場合がある。

(2) 従来の関連規定

従来、発行市場における虚偽記載に関する発行会社の民事責任規定として、金融商品取引法（証券取引法）18条がある。すなわち、有価証券届出書についての虚偽記載について、届出者である発行会社は募集・売出しに応じ有価証券を取得した者に対し民事責任を負い、発行会社に無過失責任を課していた。

また、証券取引法21条において、発行会社の役員、売出し証券所有者の責任、公認会計士・監査法人、引受人が有価証券届出書の重要事項について虚偽記載または重要事実の不開示をすれば、募集・売出しにより有価証券を取得した者に対し民事責任を負う。これらは、証券取引法21条2項に基づく過失責任である。

流通市場における不実開示の民事責任規定は、証券取引法22条に基づき、有価証券届出書について重要な事項の虚偽記載または重要な事実の記載の欠如に対し、「募集または売出しによらないで」、すなわち、流通市場において証券を取得した者に対する救済規定があった。しかし、証券取引法22条の責任を負う主体は、発行会社の役員もしくは公認会計士、監査法人だけであった（証券取引法21条1項1号および3号に掲げる者）。

有価証券報告書については、証券取引法24条の4において、証券取引法22条の規定を有価証券報告書の虚偽記載について準用する。すなわち、流通市場での取得者に対する開示責任は発行会社の役員など関係者の賠償責任規定はあったが、発行会社自体の責任規定が欠けていた。

(3) 証券取引法21条の2の新設理由

発行会社が流通市場において、その発行する有価証券の開示書類に係る虚偽記載に関し責任規定が明定されていないことには批判が強かった⁽¹⁾。

開示内容の正確性を担保するために民事責任規定が設けられていることに照らし、発行市場および流通市場に関わらず、発行会社は投資家に対し正確な企業情報を開示すべきとされている以上、発行会社が民事責任の主体とならなければならないという要請から、証券取引法21条の2が平成16年改正で設けられた。

2 民法709条との関係

発行会社の開示書類に虚偽記載があり、損害を被った投資家は、民法709条および証券取引法21条の2（金融商品取引法21条の2）に基づき損害賠償を請求することができる。民法709条および証券取引法21条の2第2項は、競合関係にある⁽²⁾。

民法709条の不法行為責任に基づく場合、原告は、加害者の故意・過失、損害との相当因果関係、損害の存在および損害額（差額説）を立証することになる。

民法709条に基づく差額説の場合、「不実開示がなかったとしたら、株式の価額はいくらになるか」を算出し、「株式を取得した時の取得価額」から「不実開示がなかった場合、取得当時の株式の想定価額」が損害額となる⁽³⁾。

不実開示と因果関係のある損害の立証および損害額の算定を、より具体的かつ容易にするため、証券取引法21条の2第2項は、虚偽記載等が公表された場合、公表前1カ月の平均額から公表後1カ月の平均額を控除した額を当該虚偽記載等により生じた損害額と推定する（証券取引法21条の2第2項）。

以下、金融商品取引法（証券取引法）21条の2第2項および民法709条に基づく損害額の算定について検討する。

3 法21条の2第2項の構造

(1) 因果関係および損害額の推定

金融商品取引法（証券取引法）21条の2第2項は、原告の立証責任負担を軽減するため、因果関係および損害額の推定規定が設けられた。不実開示があったとしても、投資家が被った損害と不実開示との因果関係に立つ事実を特定し、金銭的評価を加え損害額をどのように立証するかが問題となる。

証券取引法21条の2第2項に基づく因果関係および損害額の推定規定は、立証の困難さを緩和することが目的である。⁽⁴⁾

すなわち、金融商品取引法21条の2第2項は、真実が公表され証券の価額が下落した場合に、その下落額をもって損害額と推定する。原告が金融商品取引法21条の2第2項の要件を立証した場合、因果関係および損害額が推定され、被告に立証責任が転換される。

金融商品取引法21条の2第2項の構造は、①真実情報の開示時を基準とし、②不実開示による損害を認定し、③被告の反証による減額を認める、というものである。

(2) 無過失責任

金融商品取引法21条の2に基づく発行者の責任は、無過失責任である。本条が発行会社に無過失責任を課す理由としては、以下のことが指摘できる。⁽⁵⁾

第1に、発行市場における発行会社の責任が無過失責任（証券取引法18条）であり、平仄を合わせるためと考えられる。

第2に、違法行為の重大性であり、故意・重過失がないということが考えにくいからである。

第3に、原告投資家の立証負担の軽減である。⁽⁶⁾

II 法21条の2第2項に基づく損害賠償

1 損害賠償の対象

立法者による解説書⁽⁷⁾には、以下のように記述されている。

「金融商品取引法（証券取引法）21条の2第2項に基づく推定は、発行者に有利な虚偽記載等がなされたことを原因として、真実の開示が行われていれば形成されたであろう価格よりも「偽りの高い価格」が形成される。その結果、投資家は、偽りの高い価格で買われたという損害を受けたといえる。」

すなわち、「虚偽記載等がなされていなかったら、より安い価格で株式を買えたはずなのに、それができなかった」という意味での「逸失利益」である。逸失利益は、証券の取得時にさかのぼって、①仮に虚偽記載等がなされていなかった場合の価格を想定した場合の想定価格と、②取得価格との「差額」である。

請求権者が、「虚偽記載等がなされていなかった場合の価格」をどのように算定するかが問題である。しかし、その虚偽記載等について真実が公表された場合には、その虚偽記載等の市場価格への影響が排除され本来あるべき価格に回復したと考えられ、その公表による変動額は証券取得時における逸失利益と典型的に考えることができる。そこで、このような推定を行う規定を設けたのである。

2 法21条の2第2項の類推適用と取得時期の限定の関係

(1) 取得時と請求権者の範囲

金融商品取引法21条の2第2項に基づく請求権者は、①虚偽記載の事実が公表された日（公表日）前1年以内に当該有価証券を取得し、かつ、②公表日に引き続き保有する者、である。

当該要件が規定されている理由は、取得時と公表時との間にあまりに時間的隔たりが認められる場合には、当該証券価格の決定の基礎となる経済状況もその間に大きく変化している可能性も高くなるからとされる。

(2) 公表日前の1年以内に取得した者に限定すべきか

では、公表日前の1年より前に取得した者に対し、事実上の推定を行うことを妨げるものではないのか。

「公表日において引き続き当該有価証券を所有する者」に限定したのは、公表前に証券を売却した者は、まだ虚偽記載等が公表されず、虚偽記載等を原因とする証券価格の下落による損害が顕在化しないうちに証券を手放しているため、類型的に損害が生じているとは考えにくいから⁽⁸⁾である。

黒沼悦郎教授は、「虚偽記載が市場価格に反映された時から、虚偽記載の事実（記載が虚偽であることを明らかにする事実）が市場価格に反映された時までの間に、市場価格（またはこれに連動する価格）で取引した者のすべてが、同じに扱われなければならない。」としたうえで、推定規定の適用範囲を、前記(1)の①および②の者に限定することは、理論的には正しくないと指摘する。

その理由として、(1)の①について、「虚偽記載がなされた25条1項各号の書類が公衆縦覧に供された時を基準にすることもできた」。

(1)の②について、「真の情報が開示された後の市場価格を用いるのは、取引時のあるべき市場価格を推計する便法にすぎない」。

そこで、「投資家は取引時にすでに損害を被っている。」と述べ、「推定規定の適用範囲を明確にするために、このような規定を設けた。」のであり、「推定規定の適用を受けられない者も、損害額を立証して、金融商品取引法21条の2第1項に基づく損害賠償請求をすることができる。」と指摘する。⁽⁹⁾

金融商品取引法21条の2が、民法709条に基づく不実開示と因果関係のある損害の立証および損害額の算定を、より具体的かつ容易にするため規定されたのであり、両規定は競合関係にある。そのように考えると、推定規定の適用範囲を、上記(1)の①および②の者に限定することは、理論的には正しくないと考えられる。

(3) 処分した者

金融商品取引法21条の2第2項の請求権者を「取得」した者に限るのは、学説上批判が強い。実際には低い価値のものを虚偽表示によって購入させたという行為は、救済対象は株式の取得者が念頭に置かれている。

しかし、実際に価値の低いものを高いものに見せかけるだけでなく、「実際に価値の高いものを低いものに見せかける」ために不実開示をして、証券を「処分」した者について、米国法では区別がない。区別することに合理的な理由が特に見つからない。空売りでは、適用対象者の範囲がとくに問題となる。

Ⅲ 法21条の2第3項の「公表」概念

1 条文規定

(1) 概説

金融商品取引法（証券取引法）21条の2第3項は、「虚偽記載等の事実の公表」を、①当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により、②当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、③法25条1項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと、と定める。

当該書類の虚偽記載等に係る「記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実」は、金融商品取引法21条の2第1項の「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」という要件における「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実」と同様に解することができる。

(2) 問題点

そこで、「公表」概念について、以下の問題点を指摘できる。

第1に、どの程度の具体性および正確さを有する事実を、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたときに、「虚偽記載等の事実の公表」があったと評価できるのか。

第2に、公衆の縦覧「その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」とは、どのような措置が含まれるのか。

第3に、仮に当該書類の提出者が、上記措置をとらない場合、「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」にはどのような者が含まれるのか、である。

これらについて検討する。なお、便宜上、検討の順番を前記と逆に第3、第2、第1の順で行う。

2 公表の主体

(1) 公表主体の限定理由

公表の主体は、証券の発行者自身またはその発行会社の業務または財産に関し法令に基づく権限を有する監督官庁等である。発行者は法人であるから、その実行は業務執行者が行うことになる。

流通市場における投資家または市場関係者が風説を流布したことにより、市場価格が下落したような場合、これら投資家または市場関係者が公表の主体に該当しないことはもちろんである。

公表の主体として、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に限定されているのは、つぎの理由からである。

第1に、これらの者が公表した場合、過去の虚偽記載等を訂正し真実の開示を行うことの公表として信頼性がある。第2に、市場参加者はその公表を合理的なものとして信頼する。第3に、市場参加者はこのように投資判断をすることにより、開示が虚偽なものから真実なものに修正され

たことを適正に反映した価額変動が発生する、と典型的に考えられるからである。⁽¹⁰⁾

(2) 公表主体の具体例

「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく機限を有する者」としては、内閣総理大臣、金融庁、証券取引等監視委員会（26条）、当該提出者が上場会社等である場合には金融商品取引所、認可金融商品取引業協会（6条、12条）、当該提出者が協会員である場合には認可金融商品取引業協会および公益法人金融商品取引業協会（68条の2、79条の2）、当該提出者が会員等である場合には金融商品取引所（87条）などが考えられる。

金融商品取引法（証券取引法）以外の法令に基づく権限を有する者としては、破産管財人、更生管財人あるいは様々な業法に基づき監督・検査または報告聴取権限を有する当局が想定される。

(3) 検察官および警察

検察または警察による捜査結果の発表は、どうか。第1に、検察官は、公益の代表者である独任制の機関である（検察庁法4条）。検察官を公表の主体から除外する理由はない。

第2に、警察は公表の主体に含むかは、見解が分かれている。肯定説は、「警察による捜査結果の公表もこれに当たると解される。」とし、警察が公表の主体に該当するとする。⁽¹¹⁾

否定説は、「警察は書類の提出者の業務または財産のあり方について命令を発したり、適切なあり方を指示したりする権限を有する者ではない。」として、公表主体から除外する。⁽¹²⁾

警察が捜査結果を発表するのは任意であり、直ちに金融商品取引の適正さを実現する趣旨ではない。しかし、公表の主体が問題となるのは、その後の民事訴訟においてである。警察は捜査権限に基づき捜査結果の

発表を行い、公表内容がその後の捜査または公訴提起後、公判から虚偽記載の事実が著しく相違するものでなければ、警察は公表の主体になりうると考えられる。

3 公表の方法

(1) 概説

公表の方法は、「公衆の縦覧その他の手段により、多数の者が知りうる状態に置く措置」がとられたことである（証券取引法21条の2第3項）。公衆の縦覧とは、発行者が自発的に訂正報告書を提出し、それが公衆の縦覧に供されたことである。

「その他の手段」として、発行者または監督官庁による報道発表、取引所のHPを通じたタイムリー・ディスクロージャーが公表の方法として認められる⁽¹³⁾。

(2) 問題点

問題点として、金融商品取引法（証券取引法）25条1項の規定による公衆縦覧を待っていたのでは、その間に市場に流布した真の情報を反映して市場価格が下落してしまい、公衆縦覧前後の下落額がきわめて小さいものになってしまうおそれがある。

また、発行者は「多数の者が知りうる状態に置く措置」を不当に遅延することが考えられる。公表が不当に遅延するという懸念に対し、つぎの反論がある。

第1に、「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」が「虚偽記載等の事実の公表」を行うことによって対応することは可能である。第2に、公表を不当に遅延させることに対し、罰則および行政処分によって対応することにより、不当な遅延なく「虚偽記載等の事実の公表」を行うインセンティブを書類の提出者に与えることができる⁽¹⁴⁾。

しかし、発行者は虚偽記載等の事実の公表に基づき、多大の民事責任が課される可能性が高く、倒産などの重大な危機を招くおそれが予測される場合、公表を不当に遅延させるであろうことは否定できない。また、「権限を有する者」が、内実を察知するには時間がかかる。

その結果、公衆縦覧前後の下落額がきわめて小さいものになり、発行者は公表を不当に遅延させることにより、賠償額が著しく軽減されることになり、投資家は現実の損害を救済されないことになる。そこで、「検察官の情報に基づくマスコミ報道」が公表の方法として考えられないか。

4 検察官の情報によるマスコミ報道

(1) 学説

検察官が公表の主体であることは問題がないと思われるが、検察官の情報によるマスコミ報道がなされた場合、公表の主体および公表の事実をどのように考えればいいのか。

肯定説では、捜査機関による情報リークの新聞発表は、公表になるとする。⁽¹⁵⁾この場合、多数のメディアの報道内容は同様のものであることが必要であろう。

また、公表の概念について、内部者取引規制における公表の概念が、参考になるという指摘もある。⁽¹⁶⁾しかし、近藤光男教授は、「内部者取引規制と流通市場開示責任を本質的に異なる」ものにとらえ、「虚偽の流通市場開示に関する責任について考えた場合、公表を厳格に解して、その範囲を狭いものにとらえてしまうと、すでに虚偽を訂正する情報がある程度漏れており、市場価格もそれを反映しているという状況でありながら、未だ公表はなされていないと解さざるを得ない場合が予想される。その結果として、投資者が推定してもらえる損害額は低くなるということが問題となろう。」と指摘する。そして、必ずしも公表を厳格に解する必要はなく、市場への影響を考慮するのであれば、情報が広く市場に伝

達しているのであるならば、公表と解されるであろうと述べる⁽¹⁷⁾。

否定説では、リークがあり、新聞およびテレビで報道されたような場合、行為の主体は、新聞社およびテレビ局であって、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」ではなく、金融商品取引法21条の2にいう「虚偽記載等の事実の公衆」があったとは評価できないと解する⁽¹⁸⁾。

(2) 具体例と問題点

そこで、ある事案を考える。例えば、A地検がB会社の強制捜査に着手し、同日夕刻に複数の報道機関がB会社の経常利益等粉飾の疑いを一斉に報じ、その情報源がA地検であったとする。

当該事案では、マスコミが独自調査によりB会社の粉飾決算の疑いを報道したのではない。マスコミそれ自体は、「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」に該当しない。しかし、当該事案において新聞またはテレビ等のマスコミは、A地検を情報源とする取材に応じて、その内容が伝えられ、報道したものである。

金融商品取引法（証券取引法）21条の2が、公表の主体を限定している趣旨は、情報の確実性を確保するためと考えられる。そうであれば、公表の主体と認められる検察官からの情報に依拠して、マスコミが報道した場合、直接の「公表の主体」はマスコミであるが、金融商品取引法21条の2の趣旨から逸脱するものではない。

このように解しないと、「当該書類の提出者が公表を遅らせれば遅らせるほど、虚偽記載等と因果関係を有する損害額として推定される額が少なくなり、投資家保護が図れなくなる」のであり、発行会社の恣意により民事責任および賠償額が不当に軽減または免責されることになりかねない。

(3) 公表と同視できる要素

「虚偽記載等の事実の公表」は、投資家が、発行会社について、「おおむね」、正しい情報を金融商品取引法「第25条1項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置」を提出者または「当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」がとった時に「虚偽記載等の事実の公表」があったと解する⁽¹⁹⁾のが適当である。

特定のマスコミがぶら下がり取材または憶測情報で、情報源を秘匿して報道した場合、これは公表には該当しないであろう。しかし、多数のマスコミが「法令に基づく権限を有する者」から情報を受け、または情報源が開示されており、各マスコミの報道内容に差異がなければ、「公表」がなされたと解される。

「検察官の情報に基づくマスコミ報道」という事実関係が存在し、公表主体・方法において「検察官≒マスコミ」と捉えることが可能な事実関係にあれば、いずれにせよ「公表」の存在が認められるのである。

5 公表の内容

(1) 具体的内容

公表内容（金融商品取引法21条の2第2項）は、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実である。有価証券報告書に虚偽記載等が存在しているという指摘だけではなく、一定の事実が公表される必要がある。

現実には、「虚偽記載については、虚偽部分を指摘すれば足りるし、また、厳密な意味で真実を完全に公表しなければならないわけではなく、当該証券価額への誤った評価を解消するために必要な程度の実事⁽²⁰⁾の公表があれば足りる。」と解される。

裁判例では、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報を受けて、投資家が投資判断を行うことにより、適正な市場価額が形成されること

を期待する趣旨としている。

具体的には、不実開示の虚偽部分の指摘である。また、真実を完全に公表しなければならないわけではなく、「⁽²¹⁾おおむね」、当該証券価値への誤った評価を解消するために必要な程度の事実の公表があれば足りる。

(2) 事案

例えば、有価証券報告書に含まれる貸借対照表上の純資産額が5億円のA会社が、X月1日に約40億円の資産の過大計上があったと報道機関された。その後、X月30日に資産の過大計上額は約30億円であることが明白になった場合はどうか。

完全に正式な過大計上額が明らかになった時点では、当該発行会社がすでに倒産していることも考えられる。市場において、X月1日における報道が、検察官を通じてマスコミ報道されるなど、一定の信頼される機関によるものであれば、それに基づき合理的に相場が形成される。

それ故、虚偽記載の内容に関する「おおむね」正しい情報が「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により」、「法25条1項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられた」ときに、「虚偽記載等の事実の公表」があったと考えられる。

6 市場の効率性と民事責任

証券市場の効率性は、米国法の考察において論じたように様々な議論・問題がある（本稿第2章を参照）。しかし、開示された情報（適切な情報または不実開示）を迅速に市場価格に反映するという証券市場の特質である「市場の効率性」に照らせば、損害賠償の立証はつぎのように考えられる。

株式価値に関する開示情報は、真偽に関係なく株価に反映される。自衛能力のない一般投資家は、このようにして形成された市場価格によっ

上場会社の不実開示と損害論

て取引せざるをえない。そこで、投資家が不実開示または不開示により被る損害は、不実開示が相場に与えた影響の大きさを金銭に評価したものである。

不実開示が市場価格に与えた影響の大きさは、真実の情報が開示され、それが市場価格に反映された時の市場価格の変動額を参考として算定するのが合理的であるが（修正現実損害賠償方式）、不実開示がなされた時と真実の情報が市場に反映された時とでは、時間的隔たりがある。そこでその間に他の要因（例えば、不実開示以外の一般的社会・国際情勢等）によって生じた市場価格の変動を取り除かなければならないであろう。

市場の効率性を考慮すれば、他の要因による株価の変動を除去する方法として、「現実の証券市場において、市場ポートフォリオの収益率と各銘柄の収益率とは、一定の安定した相関関係を示す」ことが知られているので、これを利用する考え方がある。これは、不実開示が市場価格に与えた影響の大きさのみをとり出し、当該額を損害賠償額とする方法⁽²²⁾である。

しかし、「他の要因による株価の変動を除去する」としても、そもそも発行会社による虚偽記載等の違法行為の「発覚から生じたことを起因」として生じた株価下落の要素は、除去要素と考えるべきではない。

7 不実開示の内容の重要性

流通市場においては、不実開示の内容の重要性が問題となる。すなわち、①何が重要な事項についての虚偽の記載か、②何が重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実か、である。

不実開示と損害との因果関係は、不実開示が相場に与えた影響である。市場価格に影響を与えるような不実開示が「重要な」虚偽記載であり、投資家は相場に影響を与えるような不実開示が行われ、自己が市場で取引したことを主張・立証すれば、不実開示と損害との因果関係が認定されることになる。

米国では、「市場に対する詐欺」理論として、Basic, Inc. v. Levinson 485 U. S. 224 (1988) および Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U. S. 128 (1972) において、連邦最高裁判所は「重要情報の不開示と損害の発生には事実上の因果関係がある。」と判示する。

米国連邦最高裁判所を含む多数の判例は、本稿第2章で述べたように重要情報の不開示・不実開示における信頼の立証内容を緩和している。証券市場における詐欺理論は、①原告以外の投資家が不実開示に基づき、②証券取引をした結果、③証券の市場価格が上下した場合、④証券の市場価格は歪められた誤った価格であり、⑤当該価格は不実開示である、という考えに基づく。

米国において、「証券市場における詐欺理論」を前提として、被告の民事責任が課されていることは、前述した。

IV 不実開示行為の悪質性

1 市場機能と情報開示

株式の発行会社の将来予測および投資リスクは、発行会社の企業経営に関する開示情報およびそれが様々なメディアを通じて伝達され、「証券市場における詐欺理論」に基づき、それが市場に反映され、市場を信頼した投資家が相場動向から投資判断をなす。

市場機能として、投資家に出資金を回収させる流通市場としての機能、価格形成市場としての機能、国民の資産形成の場としての機能、などがある。上場会社は資金調達のため、証券の発行市場を通じて調達し、市場メカニズムに基づく証券の価格形成により、上場会社の資金調達コストが決定される。

同じ投資リスクであればより高い収益をあげる会社に、同じ予想収益であればより投資リスクの低い業種に向かい（投資）資金が移動する。その結果、資金の効率的な配分が確保される。

このとき、証券の流通市場は、証券の価格を絶えず評価することによ

上場会社の不実開示と損害論

り、上場会社の資金調達シグナルを与える。すなわち、発行市場と流通市場はあいまって効率的な資金配分を実現する機能⁽²³⁾を有する。

上場会社の経営陣によってなされる粉飾決算および偽計・風説の流布は、当該会社の経営実態を反映しない、他者をまさに欺く行為であり、株主だけでなく、市場機能ひいては国民経済に多大の損失を与えるものである。

このような悪質な行為に対しては、刑事責任および民事責任を問わず、厳しく法的な制裁が科せられなければならない。⁽²⁴⁾

2 賠償額の減額要因

不実開示と損害との因果関係がないことを被告が立証した場合、賠償額を減額される（金融商品取引法（証券取引法）21条の2第4項）。不実開示以外の事情として、第1に、市場一般に影響を与える事実がある。平均株価、市場指数から考慮される。第2に、発行者に特有の事実がある。業績悪化による株価の下落である。これらは投資家が本来負うべき投資リスクである。このような株価の下落分は、損害賠償額から除外される。

しかし、このような除外要素を除いた部分については損害として認められるのであり、逆に法的に免責する根拠は存在しない。すなわち、証券取引法21条の2だけでなく、民法709条によっても当然損害賠償請求が可能ということになる。

この点に関し、大分地裁平成20年3月3日判決（金商1290号53頁）は、「(被告代表取締役)被告Y2は、粉飾決算がなされていることを知らずに被告Y1社の株式を購入したことにより発生した原告らの損害を賠償すべき不法行為責任を負うというべきである。……認定事実によれば、被告Y4はその職務を行うについて上記不法行為を行ったものであるから、被告Y1社も、商法261条3項、78条2項、民法44条1項に基づき、原告らに対し不法行為責任を負うことになる。」と判示し、不法行為責任を認めている。

3 代表取締役の責任

金融商品取引法（証券取引法）21条の2第1項は、「……当該書類の提出者は、……により生じた損害を賠償する責めに任ずる。」と規定する。有価証券報告書の提出者は、当該規定に基づく民事責任を負う。「書類の提出者」は、本件では被告会社である。では、代表取締役および他の役員の民事責任はどうか。

「書類の提出者」である被告会社の行為は、代表取締役の名前でもってなされ、代表取締役が会社の名前でなした業務執行は、その行為の効果が会社に帰属する。被告上場会社の代表者は被告会社の代表取締役であり、粉飾決算を行うことを指示していたか、あるいはこれを容認していた場合、金融商品取引法21条の2第1項に基づく責任に伴い、金融商品取引法24条の2で準用する金融商品取引法22条に基づく損害賠償責任を負う。金融商品取引法22条の責任を負う者は、証券取引法21条が具体的に列挙する。被告上場会社の代表者は、その対象である。

例えば、被告上場会社の代表者は、偽計取引・風説流布、虚偽有価証券報告書の提出を行い、それが発覚すれば、監理ポスト割当ての措置を取られ、上場廃止となることにより、それを知らずに株式を購入した者に対して損害を与える可能性があることは十分予見できたものであり、民法709条の責任を免れるものではない。

前述した、大分地裁平成20年3月3日判決（金商1290号53頁）は、「本件は、原告らが株主であった時期に取締役の行為によって会社に損害が生じた結果株主である原告らに損害が生じたものではなく、被告Y1社の粉飾決算を知らない第三者の原告らが被告Y1社の株式を購入したために損害を被ったという事案である。」として、原告株主の損害を「第三者に発生した直接損害」と認定している。厳密には、会社の代表者が「株主」に損害を与えたのではなく、「第三者」に対して損害を発生させたことになるから、責任を免除する理由は存在しないのである。

さらに、東京地裁平成19年11月26日判決（判時1998号141頁）は、「被

上場会社の不実開示と損害論

告代表取締役が、被告会社における各部門の適切なりスク管理体制を構築・機能させる義務を怠った過失」を指摘している。同じように、被告上場会社の代表者には被告会社における各部門の適切なりスク管理体制を構築・機能させる義務を怠った過失がある。このように考えると、被告上場会社の代表者は、会社法429条に基づき原告株主に直接損害としての賠償責任を負う。

4 他の役員および監査法人・公認会計士の責任

では、代表取締役以外の被告役員および監査法人・公認会計士が負う責任はどうか。当該問題を検討するうえで、大分地裁平成20年3月3日判決（金商1290号53頁）が参考となる。大分地裁は、被告会社の取締役の責任について、以下のように判示する。すなわち、

「(被告会社の取締役)被告 Y3 は、……前渡金の増加が粉飾決算になるとの認識を持っていたか、少なくともそのおそれがあるとの認識を持っていたと認められる。……(被告会社の代表取締役)被告 Y2 の指示によるものであったとしても、被告 Y3 は取締役としての代表取締役の業務執行を監視・監督する職務を懈怠して、前渡金増加に伴う決算上の問題点を取締役会に諮り、それを是正するなどの措置を取ることなく、被告 Y2 の指示に従い、故意に、そうでなくとも上記認定事実によれば重大な過失に基づき、被告 Y4 に対し、前渡金増加(粉飾決算)となる外注費振り替え時期の指示を行っていたのであるから、原告らに対して、(旧)商法266条ノ3第1項(会社法429条)に基づく損害賠償責任を負うといわざるを得ない。」

「(被告会社の経理担当取締役)被告 Y4 は、粉飾決算をやめるよう進言していたものの、取締役としての代表取締役の業務執行を監視・監督する職務を懈怠して、粉飾決算を止めるために、取締役会に諮りそれを是正するなどの措置を取ることなく、被告 Y2 及び同 Y3 の指示に従って、故意に粉飾決算の会計処理を行っていたのであるから、原告 X2 に

対して、商法266条ノ3第1項に基づく損害賠償責任を負うといわざるを得ない。」

取締役会は会社の業務執行につき監査する地位にあり、取締役会を構成する取締役は、会社に対し、取締役会に上程された事項についてだけ監視するにとどまらず、代表取締役の業務執行一般につき、これを監視し、必要があれば、取締役会を自ら招集し、あるいは招集することを求め、取締役会を通じて業務執行が適正に行われるようにする職務を有する（最高裁昭和48年5月22日第三小法廷判決・民集27巻5号655頁参照）。そのため、代表取締役以外の取締役は、代表取締役の業務執行につき監視義務を負うとともに、違法行為に自ら加担していたのであれば、当該に民事責任を負う。

また、原告株主が被った損害は、被告らの違法行為による直接損害であれば、代表取締役以外の被告役員および監査法人・公認会計士は、民法709条だけでなく、会社法429条に基づく損害賠償責任を負う。

さらに、金融商品取引法21条の2第1項に基づく責任に伴い、金融商品取引法24条の2で準用する金融商品取引法22条に基づく損害賠償責任を負う。金融商品取引法22条の責任を負う者は、金融商品取引法21条が具体的に列挙する。被告役員および監査法人・公認会計士は、その対象である。

V 損害賠償額の算定

1 損害額算定の考え方

(1) 偽りの価格で買った場合の損害とは

発行市場において不実開示があった場合、投資家は発行者に対し契約を取り消して原状回復の救済が考えられる。

他方、流通市場において不実開示があった場合、投資家は偽りの高い価格で買わされたことによる損害は、「不実開示がなかったら取引時に市場で形成されていたであろう価格」と「真の取引価格」との差額と考

えられる。

実際に不実開示が市場価格に織り込まれている段階では、本来不実開示がなかった場合に、付けられるべき理論的な価格というのは算定が困難である。訂正情報が反映された市場価格が恐らく取引時にあるべきであった市場価格、理論価格とほぼ近いだろうという財政理論上の成果を援用している。取引時にあるべき理論価格というものを、訂正情報が反映された直後の市場価格とする。それと取得価格との差額を現実損害であるとして賠償させるのである。

具体的算定は、まず、実際に不実開示を公表した直後の価格の株価収益率といわれるものを算出する。しかし、それは不実開示による影響が織り込まれた価格であり、不実開示のインパクトをできる限り外した価格の理論値をマーケット・モデルから導き出し、その差額を損害額に反映させるのである。

ゆえに、投資家が偽りの高い価格で買わされたことによる損害は、保有期間内に株価が上昇したとしても、「取引時」を基準として賠償されるべきである。⁽²⁵⁾このように考えると、「あるべき市場価格」とは結局は、虚偽記載がなされたことにより形成された価格をもって算定することになろう。

(2) 具体例

例えば、①投資家が不実開示により、取引時に1株1,000円の人為的に騰貴した市場価格で株式を買い付けた。②不実開示がなかったら買付け時の市場価格が1株600円とする。③不実開示の発覚後、株価は600円に下落した。④その後、請求時には700円に騰貴した。

この事案では、投資家は1株400円(1,000円-600円)の賠償がなされるべきである。株価が騰貴した100円分は、投資家が証券保有の投資判断の結果による正当な利益と考えられる。⁽²⁶⁾

(3) 被告が立証すべき不実開示以外による相場変動の要因

修正現実損害賠償方式を採用するにしても、訂正情報が反映された市場価格と取引時の市場価格との差額を損害賠償額とするのであるならば、不実開示以外による相場変動の要因については、不実開示により損害を被った原告投資家ではなく、被告が立証すべきである。

流通市場損害を「不実開示がなかったら取引時に市場で形成されていたであろう価格」と「真の取引価格」との差額と捉える考え方は合理的であり、今後の裁判例においても定着していくことが望まれる。

2 不実開示行為と流通市場損害との因果関係

(1) 不実開示と買付けの誘引

「金融商品取引法（証券取引法）21条の2第2項は、発行者の不実開示により、偽りの高い価格が形成され、投資家は偽りの高い価格で買わされたことをもって損害である。」と考える者は、米国の有力な論者だけでなく、わが国の有力な論者にも多い。⁽²⁷⁾

不実開示によって、より高い価格で株式を購入させられたことによって、投資家に損害が発生するのである。

なお、事実の評価としては、本来業績が不振または今後、不振となるにもかかわらず、発行会社が好調との業績を不実開示することにより、そもそも投資家は当該発行会社の株式の買付けに誘引されたといえる。

(2) 有価証券の取得の過程と法的な因果関係

有価証券報告書等が公衆の縦覧に供されている間は、証券市場は記載内容を基礎として、有価証券あるいは発行した企業の業績を評価する。ゆえに、真実の価値とは異なる不当な株価が市場において形成される。

そのため、市場の評価を前提としてのみ当該有価証券を取得する投資家は、その取得によって直ちに損害を被るのであって、有価証券報告書等の記載内容を直接に読み、記載内容を信用し、それを投資判断の重要

な要素としたかどうかは、損害賠償請求権の成否には関係がない。

金融商品取引法（証券取引法）21条の2の解釈として、投資家が発行会社の有価証券報告書等の記載内容を信用してそれを投資判断の重要な要素としたかどうかは要件⁽²⁸⁾にしていな⁽²⁸⁾と考えられる。

流通市場の場合、有価証券の取得の過程においては、発行者と取得者である投資家との間には何らの関係も存在せず、発行市場とは前提とする状況が異なる。「信頼」要件の解釈は、米国の法理で検討したとおりである。

すなわち、不実開示行為によって市場に不当な株価が形成されていた事実があれば、当該有価証券の取得をもって、損害との間に因果関係が認められるのである。⁽²⁹⁾

- (1) 神崎克郎「証券取引法上の民事責任」上柳克郎他編『大森忠夫先生還暦記念 商法・保険法の諸問題』（有斐閣，1972年）。
- (2) 証券取引法研究会編「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」別冊商事法務290号40頁。
- (3) 西武鉄道事件に関する東京地裁平成19年8月28日金商1280号10頁参照。
- (4) 証券取引法研究会編「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」別冊商事法務290号46頁。
- (5) 三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任』（きんざい，2005年）154～155頁。
- (6) 黒沼教授は疑問を呈し、「第1」の理由だけが根拠だろうと指摘する（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5頁）。
- (7) 三井秀範編・前掲注(5)156～157頁。
- (8) 三井秀範編・前掲注(5)157頁。
- (9) 黒沼悦郎・前掲注(6)6～7頁。
- (10) 三井秀範編・前掲注(5)158～159頁。
- (11) 三井秀範編・前掲注(5)159頁。
- (12) 弥永真生「金融商品取引法二一条の二にいう「公表」の意義」商事法務1814号5頁～6頁。
- (13) 黒沼悦郎・前掲注(6)8頁。
- (14) 弥永真生・前掲注(12)商事法務1814号9頁。
- (15) 証券取引法研究会編「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」

別冊商事法務290号62頁における行澤教授他の発言が参考になる。

- (16) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院，2006年）376頁。
- (17) 近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討」商事法務1846号12頁～13頁。
- (18) 弥永真生・前掲注(12)商事法務1814号6頁。
- (19) 弥永真生・前掲注(12)商事法務1814号7頁。
- (20) 三井秀範編・前掲注(5)159頁。
- (21) 弥永真生・前掲注(12)商事法務1814号7頁。
- (22) 近藤光男＝黒沼悦郎＝吉原和男『金融商品取引法』（商事法務，2009年）203頁。
- (23) 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（一）」法学協会雑誌105巻12号105頁。
- (24) ライブドア事件において，東京高裁平成20年7月25日判決（商事法務1842号76頁）は，当該上場会社の代表者の刑事責任が問題となった。東京高裁は，上場会社の代表者の違法行為を以下のように認定している。

第1に，4つの投資事業組合が，ライブドア株式を売却して益出ししていることが発覚しないよう，株式および資金の流れを隠蔽するなどの目的で組成されたことと認定した一審判決を「正当として是認できる。」と判示する。

第2に，他の取締役らの証言を詳細に検討したうえで，被告人上場会社の代表者は，ライブドア株式売却益の計上スキームや，会計監査の関係で投資事業組合を介在させていること，投資事業組合がライブドア株式を売却して売却益を還流させるための存在で，投資事業組合本来の目的とは別の目的で組成されたこと，平成16年9月期の連結経常利益にライブドア株式の売却益が含まれていることなどを認識していたとの一審判決の事実認定について，「何ら疑問をはさむ余地はない。」とした。架空売上の計上についても，元社長は取締役から報告を受けていたとして，「認識があったと認定し得る。」と判示した。

他方，ライブドアの民事責任が認められた，東京地裁平成20年6月30日判決は，被告によるライブドア株式の売却益の計上と架空売上の計上を認定し，つぎのように指摘した。

「被告は，平成16年12月27日，第9期の連結会計年度（平成15年10月1日から平成16年9月30日）について，上記の売上計上が認められないライブドア株式の売却益37億6699万6000円並びにロイヤル信販に対する架空売上7億円及びキューズ・ネットに対する架空売上8億8000万円をそれぞれ売上高に含めるなどして，経常利益を50億3421万1000円と記載した内容虚

上場会社の不実開示と損害論

偽の連結損益計算書を掲載した本件有価証券報告書を、関東財務局長に提出した。本件有価証券報告書においては、VCJ（LDM）を同連結会計年度から連結子会社としたことが明示され、決算期が異なるVCJ（LDM）については同年9月30日に仮決算をして連結財務諸表を作成したことが記載された。なお、本件有価証券報告書の公衆縦覧期間は、同年12月27日から5年間であり、電子開示システムEDINETによってインターネット上で閲覧が可能となっている。」

(25) 近年、我が国の判例として、以下のものがある。

①大分地裁平成20年3月3日判決

大分地裁平成20年3月3日判決（金商1290号53頁）は、被告上場会社の粉飾決算および上場廃止により株価が下落したため、同社の株式を取得した者が損害を被った場合、同社および代表取締役らの株主に対する損害賠償責任が認められた事例である。

大分地裁は、「原告らの損害額は、各自の株式取得価額から最終的な売却処分によって得た金額を控除する方法により算定するのが相当である。」として、原告らの主張を認容した。

②東京地裁平成19年11月26日判決

東京地裁平成19年11月26日判決（判時1998号141頁）は、有価証券報告書等の虚偽記載を原因とする証券取引法21条の2第2項に基づく損害額の算定について、以下のよう に判示する。

「有価証券報告書等の虚偽記載に関する流通市場における発行会社の責任に関し、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。」

すなわち、公表されて有価証券の価額が下落した場合、「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算定している。

③東京地裁平成19年8月28日判決

東京地裁平成19年8月28日判決（金商1280号10頁）は、つぎのように損害額を検討している。すなわち、①修正情報の開示前の株価の下落分は損害から控除し、修正情報開示の前日の終値（1,089円）と想定価格の差額が因果関係のある損害である。②口頭弁論終結時の株式の価値が想定価格よりも上昇している場合には当該上昇部分は損害から控除され、本件では株式の価値が少なくとも1,089円を上回ると推認される。③これらから、

不実表示と因果関係のある損害はこの事件では生じていない。

当該判決の問題点として、これでは、被告は不実開示をしても、経済状況により損害を生じないとの結論になる。不実開示の違法性を間接的に否定し、被告に不実開示を行わせるインセンティブを与えることになる。

- (26) 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6頁。証券取引法研究会編「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」別冊商事法務290号57頁。米国法の考察でみた Acker 判決, Bruce 判決, Fox 教授, Coughlin 教授らの主張。
- (27) 三井秀範編・前掲注(5)156～158頁, 黒沼悦郎・前掲注(6)6頁～7頁。
- (28) 近藤光男・前掲注(17)11頁。
- (29) 具体的には、「相場急落と不実開示の公表との強い結びつき」を立証する必要がある。日経平均株価と問題となった上場会社の株価推移データにより、統計学理論に基づき回帰分析を行うのである。例えば、日経平均株価が1%上昇すると、当該会社の株式は1.20%上昇すると統計的に予測されるなどの分析である。

お わ り に

一般投資家および株主は対等ではなく、情報収集力、分析力などの格差が存在する。効率的な金融取引を行うためには、金融商品取引の専門家ではない原告は、被告が提供する情報およびそれを反映した市場および市場で形成される相場を信頼して行動してよいという前提が必要となる。取引的不法行為における信頼の原則からすれば、少なくとも顧客の取引については、投資の自己責任原則が問われるべきではない。

また、「社会的地位が高い」「会社経営をしている」「社会経験がある」「高学歴である」のため理解力があるとして、投資家の自己責任原則が過大に評価されるところがある。学歴または社会的地位が高い場合、ある程度複雑な物事のしくみを理解する一般的能力は高いかもしれない。

しかし、投資行為は他にあまり類例のない特殊な仕組みをもった取引であり、取引手法の熟練には、当該分野に関する専門の知識・経験が求められる。相場変動は数年研究しても予測できるものではない。別の分

上場会社の不実開示と損害論

野（医学，化学，経済学等）に関する高度な知識・理解力を有していても，投資行為に必要な知識・理解力との互換性はない。別の分野の知識・理解力の存在は，投資家の責任を高める要素とはなり得ない。違法行為の事実を知り得なかったことを，法的な原告の過失と構成することは不可能である。例えば，検察がマスコミに情報を伝えるまでは，一連の不法行為は発覚しなかったために，損害の拡大を原告が回避できなかった。このような場合にまで，自衛能力のない一般投資家である原告に，自己責任を問うべきではない。