

上場廃止 (上)



金融庁・証券取引等監視委員会事務局次長
復興庁審議官 (金融支援担当) 大森泰人

行政官は、自らの業務分野が民事裁判化しても、刑事裁判化する時ほど関心を寄せないと思う。少なくとも私はそうです (ここで、あなたは、今や多くの法律家を悩ませる金融ADR制度の担当課長だったのでは、などとマニアなツッコミは入れないでいただきたい)。だから、ライブドア刑事裁判の経過を確認すべくネットサーフィンしているさなかに、偶然、ライブドア株主による損害賠償請求への3月の最高裁判決文に遭遇してやや驚いてしまった。かつて携わった条文の解釈をめぐり、立派な裁判官が論争しているからである。条文とは、会社の虚偽記載に対する株主への損害賠償額の推定規定になる。2004年の証取法改正で課徴金制度を設けた経緯は以前記したが (本誌1895号126頁・1896号6頁)、その際、不法行為の特則として、賠償請求者の立証責任を軽減した。虚偽の公表前1年以内に株を取得し、公表時に所有していれば、公表前後1カ月の平均株価の差額 (下落額) を損害額と推定し、虚偽記載に起因しない下落額を推定額から控除する。もちろん私は、「せっかく課徴金制度作るんだから、民事の領域でも何か会社を訴えやすくする工夫をしてみよう」とアバウトな指示をただけであり、具体的仕組みは部下の実務家が考案した。その仕組みの趣旨を、最高裁の裁判官が真摯に考察しているのが、柄になく法律を作る仕事への厳粛な思いを惹起した。

ライブドアによる虚偽記載 (粉飾) は、推定規定が適用された初のケースになる。摘発に値する虚偽記載だったのかと問い始めると取捨つかないので、とりあえず値したことにして記述を進めたい。2006年初め

に強制捜査が入ると、上場廃止懸念の狼狽売りなどから株価は暴落し、実際にも発覚後あまり間を置かず東証は上場廃止を決定した。暴落した以上、推定規定を素直に適用すれば株主への賠償額は多くなるが、それが会社債権者との関係上妥当か否かとの判断が、そもそも虚偽記載による株主の損害とは何かとの認識に連動する。虚偽記載したから、しない場合より、「高値で取得」しなければならなかったことが損害だと捉えれば、論理的に、高い取得価格と、虚偽記載がない場合のより低い想定価格の差額が賠償額になる。現実には想定価格など算定できないから、虚偽記載公表後の下落額から導かれる推定賠償額から控除する (虚偽記載に起因しない) 額が大きくなる。ざっくり言えば、これが岡部裁判官の少数意見である。一方、虚偽記載しているからこそ取得したのであり、虚偽記載がなければ取得しなかったと捉えれば、「取得自体」が損害になり、素直に下落額を賠償するのに違和感がない。そこで、上場廃止懸念の狼狽売りによる価格下落も、虚偽記載と相当因果関係があると認定するのが、多数意見になる。両意見は、会社に何らかの損害が生じて株価が下落すれば、会社の所有者である株主の損害にもなるが、その損害を株主が直接会社に賠償請求できるのか (多数意見)、代表訴訟により会社財産を回復させるしかないのか (少数意見) という問題でもある。多数意見を構成する寺田裁判官の自問自答によれば、社長による会社財産の横領が発覚して株価が下落しても、株主が会社に下落分の賠償請求はできないという意味で、少数意見は一理ある。だが、敵対的買取に對抗して、社長が会社財産を毀損させて株

価が下落した場合、買取者である大株主が、会社に賠償を求めるのは認めざるを得ないだろう。結論として寺田裁判官は、意図的な焦土作戦による株価下落と、意図的な虚偽記載による株価下落から、守られるべき株主の法益を同次元に置き、会社の責任領域を広く捉える。

この判決の半年前、西武鉄道の虚偽記載に対する株主の損害賠償請求につき、最高裁は、ライブドア判決の多数意見に先立ち、「取得自体」を損害とする思想を確認した。西武鉄道は、堤家の私物という実態のままでは上場できないから、長年にわたり、多くの他人名義を借りて株主構成を偽ってきた。こちらも公表直後から株価は暴落し、あまり間を置かず東証は上場廃止を決定したが、推定規定の施行前ゆえ、不法行為の一般規定に基づく判断になる。多数意見は、虚偽記載がなければ株主は西武鉄道株を取得していなかったと言えるから、取得価格と下落した処分価格の差額を損害賠償額の基礎とし、業績悪化など虚偽記載に起因しない下落額を差額から控除すべきとした。控除分は投資家の自己責任という考え方になる。この多数意見の一員だった岡部裁判官がライブドア事件で判断を異にするのは、ライブドアの場合は利益のかさ上げにすぎず、虚偽記載がなければ取得しなかったとは言えない (だから、取得価格と、虚偽記載がない場合のより低い想定価格の差額が損害額になる) と認識するからである。一方、ここでも寺田裁判官は、虚偽記載がなければ取得していなかったという前提に立つ以上、保有期間中のどんな理由に基づく価格下落リスクであれ、株主に負わせるのは矛盾していると指摘する。このきわめて論理的な指摘に対し田原裁判官は、寺田理論を貫くと、虚偽記載の公表前に処分して生じた損害まで賠償されるから大方の理解を得られにくく、相当因果関係の射程として多数意見を擁護している。新設した推定規定の対象を公表時の保有者に限るのも、公表前には虚偽記載の損害が顕在化していないためであり、田原裁判官の思考と軌を一にしているとも言えよう。でも、証券会社が虚偽の説明をして顧客に投資商品を買わせたら、価格下落理由のいかんを問わず生じた損害は全額賠償され得るから、虚偽と取得に因

果関係さえあれば全額賠償という論理が、大方の理解を得られにくい否かは定かでないような気もする。

私が興味深く感じたのは、寺田裁判官の行政官時代は、論理を貫くより総合的人間力で法案を通してしまふタイプのように見受けられ、田原裁判官の弁護士時代は、鋭い論理に裏付けられた馬力で勝負するタイプのように見受けられたので、ここでの意見は逆のほうがしっくりくるからである。保険法と保険業法、信託法と信託業法といった具合に、法務省が民事の基本法を改正すれば、金融庁は対応する業法を手当てして同時に立法院の審査を受けるから、時にさかしい説明をして窮境にはまる私は、春風駭蕩とした寺田民事局長の芸風に惹かれていた。加えて、虚偽記載がなければ取得していなかったか否かという順序での議論の進め方に、やや居心地の悪さも覚える。堤家の私物という現実の株主構成に照らせば虚偽記載しないと上場できないから、取得と因果関係があるのは間違いない。だが、虚偽記載したのは、バレないと思ったからである。西武鉄道が資金調達のためからどうしても上場する必要があり、かつ、株主構成を偽ればバレる可能性が高いと認識すれば、不本意ながら上場基準の株主構成を満たして上場したであろう。だから現象的には、虚偽記載したから上場でき株主が取得したのだが、上場し株主が取得するためには必ず虚偽記載が必要だった訳ではない。以前、破天荒な粉飾事例として紹介したエフオーアイ (本誌1908号6頁) のように、大幅債務超過を粉飾する以外に上場する途がなかった企業に比べれば、虚偽記載と取得の因果関係は強くない。そして、エフオーアイに比べれば、利益かさ上げのライブドアも、虚偽記載と取得の因果関係はやはり強くないので、岡部裁判官の少数意見もなるほどと思える微妙さになる。でも私は、虚偽記載と取得の因果関係が、損害賠償の範囲に連動すべきと信じているわけでもない。連載に接してきた慧眼な読者が察するように、私が連動させてみたいのは、損害賠償の範囲より、東証の上場廃止判断そのものである。

(おおもり やすひと)