

【事務局説明資料】
流通市場における
虚偽開示書類に係る損害賠償責任

平成25年11月20日(水)
金融庁総務企画局

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任①(問題意識)

【問題意識】

- 金商法上、「虚偽開示書類」の提出会社は、募集又は売出しによらずに有価証券を取得した者（流通市場での「取得者」）に対し、過失の有無に関係なく損害賠償責任を負う（「無過失責任」）こととされている。

（注）「虚偽開示書類」とは、

- ① 重要な事項について虚偽の記載があるか、又は
- ② 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書類をいう。

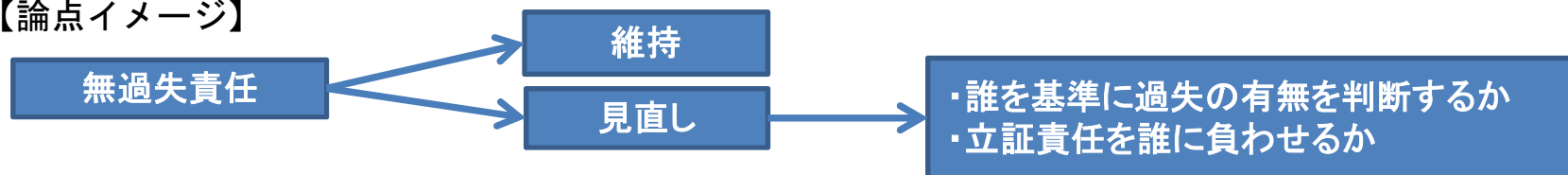
- 近年、課徴金制度の発達や内部統制報告制度の導入といった状況の変化があることなどを勘案すれば、損害賠償責任が「無過失責任」とされていることについてどのように考えられるか。

（参考）規制改革実施計画(本年6月14日閣議決定)(抄)

○虚偽記載等に係る賠償責任の見直し

新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、重要な事項について虚偽の記載のある有価証券報告書等を提出した会社が負担する、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任について、無過失責任となっていることが適切か検討を行い、結論を得る。(平成25年度検討・結論)

【論点イメージ】



「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任②(民法との比較)

【民法との比較】

- 民法上の一般不法行為責任では、「加害者の故意又は過失」が要件のひとつとされている（「過失責任」の原則）。
また、民法上の一般不法行為責任では、「加害者の故意又は過失」、「損害」などの要件は、被害者(原告側)が立証しなければならないこととされている。
- 一方、被害者保護等の観点から、「過失責任」の原則や「立証責任」の所在に対し、以下のように、被害者が有利となるよう特別な例外が定められることがある。
 - **無過失責任**：被告側の過失の有無を問わず、損害賠償責任を負わせること。
（例）国家賠償法上の国の責任、製造物責任、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の責任
 - **立証責任の転換**：被告側に要件の不存在の立証責任を負わせること。
（例）使用者責任、動物占有者の責任、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の役員等の責任

損害賠償責任の要件	故意又は過失	権利侵害行為	損害	権利侵害行為と損害の因果関係
一般不法行為責任 (民法709条)	原告が立証	原告が立証	原告が立証	原告が立証
流通市場における 提出会社の「無過失責任」 (金商法21条の2)	立証は不要	原告が立証	原告が立証 (<u>推定規定あり: 推定されると、推定された損害額と虚偽記載等の因果関係の不存在を被告が立証</u>)	

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任③(立法経緯)

【立法経緯】

- 「流通市場」における提出会社の損害賠償責任規定は、平成16年の証券取引法(以下「証取法」)改正で導入された。

【平成16年改正前】

	発行市場	流通市場
提出会社	18条	証取法上の規定なし (民法上の不法行為責任の 追及は可能(過失責任))
	無過失責任	
提出会社の 役員等	21条	22条、24条の4等
	過失責任 (立証責任転換)	過失責任 (立証責任転換)

【平成16年改正で導入】

	流通市場
提出会社	21条の2
	無過失責任

- 平成16年改正前、証取法には、

- ・ 「発行市場」における「提出会社」とその「役員等」の損害賠償責任
- ・ 「流通市場」における提出会社の「役員等」の損害賠償責任

の規定があったが、「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任規定は存在しなかった。

このため、「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任を追及しようとする投資者は、「過失責任」であり「立証責任」も転換されない民法上の一般不法行為責任を追及するほかなく、投資者の訴訟負担が重い点で問題があると指摘されていた。

⇒ 平成16年証取法改正において、民事訴訟による責任追及を強化して、違反行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的に、「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任規定を新設した。

(参考) 「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任(「提出会社」)

○ 「無過失責任」

公衆縦覧に供されている開示書類のうちに、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きは、当該書類の提出者は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、記載が虚偽であること等により生じた損害を賠償する責めに任ずる。(金商法21条の2第1項)

○ 損害額の推定(一年以内に有価証券を取得した者)

開示書類の虚偽記載等の事実が公表された日前一年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。(金商法21条の2第2項)

(注)「虚偽記載等の事実が公表された日」とは、判例上、「有価証券に対する評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実が公表された日」と解釈されている。(最判平24.3.13)

(注) 損害額の上限

損害賠償額は、請求者が当該有価証券の取得について支払った額から、次のいずれかの額を控除した額を超えない額とする。(金商法21条の2第1項・19条1項)

① 損害賠償を請求する時における市場価額

② 請求前に当該有価証券を処分した場合には、その処分価額

(注) 提出会社は、推定された損害額と虚偽記載等の因果関係の不存在を立証することで、損害賠償責任の全部又は一部を免れることが可能(金商法21条の2第4項)。また、虚偽記載等との因果関係がない額を証明することが極めて困難である場合には、裁判所が相当な額の認定をすることができる(同第5項)。

(参考) 「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任(提出会社の「役員等」)

○ 立証責任は転換されているが「過失責任」

有価証券届出書、有価証券報告書等のうちに、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きは、以下に掲げる者は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、記載が虚偽であること等により生じた損害を賠償する責めに任ずる。(金商法22条、24条の4等)

①提出会社の役員又は発起人

(注) 当該役員等が、虚偽記載等を知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明した場合には免責される(金商法22条2項1号)。

②虚偽記載等がないという監査証明を行った公認会計士又は監査法人

(注) 当該公認会計士等が、当該監査証明について故意又は過失がなかったことを証明した場合には免責される(金商法22条2項2号)。

○ 損害額の推定規定は置かれていない。

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任④(無過失責任の見直し)

【検討】

- 一般に、損害賠償責任は、「過失責任」であることが原則。
- こうした中、平成16年改正の際、「流通市場」における提出会社の損害賠償責任が特例的に「無過失責任」とされたのは、以下の点が考慮されたことによる。
 - 平成16年当時、「流通市場」における虚偽開示書類の提出については課徴金制度の対象となっておらず、投資者の立証負担を緩和し、民事訴訟による責任追及を強化することによって、証券市場の公正性・透明性を確保することが必要であると考えられたこと。
 - 「提出会社に故意・過失がない」という事態は想定しにくいと考えられたこと。
 - 「発行市場」における提出会社の損害賠償責任が「無過失責任」とされていることとのバランス。

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑤(無過失責任の見直し)

○ 一方で、以下の点を考慮すれば、現状においては、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任について、損害賠償責任の原則どおり、「過失責任」とすることが適切ではないか。

- 平成17年以降、「流通市場」における虚偽開示書類の提出が課徴金の対象行為とされ、平成20年には課徴金額の水準が引き上げられるなど、課徴金制度が整備され、これによるエンフォースメントが強化されたこと。
- 平成20年の内部統制報告書制度の導入によって、上場企業は財務計算に関する書類等の適正性を確保するための体制を整備することとされており、このような体制が適切に整備され、実際にも有効に機能していた場合にまで、当該体制をもってしても防ぎきれなかった「虚偽開示」について提出会社の責任を問うことは適切とはいえない場合もありうると考えられること。
- 「発行市場」においては、投資者から提出会社に対して払込みが行われるため、たとえ提出会社に過失がなかったとしても、虚偽記載の結果、提出会社に対して過大に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平と考えられる側面がある一方で、「流通市場」においては、基本的に提出会社に利得は発生していないこと。
- 米国、英国等の主要国においても、提出会社の損害賠償責任は、「発行市場」と「流通市場」とでは扱いを異にしており、「流通市場」の方が「発行市場」よりも提出会社の責任の範囲が狭められていること。

(参考)「無過失責任」は、新興・成長企業が新規上場を躊躇する原因になっているとも指摘されており、これを見直すことによって、新興・成長企業の新規上場を促進する効果も期待できる。

(参考) 虚偽開示書類の提出者の責任の主要国との比較

		日本	米国	EU
流通市場	対象行為	有価証券報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載
	責任態様	<p>無過失責任</p> <p>✓ 発行会社は、募集または売出しによらないで証券を取得した者に対し、損害賠償責任を負う。</p>	<p>欺罔の意図が必要</p> <p>✓ 取引所法規則10b-5に基づく損害賠償請求では、発行会社に「欺罔の意図」(scienter)が存在することが必要。</p> <p>✓ なお、取引所法18条に基づく損害賠償請求も可能であり、発行会社が誠実に行動し、かつ虚偽記載等を知らなかったことを立証すれば免責される。しかし、投資者が虚偽開示書類を実際に見て信頼したことを立証しなければならぬことなどから、救済手段としてはほとんど利用されていない。</p>	<p>故意又は重過失が必要</p> <p>✓ イギリス：発行会社の経営責任者が、虚偽記載について故意又は無謀(reckless)である場合、または不記載が不正の隠蔽であることを知っていた場合に限り責任を負う。</p> <p>✓ ドイツ：発行会社が虚偽であることを知らず、かつ、係る不知が重過失に基づかないことを立証する場合、責任を負わない。</p>
【参考】 発行市場	対象行為	有価証券届出書と目論見書の虚偽記載	登録届出書と目論見書の虚偽記載	目論見書の虚偽記載
	責任態様	無過失責任	無過失責任	過失責任

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑥(無過失の判断)

【無過失の判断】

- 仮に「流通市場」における提出会社の損害賠償責任を「過失責任」とする場合、提出会社の過失の有無については、提出会社の「役員」を基準に判断することも考えられるが、以下の点に鑑み、役員・従業員を含めた提出会社の「構成員」全体を基準に判断することとしてはどうか。
- 「役員」を基準に過失の有無を判断すると、「従業員」に故意・過失がある場合であっても「役員」には過失がないとして、提出会社が責任を負わないケースも生じ得る。一方で、
 - こうしたケースにおいて、提出会社は、別途、民法上の「使用者責任」に基づく損害賠償責任を負う可能性があると考えられるが、それにもかかわらず、投資者保護を目的とする「特別法」である金商法において、損害賠償責任を問わないことは適切ではないのではないか。
(注)「使用者責任」とは、被用者(従業員)の不法行為について、使用者(会社)に賠償責任を負わせる民法上の規定。判例上、使用者が免責されるケースは少ないといわれている。
 - 提出会社は、従業員を事業に従事させることによって企業活動を行い、利益を得ているため、従業員の故意・過失によって他人に損害を与えた場合には、提出会社が損害賠償責任を負うことが、公平の観点からも適切なのではないか。
 - 提出会社の「構成員」全体の無過失を要求することにより、役員による適切な内部統制の構築にとどまらず、提出会社全体のコンプライアンス向上へのインセンティブが高まることが期待できるのではないか。

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑦(立証責任)

【立証責任】

○ 仮に「流通市場」における提出会社の損害賠償責任を「過失責任」とする場合であっても、提出会社の過失の有無の「立証責任」については、以下の点に鑑み、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととしてはどうか(立証責任の転換)。

- 一般に、投資者が提出会社の故意・過失を立証することは相当困難であると考えられること。
- このような立証の困難性を踏まえて、金商法上の損害賠償責任規定は、「発行市場」・「流通市場」における「役員等」の損害賠償責任をはじめ、投資者側に故意・過失の立証責任を負わせることのないような枠組みとしていること。

(参考)なお、米国及び英国では、一般に提出会社の故意・過失等の立証責任を投資者側に負わせているが、これらの国ではディスカバリー(証拠開示)制度が発達しているなど、投資者による立証の負担が我が国に比べて軽いとされるため、単純に比較することは必ずしも適切でないと考えられる。

(注)ディスカバリー制度の下では、投資者に訴えられた提出会社は、訴訟に関連する全ての情報(提出会社の内部資料や、既に消去された電子メールデータ等までもが含まれ、極めて広範囲に及ぶとされる)を投資者に開示しなければならないこととされている。

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者①(現行制度)

【問題意識】

○ 金商法上、「流通市場」における提出会社とその役員等の損害賠償責任は、いずれも請求権者を、流通市場で有価証券を取得した者(以下「取得者」)に限定している。

○ 一方で、当該有価証券報告書の公衆縦覧期間内に有価証券を売却した者(以下「処分者」)が損害を被るような事態^(※)も想定されるが、そうした場合であっても、「処分者」は金商法に基づく損害賠償を請求することができない制度となっている。

(※)例えば提出会社の財務状況を低く見せかけるような虚偽開示書類の提出(いわゆる逆粉飾)が行われ、それによって株価が下落した場合には、「処分者」は当該提出会社の株式を本来よりも安い価格で売却したことになる。

(注)「処分者」が除外された理由ははっきりしないが、昭和46年当時の国会答弁では、逆粉飾の場合の投資者の損害は逸失利益であり、実現した損害ではないという趣旨の説明が行われている。

⇒ 「処分者」を、請求権者に含める必要はないか。

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者②(請求権者の見直し)

【検討】

○ 「流通市場」における提出会社とその役員等の損害賠償責任については、以下の点を勘案すれば、請求権者を「取得者」に限定する必然性はないのではないか。

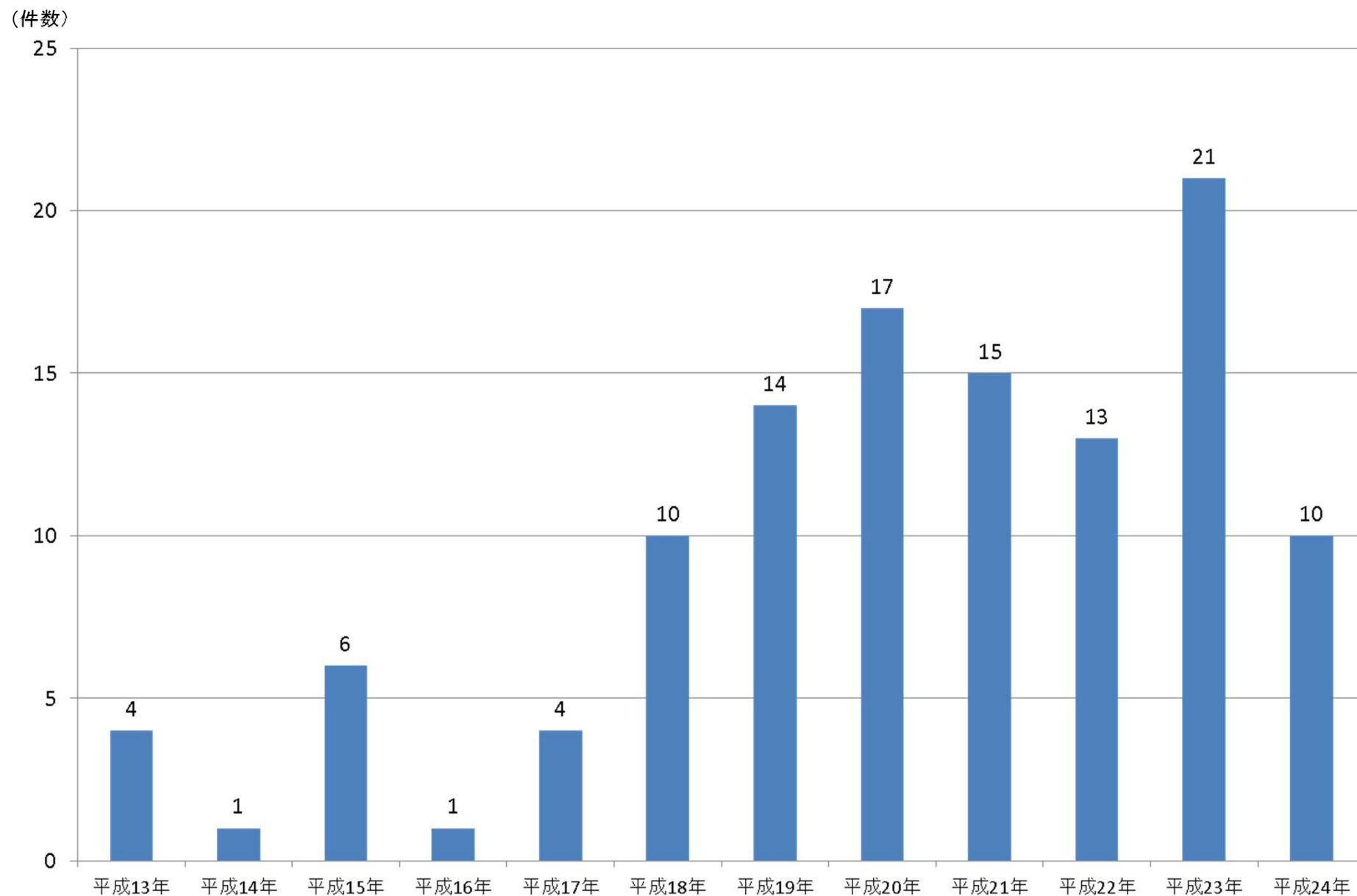
- 逆粉飾が行われた場合、「処分者」は、粉飾決算が行われた場合の「取得者」と同様に損害を被り得ること
- 特に近時、MBO(マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収)が増加しているが、MBOのようなケースでは、経営者に、逆粉飾によって株式買取価格を不当に引き下げるインセンティブが働き得ること
- 米国、英国等では、「処分者」が請求権者に含まれていること

(参考)

流通市場における虚偽開示書類の提出者に対する損害賠償請求権者の主要国との比較(金融関係特別法)

		日本	米国	英国	ドイツ
請求権者	取得者	○	○	○	○
	処分者	×	○	○	○

(参考) 上場企業のMBOの件数の推移



(出所) ㈱レコフ「MARR」ほか

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者②(損害の推定)

【問題意識】

- 仮に請求権者を「処分者」に拡大する場合、「損害の推定規定」を設ける必要はないか。

【検討】

- 「損害の推定規定」とは、ある一定額を損害額として推定することにより、損害額の立証責任を原告から被告に転換し、被告側に、推定された損害額のうち損害ではない額を立証させる規定。
- 「損害の推定規定」を置けば、投資者保護には資すると考えられる一方で、損害賠償の一般原則の例外として、「損害額に関する立証責任が原告から被告に転換される」という重い効果が発生。
- このため、「損害の推定規定」を置くには、当該「推定規定」により算出される損害額が、実際の損害額と近似している蓋然性が高いと考えられることが必要と考えられる。
- 「粉飾決算」が行われた場合、その事実が明らかになれば、提出会社の株価は通常下落し、「取得者」の被った損害は、公表日前後の株価の下落分によって近似される蓋然性が高いものと考えられる。
 - ⇒ 「流通市場」における提出会社の損害賠償責任に関しては、公表日の前1年以内に有価証券を取得し、公表日において引き続き有価証券を所有する「取得者」について、「損害の推定規定」が設けられている。(4頁参照)

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者③(損害の推定)

- 一方で、「処分者」が損害を被ることとなる「逆粉飾」のケースは、これが明らかになれば提出会社の信用が毀損されるほか、課徴金や(脱税目的の場合には)重加算税の対象となる場合もあるため、実態公表によって株価が上昇することが一般的であるとまでは必ずしも言えないと考えられる。

- こうした点に鑑みると、「逆粉飾」が明らかになって仮に株価が上昇したとしても、その上昇分が、「逆粉飾」が明らかになったことによるものとは言い難いのではないか(すなわち、当該上昇分が、実際の損害額と近似している蓋然性が高いとは、必ずしも言えないのではないか)。

- ⇒ 仮に請求権者を「処分者」に拡大する場合であっても、「処分者」に関しては、「損害の推定規定」を設けないこととしてはどうか。