

〔資料 1 - 5〕

不実開示に対する民事責任規定のあり方

- 損害額の推定規定の提案 -

平成 15 年 11 月 5 日 黒沼悦郎

1 証券取引法の民事責任規定が利用されない理由

(規定とその目的)

有価証券届出書・報告書・半期報告書・臨時報告書の不実開示に対する民事責任規定
(18 条～22 条、24 条の 4、24 条の 5)

不実開示に対する民事責任規定の目的

- ・被害者の救済
- ・不実開示の抑止(関係者に注意を尽くさせる)

(民事責任規定が利用されない理由)

- ・クラスアクション制度がない。
- ・不実開示を発見することが困難。
- ・損害額(不実開示と因果関係のある損害及びその評価額)の立証が困難。

2 裁判例の紹介とコメント

東京地判平成 13 年 12 月 20 日金融・商事判例 1147 号 34 頁 資料参照

- ・一般に株価は、様々な事象を織り込みつつ変動するものであるから、破産会社が真実の財務内容及び営業内容を公表した場合、破産会社の株価は下落したであろうことは推認できるものの、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。

真の情報が公表されていたら株価がいくらであったかを投資家側で立証することは極めて困難。

- ・破産会社が真実を公表していたとしても、原告らが株式を購入していた可能性はないわけではなく、真実を公表しなかったことと原告らが自社株を購入したこととの間に相当因果関係を認めることは未だ困難というほかはない。

真実が公表されていたら投資家がどのように行動したか(購入したか、しなかったか)を立証することも困難。

- ・そもそも株主となる投資家は自己の判断と責任において企業に投資するのであるから、・・・リスクが顕在化して損失が生じたとしても、そのリスクは原告ら自社株に投資した者が負うべき筋合いのものである。したがって、原告らの自社株購入による損失は、不法行為に基づく損害賠償請求権の前提となる損害には当たらない。

不実開示に基づく投資家の損害賠償請求を自己責任原則をもって封じるもの。
投資家の自己責任は、発行者が粉飾決算を行なうリスクを投資家が負担すべきことを意味するものではない。証券市場の効率性は、粉飾決算を見ぬくほど高度のものではなく、真の情報を反映していない市場価格で取引した者は等しく損害を被るはず。

3 損害賠償額の推定規定

(理論上の損害賠償額)

不実開示の特徴：重要な不実開示は証券市場で形成される市場価格に影響を与え、市場価格で取引する者は等しく損害を被る。

理論上の損害の額

「もし不実開示がなかったら（真の情報が開示されていたら）取引時に市場で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」

(米国判例・学説：現実損害の賠償 (out-of-pocket measure))

同じことはわが国でも言えるはず。

取引時にいったん現実損害が生じていれば、その後株価が上昇して損失が解消されたようにみえても、取引時の現実損害は賠償されるべき。

(適用可能な損害賠償のルール)

取引時に市場で形成されていたであろう価格を知ることは難しい。

「訂正情報を反映した市場価格と取引時の市場価格との差額」

(米国判例：修正方式)

(わが国における立法論)

- ・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推定する。
- ・ただし、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、責任を負うべき者が立証した場合には、その限度で責任を免れる。

推定損害額を超える損害の立証は許される。

- ・不実開示がなかったら、およそ当該証券を購入しなかったであろうことを投資家が証明した場合
- ・真の情報の開示が遅れたために、投資家が購入した証券を処分する機会を逸し、不実開示とは別の要因によって生じた損害を避けることができなかったことを証明した場合

(参考となる立法例)

- ・証券取引法 19 条
 - ・有価証券届出書に不実開示があった場合に、募集・売出に応じて証券を取得した者に対する発行者の責任(18条)についての損害賠償額を推定する規定。
 - ・趣旨が異なる。
- ・米国 取引所法 21D 条(e)項
 - ・証券の市場価格を指標として原告が損害賠償を求めている同法下の民事訴訟において、損害賠償額は、原告による証券の取引価格と、訂正情報が市場に発せられた(リリースされた)日から 90 日間の当該証券の平均取引価格との差額を上限とする。
 - ・損害額を推定するものではなく、損害額の上限を画するもの。
米国判例上の修正方式を前提としている。

(推定規定の十分性)

- ・原告は被告が重要な虚偽表示・不開示を立証しなければならないから、訴訟の濫用を招く心配はない。
- ・被告側は、不実開示期間に市場価格に影響を与える他の要因が生じていたかどうかの情報や、取引時のあるべき市場価格を推定する手法などに通じているから、推定規定が置かれても反証は困難でない。

(民事責任規定(22条、24条の4、24条の5第5項)のその他の問題点)

- ・責任を負うべき者に発行会社を加えるべきでないか。
- ・原告に有価証券を売却した者を加えるべきでないか。

東京地裁平成 13 年 12 月 20 日判決（金融・商事判例 1147 号 34 頁）

【事案】

破産会社（山一証券）の元従業員ら（原告）が、在職中に従業員持株制度ないし自社株融資制度に基づいて、平成元年から同 9 年にかけて破産会社の株式を取得したが、同会社は、平成 9 年 11 月から同 11 年 6 月にかけて、自主廃業及び破産宣告を受けたため、原告らの所有していた破産会社の株式は無価値になった。破産手続において、原告らは、破産会社の株式が無価値になったことについて、破産会社が決算期毎の財務報告書、有価証券報告書に虚偽の記載をするなどして、原告らに株式を購入させたとして、不法行為に基づく損害賠償請求権等を理由とする破産債権を有することの確定を求めた。

【判決】

原告の請求を棄却。

【判決の要旨（抜粋）】

（ 2 ）不法行為に基づく損害賠償請求権の存否

．．．

一般に株価は、会社の業績、資産、収益の状態等のほか、金融事情を含む株式あるいは債券市場の一般的、個別的動向、世界及び日本における社会、政治、経済情勢、各種投資家の心理状況等、様々な事象を織り込みつつ、これらに敏感に反応しながら変動するものである。したがって、破産会社が真実の財務内容及び営業内容を公表した場合、破産会社の株価は下落したであろうことは推認できるものの、真実の財務内容及び営業内容の公表により、破産会社の株価がどの程度下落したかは本件証拠上明らかではないから、真実の公表により、原告らが自社株を購入する可能性は否定できない。むしろ、本件の原告らの中には、金融機関の株式としては危険な株価水準に当たるといわれる 200 円を下回る株価（甲 44）で購入した者、さらには、倒産の危機が迫っているといわれる額面額近くの価格で購入した者も多数存在する。そうだとすると、破産会社が真実を公表していたとしても、原告らが、本件各融資制度を利用して破産会社の株式を購入していた可能性はないわけではなく、破産会社が真実の財務内容及び営業内容を公表しなかったことと、原告らが自社株を購入したこととの間に相当因果関係を認めることは未だ困難というほかはない。

．．．

a 保護法益及び原告らの損害の有無について

そもそも株式を購入し、株主となる投資家は自己の判断と責任において企業に投資するのであるから、投資家には可能な限り、株式の購入を検討している会社に関する情報を収集することが求められ、収集によって得た情報によってリスクを認識し又は認識することができたのにあえて当該株式を購入したと評価できるような場合には、それによって発生した損失は投資家が負うべきである。

...

以上によれば、原告らは、自社株のリスクが高いことを認識しながら、高リターンを期待してあえて購入したものと認められ、リスクが顕在化して損失が生じたとしても、そのリスクは原告ら自社株に投資した者が負うべき筋合いのものである。したがって、原告らの自社株購入による損失は、不法行為に基づく損害賠償請求権の前提となる損害には当たらないと認めるのが相当である。

...

b 破産会社の加害行為と原告らの損害との間の相当因果関係の有無について

...

原告らの中には、自社株の保有中にその株価が買値を超えた者もあり、これらの原告については、自社株を売却して利益を得ることができたのであり、その後も自社株の株価が上昇するであろうとの投資判断に基づき、自社株の所有を継続し、それにより損害を被ったものというべきであるから、破産会社の加害行為と原告らの損害との間には相当因果関係が認められないというべきである。

また、自社株を保有中にその株価が買値を超えたことがない原告らについても、破産会社の株価は原告らが自社株を購入して以降、断続的に下落していたのであるから、原告らとしては、早期に自社株を売却し損失を確定することが可能であったのであって、原告らは自らの投資判断に基づき自社株の保有を継続したものと認められるから、結局、破産会社の加害行為と原告らの損害との間に相当因果関係を認めるのは困難である。