

平成 29 年 3 月
金融法委員会

金融商品取引法第 21 条の 2 に係る解釈論の整理
(損害額の算定方法—公表概念と他事情の範囲—を中心として)

目 次

I	本報告の検討対象	2
1.	総論	2
2.	本条の概要	2
3.	本報告の目的	4
II	本条における公表の概念	6
1.	公表の主体	6
2.	公表の方法	8
3.	「公表」の内容（どの程度の事実が公表された場合に虚偽記載等の「公表」があったといえるか）	9
III	他事情の範囲	14
1.	本条にいう「虚偽記載等…により生じた損害」及び「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」の意義	15
2.	他事情の範囲に関する裁判例の内容	19
3.	他事情に関する判断基準の検討	24
IV	総括	29

I 本報告の検討対象

1. 総論

金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 21 条の 2（以下「本条」という。）¹ は、有価証券報告書等の開示書類に虚偽記載等があった場合に、流通市場において、当該開示書類が公衆縦覧に供されている間に関連する発行者の株式等の有価証券を取得し又は処分²した者に対する当該開示書類を提出した発行者³の損害賠償責任に関する定めを置いている⁴。2004 年の旧証券取引法の改正以来 10 年以上が経過し、ライブドア事件を初め、本条に基づく損害賠償請求がなされた裁判で重要な判断が積み重ねられてきた上、これに対応して学説による議論も深められてきた。本報告は、現在までの議論状況を踏まえ、本条における公表概念及び損害額の算定方法について、その解釈論を整理し、報告するものである。

2. 本条の概要

本条の構造を簡単に説明すると、第 1 項でかかる損害賠償責任について規定するとともに、第 2 項で発行者が無過失を立証した場合の免責を規定している⁵。

-
- ¹ 本条は、2004 年の旧証券取引法の改正により導入された条文である。かかる改正以前においては、株式等の有価証券の発行者について、有価証券届出書等の発行開示書類の虚偽記載等に基づく責任は規定されていた一方（2004 年改正前の旧証券取引法第 18 条、第 19 条）、有価証券報告書等の継続開示書類の虚偽記載等に基づく責任は規定されていなかったところ（なお、発行者の役員については、継続開示書類の虚偽記載等に基づく責任も規定されていた（2004 年改正前の旧証券取引法第 22 条、第 24 条の 4）。）、本条は、継続開示書類の虚偽記載等について発行者自体の責任を定めた点に特徴がある（三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任—一条解 証券取引法』（金融財政事情研究会、2005 年）32-33 頁）。かかる改正の背景や各条項の趣旨については、岡田大他「市場監視機能の強化のための証券取引法の改正の解説」旬刊商事法務 1705 号 44 頁以下（2004 年）及び前掲・三井秀範編著を参照。
- ² 2014 年の金融商品取引法の改正により、いわゆる逆粉飾のケースで有価証券を処分した者に対する損害賠償責任を定める規定が加えられた。
- ³ 親会社等状況報告書又はその訂正報告書の場合は金商法第 24 条の 7 第 1 項に規定する親会社等。以下同じ。
- ⁴ 株式等の有価証券を取得した投資家と当該有価証券の発行者との間に契約関係が存在しない（また、投資家の被った損害に対応する利得を発行者が受けるわけではない）ため、旧証券取引法に本条に相当する条文が設けられるまでは、民法第 709 条や旧商法第 261 条第 3 項・第 78 条第 2 項（会社法第 350 条）等の私法の一般法に基づく損害賠償請求の可否が多くの裁判で争われていた。
- ⁵ 従前は本条の責任は無過失責任であったところ、2014 年の改正により本項の規定が追加された。なお、かかる改正により、因果関係の認められる損害額を法定する本条第 2 項は第 3 項に、公表の定義を定める第 3 項は第 4 項に、損害額の減額を規定する第 4 項及び第 5 項は第 5 項及び第 6 項に、それぞれ変更されており、本報告で取り上げる裁判例における条項番号と現在の条項番号とがずれている場合があるが、規定内容の変更はないため、以下では、現在の条項番号を用いて議論を整理する。

また、第 3 項は、虚偽記載等を理由とする損害賠償請求をするにあたり、公表日前 1 年以内に当該有価証券を取得し公表日において引き続き所有する者に限定して、公表日前後それぞれ 1 か月の株価の平均値の差額を損害とすることができる旨規定しており（因果関係の認められる損害額を法定する規定であると理解されている⁶（以下、本稿では単に損害額の法定という場合もある。）。）、第 4 項は虚偽記載等の事実の「公表」の定義を規定している。

さらに、第 5 項は、第 3 項に基づき法定された損害額のうち、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情」（以下「他事情」という。）により生じたことが証明された損害額について発行者は免責される旨を規定しており、第 6 項は、他事情の存在は立証されたものの、当該他事情により生じた損害の額が立証困難な場合の当該損害額を裁判所が裁量により認定することができるという民事訴訟法第 248 条と同趣旨の規定である。

【金商法第 21 条の 2 の構造】 【注：下線の補充は報告者による。以下同じ。】

（虚偽記載等のある書類の発行者の賠償責任）

第二十一条の二 第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）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、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知っていたときは、この限りでない。

2 前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。

3 第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当

⁶ 2004 年の改正前においては、流通市場における投資家が、発行者に対して、虚偽記載等を理由に損害賠償請求するにあたって、損害や因果関係の立証が不十分であるとして責任が否定された事例が多くあったこと、投資家保護の観点及び一般に発行者の方が立証が容易であるという立証責任の分担の点を考慮し、推定規定が設けられたものであると説明されている（岡田他・前掲注 1・50-52 頁、三井編著・前掲注 1・30-33 頁参照）。なお、本条第 3 項の損害額については、「損害の額とすることができる」という文言から、立案担当官と同様に、これを損害額を推定する趣旨の規定であるとする見解が存在する一方で（黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」旬刊商事法務 1708 号 6 頁（2004 年））、損害額については、これを法定する規定であるとする見解も存在する（神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 巻 3 号 621 頁（2010 年））。このように立案担当官の解説では本条第 3 項について損害額の「推定」という表現が用いられているが、本稿では、必ずしも厳密な意味での「法律上の推定」の趣旨（すなわち、それを覆す事実が立証されると推定がなくなるオール・オア・ナッシング的な効果が生じることを含意する趣旨）で本条第 3 項の規定を捉えるものではなく、規範的な評価も含めて損害額とするという意味で、損害額の「法定」という表現を用いるものとする。

該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）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（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）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。

- 4 前項の「虚偽記載等の事実の公表」とは、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、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、第二十五条第一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をいう。
- 5 第三項の場合において、その賠償の責めに任ずべき者は、その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責めに任じない。
- 6 前項の場合を除くほか、第三項の場合において、その請求権者が受けた損害の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ、かつ、当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる。

3. 本報告の目的

以上のとおり、本条は、第 2 項において、発行者に対して自らが無過失であることの立証責任を負担させるとともに、第 3 項において、因果関係の認められる損害額を法定しており、民法第 709 条に基づき損害賠償請求を行う場合に必要となる立証の負担を緩和している。

本条が想定する場面において投資家が直接に被る損失は、株価の下落（又はその価値の喪失）による損失であるが、それが虚偽記載等に起因するとしても、株価の下落等は多数の複合的な要因によりもたらされるのが通常である。このような場合に民法第 709 条に基づき損害賠償請求をする場合、損害額及び因果関係の立証が困難であることから、投資家の被害回復を図るとともに、民事上の責任を追及することで、虚偽記載の抑止を図るといった趣旨が全うされない可能性がある⁷。そこで、民法第 709 条に基づく損害賠償請求における損害額及び因果関係の立証に関する負担を緩和するため、本条第 3 項は、通常合理的であると想定される損害額を法定したものであると考えられる⁸。

もっとも、具体的な事案において本条を適用するにあたり、合理的で妥当な損害額をど

⁷ 本条の趣旨については、三井編著・前掲注 1・30 頁参照。

⁸ このように、民法第 709 条に基づく損害賠償請求における損害額及び因果関係の立証に関する負担を緩和する必要がある場面は、本条の対象である資本市場における取引によって損害が生じた場面以外にも想定し得る。例えば、知的財産法の分野においても、通常合理的であると想定される損害額を推定するという方法がとられている（特許法第 102 条、不正競争防止法第 5 条、著作権法第 114 条等）。

のように導くかについては、様々な事情を政策的な観点も踏まえて規範的に評価し、判断することが必要となるものと思われる。本条を巡るこれまでの裁判例及びそれに関連する学説による議論も、かかる規範的な評価も踏まえた議論の集積であるということができ、これらの裁判例・議論を整理し、一定の分析を加えることは、今後の更なる議論の足がかりとする意味で意義が大きいと考えられる。

そこで、本条について議論すべき点は他にもあるが（何をもって「虚偽の記載」と評価するか、虚偽記載の重要性の基準は何かなど）、今回の報告では、本条に基づく損害賠償請求における損害額の算定方法を巡る問題、特にライブドア事件を初め裁判例で争点となり、また、学説による議論もなされてきた、公表に関連する論点及び他事情の範囲の問題（及びその議論の理論的な前提となる損害概念に関する理論）を中心にこれまでの議論状況を整理・検討することで、本条に基づく損害賠償請求における損害額の算定方法に関する今後の議論の参考とすることとしたい⁹。

⁹ なお、これまで虚偽記載等を理由に損害賠償請求がなされた裁判例を分析すると、大きく、取得自体損害ケースと高値取得損害ケースに分けることができる。前者は、虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得することはなかったと立証できたようなケースであり、後者は、虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得することはなかったとまでは言えないものの、虚偽記載等により本来より株価が吊り上げられており、本来より高い価格で当該有価証券を取得したと言えるケースである。たとえば、虚偽記載等がなければ上場廃止基準に該当しており、上場廃止となっていたというケースで、上場株にしか投資することができないという投資基準を有する機関投資家は、虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと言えることから、取得自体が損害であると評価し得る。両者の違いは、前者の場合は、取得自体が損害であることから、取得価格から処分価格（保有し続けている場合は口頭弁論終結時の時価）を控除して得られる金額が損害額算定の出発点とされるのに対し、後者の場合は、取得価格と虚偽記載等がなかったと仮定した場合の想定価格との差額（取得時差額などと表現される。）が損害額算定の出発点とされる点にある（取得時差額に厳密に限定されるべきではないというのが最高裁の立場であるが、これに反対する見解もある。）。前者のケースでは、（立証できることを前提とすれば）本条第 3 項の規定ではなく、本条第 1 項又は民法第 709 条を用いて、取得自体損害の賠償を請求することとなり、本報告が対象としている本条第 3 項の規定を中心とした本条の解釈論が問題とならないのに対し、後者のケースでは、本条第 5 項が定める他事情の範囲をどう理解するかによって結論に差が生じ得ることから、以下の検討では、高値取得損害ケースを念頭に検討を行う（なお、高値取得損害ケースにおいても、本条第 3 項に基づく損害賠償請求ではなく、民法第 709 条に基づく損害賠償請求を行い、本条第 3 項に基づき算出される法定の損害額を超える額の賠償請求を行うことも可能であるが、本報告では本条第 3 項に基づく損害賠償請求に限定して検討する。）。なお、取得自体損害ケースにおける民法第 709 条に基づく損害賠償請求にあたっての損害額の考え方については、西武鉄道事件における最高裁判決（最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁）がその判断を示しているが、本報告では本条に基づく請求（本条第 3 項に基づく法定の損害額の請求）に限定して検討するため、本報告ではその詳細については取り上げない。

II 本条における公表の概念

【金商法第 21 条の 2 第 3 項、第 4 項】

- 3 第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）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（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）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。
- 4 前項の「虚偽記載等の事実の公表」とは、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、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、第二十五条第一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をいう。

1. 公表の主体

(1) 論点の所在

本条第 4 項は、公表の主体を「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」としているが、具体的には、「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」の範囲をどのように理解すればよいか。

(2) 立案担当官の見解

この点、立案担当官は、内閣総理大臣、金融庁、証券取引等監視委員会、上場会社等に対する取引所及び証券業協会、協会員に対する証券業協会、会員等に対する取引所、破産管財人、各法に基づく監督・検査・報告聴取等についての権限を有する者並びに警察を挙げている¹⁰。これらの者が事実を公表するのであれば、過去の虚偽記載等の訂正情報の開示として信頼性があり、市場参加者がその公表を合理的なものと信頼して取引を行うことで、真実の情報が市場価格に反映されることをその理由とする。

(3) 公表主体を限定する見解

上記(2)の立案担当官の見解よりも公表の主体を限定的に捉える見解も存在する¹¹。具体的には、警察については、内閣総理大臣等と異なり、発行者の業務や財産のあり方について命令を発し、あるいは、適切なあり方を指示する権限を有するわけではないことから、本条第 4 項にいう「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

¹⁰ 三井編著・前掲注 1・159 頁

¹¹ 弥永真生「金融商品取引法 21 条の 2 にいう『公表』の意義」旬刊商事法務 1814 号 5 頁（2007 年）。なお、新谷勝「金融商品取引法 21 条の 2 の『公表』が争われた事例」金融・商事判例 1308 号 5 頁（2009 年）、近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討」旬刊商事法務 1846 号 13 頁（2008 年）も同趣旨の見解を採用している。

該当しないとしている。「提出者の業務若しくは財産に関」する権限を、検査や報告聴取などに基づき、一定の処分等を行うことのできる権限に限定すべきと解釈するものである。

(4) ライブドア事件最高裁判決の判断

この論点について、最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁（以下「ライブドア事件最高裁判決」という。）は、同事件で公表の主体たり得るかが争われた検察官を公表の主体として認めた。ライブドア事件最高裁判決は、「検察官は、有価証券報告書等の虚偽記載等の犯罪につき刑法に基づく種々の捜査権限を有しており、その権限に基づき、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報や有価証券報告書等に記載すべき正確な情報を入手することができるのであって、その情報には典型的に高い信頼性が認められる。」として、検察官は、公表の主体たり得るとする。

かかるライブドア事件最高裁判決の判断により、公表の主体（換言すれば、「提出者の業務若しくは財産に関」する権限）の範囲については、これを広く捉える立案担当官の見解が、裁判所においても採用されたと理解することができるのではないかと思われる。

(5) 検討

ライブドア事件最高裁判決後に本条に基づく請求が争われた事件として、アーバンコーポレーション事件、オリンパス事件及び IHI 事件が挙げられるが、いずれの事件においても、発行者自身による適時開示や記者会見が「公表」と認定されており、公表の主体は争点になっていない。そのため、裁判実務における議論の進展は見られない。

もっとも、「公表日」を基準とした趣旨が、真実情報が適切に市場価格に反映される時点を捉えて損害額を法定するという点にあることを考慮すれば、市場が信頼するに足る情報であると評価できる情報源であれば足り、警察や検察は、その有する捜査権限や公益的な役割を考慮すれば市場が信頼するに足る情報源であると評価できるというライブドア事件最高裁判決の判断も合理性を有するものではないかと思われる¹²。そのため、今後の裁判実務においても、（仮に公表の主体が争点となった場合も）基本的にライブドア事件最高裁判決の判断を前提とした判断がなされるのではないかと思われる。

¹² 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定」金融・商事判例 1303 号 6 頁（2008 年）も基本的に同旨。なお、黒沼教授は、検察官を公表主体と認める実質的な根拠として、①警察・検察による強制捜査により、発行者自身が公表することができない状況に置かれる可能性もあり、事案が重大であればあるほど公表の認定が遅れ投資家保護に悖ることになりかねないこと、②検察官による捜査情報の公表後に、同内容を発行者が公表した場合を想定すると、発行者による公表時には株価の下落は想定されないことから、検察官を公表主体と認めないと投資家保護に悖ること、を挙げる。

2. 公表の方法

(1) 論点の所在

本条第4項は、虚偽記載等の事実の公表方法を、「多数の者の知り得る状態に置く措置」と規定しているが、具体的には、どのような方法がこれに含まれるか。

(2) 立案担当官の見解

この点、立案担当官は、本条にいう「公表」の方法は、インサイダー取引規制における公表と異なり、その方法が限定されているわけではなく、「一般的に多数の者の知りうる状態に置く措置」が取られることで足りるとする¹³。具体的には、「監督当局による発表、取引所による公表措置、記者会見、発行会社のホームページ上への記載」が挙げられている。ただし、措置が取られたことを必要とすることから、単に監督当局が虚偽記載の事実を知っており、第三者からの請求があれば開示する用意があるという状態では足りないとする。

(3) 公表の方法を厳格に解する見解

基本的には、上記(2)の立案担当官の見解と同様の見解ではないかと思われるが、公表の方法を厳格に解する見解が存在する¹⁴。具体的には、立案担当官が挙げる方法については、公表の方法として肯定しつつ、リーク報道等については、基本的に、公表の方法としては認められないとする¹⁵。新聞やテレビにおける報道は、開示情報の訂正について責任を有する者が行った公表措置ではなく、また、単にテレビや新聞で報道されただけでは、その報道内容に対しては十分な信頼が必ずしも醸成されるわけではないことが経験則上明らかであることをその理由とする。

(4) ライブドア事件最高裁判決の判断

ライブドア事件最高裁判決は、ライブドア事件において、検察官が司法記者クラブに加盟する報道機関の記者に対し、それが報道されることを前提として、虚偽記載の一部を伝達したことについて、それが実際に報道されたことを理由に、報道された時点で公表の措置がなされたと判断した。これは、上記の立案担当官や学説における議論と比較すると、記者会見等の直接的な公表措置だけでなく、報道機関を通じた（その意味で間接的な）情報の伝達行為についても「公表」と認めたという点で、より広く「公表」の措置を認めるものであると評価することができる。

¹³ 三井編著・前掲注1・159頁

¹⁴ 弥永・前掲注11・6頁

¹⁵ また、この見解は、誰が公表したのかが明示されていないと、公表された事実が真実の情報であることの信頼を醸成することができないため、公表の主体が明示されている必要があるとする。

(5) 検討

アーバンコーポレーション事件、オリンパス事件及び IHI 事件においては、発行者自身による適時開示や記者会見が「公表」と認定されており、公表の方法が争点になっていないことから、裁判実務における議論の進展は見られない。

この点、上記のとおり、ライブドア事件最高裁判決は、立案担当官が想定していたのより広く「公表」の措置を認めたと評価することができる。ライブドア事件は、一つの事例判断として参考になるが、公表の主体と認められる権限を有する者が報道機関に伝達した情報が実際に報道される蓋然性がどの程度必要か、また、どの程度正確に報道される必要があるかなどの点については、今後の裁判例の集積が待たれるところである¹⁶。

「公表日」を基準とした趣旨が、真実情報が適切に市場価格に反映される時点を捉えて損害額を法定するという点にあることを考慮すれば、ポイントは、市場が公表の主体と認められる権限を有する者が公表した情報であると信じるに足りる程度の報道がなされたか否か（そこでは、弥永教授の指摘されるように、誰が公表したのかについての言及が一つのポイントとなろうか。）という点ではないかと思われる¹⁷。

3. 「公表」の内容（どの程度の事実が公表された場合に虚偽記載等の「公表」があったといえるか）

(1) 論点の所在

本条第 4 項においては、公表の内容を、「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」であるとしているが、どの程度の情報が開示されれば「公表」があったと言えるか。「当該書類の虚偽記載等に係る記載

¹⁶ 報道機関自身は、「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」ではないため、報道が「公表」と認められるためには、ライブドア事件最高裁判決の考え方を前提とするとしても、報道機関を通じて（その意味で間接的に）、「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を公表したと評価できる必要があるのではないかと思われる。

¹⁷ 弥永・前掲注 11・6 頁。また、黒沼・前掲注 12・7 頁は、「多数の者に伝達されることが合理的に予測される状況において、少数の者に事実を伝達する行為」も公表措置に該当し、ライブドア事件において、報道されることを前提に検察官が司法記者クラブに加盟する報道機関の記者に情報を伝えたことも公表に該当するとする。実際の報道内容としてどの程度の報道がなされることを求める趣旨かは判然としないが、「多数の者に伝達されることが合理的に予測される状況」であったことを求めるのは、結果として報道されたというのでは足りず、公表の主体と認められる権限を有する者が報道されることが分かっている、あるいは、報道されることを意図して、報道機関に情報を伝えることまでを求める趣旨ではないかと思われる。このような理解を前提とすると、報道機関を通じた公表のように、間接的な方法が「公表」の措置と認められるためには、①少数の者に情報を伝達した時点でそれが当該少数の者により多数の者に伝達されることが予測又は意図されていたこと、及び②結果として、公表の主体と認められる権限を有する者が当該少数の者に伝達した情報が予測又は意図したとおりに当該主体が公表したものとして多数の者に伝達されたことの両方が必要ということになるものと考えられる。

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」という同項の文言からすると、「公表」があったと言えるためには、真実情報が全て開示される必要があるか。

(2) 立案担当官の見解

この点、立案担当官は、「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の公表があれば足りる」とする¹⁸。

(3) 本条第4項の文言を厳密に解釈する見解

上記(2)の立案担当官の見解を一般論としては妥当としつつ、何をもって「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」とするかという問題が残るとし、結論としては、おおむね正しい情報が公表されることが必要であるとする見解がある¹⁹。この見解は、第1開示において100億円の資産の過大計上があったという公表がなされ、調査が進んだ結果10億円の資産の過大計上があったに止まると判明したケース、及び第1開示において金額は不明であるが資産の過大計上があったようであるという公表がなされ、調査が進んだ結果10億円の資産の過大計上があったと判明したケースのいずれにおいても、第1開示を「公表」と捉えることを否定する。そう解釈しなければ、虚偽記載と因果関係を有する損害額の推定を定める規定としての本条第3項の合理性が認められないことをその理由とする。

(4) ライブドア事件最高裁判決の判断

ライブドア事件最高裁判決は、この問題に関し、「虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」の公表があれば、「公表」があったと評価できるという規範を定立した。そして、ライブドア事件における解決としては、同事件において、検察官が司法記者クラブに加盟する報道機関の記者に伝達し、虚偽記載の疑いがあると報道された事実は、実際に虚偽記載があったと判明した事実の一部に止まったが、それでも、「公表」があったと評価できると判断した。すなわち、同事件においては、虚偽記載の内容は、実際には約3億円の経常赤字であったのに約50億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を有価証券報告書に記載したというものであり、計上の認められない自社株の譲渡益の計上と、

¹⁸ 三井編著・前掲注1・159頁。ただし、座談会における立案担当者の発言として、新聞の朝刊で会社に循環取引があったらしいという記事が出た場合に、会社が「ありました」と言えば公表に当たると解して問題ないと思われるという発言もあり（岩原紳作他『金融商品取引法セミナー【開示制度・不公正取引・業規制編】』（有斐閣、2011年）201頁〔三井秀範発言〕）、この発言では公表の内容を緩やかに解しているものと評価できる。

¹⁹ 弥永・前掲注11・6頁

F 社及び G 社に対する架空売上げの計上とから構成されていたところ、検察官が司法記者クラブに加盟する報道機関の記者に伝達したのは、F 社及び G 社の預金等を付け替えることで約 14 億円の経常黒字へと粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨の情報のみであった。もっとも、ライブドア事件最高裁判決は、後者の情報のみであっても、ライブドア株式会社に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる程度の基本的事実の公表はあったと言えるとして、検察官が司法記者クラブに加盟する報道機関の記者に後者の事実を伝達し、これが報道機関により報道された時点で公表があったと判断した。

以上のとおり、立案担当官は、市場の誤りを「解消する」に足りる程度の実事公表が必要であるとしているのに対し、ライブドア事件最高裁判決は、市場の誤りを「明らかにする」に足りる程度の実事公表があれば足りるとしている。かかるライブドア事件最高裁判決の考え方は、立案担当官が想定していたより広範囲に「公表」を認めるものと評価できるのではないかと思われる。

(5) 検討

この論点は、現実の事案において争点となる場面を考えれば、暫定的な開示が続いた際に、どの時点で「公表」があったと捉えるかという論点である。現実の事案においては、取引所の適時開示基準も参照しながら、調査の経過に伴って徐々に判明していく事実を、数回に渡って開示していくことが多いと思われる。暫定的な開示であっても、市場はその内容を評価し、当該発行者の業績への影響等を踏まえ、株価に反映されていくことから²⁰、最終的な真実情報が完全に市場に開示されて初めて「公表」があったと捉えると、市場はその時点では既に株価を下げており、その時点で「公表日」を捉え、公表日前後 1 か月の株価の平均値の差額を算出しても、本来投資家が被った損害額より少額にしかならない可能性が高く、それでは、本条第 3 項のような規定を設けた趣旨が達成されないこととなる²¹。

現実の裁判においては、原告となる投資家が、情報開示の株価への影響が最も大きかった時点（株価が大きく下落した時点）を「公表日」と主張することが想定される。本条を有効に活用するという観点からは、ある程度の情報が出た時点で、それが暫定的な開示であったとしても、「公表」に該当すると認めるべきと思われるが、他方で、（投資家保護という観点からも）「公表」の時点を早く認めればよいという単純な問題でもないように思われる。

²⁰ なお、暫定的な開示の方がその内容があいまいであるが故に、将来に対する市場の不安を煽り、株価に大きく影響するという点もあり得るため、暫定的な開示の時点で「公表」を認めることで、法定の損害額が本来の損害額より過大になる可能性がある点には留意が必要であると思われる。

²¹ この点を本条第 3 項の規定の欠点であると指摘する見解がある（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 号 76 頁（2006 年））。なお、立法論ではあるが、黒沼・前掲注 6・8 頁は、「立法論としては、公表以前に真の情報が市場に流布していた場合には、真の情報により影響を受けたと認められる期間を、公表前 1 か月間の平均市場価格の算定から除外する工夫が必要ではないだろうか。」と提案する。

以下では、ライブドア事件最高裁判決後の事件で、ライブドア事件最高裁判決が示した「虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」という規範を裁判所がどのように適用しているかを具体的に整理・検討することを通じて、何をもって、「公表」とするかという論点を検討する²²。

a. オリンパス事件

オリンパス事件においては、虚偽記載の内容は、実際の純資産が 1017 億 5100 万円であるにもかかわらず、オリンパスの第 144 期第 1 四半期（平成 23 年 4 月 1 日から同年 6 月 30 日まで）に係る四半期報告書において純資産額が 1511 億 4700 万円であると記載していたというものであった。同事件においては、オリンパスが、緊急記者会見を開催し、1990 年代ころから有価証券等に係る損失計上の先送りを行っており、ジャイラス社の買収に際し、ファイナンシャル・アドバイザーに支払った報酬及び優先株の買戻資金、並びに国内新事業 3 社の買収資金は、複数のファンドを通すなどの方法により、損失計上の先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明したと発表したことをもって、「公表」とされた²³。オリンパス事件東京地裁判決は、その理由として、本件の虚偽記載は「被告が、有価証券投資等により生じた多額の損失の計上を先送りするために、平成 12 年 3 月期以降、含み損の生じた金融商品等を被告の連結決算の対象から外れる受け皿ファンドに買い取らせ、被告の連結貸借対照表から当該含み損を分離させたことにより生じたものであることに照らせば、上記緊急記者会見及びプレスリリースにより開示された情報は、被告株式に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当た」と述べている。必ずしも明確に述べられているわけではないが、損失計上の先送りの事実が公表された以上、既になされた決算に先送りされていた損失が追加されることにより、純資産の額が減額される可能性があることは分かることから、市場の評価の誤りを明らかにするに足りる程度の事実は公表されていると評価されたものと思われる。

b. IHI 事件

IHI 事件においては、2007 年 9 月 28 日において、「業績予想の修正に関するお知らせ」と題する適時開示（以下「IHI 適時開示（業績予想）」という。）及び「過年度決算

²² アーバンコーポレイション事件では、公表日がいつかという点は争点となっていないため、ここでは取り上げない。

²³ 東京地判平成 27 年 3 月 19 日資料版商事法務 379 号 213 頁（以下「オリンパス事件東京地裁判決」という。）。なお、オリンパス事件においては、大阪地裁にも訴訟が係属していたが、大阪地判平成 27 年 7 月 21 日金融・商事判例 1476 号 16 頁は、民法第 709 条に基づく損害賠償請求を認容し（取得自体が損害であると認定された。）、本条第 3 項で法定された損害額がかかる認容額に満たないことを理由に、本条第 3 項に基づく損害賠償請求については判断していないことから、どのような事実の公表があれば「公表」と評価できるかという点についても、判断していない。

発表訂正の可能性に関するお知らせ」と題する適時開示（以下「IHI 適時開示（過年度決算）」という。）が同時にリリースされた。発行者は、IHI 適時開示（業績予想）により、業績悪化により、業績予想を下方修正する旨開示するとともに、最大で 280 億円の営業損失が加わる可能性があることを開示している。そして、発行者は、IHI 適時開示（過年度決算）において、「この調査の過程で、…実現性が低いと想定されるものが約 280 億円あり、…その一部は、平成 19 年 3 月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性があることが判明しました。」「平成 19 年 3 月期に作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ、見積等に甘いものがあり、その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性があり、したがって、約 280 億円の一部に平成 19 年 3 月期決算に影響するものが含まれている可能性が出てまいりました。」と説明した。東京地判平成 26 年 11 月 27 日証券取引被害判例セレクト 49 巻 1 頁（以下「IHI 事件東京地裁判決」という。）は、IHI 適時開示（過年度決算）により、「可能性」という文言が使用されているものの、相当規模に及ぶ決算書類の過年度訂正が判明した事実が明らかにされたとして、「公表」に該当するとした²⁴。約 280 億円という金額が明示されていること、また、「可能性」としているに止まるものの、過年度決算の訂正に触れていることから、過年度決算に誤りがあったという情報が市場に出されたと評価することも可能であり、市場の評価の誤りを明らかにするに足りる程度の実事は公表されていると評価されたものと思われる。

c. 小括

ライブドア事件最高裁判決後において、「公表」の有無や「公表」の時期が争点になった事件が上記 2 件のみであるため、裁判例に一定の傾向を見出すことまではできないが、「虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」というライブドア事件最高裁判決が示した規範は、暫定的な開示の時点で「公表」を認めることで、投資家が本条第 3 項の規定を適用できる可能性を広げ、事案を適切に解決するのに一役買っていると評価することもできるのではないかと思われる²⁵。

²⁴ なお、IHI 事件においては、2007 年 9 月 28 日に上記の開示がなされた後、追加の情報は市場に提供されず、同年 12 月 11 日から 14 日にかけて、確定した過年度決算の訂正額に係る情報（これに伴い、業績予想の下方修正額についても確定した情報）が提供されるという経緯を辿った（以下では、2007 年 9 月 28 日の開示を「IHI 第 1 開示」、同年 12 月 11 日から 14 日にかけて行われた開示を「IHI 第 2 開示」という。）。

²⁵ 特に、IHI 事件においては、IHI 第 1 開示の時点では、過年度決算の訂正があるか否かという点すら未定であった（「その一部は、平成 19 年 3 月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性があることが判明しました。」とされているに止まる）ことを考慮すれば、相当程度に早い段階で「公表」を認めたと評価し得るのではないかと思われる。

Ⅲ 他事情の範囲

【金商法第 21 条の 2 第 3 項、第 5 項、第 6 項】

- 3 第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）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（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）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²⁶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。**
- 5 第三項の場合において、その賠償の責めに任ずべき者は、その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責めに任じない。
- 6 前項の場合を除くほか、第三項の場合において、その請求権者が受けた損害の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ、かつ、当該事情により生じた**損害の性質上その額を証明することが極めて困難**であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる。

本条に係る解釈上の論点のうち、損害額の算定方法との関係で特に重要な点が上記Ⅱで検討した「公表」概念に関わる種々の論点と、本条に基づき請求し得る損害の範囲に関する論点である。

後者の点については、立案担当官が取得時差額を念頭に本条第 3 項（及び第 5 項・第 6 項）を立案したのに対し、ライブドア事件最高裁判決は、本条第 3 項に基づき請求できるのは取得時差額に限定されず、虚偽記載等と相当因果関係のある損害は全て請求できる旨を判示したという経緯があった²⁷。本条第 3 項で法定された損害額が取得時差額に限定されると考えると、本条第 3 項で法定された損害額が虚偽記載等との間に相当因果関係が認められる全ての損害であると考えられる場合と比較して他事情の範囲が広くなると考えられる

²⁶ 念のために付言すると、かかる法定の損害額の算出にあたり、公表日における株価は前後いずれの 1 か月の株価の平均値の算出時にも考慮しないことが最判平成 24 年 12 月 21 日民集 242 号 91 頁（以下「アーバンコーポレーション事件最高裁判決」という。）によって確認されている点に留意が必要である（公表日「前」、公表日「後」という表現は、法制執務上、当日を含まない趣旨であることを理由とする。）。

²⁷ ただし、岡部裁判官は、ライブドア事件最高裁判決において、反対意見を述べており、公表後の株価の下落額のうち、取得時差額を超える下落額（たとえば、虚偽記載等を行った会社であるという信用毀損による株価の下落額）については、会社自体に生じた損害であり、株主の立場からは間接的に被る損害である上、全ての株主が等しく被る損害であることから、本条第 3 項に基づき請求し得る損害額からは除かれるべきであり、したがって、かかる間接損害については、本条第 5 項及び第 6 項による減額の対象とされるべきである旨述べている。

ため²⁸、この点に関する見解の相違は、他事情の範囲の相違となって表れることとなる。

以下では、他事情の範囲に関する裁判例の判断を分析・検討する前提として、まず、本条にいう「虚偽記載等…により生じた損害」及び「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」の意義に関するこれまでの議論を整理した上で、個々の裁判例における他事情の範囲に関する判断を分析・検討する。

1. 本条にいう「虚偽記載等…により生じた損害」及び「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」の意義

(1) 論点の所在

本条にいう「虚偽記載等…により生じた損害」及び「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」とは何か。

(2) 立案担当官の見解

この点、立案担当官は、本条第3項の推定について、「本推定は、虚偽記載等の公表による変動額を、請求権者の証券取得時における損害額と推定するものである。すなわち、開示書類に発行者に有利な虚偽記載等がなされていることにより、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高い価格が形成され、投資者は、その分高い価格で買わされたという損害を受けたと考えるものである。換言すれば、もし虚偽記載等がなされていなかったら、より安い価格で買えたはずなのに、それができなかったという意味での逸失利益である。この逸失利益は、証券の取得時にさかのぼって、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取得価格の差額であるから、請求権者が、直接的に立証することは著しく困難である。しかし、その虚偽記載等について事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ことから、このような推定を行う規定を設けたものである。」と説明している²⁹。

このように、立案担当官は、少なくとも、本条第3項で法定された損害額を「仮に虚偽

²⁸ ただし、ライブドア事件において提起された別の訴訟の東京地裁判決に対する評釈における議論であるが、黒沼教授は、理論的には取得時差額説が妥当であるとしつつ、取得時差額説に立った場合も、投資家が避けることのできなかった後続損害と捉えるか、真実の情報を開示する誠実な発行者であるという虚偽の表示により形成されていた株価が誠実でない発行者であるという真実の表示が反映されることで下落したものであると捉えることにより、虚偽記載等の発覚により生じる超過的な株価の下落（取得時差額を超える株価の下落）についても、本条第3項の損害に含まれると解釈し得るとする（黒沼悦郎「判批」旬刊商事法務1872号24頁（2009年））。

²⁹ 三井編著・前掲注1・156頁以下

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取得価格の差額³⁰（かかる差額を以下「取得時差額」という。）と捉えていた³¹。そのため、立案担当官は、本条第 5 項にいう「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」については、取得時差額に限定されることを前提としていたと考えられ、本条第 3 項により算出された推定額に取得時差額以外の損害額が含まれている場合は、当該損害額については、本条第 5 項及び第 6 項の減額の対象となると考えていたのではないかと思われる。学説上もかかる立案担当官の解釈に賛同する意見、あるいは、同趣旨の見解を述べるものが多数見られた³²。

(3) 取得時差額に限定しない考え方

上記(2)の立案担当官の見解に対し、（ライブドア事件最高裁判決以前においても）虚

³⁰ より正確には、取得価格から、虚偽記載がなかったと仮定した場合の想定価格を控除して得られる差額を意味する。三井編著・前掲注 1・37 頁では、「本来、差額説であれば、不実開示がなかったと仮定した場合の証券の価額を想定すべきこととなり、『証券を取得した時の取得価額』－『仮に不実開示がなかったと仮定した場合の当時の証券の想定価額』＝損害額となるはずである。」とされている。

³¹ 取得時差額を公表日後の株価の下落額から推認する手法の理論的な根拠については、黒沼・前掲注 6・7 頁において、「米国においても、マーケット・モデルを採用して損害賠償額を算定したケースはほとんどなく、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）が多いといわれている。そうだとすると、わが国でも、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」と説明されている。なお、厳密には、本条第 3 項は、下落額そのものを損害額としているため、真実情報（訂正情報）が反映されたことによる市場価格の下落額以外の下落額も法定の損害額に含まれ得る建付けとなっている点で、修正現実損害賠償方式を採用した場合の損害額算定の方法とは異なる。なお、マーケットモデルを用いて公表後の市場価格から想定価格を算出する方法については、黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との因果関係」法の支配 157 号 34 頁以下（2010 年）を参照。

³² 黒沼・前掲注 6・4 頁以下、黒沼・前掲注 28・24 頁、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』」福岡大学法学論叢 53 巻 4 号 329 頁（2009 年）、今川嘉文「判批」現代消費者法 3 号 88 頁（2009 年）、黒沼・前掲注 31・29 頁以下、田中亘「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任」ジュリスト 1405 号 186 頁（2010 年）など（ただし、黒沼教授は、取得時差額を超える超過損害の賠償も本条第 3 項に基づき請求し得るという立場であるため、厳密には、立案担当官の立場とは異なる。）。また、ライブドア事件最高裁判決以後の論稿でも、近藤光男「近時の裁判例から見た民事責任の課題と展望」ジュリスト 1444 号 37 頁（2012 年）、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（下）－有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任－」旬刊商事法務 1972 号 15 頁（2012 年）、川口恭弘「判批」ジュリスト 1453 号 104 頁（2013 年）、楠元純一郎「有価証券流通市場における虚偽記載と株主の損害－ライブドア株式機関投資家訴訟上告審判決」東洋法学 56 巻 3 号 215 頁（2013 年）、鬼頭季郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害賠償責任」ジュリスト増刊『実務に効く M&A・組織再編判例精選』（有斐閣、2013 年）164 頁は、本条第 3 項で法定された損害額は取得時差額に限定されるという立場を採用している。なお、黒沼教授は、民法上の不法行為責任との関係でも、取得時差額説を採用する見解を述べている（たとえば、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 9 号 289 頁以下（2010 年）において、損害額の法定の規定の適用がない場合の議論としても、取得時差額説を展開されている。）。

偽記載等との間に相当因果関係の認められる損害は全て本条第 3 項で法定された損害額に含まれ、したがって、本条第 5 項及び第 6 項に基づく減額が認められるのは、虚偽記載等との間に相当因果関係の認められない損害であるとする見解も有力に主張されていた³³。このような考え方をとる見解の中では、「『差額説』とは、虚偽記載がなかったならばあったであろう状態を予想して、現実の状態とそうした仮定の状態との差をもって損害とする考え方であって、理論的には、それは『取得時差額』ではない。高値取得損害ケースの場合であっても、『取得時差額』は損害額算定の出発点にはなりうるが、損害は一時点以降に発生したり、拡大したり、減少したりすることがある³⁴。どこまでの損害を相当因果関係のある損害であると解すべきかがポイントである。」という説明がなされていた。この点は、立案担当官とは、虚偽記載等を理由とする損害賠償請求の場面において、差額説をどのように適用していくかという点の理解に差異があるように思われる。

(4) ライブドア事件最高裁判決の判断

ライブドア事件最高裁判決前の裁判例においては、上記(2)の立案担当官の見解を尊重し、本条第 3 項で法定された損害額は取得時差額に限定されることを前提に、本条第 5 項及び第 6 項による減額を広く認めたものも見られた。これに対して、東京高判平成 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁（ライブドア事件最高裁判決の原審。以下「ライブドア事件東京高裁判決」という。）は、本条第 1 項の損害（「虚偽記載等…により生じた損害」）はその文言上取得時差額に限定されておらず、本条第 3 項の損害もこれと同義と考えられることから、本条第 3 項で法定された損害額も取得時差額に限定されるものではなく、本条第 5 項及び第 6 項に基づき減額し得るのは、虚偽記載等と相当因果関係の認められない損害額に限られると判断した。

ライブドア事件最高裁判決も基本的にはこれと同趣旨の判断をしているが、「有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資者は、民法 709 条など一般不法行為の規定に基づき損害賠償を請求することが可能であるところ、金商法 21 条の 2 は、上記投資者の保護の見地から、一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和した規定であると解される。そして、同条 1 項においては、投資者が請求することのできる額については、同法 19 条 1 項の規定の例により算出した額…が上限とされているほか、何ら限定されていないことからすれば、同法 21 条の 2 第 1 項にいう『損害』とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因果関

³³ 神田・前掲注 6・619 頁以下。なお、神田教授のその後の論稿や講演録として、神田秀樹「不実開示と投資者の損害」小出篤他編『前田重行先生古稀記念 企業法・金融法の新潮流』（商事法務、2013 年）313 頁及び神田秀樹「講演 金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号 41 頁以下（2013 年）も参考になる。

³⁴ これに対し、黒沼教授は、理論的には取得時に損害が確定するという立場を採用している（黒沼教授の論稿で繰返し議論されているが、黒沼悦郎他「座談会 不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任（下）」旬刊商事法務 1908 号 19-20 頁（2010 年）において、神田教授の考え方との対比で議論がなされている。）。

係のある損害を全て含むものと解されるところ、同条 2 項は、同条 1 項を前提として、虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから、同条 2 項にいう『損害』もまた虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解するのが相当であって、これを取得時差額に限定すべき理由はない。そして、金商法 21 条の 2 第 5 項が同条 2 項を前提とした規定であることからすれば、同条 5 項にいう『虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り』とは、取得時差額相当分の値下りに限られず、有価証券報告書等の虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりの全てをいうものと解するのが相当である。」としている。結論としては、上記(3)の見解と同様に、本条第 3 項で法定された損害額は、取得時差額に限定されるものではなく、虚偽記載等との間に相当因果関係が認められる全ての損害を含むものであるから、本条第 5 項及び第 6 項に基づき減額し得るのは、虚偽記載等と相当因果関係の認められない損害額であるとするものである。

もっとも、差額説の理解というよりは、本条の構造（本条第 1 項及び第 3 項の関係）から議論を展開している点で、上記(3)の見解とは異なる。また、上記(3)の見解は、取得時差額に限定されるわけではないとするに止まり、本条第 3 項で法定された損害額が取得時差額を出発点にするものであることは肯定していることから、ライブドア事件最高裁判決の見解とは考え方を異にするように思われる（上記のとおり、ライブドア事件最高裁判決は、取得時差額を損害の出発点とするものではない。）。立案担当官も、本条第 3 項は、（損害額及び）因果関係を推定する規定であるとしており、虚偽記載等との因果関係が類型的に認めやすい損害が取得時差額であるとの理解に基づき本条第 3 項を立案したものと理解することができることから、本条第 3 項が典型的な損害として想定しているのは取得時差額であるという点では、立案担当官の見解も上記(3)の見解も大きな差異はないと理解することもできるのではないかと思われる³⁵。

³⁵ 相違点は、「損害は一時点以降に発生したり、拡大したり、減少したりすることがある」という点であるが、この点が他事情の範囲の検討にあたってどのような影響を及ぼすかが重要である。この点は必ずしも明確ではないが、他事情の範囲に関しては、「『虚偽記載によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情』とは、虚偽記載と無関係の事実を意味すると解される。虚偽記載と関係のある事情を示しただけで、値下りそして損害発生への因果関係を切断すると解するのは公平を欠き、妥当ではない。すなわち、たとえば、虚偽記載があり、それを理由に発行会社が上場廃止となったような場合、上場廃止により株価が下落したのでその分を賠償すべき損害の額から控除するというのは、適切ではない。なぜなら、この場合は、上場廃止は虚偽記載があったからそうなのであって、そうだとすれば、上場廃止により株価が下落したことによる損害も虚偽記載により株価が下落したことによる損害（換言すれば虚偽記載と相当因果関係のある損害）に含まれるというべきであるからである。」とされている（神田・前掲注 6・627-628 頁以下）。（虚偽記載等を理由とする）上場廃止による損害は、取得時差額には含まれないから、本条第 3 項の損害を取得時差額に限定する立場からは、上場廃止（ないしその懸念）による損害額は、本条第 5 項及び第 6 項により法定の損害額から控除すべきこととなると思われるが（ただ、繰返しになるが、黒沼教授は、取得時差額説を採用しつつ、かかる損害額も本条第 5 項及び第 6 項により推定損害額から控除すべきではないとされている。）、神田教授の見解によれば控除すべきではないこととなり、この点で相違がある。

2. 他事情の範囲に関する裁判例の内容

上記 1. で整理したとおり、立案担当官は、本条第 3 項で法定された損害額として、取得時差額を念頭に置いていたと考えられるが、ライブドア事件最高裁判決は、本条第 3 項で法定された損害額は取得時差額に限定されず、虚偽記載等との間に相当因果関係が認められる損害は全て含まれると判断した。ライブドア事件最高裁判決以後に出された裁判例では、いずれもかかるライブドア事件最高裁判決の考え方に従った判断をしている。

ここで、「虚偽記載等との間に相当因果関係が認められる損害」がどのようなものであるかは、一義的に明らかではなく、裁判ごとに、ケースバイケースで判断することが必要となる。もっとも、既存の裁判例における、虚偽記載等との間に相当因果関係が認められる損害とはどのようなものであるか（逆から言えば、どのような事情が他事情と認められるか）という点についての判断を分析・検討することで、類似の論点が生じた場合の参考とすることができると考えられるため、以下では、他事情の範囲に関する個々の裁判例の判断を分析・検討する。

(1) ライブドア事件における他事情の範囲

ライブドア事件においては、発行者から、①2006 年 1 月 16 日夜の発行者の関連会社の虚偽・風説の流布容疑による東京地検特捜部による家宅捜索、②上記①に関する同日夕刻以降連日のセンセーショナルな報道、③同日夜のフジテレビ幹部による発行者との提携見直しの可能性の示唆、④同月 17 日朝の発行者株式の上場廃止の可能性を示唆する報道、⑤同日前引け後の「マネックス・ショック」と呼ばれるマネックス証券による発行者株式の「ゼロ評価」の表明、⑥同月 18 日の東証のシステムダウン、⑦同日の東証会長兼社長による発行者株式の上場廃止の可能性の示唆、⑧同月 19 日朝刊以降の発行者の粉飾決算疑惑の報道、⑨同月 23 日の発行者の代表者その他の経営陣の偽計・風説の流布容疑での逮捕、⑩同月 23 日の東証による発行者及び発行者の関連会社の株式の監理ポストへの割当て決定、⑪同月 24 日の発行者の代表者の代表取締役からの解任等という各事情が、他事情として主張されていた。これに対し、ライブドア事件最高裁判決は、本件のような重大な犯罪行為を行えば、強制捜査が行われ、代表者が解任され、発行者の株式が上場を廃止されるだけでなく、発行者が成長性の著しい企業として注目され、代表者がメディアに度々取り上げられていたことを考慮すれば、発行者や同種のベンチャー企業の評価が大きく損なわれて売り注文が殺到し、市場が混乱することや、このような事態をメディアが報じることも通常予想される事態であることから、上記の各事情による値下りは、虚偽記載等との間に相当因果関係が認められるとした。

なお、ライブドア事件東京高裁判決は、マネーライブ社の完全子会社化をめぐる報道による株価の下落については、本件の虚偽記載と関連するものの、別の事実であることを理由に、他事情による損害であるとして、1 割の減額を認めており、ライブドア事件最高裁判決もこの判断を肯定している。

(2) アーバンコーポレイション事件における他事情の範囲

アーバンコーポレイション事件においては、公表日前における株価の下落額及び虚偽記載の事実と同時に公表された民事再生手続開始の申立ての事実が他事情に該当するかが争われたが、その検討の前提として、アーバンコーポレイション事件最高裁判決が引用する事実関係の概要は以下のとおりである。

2007 年末ころから、不動産投資市場の冷え込み等により、金融機関の不動産業界への融資姿勢が厳格化したため、発行者も新たな借入れや借換えが困難となった。発行者が反社会的勢力と関係を有しているとの風評や発行者の社債の格下げ等の影響により、発行者は 2008 年 6 月末までに数百億円の資金を調達する必要があったものの、資金調達が困難となった。これにより、発行者は、同年 5 月末ころから、民事再生手続開始の申立て等について検討するようになった。

もっとも、発行者は、同年 6 月初めころから、メリルリンチとの間で業務・資本提携の交渉を開始し、同月中には、発行者の保有資産の売却により、約 169 億円の資金調達に成功した。また、同交渉により、メリルリンチが同年 8 月ころに TOB を実施する見込みとなり、同年 6 月 19 日、発行者は、民事再生手続開始の申立ての検討を一旦中止した。

また、発行者は、同年 7 月 11 日に BNP パリバを引受人として、発行総額 300 億円の転換社債型新株予約権付社債（以下「本件 CB」という。）を発行した。もっとも、これによる手取り金は、同年 6 月 26 日及び同年 7 月 8 日に発行者と BNP パリバの間で締結されたスワップ契約の当初支払金として、発行者から BNP パリバに還流していた。発行者は、スワップ契約の存在を記載せずに、本件 CB の発行について、同年 6 月 26 日、臨時報告書を関東財務局長に提出した³⁶。

その後、メリルリンチは、同年 8 月 6 日、TOB の実施を見送る旨発行者に連絡し、これを受け、発行者は、同月 13 日³⁷に、関東財務局長に上記臨時報告書の訂正報告書を提出するとともに、東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てをし、その旨を公表した。

発行者の株式の株価は、同年 5 月 14 日に 716 円となった以降、ほぼ一貫して値下りを続け、同年 8 月 13 日には 62 円となり、その後大幅に値下りし、同年 9 月 14 日、上場廃止となった。

以上の事実を前提に、アーバンコーポレイション事件最高裁判決は、公表日において、虚偽記載等の事実とともに、民事再生手続開始の申立ての事実についても公表されていることから、公表日後の株価の下落は両事実があいまって生じたものとみるのが相当であるとする。そして、①民事再生手続開始の申立てに至ったのは、2007 年末ころから銀行の融資姿勢が厳格化したことなどにあり、虚偽記載等やその事実の公表に起因して、発行者の資金繰りの悪化がもたらされたわけではないこと、②メリルリンチとの業務・資本提携の交渉の事実（実際に約 169 億円の資金調達に成功したことを含む。）に照らせば、発行者

³⁶ かかるスワップ契約の不記載等が、虚偽記載等に当たるとされた。

³⁷ この日が公表日とされた。

が既に倒産状態又は近々倒産することが確実な状態であったとは言えず、虚偽記載等によりこれを隠ぺいしたとも言えないことから、民事再生手続開始の申立てによる値下りについては、虚偽記載との間に相当因果関係が認められる値下り以外の事情により生じたものであるとする。

また、発行者の株式の株価は、①2008年5月14日に716円となった以降、ほぼ一貫して値下りを続け、同年8月13日には62円となったこと、②発行者は、資金調達に困難を来すようになり、その経営が危ぶまれる状態であったことが株価の下落に影響したことは否定できないこと、に照らせば、公表日前の値下りに、虚偽記載等と無関係な要因による株価の下落額が含まれている可能性が否定できないとする。

これらのことから、アーバンコーポレイション事件最高裁判決は、民事再生手続開始の申立ての事実、及び公表日前の虚偽記載等とは無関係の要因による株価の下落額については、虚偽記載等と相当因果関係のある損害ではなく、本件における法定の損害額には、本条第5項の規定により減額すべき部分が含まれているとして、その額を認定させるために、原審に差し戻した。

(3) オリンパス事件における他事情の範囲

オリンパス事件においては、発行者の代表取締役 A が取締役会において解任された事実が他事情に該当するかが争われたが、その検討の前提として、オリンパス事件東京地裁判決が認定した事実経緯を抜粋すると、概要以下のとおりである。

2011年10月11日、発行者の代表取締役 A は、知人から入手した翻訳記事や自らの調査に基づき確信を得て、当時の他の代表取締役らに対し、退任を求める手紙を送付した。

同月14日、発行者の取締役会において、Aの解任が決定され、同日公表された。これに伴い、発行者の株価は、同月13日時点の2842円から2045円に下落し、同月15日には1555円まで下落し、その後も続落し、同月21日には1231円となった。

同月21日、過去の買収案件における支払の妥当性等について、アメリカの大株主が、第三者機関の調査を求めた旨の報道がなされたが、発行者は同月24日、発行者の決算手続は適切に行われている旨リリースした。

同月28日、証券取引等監視委員会が発行者の有価証券報告書等の開示状況調査を進めるにあたって焦点となるのは、有価証券報告書への虚偽記載の有無であることなどが報道された。これに対し、発行者は、同年11月1日、過去の買収案件において不正行為等がなかったか調査するために第三者委員会を設置し、同月4日、第三者委員会の調査が開始されているため、2012年3月期第2四半期決算発表予定日を延期する旨リリースした。

発行者の株価は、2011年10月24日に1099円に下落し、その後同年11月7日まで、1000円台から1300円台までの間で推移した。

同年11月8日³⁸、発行者は、緊急記者会見を実施し、損失計上先送りの事実を説明する

³⁸ この日が公表日とされた。

とともに、同内容のリリースを行った。

同日の発行者の株価は、734 円まで下落した。その後の株価の推移は、同月 8 日以降も続落し、同月 11 日時点で 460 円となったものの、同日以降 14 日に 540 円、15 日に 640 円、16 日に 740 円と上昇し、24 日には 1019 円となった。

同事件の原告は、同年 10 月 14 日から同月 18 日までの間に、発行者の株式 10 万株を合計 1 億 5537 万 809 円で取得し、同年 11 月 11 日にその全てを 1 株 436 円で売却した。

本件における本条第 3 項の適用にあたっては、同年 11 月 8 日が公表日であるとされており、同年 10 月 8 日から同年 11 月 7 日までの株価の平均値である 1471.7 円と、同月 9 日から同年 12 月 8 日までの株価の平均値である 869.5 円との差額である、602.2 円が 1 株あたりの法定の損害額であるとされている。

以上の事実関係を前提に、オリンパス事件東京地裁判決は、A の解任の事実が株価に影響したことは否定できず、A の解任後の株価の下落分全てを、虚偽記載と相当因果関係を有する損害と認めることはできないとしつつ³⁹、発行者が行った回帰分析を用いてマーケットモデルを構築する方法と、虚偽記載等と相当因果関係のある損害全てを含むという考え方とは、その内容を異にすることから⁴⁰、発行者において、虚偽記載との間の相当因果関係が認められない損害の額を立証することはできていないとし、本条第 6 項により、法定の損害額の 2 割を減額することとした⁴¹。

(4) IHI 事件における他事情の範囲

本件においては、原告らに、流通市場において発行者の株式を取得した者と、発行市場において発行者の株式を取得した者との双方が含まれているが、本条第 3 項、第 5 項及び第 6 項の検討という観点から、流通市場において発行者の株式を取得した者との関係での判示事項を取り上げることとする。

①公表日（2007 年 9 月 28 日）より前の株価の下落傾向については、同年 8 月 28 日に 390 円であったものが、その後一貫して下落し、同年 9 月 18 日には 326 円となったものの、その後は上昇に転じ、同月 27 日には 371 円となっており、一定の値下り傾向にあったとはいえ、本条第 5 項及び第 6 項に基づく減額の対象とすることはできないとされて

³⁹ オリンパス事件東京地裁判決において、A の解任が他事情に該当することが明示的に説示されているわけではない。もっとも、「A 解任と本件虚偽記載とを一体視することもできない」旨（同判決「事実及び理由」第 3 の 3(2)第 5 段落）や、「A 解任が被告株式の下落に一定程度の影響を与えていたことは否定できない一方で、A 解任以降の被告株式の株価下落分の全てを本件虚偽記載と相当因果関係を有する損害と認めることもできない」旨（同判決「事実及び理由」第 3 の 4(3)第 1 段落）が判示されており、これらの記述は、A の解任の事実が、虚偽記載の事実とは別の株価下落をもたらした要因であることを前提としているものと考えられる。

⁴⁰ 判決文からは判然としないが、マーケットモデルを用いて取得時差額を算出する方法での反論がなされたところ、相当因果関係説の立場からは、本条第 3 項の損害は取得時差額に限定されるわけではないことから、取得時差額を立証し、それ以外は損害ではないという主張は、相当因果関係説の立場とは相容れないという判断ではないかと推測される。

⁴¹ なお、同事件は、控訴されずに確定した。

いる。

②発行者は、市場要因や業界要因による値下りや、暫定的な開示による値下り⁴²は他事情による値下りであると主張しているが、IHI 事件東京地裁判決は、公表日後の発行者の同業他社の株価や日経平均の値動きを参照し、これらに一般的な下落傾向は認められないことから、市場要因や業界要因により発行者の株式の株価が下落したとは認められないとしている。暫定的な開示による値下りについては、(i)IHI 第 2 開示後においても株価の下落傾向が認められること、(ii)IHI 第 2 開示においては、リスク管理体制の強化やプロジェクトを監査する新組織の立上げなど、今後の体制強化の方針が明らかにされており、これにより株価が上昇した面があることも否定できないことを考慮すれば、暫定的な開示による値下りとされている値下りが、当初から第 2 開示の内容の開示がなされていたら生じなかった値下りであるとまではいえないとして、他事情による値下りとは認められないとしている。

③公表日において同時に公表された業績予想の下方修正の事実については、他事情に該当するとされた。すなわち、IHI 事件においては、IHI 適時開示（業績予想）及び IHI 適時開示（過年度決算）が同時にリリースされたが⁴³、業績予想の下方修正については、他事情に該当し、これによる株価の下落額が法定の損害額（本件では、69.66 円）から減額されるべきかどうか争われた。IHI 事件東京地裁判決はこれを認めたが、まず、一般に、株価は、業績予想の下方修正の公表によっても下落することがあり、かつ、本件では連結営業損益 570 億円の下方修正であるから、虚偽記載と比較しても、過年度決算の訂正と業績予想の下方修正とがあいまって公表日後の株価の下落が生じたものとみるべきであるとする。そして、IHI 適時開示（業績予想）の内容から、280 億円の追加損失が生じ、これが過年度決算の訂正に及ぶ可能性があるというものであることから、虚偽記載やその公表に起因して業績予想の下方修正が生じるわけではなく、虚偽記載と業績予想の下方修正による株価の下落の間には相当因果関係は認められないとする⁴⁴。ただし、業績予想の下方修正と過年度決算の訂正とが同日に公表されたことから、いずれの影響によりいくらの株価の下落が生じたのか、その具体的な金額を証明することはその性質上極めて困難

⁴² IHI 第 1 開示により一時的に株価が下落したが、IHI 第 2 開示により株価が上昇しており、かかる上昇分については、暫定的な開示により過剰に下落していた分であるから、法定の損害額から減額されるべきであるという趣旨の主張である。

⁴³ 具体的には、発行者は、IHI 適時開示（業績予想）において、業績が悪化し、連結営業損益が 570 億円下方修正されること、及びこれに最大で 280 億円の損失が追加される可能性があることを開示するとともに、IHI 適時開示（過年度決算）において、業績予想の下方修正で追加損失として加わる可能性があるとした 280 億円については、過年度に遡って決算を修正する可能性があることを開示した。

⁴⁴ 本件の原告らは、業績予想の下方修正も、虚偽記載も、工事進行基準適用工事における総発生原価見通しの甘さという共通の原因に基づくものであるから、虚偽記載と業績予想の下方修正による株価の下落との間に相当因果関係が認められる旨の主張をしていたが、虚偽記載がなければ業績予想の下方修正もなかったと認められる関係にない以上、相当因果関係を認めることはできないとして、IHI 事件東京地裁判決はこれを採用しなかった。

であるとして、発行者の主張する約 67.1%という割合は採用せず、本条第 6 項に基づき、5 割の減額とした。

④IHI 事件においては、平成 18 年 9 月期に係る半期報告書（以下「IHI 半期報告書」という。）及び平成 19 年 3 月期に係る有価証券報告書（以下「IHI 有価証券報告書」という。）の虚偽記載を理由とする損害賠償請求がなされていたが、流通市場で発行者の株式を取得した者のうち、IHI 半期報告書が提出され公衆の縦覧に供された後、IHI 有価証券報告書が提出されるまでの間に発行者の株式を取得した者については、IHI 有価証券報告書における虚偽記載の影響を受けるものではないことから、その分、法定の損害額からの減額が認められるべきである旨の主張が発行者からなされていた。IHI 事件東京地裁判決は、IHI 有価証券報告書における虚偽記載の額が連結営業利益の額 302 億 4300 万円であるのに対し、IHI 半期報告書における虚偽記載の額が連結営業利益の額 98 億 2300 万円であることを示し、かかる金額に照らし、IHI 半期報告書に係る「虚偽記載が判明したことに対する市場への影響は、より小さかったであろうと考えられる」とする。そのため、IHI 半期報告書が提出され公衆の縦覧に供された後、IHI 有価証券報告書が提出されるまでの間に発行者の株式を取得した者との関係では、IHI 有価証券報告書における虚偽記載（IHI 半期報告書における虚偽記載を超えるもの）による株価の下落額は、虚偽記載と相当因果関係の認められない値下りであるとし、結論としては、本条第 6 項に基づき、IHI 有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害額（法定の損害額 69.66 円の 5 割に相当する 34.83 円）の 4 割に相当する 13.93 円が、IHI 半期報告書が提出され公衆の縦覧に供された後、IHI 有価証券報告書が提出されるまでの間に発行者の株式を取得した者の請求できる損害額であるとする。

3. 他事情に関する判断基準の検討

(1) 総論

上記 2. で取り上げた個々の裁判例における他事情かどうかの判断を再掲すると、概要以下のとおりである。

ライブドア事件最高裁判決は、発行者が主張した各事情が他事情に該当しない理由として、これらの事情が「通常予想される事態」であることを挙げている。

アーバンコーポレイション事件最高裁判決は、民事再生手続開始の申立てが他事情に該当する根拠として、①同事件における虚偽記載等や虚偽記載等の公表に起因して民事再生手続開始の申立てがなされたわけではない点、及び②虚偽記載等がなされた当時、発行者が倒産状態にあったとはいえない点を挙げている。また、虚偽記載等によって、発行者の倒産状態が隠ぺいされていたという関係にはないことも付言している。他方で、公表日前

の株価の下落の要因が他事情に該当する理由は特に述べられていない⁴⁵。

オリンパス事件東京地裁判決においては、代表取締役 A の解任の事実が他事情に該当する理由は特に述べられていない（なお、前述のとおり、そもそも代表取締役 A の解任の事実が他事情に該当すること自体も明示的に述べられているわけではない。）⁴⁶。

IHI 事件においては、公表日前の株価の下落傾向、市場要因や業界要因による株価の下落及び暫定的開示による株価の下落については、そもそもそれらの他事情自体の存在が認定されていない。そのため、これらが仮に認められた場合に、他事情による値下りと評価できるのか必ずしも明らかではない。また、業績予想の下方修正が他事情に該当する理由については、業績予想の下方修正が虚偽記載に起因するものではない点や虚偽記載がなければ業績予想の下方修正もなかったという関係にあるわけではない点が挙げられている。さらに、IHI 有価証券報告書の影響については、IHI 半期報告書が提出され公衆の縦覧に供された後、IHI 有価証券報告書が提出されるまでの間に発行者の株式を取得した者との関係では、IHI 有価証券報告書における虚偽記載（IHI 半期報告書における虚偽記載を超えるもの）による影響は他事情に該当することが前提とされているようであり、その理由は述べられていない⁴⁷。

以上のように見てみると、裁判例における他事情の認定にあたっては、明確に理由を述べていないものも見られるが、虚偽記載やその公表に「起因する」事情は他事情には該当しないという論理構成を採用していると考えられる裁判例が比較的多くみられる。また、裁判例において論理構成として明示的に示されているわけではないものの、虚偽記載等に「隠ぺいされていた」事情は他事情には該当しないという論理構成の端緒を伺わせる裁判例もみられる。そこで、以下では、これらの観点から若干の検討を加える。

(2) 虚偽記載等に起因するかという基準

虚偽記載等がなされたことを理由とする処分や事態については、「虚偽記載等に起因す

⁴⁵ ただ、公表日前の株価の下落額については、（公表前に報道等によって虚偽記載等の疑いありという情報が市場に漏れていない限り）虚偽記載等（あるいはその公表）に起因する株価の下落ではないと理解することができることから、他事情による値下りであると評価できるということではないかと思われる（もっとも、黒沼悦郎「再生手続開始申立てと虚偽記載等の事実の公表が同時にされた場合における金商法 21 条の 2 の適用」金融法務事情 1971 号 46 頁（2013 年）は、公表日前に株価が下落していることのみを理由として、減額すべきではないとする。）。

⁴⁶ ただ、判決理由では明確に触れられていないものの、代表取締役 A の解任に賛成した 12 名の取締役のうち 9 名は、損失計上先送りの事実や有価証券報告書等の虚偽記載について認識しておらず、A の社長としての資質に疑問を持ったためにかかる解任に賛成したのであり、A の解任が損失計上先送りなどについての発行者の隠ぺい行為とまでは評価することはできず、A の解任と当該虚偽記載とを一体視することができない旨が判示されており（同判決「事実及び理由」第 3 の 3(2)第 5 段落）、A の解任が虚偽記載に起因する事情ではない（すなわち、A の解任と虚偽記載とは別個独立の事象である）という点が考慮要素になっていたものと推測される。

⁴⁷ IHI 半期報告書における虚偽記載等の額を超える金額の IHI 有価証券報告書における虚偽記載等については、IHI 半期報告書における虚偽記載等（あるいはその公表）に起因する虚偽記載等ではない（IHI 半期報告書が提出された後に生じた事情による虚偽記載等）と判断されたのではないかと思われる。

る（従って他事情によるものではない）」と評価するという考え方がいくつかの裁判例で言及されており、他事情に該当するかの判断基準の一つと認識されているものと思われる。この点、何をもって「虚偽記載等に起因する」と評価できるのかの基準は必ずしも明確ではないが、個別の事情ごとに検討すると、以下のとおりである。

(a) 上場廃止（ないしその懸念）⁴⁸

取引所のルールで開示書類に虚偽記載等がなされたことが上場廃止事由として定められていることを考慮すると、（虚偽記載等以外の理由により上場廃止事由に該当するとされた場合は別として⁴⁹）虚偽記載等がなされたことを理由として上場廃止となる可能性があることは一般的に想定される。したがって、虚偽記載等の事実が公表された際に、上場廃止（ないしその懸念）により、株価が下落したとしても、かかる株価の下落は、「虚偽記載等の事実が公表されたことに起因する」ものと評価でき、他事情による株価の下落とは考えにくい。

(b) 虚偽記載等が発覚したことによる信用毀損⁵⁰

この点は、虚偽記載等があったことに対する市場の評価そのものであると理解することができることから、ライブドア事件最高裁判決の立場を前提とする限り、虚偽記載等が発覚したことによる信用毀損を反映して株価が下落したとしても、かかる株価の下落は「虚偽記載等の事実等に起因する」ものと評価でき、他事情による株価の下落とは考えにくい。

(c) 関係者の逮捕や強制捜査

関係者の逮捕や強制捜査が、虚偽記載等を理由になされたものであれば、「虚偽記載等に起因する」と評価せざるを得ないように思われる。ライブドア事件における代表者の逮捕や強制捜査は、風説の流布を理由として行われているようであるが、それでも他事情に該当しないとされている。事実関係は共通しており、同じ事実が風説の流布にも、有価証券報告書の虚偽記載等にも該当する行為であったという評価がなされたのではないかと思われるが、判決文からは判然としない（ライブドア事件最高裁判決においては、発行者の主張する他事情がまとめて言及され、全て他事情とはいえないとの判断が示されているだけであり、個々の事情について個々に他事情に該当しない理由が示されているわけではない。）⁵¹。

⁴⁸ 上場廃止前において、取引所が行う処分（監理ポストへの指定など）についても、上場廃止（ないしその懸念）と同様の位置づけの事由と考えることができるように思われる。

⁴⁹ ただ、その場合も、上場廃止基準に該当していることを虚偽記載等により隠ぺいしていたと評価されれば、他事情とは認められず、上場廃止（ないしその懸念）による株価の下落は、虚偽記載等との間に相当因果関係の認められる株価の下落であると評価されるのではないかと思われる。

⁵⁰ 論者によってイメージするところが異なり得る点であるが、ここでは、虚偽記載等をするような会社であり、投資対象とするのにリスクを伴うとの評価と捉えることとする。

⁵¹ ライブドア事件で他事情に該当するかが争点になり、他事情に該当しないとされた事由のうち、フジテレビとの提携解消の点やマネックス証券によるライブドア株のゼロ評価の点についても、判決文からは、これらが虚偽記載等を理由とするものであったのか必ずしも明確ではなく、虚偽記載等があったら通常は提携解消となり、ゼロ評価となるとまでいえるかは定かではないため、「通常生ずべき事態」と評価された根拠は必ずしも明確ではない。

(d) 業績予想、他の開示書類における虚偽記載

過年度の決算と、当年度の業績予想とが、共通の事業上の原因を理由として、訂正され、修正されることはあり得るが、会計年度を区切って会計処理を行っていることから、過年度の決算を訂正したとしても、必ずしも当年度の業績予想も修正されるわけではない。そのため、（共通原因論を否定した IHI 事件東京地裁判決の判断を前提とすれば）業績予想の下方修正は、「虚偽記載等に起因する」とは言い難く、過年度決算の訂正の公表と同時あるいは前後して業績予想の下方修正も公表されたような場合には、業績予想の下方修正は、「虚偽記載等に起因する」わけではなく、業績予想の下方修正による株価の下落は、他事情による株価の下落であると評価すべきことになろう。

また、本条に基づく責任は、開示書類ごとに定められていることから、開示書類によって虚偽記載等の内容が異なる場合は（たとえば、第1四半期の四半期報告書における利益の過大計上額より、当該事業年度に係る有価証券報告書における利益の過大計上額の方が大きい場合）、他の開示書類における虚偽記載等は「虚偽記載等の事実等に起因する」ということはできず、他事情による株価の下落であると考えられる。その結果として、どの開示書類が公衆縦覧に供されている期間に発行者の株式を取得したかによって、請求し得る損害額は異なることとなるものと考えられる。

(3) 更なる検討を要すべき考え方

(a) 虚偽記載等により「隠ぺいされていた」か

倒産手続開始の申立てが他事情に該当するかが問題となったアーバンコーポレイション事件最高裁判決においては、虚偽記載等がなされた当時、発行者が倒産状態にあったことを否定する文脈の中で、当該虚偽記載等によって倒産状態にあったことが隠ぺいされていたということもできない旨を判示している。このことは、虚偽記載等に「隠ぺいされていた」事情は他事情には該当しないという考え方を示唆するものであるとの評価も成り立ち得ると考えられる。

もっとも、たまたま虚偽記載等によって隠ぺいされていた事情であっても、虚偽記載等とは独立に生じた事情である場合もあり得るところであり、アーバンコーポレイション事件最高裁判決の一事例から一般的な解釈を導き出すことは難しいと思われる。そのため、他事情の認定に関して、虚偽記載等に「隠ぺいされていた」という事情をどのように評価することができるかは、今後の裁判例の集積を待つことが必要となるものと思われる。

(b) 同時公表時の取扱い

今後検討を要すべき判断基準等に関して、ここまでに検討した点とは少し趣を異にするものの、同時公表時の取扱いが挙げられる。

アーバンコーポレイション事件においては虚偽記載等の事実と民事再生手続開始の申立ての事実とが同時に公表され、また、IHI 事件においては業績予想の下方修正と過年度決算の訂正とが同時に公表された。アーバンコーポレイション事件においては原審に差戻し

となったが、IHI 事件においては、業績予想の下方修正の事実による株価の下落がいくらであるのか、その具体的な金額を証明することは極めて困難であるとして、本条第 6 項による解決を図っている⁵²。事案の解決としては合理的な解決ではないかと思われるものの、虚偽記載と他事情とが同時に公表される（あるいは、虚偽記載の公表と他事情の発生とが同時あるいは同日となる）ことは、一般論として十分に想定し得る事態である。そのため、立証が困難であるとして、本条第 6 項に基づく裁判所の自由裁量による決定に委ねる他ないとしても、（裁判所の検討の指針として）その際の減額の考え方や一定の基準については、整理・検討しておく価値があるのではないかと思われる⁵³。

⁵² なお、全体としての株価の下落の一部だけを虚偽記載等による株価の下落と見るべきではないかという割合的な損害認定は、他にも、上記で議論した、四半期報告書における虚偽記載等の額と有価証券報告書における虚偽記載等の額が異なる場合に、四半期報告書のみを参照した投資家が請求できる損害の額の問題を検討する際にも、同様に問題となる。

⁵³ 黒沼教授は、虚偽記載等の事実のみを公表した場合に 60%、民事再生手続開始の申立てのみを公表した場合に 90%、両者を合わせて公表した場合に 100% 株価が下落するという事例を想定して、理論面の整理を試みており参考になるが（黒沼・前掲注 45・45 頁）、実際の裁判においては、何%下落するか立証自体も問題となり得るため、その立証の問題についても整理・検討しておく必要がある。一つの解決策は、公害訴訟等の文脈で議論されてきた因果関係の割合的認定の方法であると思われるが、公害訴訟と証券訴訟とは事案が全く異なるから、どの程度公害訴訟等における議論を参考にすることができるか慎重な検討が必要となる。

IV 総括

以上、本条に基づく損害賠償請求の場面について、公表の論点及び他事情の範囲の論点を中心に、本条の損害額の算定方法を巡る現在までの議論状況を整理・分析した。

まず、公表の論点については、主体の問題及び公表方法の問題についてはある程度の議論が尽くされており、今後の事案においては、何をもって「公表」と評価するかという公表内容の点が主要な争点となるのではないかと思われる。

他方で、他事情の範囲に関する議論においては、ライブドア事件最高裁判決により、取得時差額に限定しない立場が採用されることは確定されたとしても、他事情かどうかの判断基準をどこに求めるか、その後の裁判例で示された「虚偽記載等に起因するかどうか」という判断基準を具体的な事案にどのようにあてはめていくべきか、「虚偽記載等により隠ぺいされていた事情かどうか」という点が判断基準となり得るかという点については、裁判例の集積が十分でなく、今後裁判例が積み重ねられていくことで裁判実務における取扱いが明確になっていくことが期待される。

本条の解釈に際しては、投資家の被害回復や虚偽記載等の抑止という要請がある一方で、損害賠償責任や損害額が過大に認められることとなれば資本市場の参加者に萎縮的な効果を与えることになりかねないため、資本市場の機能の維持という要請にも配慮することが必要となる⁵⁴。このような両側面からの要請を勘案して合理的な損害額を導くために、裁判例の蓄積を踏まえた政策的・規範的判断を含む議論が今後いっそう深められることが期待される。

以上

⁵⁴ 本条の適用範囲や運用次第では本来劣後するはずのエクイティ (equity) がデット (debt) に優先する結果にもなり得るといふ会社法上の根本的な法規範に抵触する可能性があることから、本条のあり方について再検討が必要となり得よう。