

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 ライブドア事件の概要
- 2 金商法 21 条の 2 の仕組み
- 3 地裁・高裁判決の概要
- 4 最高裁判決の概要
- 5 最高裁判決の影響

ライブドア事件最高裁判決

弁護士 福田 直邦 | 弁護士 芳川 瑛子

有価証券報告書等の虚偽記載が契機となって上場が廃止されたライブドア株式をめぐり多数の投資家が損害賠償請求訴訟を提起していた事案(いわゆるライブドア事件)につき、2012年3月13日、最高裁判所の判決があった。

これまでの東京地方裁判所及び東京高等裁判所の判決では、主として金融商品取引法 21 条の 2 に基づく損害の額の算定をめぐって判断が分かれていたため、最高裁判所がどのような判断を示すのかが注目されていた。

本ニュースレターでは、この点に関する最高裁判決の内容を概説し、今後の実務に与える影響について分析を試みたい。

1 ライブドア事件の概要

株式会社ライブドアは、2000 年から東京証券取引所マザーズに上場していたところ、2006 年 1 月 16 日、金融商品取引法(事件当時の法令名は「証券取引法」であったが、以下、改正の前後を通じて「金商法」という。)違反(偽計・風説の流布)の容疑による強制捜査が開始され、同月 23 日、当時の代表取締役らが逮捕された。また、同月 18 日、東京地方検察庁の検察官は、ライブドアの 2004 年 9 月期決算に係る有価証券報告書に虚偽記載の容疑がある旨を報道記者に伝達し、その旨が報道された。これらを受けて、ライブドア株式は、同月 21 日、東京証券取引所において開示注意銘柄に指定され、さらに同月 23 日、監理ポストに割り当てられ、最終的に同年 4 月 14 日に上場廃止となった。その後、ライブドア株式を保有していた多数の個人等の一般投資家や機関投資家から、ライブドアやその取締役等に対し、金商法 21 条の 2 等に基づく損害賠償を求める訴訟が提起された。

このうち、機関投資家による訴訟については 2008 年 6 月 13 日の東京地裁の判決及び 2009 年 12 月 16 日の東京高裁の判決があり、一般投資家による訴訟については 2009 年 5 月 21 日の東京地裁の判決や 2011 年 11 月 30 日の東京高裁の判決があったことが知られている。

上記 2 件の高裁判決及びその原審である地裁判決においては、いずれもライブドアの投資家に対する損害賠償責任が認められた。しかし、損害の額については地裁と高裁で判断が分かれており、最高裁判所がどのように判断するかが注目されていた。

最高裁判所は、2012 年 3 月 13 日、機関投資家訴訟について判決し、同日、判決文が最高裁のウェブサイト上で公開された。なお、一般投資家訴訟についても上告され、最高裁判所に係属している。

2 金商法 21 条の 2 の仕組み

ライブドア事件では、金商法 21 条の 2 が損害賠償請求の根拠とされた。この規定は、2004 年の旧証券取引法の改正時に設けられた比較的新しい規定であり、西武鉄道事件などこの規定の制定前の事件では、民法 709 条の不法行為が損害賠償請求の根拠とされていた。本項では、ライブドア事件の各判決の紹介に先立って、金商法 21 条の 2 の仕組みについて概説する。

金商法 21 条の 2 は、有価証券報告書などの開示書類に虚偽記載等が存在した場合、その提出者に、流通市場で有価証券を取得した投資家に対する無過失の損害賠償責任を課すとともに（第 1 項）、虚偽記載等の事実の公表日前 1 年以内に有価証券を取得し、公表日において引き続き当該有価証券を所有する投資家については、公表日前 1 か月間の当該有価証券の市場価額の平均額と、公表日後 1 か月間の当該有価証券の市場価額の平均額との差額をもって、虚偽記載等により生じた損害の額と推定することを認めている（第 2 項）。

他方、開示書類の提出者において、かかる推定損害額の全部又は一部が、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によって生じたことを証明した時は、その全部又は一部にあたる額について賠償責任を免れ（第 4 項）、さらに、その額の証明が極めて困難な場合、裁判所の裁量により賠償すべき損害額を減額することを認めている（第 5 項）。

なお、賠償すべき損害額の上限は、有価証券の取得価額から賠償請求時の市場価額（処分済みの場合は処分価額）を控除した額とされている（第 1 項）。

3 地裁・高裁判決の概要

上記の地裁・高裁判決は、いずれも、ライブドアに有価証券報告書の虚偽記載の容疑があると検察官が報道記者に伝達した 2006 年 1 月 18 日を公表日として、その前 1 か月間の市場価額の平均額（720 円）と、その後 1 か月間の市場価額の平均額（135 円）の差額である 1 株 585 円を金商法 21 条の 2 第 2 項により推定される損害額としている。

しかし、以下に述べるとおり、減額の対象となる「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」（減額事由）について判断が分かれ、賠償すべき損害額について大きな差が生じた。

（1）地裁判決における減額

一般投資家訴訟の地裁判決は、金商法 21 条の 2 第 2 項について「有価証券取得時における取得価額と虚偽記載等がなかったと仮定した場合の取得時の想定価額（本来あるべき価額）の差額」（取得時差額）を推定する趣旨の規定と解した上で、減額事由による値下りとは、虚偽記載等の事実の公表が当該有価証券の市場価額に反映したことに伴う値下り以外の事情による値下りというと判示した。

そして、本件においてライブドア株式の値下りに影響を与えたと考えられる事情のうち、ライブドアに対する強制捜査の開始、代表者の逮捕・解任、公表日前後の連日のマスメディアによる報道、フジテレビ幹部によるライブドアとの提携見直しの可能性の示唆、開示注意銘柄への指定や監理ポストへの割り当て等については、減額事由にあたるとして、金商法 21 条の 2 第 5 項に基づき約 3 分の 2 を減額した(1 株あたりの損害額は、200 円)。

また、機関投資家訴訟の地裁判決も、同様の事情を減額事由と認め、金商法 21 条の 2 第 5 項に基づき 3 割を減額した(1 株あたりの損害額は、約 410 円)。

(2) 高裁判決における減額

機関投資家訴訟の高裁判決は、金商法 21 条の 2 第 1 項の「損害」を、一般不法行為同様、虚偽記載等と相当因果関係のある損害と解し、同条により賠償の対象となる損害を取得時差額に限定することはできないとした上で、第 4 項及び第 5 項は、虚偽記載等と相当因果関係がある損害とはいえないものを推定額から除外する趣旨の規定であると判示した。

そして、地裁判決が減額事由と認めた上記の各種事情については、いずれも虚偽記載の発覚によって通常起こりうる事態であって虚偽記載等と相当因果関係がある損害であるため、減額事由には含まれないとし、M&A 取引に係る過去の発表内容の訂正のみが減額事由になる旨を判示して、金商法 21 条の 2 第 5 項に基づく減額割合を 3 割から 1 割に変更した(1 株あたりの損害額は、約 527 円)。

一般投資家訴訟の高裁判決については、本ニュースレター掲載時においては、判決文は公刊されていないが、報道によれば、上記事情を減額事由と認めず、減額割合を約 3 分の 2 から約 5% に変更した(1 株あたりの損害額は、550 円)。

4 最高裁判決の概要

機関投資家訴訟の最高裁判決では、減額事由について、高裁判決と同様の見解に立った。

すなわち、金商法 21 条の 2 の意義については、一般不法行為の規定の特則として、投資家保護の見地から立証責任を緩和した規定と解した。その上で、第 1 項に基づいて賠償責任を負う「損害」も、第 2 項に基づいて金額が推定される「損害」も、一般不法行為の規定に基づき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係のある損害を全て含むものであって、(地裁判決のように)取得時差額に限定すべき理由はないと判示した。そして、裁判所の裁量による減額について定める第 5 項は第 2 項を前提とした規定であることから、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」(すなわち、減額の対象にならない値下り)とは、取得時差額相当分の値下りに限られず、虚偽記載等と相当因果関係のある値下りの全てをいうものと解するのが相当であると判示した。

本件の具体的事実関係においては、強制捜査や監理ポストへの指定等の諸事情による値下りは虚偽記載等と相当因果関係があるというべきであって、これらの事情を減額事由とすることは許されないとした。そして、損害額の 1 割を減額するとした高裁判決の判断はその裁量の範囲内にあるものとして是認することができることと判示した(1 株あたりの損害額として、高裁判決の約 527 円を支持)。

5 最高裁判決の影響

ライブドア事件最高裁判決は、金商法 21 条の 2 について解釈した初の最高裁判所の判決であり、特に判断の分かれていた損害の考え方を明確に示しているため、その先例としての価値は非常に高いと考えられる。この最高裁判決の考え方を前提にする限り、同条に基づく減額が認められるためには、提出者(会社)側は、株式の市場価額の下落に影響を与えた事情のうち、虚偽記載等と

相当因果関係のない、すなわち虚偽記載等からは通常起こりえない事情の存在を主張・立証することが求められるが、そのような事情は一般的に主張・立証が困難であり、大幅な減額が認められるケースは少ないのではないかと考えられる。

一般投資家訴訟は上告段階であるが、その高裁判決は、前述したとおり判決文は公開されていないものの、報道されている限りにおいては、機関投資家訴訟の高裁判決及び最高裁判決と同様の考え方に立っているものと思われるため、最高裁で判断が変わる可能性は低いと考えられる。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、執筆弁護士の 福田 直邦 (naokuni.fukuda@amt-law.com) 又は 芳川 瑛子 (akiko.yoshikawa@amt-law.com) までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩

本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036

東京都港区六本木一丁目 6 番 1 号

泉ガーデンタワー 38 階 (総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>