

株価を巡る裁判

— 会社に対する損害賠償請求の経済的合理性 —

若 杉 敬 明

はじめに

皆さん、こんにちは。ご紹介いただいた若杉でございます。

本日は「株価を巡る裁判」ということで、有価証券報告書等における虚偽記載が事後的に判明したことによる株価下落を原因とする損害にかんする訴訟についてお話しさせていただきたいと思えます。証取法の改正により、損害を受けた株主は会社に対して損害賠償を請求できることになりま

した。この制度に関して、「会社に対して」というところがおかしいのではないかというのが私の見解でございます。

単純な内容でして、このことだけですと5分もかかりませんので、注目を浴びてきたライブドア関連のいくつかの裁判の経過などを紹介しながら、私の主張を展開させていただきたいと思えます。

法律の専門家でない私が裁判のことを取り上げるわけで、逃げ道として「経済的」という言葉をタイトルに入れさせていただきました。この問題

について多くの方にお話するのは初めてでして、むしろ皆さんからご意見をうかがい勉強させていただきたいと思っております。できるだけ多く議論の時間を残しますので、よろしくお願いいたします。

それでは、資料に従って進めていきます。（巻末資料参照。）最初、タイトルがないグラフで恐縮ですが、これはライブドアの株価です。

二〇〇三年に公開してから、二〇〇六年四月に上場廃止になるまでの株価ですが、この間、二〇〇三年六月二五日、一月二二五日および二〇〇四年六月二五日に、それぞれ一〇対一、一〇〇対一、一〇対一の株式分割を行っておりますが、株価は二〇〇四年の株式分割まで上昇傾向にありました。したがって、時価総額は猛烈な勢いで増加していたことになります。二〇〇五年始めには例のニッポン放送の株を買うという事件がありました

た。その後、どんどん株価が上がって、二〇〇六年の一月に検察の捜査が入り、一挙に暴落に転じました。暴落の期間中一日は株価がつかなかった日がありました。これが一月一八日です。ピークの八〇〇円から急落し、一〇〇円前後になっているところで上場廃止になりました。検察の捜査で粉飾、有価証券の虚偽記載が明らかになったという事になっており、検察の捜査後の株価の値下がりによる損失を賠償すべきであるというのが、値下がり後の株価で売却した元株主の主張です。

ライブドアについては大きく分けて四つの裁判があります。一つは検察による刑事裁判です。あと三つは民事で、それが損害賠償請求です。前者は検察が証拠法違反で堀江被告通称ホリエモンはじめ当時の経営幹部を起訴した記事事件です。

後者は民事訴訟でして、刑事事件での有罪判

決、つまり一審でホリエモン等に二年八カ月の実刑判決が出たことを受けて、個人および機関投資家が株主としてが訴えているものです。

その一つは個人株主にかんするもので、ホリエモンがもてはやされているところに買った個人がいつばいいるわけでして、そういう人たちが起こしている裁判です。虚偽記載に騙されて高値で買ったけれども、それが明るみに出て株価が下がって損したという訴えです。

二番目が機関投資家によるものでして、日本生命を初めとする信託五行が預かっている年金の資金をライブドアに投資をして損したというものです。

三番目は、理事長のお話の中にありましたけれども、一月に和解が成立した、フジ・メディア・ホールディングス(MDH)、前のフジテレビジョンとライブドアホールディングスの略称が社

名になっているLDHとの間の裁判です。面白いことに両社とも事件後にグループを再編し持株会社に移行しています。

まだ皆さんのご記憶にあると思いますが、当時のライブドアはニッポン放送の株を場外で三〇%近くを取得し一気に三五%を保有する大株主に躍り出ました。それに対してフジテレビ側が反撃に出て、ニッポン放送に新株予約権を発行させてニッポン放送株の保有を増やすという戦いが繰り広げられました。結局フジテレビが、ライブドアの持っているニッポン放送株を全部買い取ることと、それと同時に、ライブドアが行う第三者割当増資約四四〇億円をフジテレビが引き受けるという形で決着しました。このときの発行価格は四月一五日の終値である三二九円でした。ところが虚偽記載判明後にフジテレビはこれを手放すことを決定し、USENに七一円で売却し巨額の損失を

被りました。フジテレビはこの損害は虚偽記載にともなうものであるとして、賠償請求の裁判を起していました。

日生の機関投資家の裁判については、去年の六月に第一審の判決が出て、今、再審に入っているところです。フジテレビについては和解という形で決着しました。残すは多数の個人が訴えている裁判で判決が五月に出ることになっています。

一、証取法違反の刑事裁判

(1) 堀江貴文被告に対する起訴事実要旨

最初に刑事事件の裁判についてお話しします。ライブドアによる証取法違反で堀江貴文、ホリエモンと六人、合計七人、そして二社が起訴されました。この裁判については二〇〇七年三月に一審の判決が出ました。起訴事実、第一に、有価証券

報告書の虚偽記載ということで、堀江被告は、宮内亮治被告（ライブドア元取締役）や熊谷史人被告（ライブドア元代表取締役）や小林元被告（ゼネラル・コンサルティング・ファーム代表取締役、公認会計士）ら六人と共謀して、ライブドアの二〇〇四年九月期連結決算で約三七億六〇〇〇万円の自社株売却益を、本来は売上高として認められないのに売上高として計上したということで。第二は、後に子会社となる二社への約一五億八〇〇〇万円の架空売り上げを計上し、三億一〇〇〇万円の経常赤字から、最終的に五〇億三〇〇〇万円の経常黒字を計上して、合計、連結で五三億円の利益を出したという粉飾決算をした有価証券報告書を関東財務局に提出したということで。

第一は有価証券報告書の虚偽記載に対する起訴です。それに対してもう一方は、株式交換で会社

の合併つまりM&Aをしたのですが、そのときに偽計・風説の流布をしたということでの起訴です。堀江被告は宮内被告や岡本史人被告（ライブドアマーケティング前社長）らと共謀して、二〇〇四年一〇月から一一月にかけてライブドアマーケティング（当時バリユークリックジャパン）がマネーライブ社を買収した際、交換用のライブドアマーケティング株を多く発行することを目的として、実際は別の関連会社社員にマネーライブ社の企業価値を過大評価させたのにもかかわらず、第三者機関が算定したという虚偽の発表をしたということです。これが偽計・風説の流布とみなされました。

(2) 二〇〇七年三月―審判決

これについては、先ほど申し上げましたように、二〇〇七年三月に一審の判決が出て、堀江貴

文と宮内被告については実刑で執行猶予なしでした。この間、二審が出ましたけれども、同じ二年六カ月の実刑判決で、今また上告中です。宮内被告は二審で一年二カ月の実刑が出て、それを受け入れて確定しました。ホリエモンはまだ争っていますが、証取法違反ではライブドア側の経営者がそれを認めたというのが一般の受け取りかたということになるわけです。

二、一般株主訴訟

(1) 訴訟の概要

刑事裁判で有罪判決が出たのを受けて、三つの裁判が起こってくるわけです。一つが一般株主訴訟ということで、個人株主が原告となって損害賠償請求の訴えを出しているというものです。

損害賠償請求ですが、その根拠を檢察が有罪に

した偽計取引・風説の流布及び有価証券報告書の違法行為、虚偽記載に求めています。

二〇〇六年一月一六日に、ライブドアに対して強制捜査が実施された後、株価が急落したのは、偽計取引・風説の流布と有価証券取引法の違法行為のせいで吊り上げられていた株価の吊り上げ部分が剥げ落ちたせいであるとして、捜査後の株価低下にともなう損害額の賠償を、当時のライブドアの役員（取締役、監査役）、監査法人らに対してと同時に会社自身に対しても損害賠償を求める訴訟を起こしているということです。

(2) 一般株主訴訟の主要関連事実

これに関してどんな事実があったかということですが、それとも二〇〇四年一〇月二五日に、ライブドアの子会社の一つであるライブドアマーケティングが、マネーライフ買収のための株

式交換を企て、TDnetにおいて、株式交換比率を一对一と発表しました。その際、交換比率は第三者機関が算出した結果を踏まえ、両者間で協議の上で決定したと説明しました。

その後、一〇月二九日に、ライブドアは、平成一六年九学期の連結経常利益が五一億円であると発表しました。これが、本当は赤字であるのに黒字と見せかけた粉飾であると認定されました。

二〇〇四年一月九日、ライブドアマーケティングが、TDnetにおいて、同月八日に公表されたライブドアマーケティング株式一〇〇分割にともない、十月二十四日に発表した株式交換による合併の交換比率を一对一〇〇に訂正することを発表しました。

そして、二〇〇四年一二月二七日、ライブドアマーケティングがTDnetにおいて、二〇〇四年第3・四半期の連結の非決算短信について、売上

高七億五九〇〇万円、経常利益七二〇〇万円、当期純利益五三〇〇万円と発表しました。これが後に裁判で、偽計取引、風説の流布と認定されました。

もう一つ、ライブドア株式売却益三七億円余およびライブドアマーケティングを通して行った関連会社二社への架空売り上げ十五億円余を売上高に含めるなどして経常利益を五〇億円余とした虚偽の連結損益計算書を掲載して有価証券報告書を提出したことが虚偽記載と判断されました。実際は三億一二七八万四〇〇〇円の経常損失だったのです。この二つが証取法違反と認められたということになるわけです。

これらは事後的な裁判での認定ですがそれ以前の事実としては、二〇〇六年一月一六日に、証取法違反の疑いでライブドアに対する強制捜査が行われました。ところが、強制捜査が行われるとこ

ろをテレビが中継しているわけですし、検察側がリークしているのしか見えません。テレビを舞台に華々しくやったわけですが、容疑は不明なままでした。

翌一月一七日の新聞各紙は、ライブドア事件について、水増し決算であるとか株価つり上げなどと報道し、ライブドア株式はストップ安になりました。同日以降も連日報道が行われて、市場ではIT株や大幅分割銘柄を中心に売りが広がって、日経平均も一時は二〇〇円くらい下げました。

二〇〇六年一月一八日になると、共同通信社が「ライブドアに粉飾容疑。一〇億円赤字を一四億円黒字」などと報道して、この頃になってようやく何が問題だったかということがだんだんはつきりして来たという次第です。

粉飾をしたということを、公的な機関はどこも発表していませんでした。われわれの目に触れる

のはみんな検察のリークと思われる記事ばかりだったと思います。法律上は、有価証券報告書の虚偽記載がいつ発表されたかということが非常に重要です。発表された前後で株価を比較して、それで損害額を算定するという定めになっているからです。繰り返しになりますが、いつ発表されたかということが大事なのですが、実は、発表がきちんとなされていないのです。強制捜査が行われたという報道や、新聞に検察からのリークと思わしき記事が掲載されていたという事実しかありません。その意味では、非常に不明朗な事件です。

三、会社に対する損害賠償訴訟

(1) 証券取引法上の民事責任規定

そういうことはともかくとして、証取法違反はライブドア側も認めていることです。そのほかの

一連の虚偽記載事件がありました。ライブドア事件がきっかけとなり、同じ年の平成一六年に証取法が改正されました。ここで、流通市場で株を買って損をしたときにも株主は会社に損害賠償を請求できるというルールが導入されました。改正前の証取法では、会社が証券を発行するときに目論見書とか有価証券届出書を出すわけですが、そこに虚偽が記載あり、後に虚偽の判明より損害を受けた場合には損害賠償をできることになっていました。改正証取法によって、発行の場合だけでなく流通市場で株を買った人も同様に損害賠償請求をできることになりました。

証取法の平成一六年改正の概要は、民事責任規定の見直しということで、一七条において虚偽記載のある有価証券報告書や目論見書——有価証券報告書というときには届出書も含んでいまして——、のもとで募集・売り出しに応じて損害を受

けた者は、発行者に損害賠償を請求することができるとなりました。

二一条二項は、募集または売り出しの場合でなくとも、つまり流通市場で買った場合でも同様に損害賠償を請求できるとしています。

ここでさらに重要な改正点は、「有価証券報告書等の虚偽記載による損害賠償請求権の規定を整備し、虚偽記載等の公表日前後の平均価額の差額を一定の範囲内で損害額と推定することとする」という規定です。これは損害額を推定するにあたり、虚偽であることを発表した日の前後一カ月間の平均株価の差を算定すると解釈されており、これは推定規定と呼ばれています。

これが主要なポイントであると思いますが、このほかにも関連する部分がいろいろあります。一八条は発行の際の不実の届出書の届出者の賠償責任を規定し、「有価証券届出書のうちに、重要な

事項について虚偽の記載があり、また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事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売り出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる」としています。虚偽の記載とか重要な事実が漏れていた場合には、それらが原因で株式投資で損した場合には損害賠償ができるということです。

一九条は、「前条の規定により」ということで、一八条は募集とか売り出し、つまり発行市場での話ですが、その規定を受けて「損害賠償の責めに任ずべき額は、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各号の一に掲げる額を控除した額とする」と定めています。フジテレビの場合にはこの規定を適用しているわけです。前条の規定とは、募集のときに間違った情報とか重要な

な事実が漏れている有価証券報告書のもとで株式を買った場合には損害賠償できるとい一八条であり、それを受けた一九条は損失額にかんして、取得について支払った額から「前条の規定により損害賠償を請求するときにおける市場価額（市場価額がないときは、その時における処分推定額）」を控除した差額を損害として賠償請求できることになっていきます。繰り返しますが、これは発行市場に関する問題です。なおここで私が発行市場と言うことを強調するのは、本来、発行市場と流通市場とは連動しているはずであるのに、法律上は厳しく区別されているからです。

二一条の二というのがありまして、これは流通市場にかんすることです。「前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なされたときは、当該虚偽記載等の事実が公表された日」、これを公表日と呼んでいますけれども、こ

の公表日というのが非常に重要でして、「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」ということで、要するに虚偽記載がわかって一年以内に買った人で、しかも虚偽記載が明らかになったときにまだ株を持っていた人、その人たちが株価下落の損失を受けたときは、「当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額」つまり一カ月間の平均価額、市場価額がないときは処分推定価額「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額とすることができるといこと、これが推定規定ということになるわけです。発表の前後一カ月間の平均株価、その差額で損害額を算定することが法律に書かれているということです。

(2) ニッセイ事件

① ニッセイ損害賠償請求訴訟

ニッセイ事件は流通市場でライブドア株を買った投資家に関する事件です。証取法の改正により流通市場で買った人も損害賠償できることになったことから、日生初め信託五行が適用したということですが。

その判決をForbes Japanの二〇〇八年一月一号の記事は次のように伝えています（以下引用は同記事による）。「ライブドア事件の発覚で同社株が暴落し、被害を被ったとして、日本生命と信託銀行五行がライブドア（現ライブドアホールディングス）に計一〇八億円の損害賠償を求めた訴訟の判決で、東京地裁は一日三億約九五億四〇〇〇万円の支払いを命じた。同事件をめぐる株主の賠償訴訟で判決は初めて。約三三〇〇人の個人株主が総額約二〇〇億円を求めた集団訴訟にも影響

を与えそうだ。」要するに、ライブドアの虚偽記載が判明したことによる株価が下落の損害賠償ということ、裁判所が九五億四〇〇〇万円の支払い命令をしたということです。これは報道の記事を引用してきたのですが、虚偽記載を公表した前後一カ月間の平均株価、先ほどの二一条ですけれども、その差額を損害と推定できる証取法の推定規定に基づいた訴訟であり、どの時点を公表日ととらえるかが争点でした。原告側は、検察が強制捜査に入った日が公表日だと主張しました。そうだとすると、一般に検察が捜査に入ったらもうそれで事実が確定するのだということになり、影響は甚大です。それゆえ、そこが争点だったわけですから、裁判はその日でいいという判断を下したことになります。

これはきわめて意味のある判決でして、悪用されると大変なことになるのではないかとこの恐れ

があります。つまり、検察が捜査したら、もうそれで悪いことをしたことになってしまふ、それを発表したことになるということを意味します。ライブドアの件では、検察は正式な発表というのはこの間ずっとしてないわけで、何が起こっているかを知るよすがは報道記事だけでした。それでいながら、それが検察のリークによることは誰が見ても明らかでした。要するに、見方によっては検察による情報操作にほかなりません。

「原告側は『有価証券報告書の虚偽記載が明らかにされていれば、株式取得は絶対にあり得なかった』と主張。東京地検特捜部による家宅捜索が一斉に報道された二〇〇六年一月一六日を公表日として計算し、一株当たりの損害額を五六九円としていた」、これが原告側の言い分です。他方、被告側は虚偽記載について『投資判断に与える影響は軽微で、粉飾額も高額ではない』と反論。当

時の報道は不正確だったとした上で、『家宅捜索の日に検察庁の公式発表はなく、リークがあったとしても『公表』とはいえない』と争っていた」ということです。

訴えていたのは、日生と中央三井アセット信託、三菱UFJ信託の五行だということです。話は変わりますが、投資判断に与える影響は軽微だったという被告側の主張ですが、粉飾の決算は二〇〇四年一二月に発表されているわけです。そして実際に捜査が入ったのが二〇〇六年ですから、二年もたっているわけです。そうなりますと、二年前の有価証券報告書の虚偽記載の影響が二年後まで残存しているのが大きな問題あるいは争点となります。株式市場には、いうまでもなく、時々刻々いろんな情報が流入してきますから、仮に虚偽記載があっても、その後の情報でどんどんそれは改定されていくわけです。ですか

ら、一年とか二年たつて、その後新しい有価証券報告書も出されているわけですから一年半前の虚偽の記載が株価に残っているかどうかということ是非常に大きな争点で、裁判所の判断が注目されるわけですが、かなり単純な判断をしたと言わざるをえません。

②株主の反応

この後、ライブドアにいったい電話があったというのです。先の雑誌から引用しますと「現在の株主の資産を元の株主が奪うなどという前代未聞の判決は絶対に許せません」とか、「損害賠償でさらに被害を受けるのは、再上場に期待するまじめな株主です」とか、「すでに売り抜けた株主には損害賠償金を絶対に払わないでください」、こういうような電話が判決の翌日にはひっきりなしに入ったということで、私は一番最初の意見に近

いわけでした、結局会社を訴えたということは、ほかの株主の財産を奪うことになるので、それはおかしい、そういうことをこれからお話ししようということです。

③ニッセイ訴訟報道

同じようなことですけれども、ニッセイ訴訟について、sahi.com は六月一三日号でこう伝えてあります（以下の引用も同じ）。「ライブドアの粉飾決算事件による株価急落で損害を被ったとした、株主だった日本生命保険と信託銀行五行がライブドアホールディングスに約一〇八億円の支払いを求めた訴訟の判決で、東京地裁は一三日、約九五億円を支払うよう同社に命じた」、これは先ほど紹介したことです。さらに「ライブドア側は控訴する方針」と述べた後、「判決は、〇四年に改正された証券取引法に基づき、虚偽記載の公表が

あった日の前後の終値の平均額から計算して、株主の損害を認めた初めての事例」と紹介しています。株価下落による損害賠償としては初めての裁判で、非常に注目されているということです。

「損害額の算定基準を単純化し、より早く被害を認めることで、投資家の救済を後押しする判断といえそうだ」と解釈しています。

「ライブドア事件では、関連会社の株価をつり上げる目的で虚偽の事実を流したなどとして、○六年一月一六日に東京地検が本社を家宅搜索」と伝え、繰り返しになって恐縮ですが、「株価は翌日以降急落し、同月末までに九割近く下がった」としています。

「訴状によると、六社は機関投資家として企業年金の資金などを運用するために、計約二八七○万株を保有していた」と説明しています。

「株価急落後の同月一七日から三一日の間に保

有株全部を売却し、取得額と売却額の差額を賠償するよう求めた」のに対し、「判決は、刑事裁判の証拠などからライブドアが○四年九月期の有価証券報告書で虚偽記載したと認定」と伝えているように、次の年には○五年の新しい有価証券報告書が出ているにもかかわらず、裁判所は、檢察が入ったことによつて株価が下がったのは、虚偽記載による株価の下落だと見なしたわけです。

それについては異論があります。○五年に虚偽記載のない有価証券報告書が発表されたことにより、虚偽記載による株価の吊り上がりは修正され、適正な株価が形成されているとする考え方です。つまり、新しい情報により株価は修正され、虚偽の記載でつり上がった部分はとつくになくなっているんだ、新しい情報によつて修正されているんだということです。したがって、家宅搜索が入った日には、そんなものはほとんどないはず

だ。したがって、その日に下がったのは、もっと別の理由によるものだという意見もあるわけですが、裁判所はそれをとらなかったということになるわけです。

「その上で、当時の報道の状況などから、〇六年一月一日を虚偽記載の『公表日』と結論づけた」ということで、裁判所は、なぜか一月一日を公表日と決定したということになるわけです。

ということ、いずれにしても捜査が入った日、その日が公表日だというふうに結論づけて、公表日一カ月前と一カ月後、先ほどの推定規定ですね、それに基づいて五八五円の差を株主の一株当たりの損害に当たるとして、これに二八七〇万株をかけて九五億円余を損害として認定したことになります。

「二方で、堀江貴文元社長が逮捕され、東京証券取引所が同社株を監視ポストに割り当てたこと

を挙げ、『虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がりの要素もあり、三割を損害額から減額するのが相当だ』ということ、検察の捜査により五八五円下がったのであるが、そのうちの三割くらいは上場廃止によるものだと判断を示しました。監視ポストに入ったことによって、当然流動性がなくなるわけですから株価が下がるわけで、そういう部分もあるので、下がったのは虚偽記載だけではないとの判断を示しました。公表日一カ月前後の平均の差額が五八五円あるのですが、そのうちの三割は監視ポストにいったことによるものだとみなし、七割を虚偽記載による損失と認定するのが判決の意味です。株価下落の原因を複数に求めているという意味で、きわめて深い内容を秘めています。

最終的には裁判は「算出した損害額と請求額を比べ、少ない方を株主の損害と認めた」というこ

とになるわけです。

同じ報道によれば「ライブドアHDによると、株価急落をめぐっては、三〇〇〇を超える個人株主や企業が同社や堀江元社長ら元役員を相手に、計約七一六億円の損害賠償を求める九件の訴訟を起こしており、今回が初めての判決」であるということですが、七一六億円の中には、フジテレビのことが入っているということになるわけです。

(3) フジテレビ事件

① フジテレビの損害賠償請求

フジテレビの事件というのは何かというと第三者割当増資に伴う損害賠償請求訴訟ということになります。

繰り返しになりますが、二〇〇四年の初等、ライブドアが二九・五%のニッポン放送の株を場外で買って、三五%の大株主になりました。一夜に

して大株主になったわけですけれども、そこからフジテレビとの抗争が始まりましたが、最終的には、双方でテレビとインターネットの融合を進めて行くということで和解が成立したわけです。その和解のしるしとして、フジテレビはライブドアが持っているニッポン放送の株を全部買い取りました。同時に、ライブドアが増資をするに際して、それを引き受けライブドアをサポートするという意思表示をするというのが和解の内容です。

この第三者割当増資については二〇〇四年四月一八日の月曜日に契約が締結されたのですが、払込金額を決めるにあたり、四月一八日が月曜日だったものですから、前の取引日である前週の金曜日四月一五日の終値を払込額に決定されました。

これも繰り返しになりますがフジテレビジョンは二〇〇七年の三月二六日一審で有罪判決となっ

たライブドアの証券取引法違反容疑に関連して、ライブドア株の取得により少なくとも三四五億円の損害を被ったとする損害賠償請求訴訟を東京地方裁判所に提起したというのが裁判の概要です。それまでの経緯は次のとおりです。ライブドアは堀江貴文被告らが経営陣だった二〇〇五年二月当時、フジテレビが大株主だったニッポン放送の株式を大量取得して経営統合を提案。これにフジテレビ側が反発し、二〇〇五年五月に総額約四四〇億円のライブドア株をフジテレビが引き受けることで、いわゆる『ライブドア事件』は一時的な解決をみました。ところが二〇〇六年一月、ライブドアを証券取引法違反等の容疑で東京地方検察庁が強制捜査し、堀江被告ら経営陣を逮捕しました。その結果、二〇〇六年四月に同社は上場廃止となったわけです。

フジテレビ側の言い分をCNET JAPANは次

のように要約しています。「フジテレビは二〇〇六年三月、保有するライブドア株の取り扱いについて慎重な検討を行った結果USEN社長の宇野康秀氏に売却したが売却額は九五億円となり、当該株取得時と比べて少なくとも三四五億円の損害となった。当該損害についてフジテレビはライブドアに対し、法的根拠に基づいて賠償を請求していたが、ライブドアからの支払いはなく、三月二三日のライブドアに対する東京地裁の有罪判決を踏まえ、今回の民事訴訟につながったとしていた。ライブドアはこれについて、『訴状が届いていないのでコメントできないが、誠実な対応をする」と答えていた。』ということです。

②フジ・ライブドア和解報道

同じようなことで恐縮ですが、asahi.comの別の記事を紹介すると、「第三者割当増資で引き受

けたライブドア株が急落して損害を受けたとして、フジテレビの持ち株会社『フジ・メディア・ホールディングス』が『LDH（旧ライブドアホールディングス）』に約四〇八億円の損害賠償を求めた訴訟は、二二日に東京地裁で和解が成立しました。両社によると、LDHがフジテレビ側に約三一〇億円を支払うことで合意したということです。

「ライブドアとフジテレビは〇五年、フジテレビが子会社化をめざしていたニッポン放送株の買い占めをライブドアが進めたことで対立が激化。同年四月に両社が資本・業務提携することで和解した。この時に、フジテレビがライブドアの増資に応じることも合意され、フジテレビは同年五月に約一億三三〇〇万株を一株当たり三二九円で引き受け、ライブドアに約四四〇億円支払った」ということです。ついですが、フジテレビは、こ

の増資に応じたのと、ライブドアが持っているニッポン放送の株を買ったのとで、一四〇〇億円くらいの支出をしました。

「しかし、〇六年にライブドアの有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、東京証券取引所は同年三月に同社の上場廃止を決定」したことにより、四月に東証の監理ポストに移りました。この間、ライブドアの株価は大きくさがりました。

「フジテレビ側は同月に一株当たり七一円で売却し、差額の約三四五億円の損害が出たなどと訴えていた」。

和解が成立したことによって、ライブドアホールディングスは何をしたかというと、「LDHは、すでに堀江貴文元社長ら旧経営陣に対して起きている約三五億円の損害賠償」の訴訟に加えて、この和解金額を追加請求する方針だということです。株主が会社に損害賠償を請求したのに応じる

とともに、悪いのは前経営者だということで、堀江貴文らにさらに損害賠償を請求したということです。

LDHによると、「ライブドア株をめぐる株主から起こされた訴訟はほかに一〇件あり、その請求額は約四二〇億円のぼるといふ」ことですが、これらの訴訟は当事者の流通市場における責任を争っているもので、LDHとしては今後も主張していくとのことである。

LDHに関する裁判は、ニッセイも再審に入っており、個人もこれから一審が出るというところ。ライブドアは発行市場の問題では負けを認めたが、流通市場の問題は頑張りますよということを書いてあるわけですが個人の訴訟の結論がどう出るかが非常に注目されるところです。

四、損害賠償裁判の問題点

損害賠償請求裁判について幾つか紹介してきました。法律上、民事事件では会社に対する損害賠償を請求できるということです。それについて、私は会社に対する損害賠償を請求できるのは株式会社制度という観点から非合理ではないといふかということ、「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判―株主が会社を訴える合理的根拠はあるか―」という論文を大和総研の機関誌に発表いたしました。今日これからその趣旨についてお話をさせていただきます。

(1) 株の損害を他人の所為にできるか

さまざまな視点があると思うのですが、「株の損害は他人のせいにはできない」というのが、私が

申し上げたいことです。あくまでも自己責任の原則を前提としております。サブプライローン問題による金融危機の元凶ということで、世界的にアメリカ自身やアメリカの資本主義が批判されています。アメリカの大原則は自由経済です。だれでも自由に経済活動ができますというのがアメリカの考え方で、自由ということは、何でも好きなようにやる権利を持っているということです。権利には当然責任が伴うわけで、自由という権利に対する責任が自己責任というのがアメリカの自由主義、自由経済の基本思想です。自分の権利でいろんなことをやった結果、どんな結果になっても自分で責任をとらなければならないというのが自由の意味です。その流れから言えば、株を買うのも買わないのも自分の意志で買ったわけですからその結果損しても、それは甘受しなければならぬ、というのが基本的なことです。もちろん、自由は

大きな利益の機会も意味しています。

株式会社制度では、株主は会社の出資者として会社の所有者の立場を与えられています。つまり、株主は所有者として会社をガバナンスできる、支配できるというのが、私有財産制度のもとの株式会社の基本原則です。株主は所有に基づき、つまり所有者としてガバナンスを持っているのです。そのかわり、責任を負わなければなりません株主の責任って何かというと、会社の目的とは会社法では営利目的とされています。営利というのはどういうことかという、事業をやって利益を上げて、利益を出資者に分配することです。ですから、利益を上げるのが会社の目的であるということは、法律で決まっています。会社が利益を上げるのはけしからぬという主張は資本主義の精神に反していることになります。

利益とは何かと言いますと、売上高から（株主

以外の)すべてのステークホルダーに支払いを行った後の残余です。顧客は製品の価値を認め代金を払ってくれる。それが売上高です。他方、取引先に原材料、部品、機械の代金などを払う。また、従業員に賃金を支払う。そこで残ったものが営業利益です。そこから負債の利息を支払った最終残余が企業の利益であり、株主の利益です。ただし、この一部は、法人税として政府に提供される。いずれにしても、株主の取り分とは、顧客というステークホルダーがもたらしてくれたキャッシュインフローから、供給業者、従業員、債権者などへの支払い、さらに地球・環境を保護するための費用負担などのキャッシュアウトフローを控除した残余です。残余ですから、たくさん残ることもあれば少ししか残らないというリスクがあります。他のステークホルダーは市場原理によりキャッシュフローが確定するのに対して、株主が

得るものは残り物です。見方を変えれば、残余という形で変動を甘受するわけでその意味で、リスクを負います。自由を前提とする資本主義では、経済活動に変動つまりリスクはつきものです。当然、企業活動にもリスクがともないます。そのリスクを引き受けるのが株主です。会社の所有者として、会社を支配する権利を有すると同時に、自由経済にともなう会社の事業のリスクを負う責任(あるいは義務)を負っているのです。

株主の権利というのは、残りものに対する請求権を意味しています。そのことから、株主は英語ではレジデュアル・クレイマーと呼ばれることがあります。残りものに対する請求権者だということです。逆に、株主の利益のことを英語ではレジデュアル・インカムということがあります。レジデュアルというのは残余ということで利益とは残りものに過ぎないで行っているのです。「残りも

のには福がある」という諺があります。これはどういう意味かというと、普通はみんないいものをどんどん取っていくと、最後には碌なものが残っていないが、時には良いものが残っていることもあるという意味です。換言すれば残り物には変動つまりリスクがあると言うことです。その残り物を引き受けるのが株主の役目なのです。

なぜリスクをとまうのかというと、それにはさまざまな要因があります。事業は、経済の変動や業界の変動の影響を受けます。また企業自身の中にも成功・失敗さまざまな変動の原因があります。これらの要因が組み合わさり、企業は思いがけない利益に浴したり、あるいは損失を被ったりします。

こういう変動要因を事業リスクということになると、もう一つに経営者リスクがあります。株主は会社の所有者としてガバナンスを持っているの

で、自ら会社を経営することができます。しかし現代の株式会社は、規模の経済を利用するために大企業という形をとり、多数の人々から資金を集めることを前提としています。したがって、株式会社も多数の株主から巨額の資金を集めることを前提としています。つまり現代の株式会社の基本は多数の株主が世界中に散らばっているという公開会社です。そのような株式会社では、多数の株主が集まって自ら会社を経営するというようなことはできませんから、株主総会で自分の代わりに会社を運営してくれる取締役を選んで、取締役に会社をゆだねるといのが、現在の株式会社制度です。

取締役は取締役会を開催し、代表取締役や代表執行役を選んで、実際の経営を任せます。代表取締役や代表執行役を経営者と呼びます。会社の目的は営利ですから一生懸命に事業を遂行し利益を

上げて、株主にできるだけ皆さんの利益を分配するというのが経営者の役割です。しかし、経営者がそのとおりやってくれるとは限りません。なぜなら、企業という大組織の中で経営者がやっていることは外から見えない部分がいっぱいあるからです。それに乗じて、経営者は、株主のためではなく自らの利益のために、一生懸命働いたりあるいは不正を犯したりすることがあります。その分だけ、企業の効率が悪くなったり、事業がリスクにさらされたりして、株主の利益が犠牲にされます。そのような可能性があることを経営者リスクと呼びます。

経営者は株主から資金を預かって、それを使って事業をやって利益を上げるわけです。株主に忠実に最大限の努力をしていることつまり受託者責任を果たしていることを示すために、経営者は株主に定期的に報告をします。これを事業報告と言

います。あるいは、新たに資金を調達するために株式や社債を発行します。それに備えて不特定多数の投資家に定期的に企業業績を開示します。それを有価証券報告書と言います。また証券を発行するたびに有価証券届出書や目論見書を発行します。そのときに、経営者は自分を守るためにあるいは時に株主を守るために、嘘をつくことがあります。それが虚偽記載や偽計・風説の流布と言われるものです。これらは長期的には株主の利益になりません。むしろ最終的には大きな損失をとまうリスク要因です。したがって、株主は経営者を選ぶときにこのリスクに最大限の注意を払わなければなりません。特にベンチャービジネスのよう情報累積の少ない若い会社では、経営者がどんな人かわからないということも大いにありえるわけですから、経営者リスクが大きいといえます。投資家はどんなに注意をしてもしすぎることに

はありません。

逆に、株主は、経営者を選ぶときに十分注意しなければならぬし、選んで会社を任せた後も経営者をよく監視する必要があります。また新たに株式を買うときには経営者がどういう人かを知る必要があります。優秀だと思った経営者がそうではなく期待通りの業績を上げないこともありえます。それも株主が負うべきリスクです。有能であると思つて信頼した経営者が見込み違いで、その結果株主が大きな損失を被つても、経営者に損害賠償を請求することはできません。株主はむしろ自分の不明を恥じるべきです。

しかし、経営者が事業報告や有価証券報告書等で虚偽記載や風説の流布などをした場合は別である。もちろん、株主はそのような経営者を選んでしまったことを反省する必要はあるが、法律を守ると言うことは社会人としての前提であるから、

法律を犯したことにより、株主に損害を与えたことにかんしては、株主経営者に対しては損害賠償を請求する権利は当然あります。

(2) 虚偽記載による株価吊り上がり

たとえば経営者が虚偽記載をし、その後それが明るみになったことによつて株価が低落したとしよう。そのときに株主がどれだけの損害を被つたかは、どのように算定するのが適切なのであろうか。

現代の株式市場はほぼ効率的であると考えられています。効率的市場においては、種々の情報が流通し多くの投資家によつて利用されているので、経営者が虚偽の情報を株式市場に流しても、見破られる可能性のほうが大きいと考えられます。しかし、若いベンチャービジネスのように情報が十分に流通していない企業では、虚偽の情報

で投資家を騙せる可能性は無視できないといえます。

そうになると、虚偽の情報が株価にいかなる影響を与えたのが問題になります。ファイナンスの分野ではイベントスタディと研究があり、ある情報が株価にいかなる影響を与えたかを特定することができます。ただし、一定の条件がそろっている必要があります。虚偽情報とほとんど同時に、企業業績に重大な影響を与える情報が発生したりすると、虚偽情報だけの影響を特定することは困難になります。

ところで、虚偽情報が株価に一定の影響を与えても、株式市場には会社の事業に直接・間接に影響する情報が時々刻々と伝えられるので、効率的株式市場では虚偽情報は暴かれたりして、虚偽情報による株価の吊り上がりは急速に解消されると考えられます。

ライブドアの場合ですと、二〇〇四年の有価証券報告書に虚偽記載があったのですが、その後に二〇〇五年の有価証券報告書が出されており、そこには虚偽記載がないわけですから、正しい情報により、虚偽情報による株価の歪みが修正されている可能性が大きいといえます。損害賠償の裁判では、虚偽情報であることがわかった時点の前後の株価を比べて、その差額を損害と認めるというわけですが、虚偽が判明した時にまだ吊り上がりが残っていたかどうかについては大いに問題があるわけです。実際に裁判の過程でライブドア側が、アメリカではこの種の裁判が多いので、アメリカの学者に虚偽記載判明の時点において吊り上がりがどのくらい残っていたかを推定してもらったところ、あったとしてもせいぜい数十円であるとの推定をもらっていると聞いたことがあります。

— ということ、次々と新しい情報が出てくる効率的市場では、虚偽記載があっても新情報により修正がなされますので、それによる株価の吊り上がりがいままでどのくらい残っているかを算定することは非常に難しい問題です。したがって、証券取引法に示されている、公表の日の前後で株価を比べて、その差額が虚偽の記載による損害だと決める方法は、思い切ったといえれば思い切った推定規定ですが、合理性に乏しい規定ではないでしょうか。

(3) 虚偽記載判明による株価下落

— 同様に、虚偽記載判明による株価下落ということですけれども、虚偽判明後の株価下落がすべて虚偽記載による損害とは限らない。そもそも今述べましたように、虚偽記載による株価のつり上がりが残っていたかどうかということも一つ問題に

なるわけですが、そのほかに、虚偽が判明した後には株価が下がるわけですが、一つは上場廃止されて流動性がなくなってしまうリスクが考えられます。これは先ほどのニッセイの裁判でも、前後の下落額の三割は上場廃止のリスクによるものだということを認めているわけですから、正式に認知されています。

— それから先ほど説明した経営者リスクの実現による株価下落と考えることもできる。特にホリエモンが元気がよく新鮮に映り、あの人はこれからどんどん新しい事業を展開し、もつともつと会社のために利益を上げてくれるとみんな期待していたところに、突然、それがそうではないんだ、どうもそんな人ではなかったようだということが明らかになって、株が売られ株価が下がってしまふということがあるわけです。いわゆる「失望売り」です。これは虚偽記載の判明がきっかけでは

あるが、虚偽記載の判明自体による株価の下落とは異なります。

したがって、いろんな要因で株価が下がるので、虚偽の記載が判明した後、株価が下がったからといって、それがすべて虚偽記載の判明によって株価が下がったものだと考えるのは早計であるということは容易に分ることです。

(4) 損害を会社に請求できるか

最後に、これが本日もっとも申し上げたいことです。が、損害賠償を会社に請求するのが合理的なことかどうかということです。なぜ法律が会社に損害賠償を請求することを認めるのかというと、会社は財産を保有しているので、その一部で賠償できるはずだという考え方だと思います。確かに会社は、法人として、会社自身が財産を持っています。しかし、私の理解ではこれは多分に法技術

によるものだと理解しています。会社がいろんな会社とか個人とかと取引をするわけですが、そのときに会社が人格を持っていないと、会社は社團ですから、社員全員が出ていって契約にサインしなければいけないということになり大変不都合です。そういう不便さがないように社團である会社に対して法人格を認めているのではないのでしょうか。

会社は、法人として会社自体があたかも自然人であるかのように契約することができます。会社に法人ということで人格を認めるのは、会社がいろんな取引をスムーズにおこなうためです。法人の概念は、哲学的なものより法技術によるものであると、素人なりに理解しております。

多数の株主が拠出した資本でもって、会社はいろんな資産を持っているわけですが、その所有権は法律上会社にあります。株主のものではありません。

せん。したがって、あたかも会社が財産を持っているかのようには見えません。しかし、実際には、会社の財産に対する請求権を株主が持っています。逆に言えば、株主は、自分が出資したのだけれど、会社の資産は自分のものではなく、株主は請求権を持つに過ぎない。そこに所有権と請求権の微妙な違いがあるわけですが、形の上ではとにかく会社が財産を持っている。だから、会社の財産をもらうんだというのが、株主が会社を訴えている裁判の本質ですね。しかし、実際には会社のものである財産、純資産の部分は、すべての株主が持っているわけですね。すべての株主が請求権を持っているわけですね。ですから、一部の株主が、自分がその会社の株で損をしたからといって、会社に損害賠償を請求するということは、すべての株主の共通の財産をある一部分の株主が奪ってしまうことを意味します。

株式会社制度の大前提は、株式平等の原則です。日本では株主平等の原則ともいいます。株式平等の原則とは、一株はどれをとってもお互いに対等であるということです。ですから、虚偽記載の判明によって株価が下がれば、売った人も売らない人もみんな株価は下がっているわけです。それを自分が売って損が出たからといって、会社に損害賠償を請求するということは、株主の間で不公平を生むだけです、繰り返しますが、会社を訴えて、会社から損害賠償を受けるというのは、株式平等の原則に反し、株式会社制度の精神に反します。今は証取法一八条とか一九条とかで会社を訴えることができるということで、それでみんな会社を訴えているわけですが、その法律が私はおかしいと思うわけです。

この法律ができたのが平成一六年ですから、つい最近できたばかりです。その背景には、ライブ

ドアだけではなく、ほかに多くの会社が虚偽記載をし、それが判明して株主に迷惑をかけていたという事実があります。それをきっかけに株価が下がったとか、上場廃止になったということで株主が損を出しているということで、それはかわいそうだということで、損をした株主を救うという精神で証取法が改正され、会社を訴えることができるようになったと聞いています。これは株式会社制度の精神に反する間違った考え方ではないかと私は思うわけです。

損をしたのは事実だし、そしてそれは経営者が証取法違反などをして損をしたわけですから、当然損害賠償を訴えることはできるけれども、それは会社に対してではなくて、経営者自身に損害賠償を請求すべきだというのが私の主張です。

今の考えでは、会社が損害賠償して、もし会社が、それが不当だと思ったら、不正を行った経営

者に再請求すればいいということになっていきます。依然として、一部の株主だけが損失を補填してもらいうことになるからです。それでは筋が通らないというのが、今日私がお話したかったことでございます。

時間が大分過ぎてしまいましたけれども、以上で、あとは皆様のご意見を伺えればと思います。

高橋理事長 ライブドア事件という大変複雑な構造の事件、また訴訟も非常に複雑かと思えますけれども、大変わかりやすく御解説いただきましたし、先生の御主張もよくわかるような気がいたします。どうもありがとうございます。

時間をいただいていますので、御質問、御意見等ございましたら、ぜひ御発言をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

若杉 私は法律の話をするのは初めてなので、こんなに緊張したことは初めてですね。お手やわらかにお願いたしたいと思いますけれども、他方でこれから勉強するために、いろいろ厳しい御意見も大歓迎でございます。その代わり立ち往生しても許していただきたいと思いますので、どうぞ遠慮なく御意見を出してください。

質問者 きょうはどうもありがとうございます。

ライブドアの、日生初め機関投資家の損害賠償請求の件ですが、公表という事実をどうとらえるかということについては、たしか地裁判決で、地検の捜査当時、何か発表したということで、これは必ずしもリンクとかなんとかいう性格のもではなくて、公表ということについて、地検の捜索をしたからといって、それが無条件で公表に該当するというふうに解釈するのは、ちょっと条件づ

けが必要かと思えます。

はつきり記憶しておりませんが、地裁の判決で書かれているところを見ると、必ずしも俗にいうリンク的な性格のものではなく、捜索に入った場合に行うところの、次席検事の定例記者会見かなんかで、新聞も一社か二社、翌日の朝刊に特ダネで出したという感じもありますけれども、翌日の夕刊には全社出しているという話なので、そういう意味では、俗にいわゆる特定の捜査担当者が漏らしたとか、そういう性格のものじゃない。捜索権限のある、公益的立場である検察庁の方が発表されたという性格のもので、そういう意味では受けとめ方は、当該重要事実の当事者であるとか、利害関係者であるとか、そういう方ではないかもしれないけれども、やはり正当な権限のある方だろうと・・・。

したがって、そのことと、捜索が非常にむだに

なるんじゃないかという懸念はもちろんあるわけでありすけれども、一般に日本の地検の捜査というのは非常に慎重だということもいわれます。結果として、こういう捜索の対象になった事実が裏づけられれば、結果的にそれは妥当なんだと。

株価との関係でいうと、値上がり効果ですか、虚偽表示の効果はもう薄れているんじゃないかと。むしろそういうとらえ方ではなくて、捜索当日の株価から、その後の株価は推移した。したがって、捜索と株価の下落との間の因果関係があるんで、そういうことで請求しているんだと思うんです。それははっきりいうと損害であることは間違いないんで、その損害を当事者に請求するというのは当然のことで、何ら問題ない。もしほかの要因があるとすれば、あくまでそれは推定ですから、挙証されればいいんだろうと思うのですけれども、現状ではなかなか難しいと思います。結

果的にそういう総合判断した上で、地裁の判決は三割なら三割、情状酌量しているんだろうと。

したがって、私自身は、公表ということについて、捜査当局の発表がすぐ公表だというふうにするには、いろいろ条件づけが必要なんではないかと思いますけれども、そういう前提で受けとめるべきじゃないのかというのが一つです。

いま一つ、こういう場合に、ほかの株主との関係で、損害賠償を会社自身に求めるべきでないという御説もなるほどな、というふうに、お話を伺いながら思っているんですけども、しかし日本で、法人と役員、執行者との関係というのは、必ず役員の個人責任を認めると同時に、法人の責任というのは、法人の実在、どういうとらえ方ということがありますが、これだけ大きくなって、しかも対象株主がいる場合には、役員だけに責任追及対象を絞るのではなくて、会社に対

してもやるというのは、ほかの法体系、例えば独禁法、カルテル違反とかなんかに、法人対象にしている刑事罰はたくさんありますので、それはそういう形でとらえて、そのことが経営者の説明責任なり情報開示責任を徹底させる。基本原則をそれで追求するというのでは担保させるので、その違反をほかの株主もかぶるべきだという意味では、結果的に役員に対する情報開示責任というものを、いわゆる誠実義務というものを軽々しくさせることになりはしないのかなと思います。

若杉 私の言い方が悪かったかもしれませんが、操作にともない検察側の公式意見表明があつたかどうかよりも、捜査自体があつたことをもって事実の認定になるのがおかしいということです。

あとの点は法人実体説対法人擬制説という問題になるのでしょうか。この問題に関する最近の展開は存じ上げておりませんが、明らかに私の考え

方は擬制説だと思います。

質問者 大変興味深く拝聴しました。ありがとうございます。

株式平等あるいは株主平等の点で一つ気になるのは、日本では、米国で認められているクラスアクションがまだ認められていませんが、今制度的に問題となるのは、例えばこういった訴訟で、原告側についてくださる弁護士が、まだ数は少ないし、フィーも高い。一般株主でこういったことを起こしたいと思っても、アクセスがなくて訴訟に参加できない方がいる。この方との平等を考えると、確かに制度的な欠陥はあるとしても、他方で、仮にクラスアクションが導入されたとしてもどうなるか。つまり、株式平等の原則でも株主を平等に扱いなさい、平たくいえばそういうことですが、同時に少数株主権の権利行使など、権利は認められているけれども、行使する、しないもま

た株主の自由ということがありまして、結果としていろいろな情報の閲覧ですとか権利の行使は、する人としないうで結果的には差が出ますね。もちろん財産の帰属が法人なのかどうかという根本原理は私もわかるような気がするのですが、仮にクラスアクションが認められたとしても、やはりこれは平等原則違反などというお考えは変わらないでしょうか。

若杉 クラスアクションは確かに株式平等の原則の観点からは正当だと思ひます。しかし現実的に考えますと、会社に対する損害賠償背請求は、株主が自分で出した財産を取り返しているだけですから、会社は資金不足により倒産してしまひ株主はかえつて損失を大きくしてしまふかもしれませう。だから慎重に行ふべきだと思ひます。損害賠償を請求し補填を受けるといふことは、単に投資した資金を回収するだけです。もはや見込みのな

い会社であればそれで良いのですが、見込みのある会社であればみすみつぶしてしまふことになりかねません。

質問者 もう一つ気になったのは、持ち続けている株主と、特に開示がなされた後に入手して持ち続けている株主との間の平等という論点もあり得るかと思ひます。まじめに持ち続けている株主から見たら、財産を持つていかれるのはとんでもないといふコメントがあつたのですが、その観点からは、実際に虚偽開示で影響を受けていない株主はいるわけなので、そことの間に差異が生じるのを・・・。

若杉 その人たちは後から、そういうリスクがあるかもしれないといふことを承知の上で株を買っているわけですから、自己責任をとるべきです。くり返しますが、結局、公表された時点での株主の間の公平の問題ですね。

質問者 株主の負うリスクとして、経営者リスクということ挙げられていたのですけれども、個人的にはそこところは株主が負うというのは少し重いのかと考えていまして、その理由が二つあるのです。

一つは、株主が経営者に経営をゆだねるというふうに建前上はなっているのですけれども、現状を見ますと、従業員が内部昇格して取締役になる。それで株主総会で認められるのですけれども、それが果たして株主が本当に経営者を選んでいるというふうにいえるのかと考えているのですね。

あともう一つは、経営者が虚偽記載することに對するブレーキ役として取締役会があると思うのですけれども、その取締役も内部昇格として来ていると考えますと、そこが機能していなくて、経営者リスクを全部株主が負うとなると、重い

かなと。今の実情ですね。というふうに考えているのですけれども、それを株主が負ってもいいというふうに言うためには、前提として、コーポレート・ガバナンスの強化ですとか、そのあたりが重要になってくると思うのです。現状についての先生の評価ですとか、現状をもっとこうすべきだとか、そういった御意見があれば伺いたいのです。

若杉 それは簡単でして、株主がきちんと株主として議決権行使をしなければならぬということだと思います。今の日本では、ガバナンスがほとんど体をなしてないと言わざるをえません。独立な取締役がいて、それがきちんと監視するなり何なりしていれば、そういうことは起こらないわけですね。でも、日本では、残念ながら社会全体としては株主がコーポレートガバナンスに無理解でガバナンスの確立に消極的です。そのこと株主を

無視した経営者を多数生み出しているのだと思います。

ですから、早くコーポレート・ガバナンスをしつかりすることが大事だと私は思っています。

あとは、会社の経営者を良く見極め当てにならない経営者の会社であると思ったら、株を買わないことですね。買った以上は、その経営者を認知したことになるのではないのでしょうか。

質問者 そういう現状があるので、そういう訴訟というのもあり得るのかなというふうに。

若杉 わが国では、資本主義や株式会社の制度を理解している人が少なく過ぎるのではないかと考えています。経済に詳しい人にも法律に詳しい人にもそういう傾向が見られるように思います。

質問者 今の点にちよつと関連しているわけですが、まさに経営者リスクというのは、私の意見で

は、もつと株を買う側、あるいはセルサイドアナリストでも結構ですが、経営のリスク、経営者の質だとかをもつと調べた上で情報発信をしないから、こういうことになってしまったんじゃないかと思うんですね。

例えば先ほどの虚偽記載があるというのは、当然法律がそれを行政罰的に処罰するということが必要でしょうし、もう一つは投資家をもつと勉強して、例えばアナリスト説明会でアナリストから細かい数字を聞くのではなくて、経営者がどういう考えを持って経営をやっているのかということをもつと聞いて、それを一般の少数株主の方にもお伝えしていくべきだと思いますし、コーポレート・ガバナンスをうまくやっていくのも、実は株主側のアクションがないと、経営者は、株主は、こういうふうにと思いうわけですけれども、その辺はどういうことですか。

若杉 株主にとっては会社を経営者に任せてしま
うわけですから、経営者をいかに監督するが重要
です。やはり、独立取締役が不可欠だと思います。
す。そのためには、株主がガバナンスの意識を明
確に持ち、よい取締役を選任することが不可欠だ
と思います。そのためには、おっしゃられるとお
り、株主がしっかりすることが大事だと思います。
す。しかし、わが国では、この点がもつとも理解
されないところです。

それと同時に、アナリストとか会計士とか、社
外にいて独立の立場から経営者とか会社の経営体
制とか見る人々重要だと思っています。

要するに、会社の中にも外にも独立の視点から
経営者を監視する仕組みが必要です。残念ながら
日本人には独立性ということがなかなか理解でき
ないのではないかと悲観的になったりしていま
す。

質問者 独立取締役にしても、現実にそれだけの
ものが機能できるかという実質、実態面から見
ると、制度面では確におっしゃるとおりだと思
うんですが、例えばスタッフがいるかとか、それ
だけの人的社内操作能力を持つかとか、それか
ら経営者自身が秘匿してしまえば、投資家とい
うのは勉強しようにも、勉強する情報を持た
ないんです。だから、情報を与える経営者サイ
ドがそもそもそういう形で不審な、虚偽な情
報を流せば、幾ら株主は勉強しろといっても
やりようがないので。こういう議論になると、
株主がもつと勉強すればいい、株主の勉強が
足りないという議論になりがちなんですけれ
ども、その前に、適正な情報を十分提供す
るといふ基盤がなければ、こういう議論とい
うのは空理空論なんです。しかも、その根
幹を揺るがすような問題が損なわれる。

今度のライブドアの話だって、単に検索が入

たからというのではなくて、それまで培われてきたライブドア像というものがあれで崩れちゃったというところに、信頼が失われたというところに一つ大きい原因があるわけですから、そういう点から見ると、なかなか制度論だけでは・・・こういう問題はやはり実態を踏まえた上で、適正な情報開示ができる、それを損なったということに対して、可罰的な意味で、政策的にはこういう厳しい損害賠償責任を課されるのも、それは必要なことなんだろうなと私は思っています。

若杉 その通りだと思いますが、それを会社に課すのか、経営者に課すのが問題だと思います。

質問者 それは結果的に会社に課さないと、経営者に課してみたとことで、経営者というのは最終的には要するに責任能力がないわけですから、こういうことについて会社も負担するんだという一つの可罰的条件として備えられているんだという

ふうに理解していいのではないのでしょうか。

若杉 現実論はそうだと思います。したがって、損害賠償請求をしなくて良いような仕組み、つまり優秀な経営者を確保できる体制が必要だと思います。それこそがコーポレートガバナンスだと思います。

質問者 確かにおっしゃる意味もわかりますけれども、しかし会社というのは、株主である限りには、蘇生する可能性もあるわけですから、そういう意味では損を実現した株主と、そうでない株主との差ということもあるのではないのでしょうか。

若杉 そうすると、これから何でも訴えたほうが得だということになって、めっちゃくちゃな社会になるのではないのでしょうか。それより無責任な経営者が出ないようにすることが大切です。だからコーポレートガバナンスなんだと思います。

質問者 めちゃくちゃになるといっても、その

前に、こういう前提条件を損なうようなことをしてはいけないということを経営者に求めるということではないでしょうか。

若杉 まったくその通りだと思います。まず株式会社制度とか資本主義というのはどういう仕組みかということを国民の多くが理解し、そういう中で、取締役会や会計監査人やアナリスト等の独立な機能を確立することが大事だと思います。このような理解が浸透すれば、コーポレートガバナンスも自ずと確信されると信じております。

高橋理事長 ありがとうございます。ほかに御意見等ございませんでしょうか。

若杉先生、大変興味深いテーマを丁寧にご説明いただきまして、ありがとうございます。

若杉 いろいろ御意見、どうもありがとうございます。大変勉強になりました。(拍手)

高橋理事長 会場の皆様、大変熱心に御意見を御

発言いただきまして、ありがとうございます。
それでは、時間も過ぎましたので、この辺で開きにしたいと思います。

(わかすぎ たかあき・当研究所理事
東京経済大学教授)
本稿は、平成二一年二月四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

若 杉 敬 明 氏

略 歴

【出 身】 神奈川県出身・栄光学園卒

【現 職】

東京大学名誉教授

東京経済大学経営学部 教授

ミシガン大学ビジネススクール・ミツイライフ金融研究所 所長

日本コーポレート・ガバナンス研究所 理事長・所長

株式会社リコー 取締役

J F Eホールディングス株式会社 監査役

株式会社エヌ・ティ・ティ・ドコモ 監査役

<委員等>

情報通信行政・郵政行政審議会委員（総務省）

財政制度等審議会財政投融资分科会臨時委員（財務省）

国民生活審議会委員（内閣府）

日本証券経済研究所理事

年金シニアプラン総合研究機構理事

企業年金連合会理事

日本取締役協会副会長

全国社外取締役ネットワーク理事、ほか

【前 職】

東京大学大学院経済学研究科教授(1983-2004)

東北大学経済学部助教授 (1974-83)

横浜市立大学商学部助教授 (1972-74)

東京大学経済学部助手 (1968-1971)

【専 門】

企業金融(Corporate Finance)

資本市場(Capital Market)

資産運用(Investment)等のファイナンス (Finance) 全般

【学 会】

日本経営財務研究学会（評議員）

日本ファイナンス学会

日本ディレクトリ学会（副会長）

【著 作】

『コーポレートガバナンス・マニュアル－21世紀 日本企業の条件－』第2版（監修・著 中央経済社）2008年

『コーポレート・ガバナンスと取締役会』（監修、眞田光昭訳、シュプリンガー・フェアラーク東京）2005年

『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』（共著、神田秀樹編、中央経済社）2005年

『株主が目覚める日－コーポレートガバナンスが日本を変える－』（監修・著 商事法務）2004年

『入門ファイナンス』（中央経済社）2004年

『21世紀の資産運用－グローバル競争と発言する機関投資家』（共編・著 プログレス）2001年

『投資家の予想形成と相場動向－Q S S サーバイデータによる分析』（共編・著 日経B P企画）2001年

『グッドガバナンス・グッドカンパニー』（共編・著 中央経済社）2000年

『邦銀、勝者への選択－ガバナンス・透明性・I T戦略』（共編・著 キンザイ）2000年

『企業年金の資産運用』（共著 税務経理協会）2000年

『経営財務』（共著）有斐閣Sシリーズ、1998年

『運用の時代の年金戦略』（共著 財経詳報社）1997年

『企業財務』（東京大学出版会）1988年、ほか

虚偽記載を巡る損害賠償訴訟 ーライブドア裁判に見る問題点ー

東京経済大学経営学部

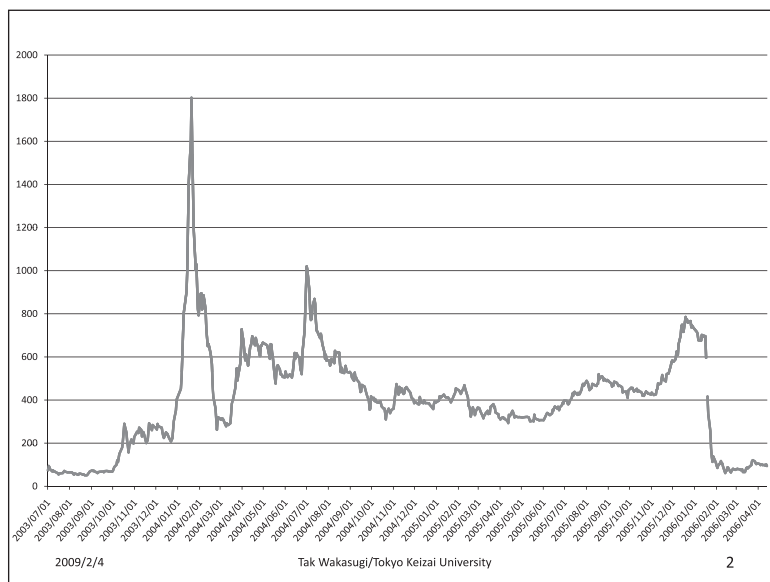
若杉敬明

<http://home.att.ne.jp/green/mlc/tw/>

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

1



2

I 証取法違反の刑事裁判

ライブドアによる証取法違反で 堀江貴文始め6人・2社が起訴された

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

3

堀江貴文被告に対する起訴事実要旨

1. 有価証券報告書の虚偽記載

- 堀江被告は、宮内 亮治被告(ライブドア元取締役)や熊谷 史人被告(ライブドア元代表取締役)や小林 元被告(ゼネラル・コンサルティング・ファーム代表取締役公認会計士)ら6人と共謀してライブドアの2004年9月期連結決算で、約37億6000万円の自社株売却益を本来は認められない売上高に計上した
- 後に子会社となる2社への約15億8000万円の架空売上を計上し、約3億1000万円の経常赤字から約50億3000万円の経常黒字へ合計約53億円を粉飾決算した有価証券報告書を関東財務局に提出した

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

4

堀江貴文被告に対する起訴事実要旨(続)

2. 偽計・風説の流布

- －堀江被告は、宮内被告や岡本 史人被告(ライブドアマーケティング前社長)らと共謀して、2004年10月から11月にかけてライブドアマーケティング(当時バリュートリックジャパン)がマネーライフ社を買収した際、交換用のライブドアマーケティング株を多く発行するため、実際は別の関連会社社員にマネーライフ社の企業価値を課題評価させたのにも関わらず、「第三者機関が算定した」と虚偽の発表をした
- －ライブドアマーケティングの株価を上げるため、ライブドアマーケティングの決算短信を粉飾して発表した

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

5

2007年3月一審判決

- ・ 検察に起訴された7人および2社について
 - －堀江貴文 懲役2年6月(執行猶予なし)
 - ・ 二審も同じ判決 上告中
 - －宮内亮治 懲役1年8月
 - ・ 二審の1年2月で実刑確定
 - －その他

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

6

Ⅱ 一般株主訴訟

刑事裁判での有罪を受け 個人株主が損害賠償請求の訴え

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

7

訴訟の概要

- 偽計取引・風説の流布および有価証券報告書の違法行為を主張
- 2006年1月16日にライブドアに対して強制捜査が実施された後、株価が急落
- 原告らは、この株価下落は上の違法行為によるものであるとして、ライブドア、当時のライブドアの役員（取締役、監査役）、監査法人らに対して損害賠償を求める訴訟を提起

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

8

一般株主訴訟の主要関連事実

2004年10月25日 ライブドアマーケティングが、TDnetにおいて、マネーライフ買収のための株式交換を発表。「株式交換比率(1対1)については、第三者機関が算出した結果を踏まえ両者間で協議の上で決定した」旨の発表を行う。

2004年10月29日 ライブドアの平成16年9月期連結業績速報値(経常利益51億円)を発表。

2004年11月9日 ライブドアマーケティングは、TDnetにおいて、同月8月に公表されたライブドアマーケティング株式100分割に伴い、上記株式交換比率を1対100に訂正する旨を公表。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

9

主要関連事実②

2004年12月27日

違法行為① 偽計取引、風説の流布(証券取引法197条1項7号、158条、207条1項1号)

- ・ ライブドアマーケティングは、TDnetにおいて、2004年第3四半期の非決算短信(連結)について、売上高759百万円、経常利益72百万円、当期純利益53百万円と発表。

違法行為② 2004年度有価証券報告書の虚偽記載(証券取引法197条1項1号、24条1項、207条1項1号)

- ・ 次の金額を売上高に含めるなどして経常利益を50億3421万1000円とした虚偽の連結損益計算書を掲載して有価証券報告書を提出(実際は3億1278万4000円の経常損失)。

(a) ライブドア株式売却益37億6669万6000円

(b) 株式会社ロイヤル信販および株式会社キューズ・ネットに対する(ライブドアマーケティングを通じた)架空売り上げ15億8000万円

* (a)について当時の会計で売上計上が許されなかったか係争中

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

10

主要関連事実③

- 2006年1月16日 証券取引法違反(偽計取引、風説の流布)の疑いで、ライブドアに対する強制捜査が行われる。その様子がテレビで中継される。
- 2006年1月17日 各マスコミがライブドア事件について、水増し決算、株価つり上げなどと報道。ライブドア株式はストップ安。同日以降も連日の報道。市場では、IT株や大幅分割銘柄を中心に「売り」が広がり、日経平均株価が一時的に200円下げとなる。
- 2006年1月18日 共同通信社が「ライブドアに粉飾容疑 10億円赤字を14億円黒字」などと報道。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

11

Ⅲ 会社に対する損害賠償訴訟

改正証取法に基づき
会社に損害賠償を請求

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

12

証券取引法平成16年改正の概要

- 民事責任規定の見直し
 - － 有価証券報告書や目論見書の虚偽記載の下で募集・売り出しに応じて損害を受けた者は発行者に損害賠償を請求できることとする。
(証券取引法第17条)
 - － 募集または売り出しの場合でなくとも同様である。
(証券取引法第21条の②)
 - － 有価証券報告書等の虚偽記載等による損害賠償請求権の規定を整備し、虚偽記載等の公表日前後の平均価額の差額を一定の範囲内で損害額と推定することとする。
(証券取引法第20条、第21条の2、第21条の3関係)

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

13

不実の届出書の届出者の賠償責任

証券取引法第18条

- 有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、また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事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売り出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知っていたときは、この限りではない。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

14

不実の届出書の届出者の賠償責任額

証券取引法第19条

- 前条の規定により損害賠償の責めに任ずべき額は、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各号の一に掲げる額を控除した額とする
 - 一 前条の規定により損害賠償を請求するときにおける市場価額(市場価額がないときは、その時における処分推定額)
 - 二 前号の事前に当該証券を処分した場合においては、その処分価額

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

15

届出書の虚偽の記載等による賠償責任

証券取引法第21条の2 ② 前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なされたときは、当該虚偽記載等の事実が公表された日(以下この項において「公表日」という。)前1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1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。以下のこの項において同じ。)の平均額から当該公表日後1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額とすることができる。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

16

ニッセイ事件

ライブドア株を市場で買った 機関投資家の損害賠償訴訟

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

17

ニッセイ損害賠償請求訴訟

- ライブドア事件の発覚で同社株が暴落し、損害を被ったとして、日本生命と信託銀行5行がライブドア(現ライブドアホールディングス)に計約108億 円の損害賠償を求めた訴訟の判決で、東京地裁(阿部潤裁判長)は2008年6月13日、総額約95億4000万円の支払いを命じた。同事件をめぐる株主の賠償訴訟で判決 は初めて。約3300人の個人株主が総額約208億円を求めた集団訴訟にも影響を与えそうだ。
- 虚偽記載を公表した前後1カ月の平均株価の差額を損害と算定できる証券取引法(現・金融商品取引法)の「推定規定」に基づいた訴訟で、どの時点を公表日ととらえるかが争点だった。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

18

ニッセイ損害賠償請求訴訟(続)

- 原告側は「有価証券報告書の虚偽記載が明らかにされていれば、株式取得は絶対にあり得なかった」と主張。東京地検特捜部による家宅捜索が一斉に報道された2006年1月16日を公表日として計算し、1株当たりの損害額を569円としていた。
- 被告側は虚偽記載について「投資判断に与える影響は軽微で、粉飾額も高額ではない」と反論。当時の報道は不正確だったとした上で、「家宅捜索の日に検察庁の公式発表はなく、リークがあったとしても『公表』とはいえない」と争っていた。
- 訴えていたのは、日生と中央三井アセット信託銀行、三菱UFJ信託銀行など5行。(CNET:FujiSankei Business i.2008/06/16)

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

19

株主の反応

「現在の株主の資産を元の株主が奪うなどという前代未聞の判決は絶対に許せません」

「損害賠償でさらに被害を受けるのは、再上場に期待するまじめな株主です」

「すでに売り抜けた株主には損害賠償金を絶対に払わないでください」

出所:『波紋広がる「ライブドア株価下落」損害賠償訴訟』
Forbes/Japan November 2008

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

20

ニッセイ訴訟報道―その2―

- ライブドアの粉飾決算事件による株価急落で損害を被ったとして、株主だった日本生命保険(大阪市)と信託銀行5社が、ライブドアホールディングス(HD)に約108億円の支払いを求めた訴訟の判決で、東京地裁(阿部潤裁判長)は13日、約95億円を支払うよう同社に命じた。
- ライブドア側は控訴する方針。
- 判決は、04年に改正された証券取引法(現・金融商品取引法)に基づき、虚偽記載の公表があった日の前後の終値の平均額から計算して、株主の損害を認めた初めての事例。
- 損害の算定基準を単純化し、より早く被害を認めることで、投資家の救済を後押しする判断といえそうだ。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

21

ニッセイ訴訟報道―その2―

- ライブドア事件では、関連会社の株価をつり上げる目的で虚偽の事実を流したなどとして、06年1月16日に東京地検が本社を家宅搜索。
- 株価は翌日以降急落し、同月末までに9割近く下がった。
- 訴状によると、6社は機関投資家として企業年金の資金などを運用するために、計約2870万株を保有していた。
- 株価急落後の同月17～31日に保有株全部を売却し、取得額と売却額の差額を賠償するよう求めた。
- 判決は、刑事裁判の証拠などからライブドアが04年9月期の有価証券報告書で虚偽記載をしたと認定。
- その上で、当時の報道の状況などから、06年1月18日を虚偽記載の「公表日」と結論づけた。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

22

ニッセイ訴訟報道—その2—

- 訴状によると、6社は機関投資家として企業年金の資金などを運用するために、計約2870万株を保有していた。
- 株価急落後の同月17～31日に保有株全部を売却し、取得額と売却額の差額を賠償するよう求めた。
- 判決は、刑事裁判の証拠などからライブドアが04年9月期の有価証券報告書で虚偽記載をしたと認定。
- その上で、当時の報道の状況などから、06年1月18日を虚偽記載の「公表日」と結論づけた。
- さらに、改正法に基づき、公表日前1カ月間と後1カ月間における平均額(終値)の差額約585円が株主の1株当たりの損害に当たるとした。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

23

ニッセイ訴訟報道—その2—

- 一方で、堀江貴文元社長が逮捕され、東京証券取引所が同社株を監理ポストに割り当てたことを挙げ、「虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がりの要素もあり、3割を損害額から減額するのが相当だ」と判断。
- 算出した損害額と請求額を比べ、少ない方を株主の損害と認めた。
- ライブドアHDによると、株価急落をめぐっては、3千を超える個人株主や企業が同社や堀江元社長ら元役員を相手に、計約716億円の損害賠償を求める9件の訴訟を起こしており、今回が初めての判決という。(河原田慎一)
<http://www.asahi.com/national/update/0613/TKY200806130217.html>

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

24

フジテレビ事件

第三者割当増資に伴う 損害賠償請求訴訟

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

25

フジテレビの損害賠償請求

- フジテレビジョンは2007年3月26日、一審で有罪判決となったライブドアの証券取引法違反容疑に関連して、ライブドア株の取得により少なくとも345億円の損害を被ったとする損害賠償請求訴訟を、東京地方裁判所に提起した。
- ライブドアは堀江貴文被告らが経営陣だった2005年2月当時、フジテレビの大株主だったニッポン放送の株式を大量取得して経営統合を提案。これにフジテレビ側が反発し、2005年5月に総額約440億円分のライブドア株をフジテレビが引き受けることで、いわゆる「ライブドア事件」は一時的な解決をみた。
- ところが2006年1月、ライブドアを証券取引法違反等の容疑で東京地方検察庁が強制捜査し、堀江被告ら経営陣を逮捕。2006年4月に同社は上場廃止となった。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

26

フジテレビの損害賠償請求

- フジテレビは2006年3月、保有するライブドア株の取り扱いについて慎重な検討を行った結果、USEN社長の宇野康秀氏に売却。しかし、売却額は95億円となり、当該株取得時と比べて少なくとも345億円の損害となった。
- 当該損害についてフジテレビはライブドアに対し、法的根拠に基づいて賠償を請求していたが、ライブドアからの支払いはなく、3月23日のライブドアに対する東京地裁の有罪判決を踏まえ、今回の民事訴訟につながったとしている。
- ライブドアはこれについて、「訴状が届いていないのでコメントできないが、誠実な対応をする」としている。

(出所: CNET JAPAN 島田昇(編集部) 2007/03/26)

フジ・ライブドア和解報道ーその2ー

- 第三者割当増資で引き受けたライブドア株が急落して損害を受けたとして、フジテレビの持ち株会社「フジ・メディア・ホールディングス」が「LDH(旧ライブドア・ホールディングス)」に約408億円の損害賠償を求めた訴訟は、2008年1月22日に東京地裁(浜秀樹裁判長)で和解が成立した。
- 両社によると、LDHがフジテレビ側に約310億円を支払うことなどで合意したという。

フジ・ライブドア和解報道―その2―

- ライブドアとフジテレビは05年、フジテレビが子会社化をめざしていたニッポン放送株の買い占めをライブドアが進めたことで対立が激化。
- 同年4月に両社が資本・業務提携をすることで和解した。
- この時に、フジテレビがライブドアの増資に応じることも合意され、フジテレビは同年5月に約1億3300万株を1株当たり329円で引き受け、ライブドアに約440億円を支払った。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

29

フジ・ライブドア和解報道―その2―

- しかし、06年にライブドアの有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、東京証券取引所は同年3月に同社の上場廃止を決定。
- フジテレビ側は同月に1株当たり71円で売却し、差額の約345億円の損害が出たなどと訴えていた。
- LDHは、すでに堀江貴文元社長ら旧経営陣に対して起こしている約35億円の損害賠償請求訴訟で、今回の和解金額を追加請求する方針だ。

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

30

フジ・ライブドア和解報道ーその2ー

- 同社によると、ライブドア株をめぐる株主から起こされた訴訟はほかに10件あり、その請求総額は約420億円に上るといふ。
- LDHは和解について「ほかの訴訟は(当事者の)流通市場における責任を争っているもので、今後も主張していく」としている。

(出所)<http://www.asahi.com/national/update/0122/TKY200901220271.html>

IV 損害賠償裁判の問題点

若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判ー株主が会社を訴える合理的根拠はあるかー」
『経営戦略研究』(大和総研)
VOL.18 2008年夏季号(2008年7月)4ー17頁

1. 株の損害を他人の所為にできるか

- 自己責任の原則
- 株主の利益は残余利益
 - 株式には本質的にリスクがある
 - 業績変動のリスク
 - 市場変動のリスク
 - 経営者リスク
 - － リスクを負担するがゆえに所有者の地位を与えられるが、公開会社では取締役を選任して経営を委ねる
 - － エージェンシー関係に起因するリスクもある
 - － 経営者の質

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

33

2. 虚偽記載による株価吊り上がり

1. 効率的市場では見破られる可能性が大きい、虚偽記載により株価が上昇する可能性はある
 - － イベントスタディ等による「吊り上がり」の推定
2. 吊り上がりは比較的早く戻される可能性が大きい
 - － 新しい情報が次々と出されるのでそれにより虚偽が修正される可能性が大きい
 - 虚偽記載であることが判明したときには虚偽による吊り上がりは消滅している可能性が大きい

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

34

3. 虚偽記載公表による株価下落

- 虚偽判明後の株価下落すべてが、虚偽記載によるに損害とは限らない
- 次のような理由が考えられる
 - 上場廃止のリスク
 - 経営者リスクの実現(経営者に対する失望・不信)
 - 裁判のリスク
- これらのリスクによる株価の下落は加法性があるかは不明である。吊り上がりの剥落による下落も同様である。
 - その意味で虚偽記載の判明がもたらす株価の低落を具体化することは困難であるが、いずれにせよ
 - 最大、吊り上がりの残存部分である

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

35

4. 損害を会社に請求できるか

- 会社は法人として人格が与えられており、株主の出資は会社の財産とされ、株主は請求権を持つのみである。
 - これは多数の社員から構成される社団法人が業務を円滑に行えるように法律上の技術に過ぎない
 - 会社の現在の財産は、現在の株主の共通の財産である
- 特定の株主が自ら損失を、会社が損害賠償をすることは、すべての株主の財産を一部の株主に移転することを意味する
 - 株式会社制度の大原則である株式平等(株主平等)の原則に反する
- 会社の違法行為の責任はあくまでも経営者にあるのであるから、本来、損害賠償は経営者に求めるべきである
 - 会社が、不正を行った経営者に再請求すればよいという問題ではない

2009/2/4

Tak Wakasugi/Tokyo Keizai University

36