

# ドイツ法における適時開示義務違反の責任

——損害と因果関係に関して——

島田 志帆\*

## 目 次

1. はじめに
2. 上場会社の開示義務と責任
3. 不法行為に基づく損害賠償請求と判例法理
4. 有価証券取引法37b条に基づく損害賠償請求と判例
5. 結 語

## 1. はじめに

有価証券報告書等に虚偽記載等がなされた場合、それによって損害を被った投資家が、民法709条又は金融商品取引法に基づき、損害賠償を請求することがある。このような投資家が会社に対して賠償請求できる損害額については、判例上、一定の判断基準が形成されているが<sup>1)</sup>、なお、相当因果関係ある損害の意義が問い直されるとともに、流通市場における不実開示に関する会社の責任のあり方に関する立法論・政策論的な議論が続けられているところである<sup>2)</sup>。

---

\* しまだ・しほ 立命館大学大学院法務研究科教授

1) 最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁，最判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁，最判平成24年12月21日判時2177号51頁。

2) 神田秀樹「不実開示と投資者の損害」『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頁以下，加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方——判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資家が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」・田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任」

他方、ドイツ法に目を向けてみると、我が国と同様、流通市場<sup>3)</sup>における不実開示に関して、発行者(会社)の責任を定める特別法上の規定が存在している(ドイツ有価証券取引法(WpHG)(以下、有価証券取引法)37b条、37c条)。同規定は、開示書類への虚偽記載を対象とするものではなく、有価証券取引法上の適示開示義務の懈怠及び虚偽の適時開示に係る責任規制であるが、投資家が賠償請求しうる損害とそこで主張・立証すべき因果関係について、連邦通常裁判所が一定の判断を示すとともに、流通市場における不実開示に関する責任規制のあり方についての立法論が続けられている状況にある。そこで本稿では、我が国における議論の参考として、ドイツ法の制度を概観したうえで、損害と因果関係に関する連邦通常裁判所の判例を紹介し、最後に、ドイツ法の制度の特徴をまとめることとしたい。

## 2. 上場会社<sup>4)</sup>の開示義務と責任

企業にとって上場は直接金融の有効な手段であるが、投資家には、投資決定する前提条件として、当該企業に関して十分な情報が与えられる必要

---

㍶『落合誠一先生古稀記念 商事法の新しい礎石』(有斐閣, 2014年)817頁以下, 857頁以下等。

3) ドイツ法は、発行市場と流通市場という区分で開示を区別していない。しかし、後述するように、目論見書責任は発行時点に着目した責任規制である一方、適時開示義務違反の責任は直接会社と契約関係に立たない投資家に対する責任と理解されており、また、発行市場(Primärmarkt)と流通市場(Sekundärmarkt)という区別自体は存在している。Vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl., 2014, Rn. 73.

4) ドイツの取引所市場は、ドイツ取引所法(以下、取引所法)に基づき、公法上の規制を受ける規制市場(Regulierter Markt)と私法上の規制を受ける自由取引(Freiverkehr)とに分けられ、前者はいわゆる組織市場(Organisierter Markt)——ドイツ国内又はEU加盟国若しくは欧州経済圏条約締結国において国家当局によって承認され、規制・監視されている多角的システム——に該当する。フランクフルト証券取引所では、国内投資家を対象とする「ジェネラル・スタンダード」と海外投資家も対象とする「プライム・スタンダード」が規制市場に該当し、規制市場への登竜門である「エントリー・スタンダード」が自由市場に該当する。本稿においては、規制市場に有価証券を上場する会社を上場会社と称することとする。なお、ドイツ株式法上の上場会社の定義については、同法3条2項参照。

がある。この観点から、ドイツにおいて、「上場法」は厳格に規制されており、とりわけ高度の公示を要求している<sup>5)</sup>。目論見書によって企業内容を開示させるという考え方は、上場時のみならず、国内で有価証券を公募する場合にも拡張されており<sup>6)</sup>、現行法の下では、有価証券を上場し、又は有価証券を公募しようとする場合、発行者は目論見書を公表しなければならないものとされている（ドイツ有価証券目論見法（WpPG）（以下、目論見書法）1条1項参照<sup>7)</sup>）。目論見書の記載内容については、その詳細はEU命令（VO EG Nr. 809/2004）が定めているが（同法7条）、発行者の資産状況、財務状態、収益状態及び将来の見通しのほか、有価証券に結びついた権利について十分な判断が可能になるために必要な事項が記載されていなければならない（同法5条1項各文）、真实性・透明性・完全性・適時性の原則を満たさなければならないとされる<sup>8)</sup>。目論見書の有効期間は、追加記載がなされた場合を除いて12ヶ月間であり（同法9条1項）、有効期間が終了すれば原則として新たな目論見書の作成が必要になる。判例によれば、目論見書とは、一般に投資に関心を持つ者にとって最も重要かつ頻繁な情

---

5) Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2015, § 2 Rn. 1. ドイツでは、1896年取引所法の成立時から、上場目論見書（Börsenzulassungsprospekt）の制度と不実・不完全な目論見書に対する発行者の責任規制が設けられている。当時の立法者は、発行者が目論見書に対して確実に責任を負うのであれば、目論見書は投資家公衆に対して、その機能を果たし得ないと考えていたとされる（Leuring, Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, 1905.）。

6) 目論見書法3条1項参照。なお、有価証券に表章されていない財産投資を国内で公募する場合（財産投資保護法（VermAnlG）6条）や一定の投資財産を販売する場合にも販売目論見書の公表義務が生ずる（資本投資法（KAGB）164条）。また、有価証券の買付けの場合にも申込書類の公表義務がある（有価証券の取得及び買付に関する法律（WpÜG）11条参照）。

7) 作成された目論見書は、金融監督サービス機構（Bafin）の承認を受けた後でなければ公表することはできない（目論見書法13条1項）。なお、目論見書の公表義務についての適用除外事由は広く定められており（同法3条2項、4条参照）、例えば、取引許可を得ている株式について12ヶ月の期間内に発行済株式数の10%を超えない株式を公募するとき、目論見書の公表義務は免除される（同法4条2項1号）。

8) Groß, Kaptalmarktrecht, 5. Aufl., 2012, Rn. 5ff. WpPG § 5.

報源を意味するものであり、その投資判断の基礎を形成するものとされている<sup>9)</sup>。

目論見書の本質的な部分に虚偽記載がなされた場合、当該目論見書によって有価証券を取得した者は、発行者又は銀行に対し、その取得価額及び諸費用と引換えに、当該有価証券を譲り受けるよう請求できる(目論見書法21条参照)。損害賠償請求というよりも、むしろ契約の解除権というべきものであるが<sup>10)</sup>、投資家が発行者又は銀行から証券を一次取得した場合だけでなく、上場ないし公募時から6ヶ月以内に取得した者であれば当該請求をなしうるものとされているため、目論見書は、証券が流通する場合の開示としても機能している。なお、銀行も責任主体とされているため、発行者(会社)の責任が追及されることは比較的少ない<sup>11)</sup>。

さらに企業内容を定期的に開示させる規制(いわゆる規則開示(Regelpublizität))として、ドイツ商法(以下、商法)に基づく年次決算書等の開示義務がある。上場会社は、商法上の資本市場指向的資本会社として大規模資本会社と見なされ(商法267条3項, 264d条)、原則として年次決算書(貸借対照表と損益計算書, 付属明細書を含む)及び状況報告書(企業経営に関する宣言を含む)を作成しなければならない(同法242条3項, 264条, 284条, 289条, 289a条)。当該会社が、内国に住所を有するKonzernの親企業である場合には、加えて連結決算書(連結貸借対照表, 連結損益計算書, 連結付属明細書, キャッシュフロー計算書及び資本増減表)及び連結状況報告書を作成しなければならないが(同法290条, 297条)、連結決算書の作成義務がない資本市場指向的資本会社も、年次決算書にはキャッシュフロー計算書と資本増減表を含めなければならない(同法264条1項2文)。また、有価証券取引法に基づく年次財務報告等の開示義務があり、有価証券の内国発行

---

9) BGHZ 190, 7ff.

10) Wackerbarth/Eisenhardt, Gesellschaftsrecht II Recht der Kapitalgesellschaften, 2013, Rn. 824.

11) 目論見書責任の概要については、拙稿「ドイツ法における目論見書責任と会社の過失」法学研究89巻1号215頁以下(2016年)参照。

者は、商法上の年次決算書を作成していない限りで年次財務報告を作成しなければならず、加えて、半期財務報告及び中間状況報告を作成しなければならない（同法37v条、37w条<sup>12)</sup>。そのほか、ドイツ株式法上、上場会社（同法3条）の取締役及び監査役会には、毎年、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準に関する対応宣言が義務づけられる（同法161条）。

これらの書類に虚偽記載がなされた場合や虚偽の対応宣言がなされた場合については、特別の責任規制はないため、それによって損害を被った投資家は、不法行為責任の成否を争うことになる。ただし、後述するように、不法行為責任が成立するのはもっぱら保護法規違反や故意の良俗違反行為が認められる場合に限られる<sup>13)</sup>。

以上の規則開示に加えて、有価証券取引法により適時開示が義務づけられている<sup>14)</sup>。ドイツ法においては、適時開示の対象は内部者情報とされている。即ち、金融商品の内国発行者は、自己に直接関連する内部者情報を遅滞なく公表しなければならない（同法15条1項）。内部者情報とは、一般に知られていない事情に係る具体的情報であって、それが一般に知られると証券の価格に著しく影響する性質を持つものをいい、合理的な投資家の投資判断に影響を与える性質を有していなければならない（同法13条1項参照）。すでに一般に知られた事情に基づく事実は、それが証券の価格の相場を著しく変動させるものであったとしても、内部者情報ではない（同2項参照）。なお、ドイツ法及びEU法は、内部者取引（3つの禁止行為）の発動要件（有価証券取引法14条）と適時開示義務の発生要件を「内部者情

---

12) なお、フランクフルト証券取引所は、プライム・スタンダードに上場している企業については四半期報告（Quartalsmitteilungen）の作成・公表を義務づける一方、任意で四半期財務報告（Quartalsfinanzberichte）を作成しうものとしている（フランクフルト証券取引所規則51条、51a条参照）。

13) Fleischer in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., 2014, § 6 Rn. 60ff.

14) なお、上場会社の開示義務には有価証券取引法上の議決権持分変更の報告・公表義務（同法21条以下）等も存在するが、この義務違反によって投資家に損害が生ずるかについては消極的に解されているため、本稿では取り上げない。

報」という同一のメルクマルで規律する一元モデルを採用している<sup>15)</sup>。

発行者が適時開示義務を懈怠し、又は虚偽の適時開示を行った場合については、有価証券取引法37b条と37c条が、発行者(会社)の損害賠償責任を規定している。役員に責任に係る規定はない<sup>16)</sup>。この規定は、2002年第4次資本市場振興法に基づく有価証券取引法改正により導入された規定であり、もっぱら投資家保護を強化する趣旨で設けられたものであるが、法政策的な背景事情としては、2000年初頭に急速に成長した新興企業向けの市場であるノイア・マルクト(Neuer Markt)において、発行者が広告目的で適時開示を行うというだけでなく、時には故意に虚偽の適時開示を行ったために、株価が乱高下したということがある<sup>17)</sup>。ノイア・マルクトでは、2000年から2001年にかけて、大株主でもある取締役が虚偽の適時開示を繰り返すことによって株価を釣り上げた後に株式を売り抜け、時には会社を倒産させるといった事件が相次ぎ、投資家が取締役に損害賠償を求める訴訟が多数提起されていた。もっとも、当時はまだ有価証券取引法37b条・37c条は存在しなかったため、主にドイツ民法826条に基づき取締役に対して不法行為責任を追及できるかが争われることになった。

---

15) 船津浩司「EUの新しい内部者取引規制の枠組み——ドイツ法との比較を通じて」『ドイツ会社法・資本市場法研究』(中央経済社、2016年)571頁以下。

16) 責任主体がもっぱら会社とされているのは、適時開示義務の主体を発行者のみとする有価証券取引法15条に対応している。経営陣は、投資家に対してではなく、会社に対してのみ責任を負うことになる(Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz: (WpHG): Kommentar, 2009, §§ 37b, 37c Rn. 3)。役員に関しては、2004年資本市場情報責任法(KapInHaG)草案のもとで、虚偽情報一般について役員に責任を導入すべきことが提案されたものの、経済界の反対により立法化は見送られたという経緯があるが、立法論はなお根強い(Fleischer, Fn. 13, Rn. 2, Rn. 7ff)。

17) Fuchs, Fn. 16, Vor §§ 37b, 37c Rn. 12f.

### 3. 不法行為に基づく損害賠償請求と判例法理

#### (1) 取締役又は会社に対する不法行為責任の追及

ドイツ法のもとで、投資家が取締役又は会社に対して虚偽の適時開示によって被った損害につき不法行為責任を追及する場合、その責任の成立が認められる範囲は比較的狭いことに留意する必要がある。

ドイツの不法行為法は、我が国の民法709条に相当するような一般条項としての不法行為責任の規定を有さず、代わりに、3つの一般的不法行為の要件（ドイツ民法823条1項、823条2項、826条）を定立する。その基本構造としては、法益侵害（人の身体・健康や特定の物などいわゆる絶対権の侵害）とそれ以外の利益侵害（同法823条1項に列挙された身体的利益以外の一般的人格利益の侵害及び一般的な財産減少としての純粹財産利益の侵害）とが区別され、法益侵害の場合には同法823条1項が適用されるのに対し、それ以外の利益の侵害の場合には同条は適用されず、その行為が被害者の保護を目的とする法規に違反する場合や善良の風俗に違反して故意に行われた場合——同法823条2項又は826条の要件を満たした場合——に不法行為責任が成立することになる<sup>18)</sup>。

そして、ドイツの損害賠償法は、原則型としては原状回復主義を採用しており、損害の種類と範囲を確定するには、賠償を義務づける事情がなければどのような状況が存在していたかを明らかにしなければならないものとされる（ドイツ民法249条1項参照<sup>19)</sup>）。因果関係に関しては、損害が発生したか否か——行為者の義務違反によって法益侵害が生じたのか——（責任設定的因果関係）と、いかなる種類の損害が（原状回復か金銭賠償か）どの

---

18) ハイン・ケッツ／ゲルハルト・ヴァーグナー著、吉村良一／中田邦博監訳『ドイツ不法行為法』（法律文化社、2011年）48頁以下参照。但し、第二次世界大戦後、連邦通常裁判所は一般的人格利益の侵害も823条1項の保護法益として承認しており、法益侵害でない利益の保護範囲については判例に基づく展開がある（同178頁以下参照）。

19) ケッツ／ヴァーグナー・前掲注（18）324頁以下参照。

ような範囲で発生したか——法益侵害によって損害が生じたのか——（損害及び責任充足的因果関係）とは区別されて論じられるのが一般的である<sup>20)</sup>。

虚偽の適時開示がなされた場合でいえば、通常は法益侵害はないので、ドイツ民法823条1項に基づく不法行為責任は成立しない。そこで、投資家としては、法益以外の利益が侵害されたとして、同法823条2項又は826条により責任追及することになる。同法823条2項は、保護法規（Schutzgesetz）に違反した者に対する不法行為責任を定めており、虚偽の適時開示が詐欺罪（ドイツ刑法263条）や資本投資詐欺罪（同法264a条）、会社の財産状態についての不真性の表現に対する罪（ドイツ株式法400条1項1号）を構成するときは、当該法規が個人（株主・投資家）保護の意図がある法規と認められる結果、ドイツ民法823条2項に基づく責任を追及しうることになる<sup>21)</sup>。もっとも、連邦通常裁判所は、資本市場法の規定の多くについて、市場の機能保護のみを目的としており、個々の投資家はただ反射的效果として保護されるに過ぎないとして、その保護法規性を容易に認めない傾向にある<sup>22)</sup>。虚偽の適時開示が有価証券取引法15条1項違反にあたる場合でも、同法15条1項に保護法規性は認められないものと解されている<sup>23)</sup>。

20) 責任設定的因果関係は自由心証に関して規律するドイツ民事訴訟法286条、責任充足的因果関係は損害の評価に関して規律する同法287条に属する問題となるので、立証活動の観点から、この区別は実際上大きな意味を持つといわれる（Möller/Leisch, Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, WM 2001, 1648, 1656.）。

21) Fleischer, Fn. 13, § 6 Rnd. 16ff.

22) Vgl. Fleischer, Fn. 13, § 6 Rnd. 12. なお、後述する Infomatec I・II事件や IKB 事件においても、連邦通常裁判所は取引所法旧88条ないし有価証券取引法20a条（相場操縦の禁止）の保護法規性を否定している。

23) Buck-Heeb, Fn. 3, Rn. 360. 有価証券取引法15条の立法理由においても、同条1項のもとでは個人保護は法の反射としてのみ与えられる旨が述べられており、また、有価証券取引法15条6項が、発行者が同法15条1項ないし4項の義務に違反した場合でも、投資家は会社に対しては同法37b・37c条によってのみ損害賠償を追及しうる旨を規定していることを根拠とする。同法15条6項及び37b・37c条が導入される以前から、連邦通常裁判所は15条1項の保護法規性を否定していた。Vgl. BGHZ 160, 134, 137 (Infomatec I); BGHZ 160, 149, 153 (Infomatec II); BGH ZIP 2004, 1604, 1605 (Infomatec III).



ドイツ民法826条は、故意の良俗違反行為に関する不法行為責任を定めているが、構成要件から見ても明らかなように、その射程はそもそも狭い。しかし、上述の2000年初頭に頻発した虚偽の適時開示に基づく損害賠償請求事件は、後に取締役が資本投資詐欺罪等で有罪判決を受けるような悪質な義務違反が認められる事案であったため、取締役に対し（又はドイツ民法31条（機関についての社団の損害賠償責任）に基づいて会社に対し）、同法826条に基づく責任追及が認められるかが争われることになった。

## (2) ドイツ民法826条に基づく損害賠償請求と判例法理

投資家が取締役又は会社に対して虚偽の適時開示による損害の賠償を求めた事件に関して、連邦通常裁判所が重要な判示を行った3つの事件（① Infomatec 事件、② EM.TV 事件、③ ComROAD 事件）がある。

ドイツ民法826条に基づく請求をするうえでは、まず、法益侵害ではない利益の侵害がなければならないが、虚偽の適時開示でいえば、投資家は、虚偽の適時開示に基づいて望まない取引（契約）をしたことによって意思決定を侵害されたことになり、そのような違法に侵害された意思決定は、法的に保護されるべき利益といえる<sup>24)</sup>。これを前提として、同法826条に基づく請求に関しては、(i) 投資家が賠償請求しうる損害は契約締結損害（Vertragsabschlussshaden）——契約を締結したこと自体を損害と考える——であるか<sup>25)</sup>、あるいは株価差額損害（Kursdifferenzschaden）——義務違反の公示行為によって形成された価格で契約を締結したこと、換言すれば、本来なら別の価格で契約を締結していたであろうということを損害と考える——も請求可能な損害であるか<sup>26)</sup>、(ii) 故意による良俗違反の行

---

24) Möller/Leisch, Fn. 20, 1655. なお、同条を適用するうえでは、良俗違反の要件及び故意の要件の充足性が問題になるが、これに関する議論については本稿では取り上げない。

25) Möller/Leisch, Fn. 20, 1655.

26) Fuchs/Dühn, Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen - Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, 1096 - in diesem Heft, BKR 2002, 1063, 1068.

為(虚偽の適時開示)と投資家の意思決定との間の具体的な因果関係(いわゆる責任設定的因果関係)が必要か<sup>27)</sup>——虚偽の適時開示に基づき投資決定をしたことが必要か、その立証責任は誰が負うか、立証責任の緩和は認められるか——<sup>28)</sup>、株価差額損害も請求可能と考える場合、そこでも具体的な因果関係が必要なのか——取引時における本来あるべき株価の立証で十分といえるか——が問題となった<sup>29)</sup>。

なお、上記の3事件において、原告は、虚偽の適時開示がなされた後に、それが虚偽であったと明らかにされる前に株式を取得した者(あるいはその者からの譲受人)であり、会社の株価は、虚偽の適時開示の後に上昇し、虚偽であることが明らかにされた後に下落している。また、原告はもっぱら、虚偽の適時開示を正確なものであると信じて発行会社の株式を取得したと主張している。

## (i) 損 害

投資家が賠償請求しうる損害が何かという点について、①Infomatec 事件<sup>30)</sup>は、いわゆる株価差額損害(義務違反がなければ形成されていた株価と実

---

27) ドイツ民法826条は「善良の風俗に反する方法で他人に対し故意に損害を加えた者は、その他人に対し損害を賠償する義務を負う。」と規定しており(椿寿夫=右近健男『注釈ドイツ不当利得・不法行為法』(三省堂、1990年)115頁参照)、因果関係に関していえば、同法823条1項ほど容易に責任設定的因果関係と責任充足的因果関係を区別することはできない。Oechsler in: Staudinger, Kommentar zum BGB, 13. Aufl., II: Neubearb. 2014 (§§ 826-829), § 826 Rn. 60. ドイツ民法823条1項は「故意又は過失により他人の生命……を違法に侵害した者は、その他人に対し、これによって生じた損害を賠償する義務を負う。」と規定しており、義務違反と法益侵害、法益侵害と損害との因果関係を区別することができる。なお、前掲注(20)参照。

28) Möller/Leisch, Fn. 20, 1656ff.

29) Möller, Konkrete Kausalität, Preiskausalität und uferlose Haftungsausdehnung - ComROAD I-VIII, NZG 2008, 413, 415.

30) BGHZ 160, 134 (Infomatec I); BGHZ 160, 149 (Infomatec II); BGH ZIP2004, 1604 (Infomatec III)。取締役が契約受注額を真実の約5倍に見積もって開示し、また、「新たな超大型案件が仕上がっている」などと開示したが、実際は共同販売の合意に過ぎなかったという事案である。詳細は久保寛展「瑕疵ある資本市場情報に対する取締役の民事責

際の取引価額の差額）だけでなく、ドイツ民法249条に基づき、原則として取得した株式と引換えに取得価額の賠償の形で原状回復を請求することができるものとした。適時開示を正しいと信じて取得した投資家は、原状回復の過程において、虚偽の適時開示がなければどのような状態にあったかを申し立てなければならないが、虚偽の適時開示がなければ株式を取得しなかったという場合には、同法249条1項に従い、加害者（取締役）に対し取得した法的地位の引渡しと引換えに、株式取得のために支払った購入価額で金銭賠償を求めるとする<sup>31)</sup>。ドイツの判例は、情報提供義務違反に基づく損害賠償請求事件に関して、原状回復主義に基づき、契約解除と同様の効果としての損害の賠償を認めるという立場を採っているが、ここでも同様の考え方が成立することを認める<sup>32)</sup>。

②EM.TV 事件<sup>33)</sup>でも、上記の判示事項は踏襲されている<sup>34)</sup>。さらに②事件では、控訴審判決ではいわゆる株価差額損害について具体的な損害は測定不能である——株式の価値は様々な要素の影響を受けて形成され、取

---

▼任——ドイツにおけるインフォマテック社事件を中心として——」福法50巻4号693頁以下（2006年）参照。

31) BGHZ 160, 149, 153 (Infomatec II).

32) BGHZ 146, 235 (不動産ファンドの投資パンフレットを実質的に作成した支配会社のプロスペクト責任), BGHZ 146, 235 (手数料合意に関する説明義務違反に基づく銀行の責任), BGHZ 189, 13 (金利スワップ契約 (CMS) の助言義務違反に基づく銀行の責任)。なお、ドイツ法においては、投資パンフレット (プロスペクト) の記載を信頼した投資家が契約当事者でない目論見書責任者 (発行者) に対して損害賠償をなしうるとの判例法理 (いわゆる一般私法上のプロスペクト責任) が成立しており、特別法上の目論見書責任とは区別される (黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (2)」法協106巻1号74頁以下, 89頁以下 (1988年) 参照)。

33) BGH ZIP 2005, 1270. 取締役が企業買収について過大に楽観的な予測を2回に渡って開示した事案。訂正の適時開示の後、株価は暴落した。

34) BGH ZIP 2005, 1270, 1271f. なお、この事件では、虚偽の適時開示が公表されたために特定の期日に予定していた株式の売却を断念したという場合についても、原状回復の方式として、本来予定していた売却日における株価による仮定的な売却価額を (保有する株式と引き換えに、あるいはその間に実際に獲得された売却益を控除して) 請求できる旨も判示されている (1273f)。

締役による不実情報もその要素の束から除外されない——と判示されていたところ<sup>35)</sup>、連邦通常裁判所はこれを正して、傍論ではあるが、株価差額損害も現代の金融学の方法によれば探求可能であって、場合によっては鑑定家の助けのもとに、ドイツ民事訴訟法287条に基づき裁判所は相当な損害額を算定しうるものとした<sup>36)</sup>。もっとも、株価差額損害の場合にどのような因果関係が要求されるのかまでは明らかにされなかった。

## (ii) 因果関係

特に契約締結損害の因果関係に関しては、原告側は厳しい立場におかれることになった。①事件及び②事件の判決に従えば、個々の原告が、故意の良俗違反行為(虚偽の適時開示)と購入決定との間の具体的な因果関係——虚偽の適時開示を知っており、それに基づいて購入決定したこと——を主張・立証しなければならない<sup>37)</sup>。しかし、投資家がそもそも適時開示のみを根拠として意思決定することはまれであるし、仮に虚偽の適時開示を知って購入を決定したとしても、それを立証することは難しい。そこで原告側は、立証責任の緩和を求めて、因果関係の主張・立証に関して表見証明——高度の蓋然性を有する経験則(定型的事象経過)を用いて間接事

---

35) OLG Stuttgart NJW-RR 2002, 1702.

36) BGH ZIP 2005, 1270, 1274f. ドイツ民事訴訟法287条は損害調査等に関する規定であり、1項は「当事者間で、損害が発生したか否か、並びに損害又は賠償すべき利益がいかなる額であるについて争いがあるときは、裁判所は、これについて、すべての事情を評価して、自由な心証により判断する。申立てのあった証拠調べを命じるべきか否か及びその範囲、並びに、職権により鑑定人による鑑定を命じるべきか否か及びその範囲については、裁判所の裁量に委ねる。裁判所は損害又は利益に関して挙証者を尋問することができる。第452条第1項第1文、第2項から第4項までの規定を準用する。」、2項は「財産法上の争いについて、当事者間に債権額について争いがあり、それにつき基準となる一切の事情を完全に解明することが、その債権の争われている部分の価値に比して均衡のとれないような困難を伴う限り、第1項第1文、第2文の規定を、他の場合にも準用する。」と規定する(法務大臣官房司法法制部司法法制課『ドイツ民事訴訟法典(2011年12月22日現在)(法務資料第462号)』(法曹会, 2012年)99頁)。

37) BGHZ 160, 149, 153 (Infomatec II); BGHZ 160, 134, 143f (Infomatec I).

実から主要事実を証明する方法——をすることが認められるか、かかる表見証明として投資雰囲気（Anlagestimmung）の法理——旧法上の目論見書責任に関して成立してきた判例法理であり、投資家の購入決定に決定的な投資雰囲気が目論見書によって生み出されている間に証券を取得した者については、目論見書によって取得したことが事実上推定されるとの考え方<sup>38)</sup>——を援用することが認められるか等を争った。①事件では、投資決定は個人の感覚的な意思決定の問題であるから経験則は当てはめられないとして、表見証明は認められず、また、投資雰囲気の法理についても、適時開示は、その情報内容は企業領域に基づく時局的な新事実に制限されるものであり、目論見書のように、ある企業について投資に関する全ての情報を完全に与えるものではないとして、否定された<sup>39)</sup>。もっとも、①事件では、個々の事案によっては適時開示によって短期的に投資雰囲気が作り出されることはありうるとして、投資雰囲気の法理を援用できる可能性は示唆されていた<sup>40)</sup>。

とりわけ③ComROAD 事件<sup>41)</sup>は、目論見書において架空の会社との受注額を大幅に計上するなど、上場時から既に目論見書に深刻な虚偽記載があり、さらに取締役は1年ほどの間に約40回、虚偽の適時開示を行ったという事案であった。原告側は、投資雰囲気の成立を主張したが、裁判所は、専門家の鑑定に基づく市場分析もないなどとしてこれを認めず<sup>42)</sup>、結

38) Groß, Fn. 8, Rn. 70 § 21 WpPG. 今日では、目論見書法23条2項1号のもとに明文化されている。投資雰囲気の法理に関しては、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1)」法協105巻12号47頁以下（1988年）、河内隆史「ドイツ取引所法における『目論見書責任（Prospekthaftung）』」新報108巻9・10号167頁以下（2002年）参照。

39) BGHZ 160, 134, 144f. (Infomatec I).

40) BGHZ 160, 134, 146f. (Infomatec I).

41) BGH ZIP 2007, 681 (ComROAD I); BGH ZIP 2007, 679 (ComROAD II); BGH ZIP 2007, 326 (ComROAD III); BGH ZIP 2007, 1560 (ComROAD IV); BGH ZIP 2007, 1564 (ComROAD V); BGH ZIP 2008, 407 (ComROAD VI); BGH ZIP 2008, 410 (ComROAD VII); BGH ZIP 2008, 829 (ComROAD VIII).

42) BGH ZIP 2007, 1560, 1561 Rz. 15 (ComROAD IV); BGH ZIP 2007, 1564, 1565 Rz. 15f. (ComROAD V); BGH ZIP 2008, 410, 412 Rz. 24 (ComROAD VII).

局、③事件に係る8件全ての判決で投資雰囲気の成立は否定された<sup>43)</sup>。なお、この③事件では、アメリカ法のいわゆる市場に対する詐欺の理論(fraud-on-the-market-theory)<sup>44)</sup>に依拠して、市場価格形成の完全性を信頼したことをもって因果関係を認めることができるかが争われた。しかし、連邦通常裁判所は、ドイツ民法826条の構成要件の枠内では、市場に対する詐欺の理論に依拠して具体的な因果関係の証明を断念することはできず、市場価格形成の完全性を信じたことでは因果関係の立証に十分ではない旨を判示した<sup>45)</sup>。その理由としては、故意の良俗違反という責任の成立要件を際限なく拡大することを避けるためであることが挙げられている<sup>46)</sup>。さらに、この③事件では、傍論ではあるが、ドイツ民法826条の効果としての損害については、ドイツ民法249条に従い、株価差額損害であっても、虚偽の適時開示を原因として購入決定したことを投資家が立証しなければならぬ旨が判示された<sup>47)</sup>。

---

43) Möller, Fn. 29, 414.

44) Basis inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 241-47 (1988). 不実開示に基づいて証券を取得したという要件は、原告が効率的市場で証券を取得した場合には不要とする考え方とされる(王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について(一)」駿河台法学25巻1号1頁, 4頁参照(2011年))。なお、近時の判例により見直しの動向がある(黒沼悦郎「市場に対する詐欺に関する米国の判例状況について」金融商品取引法研究会研究記録第48号(2015年), 湯原心一「証券クラスアクションにおける『市場に対する詐欺』理論とその反証: Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014) (アメリカ法判例研究(18))」比較法学49巻2号347頁以下(2015年)参照)。

45) BGH ZIP 2007, 681, 682 Rz. 11 (ComROAD I); BGH ZIP 2007, 679, 680 Rz. 8 (ComROAD II); BGH ZIP 2007, 326 Rz. 5 (ComROAD III) BGH ZIP 2007, 1560, 1562 Rz. 16 (ComROAD IV); BGH ZIP 2007, 1564, 1565 Rz. 16 (ComROAD V) BGH ZIP 2008, 407, 409 Rz. 16 (ComROAD VI); BGH ZIP 2008, 410, 411 Rz. 16 (ComROAD VII); BGH ZIP 2008, 829, 830 Rz. 16 (ComROAD VIII)。

46) 特に BGH ZIP 2008, 407, 409 Rz. 17 (ComROAD VI); BGH ZIP 2008, 410, 411 Rz. 17 (ComROAD VII); BGH ZIP 2008, 829, 830 Rz. 17 (ComROAD VIII)。

47) BGH ZIP 2007, 679, 680 Rz. 9 (ComROAD II)。

## (iii) 小 括

判例によると、ドイツ民法826条に基づき損害の賠償を求める投資家は、契約締結損害と株価差額損害のいずれかの賠償を主張しうが、原則となるのは前者である。この場合、虚偽の適時開示と投資決定との間の具体的な因果関係の立証が要求され、例えば市場に対する詐欺の理論を援用して因果関係の主張・立証を緩和することは認められない。その理由としては、826条は故意の良俗違反行為を不法行為責任の保護範囲とする規定であり、因果関係の立証を軽減することによって同条の成立範囲を拡大することには慎重であるということが挙げられる。さらに判例は、株価差額損害が主張された場合にも、826条の効果としての損害には、ドイツ民法249条により、虚偽の適時開示と投資決定の間の具体的な因果関係の立証が必要であるとする。なお、判例は、具体的な因果関係の有無を判断する際、情報の有用性及び虚偽の適時開示と取得時期の近接性を考慮しているといえるが<sup>48)</sup>、因果関係の立証が認められた判決は少ない<sup>49)</sup>。

判例の立場に対しては、学説からは、特に株価差額損害の場合にも具体的な因果関係（いわゆる責任設定的因果関係）が要求されるとする点が強く批判された。学説は、もっぱらドイツ民法823条1項の構造に合致する責任設定的因果関係と責任充足的因果関係との区別を826条に持ち込むことに疑義を示したり<sup>50)</sup>、仮にこの概念を用いるとしても、株価差額損害に関し

48) BGHZ 160, 134, 148 (Informatec I); BGH ZIP 2005, 1270, 1274.

49) Möller, Fn. 29, 414. ①事件の Informatec I 事件は、虚偽の適時開示の6ヶ月ないし8ヶ月後に株式取得した事案であるが、因果関係の立証がないとされ、Informatec II 事件は、1回目の虚偽の適時開示の2ヶ月後に取得した事案であり、因果関係が認められた（但し、原審は、原告が株式取得に際して銀行の助言を受けたことを認定していた。）。Informatec III 事件の差戻控訴審（OLG München WM 2005, 1311）は、虚偽の適時開示の5ヶ月から8ヶ月半後に取得した場合について因果関係を認めなかった。また、③事件の8つの訴訟のうち ComROAD III 事件のみが、差し戻されずに因果関係が認められたが、本件は、公表された売上高の正確性に疑義を示すアナリストのプレスリリースについて、原告が株式取得前に被告に電話で直接に照会したという原審の事案認定を認めたものであった。

50) Leuschner, Zum Kausalitätserfordernis des § 826 BGB bei unrichtigen Ad-hoc-

ては、責任設定的因果関係は定義上(per definitionem)与えられている<sup>51)</sup>——義務違反(虚偽の適時開示)がなければ、より低い価額で購入していたといえる<sup>52)</sup>——のであり、虚偽の適時開示を知っていたとか、それに基づいて投資決定したということを立証する必要はない<sup>53)</sup>、などと批判した。また、契約締結損害の賠償を認めると、本来投資家が負うべき市場リスクが全て発行者に負わされることになってしまうという点も批判された。つまり、経済情勢や会社の業績等の虚偽記載によらない要因によって株価が下落していたとしても、投資家が虚偽記載によって株式を取得した限りで、虚偽記載によらない株価下落分も填補されてしまうことになる(フリーライド効果)<sup>54)</sup>。学説では、資本市場法の規範的観点から、投資家は虚偽の適時開示を知っていたか否かにかかわらず、株価差額損害の賠償請求ができるとする見解——原告は、義務違反のゆえに歪められた株価で金融商品を取得・譲渡したことのみを主張し、取引時における情報提供義務の侵害と株価が歪められたことの因果関係のみを立証しなければならない(価格の因果関係(Preiskausalität))——が一定の支持を集めていたもの<sup>55)</sup>、ドイツ民法826条の文言とドグマを理由として、契約締結損害の賠償を請

---

↘Mitteilungen, ZIP 2008, 1050, 1054f. なお、前掲注(27)参照。

51) Maier-Reimer/Paschos, in: Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 29 Rn. 173 u. 119.

52) Baums, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR Bd. 167 (2003), 139, 181.

53) Möller, Fn. 29, 414; Fuchs, Fn. 16, Vor § 37b, 37c Rn. 47, Fuchs/Dühn, Fn. 26, 1068f.; Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., 2010, § 37b, 37c Rn. 148.

54) Möller, Fn. 29, 414; Fuchs, Fn. 16, Vor § 37b, 37c Rdnr. 54a; Fleischer, Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, DB 2004, 2031, 2035; Hutter/Leppert, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649, 561f.; Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung — Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA —, WM 2004, 1801, 1804; Teichmann, Haftung für fehlerhafte Informationen am Kapitalmarkt, JuS 2006, 953, 957.

55) ドイツ民法826条に関して Möller, Fn. 29, 415. なお、後掲注(66)に挙げた文献参照。



求しうとする判例の立場を少なくとも結論において支持する見解が多数を占めていた<sup>56)</sup>。

#### 4. 有価証券取引法37b条に基づく損害賠償請求と判例

##### (1) 有価証券取引法37b条及び37c条の基本構造

有価証券取引法37b条は、内部者情報の開示を遅滞し、あるいは開示を懈怠した場合の発行者の責任を規定する。すなわち、「国内取引所の取引許可を受けている金融商品の発行者が自らに直接関係する内部者情報を遅滞なく公表しなかった場合、当該発行者は、次の各号のいずれかに該当する第三者に対し、公表の懈怠により生じた損害（zum Ersatz des „durch die Unterlassung entstandenen Schadens“）を賠償する義務を負う。」（同条1項）ものとされ、ここに該当する「第三者」とは、「当該金融商品を公表の懈怠以降に取得し、内部者情報が知れた時点においてなお当該金融商品の所持人である者」（同項第1号）と「内部者情報の発生前に当該金融商品を取得し、公表の懈怠以降に譲渡した者」（同項第2号）とされている<sup>57)</sup>。要す

---

56) Zimmer/Grotheer, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, Rn. 117 WpHG §§ 37b, 37c; Mülbart/Steup in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl., 2008, § 33 Rn. 220; Spindler, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes—de lege lata und de lege ferenda—, WM 2004, 2089, 2092f.; Kort, Die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, AG 2005, 21, 25f.; Gottshalk, Die deliktische Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidung vom 9. 5. 2005 - EM.TV, DStR 2005, 1648, 1651; Unzicker, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen- Aktuelle Bestandsaufnahme drei Jahre nach „Infomatec“, WM 2007, 1596, 1599; Gerber, Die Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformationen: Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidungen vom 19. 7. 2004 „Infomatec“, DStR 2004, 1793, 1798; Hutter/Stürwald, EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, ZIP 2005, 2428, 2430.

57) 日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 ドイツ 有価証券取引法 取引所法 投資法 他』（日本証券経済研究所，2009年）81頁。

るに、原告適格が認められる「第三者」は、消極的事実の開示が懈怠されていたために（例えば業績悪化の予想が公表されなかった）、株式をあまりに高く（„zu teuer“）購入し保持する者と、積極的事実の開示が懈怠されていた（例えば重大な組織的欠陥があって公表が遅れたような場合）ために、株式をあまりに安く（„zu billiger“）売却した者に限られる。なお、この責任は過失責任であって、目論見書責任と同じくその立証責任は転換されているが（同2項<sup>58)</sup>、目論見書責任とは異なり、損害額を定める規定や因果関係の推定を認める規定は存在しない。

有価証券取引法37c条は、不実の内部者情報を開示した場合の発行者の責任を規定する。すなわち、「国内取引所の取引許可を受けている金融商品の発行者が第15条の報告において、自己に直接関連する不実な内部者情報を公表した場合、当該発行者は、次の各号のいずれかに該当する第三者に対し、当該第三者が当該内部者情報を正しいものと信頼したことにより生じた損害を賠償する義務を負う」（同条1項）ものとされ、ここに該当する「第三者」とは、「当該金融商品を当該公表後に取得し、内部者情報が不実であることを知った時点においてなお当該金融商品の所持人である者」（同項第1号）と「当該公表前に当該金融商品を取得し、内部者情報が不実であることを知る前に譲渡した者」とされている<sup>59)</sup>。37b条と対になる規定であり、原告適格が認められる「第三者」が限定される点——不実の積極的情報が開示されたため（例えば大型受注を得たとの虚偽情報）、株式をあまりに高く（„zu teuer“）購入し保持する者と、不実の消極的情報（例えば当局によりカルテル法上の手続が開始されたとの虚偽情報）の開示前に取得し、それが開示されて不実であることが明らかになる前に譲渡したため、株式をあまりに安く（„zu billiger“）売却した者に限られる——、立証責任の転換された過失責任とされている点、損害額を定める規定や因果関係を

---

58) 有価証券取引法37b条2項は、「第1項に基づく請求権は、当該懈怠が故意又は重大な過失によるものではないと証明する者に対して主張できない」と規定する。

59) 日本証券経済研究所編・前掲注(57)82頁。

推定する規定がない点は、37b条と同様である。他方、37b条と異なり、賠償請求しうる損害が「内部者情報を正しいと信頼したことによって生じた損害 (Schaden, der dadurch entsteht, dass der Dritte „auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut“)」と規定されている<sup>60)</sup>。

両規定とも、「第三者」の範囲が、株式を「あまりに高く」購入した所持人と「あまりに安く」売却した譲渡人の二類型に限定されているわけであるが、これは、第三者（投資家）が、情報が誤っていたがゆえに本来ならばしなかったであろう取引（少なくともその価格ではしなかったであろう取引）を決定したということを要求しているため、一般に「取引要件 (Transaktionserfordernis)」とか「取引的因果関係 (Transaktionskausalität)」といわれている<sup>61)</sup>。アメリカ法にも類似のルールがあり<sup>62)</sup>、第一に大量の訴訟提起を防止する趣旨であるといわれる<sup>63)</sup>。しかし、草案理由書では、かかる趣旨で原告適格を制限した旨が述べられているわけではなく、ただその制限の根拠には、虚偽の適時開示（適示開示の懈怠）と投資家の取引決定との間に因果関係が要求されるという考え方がることが示唆されている。すなわち、草案理由書では、有価証券取引法37b条1項1号に関して「投資家は、消極的な事実を知っていれば (in Kenntnis der negativen Tatsache)、当該有価証券をその支払額で取得することはなかったであろう。すなわち、彼は有価証券をそれゆえ『あまりに高く』購入したのである。当該投資家は、発行者が義務を適切に履行したのであればどのような状態にあったのかを申し立てなければならない。」と述べられており、同趣旨の表現

---

60) 両条で表現を変えている理由は草案理由書からは明らかではない。37c条は、積極的な行為によって公衆を誤解させる場合に当たるため、第三者が内部者情報を正しいと信頼したことが要求されると説明するものがある (Buck-Heeb, Fn. 3, Rn. 368)。

61) Vgl. Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 51; Leuschner, Fn. 50, 1052; Baums, Fn. 52, 177ff. 従って、例えば虚偽の適時開示が公表されている間に株式を取得して売却した者や、虚偽の適時開示がなされていたために意図していた株式譲渡を断念した者は、取引決定をしていないので、原告適格は認められないことになる。

62) Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F. 2d 461 (1952).

63) Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 51; Baums, Fn. 52, 178.

は37b条1項2号、37c条1項1号に関する部分でも見られる<sup>64)</sup>。

これを踏まえて、学界においては、有価証券取引法37b条・37c条に基づき第三者が損害賠償請求する場合、虚偽の適時開示と投資決定との間に具体的因果関係（いわゆる責任設定的因果関係）が必要か——虚偽の適時開示を知って株式を取得・譲渡したことが必要か——、そして賠償請求しうる損害は何か——契約締結損害か、株価差額損害か——が議論された。この問題に関して、法文の文言や草案理由書の解説は決定的とはいえなかった。「消極的な事実を知っていれば、……当該有価証券を……取得することはなく——知っていれば取引自体をしなかった——、投資家は「発行者が義務を適切に履行したのであればどのような状態にあったかを申し立てなければならぬ」——原状回復主義を前提とする——という理由書の表現からは、第三者が賠償請求しうる損害としては契約締結損害を構想しているようにも思える一方で、「彼は有価証券をそれゆえ『あまりに高く』購入した」という理由書の表現——知っていれば、別の価格（歪められていない価額）で取引をしていた——からは、株価差額損害を構想しているようにも理解できた<sup>65)</sup>。

学説の多数は、有価証券取引法15条に関連づけられた37b条及び37c条の保護目的——情報の正確性に対する信頼及びそれに基づく価格形成に対する信頼を保護し、投資家の意思決定に対する不当な影響を排除することによって投資家を保護する——や市場リスクの適切な分配の観点から、投資家は株価差額損害のみを主張することができるとし<sup>66)</sup>、この場合の因果

64) Gesetzesentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drucks 14/8017, S. 93f.

65) Vgl. Möller/Leisch, Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, BKR 2002, 1071, 1074.

66) Fuchs, Fn. 16, §§ 37b, 37c Rn. 34f.; Maier-Reimer/Paschos, Fn. 51, § 29 Rn. 120; Sethe, Fn. 53, § 37b, 37c Rn. 86ff. (但し Sethe は、契約締結損害の場合でも一般的な市場リスクは投資家と会社とで適切に分配されるものと解する。Rn. 91, 154); Fleischer, Fn. 54, 2035; ders., Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener

関係について、多くの学説は、「当該内部者情報を正しいと信頼した」ということは情報の正確性即ち市場の価格形成に対する信頼でよく（價格的因果関係）、具体的な因果関係は不要であると主張していた<sup>67)</sup>。他方、法文は損害について何ら限定していないことや、規定ぶりや沿革、体系的所見からは投資家の合理的な意思決定と財産が保護されるなどと主張して、投資家は契約締結損害の賠償請求もなしうるとする説とが対立していた<sup>68)</sup>。

## (2) IKB 事件

連邦通常裁判所が有価証券取引法37b条又は37c条に関して判断を示した事件は数少ないが<sup>69)</sup>、同法37b条における損害と因果関係に関して判示された重要判例として、IKB 事件（連邦通常裁判所2011年12月13日判決<sup>70)</sup>）がある。

---

↘ unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2002, 1869, 1870ff.; Zimmer/Grotheer, Fn. 56, Rn. 87f. WpHG §§ 37b, 37c; Mülbert/Steup, Fn. 56, § 33 Rn. 195ff.; Maier-Reimer/Webring, Ad hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung—Die neuen Haftungsvorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes—, WM 2002, 1857, 1860f.

67) Maier-Reimer/Paschos, Fn. 51, § 29 Rn. 121; Sethe, Fn. 53, § 37b, 37c Rn. 97f.; Zimmer/Grotheer, Fn. 56, Rn. 90 WpHG §§ 37b, 37c; Maier-Reimer/Webring, Fn. 66, 1860f. なお、この場合にも具体的因果関係が要求されるとする見解（但し、具体的事案によっては投資家側に立証責任の緩和が認められるとする）として、Mülbert/Steup, Fn. 56, § 33 Rn. 200, 207. なお、37c条についてのみ具体的因果関係が要求されるとする見解として、Fuchs, Fn. 16, §§ 37b, 37c Rn. 29.

68) Möller/Leisch, Fn. 65, 1076; ders., in Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, §§ 37b, 37c, Rdnrn. 356f.; Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger, Schadensersatzanspruch, Schadensart und Schadensberechnung gem. der §§ 37b, 37c, WpHG, WM 2004, 1845, 1848ff.; Rössner/Bolkart, Schadensersatz bei Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, 1471, 1475; Hennrichs, Haftung für falsch Ad-hoc-Mitteilungen und Bilanzen, Festschrift für Helmut Kollhoser zum 70. Geburtstag, Bd. 2, 2004, 201, 206f.

69) 有価証券取引法37b条に基づく請求の可否が争われたダイムラー集団訴訟事件があるが（BGH WM 2011, 141; BGH WM 2008, 641）、もっぱら主席取締役の任期満了前の退職が有価証券取引法13条に規定する内部者情報に該当するか否かが争われた。

70) BGHZ 192, 90.

(i) 事案の概要

原告は、被告会社（IKB 社）の株式を取得した者から株式を譲り受けた者である。IKB 社は株式会社であり、中小企業への融資を行う金融機関である。2001年以降、IKB 社は、直接又は間接に、資本市場においてもいわゆるポートフォリオ型融資に従事しており、同社が推奨する金融商品には、アメリカ抵当権市場に基づく債権に関する金融商品も含まれていた。2007年春以降、アメリカ抵当権市場においては、金利の上昇、不動産価額の下落、著しく低い信用供与基準により、有価証券の形で取引される不動産クレジットの損失が積み重なっていた。遅くとも2007年7月20日までは、IKB 社のいわゆるサブプライムに対する直接投資額の割合は約38.5%に達しており、目的会社を通じて間接的にサブプライムに關する投資額の割合は約90%に達していた。

2007年7月中旬、高まる損失リスクのために、格付機関が初めてサブプライムの格付けを引下げた。同時に、IKB 社が発行していた社債の価額が下落し、IKB 社がアメリカのサブプライム市場に直面して実体的な危険に遭遇しているとの噂が立った。この高い損失リスクに市場が反応したため、IKB 社の変動債権利回り格差（いわゆるボンド・スプレッド）のコストは拡大した。同時に、IKB 社のいわゆる CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の価格は上昇した。この出来事と平行して、IKB 社の株価は下落した。

流布する噂と市場状況を鎮静させるため、当時の IKB 社の主席取締役は——上述の状況を知りながら——、2007年7月20日、アメリカサブプライムによる IKB 社への影響はほとんどないという趣旨のプレスリリースを交付するよう指示した。これに関して、後に同取締役は、故意の相場操縦により、有価証券取引法20a条1項1号、38条2項、39条2項11号に基づき執行猶予付の10か月の自由刑及び罰金刑の判決を受けた。

2007年7月26日、ある個人投資家が、後に（2007年9月10日）原告に譲渡することになる IKB 社の株式1000株を1株23.77ユーロ（総額23916.04ユーロ）

ロ）で購入した。同月27日、ドイツ銀行が、IKB 社に対して、インターバンク市場における取引を閉鎖し、他の金融機関もこれに同調した。同月28・29日の週末、IKB 社の大株主であるドイツ金融復興公庫（KfW）、連邦金融監督サービス機構（Bafin）、ドイツ銀行及び連邦金融庁が危機のための会合を開き、その結果、IKB 社に救済措置をとることとなった。同月30日、これについての適時開示がなされた後、IKB 社の株価は急落した。

原告は、2007年7月20日のプレスリリースに虚偽の記述があったことを理由として、保有する IKB 社の株式と引換えに購入価額を償還するよう、IKB 社に対して損害賠償請求した。第1審及び控訴審では請求は棄却された。控訴審は、株式法400条1項1号を保護法規とするドイツ民法823条2項に基づく請求と同法826条に基づく請求を認めず、特に有価証券取引法20a条（相場操縦の禁止）を保護法規とする同法823条2項に基づく請求と有価証券取引法37b条に基づく請求について検討し、最終的に請求を棄却していた。

これに対し、連邦通常裁判所は、有価証券取引法20a条は個人保護ではなく有価証券市場の一般的な機能保護を目的とするものであるとして、控訴審判決と同様にドイツ民法823条2項に基づく請求を否定したが<sup>71)</sup>、有価証券取引法37b条に基づく損害賠償請求権は認めた。即ち、控訴審判決では、IKB 社は後のサブプライム危機による株価下落を予測できなかったとして、IKB 社に適時開示義務があったことを否定していたのに対し、連邦通常裁判所は、むしろ2007年7月20日にプレスリリースを交付したことは、有価証券市場においてアメリカサブプライムへの関与がどのような意味を持つかを認識していたことを示しており、サブプライムの取扱額に関して同法15条の適時開示義務は発生していたとした<sup>72)</sup>。そして、同法

---

71) BGHZ 192, 90, 101, Rn. 26.

72) BGHZ 192, 90, 104f., Rn. 37f. なお、サブプライムの保有量が7月26日前の時点で内部者情報となっていたと認められた点——アメリカ抵当権市場の冷え込みやそれに伴うサ

37b条において第三者が賠償請求しうる損害と因果関係について、次のように判示したうえ、控訴審に審理を差し戻した。

(ii) 判旨の概要

連邦通常裁判所は、ドイツ損害賠償法の基礎となる原状回復主義に基づき、情報提供義務違反の場合（契約締結前の説明義務違反に基づく賠償請求や虚偽の適時開示に関するドイツ民法826条に基づく賠償請求）に関する判例法理を踏まえて<sup>73)</sup>、この場合と同じく、有価証券取引の解除としての損害賠償請求を認めた。即ち、賠償請求しうる損害は、ドイツ民法249条に基づき、原則として契約締結損害であって、原告は、保有する株式と引換えに購入価額の賠償を請求しうることになる。

「考慮の出発点は、原状回復の原則を制定している、全損害賠償法の基礎規範としてのドイツ民法249条でなければならない。確かに、このことから、適時開示の公表の懈怠に関する37b条にとって、賠償を義務づける事情が発生しなかったら、即ち被告が15条に基づく公示義務を適時に履行していたならば、どのような仮定的な状況が存在していたかということは明らかにならない。しかしながら、この原則に従って減額なく補償すべきことが指示されており、連邦通常裁判所の確立した (ständige) 判例は、情報提供義務侵害のもとで一般に債務法上の解除の理論に到達している。」<sup>74)</sup>

同裁判所は、立法理由はどっちつかず (ambivalent) ではあるが、有価証券取引法37b条と37c条の構造は軌を一にしており、法律の文言からすると、消極利益 (原状回復) が理解されるべきであるとする<sup>75)</sup>。そして、

---

↘ プライムの格付け引下げの後に初めて適時開示義務が生じたとする——については、後知恵バイアスであるとして、一般に強く批判されているが (Vgl. Seibt, BGH EWiR § 37b WpHG 1/12, 159, 160)、本稿の目的からこの点については取り上げない。

73) 前掲注 (32) 参照。

74) BGHZ 192, 90, 110f. Rn. 51.

75) BGHZ 192, 90, 111 Rn. 52f.



有価証券取引法15条は、間接的に同法37b及び37c条を通じて、適切な市場情報に基づく投資決定に対して個人投資家を保護するというを目的としているので、公示義務違反のゆえに成立した法律行為は解除しようということは、筋道が通っているとする<sup>76)</sup>。

投資家が賠償請求しうる損害を契約締結損害と考え、投資家が負うべき市場リスクが全て発行者に負わされることになるという批判については、ドイツ民法に基づく解除の効果——ドイツ民法346条3項は、自己のためにするのと同じの注意を払ったにもかかわらず解除権者のもとで物の毀損・滅失が生じた場合、解除権者は価値賠償義務を負わず、現存利益を返還すべき旨を規定する——を根拠に、一般的な市場リスクも不実開示に基づく結果として発行者が負うべきものとする。つまり、解除の効果を前提に考えると、また、契約締結前の説明義務違反の場合などに原状回復主義に基づき減額なくして損害賠償を認める判例を踏まえると、有価証券取引法37条及び37c条に基づく請求に関しても、会社側が物（株式）の悪化のリスクを負わなければならないものとする。

「契約締結損害の賠償は、発行者はそれゆえ全ての市場リスクにさらされるという見解と矛盾しない。というのは、一般的な市場発展に基づき成立した損害は基本的に顧客のもとにそのままにしておかれる一方で、発行者はただ虚偽についてのリスクのみ負うべきであるというこの論拠を基礎づける推定は、不適切なものと証明されているからである。すでに——損害賠償法の関連でも（ドイツ民法281条5項、283条2文参照）——ドイツ民法346条3項1文3号が示すように、返還されるべき物の偶然的悪化の危険は加害者のもとに残ったままである。同様に判例は、契約締結前の説明義務侵害の場合のみならず、株式法上の株式法400条1項1号の公示義務違反についても、原状回復原則に基づき無制限の損害賠償請求権に到達している。このことは、矛盾する根拠がないので、有価証券取引法上の37b条、37c条に基づく公示義務の枠内でも当てはまる。というのは、一般的な市場リスクのゆえに発生した財

---

76) BGHZ 192, 90, 113 Rn. 56.

産現象は、それにもかかわらず、不実のあるいは懈怠されている適時開示によって条件づけられる投資家の投資決定の結果だからである。」<sup>77)</sup>

因果関係については、義務に反して適時開示の公表が懈怠されたことが原告の投資決定の原因になっていたかどうか問題になるとする<sup>78)</sup>。そして、同法37b及び37c条のもとでのなされるべき因果関係の証明の枠組みにおいて、投資家には基本的に立証責任の緩和は役立たないとする<sup>79)</sup>。

「連邦通常裁判所によって発展した、契約締結上のあるいは契約締結前の説明義務違反あるいはプロスペクト責任における『説明に適した行動の推定 (Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens)<sup>80)</sup>』に対する基本原理の適用は、問題にならない。この推定は、投資家がある特定のプロジェクトに投資するか否かについて、自己決定と賛否の判断という、具体的に投資しようとする投資家の権利を保障するものである。適時開示には、仮にある金融商品の市場価値が適時開示によって影響を及ぼされて、それによって投資家の反応が引き起こされたとしても、特定の投資決定を具体化することには欠けている。

目論見書責任における責任設定的因果関係の立証責任の転換を規定する取引所法45条2項1号<sup>81)</sup>の類推適用は、計画的な法の欠缺であるので、排除される。立法者は、投資家に課せられた不実開示と投資決定との因果関係の立証はほとんど不可能であるということを知っているにも関わらず、有価証券取引法37b条、37c条をその限りで取引所法45条2項1号と同化させるという契機にすることはなかった。

---

77) BGHZ 192, 90, 113f. Rn. 58.

78) BGHZ 192, 90, 114 Rn. 59.

79) BGHZ 192, 90, 115 Rn. 61.

80) 説明義務 (Aufklärungspflicht) 違反と損害との間の因果関係を推定する判例法理であり、例えば投資勧誘において、投資家が具体的に説明されていれば、その具体的な説明に従って正しく行動したであろうということが推定される。Vgl. BGHZ 61, 118, 120ff.; BGHZ 124, 151, 159f.

81) 目論見書法22条2項1号の前身となる規定である。いわゆる責任設定的因果関係の存在を推定する規定であり、目論見書に基づいて当該有価証券を取得しなかったことを被告側が立証した場合には目論見書責任は排除される旨を定める。前掲注 (38) 参照。

目論見書責任に関して旧法の判例で発展してきた『投資雰囲気』の存在に基づく表見証明の原則を37b条に基づく責任の場合に移譲することはできない。ここでは懈怠された適時開示に基づく損害賠償が問題になっているので、ある（虚偽の）適時開示から出される積極的なシグナルを、それゆえ個々の具体的な投資決定との接点を欠いているからである。』<sup>82)</sup>

他方、連邦通常裁判所は、原告が適時開示義務の懈怠と購入決定との間の具体的な因果関係の証明について成功しなかったとしても、原告は少なくとも株価差額損害を賠償請求できる旨を判示する。原告は、適時開示が適時になされていたならば、購入時において株価はより低かったであろうということを主張・立証しなければならないが、ドイツ民事訴訟法287条に基づき損害評価するための基礎は与えられているので、少なくとも最小損害（Mindestschaden）として株価差額損害が賠償されうるとする。

「37b条の枠内においては、適時に内部者情報が開示されていれば譲渡人は株式を購入しなかったかどうかは問題にならない。彼はただ、——適時開示が適時になされていたならば——、株価はその購入の時点においてより低かったであろうということをただ主張し、場合によっては証明しなければならない。

控訴審がそのような株価差額損害の発生が証明されたとみなしていたならば、その額が確定されるか、ドイツ民事訴訟法287条による損害評価のために必要な評価の基礎が与えられていたであろう。連邦通常裁判所による確立した判例によれば、具体的な端緒がないので完全に宙に浮いている、それゆえ任意であるという場合にのみ、ある評価は断念されうるし、されなければならない。しかしながら、ある損害が、特定できないが少なくとも一定量の高さで成立しているということが確定されるならば、通常は、相当な損害の受容を基礎づける状態に基づき、特定の（最低の）損害の算定にとっての十分な基礎が与えられている。』<sup>83)</sup>

---

82) BGHZ 192, 90, 115f. Rn. 62ff.

83) BGHZ 192, 90, 117f. Rn. 67ff.

(iii) 小 括

IKB事件では、有価証券取引法37b条のもとで投資家が賠償請求しうる損害と因果関係に関して、投資家はドイツ民法249条に基づき契約締結損害を主張することができること、その場合には虚偽の適時開示と投資決定との間の具体的な因果関係を投資家側が立証することが必要であること、投資家側に立証責任の緩和は認められないことが明らかにされ、この点では、ドイツ民法826条に基づく損害賠償請求の場合と変わりはない。但し、原告側が適時開示義務の懈怠と投資決定との間の具体的因果関係の立証に成功しなかったとしても、少なくとも株価差額損害について賠償請求が可能であるとして、その場合にはただ、適切に適時開示がなされていれば購入時における株価はより低かったであろうことを主張・立証すればよいとする。

判例の立場については、まず、契約締結損害の賠償も認められるとした点について、投資家と発行者とが直接的な関係を持たない典型的な流通市場においては、他の情報提供義務違反に係る判例法理とパラレルに考えることはできないという批判のほか<sup>84)</sup>、特に資本市場への経済的作用の観点から——フリーライド効果、市場における適切なりスク分配のあり方——から批判する見解が多いが<sup>85)</sup>、他方、明確に株価差額損害を規定していない法文の規定からすればドイツ損害賠償法の原則に従い契約締結損害も賠償可能と理解せざるを得ないことや、発行会社の保護及びドイツ資本市場の魅力保持のため、投資家側による具体的因果関係（責任設定的因果関

---

84) Klöhn, Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, AG 2012, 345, 354; Hellgardt, Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformationshaftung, DB 2012, 673, 677; Schmolke, Die Haftung für fehlerhafte Sekundärinformation nach dem `IKB'-Urteil des BGH, ZBB 2012, 165, 175; Mülbert/Steup in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., 2013, §41 Rn. 214.

85) Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz: (WpHG): Kommentar, 2. Aufl., 2016, §§ 37b, 37c Rn. 38ff, 41; Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 54; Klöhn, Fn. 84, 353; Hellgardt, Fn. 84, 677f.; Schmolke, Fn. 84, 175; Mülbert/Steup, Fn. 84, § 41 Rn. 216.

係)の立証は高く要求されるべきであるなどの理由により、少なくとも結論においては判決を妥当とするものに分かれている<sup>86)</sup>。

具体的因果関係の立証に成功しなかった場合でも投資家は少なくとも株価差額損害の賠償が認められるとされた点については一般に好意的に評価されており、ドイツ民法826条に基づく請求の場合にも、従来の判例から離れて、この考えが拡大されるべきであるとの主張もある<sup>87)</sup>。もっとも、投資家側で適時開示が適切になされていれば購入時における株価はより低かったことを主張・立証しなければならないと判示された点については、これがいわゆる責任設定因果関係における信頼の要件を完全に断念したことを意味するのか——適時開示の懈怠がなければ異なった株価であったということのみを主張・立証すればよい——、あるいは、市場における詐欺の理論に依拠したものなのか——投資家が行動した市場が効率的ではなかったとか、投資家が価格形成の完全性を信頼しなかったことが立証されると請求は認められない——と見るべきかについては評価が分かれている<sup>88)</sup>。

また、義務違反がなかった場合の仮定的な株価の立証は、もっぱら新事実が公表された後の株価の変動と鑑定家の評価に依拠することになるといわれているが<sup>89)</sup>、損害の評価に際してどのような要素がどのようにして考慮されるのかはまだ未解明である<sup>90)</sup>。投資家は、株価差額損害を請求する場合には、因果関係の立証は比較的容易になるものの、鑑定等のための費

---

86) Seibt, Fn. 72, 160; Bachmann, BGH: Schadensersatz wegen unterlassener Kapitalmarktinformationen—IKB: Anmerkung, JZ 2012, 578, 580ff.; Bernuth/Wagner/Kremer, Die Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen: Zur IKB-Entscheidung des BGH, WM 2012, 831, 836f.; Möller/Leisch in Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., 2014, §§ 37b, 37c, Rn. 320.

87) Vgl. Bachmann, Fn. 86, 581; Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 30a.

88) Klöhn, Fn. 84, 356.

89) Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger, Fn. 68, 1850; Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 53; Mülbert/Steup, Fn. 84, § 41 Rn. 227ff. Vgl. BGH ZIP 2005, 1270, 1274f.

90) Bernuth/Wagner/Kremer, Fn. 86, 836.

用をかけて損害額を決定しなければならず——その額での請求が認められるかの予測も困難である——，他方，契約締結損害を請求する場合には，請求権の内容は容易に決定されるものの，具体的な因果関係の立証はほとんど成功しないことになり，いずれにせよリスクにさらされるといわれる<sup>91)</sup>。實際上，投資家にとっては，フリーライドへの魅力が勝ることも指摘されている<sup>92)</sup>。

## 5. 結 語

ドイツ法の制度のもとでは次のような特徴があるといえる。第一に，不実開示を抑止するための責任規制としては，中心的な規制としては目論見書責任がこれを担っており，適示開示義務違反の責任は，目論見書責任を補完するという位置づけになっている。適時開示義務違反の責任は，目論見書責任と異なり，損害額，因果関係の推定に関する規定は存在しない。損害賠償法に関して原状回復主義を原則とするドイツにおいては，資本市場法の立法政策として，発行者と直接の契約関係に立たない投資家に対していかなる損害の賠償を認めるかは困難な問題になりうる事が推察される<sup>93)</sup>。

第二に，ドイツ不法行為法の基本体系に基づき，因果関係の要件は厳密に検討される傾向にある。因果関係に関しては，加害者（取締役や会社）の義務違反によって投資家の意思決定が侵害されたか，意思決定の侵害の結果としてどのような損害が発生したかが区別されたうえ，特に前者の因果関係の立証責任の所在及び立証方法が大きな論点となっている。投資家

---

91) Möller/Leisch, Fn. 65, 1079.

92) Spindler, Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformationen—ein (weiterer) Meilenstein, NZG 2012, 575, 578.

93) (有価証券取引法37b条及び37c条の成立に係る第4次資本市場振興法の)起草者は損害調査と損害額算定の現代化を不十分にしか検討しなかったと評価する論者がある (Fleischer, Fn. 13, §6 Rn. 52)。

側は、契約締結損害と株価差額損害のいずれの損害を主張するかで、因果関係についての立証内容が異なりうることになる。

第三に、原状回復主義の原則から、賠償請求しうる損害は原則として契約締結損害となる。連邦通常裁判所は、契約締結上のあるいは契約締結前の説明義務違反に基づく損害賠償請求、目論見書法21条に基づく請求、虚偽の適時開示に関するドイツ民法826条に基づく損害賠償請求、そして有価証券取引法37b条に基づく損害賠償請求について、これらを等しく情報提供義務違反（Informationspflichtverletzung）の観点から包摂し、いわゆる契約締結損害を賠償しうるとすることで一貫させている。但し、特に有価証券取引法37b条に基づく損害賠償請求の場面では、流通市場における取引という構造をもつため、契約締結損害を賠償しうるとした場合の投資家のフリーライド問題——発行者は一般的な市場リスクも負担させられる——が顕在化する。連邦通常裁判所は、適時開示が懈怠されて投資家の意思決定が侵害されている以上、一般的な市場リスクを会社が負担することは当然であるとして、投資家保護を優先する立場であるが、市場リスクの適切な分配の観点からの批判が根強い<sup>94)</sup>。

最後に、株価差額損害は、具体的な因果関係を立証することが困難な契約締結損害に対し、因果関係の立証を緩和する意味を持つものとなっている。但し、有価証券取引法37b条及び37c条は請求権の内容について特別の規定を設けていないので、特に個人投資家にとっては、損害額の立証の面でコスト負担の問題が大きくなる。株価差額損害の賠償請求を認めればフリーライド問題は解消されるものの、損害額算定のリスクから投資家が請求権を行使しようとしなくなるとすれば、違法行為の抑止による市場保護の機能は極めて低下することが指摘されている<sup>95)</sup>。

---

94) Fleischer, Fn. 13, § 6 Rn. 52; Möller/Leisch, Fn. 86, §§ 37b, 37c, Rn. 298f.

95) Spindler, Fn. 92, 578.