

〔論 説〕

# 継続開示書類の虚偽記載と発行会社の民事責任

服 部 育 生

- I 序論
- II 西武鉄道事件最高裁判決
- III ライブドア事件最高裁判決
- IV アーバンコーポレイション事件最高裁判決
- V 新しい動向及び考察
- VI 結語

## I 序論

1 継続開示書類（有価証券報告書、四半期報告書・半期報告書、臨時報告書、内部統制報告書<sup>(1)</sup>）の虚偽記載等に関して、金商法21条の2は、公衆縦覧期間に募集・売出しによらないで流通市場において有価証券を取得し又は処分した投資者（取得・処分時に虚偽記載等を知っていた者を除く）に対する発行会社の損害賠償責任を定めている。本条の趣旨は、流通市場における開示書類の虚偽記載等について、一般不法行為規定の特則として、（ア）故意・過失の立証責任の転換を図ったり（2項）、（イ）損害額・因果関係の推定規定を設ける（3項～6項）ことにより、投資者が発行会社の責任を追及しやすくしようとするところに求められる。

有価証券届出書に虚偽記載があった場合、募集又は売出しに応じて有価

---

(1) 正確には、継続開示書類のほか、有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類等の発行開示書類も含まれる（金商21条の2第1項・25条1項各号）。発行開示書類に虚偽記載があっても、流通市場においてそれを反映して歪んだ価格が形成されることによる。

証券を取得した者に対し発行会社が賠償すべき額は、原告が株式取得のために支払った額から、損害賠償請求時の市場価額（既に処分しているならば処分価額）を控除した額である（金商19条1項）。発行会社は投資者から資金を調達しているので、両者を投資以前の経済状態に戻す原状回復的な損害賠償に合理性が認められる。

有価証券報告書に虚偽記載があっても、投資者Aは流通市場において他の投資者Bから株式を買付けるのであり、発行会社に資金が流入することはない。この点から投資者Aの損害を発行会社に賠償させることに抵抗感があつたためか、<sup>(2)</sup>金商法21条の2は平成16年証取法改正によりようやく新設された。投資者Aは、金商法21条の2に基づいても、また民法709条に基づいても、発行会社に対して損害賠償を請求することができる。すなわち投資判断に当たり重要な事項について重大な虚偽記載をした発行会社は、有価証券報告書が公衆縦覧に供されている間に流通市場で株式を取得した投資者に対し、不法行為責任を負う。

2 流通市場での株式取得者に対する発行会社の責任について、従来、①取得自体損害ケース（当該虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかったと見るべき場合）、及び②高値取得損害ケース（当該虚偽記載がなくても当該株式を取得していたが、もっと安い価格で購入できていたはずであると見るべき場合）に分けて検討されている。

取得自体損害ケースにおいては、賠償されるべき損害額として、「取得価額 - 処分価額（保有し続けている場合は、事実審口頭弁論終結時の評価額）」が想定されていたが、最近では、上記差額から更に「虚偽記載に起因しない市場価額の下落分」も控除する考え方が有力である。原状回復的損害賠償から、公表後の市場価額の下落額のうち虚偽記載と相当因果関係が認められる部分の損害賠償に接近することになる。

高値取得損害ケースにおいては、賠償されるべき損害として、取得価額

---

(2) 河本一郎／大武泰南／川口恭弘『新・金融商品取引法読本』（2014）89頁。

と想定価額の差額（虚偽記載により水増しされた株式価値、株価が吊り上げられた部分）が想定されていた。これは、公表日前後1か月間の各平均株価の差額をもって上記取得時差額の近似値であると理解し、金商法21条の2第3項（平成16年証取法改正当時は2項）の損害額推定規定が設けられたことに由来する<sup>(3)</sup>。しかし最近では、民法709条又は金商法21条の2第1項に基づき請求する場合、取得時差額に限らず虚偽記載と相当因果関係のある損害の全てについて請求が認容されるとする考え方が有力である。金商法21条の2第3項の推定損害額も、取得時差額に限定されないことになる。

㉗虚偽記載により水増しされた株式価値のみを取得時差額と見るならば、それは虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分のたとえば45%程度であっても、㉗の水増しされた株式価値のほか㉘虚偽記載を有する株式の価額下落リスク評価額を含めて取得時差額と見るならば、それは虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分のたとえば80%程度になる。

取得時差額説と相当因果関係説の相違は相対的なものであるし、取得自体損害ケースと高値取得損害ケースとの区別も形骸化しつつある。本稿は、このような状況の下で、継続開示書類に虚偽記載があった場合における発行会社の民事責任のあり方について総合的に検討しようとするものである。

## II 西武鉄道事件最高裁判決

1 東京証券取引所の株券上場廃止基準は、少数特定者持株数基準、財務諸表等虚偽記載基準、公益・投資者保護基準を上場廃止事由として定めている（2条1項2号a、10号a、15号）。

---

(3) 三井秀範『課徴金制度と民事賠償責任』（2005）156頁。

Z<sub>1</sub>社（コクド）はY<sub>1</sub>社（西武鉄道）の株式を他人名義で多数所有し、実際にはY<sub>1</sub>社の親会社であった。Y<sub>1</sub>社は、有価証券報告書において、Z<sub>1</sub>社が所有するY<sub>1</sub>株式の数につき、Z<sub>1</sub>名義で所有する株式数のみを記載し、Z<sub>1</sub>社が他人名義で所有する株式数を記載しなかった。Y<sub>1</sub>社の少数特定者持株数（上位10名の株主及び役員が所有するY<sub>1</sub>株式の総数）は、継続して上場株式数の80%を超えていたが、有価証券報告書の記載の上では80%以下にとどまるものとされていた。

Y<sub>1</sub>社は、平成16年10月13日、Z<sub>1</sub>社の所有するY<sub>1</sub>株式の数及び所有割合を訂正する等した訂正報告書を提出し、これまでの虚偽記載の経緯を公表した（本件公表）。東京証券取引所は、同年11月16日、Y<sub>1</sub>株式について、同年12月17日に上場廃止とする旨を決定した。Y<sub>1</sub>株式の株価は10月13日が1081円、11月16日が268円、12月16日（最終取引日）が485円であった。

平成18年2月、Y<sub>1</sub>社の会社分割等が行われ、Y<sub>1</sub>社株主は、その所有Y<sub>1</sub>株式1株につきZ<sub>2</sub>（西武ホールディングス）株式1株の割当てを受けた。その際、Y<sub>1</sub>株式は1株919円と評価され、Y<sub>1</sub>社は反対株主からの株式買取請求にも同一の価格で応じた。Z<sub>1</sub>社は、平成18年2月1日、Y<sub>2</sub>社（プリンスホテル）に吸収合併された。Z<sub>2</sub>社は、平成19年5月21日以降、単元未満株式の買取請求に対し、1株1175円で買取りに応じている。

Xらは、平成4年12月10日から16年10月13日までの間にY<sub>1</sub>株式を取得した。Xらの中には、(a)本件公表後にY<sub>1</sub>株式を売却した者と、(b)Y<sub>1</sub>株式を売却せず、Y<sub>1</sub>株式に代わり同数のZ<sub>2</sub>株式を保有している者がある。

2 XらはYらに対し損害賠償（民709条）を求めた。損害額に関する主張は、次のように要約される。(1)主位的主張 取得価額の全額が損害額となる（取得自体損害）。(2)予備的主張1 上場プレミアム相当分（取得価額と想定価額との差額）が損害額となる。(3)予備的主張2 処分Y<sub>1</sub>株式については本件公表日の終値と処分価額との差額が、保有Z<sub>2</sub>株式については、本件公表日の終値（Y<sub>1</sub>株式）と事実審の口頭弁論終結時の価額（Z<sub>2</sub>株式）のとの差額が損害額となる（公表後下落損害）。

第1審（東京地判平成20年4月24日判例時報2003号10頁、金融商事1293号42頁）は、Xらの主的主張及び予備的主張1を排斥し、予備的主張2を採用した。Y<sub>1</sub>株式を処分したXらについては、平成16年10月13日の終値1081円と売却価格との差額をもって、虚偽記載と相当因果関係のある損害と認められた。Y<sub>1</sub>株式に代えて割当てを受けたZ<sub>2</sub>株式を保有しているXらについては、口頭弁論終結時におけるZ<sub>2</sub>株式の価格が1081円を下回っていないので、損害が生じたとは認められないとされた。

控訴審（東京高判平成21年2月26日判例時報2046号40頁、金融商事1313号26頁）は、主的主張及び予備的主張1を排斥し、予備的主張2について、Z<sub>2</sub>株式を保有しているXらの損害を否定した。ここまでは第1審と同様である。しかしY<sub>1</sub>株式を処分したXらの損害額については、民訴法248条を適用して、1株につき160円（平成16年10月13日の公表直前の株価1081円の約15%相当額）と認定した。

認容額が「公表直前価額 - 売却価額」（第1審）から「公表直前価額の約15%」（控訴審）に減額された理由は、次のように説明することができる。第1審判決の背景には、安値であっても売却可能なうちに（上場廃止となる前に）Y<sub>1</sub>株式を売却しようとするXらの投資家としての行動が合理的であるとの判断が存在する。他方、控訴審判決の背景には、上場廃止後もY<sub>1</sub>株式（又はZ<sub>2</sub>株式）を保有し続ける株主が多い、Y<sub>1</sub>株式（又はZ<sub>2</sub>株式）の市場価額は回復しているから、株価暴落時にY<sub>1</sub>株式を売却したXの判断は結果的に最悪の売却選択であるとの判断が存在する。「Y<sub>1</sub>株式を売却した者に1株1081円と個別の売却価額との差額を全て損害と認めることは、結果的に最悪の売却選択をした株主に最大の損害賠償を認めることとなり（判時2046号51頁）」不当である。

3 最三小判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁は、原判決を一部破棄し、保有株式を有しない者の請求については、Yらの賠償すべき金額は、第1審判決が認容し、Xらが不服を申し立てていない金額を下回らないとして、Yらの控訴を棄却するとの自判をし、その余の者の請求につ

き本件を原審に差し戻した。<sup>(4)</sup>

判決要旨は次の通りである。Xらにおいては、本件虚偽記載がなければ、Y<sub>1</sub>株式を取得するという結果自体が生じなかったと見ることが相当であり、その限りにおいて、Xらの主的主張は理由がある。虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、投資者が株式を処分したときは取得価額と処分価額との差額を、また株式を保有し続けているときは取得価額と事実審の口頭弁論終結時の市場価額（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額）との差額をそれぞれ基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して、これを算定すべきである。虚偽記載が公表された後のいわゆるろばい売りが集中することによる上場株式の市場価額の過剰な下落は、虚偽記載と相当因果関係のない損害として上記差額から控除することができない。

4 本件は金商法（旧証取法）21条の2の施行日（平成16年12月1日）前の事案であるところ、Xらは、法人としてのY<sub>1</sub>社及びY<sub>2</sub>社（旧Z<sub>1</sub>社を吸収合併）に対し、不法行為責任（民709条）を追及した。

虚偽記載がなければ、XらはY<sub>1</sub>株式を取得することはなかったと見るべき場合に、本件が該当するであろうか。本判決は、虚偽記載がなければ上場廃止となり、Xらにおいては、Y<sub>1</sub>株式を取得することができず、あるいはその取得を避けたことは確実であるとし、これを肯定する。

「虚偽記載なければ株式取得なし」の事例④及びそれ以外の事例⑤を区別する実益は、現在では小さいものとなっている。損害額の算定について、取得価額と処分価額との差額から出発する（事例④）か、虚偽記載公表・発覚後の市場価額下落額から出発する（事例⑤）か程度の相違しかない。事例④であるからといって、当然に原状回復的損害賠償が認められる

---

(4) 最三小判平成23年9月13日には、①事件（一般投資家集団訴訟）及び②事件（機関投資家訴訟）がある。①事件・②事件ともほぼ同旨であるので、本稿は①事件のみを取り上げる。②事件については金融商事1383号27頁参照。

わけでない。また事例⑥であっても、取得時差額以上の損害賠償請求が認められる。

Y<sub>1</sub>株式は上場廃止となる危険を内包していた。Y<sub>1</sub>社の虚偽記載により、Xらはそのような危険を認識することなくY<sub>1</sub>株式を買付けた。取引所市場で株価  $a$  円のY<sub>1</sub>株式が上場廃止となり、非上場株式としての価値は  $0.65a$  円であるとしよう。Xらは、 $0.35a$  円の減価事由を内在するY<sub>1</sub>株式を  $a$  円で買付けたことになる。上場廃止となる危険を認識していたならばY<sub>1</sub>株式を買付けなかったと主張する投資者也存在するであろうが、これは、虚偽記載の内容が架空売上げの計上による経常利益の過大記載とか連結純資産額の過大記載であっても、同様である。

虚偽記載事実が株式取得の自己決定にとって決定的要因となったか否か、あるいは虚偽記載により自己決定権が著しく侵害されたか否かを基準とすべきであると説かれることもある<sup>(5)</sup>。虚偽記載が各投資者の自己決定に及ぼした影響を明らかにすることは困難であるから、實際上、真実情報が反映され修正された株式価値（たとえば $0.65a$ 円）と修正前の株価（ $a$ 円）との差額の大小により判断されることになるであろう。

5 本判決については、投資者の被った「損害」が不法行為の成立要件のレベルと不法行為の効果のレベルとで意識的に区別して論じられていると評されている<sup>(6)</sup>。Y<sub>1</sub>株式を取得させられたこと自体が損害であるとする限りにおいてXらの主位的主張は理由があるとの表現は、虚偽記載によりY<sub>1</sub>株式を取得することについてのXらの自己決定権が侵害された（権利侵害）ことを意味する。従来取得自体損害説は、賠償されるべき損害の内容として原状回復的損害賠償を認める点に主眼が置かれていた。

多数意見（法廷意見）は、取得・処分差額から虚偽記載に起因しない市場価値額の下落分を控除して、損害額を算定する。投資者が自らの意思で引

(5) 潮見佳男「虚偽記載による損害——不法行為損害賠償法の視点から」商事法務1907号15頁、行澤一人「判批」判例評論643号19頁。

(6) 潮見佳男「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理」『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』所収（2012）513頁。

き受けたりスクの中には、虚偽記載に起因して市場価額が下落するリスクは含まれないが、その他のリスクは含まれることを意味する<sup>(7)</sup>。とりわけ Y<sub>1</sub> 株式を継続保有するか否かという投資判断については、虚偽記載によって X らの自己決定は歪められていない。株式保有を継続している間に生ずる「虚偽記載に起因しない市場価額の変動リスク」は、X らが自ら負うべきことになる。

寺田裁判官の意見は、虚偽記載に起因しない市場価額の下落額を、①一般的な経済情勢、株式市場の動向に基づく株価一般の下落に相応する Y<sub>1</sub> 株式の価額下落分、②虚偽記載公表後に X が漫然と Y<sub>1</sub> 株式を保有し続けた結果生じた価額下落分、及び③ Y<sub>1</sub> 株式に特有の価額下落分（Y<sub>1</sub> 社の業績不振）に分類した上で、①及び②については取得・処分差額からの控除に賛成し、③については同差額からの控除に反対する。その理由として、(1) X らが Y<sub>1</sub> 株式を取得することはなかったとの前提をとって、Y<sub>1</sub> 株式取得のために出捐した額を損害額の基本に据えながら、Y<sub>1</sub> 株式に特有の下落分をそこから控除するのでは筋が通らない、(2) 多数意見によるのであれば、もともと何を損害額算定の基礎とするかなどといった検討をとばして、虚偽記載と個々の株式価額の下落との関係を見て損害の範囲を決めるのと等しいと指摘される。

私見は、原状回復的損害賠償の認められる取得自体損害ケースを極めて例外的場合と位置づけており、虚偽記載の大部分のケース（西武鉄道事件も含む）については、虚偽記載の公表・発覚以後の市場価額の下落額を基礎として、虚偽記載と相当因果関係のある損害の範囲を限定すべきであると考えている。公表・発覚前に虚偽記載事実の一部漏洩があった等の特殊な事情がある場合には、公表・発覚以前の下落額に虚偽記載起因性が認められることもある。高値取得損害ケースと取得自体損害ケースとの区別には、ほとんど実益がない。取得自体損害ケースを高値取得損害ケースと同

---

(7) 加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方」『落合誠一先生還暦記念 商事法の新しい礎石』所収（2014）835頁。

様に取り扱うのと等しい。

6 本判決の枠組みからすれば、取得・処分差額のうち、虚偽記載に起因しない市場価額の下落額（上記①②③）は、賠償されるべき損害額から控除される。このことは、虚偽記載の公表・発覚の前後を問わない。本件ではY<sub>1</sub>社が訂正報告書を提出したことにより、これまでの虚偽記載が公表された（平成16年10月13日）。取得価額から公表日前日の終値への市場価額の下落分は、通常、虚偽記載に起因しないものであるから（公表・発覚していない間には虚偽記載は株価に影響を及ぼさない）、取得・処分差額から控除される。結局、虚偽記載の公表・発覚以後の株式価額の下落額から出発する考え方に接近する。

Z<sub>1</sub>社は、平成7年以降、その所有するY<sub>1</sub>株式の一部を他人名義株も含めて売却し、さらに平成12年以降、相対取引でY<sub>1</sub>株式を売却した際、Z<sub>1</sub>名義株を売却した上でその分の他人名義株をZ<sub>1</sub>名義に書き換えるという処理をしていた。Z<sub>1</sub>社のY<sub>1</sub>株式売却は虚偽記載の程度を下げる（虚偽の一部を解消する）ために行われたのであるから、この売却によるY<sub>1</sub>株式の市場価額下落は虚偽記載に起因するものといえる。

公表・発覚前に虚偽記載事実が一部漏洩され、その影響を受けて市場価額が下落していた場合、及び会社の業績を良好に見せかける虚偽記載がなされていたが、公表・発覚前に実態に近づけるように徐々に記載内容が正確に修正され、その修正の影響を受けて市場価額が少しずつ下落していた場合も、上記と同様である<sup>(8)</sup>。すなわち公表・発覚前の市場価額の下落額であっても、そのうち虚偽記載に起因する下落分については、取得・処分差額から控除されない。

本件の差戻審である東京高判平成26年1月30日判例時報2222号105頁は、取得価額から虚偽記載公表（平成16年10月13日）までの市場価額の下落額のうち9割が虚偽記載とは無関係な要因によるものとして、取得・処分差

---

(8) 法曹会『最高裁判所判例解説民事篇 平成23年度（下）』（中村さとみ）599頁。

額から控除すべきであると判示した。

株式取得時より虚偽記載の公表・発覚時の市場価額が上昇していたケースについて、本判決の立場と公表後下落損害説との相違が指摘されるが<sup>(9)</sup>、取得価額が公表・発覚時の市場価額より低い場合には、取得価額からの下落額を基礎として、虚偽記載と相当因果関係のある損害の範囲が限定されるべきである。

7 本判決は、虚偽記載公表直後のろばい売り集中による市場価額の過剰な下落は、取得・処分差額からこれを控除することができないとした。過剰な下落も、虚偽記載と相当因果関係があるということになる。たしかに虚偽記載の公表・発覚直後に投資者の過剰反応により株価が過剰に下落することは、決して珍しいことではなく、むしろ通常そのようになるともいえる。しかし本件虚偽記載はZ<sub>1</sub>社が保有するY<sub>1</sub>株式数の過少記載であり、Y<sub>1</sub>社の収益力や資産価値にさほど影響を及ぼすものではない。Y<sub>1</sub>株式が上場廃止され非上場株式として評価されるにせよ、その客観的価値が公表時の株価の1/3とか1/4になることはないであろう。

Y<sub>1</sub>株式の株価は、公表日（平16・10・13）1081円、上場廃止決定日（平16・11・16）268円、最終取引日（平16・12・16）485円であった。平成18年2月の企業再編時に、Y<sub>1</sub>株式は919円と評価されたうえで、Y<sub>1</sub>株主はY<sub>1</sub>株式1株と交換の形でZ<sub>2</sub>株式1株を割当てられた。Z<sub>2</sub>社は、平成19年5月以降、単元未満株式の買取請求に対し、1株1175円で買取りに応じてきた。Z<sub>2</sub>株式は平成26年4月に東証へ上場され、その株価はほぼ2000円台（最安値1565円～最高値3695円）で推移している。

原判決は、虚偽記載公表直前の市場価値の15%に相当する1株160円を損害額として認定したが、これは、公表直前の市場価額1081円と企業再編時の評価額919円との差額162円と近似する。原判決は、Y<sub>1</sub>株式の客観的価値919円を下回る過剰な下落分を、賠償すべき損害額から除外したこと

---

(9) 法曹会・前掲注(8)600頁。

になる。上場廃止決定日前後の最安値で売却したことによって生じた損失については、それを100%賠償する必要はないとの考え方が基礎になっていると推測され、私見は原判決に賛成する。すなわち少なくとも本件については、ろうばい売りによる市場価額の過剰な下落は、虚偽記載と相当因果関係がないと考える。

他方、学説の多くは次のような理由を挙げて本判決を支持している<sup>(10)</sup>。市場価額が客観的な株式価値を反映していなくても、投資者は市場価額でしか株式を処分できないのであるから、上場廃止までに株式を売却するという投資者の判断を非難できない以上、ろうばい売りによる（過剰な）下落は投資者の損害から減額されるべきでない<sup>(11)</sup>。しかし株価が株式の客観的価値を大きく下回っているのであれば、仮に非上場株式になるにせよ、なお当該株式を保有し続けるという選択もありえたはずである。

### Ⅲ ライブドア事件最高裁判決

1 金商法21条の2第1項による発行会社の損害賠償額は、取得価額から処分価額を控除した額が上限となる。投資者が株式を保有し続けている場合には、処分価額の代わりに損害賠償請求時の市場価額（処分推定価額）が控除される。一般の不法行為責任として、証券価額の下落分を上回る責任を負う事例はありうる。平成16年導入当初の本条は無過失責任を定めていたが、平成26年改正により「立証責任の転換された過失責任」とされた（同条2項）。逆粉飾（MBO等のために意図的に財務状況を低く見せる虚偽記載）の事例も存在することから、証券取得者と並び証券処分者も請

---

(10) 黒沼悦郎「判批」金融商事1396号2頁。

(11) 東京地判平成21年1月30日金融商事1316号2頁も、減価要因の発現によって株価急落を招来し、上場廃止までの間に投資者が株式を売却したことによって生じた損失は、株価低下が一時的なものであったとしても、Y社らの不法行為と相当因果関係が認められる、と判示する。

求権者として追加された（同条 1 項）。

2 Y 社（ライブドア）<sup>(12)</sup>は、平成16年12月27日に、平成16年 9 月期の有価証券報告書を関東財務局に提出した。同報告書には、売上計上の認められない自社株式の売却益37億6699万円、F G 両社に対する架空売上（合計）15億8000万円を売上高に含めるなどして、経常利益を50億3421万円と記載した内容虚偽の連結損益計算書（実際には3億1278万円の経常赤字）が掲載されていた。機関投資家 X らは平成17年 5 月25日から平成18年 1 月13日までの間に Y 株式を取得したが、平成18年 1 月17日から 1 月31日にかけてこれを全部売却した。

東京地検は、平成18年 1 月16日夜、Y 社の役員らにつき偽計・風説の流布の容疑があるとして、強制調査に着手した。東京地検検察官は、1 月18日、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らに対し、Y 社が平成16年 9 月期決算（単体）において14億円の経常黒字と粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨伝達し、その旨の報道がなされた。

Y 株式の株価は、平成18年 1 月17日には、前日終値の696円から制限値幅下限の596円まで急落した（ストップ安）。その後も株価は 6 営業日連続で値下がりを続け、1 月24日の終値は176円となった。東証は、1 月23日、Y 株式を監理ポストに割り当て、3 月13日、Y 株式が株券上場廃止基準 2 条 1 項11号及び18号に該当するとして、4 月14日をもって Y 株式を上場廃止とすることにした。

3 X らは、虚偽記載により損害を被ったと主張して、金商法21条の 2 に基づき、Y 社に対し、合計108億円の損害賠償を求めた。

第 1 審（東京地判平成20年 6 月13日判例時報2013号27頁、金融商事1297号42頁）は、X らの請求を合計約95億円の限度で認容した。判旨は次のように要約される。検察官による報道機関に対する虚偽記載の容疑がある旨の伝達は、権限を有する者による「公表」といえる。金商法21条の 2 第 2

---

(12) Y 社は、その商号を平成19年 4 月にライブドアホールディングスに、また平成20年 8 月に株式会社 L D H に変更した。

項（現3項）により推定される損害額は、公表日（平成18年1月18日）前1か月間の平均株価720円と公表日後1か月間の平均株価135円の差額である585円となる。しかし本件では、有価証券報告書の虚偽記載とは異なる虚偽の事実、役員の逮捕、M証券会社によるY株式の担保除外、F社の提携解消方針、及び監理ポスト割当等も株価下落の要因になっている。5項（現6項）に基づき、推定損害額（1株585円）から3割を減額する（1株409.5円）のが相当である。

Xら及びYの双方が控訴した。

控訴審（東京高判平成21年12月16日金融商事1332号7頁）は、原判決を変更し、請求認容額を増額した。判旨は次のように要約される。金商法21条の2により賠償を請求することのできる損害は、虚偽記載と相当因果関係のある全ての損害を含み、取得時差額（想定価額と取得価額との差額）に限定されない。虚偽記載公表後の株価下落要因としてY社が主張する事情は、E社の完全子会社化をめぐる報道を除けば、すべて、虚偽記載の発覚によって通常起り得る事態と認められる。5項（現6項）に基づき、推定損害額（1株585円）から1割のみを減額する（1株526.5円）にとどめるべきである。

4 最三小判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁<sup>(13)</sup>は、原判決の一部を変更し（総認容額を1100万円減額）、Y社のその余の上告を棄却した。原審の判断を基本的には是認したものと見える。判旨は次のように要約される。

（ア） 本件検察官が報道機関の記者らを通じて情報を開示した行為（平成18年1月18日）をもって、金商法21条の2第2項（現3項）にいう公表があったといえる。検察官は公表の主体たり得るし、当該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る基本的事実について、多数の者の知り得る状態に置く措置が執られたといえることによる。

---

(13) Y社が上告受理申立てをしたところ、第三小法廷はこれを受理した。

(イ) 金商法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係のある損害を全て含む。同条5項(現6項)にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり」とは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、有価証券報告書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。

(ウ) 投資者が複数回にわたってそれぞれ異なる価額で有価証券を取得し、これを複数回にわたってそれぞれ異なる価額で処分した場合においても、個別比較法による算定が可能なだけの主張、立証がされていない場合には、裁判所が、総額比較法により請求可能額を算定することができる。

(エ) 上記(イ)についての岡部裁判官の反対意見の概要は、次の通りである。会社の信用毀損による株主の間接損害は、流通市場において虚偽記載を知らずに株式を購入した株主のみならず、全株主が被っている。株主が株主であることによって被るこのような損害の賠償を会社に求めることはできない。金商法21条の2第2項(現3項)によって推定される損害額に高値取得損害(取得時差額)以外のものが含まれている場合には、同条4項(現5項)又は5項(現6項)によって控除されなければならない。

5 検察官を公表の主体と認め、検察官による報道機関に対する捜査状況の伝達を公表であるとする事に対しては、学説の一部において異論が見られる。

発行会社(提出者)以外の公表主体として異論なく承認されているのは、金融庁、証券取引等監視委員会、金融商品取引所及び認可金融商品取引業協会である。破産管財人等の管財人は提出者に準ずる者として公表主体となる<sup>(14)</sup>。検察官は発行会社に対し金融商品取引法上の調査・監督・処分権限を有していない<sup>(15)</sup>にせよ、強制処分を含む捜査を行う権限を有しており、

---

(14) 新谷勝「判批」金融商事1308号2頁。

(15) 弥永真生「金融商品取引法21条の2にいう『公表』の意義」商事法務1814号6頁、新谷・前掲注(14)4頁。

少なくとも形式的には「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」に該当する。検察官が捜査権限に基づき入手した情報には高い信頼性が認められる。

不特定または多数の者に伝達されることが合理的に予想される状況において、特定・少数の者（司法記者クラブ加盟報道機関の記者ら）に検察情報を提供することも公表に当たる<sup>(16)</sup>。検察官により提供された情報は、監督官庁による公表情報と同様に市場の評価の誤りを明らかにし価格変動を促す。検察官が報道機関に捜査状況を伝達した平成18年1月18日をもって公表日とすることに対しては、多数の者の知り得る状態に置かれるとの要件から、新聞各紙が報じた1月19日を公表日と考えるべきであると説かれることもある<sup>(17)</sup>。

6 公表の前後各1か月間における当該有価証券の市場価額の平均額の差額をもって、虚偽記載により生じた損害額であると推定される（金商21条の2第3項）。取得価額と想定価額との差額が損害になるとの立案者の考え方に立った上で、同差額の近似値として真実の公表による市場価額の下落分を利用しようとするものといえる。推定規定を援用できるのは、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当該有価証券を所有する者に限定される。

公表直後に市場全体の株価下落があったり（ブラックマンデー、リーマンショック）、発行会社の主力工場が事故で操業停止したり、製品の欠陥が発覚したり、指名停止措置を受ける等の要因によって株価が下落することもある。推定により算出された損害額の全部又は一部が、虚偽記載以外の事情によって生じた株価下落によるものであることを発行会社が証明したときは、発行会社はその全部又は一部については賠償の責任を負わない（金商21条の2第5項）。当該損害と虚偽記載との因果関係が認められないことによる。虚偽記載によって生ずべき値下がり以外の事情により生じ

(16) 黒沼悦郎「判批」金融商事1303号2頁。

(17) 新谷・前掲注(14)8頁。

た損害の額を証明することが極めて困難であるときには、裁判所の裁量による賠償額の減額が認められる（同条6項）。

7 本判決は、上記の虚偽記載によって生ずべき値下がりとは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、虚偽記載と相当因果関係のある値下がりの全てをいうと判示する。本判決を前提とすれば、金商法21条の2第3項は、公表前後の各1か月間における株価平均値の差額をもって、虚偽記載との因果関係が高い数値であるという考え方の上に成り立って、因果関係の推定を認めたものと理解することが適切になる<sup>(18)</sup>。結局、虚偽記載と相当因果関係のない事実により株価が下落した場合にだけ、その下落分が推定損害額から控除される。

虚偽記載の公表・発覚後に株価下落を引き起こす要因として、次の㉠～㉣<sup>(19)</sup>が考えられる。要因㉠は真実の情報の反映である。虚偽記載により吊り上げられていた株価が正常値に戻る。水増しされていた株式価値の剥離といってもよい。要因㉡は虚偽記載の発覚に伴う信用毀損である。取引の打切り、客離れ、取引条件の悪化等による売上高の減少や収益力の低下等も、これに含まれる。要因㉢は、損害賠償や課徴金の支払いまた訴訟費用の負担という形での発行会社からの資金流出である。要因㉣は投資家の過剰反応である。ろうばい売りの集中により、株価が株式の客観的価値を下回る水準にまで過剰に下落するケースも、少なくない。要因㉤は、景気減速、市況低迷、主力工場での事故発生による操業停止、競争激化による採算悪化、指名停止による受注減少等、虚偽記載とは無関係な要因である。

本判決は、要因㉠㉡㉢㉣による株価下落は本件虚偽記載と相当因果関係の認められる損害であると想定しているようである。しかし私見は、要因㉣による株価下落については相当因果関係を否定すべきであると考え。たしかに虚偽記載と要因㉣による株価下落との間に事実的因果関係は存在

---

(18) 神田秀樹「上場株式の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号12頁。

(19) 加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方」『商事法の新しい礎石 落合誠一先生古稀記念』所収（2014）826頁参照。

する。また発行会社の不祥事が発覚すれば、株価は過剰に下落しがちである。本判決も、虚偽記載の発覚により売り注文が殺到して、株価が大幅に値下がりすることも通常予想される事態であることを指摘している。しかし投資家の過剰反応による株価下落については、発行会社に帰責相当性がないとして相当因果関係を否定すべきである。

8 岡部裁判官の反対意見によれば、金商法21条の2第2項（現3項）により推定される損害額に取得時差額（要因㉑）損害以外のものが含まれている場合には、同条4項又は5項（現5項又は6項）によって控除される。すなわち要因㉒㉓㉔㉕による株価下落分は推定損害額から控除される。他方、多数意見は、2項（現3項）の損害を取得時差額に限定せず、虚偽記載と相当因果関係を有する損害として理解する。したがって、控除対象となるのは要因㉖による株価下落分に限られる。なお私見によれば、要因㉔㉕による株価下落分が推定損害額から控除される。要因㉔による株価下落につき相当因果関係を否定することによる。

第1審は、有価証券報告書の虚偽記載以外に、E社の完全子会社化に関する虚偽の発表（買収済みのE社を完全子会社化する、E社の企業価値を過大評価して株式交換比率を1対1と決定）、役員逮捕、M証券会社によるY株式の担保除外、F社の提携解消方針、及び監理ポスト割当等も株価下落の要因となっているとして、推定損害額から3割を減額した。取得時差額説に立つものと推測される。なお投資家の過剰反応部分は、公表日後1か月間の平均株価が損害算定の基準になっているから、既に考慮済みであるという。

控訴審は推定損害額からの減額を1割にとどめた。上記の株価下落要因は、E社の完全子会社につき虚偽の発表をしていたことがマスメディアによって報道されたことを除けば、いずれも、虚偽記載の発覚によって通常起こり得る事態である（虚偽記載と相当因果関係が認められる）ことによる。推定損害額から控除されるのは、要因㉖による株価下落分に限られるというに等しい。

最高裁も控訴審判決を支持し、E社の完全子会社化をめぐる報道による株価下落を理由に、推定損害額の1割を賠償の責めに任じないとした原審の判断につき、その裁量の範囲にあるものとしてこれを是認した。本判決により、金商法21条の2により賠償されるべき損害は取得時差額に限定されず、虚偽記載と相当因果関係のある損害は広く含まれることが明らかにされた。本判決の立場から考えるにせよ、投資者の損害が結果的に取得時差額に限られる事例は存在する<sup>(20)</sup>。取得時差額を超える株価下落が生じているが、その超過下落分はもっぱら要因<sup>Ⓒ</sup>によるものである場合である。

9 高値取得損害（取得時差額）は、有価証券報告書に虚偽記載のある株式を流通市場において高値で購入した株主の被る直接損害である。虚偽記載によって会社の信用が失墜し、客離れ、契約打ち切り、取引条件の悪化等が生じるならば、会社の損害を通じて、株主は株式価値の低下すなわち株価下落損害（間接損害）を被る。これは、虚偽記載後に虚偽記載を知らずに株式を購入したカテゴリー $\alpha$ の株主に限らず、虚偽記載前から株式を保有しているカテゴリー $\beta$ の株主も含め、株主が一般的にその地位に基づいて被るものである。

取締役の任務懈怠により会社が損害を被り株価が下落したとしても、株主は第三者として取締役の責任（会社429条1項）を追及することができない。株主は代表訴訟を提起して会社の損害の回復を図るべきであることによる。会社法429条1項に関する上記の解釈を類推すれば、高値取得損害ケースにおいても、会社の損害に起因して生じる株主の間接損害については、株主が発行会社の責任を追及することは認められない<sup>(21)</sup>。

会社の損害に起因することなく生じる株式価値の低下（直接損害）についてならば、株主は発行会社の責任を追及することができるか。ろうばい売りの集中とか上場廃止による流動性の喪失を原因とする株価下落は株主

(20) 法曹会『最高裁判所判例解説民事篇 平成24年度（下）』365頁（武藤貴明）。

(21) 田中亘「判批」ジュリスト1405号184頁、加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究11号344頁、白井正和「判批（下）」商事法務1972号19頁。

の直接損害であるが、前掲カテゴリー  $a$  の株主に限らず、カテゴリー  $\beta$  の株主も含め、株主が一般的にその地位に基づいて被る損害である。カテゴリー  $\beta$  の株主からカテゴリー  $a$  の株主への利益移転<sup>(22)</sup>を必要最小限に抑制するためには、(ア) 株主の間接損害、及び (イ) 株主の直接損害ではあるが、株主が株主であることによって被る損害については、その賠償を発行会社に求めることはできないとすることが望ましい。本件でも虚偽記載公表後の事実起因する株価下落のうちかなり大きい部分が、上記 (ア) (イ) に該当する損害として推定損害額から控除されるべきである。

しかし本判決は、金商法21条の2第1項にいう損害は一般不法行為の規定と同様に虚偽記載と相当因果関係のある損害を全て含み、取得時差額に限定すべき理由はないとした。会社法的な観点からカテゴリー  $a$  の株主が賠償を受けることができる損害の範囲を限定しようとする解釈は、全面的に否定されたに等しい。虚偽記載公表後の事実起因する株価下落のうち推定損害額から5項（現6項）により控除される下落分はごく僅かにならざるをえない。ろうばい売りの集中による株価下落分は、虚偽記載と相当因果関係を欠くとして控除することができると解すべきである。ただし、西武鉄道事件やオリンパス事件とは異なり、本件ではY株式の本源的価値を超える過剰な下落額の認定はかなり難しい。

10 虚偽記載に係る株式につき複数回にわたりそれぞれ異なる買付価格で取得し、これを複数回にわたりそれぞれ異なる売付価格で処分した場合における請求可能額の算定方法について、控訴審は総額比較法を用いたが、Y社は、個別比較法を用いるべきであると主張した。総額比較法では、取得価額の総額と処分価額の総額との差額をもって金商法19条1項限度額とした上で、これと推定損害額（21条の2第5項・6項による控除後のもの）の総額とが比較され、その小さい方の金額が投資者の請求可能額となる。他方、個別比較法では、個々の取引ごとに、19条1項限度額と推定損害額

---

(22) 正確に言えば、カテゴリー  $a$  の株主の中においても、損害賠償を請求しない株主から請求する株主への利益移転が生じる。

とが算出され、個別の小さい方の金額の合計が投資者の請求可能額となる。

総額比較法による算定額は、通常、個別比較法による算定額を上回る。個別比較法の場合、個々の取引ごとの19条1項限度額超過分が切り捨てられるに等しいからである。1回の買付けで取得した株式を1回の売付けで全部処分する取引態様が単純に繰り返される場合であるならば、個別比較法を用いることが合理的である。しかし5回の買付けでそれぞれ異なる価格で取得した株式を7回の売付けでそれぞれ異なる価格で処分したケースを想定すれば、個別比較法による請求可能額の算定は容易ではない。

個々の取引ごとの取得と処分との対応関係が特定され、取得価額及び処分価額につき具体的な主張、立証がされているときには、個別比較法を用いて請求可能額が算定される。本判決は、上記の主張、立証がされていない本件においては、原審が総額比較法によったことに違法があるとはいえないとした。投資者が総額比較法により請求してきたケースにおいて、発行者側が取得と処分の対応関係を特定し、各取引の取得価額及び処分価額を立証した場合、裁判所は個別比較法により請求可能額を算定することになる<sup>(23)</sup>。

#### IV アーバンコーポレイション事件最高裁判決

1 虚偽記載の公表と民事再生手続開始の申立てが同日に行われた事案において、当該申立てについて、これは「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情（金商21条の2第5項）」であるか。

アーバン社は転換社債型新株予約権付社債の発行による払込金の支払を受けたが（平成20年7月11日）、B社との間で締結されていた契約により同払込金は即座にB社に還流されることとなっていた。臨時報告書（平成

---

(23) 法曹会・前掲注(20)370頁。

20年6月26日提出)において、CBを発行して得た資金は債務の返済に使用する予定である旨が記載されていたにもかかわらず、当該資金はスワップ契約に基づく支払金に充てられた。アーバン社は虚偽記載の事実を自ら公表した日(平成20年8月13日)に、民事再生手続の開始を申し立てた。公表日前にアーバン株式を取得した $X_1$ (①事件)及び $X_2$ (②事件)が損害賠償請求権(金商21条の2)につき再生債権として届出したが、アーバン社はその全額を認めなかった。<sup>(24)</sup>

2 ①事件 第1審(東京地判平成22年3月9日判例時報2083号86頁)は、推定損害額には虚偽記載以外の下落要因も含まれているとして、5項(現6項)により、上限額の範囲内の推定損害額から2割を減額して、1株当たり損害額を47.98円と査定した。控訴審(東京高判平成22年11月24日判例時報2103号24頁)は、アーバン社は平成20年6月末には経営破綻状態にあったから、株価下落は再生申立てにより生じたとは認められないとして、推定損害額からの減額を一切認めず、上限額の範囲内で1株当たりの損害額を59.97円と査定した。

②事件 第1審(東京地判平成21年10月28日公刊物未登載)及び控訴審(東京高判平成22年3月17日公刊物未登載)は、取得価額と想定価額との差額である1株当たり74.71円をもって、 $X_2$ の損害額と査定した。

3 最二小判平成24年12月21日判例時報2177号51頁<sup>(25)</sup>は、①事件及び②事件とも、原判決を破棄し、本件を東京高裁に差し戻した。

判決要旨は次の通りである。

(1) アーバン株式の値下がりによって $X_1$ が受けた損害の一部には、虚偽記載と相当因果関係のある値下がり以外の事情により生じたものが含

---

(24) ①事件は、上告人(アーバン社)を再生債務者とする再生手続において、被上告人 $X_1$ が届出をした再生債権につき、その額をゼロ円と査定する旨の決定がされたことから、これを不服とする $X_1$ がその変更を求める異議の訴えである。②事件は、被上告人 $X_2$ の再生債権を2615万円と査定する旨の決定に対し、これを不服とするアーバン社がその変更を求める異議の訴えである。

(25) ①事件及び②事件ともアーバン社が上告受理申立てをしたところ、第二小法廷がこれを受理した。

まれているのに、これを否定して、 $X_1$ が受けた損害の全部が虚偽記載により生じたものであるとして、金商法21条の2第4項（現5項）又は5項（現6項）の規定による減額を否定した原審の判断には、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある（①事件）。

（2）臨時報告書の虚偽記載がなければ $X_2$ がアーバン株式を取得することはなかったとみるべき場合、虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、 $X_2$ が虚偽記載公表後に株式を処分したときは、その取得価額と処分価額との差額を基礎とし、経済情勢、市場動向、及び当該上場株式発行会社の業績など虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して、これを算定すべきである。これと異なる原審の判断には、法令の違反がある（②事件）。

4 ①事件から検討しよう。本件公表日（平成20年8月13日）後のアーバン株式の株価下落は、虚偽記載及び民事再生手続開始の申立てがあいまって生じた。再生手続開始の申立ては支払不能又は債務超過のおそれを意味し、100%減資が行われる可能性を示唆するから、申立てがあっただけで株価は通常かなり下落する<sup>(26)</sup>。虚偽記載と相当因果関係のない値下がりとして、金商法21条の2第6項により推定損害額から減額される。

（ア）虚偽記載の発覚による波紋として客離れや取引の打切りが拡大し、資金繰りの悪化から支払不能に陥ったケースとか、（イ）発行会社がすでに破綻状態にあったにもかかわらず、虚偽記載によりそれを隠蔽していたところ、虚偽記載の発覚に伴い会社の破綻状態が判明したケースについては、当該株価下落を虚偽記載と相当因果関係のある損害とする余地がある。

平成20年8月13日前の段階では、虚偽記載の事実は公表されておらず、発覚もしていない。同事実が一部関係者に漏洩していたなど特段の事情が存在しない限り、8月13日前の株価下落は虚偽記載に起因して生じたものとはいえない。本判決は、公表日前の値下がりには虚偽記載と無関係な要

---

（26）河本／大武／川口・前掲注（3）97頁。

因により生じた下落分が含まれているとして、この分についても推定損害額から減額すべきものとしている。アーバン株式の株価は、同社の経営状態の悪化により、平成20年5月14日の716円から公表日に至るまでほぼ一貫して値下がり続けている。

仮設例で検討しよう。公表日1か月前の株価が500円、公表日前日の株価が120円、公表日前1か月間の平均株価が310円、公表日後1か月間の平均株価が50円であり、公表日前の株価下落要因の大部分は発行会社の経営状態の悪化であるとする。金商法21条の2第3項によれば、推定損害額は260円となる（310円－50円）。しかし公表日前の株価下落要因が虚偽記載とは無関係な要因により生じたものであるとすれば、310円ではなく120円を基礎として損害額を算定すること（120円－50円）が適切であろう。その意味で推定損害額260円から、金商法21条の2第6項によりたとえ190円を控除することが考えられる。

②事件では金商法21条の2第2項（現3項）の推定規定を用いず、1項のもとで虚偽記載により生じた損害額の認定が問題となった。原審は、本件虚偽記載がなければX<sub>2</sub>がアーバン株式を取得することはなかったと認定した上で（この点には疑問の余地が残るが、当該投資者の属性や投資性向、取得動機や経緯など諸般の事情を踏まえた事実認定の問題であることから、法律審である上告審としては原審認定にあえて介入することはしなかったようである）、取得価額（2965万円）から取得当時の想定価額（処分価額350万円を超えるものではないと推認）を差し引いた2615万円をもって、X<sub>2</sub>に生じた損害額であるとした。

しかし前掲西武鉄道事件最高裁判決は、虚偽記載がなければ株式の取得なしと見られる場合、虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、取得価額と処分価額との差額を基礎とし、その差額から、公表前後の経済情勢、市場動向、発行会社の業績など虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を控除して、これを算定しなければならないとする。原判決が西武鉄道事件最高裁判決で示された損害額算定方法に反することは、明らかである。

本件ではアーバン社の経営が危ぶまれる状況が続いていた上に再生手続開始の申立てがあったわけであるから、取得価額と処分価額との差額から虚偽記載に起因しない株価下落分として相当大きい額が控除されることになる。

## V 新しい動向及び考察

1 本稿ⅡⅢⅣで取り上げた3つの最高裁判例により示された「虚偽記載により賠償されるべき損害」の内容は、従来の学説において想定されてきた「高値取得損害／取得自体損害二分論」とは異なるものである<sup>(27)</sup>。今後の下級審判例は、当然、上記3つの最高裁判例に従ったものとして形成されていくであろう。本章では、オリンパス社の有価証券報告書の虚偽記載に関する東京地判平成27年3月19日金融商事1479号48頁を取り上げ、検討する。

平成23年8月11日から公衆縦覧に供されたY社（オリンパス）の第144期第1四半期に係る四半期報告書には、純資産合計額が1511億4700万円と記載されていたが、実際には1017億5100万円にとどまった。当時のY社代表取締役社長Aは、平成23年10月14日開催の取締役会で解任（解職）された。Y社は、平成23年11月8日の記者会見において、「Y社が1990年代から有価証券投資に係る損失計上の先送りを行ってきた」ことを発表するとともに、プレスリリースをした（本件開示）。Y株式の株価（終値）は平成23年10月13日 2482円、10月14日 2045円、10月26日 1099円、11月8日 734円、11月9日 584円、11月24日 1019円、12月14日 1314円と推移した。その後、株価の年間高安を見ると、平成24年は972円～1730円、平成25年は1613円～3570円、平成26年は2800円～4665円となっている。

---

(27) 加藤・前掲注(7) 820頁。

(28) 本稿では判決原文通り「解任」と表記する。

個人投資家 X は、平成23年10月14日から18日の間に Y 株式10万株を合計 1 億5537万円（平均買付単価1554円）で取得し、同年11月11日に10万株すべてを合計4359万8800円（売付単価436円）で売却処分した。Y 株式の買付けが代表取締役社長 A の解任報道直後であることに注目する必要がある。なお X は、平成23年11月 9 日以降における複数回の Y 株式35万株の信用取引で8548万円の利益をあげ、同月11日以降における Y 株式25万株の現物売買で61万円の利益を得た。

2 X の主張は次の通りである。(1) X は虚偽記載がなければ Y 株式を取得しておらず、取得価額と処分価額の差額 1 億1177万円の損害を被った。(2) A 解任以降の株価下落分は全て一体として虚偽記載と相当因果関係のある損害であるから、X はやはり 1 億1177万円の損害を被った。仮にそうでなくても、X の損害額は9738万円を下らない（平成23年10月28日の日経報道及び11月 4 日の決算発表延期による株価下落については、その100%が虚偽記載の寄与によるものである）。(3) 金商法21条の 2 第 2 項（現 3 項）によれば、X には8400万円の損害が生じたと推定される。公表日前 1 か月間の平均株価1791.9円から公表日後 1 か月間の平均株価950.9円を差し引くと、1 株当たりの推定損害額は約840円なることによる。

Y 社の主張は次の通りである。(1) 虚偽記載がなければ X は Y 株式を取得しなかったとはいえない。(2) X の損害額は、取得価額と想定市場価額との差額である1851万円に限定される。仮に X の損害額が相当因果関係のある値下がりの全てを含むとしても、A 解任以降の Y 株式の株価下落分の多くは、虚偽記載と無関係な要因によるものである。(3) 平成23年11月 8 日をもって、金商法21条の 2 第 2 項（現 3 項）の公表日とすることはできない。仮に11月 8 日を公表日と見るにせよ、推定損害額から虚偽記載以外の要因により生じた値下がり分を控除する必要がある。平成23年11月 8 日以降に X の行った信用取引及び現物取引により得られた8609万円の利益について、X の損害額から損益相殺されるべきである。

3 東京地裁は、X の請求につき、4818万円及びこれに対する遅延損害

金（年5分、平成23年11月8日から）の支払を求める限度で理由があるとして、これを認容した。判決要旨は次の通りである。

(1) 虚偽記載がなければ、XがY株式を取得することはできなかったとはいえないし、XがY株式の取得を避けたということもできない。したがって、Xが虚偽記載によりY株式を取得したこと自体によって1億1177万円の損害を被った旨のXの主張は失当である。

(2) 金商法21条の2第1項にいう損害は、虚偽記載と相当因果関係のある損害を全て含む。しかし、A解任以降のY株式の株価下落分の全てが本件虚偽記載と相当因果関係を有する損害であるとは認められない。Xは、損害額が少なくとも9738万円を下らないと主張するが、具体的な立証はない。

(3) 本件開示がされた平成23年11月8日が、金商法21条の2第2項（現3項）所定の公表日である。Xは公表日の前後30取引日を元に推定損害額を算出しているが、公表日前後の暦に従って1か月間を計算すべきである。公表日前1か月間の平均株価1471.7円及び公表日後1か月間の平均株価869.5円から算出される推定損害額は、1株当たり602.2円となる。開示日以前の株価下落のうち一定部分は、虚偽記載により生ずべき値下がり以外の事情によって生じた損害と認められる。上記一定部分を具体的に証明することは困難であるので、金商法21条の2第5項（現6項）を適用して、推定損害額のうち、Y社が賠償の責めに任じない額として、その2割に当たる1株当たり120.4円をXの損害額から減額する。

「本件株式の取得」と開示直後になされた「信用取引及び現物取引」とは別個の行為であるから、損益相殺の前提を欠く<sup>(29)</sup>。

4 虚偽記載の内容が相場廃止基準に該当する蓋然性が低いこと及び原告の投資傾向に着目して、「虚偽記載がなければ取得していない」を否定することもできるが、本稿Ⅱ章4で述べたとおり、Xは、0.39a円の減価

---

(29) 本判決の判例研究として、松岡啓祐「四半期報告書虚偽記載に係る損害賠償請求事件」金融商事1488号2頁がある。

事由（純資産額嵩上げ修正及び上場廃止とされるかもしれない危険）を内在するY株式をa円で買付けたと見ることもできる。本件において原状回復的損害賠償が認められないことは当然であろう。

Aが解任（解職）された平成23年10月14日時点では虚偽記載疑惑が報道されることもなく、Y社の経営の先行き懸念や外国人投資家の失望売りが株価を下落させた。10月19日にはY社によるジャイラス社買収報道が行われ、10月21日には米国大株主が粉飾決算疑惑につき第三者機関による調査を要求した旨の報道が行われ、10月28日には証券取引等監視委員会による開示調査の行われる旨が報道され、徐々に虚偽記載疑惑が信憑性を増していった。Y社取締役会でA解任（解職）に賛成した12名の取締役のうち9名は、損失計上先送りや虚偽記載を認識していなかった以上、A解任が損失計上先送りの隠蔽行為とはいえない。XがY株式を買付けた時点（10月14日～18日）の株価から売付けた時点（11月8日）の株価までの下落額には、虚偽記載以外の要因による下落分が含まれている。Xにとって、虚偽記載と相当因果関係のある損害が1億177万円とか少なくとも9738万円になることはない。

本判決は、本件開示日（平成23年11月8日）以前の株価下落のうち一定部分は、虚偽記載により生ずべき値下がり以外の事情により生じた損害であるとして、金商法21条の2第5項（現6項）により推定損害額から2割を減額した。本項による減額は、公表日前1か月間の平均株価から公表日後1か月間の平均株価への下落額の一部に虚偽記載とは無関係な要因による株価下落分が含まれていることを前提としている。虚偽記載の公表直後に市場全体の株価下落があったり、発行会社に固有の悪材料（たとえば主力工場の事故による操業停止）が出たような場合が、その典型例である。それに対し本件では公表日以前のA解任による株価下落分として推定損害額から2割が減額された。公表日前1か月間の平均株価にはA解任による株価下落分も既に織り込まれているので、減額の必要性に疑問も残るが、強いていえば公表日前1か月間は10月8日から11月7日を指し、A解任前

(10月8日～13日)の高い株価も平均値に反映されているので、それを減額調整する意味があると考えられる。

5 Xは過去において、不適当な合併等を理由として上場廃止猶予期間に入った会社の株式や、継続企業の前提に関する重大な疑義が存在すると指摘された会社の株式を繰り返し買付けている(金融商事1479号60頁)。本件でもXは、A解任報道直後に(ア)Y株式10万株を買付け、また虚偽記載公表直後に(イ)Y株式の信用取引及び現物取引を行っている。本判決は(ア)と(イ)は別個の行為であるとして、(イ)により得た利益を(ア)の損害額から損益相殺することを否定した。Xは、(ア)の買付時点で、下落した株価が期待と異なり反騰しなければ、(イ)の取引を行う意図を有していたはずである。損益相殺の要件である原因の同一性及び損害・利益の同質性<sup>(30)</sup>を肯定する余地もある。

6 オリンパス事件別訴の大阪地判平成27年7月21日金融商事1476号16頁は、A解職報道日からXのY株式売却日までの株価下落額の8割を限度として、民法709条に基づくXのY社に対する損害賠償請求を認容した。

公表日を平成23年11月8日とする以上、公表日前のA解職報道による株価下落を虚偽記載と相当因果関係があるとするには疑問が残るが、本判決は、前掲東京地裁判決と異なり、Y社取締役会は虚偽記載の発覚を防ぐ目的でAを解職したと推認した。A解職に賛成した12名の取締役のうち9名は虚偽記載を認識していなかったにせよ、解職決議の主導者の意図は虚偽記載発覚の防止にあったという。

A解職報道前日すなわち平成23年10月13日のY株式の株価は2482円であった。X<sub>1</sub>はY株式を単価1580円で、またX<sub>2</sub>は同株式を単価3960円でそれぞれ取得していた。もとよりX<sub>1</sub>及びX<sub>2</sub>の買付日は、平成23年10月13日より前である。本判決は、買付単価が2482円より低いX<sub>1</sub>については1580円と処分単価との差額、買付単価が2482円より高いX<sub>2</sub>については、2482

---

(30) 奥田昌道／潮見佳男『法学講義民法6 事務管理・不当利得・不法行為』(2006)181頁。

円から処分単価を控除して算出される差額がそれぞれ虚偽記載と相当因果関係のある株価の下落分になるという。

買付単価3960円（ $X_2$ ）から2482円への株価下落は虚偽記載とは無関係な要因によるものであるから、3960円ではなく2482円を基準にすることは理解しうる。しかし2482円から処分単価までの株価下落額には、㉗真実の情報が反映したことに伴う虚偽記載による株価吊り上げ分の剥落、㉘虚偽記載発覚に伴う信用毀損、㉙投資者の過剰反応のほか、㉚虚偽記載とは無関係な要因による下落分も含まれる。とりわけ本件では虚偽記載と相当因果関係のある株価下落の始期につき、公表日の3週間前のA解職報道日とされており、この3週間における株価下落のうちの一定部分は、A解職に伴うY社の経営の先行き懸念及び外国人投資家の失望売りに起因するはずである。

本判決は、2482円から処分価額を控除して算出される差額  $a$  円をもって虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分としつつ、賠償されるべき損害額は  $0.8a$  円であるとした。㉘虚偽記載による株式価値の水増し額（株価の吊り上げ分）、及び㉙虚偽記載を有する株式を取得したことによる価額下落リスクの取得時点での評価額を合計した金額が  $0.8a$  円ということになる。取得時差額（取得価額－想定価額）は、通常、㉘を意味する。本判決は取得時差額を㉘プラス㉙に拡張したものと理解される。 $a$  円には、株式取得時点で想定された価額下落リスク（㉙）を超える下落分が一定程度含まれており、それが  $0.2a$  円というわけである。これは、結局、投資者の過剰反応による過剰下落分が  $0.2a$  円であるというに等しい。したがって、理論的にも投資者の過剰反応については最初から虚偽記載との相当因果関係を否定し、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額を  $0.8a$  円と見る方が簡単である。<sup>(31)</sup>

(31) さらにA解職に伴うY社の経営の先行き懸念等による株価下落分も控除すれば、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額は  $0.7a$  円とか  $0.65a$  円になる。

## VI 結 語

1 「虚偽記載なければ株式取得なし」の事例は、きわめて例外的なものとして位置づけるべきであるが、ここでは、取得価額と処分価額との差額から、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を控除することにより、発行会社の賠償すべき損害額が算定される。

「虚偽記載なければ株式取得なし」以外のいわゆる高値取得損害事例において、投資者は発行会社に対して取得時差額の賠償を請求することができると考える傾向が強かった。しかし前掲ライブドア事件最高裁判決は、取得時差額に限らず虚偽記載と相当因果関係のある全損害が賠償されるとする。

2 大多数の高値取得損害事例では、投資者が虚偽記載の公表・発覚から1～2か月以内に株式を売却した限り、公表・発覚時点の株価から売却時点の株価への市場価額の下落額を出発点として、そこから、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を控除することにより、発行会社の賠償すべき損害額が算定される。投資者甲が、虚偽記載の公表・発覚から3週間後に株価が底値をつけた時点で株式を売却したケースを想定しよう。公表・発覚時点の株価から各投資者の個別の売却時点の株価への下落額を出発点として賠償すべき損害額を算定すると、いわば最悪のタイミングで売却した投資者甲に最大の損害賠償を認めることになってしまう。

3 発行会社が優良企業であり、虚偽記載の内容から見ても、発行会社が経営破綻に陥る懸念のないケースでは、株式を売却するか保有し続けるか、売却するとしてもどのタイミングで売却するかに関する各投資者の判断の合理性を慎重に検討する必要がある。虚偽記載の公表・発覚後の株価下落額に近い額の損害賠償を安易に認めることは、「虚偽記載前から株式を保有する株主」及び「虚偽記載後に株式を取得したが冷静に株価の回復

を待ち株式を保有し続ける株主」から原告株主への利益移転をもたらし、不都合である。

損害賠償を取得時差額に限定する考え方が最高裁判決により明確に否定された以上、たとえば公表・発覚時点の株価から公表・発覚後1か月経過時点の株価への市場価値下落額を損害賠償額の上限とするとか、過失相殺による賠償額の減額の可能性を積極的に検討する必要がある。もとより虚偽記載を知らずに高値で株式を買付けたことに、投資者の過失はない。虚偽記載の公表・発覚後、株価が底値をつけ、あるいは底値から回復し始めたばかり（もう少し待てば買付価格まで回復する）のタイミングで株式を売却すること（損害の拡大に関与？）をもって過失といえるか、また虚偽記載を行った発行会社の悪性と投資者の売却選択または売却時期選択の不適切さを比較衡量した上で、なお過失相殺による減額をなしうるものか等、過失相殺による賠償額の減額には異論も予想されるところである。

