

判例研究

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体 および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

武久征治 岩崎恵一 王子田誠 瀬谷ゆり子
外為法研究会（編）

はじめに

1. 本判例研究の目的

本判例研究では、有価証券報告書に虚偽の記載がなされ、あるいはこれに起因して上場が廃止されたために株価が急落し投資者が損害を被った場合、その責任は誰に帰属するのか、および、損害賠償額の算定はいかなる基準（方式）によるかの論点について検討するものである。

2. 有価証券報告書への虚偽記載をめぐる責任規定および論点

(1) 金融商品取引法24条は、株式などの有価証券を上場する会社につき、事業年度毎に、「当該会社の商号、当該会社の属する企業集団および当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」を記載した報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないとし、同法25条1項4号は、この有価証券報告書を公衆の縦覧に供されるものとしている。かかる有価証券報告書は、直接あるいは間接（専門家による分析を介して）に、投資者の判断資料となる。したがって、有価証券報告書には企業内容の真実が記載されることが大前提であり、虚偽記載の防止は投資者保護にとって不可欠の条件となる。

そこで金融商品取引法は、虚偽記載の防止を図るための規定をおく（24条の3、24条の4の2、24条の4の3、24条の4の4および4の5など）とともに、虚偽記載によって投資者に損害が発生した場合の賠償について規定している。すなわち、同法24条の4は、有価証券報告書記載事項のうち重要事項に虚偽記載があり、重要事項や誤解を生まないために必要な重要事実の記載欠缺がある場合には、22条を準用して、会社役員（21条1項1号）や公認会計士および監査法人（同3号）の賠償責任を規定する。さらに賠償額算定について、同法21条の2第2項（旧証券取引法も同じく21条の2第2項）は、虚偽記載公表日を基準として、その前1ヶ月の平均株価とその後1ヶ月の平均株価の差額を損害額とすることができるとする。そしてこれらの規定は、損害額の算定が極めて困難な場合には、裁判所が相当な損害額を認定できるとする民事訴訟法248条の規定と合わせて適用されることになる。

(2) 以上のような規定に反して虚偽記載がなされ、これに起因して投資者に損害が発生した場合の法的な論点として、本判例研究では2点を取り上げる。

第1の論点は、責任の帰属主体は誰であるかという点である。ここでは、直接に虚偽記載をおこなった従業員であるのか、あるいは管理・監督責任を有する会社役員であるのか。そして役員の責任を判断するに際して、内部統制システム（リスク管理体制）の構築如何はどのように影響するのかという点である。

第2の論点は、賠償額の算定である。有価証券報告書が公衆の縦覧に供され（公表され）、その後虚偽記載が発覚し、株価が急落したとする。このような場合、虚偽記載の公表以前に当該会社の株式を取得していた投資者が損害賠償をなすについて、損害額はどのような基準によって算定されるべきかが問題となる。金融商品取引法21条の2第1項は、有価証券報告書の虚偽記載、記載欠缺に関する賠償責任について、有価証券報告書が公衆

（龍法 '10）43 - 2. 340 (790)

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例の縦覧に供されている間に当該会社株式を市場で購入した取得者に対し、「第19条1項の規定の例により算出した額を超えない限度で」賠償義務があるとする。ここで、19条1項は、取得価格から賠償請求時の株式価格、あるいは賠償請求以前に株式を売却したときはその売却価格を除いた差額を賠償額とする。しかしかかる方式によってもなお、株価が刻々と変動することや、虚偽記載に起因して上場廃止がなされた場合など、正確な損害額を見いだすことは極めて困難となる。このような場合について民訴法248条を適用し、損害の性質上その額の立証が困難であるときには裁判所は口頭弁論の全趣旨や証拠調べに基づいて相当な損害額を認定すべしとする。損害額の算定基準のかかる複雑性・困難性から、その方式は、判例でも一定しているとは言い難い。一般的には、虚偽記載公表前の株価から公表後の株価を除いた金額（差額説）といえるが、実際に判例が示す算定方法を見ると、虚偽記載の公表前最終株価の15%とするもの、取得価格と売却価格との差額とするものなどがあり、一定してはいない。

3. 検討対象とした裁判例

以上の2つの論点について、次の裁判例を素材とした。

第1の論点に関しては、「株式会社従業員による架空売上げ計上に基づく有価証券報告書虚偽記載と会社代表者の責任（日本システム技術事件）」を素材とした。この事案は、株式会社の従業員らが営業成績を上げる目的で架空の売上げを計上したため有価証券報告書に不実の記載がなされ、この発覚を起因として株価が急落したために、損害を被った株主が、会社の代表者を相手として、従業員らによる架空売上げの計上を防止するためのリスク管理体制構築義務違反の過失があったとして損害賠償を求めたものである。この裁判例は、上記の義務違反を否定して会社代表者の責任を否定した結果、損害額の算定には言及してはいない。しかし、原審と1審では、これについて言及している。

第2論点に関しては、西武鉄道による有価証券報告書の虚偽記載とこれに起因する上場廃止が株価の暴落をもたらした事件に関して、2つの損害賠償裁判例を素材とする。

その1つ、「有価証券報告書虚偽記載による上場廃止・株価下落に対して一般投資家が集団でなした損害賠償請求事件」は、一般投資家が虚偽記載をなした会社とその役員に対し、不法行為（民709条、719条第1項）、旧証券取引法24条の4、22条第1項（金融商品取引法でもいずれも同条同項）を根拠として賠償を求めたものである。ここでは、原告のうち一定部分は虚偽記載発覚後・上場廃止以前に株式を売却しており、その他は上場廃止後まで保有し続けている。かかる場合の損害額算定が論点となる。

その2つ、「西武鉄道有価証券報告書等の虚偽記載に係る株価下落について機関投資家等がなした損害賠償請求事件」は、上記（その1つ）事件において、機関投資家が、不法行為および旧証券取引法を根拠として提起したものである。ここで原告は、損害額の算定は、公表日直前の株式価格から公表・急落後の株式価格を除いた金額が通常生ずべき損害であるとし、さらにこれを踏まえれば被告が公表日を遅らせた期間における下落も損害であるとして賠償額を算定し請求したものである。

以上の3つの裁判例を概観することによって、虚偽記載あるいはそれに起因する上場廃止によって生ずる株価下落につき、その責任主体、および賠償額の算定を検討してみる。

4. 執筆の担当

はじめに 武久征治

株式会社従業員による架空売上げ計上に基づく有価証券報告書虚偽記載と会社代表者の責任（日本システム技術事件） 岩崎恵一

有価証券報告書虚偽記載による上場廃止・株価下落に対して一般投資家が集団でなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載）
（龍法 '10）43 - 2, 342 (792)

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
載事件・控訴審判決) 王子田誠

西武鉄道有価証券報告書等の虚偽記載に係る株価下落について機関投資
家等がなした損害賠償請求事件(西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記
載・地裁判決) 瀬谷ゆり子

(文責・代表幹事・武久征治)

株式会社の従業員による架空売上げ計上に基づく 有価証券報告書虚偽記載と会社代表者の責任 (日本システム技術事件)

最高裁平成21・7・9第一小法廷判決、平成20年（受）第
1602号損害賠償請求事件、破棄自判（金融・商事判例
1321号36頁、判例タイムズ1307号117頁）

岩 崎 惠 一

一 事 実

1. 判示事項

(1) 改正前商法261条3項、78条2項が準用する改正前民法44条1項に基づく代表者の不法行為についての株主の会社に対する損害賠償請求は、制定された会社法附則2項が適用され会社法350条に基づく請求と解される。

(2) 株式会社の従業員らが営業成績を上げる目的で架空売上げを計上したため、有価証券報告書に不実の記載がされたことについては、通常想定される架空売上げの計上等の不正行為を防止しうる程度の管理体制を整えており、本件不正行為の発生を予見すべきであったという特別な事情も見当たらないし、またリスク管理体制が機能していなかったとはいえないから、代表取締役に従業員らの本件不正行為を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失があるということとはできない。

2. 事実の経緯

(1) Y社（日本システム技術株式会社、平成15年に東京証券取引所2部上場）は、ソフトウェアの開発販売等を業とする会社であり、ソフトウェア事業（顧客の注文に応じてソフトウェアの受託開発等を行う事業）と
(龍法'10) 43-2, 344 (794)

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例パッケージ事業（大学向けの業務ソフト等の既製品を開発販売する事業）を営み、売上高は前者がほぼ80%、後者が20%であった。

(2) Y社は、平成17年2月10日付け「事業に影響を与える可能性のある事象の発生について」¹⁾により、Y社の関係者が複数年度にわたり売掛金残高確認書、注文書及び検収書等の捏造ならびにこれらに伴う売上金額等の不正計上をしていたこと（以下、本件不正行為という。）が発覚したとして、パッケージ事業の通算売上高に最大で合計12億5千万円程度の影響が、またY社の売上総利益、営業利益及び経常利益についてもほぼ同額の影響が予想される旨を、また同日付け「通期業績予想の修正に関するお知らせ」²⁾により、平成17年度3月期の業績予想を修正するとして、連結決算については、連結売上高86億45百万円を78億円に、連結経常利益10億5千万円を2億5千万円に、連結当期純利益5億56百万円を1億35百万円に、また個別決算については、売上高85億円を76億円に、経常利益10億4千万円を2億4千万円に、当期純利益5億5千万円を1億3千万円に、それぞれ減額修正する旨を公表した。Y社の株価終値は、公表日前には1,270円であったが、以後ストップ安となり、値がついた同月17日の終値は570円と半値以下に下落した。

Y社は、同月18日付け「過年度売上金額等訂正に係る中間報告」³⁾により、本件不正行為による影響額を排除した場合の平成17年3月期及び過去4連結会計年度におけるY社グループの業績の概要とともに、売上げなど連結・単体業績への影響総額は11億35百万円程度の見込みであり、当期への影響額は軽微な額にとどまる旨を公表した。

Y社は、4月14日付け「過年度決算短信（連結・単独）の一部訂正について」⁴⁾により、本件不正行為による財務諸表等への影響が判明したとして、平成14年3月期、平成15年3月期及び平成16年3月期に関する決算短信の訂正内容の概要を公表し、同日、当該各期の有価証券報告書を訂正した。

(3) Y社における販売・管理組織

本件不正行為が行われたパッケージ事業本部GAKUEN事業部には、営業部、CR部、PD部及びBM課が設置されており、その分掌業務は、「営業活動（ソフトウェア商品の受注、契約および納品等、ソフトウェア商品等の仕入れ及び販売、ソフトウェア商品の開発販売に伴う売掛金の回収を含む。）、営業事務（受注管理事務、債権管理事務、売掛金の管理及び不良債権に対する処理方針の決定を含む。）、ソフトウェア製品の制作、書記業務（各種伝票資料の管理を含む。）」であった。

販売に伴うY社内の業務処理及び残高確定の方法は、以下のとおりであった。

①GAKUEN事業部は、事務ソフト等を販売会社2社に販売し、更に同販売会社がエンドユーザーである大学等に販売する形態をとっていたが、営業社員が販売会社から注文書の交付を受けると、注文書等の形式面を確認するBM（ビジネスマネジメント）課に送付する。BM課は、受注処理を行った上で財務部に売上げ報告をし、また営業担当者を通じて販売会社に検収依頼書を交付し、販売会社からの検収書を受領した上で売上げ処理を行って財務部に売上げ報告をする。財務部は注文書、検収書等を確認し売上げとして計上する。

②販売会社に対して売掛金残高がある場合は、毎年中間期の9月には財務部が、また期末の3月には監査法人が、それぞれ売掛金残高確認書用紙を販売会社に郵送し、販売会社の確認を得た同書面が返送されることにより売掛金残高を確認する。

(4) 本件不正行為の概要

従業員Bは、GAKUEN事業部長兼営業部長であったが、常に高い業績を達成することにより上司の関与を避けつつ同事業部内でワンマン体制を構築していたが、自らの立場を維持するため、正規の注文が後日に獲得できる可能性が高い取引案件を先行売上（正式な注文がない段階で実際に注文

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例があったかのごとく装い、売上げとして計上すること)と称して、以下の手法により平成12年9月から架空の売上げ計上を行った。

①注文書・検収書の偽造

Bから指示された営業社員が、架空の注文書を販売会社名義で作成し部門印も押印して偽造したうえでBM課へ送付し、架空の出荷指示書を作成していた。BM課は、注文書が偽造とは気づかず注文書に基づき検収書を作成して営業社員に交付していた。営業社員は、検収済みとされたように検収書を偽造してBM課に返送していた。BM課は、偽造に気づかず売上げ処理を行い、財務部に売上げの報告をしていた。CR部の担当者によるシステムの稼働確認は行われておらず、Bらによって実際に納品や稼働確認がなされているような資料が作成されていた。財務部は、偽造された注文書及び検収書に基づき架空の売上げを計上していた。

②売掛金残高確認書の偽造

財務部及び監査法人は、販売会社宛に売掛金残高確認書用紙を郵送していたが、Bらは、Y社の送付ミスであるなどとして販売会社から同用紙を回収した上で、金額・会社名等を記入し偽造印を押印するなどして販売会社が残高確認をしたかのように偽造し、財務部又は監査法人に返送していた。財務部及び監査法人は、残高確認書による販売会社の買掛金額とY社の計上する売掛金額が一致していたため、架空売上げによる債権を正常債権と認識していた。

③売掛債権の回収遅延理由の捏造

財務部は、入金予定日を過ぎても未回収の売掛金債権については売掛金年齢調表及び売掛金滞留残高報告書を営業部門に提示し、各事業部門は、売掛金滞留残高報告書に売掛金の回収の遅延理由と回収予定日等を記入して財務部に提出し、取引先と交渉するなどして回収促進を行うこととされていた。Bらは、回収が遅延している理由として、大学においてシステム全体の稼働が延期されたこと、大学における予算獲得の失敗及び大学は単

年度予算主義であるため支払いが期末に集中する傾向が強いこと等を挙げていた。財務部は、大学業界の特殊性等の理由が合理的であると考えたこと、販売会社との間では過去にトラブルが生じたことがなかったこと及び販売会社との間では売掛金残高確認書が交わされていると考えていたことから、売掛債権の回収が遅延していることについて特段の違和感を持たなかった。

更に、Bらは、架空売上げの売掛金債権のうち2年を超える未回収のものが目立ち始めると、BM課の担当者に対して、回収が遅延している架空の売掛金債権に対する入金として正規案件の入金により消込みを行うよう指示し、BM課は、当該指示どおりに消込みをして明細情報を財務部に提供した。財務部では、当該情報に基づき入金処理したため、3年を超える滞留債権は見かけ上は存在せず、GAKUEN事業部が長期滞留債権の回収に努力しているかのような状況が続いていた。

この間、Y社が監査契約を締結していた監査法人は、本件不正行為が発覚するまでの間、Y社の財務諸表等について適正意見を表明していた。

(5) 本件不正行為の発覚及びその後の経緯

Y社は、平成16年1月、監査法人から、パッケージ事業における販売会社に対する売掛金残高の増加及び回収期間の長期化に関して、早期回収に向けた経営努力が必要である旨の指摘を受け、Y社代表者が販売会社と売掛金残高について話し合ったところ、売掛金残高について双方の認識に相違があることが明らかになり、本件不正行為が発覚した。

Y社は、Bを平成17年2月3日付けで懲戒解雇するなどの処分を行い（Bは平成18年3月30日有印私文書偽造・同行使罪により懲役1年6月、執行猶予3年の有罪判決を言い渡され確定した）、架空売掛金の調査を行った結果、架空売掛金は11億4千万円であったことが判明し、前述（1）のとおり平成17年4月14日には財務諸表等への影響があり過年度決算を修正するとして平成14・15・16年3月期に関する決算短信の訂正内容の概要、また有価

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
証券報告書を訂正する旨を公表した。なお、Y社は、平成17年3月18日にGAKUEN事業部内で行っていた販売会社の資格審査や伝票の確認等の作業を新設した業務部で行うなどの再発防止策・社内処分を⁵⁾、また5月18日には東京証券取引所へ改善報告書を提出した旨を公表した⁶⁾。

(6) 株主による損害賠償請求訴訟の提起

株主Xは平成16年9月にY社株式を1株1,215円で600株購入したが、本件不正行為が平成17年2月10日に公表され、株価が急落したことから、同月18日に1株510円で全株売却したため損失が発生した。そこで、XはY社に対して、損害賠償請求訴訟を提起した。

Xの請求理由は、平成16年3月期の有価証券報告書に基づきY社の業績が好調で、財務面も安定していると考えてY社株式を取得したが、平成14年3月期ないし16年3月期の経常利益ないし純利益は大幅に水増しされたもので、損益状況に関する重大な虚偽記載があり、またY社は本件不正行為を4年以上も放置していたのは、Y社代表者の営業管理能力が欠如していたこと及び内部監査や取締役会等における監督機能が果たされていなかったことを示すものであり、Y社代表者が不正行為抑制のための内部統制システムを有効に機能させていなかったためであり、従って、Y社代表者は、本件不正行為及び本件不実記載について過失があり不法行為責任を負う、またY社は、民法44条に基づきXに生じた損害の賠償責任を負うと主張した。そして、財産的損害として、主位的主張として46万円（Xが本件株式を取得した直前1週間のY社の平均株価（1株当たり1,277円）－Xが株式を売却した時の売値（1株当たり510円）}×600株）を、予備的主張として35万7600円（{本件不実記載の公表前の1ヶ月間の終値平均株価1,276円－当該公表日後の1ヶ月間の終値平均株価680円}×600株）を、また調査料を含む慰謝料として40万円を請求した。

二 判 旨（原審破棄自判）

従業員が架空売上げを行った不正行為は通常容易に想定し難い方法によるものであり、また当該不正行為の発生を予見すべき特別の事情も見当たらず、株式会社の代表取締役には、本件不正行為を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失があるということできない。

三 研 究

1. 1審、原審判決とその理由

1審⁷⁾、原審⁸⁾のいずれも、リスク管理体制構築義務を懈怠した過失の結果、本件不正行為の発生を招来し、本件各有価証券報告書の不实記載が認められるので、代表者の当該各行為は不法行為（民法709条）を構成するが、Y社の職務を行うについてなされたものであるから、Y社は民法44条に基づき損害賠償義務を負うとして、予備的請求に係る財産的損害357,600円の賠償を認めた。

リスク管理体制の構築義務違反の過失内容については、最高裁判決中にも要約されているが、①Y社の組織体制および事務手続は、Bらが企画すれば容易に本件不正行為を行いうるリスクが内在していたにもかかわらず、代表者Aは上記リスクが現実化する可能性を予見せず、組織体制や事務手続の改変などの対策を講じなかった、②財務部は、長期間未回収となっている売掛金債権について、販売会社に直接売掛金債権の存在や遅延理由を確認すべきであったのにこれを怠り、本件不正行為の発覚の遅れを招いたが、これはAが財務部によるリスク管理体制を機能させてこなかったことを意味する、③監査法人が適正意見を表明していた事実は裁判所の判断を左右しない、と判示している。

2. 最高裁判決

最高裁は、原審を破棄して、リスク管理体制の構築義務違反はないと自判したが、その判決理由を分説すれば、以下のとおりである。

(1) 通常予想される架空売上げ計上等の不正行為を防止しうる程度の管理体制は、以下のとおり整えていた。

①職務分掌規定等を定め事業部門と財務部門とを分離していたこと

②GAKUEN事業部について、営業部とは別に注文書や検収書の形式面の確認を担当するBM課及びソフトの稼動確認を担当するCR部を設置し、それらのチェックを経て売上げ報告がされる体制を整えていたこと

③監査法人との間で監査契約を締結し、当該監査法人及びY社の財務部が、それぞれ定期的に、販売会社あてに売掛金残高確認書の用紙を郵送し、その返送を受ける方法で売掛金残高を確認することにしていたこと

(2) 本件不正行為は、以下のとおり通常容易に想定し難い方法によるものであった。

①GAKUEN事業部の部長がその部下である営業担当者数名と共謀して、販売会社の偽造印を用いて注文書等を偽造し、BM課の担当者を欺いて財務部に架空の売上げ報告をさせたこと

②営業社員らが言葉巧みに販売会社の担当者を欺いて、監査法人及び財務部が販売会社あてに郵送した売掛金残高証明書用の紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押印した同用紙を監査法人又は財務部に送付し、見掛け上はY社の売掛金額と販売会社の買掛金額が一致するよう巧妙に偽装したこと

(3) 本件以前に同様の手法による不正行為が行われたことがあったなど、代表取締役Aにおいて本件不正行為の発生を予見すべきであったという特別の事情が見当たらない。

(4) 財務部が、Bらによる巧妙な偽装工作の結果、販売会社から適正な売掛金残高証明書を受領しているものと認識し、直接販売会社に売掛金債

権の存在等を確認しなかったとしても、以下のとおり財務部におけるリスク管理体制が機能していなかったということではできない。

①売掛金債権の回収遅延につきBらが挙げていた理由は合理的なものであったこと

②販売会社との間で過去に紛争が生じたことがないこと

③監査法人もY社の財務諸表につき適正であるとの意見を表明していたこと

3. リスク管理体制構築義務

平成18年5月1日から施行された会社法において、大会社である取締役会設置会社は、「取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令で定める体制の整備」を決定しなければならない（会社法362条5項・4項6号、以下では会社と略称する）と、いわゆる内部統制システムの構築を義務づけ、リスク管理体制はその一部と位置づけている（会社法施行規則100条）。役員等（取締役、会計参与、監査役、執行役、会計監査人）は、会社と委任契約関係にあるので、内部統制構築義務に違反すると任務懈怠として会社に対して損害賠償の責任を負うほか（会社423条）、職務を行うについて悪意又は重過失があれば、第三者に生じた損害を賠償する責任を負うことになる（429条1項）。

内部統制システムについては、大規模企業の不祥事が社会に大きな影響を与える都度、企業の社会責任、コンプライアンス（法令遵守等）、企業の社会的責任CSRといったテーマの中で論じられ、次第に整備が進められてきたという経緯に留意する必要があるが⁹⁾、リスク管理体制については、平成12年の大和銀行株主代表訴訟事件第1審大阪地裁判決¹⁰⁾において、以下のとおり述べられていた。すなわち、

(1) リスク管理体制構築義務の法的な位置づけについて

「健全な会社経営を行うためには、目的とする事業の種類、性質等に応じて生じる各種のリスク、たとえば、信用リスク、市場リスク、流動性リスク、事務リスク、システムリスク等の状況を正確に把握し、適切に制御すること、すなわちリスク管理が欠かせず、会社が営む事業の規模、特性等に応じたリスク管理体制（いわゆる内部統制システム）を整備することを要する。・・・リスク管理体制の大綱については、取締役会で決定することを要し、業務執行を担当する代表取締役及び業務担当取締役は、大綱を踏まえ、担当する部門におけるリスク管理体制を具体的に決定すべき職務を負う。この意味において、取締役は、取締役会の構成員として、また、代表取締役又は業務担当取締役として、リスク管理体制を構築すべき義務を負い、さらに、代表取締役及び業務担当取締役がリスク管理体制を構築すべき義務を履行しているか否かを監視する義務を負うのであり、これもまた、取締役としての善管注意義務及び忠実義務の内容をなす」と、リスク管理体制の整備が取締役等の任務であること

(2) リスク管理水準について

「整備すべきリスク管理体制の内容は、リスクが現実化して惹起する様々な事故事件の経験の蓄積とリスク管理に関する研究の進展により、充実していく・・・現時点で求められているリスク管理体制の水準をもって、判断基準とすることは相当ではない」と、リスクはリスク発生時の管理水準により判断されること

(3) リスク管理の内容について

「どのような内容のリスク管理体制を整備すべきかは経営判断の問題であり、会社経営の専門家である取締役に、広い裁量権が与えられている・・・責任を追及するためには、その経営上の措置を執った時点において、取締役の判断の前提となった事実の認識に重要かつ不注意な誤りがあったか、あるいは、その意思決定の過程、内容が企業経営者として特に不合理、不適切なものであったことを要する」と、経営判断の原則に従う

こと

(4) 代表取締役の権限委譲について

「代表取締役は、各業務担当取締役はその担当業務の遂行を委ねることが許され、各業務担当取締役の業務執行の内容につき疑念を差し挟むべき特段の事情のない限り、監督義務懈怠の責任を負うことはない」と、信頼の原則の適用があること

4. リスク管理体制の評価

それでは、どのようなリスク管理体制を構築し運用すれば、役員等は任務懈怠にならないのであろうか¹¹⁾。

リスク管理体制は、不正行為などのリスクが生じないような管理体制を構築するのが理想である。しかし、これを実現しようとするれば、手間と時間がかかり、しかも二重・三重の重層構造の複雑な管理・監査組織を構築しなければならないが、効率性が犠牲となるほか、複雑さゆえに逆にリスクが発生する可能性が高まってしまい、経済合理性・現実性に著しく欠ける。そのため、リスク管理体制は、通常一般的な監査手法・水準に従い¹²⁾、会社の置かれた業界・規模・特性などを考慮した固有の管理体制を構築せざるを得ない¹³⁾。そこで、リスク管理体制は、会社毎にリスクの発生原因・その頻度・予想損失額を事前に想定して、未然の防止策、早期発見対策、発生時の対応策を講じて構築し、相互の牽制組織、独立した内部監査組織、公認会計士など外部監査組織の機能発揮と連携により機能が発揮できるよう図られる必要がある。そして、公認会計士など専門家や監査役・内部監査部門からの監査情報等の信頼性も配慮しながら、事実認識（行為当時の状況に照らし合理的な情報収集・調査・検討等を行ったか）及び意思決定過程（その状況と取締役要求される能力水準に照らし不合理な判断がなされなかったか）に注意して構築・運用されなければ、善管注意義務を尽くされたことにならない¹⁴⁾。

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

最高裁も、①構築するシステムの内容と②その運用（機能）の両面から、③通常の事情と④特別の事情を考慮して、⑤不正行為などリスク発生時の管理水準に照らして、リスク管理体制の構築義務を判断している。

本件事件では、最高裁は、リスク管理体制の構築義務を怠った過失があると認めた一審・原審判決を覆し、前述三2. のとおり①事業部門と財務部門との分離体制、②事業部門内のチェック体制、③監査法人による監査（財務部・公認会計士による取引先に対する定期的な売掛金残高証明の徴求）、また④長期滞留売掛金債権の回収遅延について事業部の理由説明、⑤財務諸表についての監査法人の適正意見¹⁵⁾、を検討して、相応のリスク管理体制を構築・運用していたと判断した。

原審では、財務部による取引先への直接確認を求めているが、しかし、財務部では、取引条件・内容等を熟知していないし、人的な繋がりもなく、国税庁のような反面調査権も有していないので、架空取引などの事実関係を把握することは極めて困難と思われるし、取引先・営業部門の不信感を招くだけで営業妨害ともなりえるので、取引の実態にそぐわない。また、これを補完するために、専門の監査能力を有する外部の監査法人等に会計監査を委託し、取引先への残高証明の照会、取引関係書類等の客観的な監査はもとより監査体制の指導助言等を受けている。こういった実態からみて、Y社での内部相互牽制組織、内部監査、監査法人の会計監査などは、通常の企業が行っているリスク管理体制を構築していたと評価でき、企業実務¹⁶⁾ から見ても最高裁判決は妥当な判断であったと考える。

5. 有価証券報告書の虚偽記載責任

(1) 金融商品取引法上の責任

有価証券報告書は、流通市場で取引される有価証券の価値を投資者が判断できるようにするため、上場会社等の有価証券発行会社が、企業集団の状況、財政状態・経営成績などの発行会社の事業内容に関する重要な情報

を記載したもので、継続的に開示される。有価証券報告書の記載内容は、金融商品取引法（旧「証券取引法」が改称された）に基づき「企業内容等の開示に関する内閣府令」15条1号に規定されている。有価証券報告書は、事業年度経過後3か月以内に内閣総理大臣に提出され（金融商品取引法24条1項、以下では金商と略称する）、5年間公衆の縦覧に供されるが（25条）、提出にあたっては、代表者の確認書（24条の4の2）、内部統制報告書（24条の4の4）¹⁷⁾を添付し、貸借対照表等の財務計算に関する書類及び内部統制報告書については、会社と利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受けなければならない（193条の3第1・2項）。

有価証券報告書（添付書類¹⁸⁾・訂正報告書を含む）の重要な事項について虚偽記載又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、有価証券報告書提出会社は、公衆縦覧期間中に有価証券を取得した者が虚偽又は欠如していることを知っていたことを立証しない限り、当該取得者に対し無過失損害賠償責任を負う（21条の2第1項）。この場合、公表日1月前の市場価額平均値から公表後1月の市場価額平均値を控除した額が損害額と推定されるが（21条の2第2項）、本項は平成16年12月1日以降から適用されるので、本件事件には直接の適用はない。

また、虚偽記載のある有価証券報告書を提出した会社の役員（取締役・会計参与・監査役・執行役又はこれに準ずる者）及び監査証明をした公認会計士・監査法人は、重要な事項につき虚偽記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている場合には、知らないで有価証券を取得した者に対し、虚偽記載又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めを負うが（24条の4、22条）、記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明すれば免責される（21条2項1号）。もっとも、本件事件では、取締役等に対する請求はなされ

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
なかったが、その理由は不明である¹⁹⁾。

虚偽記載のある有価証券報告書を提出した者は、10年以下の懲役又は1千万円以下の罰金（197条1項）、法人も同罰規定により7億円以下の罰金刑に処せられる（207条1項1号）。有価証券報告書を不提出の場合には、5年以下の懲役又は500万円以下の罰金（197条の2第1号）、法人も5億円以下の罰金に処せられる（207条1項2号）ので、虚偽記載罪は、不提出罪よりも悪質ということになる。

なお、平成17年旧証券取引法の改正から課徴金制度が導入され、発行会社は、600万円又は発行する有価証券の市場価額総額の10万分の6相当額のいずれか高い額の課徴金が課されることがある（172条の4第1項）。課徴金は公表されるので、取締役等は株主代表訴訟の対象ともなりうるが（会社847条）、本件事件は対象ではない。

（2）不法行為による損害賠償責任

法人がその代表者の不法行為責任を負う民法44条（現行は「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」78・197条）は、会社法でも「株式会社は、代表取締役その他の代表者がその職務を行うについて第三者に加えた損害を賠償する責任を負う」（会社350条）と規定され、会社が第三者に不法行為責任を負うが、最高裁もこれを肯定している。

もっとも、有価証券報告書提出会社に不法行為責任を認めるか否かについては、肯定説が、①不法行為責任は直接の取引関係を前提としないこと、②投資家は有価証券報告書の虚偽記載等から生ずる不利益をも覚悟して投資すべき地位にないこと、③賠償者の資力を理由に、通説的見解であるとされる²⁰⁾。流通市場においては会社に損害賠償責任を認める規定のなかった旧証券取引法下では否定説にも説得力があったが、現行法には提出会社に損害賠償責任を認める規定（金商21条の2）があるので、肯定説が妥当と考える²¹⁾。

虚偽の有価証券報告書を信頼して有価証券を取得した投資者は、金商法

又は不法行為により、会社に対し損害賠償請求ができる法条競合となる。これまで不法行為があまり利用されなかった理由として、①クラス・アクション制度がない、②不実開示の発見が困難、③不実開示と因果関係のある損害額の立証が困難な点にあるといわれている²²⁾。立証責任が転換されていることから、今後も金商法による請求が多いと予想されるが、金商法による推定損害額を超える金額を請求する場合や短期の除斥期間（金商21条の3、20条など）を経過したことにより訴えることができない投資者が、不法行為責任を追及することはありうる²³⁾。

なお、虚偽記載の有価証券報告書による提出会社の不法行為責任を認めた裁判例には、以下がある²⁴⁾。

①大分地判平成20・3・3金融・商事判例1290号53頁

粉飾決算を指示しあるいは容認していたアソシエント・テクノロジー株式会社（東京証券取引所マザーズ上場）の代表取締役及び代表取締役の業務執行を監視・監督する職務を懈怠した取締役は、粉飾決算が発覚して株価が下落し上場廃止になることにより、それを知らずに株式を購入した者に対して損害を与える可能性があることは十分に予見し得るというべきであるから、少なくとも過失が認められ、また会社も旧商法261条3項、78条、民法44条1項に基づき不法行為責任を負うとして損害賠償責任が認められた。

②東京高判平成21・2・26金融・商事判例1313号26頁²⁴⁾、東京高判平成21・3・31金融・商事判例1316号2頁²⁵⁾

西武鉄道株式会社（東京証券取引所市場第1部上場）は、実質的な親会社であるコクド株式会社の有する株式数を有価証券報告書等に従来から過少に記載してきた旨を公表したが、証券取引所は少数特定者持株数基準に該当しており、財務諸表等虚偽記載基準、公益又は投資者保護基準に該当するとして同社株式を上場廃止とした。公表以前に同社株式を取得し株価の下落等により損害を被った株主が同社、同社の代表取締役等に対し損害

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例賠償を求めたところ、同社らは有価証券報告書等の提出にあたり、その重要な事項について虚偽の記載がされないよう配慮すべき注意義務を怠ったとして、不法行為による損害賠償責任が認められた。

(3) リスク管理体制構築義務と不法行為

本件事件について、最高裁は、リスク管理体制の構築義務違反がないと判断したので、構築義務違反がある場合の不法行為責任との関係は不明である。原審では、「代表者はこのような各部門の適切なリスク管理体制を構築し、機能させる義務を怠った過失があり、その結果、本件不正行為の発生を招くとともに、本件有価証券報告書に本件不実記載がなされたことが認められる。そして、代表者の当該各行為は、不法行為（民法709条）を構成する」と判示しており、構築義務違反及び不実記載がそれぞれ不法行為を構成するようであり、構築義務違反が不法行為を構成するとの解釈もなされている²⁶⁾。

しかし、第三者に対する不法行為原因は、構築義務違反により虚偽記載となった有価証券報告書を外部に提出・公表し閲覧できるよう第三者に開示することにあるとするのが、以下の理由から妥当ではないかと考える。

①取締役のリスク管理体制構築義務は、会社との委任契約関係に基づく会社に対するものである。財務諸表・計算書類といった計算に関しては、架空取引等の計上、帳簿外処理等の不正行為により、あるべき事実と異なった経理処理を行い公表することが第三者に対して責任を負う原因となるはずで、不正行為を予防・発見する構築義務の懈怠そのものが直ちに第三者に対する不法行為責任を負う原因とはならない²⁷⁾。つまり、有価証券報告書に生じた虚偽記載を投資者に対して故意又は過失により開示する場合に、第三者に対する不法行為責任が生じると考える。虚偽記載をした者が責任を負うのは、かかる記載を信用した投資者等を保護し、取引の安全を図るためであるが、正確な記載に注意を払っている記載者にまで不実記載の責任を負わせるのは酷でもある。

②虚偽記載とは、文書等を作成する権限のある者が客観的事実に反する内容・事実・意見・判断等を記載した文書等を作成することであろうが、作成者の真意と表示（記載・記録）とが故意又は過失により一致していない状態といえるのではないか。そうであれば、客観的事実と記載内容とが一致していない不実記載には、真意と表示とが一致していない虚偽記載と、真意と表示が一致している不実記載（狭義）とに分類できよう。前者には、役員が指示・主導している粉飾決算・逆粉飾決算といった会計操作の場合が、また後者には架空取引・循環取引といった従業員の不正行為に伴う会計処理、専門家の意見による会計処理方法の誤選択などにより結果的に不実記載が生じたような場合などが²⁸⁾、該当しよう。必ずしも不実記載＝虚偽記載とはならないのではないかと考える。

③金商法では、有価証券報告書提出会社の役員は、虚偽記載があれば損害賠償責任を負うが、有価証券報告書の記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明すれば、免責される（金商21条2項1号）。役員の原因は、虚偽についての故意過失にあり、善意無過失を立証する一方法としてのリスク管理システム構築義務を果たしていたかどうかではない。投資者など第三者は、通常は記載事項が開示されて初めて虚偽であることを知り得るのであるから、第三者に対する責任は虚偽の開示をして始めて問題となると考える。

④会社法では、大会社で有価証券報告書提出会社は、連結計算書類の作成、監査、定時株主総会への報告が義務づけられ（会社444条）、貸借対照表などの決算公告を免除されるが（440条4項）、それ以外に開示等の規制はない。会社法では、計算書類の作成・監査・承認・報告・公告手続が詳細に規定されている（435条～442条）²⁹⁾。もし、取締役が計算書類等に記載すべき重要な事項について虚偽の記載をした場合、監査役・会計監査人等が監査報告に記載すべき重要な事項につき虚偽の記載をした場合、当該

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

取締役等はこれにより第三者に生じた損害を賠償する責任を負うが、当該行為につき注意を怠らなかったことを証明したときは、この限りでないとしており(429条2項)、立証責任の転換はあるが、虚偽についての故意過失が責任原因となっている。第三者が虚偽記載を知りうるのは、虚偽事項が開示されてからのことであり、取締役等が第三者に対して負う責任は、かかる虚偽記載を開示したことに原因があると考えられる。

もっとも、役員等は、その職務を行うについて悪意又は重過失があったときは、これにより第三者に生じた損害を賠償する責任を負うことがあるが(429条1項)、計算に関しては、リスク管理体制の構築義務違反と第三者の被った損害との間で直接の因果関係が成立する可能性はないものと思われる。

6. 損害額について

最高裁は、リスク管理体制構築義務違反がないとしたので、損害額に言及していない³⁰⁾。原審・一審判決では、平成16年12月1日以降に提出される有価証券報告書に適用される旧証券取引法の推定規定を使って損害額を認容した。すなわち、損害額は、「本件株式を取得した時の取得価額から、各有価証券報告書に不実記載がなされなかったと仮定した場合の当時の本件株式の想定価額との差額を損害額とするのが相当であろうが、株式市場における株価の形成要因が多岐にわたることに鑑みれば、損害額の立証は非常に困難である」が、しかし、「本件不正行為及び本件不実記載の公表によって被告の株価が急落し、原告が損害を被ったことは明らかであり、原告において上記の意味での損害額を立証ができないからといって請求を棄却することは公平の観点から相当とはいえない」とし、「損害額の推定を規定する証券取引法21条の2第2項は、虚偽記載等が公表されて有価証券の価額が下落した場合に、その下落額をもって虚偽記載等によって不当に高く評価されていた価額と評価するものと解されるところ、このような考

え方は本件の損害額を推定するに際しても合理性が認められる」とした。推定規定は発行会社の損害賠償責任に関するもので、取締役等には適用されないが、損害額の立証が極めて困難な場合に裁判所が損害額を認定できるとの民事訴訟法248条を参酌したものとすれば³¹⁾、妥当と考える³²⁾。

7. おわりに

有価証券報告書に虚偽記載がある場合、投資者に生じた損害の賠償については、現在では、金商法に基づき発行会社は投資者の悪意を立証しない限り無過失責任を負い（金商21条の2）、また役員等は自らの無過失を立証しない限り過失責任を負う（24条の4・22条・21条2項1号）ので、立証責任の観点から金商法による損害賠償請求が不法行為によるものより多いであろう。ただ、最高裁は、取締役のリスク管理体制構築義務違反があれば、民法の不法行為により発行会社が損害賠償責任を負うこともありうることを示したものと評価できるが、疑問があることは前述した。本件事件について最高裁判決は事例判断であり、企業の内部統制システムの構築に影響を与えようが、時代の進展に伴いシステムをどこまで厳格化・高度化させなければならないのかに興味と危惧を覚える³³⁾。役員等のリスク管理体制構築義務違反による損害と有価証券報告書等の虚偽記載による損害との関係については、今後検討が進むことを期待したい。

また、上場会社は、証券取引所の上場管理規程に基づく「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」により、決定事実・発生事実・決算情報を適時に開示することが義務づけられている。代表取締役等が虚偽の適時開示を行った場合には、有価証券を取得した者に対して不法行為による損害賠償責任を負うことがあるが³⁴⁾、今後の検討課題としたい。

1) <http://www.jast.com/pdf/20050210jisyo-hassei.pdf>

- 2) <http://www.jast.com/pdf/20050210gyosekishusei.pdf>
- 3) <http://www.jast.com/pdf/20050218kanendoteisei.pdf>
- 4) <http://www.jast.com/pdf/20050414teiseikessantanshin.pdf>
- 5) <http://www.jast.com/pdf/20050318saihatsuboushi.pdf>
- 6) <http://www.jast.com/pdf/20050518kaizen.pdf>
- 7) 東京地判平成19・11・26、金融・商事判例1321号43頁
- 8) 東京高裁平成20・6・19、金融・商事判例1321号42頁
- 9) 拙稿「法的リスクとコンプライアンス」判例タイムズ1126号52頁（2003年10月）、「CSRと取締役の責任」彦根論叢361号41頁（2006年7月）を参照
- 10) 大阪地判平成12・9・20金融・商事判例1101号3頁、判例時報1721号3頁
- 11) 東京地判平成11・3・4判例タイムズ1017号215頁（株主代表訴訟、架空・水増しによる不法行為を未然に防止する指導監督義務違反はないと請求棄却した）、東京高裁平成20・5・21判例タイムズ1281号274頁（デリバティブ取引についてのリスク管理体制構築義務に違反はないとして控訴棄却した）
- 12) 大阪高判平成18・6・9判例時報1979号115頁（ダスキン株主代表訴訟控訴審）では、違法行為を未然に防止するための法令遵守体制は、本件販売当時、整備されていなかったとまではいえないと判示している。
- 13) 名古屋高裁金沢支部判平成17・5・18判例時報1898号130頁（雪印食品損害賠償事件）では、代表取締役は、食品衛生法に違反する牛乳等製品の再利用を知ったときは、直ちに違反する再利用を廃止する措置を講ずるのもとり、すみやかに今後同様の再利用が行われることのないようにするための適切な措置を講じて、法令を遵守した業務がなされるような社内体制を構築すべき職責があったと判示している。
- 14) 江頭憲治郎『株式会社法 第3版』433頁（2009年）。なお、374頁注（4）参照。東京地判平成19・5・23金融・商事判例1268号22頁は、従業員が法律上規制のある委託証拠金の分離保管義務に違反したことが取締役会の上程事項ないし容易に知りえた事項でないとして取締役の監督監視義務違反を否認しているが、これには疑問がある（和田宗久「代表取締役等の内部統制システム構築・運用義務と第三者責任」金融・商事判例1283号5頁（2008年2月））。
- 15) 弥永真生「有価証券報告書の虚偽記載と内部統制システム構築責任」ジュリスト1385号61頁（2009年9月）は、一種の信頼の抗弁を認めたと評価する余地があるとする。
- 16) 中村直人「裁判所の揺らぎと最高裁の真意」金融・商事判例1323号1頁（2009年9月）、高島志郎「日本システム技術事件最高裁判決の検討」商事法務1876号30頁（2009年9月）。志谷匡史「取締役の内部統制構築・運用責任」月刊監査役561号12頁（2009年10月）は、「最高裁は内部統制システムの構築・運用義務を過度に厳格に課すことを避けた」と評価している。なお、川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任」金融・商事判例1320号17頁（2009年7月）は、本件一審判決につき「内部統制システム構築のために

必要な費用を負担していなかった会社が、それによって生じた不実開示による損害賠償を負うことには、妥当性がある」と違反を肯定している。

- 17) 平成21年3月決算会社から提出する。財務報告の適正性を確保するのに必要な会社内の体制について経営者とその有効性を評価し、かつ、公認会計士・監査法人が監査することにより、財務報告の信頼性を高めるのが目的である。
- 18) 定款、定時株主総会で報告・承認される会社法438条1項に掲げるもの（監査役・会計監査人などの監査を受けた計算書類・事業報告）など（企業内容等に開示に関する内閣府令17条）
- 19) 前掲16) 高島志郎・商事法務1876号32頁注12
- 20) 前掲16) 川島いづみ・金融・商事判例1320号15頁
- 21) 奈良輝久「全日空対プリンスホテル（旧コクド）事件①事件、西武鉄道株式会社一般投資家訴訟事件②事件」金融・商事判例1283号4頁（2008年2月）は、虚偽記載自体を不法行為として発行会社ないしは取締役が直接株主に対して損害賠償責任を負うとの考え方には賛成できないと批判する。
- 22) 黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号4頁（2004年9月）
- 23) 石塚洋之・木内 敬「企業情報の開示責任と開示に関する内部統制〔上〕」商事法務1889号23頁（2010年2月）
- 24) 西武鉄道株式会社一般投資家集団訴訟、東京地判平成20・4・24金融・商事判例1293号42頁参照
- 25) 西武鉄道株式会社信託銀行訴訟、東京地判平成20・4・24金融・商事判例1293号70頁参照
- 26) 前掲16) 川島いづみ・金融・商事判例1320号16頁は、一審判決は内部統制システムの構築義務違反から、会社代表者と会社の不法行為責任を導き出したとしている。しかし、木村真生子「有価証券報告書の虚偽記載に対する発行会社の責任」ジュリスト1374号102頁（2009年3月）は、「内部統制システムの整備が不十分であったことから、直ちに、代表者に株主との関係で過失があったと認定したことには論理の飛躍あるいは混同があるのではないかという疑問が生ずる」とする。
- 27) 前掲15) 弥永真生・ジュリスト1385号61頁は、「適切な内部統制システムを構築しなかったことが、民法709条の関係で、第三者に対する過失にあたることは直ちには評価できない」と主張している。
- 28) 尾崎恒康・沼田智之「発行会社の立場からみた証券訴訟対応における実務上の留意点」ビジネス法務2009年3月号47頁は、「一般に公正妥当な会計基準・慣行に照らして許容されないものではないが諸事情から最大限に保守的な立場に立って決算訂正を実施したような場合には、そもそも虚偽の記載が存在したことにはならない」と解している。
- 29) 会社法では単独の計算書類（貸借対照表・損益計算書・株主資本等変動計算書・個別注記表）が、また金商法では連結財務諸表（貸借対照表・損益計算

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

- 書・株主資本等変動計算書・キャッシュフロー計算書・附属明細書)がそれぞれ主体であるが、それぞれ金商法に基づく企業会計原則に従って会計処理がなされている。しかも、会社法による会計監査人と金商法による監査を行う公認会計士・監査法人は同一であるのが通常である。
- 30) 有価証券の虚偽記載に係る損害額の算定については、黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討—東京地判平成20年4月24日—〔上・下〕」商事法務1838号4頁(2008年7月)・1840号39頁(2008年8月)を参照。
 - 31) 前掲26) 木村真生子・ジュリスト1374号103頁は、21条の2第4・5項を参酌して業績予想修正の公表・監理ポスト割当による価格下落分を控除するべきとする。
 - 32) 前掲16) 川島いづみ・金融・商事判例1320号18頁
 - 33) 企業実務からみた対応策は、石塚洋之・木内 敬「企業情報の開示責任と開示に関する内部統制〔上・下〕」商事法務1889号19頁(2010年2月)・1890号49頁(2010年2月)、前掲28) 尾崎恒康・沼田智之・ビジネス法務2009年3月号44頁を参照。
 - 34) 東京地判平成21・5・21金融・商事判例1318号4頁(ライブドア一般投資家訴訟)

有価証券報告書虚偽記載による上場廃止・株価下落に対して一般投資家が集団でなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載事件・控訴審判決）

東京高判平21・2・26、平成20年（ネ）第3359号損害賠償請求控訴事件、一部認容、上告（金判1313号26頁）

王子田 誠

一 事 実

1. 判示事項

(1) 有価証券報告書の虚偽記載の公表以前にY1社株式を取得し、その後これを処分した株主らについては、虚偽記載の公表、その後の証券取引所による上場廃止により同株価が下落するという損害を受けたことを認めざるを得ない。

(2) 下落額については、その後のY1社を含むグループ企業再編時にY1社株式が1株919円で譲渡されていること、上記虚偽記載はA社の保有株式数を過小にしたものであり、A社が第1の大株主であることに代わりはなく、Y1社の財務状況や企業価値そのものに対する影響は少なかったと考えられること等を総合勘案して、民訴法248条を適用して1株につき160円（虚偽記載公表前の株価1081円の約15%相当額）と認定するのが相当である。

2. 事実の経緯

本件の被告であるY1社（西武鉄道株式会社）は、昭和24年以来、平成（龍法'10）43-2. 366（816）

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
16年12月までその発行する株式を東京証券取引所に上場していた会社である。

Y1社は、昭和32年3月期以降に提出した有価証券報告書等の中で、A社（株式会社コクド）が所有するY1社株式の数について、A社が自社名義で所有する株式の数のみを記載し、A社が他人名義で所有していた株式（名義株）は除外して、過少に見せる虚偽の記載を行っていた。こうした虚偽記載により、A社が所有していたY1社株式の発行済株式総数に占める実際の保有割合は、名義株を含めれば、昭和32年3月末から平成13年3月末まで一貫して70%以上の状態にあり、平成16年3月末までにおいても64%を超えていたにもかかわらず、形式的には、昭和59年3月期までの間は発行済株式総数の40%未満、昭和60年3月期から平成16年3月期の間においても48.77%を超えたことはなかったとされていた。

また、Y1社は、平成12年3月期から平成16年3月期までに提出した有価証券報告書等の中で、Y2社（株式会社プリンスホテル）が所有していたY1社株式の数についても、Y2社が自社名義で所有していた株式の数のみを記載し、名義株は除外して虚偽の記載を行っていた。

なお、本件における個人被告の1人であるTは、昭和32年以降、A社の代表取締役等に就任し、Y1社においても昭和35年に取締役、昭和40年に代表取締役副社長、昭和48年には代表取締役社長に就任するなどしていた者であるが、このTに関して、上記の名義株の存在等にかかる事実につき、遅くとも昭和35年には認識があったと推認され、昭和48年には有価証券報告書の虚偽記載についても認識があったとの事実認定がなされている。

ところで、東京証券取引所は、昭和57年10月に株券上場廃止基準を改正し、それ以降、少数特定者持株数（所有株式数の多い順に10名の株主が所有する株式および役員が所有する株式の総数）が上場株式数の80%を超えている場合に所定の猶予期間内に80%以下にならないときには、上場を廃止するという少数特定者持株数基準を設けていた。この点、Y1社の実際

の少数特定者持株数は、東京証券取引所が上記基準を設ける前後を通じ、平成16年3月末まで一貫して上場株式数の80%を超えていたが、Y1社は、名義株を除外した有価証券報告書等の記載に基づいて計算を行っていたため、形式的には常に80%を下回っている状況にあった。

平成2年以降は、証券取引法（現在の金融商品取引法）上、上場会社の株式等を5%を超えて保有する大株主について大量保有報告書の提出が義務付けられるようになっていたが、A社は、同報告書の記載についてもY1社株式の数を過少に記載し、名義株の存在を窺わせないようにしていた。さらにA社は、株式等の保有割合に一定の変動が生じた場合に提出することが義務付けられている変更報告書についても、同様に過少な株式数を記載して提出し、Y1社が平成16年10月に有価証券報告書等の虚偽記載を公表するまで、A社やY2社が実際に所有していたY1社株式の数を正確に記載した訂正報告書を提出しなかった。

平成15年の春頃、A社の代表取締役専務であり、上記名義株の存在やY1社による有価証券報告書等の虚偽記載を認識していたBは、新聞報道で株券制度の5年以内の廃止が検討されていることを知った。Bは、名義株については株券制度廃止後に株主が開設すべき振替口座を開設することができないことから、名義株の存在やこれまでの有価証券報告書等の虚偽記載について明らかにせざるを得なくなると判断し、同年8月頃から名義株の存在を認識していた者を集め、数度にわたって対応について話し合うための勉強会を開いた。その後Bは、勉強会での結論等を踏まえ、Tに対して株券不発行制度の導入によって名義株は存在し得なくなること、名義株をA社に名義書換した場合、少数特定者持株数基準に該当することとなり、Y1社株式が上場廃止となったり、以前の有価証券報告書および大量保有報告書の虚偽記載に関して罰則が適用される可能性があることなどを説明したうえ、A社が名義株の存在を公表せずにY1社株式を売却することが必要である旨を進言した。しかしTは、Y1社株式の速やかな売却には賛成し

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
なかった。

その後、平成16年8月に開催されたY1社の取締役会において、同社の監査役がY1社の有価証券報告書等の虚偽記載と名義株の存在について指摘したことを契機として、Y1社およびA社内部では、それらの事実が公然と問題とされるようになった。その結果、Y1社は、同年10月13日にA社とY2社が実質的に所有する名義株の存在が判明したとして、平成12年3月期から平成16年3月期までの有価証券報告書等につき、A社とY2社の所有株式数および所有割合を訂正し、A社の表示を「その他関連会社」から「親会社」に訂正するなどとした訂正報告書を関東財務局長に対して提出し、その旨を公表した。

Y1社による上記の公表を受け、東京証券取引所は、ただちにY1社株式について猶予期間入り銘柄とし、さらに監理ポストに割り当てることを決定した。また、平成16年11月16日には、Y1社株式が株券上場廃止基準に該当するとして同年12月17日をもって上場廃止とする旨の決定を行い、その後、Y1社株式は当初の決定通り上場廃止となった。なお、Y1社株式の東京証券取引所における株価は、有価証券報告書等の虚偽記載が公表された平成16年10月13日の時点で1株1081円（当該公表前に同日の取引は終了していた）、上場廃止決定のあった同年11月16日が1株268円、最終取引日の12月16日は485円であった。

その後、Y1社を含むグループ企業の再編が行われ、平成18年2月1日にY1社がその事業の一部をY2社に承継させる会社分割、同月2日にY1社がY2社の完全子会社となるための株式交換、同月3日にY2社がC社（西武ホールディングス）の完全子会社となるための株式移転が行われた。これらにより、Y1社の株主は、その所有していた株式1株につき、親会社であるC社の株式1株を所有することとなった。

本件は、当該虚偽記載の公表前にY1社株式を取得したXら289名が、Y1社がA社所有にかかるY1社株式の数を過少に記載した有価証券報告書およ

び半期報告書を関東財務局長等に対して継続して提出し、また、そうした虚偽記載について訂正を行わず、A社も当該虚偽記載に積極的に関与していたとして、Y1社およびその後A社を吸収合併したY2社について、不法行為（民法709条、719条1項前段）に基づき、Y1社とA社の代表取締役であったT、Y1社の代表取締役であったRおよび同じくY1社代表取締役であった亡Gの相続人であるNについて不法行為（民法709条、719条1項前段）または平成16年改正前証券取引法24条の4、24条の5第5項、22条1項に基づき、連帯して、Xらの損害を賠償するよう求めたものである（なお、Xら289名のうち、176名は本件虚偽記載が公表された平成16年10月13日以降、Y1社株式を上場廃止前に売却しており、残りの者たちはその後もC社株式を所有し続けている）。

原判決（東京地判平成20・4・24）は、Yら（Y1社、Y2社、T、RおよびG）の不法行為責任の成立を認め、既にY1社株式を売却していたXら176名の請求について、本件有価証券報告書等の虚偽記載がなければ平成16年10月13日以降の株価の急落やそれに伴う安値での売却もなかったとして、虚偽記載公表前の株価1株1081円とそれぞれの売却時の価格との差額について、有価証券報告書等の虚偽記載と相当因果関係のある損害であるとし、同損害についてYらの賠償責任を認めた。他方で、Y1社株式を保有し続けていたXらについては、口頭弁論終結時において保有株式が1株1081円を下回っているとは認められず、損害は生じていないとしてその請求を棄却した。

以上のような原判決に対し、C社（旧Y1社）株式を保有し続けているXらのうちの66名（以下、「保有Xら」とする）および上場廃止前にY1社の株式を売却した原告のうちの7名（以下、「処分Xら」とする）、そしてYらが控訴を申し立てた（なお、保有Xらのうちの1名は、その後控訴を取り下げている）。

二 判 旨

本判決は、原判決と同様、Yらの不法行為責任の成立を認めたとえ、処分Xらに生じた損害の範囲に関して、原判決を変更するとした。以下、とくにY1社の不法行為責任の有無とXらに生じた損害の範囲に関する判旨を挙げる。

1. 不法行為責任の有無について

「有価証券報告書等を提出する会社及び当該会社の取締役は、有価証券報告書等の提出に当たり、その重要な事項について虚偽の記載がないように配慮すべき注意義務があり、これを怠ったために当該重要な事項に虚偽の記載があり、それにより当該会社が発行する有価証券を取得した者に損害が生じた場合には、当該会社及び当該取締役は、当該取得者が記載が虚偽であることを認識しながら当該有価証券を取得した等の特段の事情がない限り、当該損害について不法行為による賠償責任を負うというべきである…」

「一般的に、株式市場においては、会社の経営に参加しようとして株式を取得しようとする投資家はもとより、投機目的や資産保有目的の投資家においても、当該会社の主要な株主や株主構成がどのようになっているか、株式の発行会社が他の会社の子会社であるか否かなどは、投資判断にとって極めて重要な要素となる。また、株価は市場における株式の需給関係で形成されるので、市場における株式の流動性も投資家が投資判断において考慮する重要な要素であるといわなければならない。そして、以上のことは、Yらにおいても当然認識し得たものである…」

「…以上のようなY1社の有価証券報告書等の虚偽記載は、Y1社の被支配状況やY1株式の流動性について投資家に重大な誤解を生じさせるおそれがあるといわねばならない。とりわけ、Y1社が、少数特定者持株数基準

の施行後に、A社が所有するY1社株式の数について有価証券報告書等に真実を記載していれば…Y1社株式は上場廃止となったはずであって、そのような事項についての虚偽記載が、投資家の投資判断に重大な影響を与える重要な事項であることは明らかであるというべきである。そうすると、少なくとも、株券上場廃止基準としての少数特定者持株数基準が設けられた昭和57年10月1日以降にY1社が提出した有価証券報告書等についてされた、A社が所有するY1社株式の数の過少な記載は、重要な事項に虚偽記載をしたものというべきであり、Xらが不法行為の成立要件としての違法行為であると主張する昭和59年4月1日以降にY1社が提出した有価証券報告書等の虚偽記載は、重要な事項についての虚偽記載をしたものに当たると認めるのが相当である。」

「…上記の認定事実に照らせば、Y1社は、組織的に有価証券報告書等の虚偽記載を行い、その前提となる名義株の存在の隠蔽を行ってきたものということができる。…そうすると、Y1社株式の発行者であるY1社は、有価証券報告書等の提出に当たり、その重要な事項について虚偽の記載がないように配慮すべき注意義務を負っていたにもかかわらず、これを怠り、昭和59年4月1日から平成16年10月13日までに提出した有価証券報告書等の重要な事項に虚偽の記載をしたものというべきである。したがって、有価証券報告書等の虚偽記載により、Y1社株式を取得した者に損害が生じた場合には、Y1社は、特段の事情がない限り、当該損害について不法行為による賠償責任を負うというべきところ、本件全証拠を検討するも、特段の事情の存在を認めるに足る証拠は存在しない…」

2. Xらに生じた損害の有無および範囲について

「不法行為に基づく損害賠償並びに旧証取法24条の4、24条の5第5項、22条1項に基づく損害賠償のいずれにおいても、賠償の対象となるべき損害とは、違法行為がなかったとしたならばあるべき利益状態と違法行為がさ

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例
れた利益状態の差であると解される。そうすると、仮にYらの違法行為がなければXらがY1社株式を取得することはなかったというXらの主張が認められる場合においても、Xらの損害は、Y1社株式の取得前の利益状態とY1社株式の取得後の利益状態の差でなければならない。」

(1) 保有Xらの損害について

「認定した事実には照らせば、本件全証拠によっても、本件口頭弁論終結時において、保有Xらが有するC社の株式の価格が、1株1081円を下回っているとは認められない。したがって、取得したY1社株式を売却せず本件口頭弁論終結時においてC社株式を所有している保有Xらが…その主張する株価下落による損害を被ったと認めることはできない。」

(2) 処分Xらの損害について

「…認定した事実によれば、Y1社の…昭和59年4月1日以降に提出された有価証券報告書等の虚偽記載がなければ…上場廃止となるという事態が生じなかったことは明らかである…そして、そのような事態が発生しなければ、処分Xらが、同年10月14日から上場廃止までの間に…同月13日までに取得していたY1社株式を売却することもなかったことは容易に推認されることである…Xらが、上場廃止によって投下資本の回収が困難になることを回避するためにY1社株式を売却するという選択をしたことは、投資家がとり得る行動として不合理であるとはいえない。」

しかしながら、一般的に虚偽記載が公表され、上場廃止が予定されると、当該株価が急落することが通常みられるところ、この場合、一層下落することを憂って損失の拡大を防止するために株式を売却するか、売却するにしてもいかなる時点で売却するか、それともその後の株価の上昇を期待して株式を保有し続けるかは、当該株主が諸般の事情を考慮して決断すべきことである。そして、虚偽記載及び上場廃止が発表されると、狼狽売りが集中して客観的株価より過大に下落する傾向が見られる反面、本件における虚偽記載は、A社の保有株式数を過小に記載し、少数特定者持株数

基準に抵触したというものであり、しかも、A社が第1の大株主であることには何ら変わりがなかったものであるから、粉飾決算がなされた場合等とは異なり、Y1社の財務状況や企業価値そのものに影響を与えることが少なかったものといえ、現に上場廃止後のY1社株式の株価（評価額）は回復し、前記のとおり本件口頭弁論終結時点において1株1081円を下回っていたとはいえない状況にある…。

以上のような事情に照らすと、処分XらのY1社株式の売却行為及びそれによる損失の発生は、投資家としての一つの選択行為及びその結果であるということではできても、上記虚偽記載及び上場廃止から通常生じ得る結果であるとまでは認め難いといわざるを得ない。また、Y1社株式を売却した者に1株1081円と個別の売却価格との差額をすべ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、あたかもY1社が、株主に対し、虚偽記載公表前の株価1株1081円を保証し、損失補填を認めたような結果を招来し、株式取引の本質に反する結果をもたらすともいえる。』

「…（Y1社株式）の下落額について、上記のとおり各処分Xらが選択した現実の売却時点の価格との差額とすることは相当ではなく、他にこれを客観的に把握するに足りる証拠はないが、上記の虚偽記載公表以降の現実の株価の変動、推移や平成18年1月から2月にかけて行われたY1社を含むグループ企業の再編においてY1社株式は1株919円と評価されて譲渡され、Y1社は、会社分割に反対する株主からの株式買取請求に対しても1株919円の買取に応じたこと、もともと虚偽記載の内容は、A社の保有株式数を過小にしたものであり、しかも、A社が第1の大株主であることに何ら変わりはなく、Y1社の財務状況や企業価値そのものに対する影響は少なかったものと考えられること等を総合勘案すると、民事訴訟法248条を適用して1株につき160円（平成16年10月13日の虚偽記載公表直前の株価1081円の約15パーセント相当額）と認定するのが相当である。したがって、株価が（龍法 '10）43-2, 374（824）

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

1081円に回復するまでに処分した処分Xらにおいては、1株につき160円の限度で…損害を認めることとする」

三 研究

1. はじめに

本件は、有価証券報告書の虚偽記載を行った会社等に対して、虚偽記載の発覚により株価が暴落し損害を被ったとして投資家が不法行為責任を追及した事案である。本判決は、原判決と同様にY1の不法行為責任を認めたとうえで、保有Xらについては口頭弁論終結時においてC社（旧Y1社）株式の価格が本件虚偽記載の公表直前の価格を下回っているとは認められず損害は生じていないとしたが、処分Xらの損害としては民事訴訟法248条を適用して虚偽記載の公表直前の価格の15%とした点が注目される。最近、有価証券報告書の虚偽記載を行った会社・役員に責任追及がなされるケースは増えているが、判決によって法律構成が異なっていたり、損害の捉え方に違いが見られる。本稿ではこうした損害論を中心に検討する。

発行市場において不実開示がなされた場合には資金調達した企業の利益と投資家の損害には因果関係が存在する。これに対し、流通市場においては不実開示を行った企業は投資家の損害に相当する利益を獲得していることは通常はないが、不実開示により市場価格を阻害している一方、本来の価格とは異なる価格で取引した投資家に損害が生ずるという構造が存在する¹⁾。このように解すると流通市場における不実開示の場合は投資家の損害との因果関係や損害額の認定は困難であるが、投資家の損害は原則として不実開示がなされていなかったならば想定された価格との差額と考えられる。そこで、不実開示が市場に伝えられてからの実際の市場価格の変動を基準として他の要因（価格を上げるものもあれば価格を下げるものもある）を排除して想定価格を算定しようというやり方が考えられる。この方

式を採用してもどこからどこまでの市場価格の変動を基準とするのかに関しては後述のようにさまざまな見解が対立している。

現在では不実開示に基づく民事責任として発行者の無過失責任、因果関係および損害額の推定規定が定められている（金融商品取引法21条の2）。損害額の推定規定は原告の立証の負担を軽減するために導入されたものであるから²⁾、今後の有価証券報告書虚偽記載に基づく投資家からの発行者の責任追及は、この規定を活用することが考えられる。もっとも、損害額の推定の適用を受ける者は虚偽記載公表前の1年以内に有価証券を取得し、かつ公表日に引き続き保有する者に限定されている。また、損害額の推定を前提に原告の側で推定額を上回る損害の立証は可能であるし、被告の側で因果関係を反証することも可能である。さらに、発行者の取締役等に責任追及する場合には損害額の推定規定は適用されない。このような場合に虚偽記載と因果関係のある損害とは何かおよびその損害額の算定方法に関する本判決の判示は意義を有する³⁾。企業不祥事の事例で発行会社の不実開示責任が追及されるケースでは比較的短期間の粉飾決算とは異なり本件のように虚偽記載が長期間継続する類型も考えられる。

ところで、本判決は重要な事項の虚偽記載のみが不法行為を構成するとするが、この構成は金融商品取引法の民事責任が典型的に投資者に損害を与えやすい重要な事項の虚偽記載に限定されていることとの整合性を図ったものと評価されている⁴⁾。重要な事項の虚偽記載に限定する立場は、投資家が有価証券報告書の虚偽記載を行った会社・役員に不法行為責任を追及する裁判例の中で主流となっている⁵⁾。こうした類型においては有価証券報告書の虚偽記載に関し不法行為責任といいながら実質的には金融商品取引法の民事責任が検討されている点は注意を要する。

2. 損害額

本判決は、不法行為に基づく損害賠償ならびに旧証取法に基づく損害賠

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例償のいずれにおいても、賠償の対象となるべき損害とは、違法行為がなかったとしたならばあるべき利益状態と違法行為がされた利益状態の差であるとする。この見解は、不法行為の財産的損害についての判例・通説である差額説を採用するものであり、妥当である⁶⁾。一連の西武鉄道事件や他の有価証券報告書虚偽記載に基づく投資家の損害賠償事件においても同様の立場が採用されている⁷⁾。

問題は、虚偽記載がなされた株式を市場で購入した投資家のケースにおいて違法行為がなかったとしたならばあるべき利益状態はどのように捉えられるか、以下の四つの見解が主張されている。

第一の見解は、違法行為がなかったら投資者が当該有価証券を取得しなかったと認められる場合には有価証券の取得自体を損害とするものである。発行市場における取得の場合には有価証券届出書の虚偽記載に取得自体の損害の考え方が採用されているが（金融商品取引法19条）、理論的には詐欺ないし説明義務違反等の一般私法理論に基礎を有するといえよう。このような発想は、相対取引で取得した場合の損害になじみやすく⁸⁾、流通市場での取得の場合には本判決のように取引行為そのものに瑕疵はないとして取得自体の損害は否定する裁判例が多い⁹⁾。この見解によると、取得価格と売却価格（または時価）との差額が損害とする原状回復的な救済が求められる。

第二の見解は、違法行為がなかったら投資者が有価証券をもっと低い価格で取得していたと認められる場合には、虚偽記載がなかったとしたら形成されていたであろう市場価格（想定価格）と現実に支払った価格との差額とするものである。想定価格の算定方法としては、①公表時の株価の下落率、②公表時の株価の下落額、および③公表後の株価（公表後の最安値や公表後上場廃止までの平均価格）などが考えられる¹⁰⁾。すなわち、この立場は取得時に損害が発生するが、その金銭的評価方法として公表後の株価を考慮する。

第三の見解は、公表直前の価格と処分価格（保有している場合には時価）との差額を損害とするものである¹¹⁾。これをさらに進めて、本判決のように売却時期の選択によって損害額が異なるのは適切でないとしてその一部のみを認める立場もある。この立場は公表後の価格を考慮する点では第二の見解と同様であるが、公表後に損害が生じたと捉えるため本件のようなケースで最安値より処分価格や時価の方が高い場合にはその値段との差額が損害となる。処分時または現在の価格という結果によって損害が左右されるおそれがあるともいえる。

第四の見解は、金融商品取引法21条の2の算定方法、原則として虚偽記載の事実公表前1ヵ月の平均市場価格と公表後1ヵ月の平均市場価格の差額とするものである。本判決のように施行日以前の事例にはこの規定の類推適用を否定する判例が多いが、この規定の考え方に合理性があるとして同様の処理を認める判例もある¹²⁾。本件では因果関係・損害そのものが問題とされているのであるから、推定規定を活用することは解決にならないと思われる。

3. 本判決の検討

本判決の問題点としては、第一に、取引行為そのものに瑕疵はないとして取得自体の損害を否定している点が挙げられる。この考え方は取引行為の形式に着目している点で一般私法理論に重点を置きすぎている。流通市場における不実開示の場合に取得自体が損害といえるためには「虚偽記載なければ取得なし」のように虚偽記載と取得の因果関係を認めるための構成から説明すべきである¹³⁾。すなわち、「虚偽記載なければ取得なし」とは虚偽記載が最大の取得理由に関連する必要があり、流通市場における取得の場合はこの立証は困難であろう¹⁴⁾。

第二に、本判決は虚偽記載の公表直前の価格を起算点とするが、この価格に虚偽記載の情報が全く反映されていないこと、すなわち名義株解消の

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

ためのY1株式の売却がなかったことを示す必要がある¹⁵⁾。仮に真実の情報が公表前に市場価格に反映されていたならば、算定の起算点は真実の情報が市場価格に反映され始めた時点とすべきである。

第三に、虚偽記載と上場廃止を異なる事実とみることには疑問がある。本件虚偽記載事実を前提にすると上場廃止は避けられなかったと評価することができるし¹⁶⁾、公表後の株価が上場廃止決定まで下げ止まっていないことからすると虚偽記載と上場廃止を異なる事実とみることは実態に合わないと思われる。それにもかかわらず、本判決は虚偽記載と上場廃止を異なる事実とみるがその十分な根拠が示されていない。また、本判決のように虚偽記載と上場廃止を異なる事実とみるとするなら、虚偽記載のみが反映された市場価格を認定しその価格を損害の基準とすべきであるが、そのような額は示されず、本件虚偽記載は財務状況や企業価値に影響を与えることが少なかったと一般論のみを論じる。これでは公表後の価格から損害を算定する方式も徹底されていないといえる。

第四に、本判決が損害額の基準とする想定価格の問題である。想定価格は、上場廃止後のグループ企業再編時の価格が基準となっている。想定価格を市場価格と無関係な企業再編時の価格とした点は学説からの強い批判がある¹⁷⁾。また、企業再編が織り込まれた市場価格を損害の基準とする 것도妥当とはいえない。グループ企業再編は株価下落局面で売却した投資家にとって予想できなかったものといえる。ここでは想定価格として事後的に虚偽記載とは無関係なプラス情報が考慮されている。もっとも、虚偽記載が公表されると株価は過剰に反応する傾向があるため最安値まで考慮するのは適当でないとの発想が本判決の前提にあるのかもしれない。金融商品取引法21条の2の算定方法でも公表後1ヵ月の平均市場価格が採用されているのは、情報が市場価格に織り込まれる期間が通常は1ヶ月と考えているからにほかならない。他方、情報が市場価格に織り込まれた後の株価上昇は投資家に帰属すべき利益であるともいえる。相場操縦の損害におい

てはこのように考えられている¹⁸⁾。もとより流通市場では常に投資判断がなされていると考えるべきであり、情報が市場価格に織り込まれた後のある時点の価格を基準として損害を考えるべきではない。保有原告の損害を時価基準で考える原審の立場も情報が市場価格に織り込まれた後の価格上昇を考慮している点で同様に合理性を欠くと思われる。

第五に、本判決は個別の売却価格と公表前の価格の差額を損害とすると損失補填を認めたかのような結果となり、自己責任原則に反するとする。しかしながら、自己責任とは適正な開示を前提としており、本件はこの前提を欠いている¹⁹⁾。さらに、本判決のように投資家の損害を減額することは、不実開示を行った発行会社を不当に利することとなり、流通市場における不実開示の抑止にもつながらない。したがって、本判決の構成は、流通市場において不実開示がなされた場合における発行会社と投資家との間の価格変動の公平な負担という発行会社責任の制度趣旨を誤解するものといえよう。

4. まとめ

以上の検討を踏まえて本件の損害はどのように捉えられるべきか。まず、本件の原告は流通市場で取得した個人投資家であるから取得自体損害を立証することは困難であろう。また、流通市場における取得の場合に取得自体損害が否定されているのは、取得価格と公表直前の価格までの価格変動リスクは本来投資家が負うべきであるとの価値判断もあろう²⁰⁾。虚偽記載が長期間継続している本件事案においてはこうした要請は一層高まる²¹⁾。ただし、公表前に真の情報が市場価格に反映されていた場合には、公表前であってもその情報が価格に反映された時点から検討対象とすべきである。公表後どこまでの価格変動を損害とすべきかについては、本件事案の特殊性からは虚偽記載と上場廃止は一連の事実とみることができ、上場廃止の発表が市場価格に織り込まれるまでの期間を考慮すべきであろう。西

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

武鉄道に関連した日本私立学校振興・共済事業団の高裁判決では公表日の翌日から最終取引日までの終値の平均値と公表日の終値との差額から株価の下落率を計算し、これを取得価格に乗じた額を損害額とした²¹⁾。このような立場は、取得時に損害が生じているとする前述の第二の見解を前提としており、流通市場において不実開示がなされた場合の損害との因果関係や損害額認定の構成として望ましい立場であるといえよう。

ところで、本判決の評価として会社が投資家の損害に賠償責任を負うとした場合には会社債権者との利害対立を生ぜしめる可能性があるとする見解があるが²²⁾、この見解には賛成できない。本件は会社の不法行為責任を追及しているとはいえ実質的には発行会社の流通市場に対する不実開示責任という金融商品取引法上の責任が追及されている事案であり、取得自体損害と構成できない以上、虚偽記載の公表が市場価格にどのような影響を及ぼしたのかによって損害が把握されるべきである。このような観点からは本判決は上述のように虚偽記載の市場価格への影響と見られる価格変動の大部分が正当な理由なく排除されている点で妥当とはいえない。今後は市場の実態に見合った損害の把握を指向する判例の集積が望まれる。

- 1) 流通市場における発行会社の不実開示責任については詳しく論ずる余裕はないが、市場価格の公正を書した一種の民事制裁的責任と把握する見解もある。上村達男「連載・新体系証券取引法」企業会計54巻3号41頁（2002年）。不実開示に関する民事責任は相場操縦者の民事責任と同様の理論的側面を有する。
- 2) 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説－課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し－」商事1705号50頁（2004年）。
- 3) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔下〕」商事1840号45頁（2008年）。
- 4) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事1839号20頁（2008年）。
- 5) 重要な事項の虚偽記載とは別の構成で不法行為責任を導く裁判例としては、東京地判・後掲（注7）148頁や大分地判平成20・3・3金判1290号53頁が挙げられる。
- 6) 於保不二雄『債権総論〔新版〕』135頁（1972年）。
- 7) 西武鉄道事件以外の判例としては、東京地判平成19年11月26日判時1998号

141頁。

- 8) 東京地判平成19年9月26日判タ1261号304頁。
- 9) 流通市場で取得したケースでこの方式を採用する判例として東京地判平成21年1月30日金判1316号52頁。
- 10) 黒沼・前掲(注3) 39頁。東京地判平成19年8月28日金判1280号10頁。
- 11) 本件の原審である東京地判平成20年4月24日金判1293号24頁、東京地判平成21年1月30日金判1316号34頁。この立場の問題点としては、黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配157号36～37頁(2010年)。
- 12) 東京地判・前掲(注7) 149頁。
- 13) 黒沼・前掲(注4) 24頁。
- 14) 流通市場での取得の際に取得自体損害が認められる例としては、①赤字会社の株を買わないとの投資方針を立てていたが、粉飾により黒字決算を作出した会社の株式を購入した場合、②発行者の不実開示をもとにアナリストが作成した記事を読んで当該証券を購入したが、不実開示がなかったら推奨記事で取り上げられず、購入することもなかったような場合等が挙げられている。黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事1708号9頁(2004年)。
- 15) 黒沼・前掲(注3) 44頁。
- 16) 石塚洋之「西武鉄道株主損害賠償東京高裁判決の検討〔下〕」商事1869号22頁(2009年)。
- 17) 黒沼「西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について」早法85巻3号385頁(2010年)。
- 18) 黒沼・前掲(注3) 43頁。
- 19) 石塚・前掲(注16)。
- 20) 取得自体損害を認めた事例においても、取得価格と公表直前の価格までの価格変動リスクは損害から除かれている点は注意すべきである。そうすると、結論は第二・第三の見解とあまり異ならないことになる。今後は流通市場での取得に限らず、発行市場の取得の場合も取得価格と公表直前の価格までの価格変動リスクを投資家に負わせる構成が必要と思われる。
- 21) 日本私立学校振興・共済事業団の高裁判決東京高判・後掲(注22)では発行会社の株主構成に特に着目しまたは説明を受けて購入したとの事情を認めるに足りる証拠はないことおよび虚偽記載の公表までの間は本件株式の瑕疵の影響を受けることなく市場で処分することが可能であったとして取得自体損害を否定している。
- 22) 東京高判平成22年3月24日金判1343号59頁。また、この期間のTOPIXの変動と比較して本件虚偽記載以外に西武鉄道株の価格を大きく変動させる要因は存在しなかったと認定している。
- 23) 和田宗久「判批」金判1328号14頁(2009年)。

西武鉄道有価証券報告書等の虚偽記載に係る株価下落について機関投資家等がなした損害賠償請求事件（西武鉄道株式の有価証券報告書虚偽記載・地裁判決）

東京地判平成21・1・30、平成18年（ワ）第207号（甲事件）、同第208号（乙事件）各損害賠償請求事件、請求一部認容〔控訴〕（金判1316号34頁）

瀬谷 ゆり子

一 事 実

1. 判示事項

(1) 原告らの主位的主張について、

原告らは、市場取引を通じてY1株式を取得したのであって、詐欺や説明義務違反のある相対取引により取得した場合は異なって、取得行為そのものに瑕疵が存在したというわけではない。また、有価証券報告書等の虚偽記載は、株主の状況や会社の支配状況に関するものであって、このような虚偽記載等があったとしても、会社の収支や資産価値に関わるものではなく、本件減価要因による影響を受けずに処分が可能であったのであり、原告らのY1株式取得行為のみをみた場合には、収支に見合ったY1株式を取得したものとわざわざをえないのであって、取得自体を損害と解することはできない。

(2) 原告らの予備的主張1について、

虚偽記載公表前後における、ある一時点の価格ないしある一定期間の平均価格を元に取得価格と想定価格との差額を算出するという方法が合理的な根拠を有するものであるとは認められない。

また、本件においては、後述のとおり、原告らに損害が発生したこと及びその損害額を認定することが可能であるから、想定価格との差額が算定不能であるとして民訴法248条を適用すべきとの原告の主張も採用できない。

(3) 原告らの予備的主張2について、

被告らが本件虚偽記載により、Y1株式に実体が正しく反映されていない状態を招来させ、同株式が減価要因のある状態で流通したことは、前記のとおりである。

そして本件虚偽記載が、東証が制定した上場廃止基準に著しく抵触した水準に達していたことを隠すようなものであったことをも考慮すると、市場においてそのような状態にあるY1株式を取得した者との関係においては、本件減価要因を除去せずに市場に放置したと評価できるのであるから、本件減価要因が発現し、これにより損害が発生した場合には、その損害を賠償すべきであると解される。

2. 事実の経緯

(1) 本件事実の経緯は、前掲・王子田氏担当の判例研究（本誌28頁～32頁）におけると同一である。王子田氏担当の研究と本研究は共に、Y1（西武鉄道株式会社）株式に係わる有価証券報告書虚偽記載と上場廃止によってもたらされた株価下落につき、株主が、当該株価下落はY1、Y1の実質的な親会社であるA社（コクド）を後に吸収合併したY2（プリンスホテル）、およびこれらの会社の長年の代表取締役であったY3に対して、有価証券報告書虚偽記載を理由とする損害賠償を求めたものである。王子田氏の研究と本研究の相違は、前者が、一般株主から提起された事案であり、後者が信託銀行を通じてY1株式を所有していた機関投資家から提起された事案である点にある。

したがって、本研究の事実は王子田氏の研究を参照していただくことと

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例し、以下では、本判決において原告が主張する損害賠償の理由を示すことにする。

(2) Y1株式の有価証券報告書虚偽記載、上場廃止、株価下落という一連の事実を受けて、Y1の株式を保有していた多くの投資家は、Y1、Y2およびY3らに対して、不法行為または平成16年改正前の証券取引法24条の4、24条の5第5項、22条1項に基づき、損害賠償を請求した。

本件甲事件の原告の前身であるU公社（平成19年10月1日、郵政民営化法により、株式会社X1および株式会社X2がそれぞれU公社の権利義務を承継）、および本件乙事件の原告であるX3～X6は、いずれも機関投資家であり、信託銀行との間で信託契約ないし再信託契約を締結して資産の運用を行っていた。信託受託者である信託銀行は、信託財産としてY1株式の取得及び処分を行い、虚偽記載の事実が公表された平成16年10月13日当時、Y1株式を保有していた。その後、Y1株式が上場廃止されるまでの間の10月14日から11月11日にかけて、本件信託銀行はY1株式を売却した。そこで原告らはいずれも、信託銀行との間の各信託契約ないし再信託契約を被告らによる本件不法行為に対する損害賠償請求権に関する限度で合意解除し、被告らに対する損害賠償請求権を有することとなった。

原告らは、Y1株式の取得価格と処分価格の差額に相当する金額の経済的損失を被った（主位的主張）、仮に原告らがY1の株式を取得するとしても、被告らの違法行為がなければついていた価格（想定価格）で取得したはずであったところ、現実に取得した価格で取得したのであるから、両価格の差額相当額を支出したという損害を被った（予備的主張1）、被告らの違法行為により、公表開示直前の価格である1081円からY1株式の株価が急落し、原告らが急落後の株価で処分したことにより原告らに生じた損害は、被告らが賠償すべき被告らの違法行為により通常生ずべき損害であり、この損害が認められるのであれば、被告らが公表開示を遅らせたことで、さらに取得後公表日までの価格下落も原告らに生じた損害として、

相当因果関係が認められるべきである（予備的主張2）と主張して、Y1、Y2、Y3に対して損害の賠償を求めた。

二 判 旨

請求一部認容。

「本件虚偽記載を継続することにより、本件減価要因のある状態でのY1株式の市場における流通を維持した被告らは、本件虚偽記載の公表によって本件減価要因が発現した場合には、市場において、本件減価要因のある状態での当該株式を取得した者に対し、本件減価要因が発現したことによって発生した損害を賠償すべきであり、したがって、本件減価要因が発現して株価急落を招来し、その際、上場廃止までの間に、投資者が当該株式を売却したことによって生じた損失については、その株価低下が結果的には一時的なものであったにしても、本件減価要因のある状態におけるY1株式の流通を維持した被告らの不法行為と相当因果関係が認められる損害として賠償すべきことになる。」

「虚偽記載公表直前における株価が1株1081円であったこと、原告らが別紙信託財産一覧表記載の各原告に対応する「売却株数」欄記載のY1株式を同表「売却総額」欄記載の金額で売却したことは、前提事実... のとおりであるから、被告らは、公表直前の株価1081円に上記売却株数を乗じた額から上記売却総額を減じた額を賠償すべき」である。

「虚偽記載公表前においては、Y1株式は、本件減価要因のある状態で取引されていても、この影響による減価が発現していなかったのであるから、公表前における株価下落は、純粋な市場原理により生じたものであって、被告らの虚偽記載やそれによるリスクとは無関係というほかない。」

三 研 究

1. 本判決の意義

大株主情報に関し有価証券報告書等に長年虚偽の記載をしていた事実を公表したY1（西武鉄道株式会社）は、東証一部の上場会社であったため、その株式を保有する株主は多数存在していた。虚偽記載の事実が発覚した後、Y1株式の市場価格が下落したことに伴い、虚偽記載の事実が公表される前に様々な形で同社株式を取得していた株主から、同社及び同社の代表取締役であった者、そして実質同社の親会社であった会社に対して、多くの損害賠償請求訴訟が提起されることとなった¹⁾。

本件は、このような訴訟の一つであるが、本件で被告とされたのは、法人である有価証券報告書発行会社Y1とその親会社Aを吸収合併したY2、そしてY1およびAにおいて代表取締役を務めていたY3である。また本件原告は、信託銀行との信託契約ないし再信託契約による資産運用として同社の株式を取得した機関投資家であること、虚偽記載が公表される数年前から株式を取得していること（取得期間は平成7年から16年とされる）、そしてY1の上場が廃止される前にその株式を処分していること、が特長である。

なお、一連のY1らをめぐる訴訟において、Y1らの違法行為自体が明確に否定されたものは存在しない²⁾。本件裁判所も、大株主情報が有価証券報告書等の重要な要素であるとして、このような虚偽記載により、有価証券の取得者に損害が生じたと認められる場合には、特段の事情のない限り、不法行為による損害賠償責任を負うものとしている。

したがって、本件において主に議論となるのは、他の訴訟と同様に、この虚偽情報により原告が受けた損害額、すなわち、本件有価証券報告書等の虚偽記載と因果関係のある損害が原告に生じているか、また生じているならその損害額はいくらになるかである。

虚偽記載のある有価証券報告書により被った損害の立証は困難を極める

ことは、現行金融商品取引法が、発行会社に賠償を課す際の損害額に推定規定をおいていることにも現れている。そこで、現行金融商品取引法の流通市場における民事責任規定を概観しておくことにする。

2. 金融商品取引法の立場

現行金融商品取引法は、有価証券報告書等に虚偽記載があった場合の発行会社・役員の民事責任を定める（金商21条の2、22条、19条）。このうち、発行者は、不实記載について無過失責任を負うものとする一方で、損害賠償の責任限度額を定めるとともに（金商19条、21条の2第1項）、損害額に関する推定規定をおいている（金商21条の2第2項）。発行者の民事責任は平成16年の証券取引法改正時に新たに設けられたものである。

それ以前の証券取引法には、虚偽記載等のある開示書類を提出した発行会社の民事責任規定は、発行市場においてしか存在しなかった。しかし流通市場においても、投資家は会社による開示書類を基に投資判断を行うものであり、発行者が重大な虚偽記載のある開示書類を提出した場合に、市場の価格形成に影響を与え、投資家に自己責任を超えた不測の損害を与えることは発行市場における場合と変わりはなく、またその重過失が推認される。ところが、発行市場における募集・売出しによる取引の場合とは異なり、流通市場での売買は、通常このような違法行為を行った発行者と投資家が直接関係に立たない。そのため、発行者に対して虚偽記載による損害賠償を請求する法的根拠は、一般不法行為責任に求めることになるが、そうすると投資家に生じた損害と虚偽記載との因果関係や損害額の立証は、募集・売出しの場合と比べて一層困難である。流通市場における発行者の民事責任規定が導入されたのは、このような理由によるとされる³⁾。

なお、金融商品取引法21条の2第2項により虚偽記載による損害として発行者に請求することができる額は、虚偽記載等の事実の公表日前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

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例有する者においては、当該公表日前1月間の当該有価証券の市場価格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格の平均額を控除した額とすることができる。

しかし本件は、時期的に発行者の責任に関するこの規定の適用を受けない⁴⁾。そのため、発行者の責任を追及するための法的根拠はもちろん、請求できる額も議論が必要となった。現在であれば、発行者に対する請求は基本的にこの基準によることになろうが、現行法の下でも、原告において推定額以上の損害を立証して請求すること、あるいは被告において推定を覆す立証を行うことが可能である。また、役員の実任については、損害額に関する推定規定は働かない。したがって、本件における損害額に関する議論は、金融商品取引法が施行された現在でも意義を有することになる。

3. 被告らの責任発生根拠

本件原告らは、損害賠償責任を追及する相手方を、当該会社Y1、親会社であるAを吸収合併したY2、そして両社の代表取締役を勤めたY3とした。このうち被告Y1とY2は法人である。

一般的に、法人の不法行為責任を認めるかについては議論のあるところである。不法行為責任が認められる場合でも、代表取締役等がその職務について第三者に不法行為責任を負う場合に、会社法350条（本件原告が主張するところの平成17年法律第87条による改正前商法261条1項）や被用者による第三者に対する不法行為について会社が民法715条により使用者として不法行為責任を負う、という構成が考えられ、原告によるその旨の主張がなされている。

これに対して本件裁判所は、有価証券報告書等提出会社及び当該会社の取締役について、有価証券報告書の提出にあたり、1) その重要な事項に虚偽の記載をしないように配慮すべき注意義務があること、2) これを怠ったために当該重要な事項に虚偽の記載があり、それにより当該会社が

発行する有価証券を取得した者に損害が生じた場合には、特段の事情がない限り、当該損害について不法行為による賠償の責任を負う旨判示している。

すなわち、Y1は「重要な事項」について有価証券報告書・半期報告書に不実の記載をしたこと及び事実を記載しなかったことが不法行為を構成する、Y2は、Y1の有価証券報告書等の虚偽記載の内容に沿う内容の虚偽の大量保有報告書を提出することで、Y1の有価証券報告書等の虚偽記載について共通の意思を有したこと等、Y1の違法行為に組織的に関与しており、これをもってY1の不法行為と共同の不法行為（民719条1項）を構成するというものである。このように裁判所は、会社そのものを責任主体として不法行為責任を認める立場に立っている点が注目される⁵⁾。

4. 本件における因果関係ある損害

以上のように本件における有価証券報告書等の虚偽記載は、民法の不法行為を成立させるとして、最も難解な論点が、原告の受けた損害の立証である⁶⁾。

本件原告らは、虚偽記載がなされている状態で取得した株式を虚偽記載公表後に下落した相場場で売却しており、損害が発生していることは認められる。この損害に被告の虚偽記載がどの程度影響を与えていたか、すなわち原告の損害と虚偽記載の間の因果関係がどの程度認められるかが、被告らが賠償すべき額の認定にあたり争われることになる⁷⁾。

(1) 損害額の評価

何をもって不法行為における損害とするかについては、不法行為がなかったとすればあったであろう財産状態と、不法行為によって実際に生じている財産状態との差額とする見解が支配的立場とされる⁸⁾。

ただし、株式価格は、様々な要因を組み入れて変動するものであるから、不法行為がなかったとすればあったであろう財産状態を原告が立証す

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例するのは、極めて難しい。原告側が損害額として、次のようないくつかの主張をしているのはそのためである。

①上場廃止原因が明らかになっていればY1株式を取得しなかったことを前提に、取得価格から当該株式の売却価格を控除した額を損害額とする(主位的主張)。

②上場廃止原因が明らかになっていればその時点で株価が急落し、上場廃止となり投下資本の回収が困難となる蓋然性の高い株式としての価格(想定価格)が付いていたはずであり、仮に原告が取得するとしてもこの価格によっていたはずであるから、現実の取得価格(上場株式として上場プレミアムが付加された対価)と想定価格の差額が損害である(予備的主張1)。

③被告らの違法行為がなければ、Y1株式が監理ポストに割り当てられ株価が急落することもなかったから、虚偽記載の公表前の株価と急落後に原告らが処分した株価の差額が損失である。そして、原告の取得後、実際の公表日まで開示が遅れ、その間に株価が下落した分も相当因果関係ある損害である(予備的主張2)。

これに対して、本件裁判所は、原告らの取得自体を損害と解することはできないこと、また上場プレミアムなる部分が存在したとの事実は認められないこと、さらに取得後公表前の株価下落は、純粹に市場原理により生じたものであって、被告らの虚偽記載やそれによるリスクとは無関係であるとして、3番目の虚偽記載の公表前の株価と急落後に原告らが処分した株価の差額を損害として認めた。

しかし原告は、いずれも取得価格を基準とした主張をしており、虚偽記載がなかったならY1株式を取得することはなかった、と言いたかったはずである。

(2) 本件虚偽記載と原告による取得の関係

本件裁判所も、Y1において虚偽記載が明らかになれば、Y1株式は上場

廃止となって投下資本の回収が困難となる可能性などから、株価が急落する危険性（減価要因）をもった株式であったことは認めている⁹⁾。

Y1をめぐる一連の訴訟の中で、情報が開示されていればY1の株式を取得することはなかったとして、取得自体が損害であるとの主張を認められたものに、全日空事件判決がある¹⁰⁾。しかしながら、本件裁判所は、取得自体が損害であるとの原告の主張に対しては、全日空事件が相対取引であったことを前提に、原告が市場取引を通じて取得した取得行為に瑕疵はないこと、虚偽記載が会社の収支や資産価値に関わるものではなく、減価要因発現前においてはその影響を受けずに処分が可能であり、Y1株式の取得行為のみをみた場合、収支に見合った取得であるとして、これを否定した¹¹⁾。また、全日空事件が相対取引であることから、市場取引による取得でこれを主張するには、原告において、株主構成に特に着目し又はその説明を受けたうえで購入したとの事情の立証が必要である、と判示するものもある¹²⁾。取得価格が被告らによる虚偽記載に由来する損害とするために、情報が開示されていればY1株式の取得はなかったとの立証は必要であるとしても¹³⁾、市場取引の場合でも、機関投資家が上場廃止要因を抱えた株式を運用の対象としないことは、一般的に言えることではないだろうか。

虚偽記載の結果、発行者の株式が監理ポストに割り当てられ株価が下落したとしても、粉飾等の場合と本件の場合とを同列に考えることはできない¹⁴⁾。粉飾の結果であれば、虚偽記載がなければもっと低い価格で取得していたであろう、との議論は成り立ちやすい。また、監理ポストから上場廃止への流れも、裁判所の言うように「取引所の裁量」に委ねられ、早期に虚偽記載を解消するよう努めることで「上場廃止を避ける可能性があった」かもしれず、「本件虚偽記載がなければ当然に上場廃止となっていたと認めることができない」¹⁵⁾ということも可能かもしれない。

しかし本件は、長年上場適格性を欠いた状態が隠されていたものであ

有価証券報告書への虚偽記載における責任主体および損害賠償額の算定にかかわる3つの裁判例

り、この状態が公表されれば上場廃止となる蓋然性は高く、そうなればそもそも取得できなかったということになる。上場廃止となっていなかったとしても、本件原告のような運用を目的とする機関投資家は、通常、このような事実を知れば投資対象としなかったと言えるのであって¹⁶⁾、この点を軽く見る裁判所の判断には疑問を持つ。

- 1) ①東京地判平成19. 8. 28金判1280号10頁、②東京地判平成19. 9. 26金判1278号32頁、③東京地判平成19. 10. 1判タ1261号331頁、④東京地判平成20. 2. 21判時2008号128頁、⑤東京地判平成20. 4. 24判時2003号10頁（控訴審⑥東京高判平成21. 2. 26金判1313号26頁）、⑦東京地判平成20. 4. 24判時2003号147頁（控訴審⑧東京高判平成21. 3. 31金判1316号7頁）、⑨東京地判平成21. 3. 31金判1316号22頁（控訴審⑩東京高判平成22. 4. 22金判1343号48頁）、⑪東京地判平成21. 1. 30（本件）、⑫東京地判平成21. 1. 30金判1316号52頁（控訴審⑬東京高判平成22. 3. 24金判1343号59頁）がある。これらの検討は、①の評釈として、黒沼悦郎「判批」金判1289号2頁（2008）、②の評釈として、川島いづみ「判批」金判1292号2頁（2008）、奈良輝久「判批」金判1283号2頁（2008）、⑤⑦について、黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討 [上] [中] [下]」商事法務1838号4頁・1839号20頁・1840号39頁（2008）、石田眞得「判批」ジュリスト1376号131頁（2009）、松嶋隆弘「判批」判例評論600号29頁（2009）、⑥⑧について、石塚洋之「西武鉄道株主損害賠償請求訴訟東京高裁判決の検討 [上] [下]」商事法務1868号4頁・1869号17頁（2009）、和田宗久「判批」金判1328号12頁（2009）、⑪⑫について、井口直樹「西武鉄道事件東京地裁判決の検討 - 二つの損害賠償訴訟判決の比較 -」商事法務1861号4頁（2009）等、そのほか、大塚和成「有価証券報告書の虚偽記載と「因果関係ある損害」」金判1279号1頁（2007）、河本一郎「西武鉄道株主損害賠償請求事件判決について」金判1292号1頁（2008）、志谷匡史「有価証券報告書の虚偽記載と損害の算定」金判1316号1頁（2009）、黒沼悦郎・永井智亮・中村慎二・石塚洋之（座談会）「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償（上）（下）」商事法務1906号6頁、1908号14頁（2010）等参照。
- 2) しかし、裁判所は保有原告については、損害の発生を認めていない（①③④⑤）。もっとも、処分原告の請求を棄却した判例もあるが、控訴審では請求が認められている（⑥）。
- 3) 高橋康文編著『平成16年証券取引法改正のすべて』46頁（第一法規、2005）、三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任』35頁（金融財政事情、2005）、日野正晴『詳解 金融商品取引法』273頁（中央経済社、2008）。
- 4) この規定に相当する平成16年改正証券取引法は、平成16年12月1日後に提出

された有価証券報告書から適用される（平成16年改正証券取引法附則1条3号、5条）として、損害額の推定規定である旧証取法21条の2の類推適用については、先行する事件の裁判所において否定されている（東京地判平成19. 8. 28金判1280号10頁）。

- 5) 企業自体の不法行為責任に関する議論として、和田宗久・前掲（注1）12頁、松嶋隆弘・前掲（注1）29頁。
- 6) そのため、民訴法248条の適用を主張するものもあるが、本件裁判所は否定している。
- 7) 注（1）に掲げたいずれの評釈も、この点の議論が中心とされているが、黒沼悦郎・商事法務1839号21頁以下で詳細に検討されている。
- 8) 潮見佳男「金融商品取引法制の課題 Ⅲ虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務1907号15頁（2010）、なお同「不法行為法Ⅰ〔第2版〕」13頁以下（信山社、2009）参照。
- 9) 東京高判平成22. 3. 24金判1343号59頁は、上場廃止の要件に該当するといふ意味の瑕疵を有する状態の株式、と表現する。
- 10) 注（1）の②事件。虚偽記載の事実が説明されていれば本件取引に応じなかったことは明らかであるから、実際の取得価格を損害としたうえで、取得価格から虚偽記載が公表されるまでの下落分と売却価格を差し引いた金額を「請求しうる金額」として、請求を認容している。他の判例は、この事件について、Y1株式の取得は原告とAとの相対取引であり、Aの説明義務違反が認められたため、他の事件とは異なると考えているようである。
- 11) 注（1）の⑬東京高判平成22. 3. 24金判1343号59頁は、上場廃止の要件に該当すると言ふ意味の瑕疵を有するとしても、この瑕疵によりY1株式が無価値であったわけではなく、その価値が一部減殺されていたにすぎない、とする。
- 12) 注（1）の⑭東京高判平成22. 3. 24金判1343号59頁。
- 13) 川島いづみ・前掲（注1）6頁。
- 14) 例えば、大分地判平成20. 3. 3金判1290号53頁。この判決の評釈として、受川環大・金判1301号10頁。
- 15) 注（1）の⑯東京高判平成22. 3. 24金判1343号59頁。
- 16) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事法務1839号24頁（2008）。