

Title	〔商法五八一〕有価証券報告書等の虚偽記載等に関して非財務担当取締役の免責の可否と虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかったとみるべき場合の損害額(東京地裁平成二五年二月二二日判決)
Sub Title	
Author	陳, 宇(Chen, Yu) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2017
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.90, No.11 (2017. 11) ,p.79- 90
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20171128-0079

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

判例研究

有価証券報告書等の虚偽記載等に関して非財務担当取
得しなかったとみるべき場合の損害額

（東京地裁平成二五年二月二二日判決、
平成二三年（ワ）第六三八号損害賠償事件、
判例タイムズ一四〇六号三〇六頁）

〔判示事項〕

一、有価証券報告書等の虚偽記載等に関して、非財務担当
取締役について、虚偽記載等を「知らず、かつ、相当な注
意を用いたにもかかわらず知るべきでなかった」とし
て金融商品取引法二四条の四・二二条一項責任につき免責
を認めた事例

二、虚偽記載等がなければ投資者が有価証券を取得しな
かったとみるべき場合の損害額に関して、虚偽記載等と相
当因果関係のある損害の範囲を、事案に従って認定した事
例

〔参照条文〕

金融商品取引法二一条一項一号・二一条二項一号・二二
条一項・二四条の四

〔事実〕

Aは、平成二二年五月一七日に設立されたコンサルティ
ング業を目的とする株式会社であったが、平成二四年二月
二二日に破産手続開始決定を受け、Y₁が破産管財人に就任
した。Y₂、Y₄は、中学、高校の同級生で、設立時から平成
二二年六月四日までAの取締役であり、Y₂が会社運営全般、
Y₃が営業、Y₄が財務を担当していた。Y₅は、平成一四年一

月に従業員としてAに入社し、平成一八年六月二十九日から平成二一年六月二十六日までAの取締役としてコンサルティング業務などの現場業務を担当していた。

Aは、平成一六年四月一日から平成一七年三月三十一日までの売上げを粉飾した虚偽の有価証券報告書等を作成するなどして、平成一七年一二月九日、東証マザーズ市場に上場した。Y₂、Y₄は、Aの上場準備の過程で、架空売上の計上等の不正な会計処理を継続し、不良債権を正常債権であるかのように装い、監査法人の監査に対応するために発注書等を変造し、会計証憑を偽造するなどしていたが、これらの処理等は、Y₂、Y₄のみが参加する経営会議において決定されていた。

Y₂、Y₄は、Aの株式上場後も、上場で得た株式の売却益などの手持ち資金や株式担保融資で得た資金を売掛金の振込であるかのように装ってAに入金し、取引先の請求書を偽造して架空の経費をAから流出させ、これを架空の売掛金の支払としてAに還流させるなどしていた。その結果、Aは、平成一七年四月一日から平成二〇年一二月三十一日までの売上げ・損益・純資産の額等について虚偽の内容が記載された有価証券報告書等を作成して財務局に提出した。

Y₅は、取締役就任後、取締役会にはほぼ毎回出席し、会計

に係る報告資料に目を通していたが、不正をうかがわせる記載はなく、配布されていた監査証明書には監査法人による無限定適正意見が付されていた。Y₂、Y₄は、不正な会計処理について相談する際には、Y₅が同席しないようにするなどして、同処理がY₅に発覚しないように努め、Y₅は、自らの会社を設立するために、平成二一年六月二十六日にAの取締役を辞任し退社するまで、不正な会計処理を認識しなかった。

平成二二年三月一六日、Aは、監督官庁の任意調査を契機として、過去の不適切な会計処理が疑われることとなり、同年四月一三日、会計処理の修正を要する可能性のある事象に関する調査を目的として外部調査委員会を設置することを公表した。同年六月四日、Aは、同委員会の調査の結果、平成一六年三月期から平成二二年三月期までの間粉飾決算を前提にした虚偽の内容が記載された有価証券報告書等が提出されていた事実が判明したことを公表し、同年九月二五日付で同社株式の上場が廃止された。

上場当初からAの株式を購入していたXは、本件虚偽記載等が発覚して株価が下落し損失を被ったとして、Y₁に対して、破産債権として、金融商品取引法（以下「金商法」という）二一条の二等に基づき一八七六万五四一三円の損

害賠償債権を有することの確定を求め、 $Y_2 \sim Y_5$ に対して、金商法二四条の四等に基づき損害金一七六〇万三四四六円および民法所定の遅延損害金の連帯支払を求める本件訴えを提起した。

本判決は、金商法二一条の二または証券取引法（以下「証取法」という）一八条に基づく損害金とその確定遅延損害金の合計額二五九万六二九九円をXのAに対する破産債権として確定し、 $Y_2 \sim Y_4$ については、金商法二四条の四・二二条一項または証取法二四条の四・二二条一項に基づき、二四三万五七九六円およびこれに対する年五分の割合による遅延損害金のXに対する支払責任を認めた。主な争点は、 Y_5 の金商法二四条の四・二二条一項責任の免責の可否と本件虚偽記載等によるXの損害額であった。

〔判旨〕

一 Y_5 の免責について

「Aでは各取締役の間で職務の分担がされており、財務に関する事項は、専らこれに関する専門的な知識、経験を有する Y_2 や Y_4 にゆだねられていたこと、 Y_5 は、現場の実務を担当して財務に直接携わっていなかったこと、 Y_5 は、ほぼ毎回取締役会に出席し、取締役会に提出される会計に係

る報告書類に目を通していたが、これらの書類は、いずれも創業者被告らにより証憑を偽造するなどして巧妙に虚偽記載が含まれることを判別できないようにされていた上、監査法人の無限定適正意見の付されたものであったこと、創業者被告らは、不正な会計処理をするに当たり Y_5 を謀議から排除し、 Y_5 がこれに気が付かないように秘密裏に事を進めていたことに照らすと、 Y_5 は、本件虚偽記載等について知らず、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ものと認めるのが相当である。」

二 Xの損害額について

「 $Y_2 \sim Y_4$ は、Aを上場させるために粉飾決算を行うようになり、その額も平成一七年三月期において公表売上額約六億四三〇〇万円のうち約二億五七〇〇万円にも上つていたことに照らせば、……粉飾決算に基づく有価証券報告書等が提出されなければAは本件上場をしていなかったと推認することができる。」

そして、Aは、本件上場後も多額の粉飾をした売上を計上して有価証券報告書等に虚偽の記載を続け、仮にこれが発覚すれば上場が廃止されていたと認めることができる（現に、本件虚偽記載等発覚後間もなくしてAの株式は上場が廃止されている。）のであるから、本件虚偽記載等が

なければ、Xが市場でAの株式を取得することはなかったと認められる。」

その上で、本判決は最判平成二三年九月一三日民集六五卷六号二五一頁（以下「西武鉄道事件最高裁判決」という）を引用し、Xの損害額について次のように認定した。

「Xが本件虚偽記載等発覚前に売却した株式については、「購入時から売却時までの値下がり分はいずれも経済情勢等の変動に係る本件虚偽記載等に起因しない市場価格の下落分であると認められ、Xに本件虚偽記載等と相当因果関係のある損害は生じていないといえる。」とした。

Xが現在まで保有している株式については、「四月二三日発表後の株価の下落は、三月一日発表（筆者注・Aが子会社を設立することの発表）を受けて一時的に急上昇した株価が経済情勢等によって下落した局面であると解することが可能であるから、これが四月一三日発表によるものと直ちに認めることはできない。」

これに対し、六月四日発表後の株価の急落は、その内容が、外部調査委員会の調査の結果Aで多額の粉飾決算が行われていたことが判明し、決算を修正する必要がある、Aの株式が監理銘柄に指定されたというものであること……からすると、本件虚偽記載等が明らかになったことに起因

するものと認められるから、同日以降の値下がり分は、本件虚偽記載等と相当因果関係のある損害ということができ

る。そして、平成二三年（筆者注・原文ママ。正しくは平成二二年であると考え）六月四日のAの株式の終値は一万一三二〇円であり……、口頭弁論終結時のAの株価は、Aが破産していることから〇円であると認められ、Xが同年六月四日までに購入し、現在までXが保有している株式は一九八株であるから、Xが本件虚偽記載等で被った因果関係のある損害は、二二四万一三六〇円（＝（一万一三二〇円－〇円）／株×一九八株）であると認められる。」とした。

「Y」は、XがAの株式の上場廃止後もこれを保有し続け、Aの破産によりこれが無価値になったことによる損害は、本件虚偽記載等に起因するとはいえないと主張するが、破産会社の株式の上場が廃止されたとしても、直ちに破産会社の事業活動まで廃止されることにはならず、その株価が当然に下落することにもならないから、破産会社の株主がその後も株式を保有し続けることも通常あり得る事態というべきであり、その後破産会社について破産決定がされてその株式が無価値となったことによる損害も、本件虚偽記

載等と因果関係があるといふべきである。」

〔研究〕

一 本判決の意義

本判決は、有価証券報告書等の虚偽記載等に関して、非財務担当取締役^{Y₅}について、本件虚偽記載等を「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」として金商法二四条の四・二二条一項責任につき免責を認めたものである。有価証券報告書等の虚偽記載等を理由とする発行者の役員等に対する損害賠償請求訴訟は、発行者を被告とする訴訟と比べるとまだ数は少なく、「相当な注意を用いた」の判断枠組みは必ずしも明確になつていないといえない。本判決は、「相当な注意」の意義について一般論は述べておらず、いわゆる事例判決としての意義がある。

また、本件では、虚偽記載等に基づくAおよびY₂、Y₄に対する損害賠償責任が肯定されている。本判決は、本件事案が、虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかつたとみるべき場合に該当するとし、西武鉄道事件最高裁判決の論法を用いて損害額を算定したが、虚偽記載と相当因果関係のある損害の範囲について認定したものとして参考に

ると思われる。

二 「相当な注意を用いた」に関する判断

発行者の役員は、有価証券届出書の虚偽記載等について、虚偽記載等を知らず、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した場合に限り、金商法二二条一項の責任を免責される（金商法二二条二項一号）。この規定の趣旨は、発行者の役員に実際に注意を払わせて、有価証券届出書の完全かつ正確な記載を確保させることにある（神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、二〇一二年）五五四頁）。この免責要件は有価証券報告書等の虚偽記載等にも準用されている（金商法二四条の四、二二条二項）。「相当な注意を用いた」について、これまでの裁判例や学説は、法の趣旨を没却することのないようその意義を比較的厳格に解釈してきた（藤林大地「判批」金融・商事判例一四七九号（二〇一五年）三頁、寺前慎太郎「判批」同志社法学六七卷二号（二〇一五年）三〇九頁）。

例えば、ライブドア事件地裁判決（東京地判平成二二年五月二一日金融・商事判例一三一八号十四頁）は、「いずれの取締役も会社の業務全般について協議、決定をし、こ

れを監督すべき地位にあり、また、旧証取法は担当の如何を問わず全取締役に損害賠償責任を負わせて有価証券報告書の正確性を確保しようとしているのであるから、技術担当であるとか、非常勤であるからといって、単に与えられた情報を基に有価証券報告書の正確性を判断すれば足りるものではない」と判示している。また、ライブドア事件高裁判決（東京高判平成二三年一月三〇日金融・商事判例一三八九号三六頁）は、技術担当取締役であるとか、海外に滞在しているからといって、注意義務の程度が当然に軽減されるものではないとしている。なお、相当な注意を实际上に用いた事実を認定せず、相当な注意を用いたとしても虚偽記載を知ることができなかったとして、役員会での報告を聞くにとどまり、虚偽記載等の原因となる取引の書類関係などを積極的に確認・調査しなかった代表取締役（最高技術責任者）の免責を認めた裁判例（インネクス地裁判決（東京地判平成二七年八月二八日ウエストロー・ジャパン二〇一五WLJPCA〇八二八八〇一三））もある。

学説では、開示書類の作成に関与しなかった取締役にあっては、単に記載の正確性について担当役員に質問し、記載が正確である旨の返答を得ただけでは相当な注意を用いたことにならないし、また、病氣、遠隔地での居住、多

忙、開示書類の記載内容を理解する能力を有しないことなども、免責の理由にならないと指摘されている（神崎ほか・前掲五五三～五五四頁）。

本判決は、①Aでは各取締役の間で職務の分担がされており、財務に関する事項は、専らこれに関する専門的な知識、経験を有するY₂やY₄にゆだねられていたこと、②Y₅は、現場の実務を担当して財務に直接関わっていなかったこと、③Y₅はほぼ毎回取締役に出席し取締役会に提出される会計に係る報告書類に目を通していたこと、④取締役会提出の会計に係る報告書類はY₂、Y₄による証憑の偽造などにより虚偽記載等が判別できないように巧妙に作成されていたこと、⑤不正会計処理に関する協議はY₅を排除する形で秘密裏に進められていたこと、⑥会計に係る報告書類に対して監査法人が無限定適正意見を表明していたことを理由に、Y₅は、虚偽記載等について知らず、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ものと認めるのが相当であるとして、Y₅の免責の成立を認めた。

本判決が認定した①～⑥の事実のうち、Y₅が行った行為に関するものは、③のみである。①②は、Aにおける職務の分担を指摘するものであり、④⑤は、本件虚偽記載等やその原因である不正な会計処理についてY₅は認識すること

が極めて困難であったことを指摘するものであり、⑥は、会計に係る報告書類の記載の正確性を Y_5 は一応信頼できる状況にあったことを指摘するものと解される（藤林・前掲三～四頁、黒沼悦郎「判批」私法判例リマックス五二号〔二〇一六年〕八一頁参照）。

①②に関しては、これらは Y_2 および Y_4 の職務執行を Y_5 が信頼しうる状況にあったことを指摘する趣旨のものであり、本判決は信頼の権利を考慮して Y_5 の免責を認めたとする見解（寺前・前掲三二～三三頁）がある。有価証券報告書等の内容が問題となった場合、開示書類の作成を担当する取締役からの情報がほかの取締役の信頼に値すると評価されるためには、内部統制システムが整備され、有効に機能していることが前提になると思われる（野村修也「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選〔第二版〕』〔有斐閣、二〇一一年〕一一三頁）。仮に①②が信頼の権利を指摘する趣旨のものであるとすれば、財務事項に係る職務の合理的な分だけだけでなく、財務報告に係る合理的な内部統制システムの整備が適切になされていたかも検討すべきであったと考えられる（寺前・前掲三二～四頁、藤林・前掲七頁）。しかし、本判決はこれについての検討を欠いている。この点に関しては、内部統制システムが適切に整備されていないから

ば、正確な財務報告が行われる保証が得られなくなるから、財務報告の正確性を判断するにあたって、内部統制にのみ依拠することはできない。この場合において、 Y_5 には記載の信頼性を確認するための確な質問ないし調査が要求され、取締役会で報告書類に目を通していただければ「相당한注意」を用いたことにならないと考える。

また、④⑤に関しては、これらの事実は、 Y_5 が「虚偽記載を知ることができなかった」ことの証拠にはなりうるが、 Y_5 が「相당한注意を用いた」ことの証拠にはならないと指摘されている（黒沼・前掲八一頁）。「相당한注意」が認められるには、実際に相당한注意を用いたことが必要であり、仮に相당한注意を尽くしたとしても虚偽記載を知りえなかったことを主張しても、免責は認められない。もともと、裁判例の中には、このような抗弁を認める裁判例（例えば、西武鉄道事件地裁判決〔東京地判平成二〇年四月二四日金融・商事判例一二九三号四二頁〕、前掲インネクスト地裁判決）もある。しかし、これは、「相당한注意を用いたにもかかわらず」という文言に反するのみならず、役員等実際に注意を払わせて有価証券報告書等の完全かつ正確な記載を確保しようとの金商法の趣旨を没却すると批判されている（黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事

法務一八三九号(二〇〇八年)二二頁)。

このようにみてくると、本判決は、結局 Y_5 が監査法人の監査証明を信頼したことだけで、「相当な注意を用いた」と認定したことになる。ここでは、監査証明が信頼の権利の対象となるかが争点になる。会計の専門家としての監査人の適正意見を信頼の権利の対象とすることは合理性があり、これが肯定されると、監査証明を信頼すれば「相当な注意」を尽くしたとの抗弁を基礎付ける重要な事実となる。ただ学説では、監査人の監査証明に関しては、代表取締役や財務担当取締役については「相当な注意」の程度を軽減するものではなく、それら以外の取締役についても監査証明への信頼のみで「相当な注意」が肯定されるわけではないとする否定説が有力である(遠藤元一「取締役・監査役の「相当な注意を用いた」(金融商品取引法二二一条二項一号)に関する判断枠組み」商事法務二二一五号(二〇一六年)二二頁参照)。開示書類に虚偽記載等をするという違法行為は、発行会社内部で行われるものであるから、このような抗弁を認めると、作成担当者・関与者に対する監視が弱められてしまい、役員等に実際に注意を払わせて有価証券報告書の完全かつ正確な記載を確保しようとの金商法の意図が後退するおそれがあり、妥当とはいえない。

前述したように、「相当な注意を用いた」については、有価証券報告書の記載内容の適正さを図ろうとした法の趣旨を没却することのないよう厳格に認定されるべきであるが、本判決では、 Y_5 が「相当な注意を用いた」との判断に関わる上記の事情から、その認定は不十分な証拠に基づくものであると言わざるをえない。

三 虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかったとみるべき場合の損害額

本判決がその論理を採用する西武鉄道事件最高裁判決は、「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合、当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額は、すなわち当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上記投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、上記株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額(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。以下同じ。)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、これを算定すべきものと解される。」と判示している。

本判決は、本件事案が、虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかったとみるべき場合に該当するとし、Aおよび Y_2 、 Y_1 に対する損害賠償責任を肯定している。こうみるべき理由として、本判決は、Aは、①粉飾決算がなければ株式を上場していなかったこと、②上場後の粉飾決算が発覚すれば上場廃止されていたことを挙げている。①②いずれか一方の事実だけでも、虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかったといえるから、この点については妥当な判断である。

そして、本判決は、西武鉄道事件最高裁判決の損害額の算定方法を用い、Xの保有株式について、取得価額と現在の評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している。同最高裁判決の多数意見は、流通市場における取得者による一般不法行為規定に基づく損害賠償請求に関し、虚偽記載等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（有価証券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有価証券の市場価額との差額）から、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控除した額であるという判断を示したものである。これに対して、寺田逸郎裁判官は、金商法一九条こそが多数意見の考え方に沿った構造を有する規定であるとの意見を述べている。金商法一九条は、虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任額を定めたものである。同条一項は、発行者が賠償すべき額は、取得価額から処分価額または損害賠償請求時の市場価額を控除した額であると定めている。この額に対して、請求権者が受けた損害の額の全部または一部が、虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情（以下「他事情」という）により生じたことを発行者が証明した場合には、その全部または一部について損害賠償責任を免れる（二項）。

一九条二項に関して、他事情により生じた損害とは何かが問題となる。この点につき、有力な学説は、有価証券の価格の下落のうち、証券市場全体の価格変動や虚偽記載等とは関係ない発行者に固有の事情によって下落した部分とは、他事情により生じた損害に該当せず、同条一項に基づいて算出された額から減額することはできないと解している（岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第一巻）』（金融財政事情研究会、二〇一一年）二五七頁〔加藤貴仁〕、山下

友信⇨神田秀樹編『金融商品取引法概説』(有斐閣、二〇一〇年)一八九頁(小出篤)、神崎⇨志谷⇨川口・前掲三六二頁)。この説は、同条は、請求権者を証券の取得以前の状態に戻すという原状回復的損害賠償の考え方に基づくものであると解釈し、そうであるとすれば、請求権者が当該有価証券を取得していなかったとしたならば被らなかつたであろう損害は、すべて虚偽記載等と因果関係のある損害であり、損害賠償額から減額すべきではないという論理構成をしている(黒沼悦郎⇨太田洋編著『論点体系 金融商品取引法(一)』(第一法規、二〇一四年)一二七頁(荒達也)参照)。これに対して、証券市場全体の価格変動等の一般的な事情による下落分については、他事情により生じた損害に該当し、損害賠償額から減額することができるとする説もある(江頭憲治郎「ディスクロージャーと民事責任」証券業報五四六号(一九九六年)二六頁)。

この問題に関しては、発行者に固有の事情によつて下落した部分は、請求権者が当該有価証券を取得していなかったとしたならば被らなかつたであろう損害であり、すべて虚偽記載等と因果関係があるから、損害賠償額から減額すべきではないと考えられる。これに対して、証券市場全体の変動等の一般的な事情による下落分については、当該有

価証券ではなく他の有価証券を取得していたとしても被つたであろう損害であり、他事情により生じた損害に該当し、損害賠償額から減額することができる。もつとも、証券市場における投資対象として当該有価証券しか考えていない投資者も存在しうるため、証券市場全体の変動等の一般的な事情による下落分の控除を検討する際、まず投資履歴や動機などからそのような投資者であるかどうかを認定すべきである。そのような投資者であるとすれば、当該有価証券を取得していなかったとしたならば他の有価証券を取得することもなかつたから、証券市場全体の変動等によるリスクを負うことはなかつたはずであり、それに伴う損害と虚偽記載等との間には因果関係があるといえる。

虚偽記載等との因果関係に関して、本判決は、平成二二年六月四日本件虚偽記載等が公表されるまでのA株価の下落は、すべて本件虚偽記載等に起因しないものであり、同日の発表後の下落は、すべて本件虚偽記載等と相当因果関係のある損害であると認定した。

投資者が取得してから虚偽記載等が公表されるまでの間の株式の市場価額の下落については、西武鉄道事件最高裁判決は、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものであることが多いという一般論を示しつつも、虚偽記載公表前に問

題の株主が他人名義で所有していた株式を売却するなどして虚偽記載の一部が解消されたことから、虚偽記載公表前にも、虚偽記載に起因した株価下落があった可能性があるとして、虚偽記載と相当因果関係のある損害額について更に審理を尽くさせるため、原審に差し戻した。

これに対して、本判決は、虚偽記載公表前のA株価の下落は、すべて本件虚偽記載等に起因しないものであると認定した。しかし、本件では、平成二二年四月一三日外部調査委員会設置の発表は、Aで粉飾決算が行われていたことを窺がわせるものであるから、同発表を受けた株価の急落の少なくとも一部は、本件虚偽記載等と相当因果関係があると考えられる。また、Aの市場株価は長年の粉飾決算によって真の業績を反映したことなど一度もなかったといった本件の特殊性を考慮して、少なくともAの業績悪化に起因する株価の下落による損害は、取得価額と現在の評価額との差額から控除すべきではないと指摘されている（黒沼・前掲判批八一頁）。前述したように、発行者に固有の事情に起因する株価の下落による損害は、すべて虚偽記載等と因果関係があるから、A株の取得者に負担させる理由はないように思われる。

また、本判決は、四月一三日発表後の株価の急落は、経

済情勢等によって下落した局面であると推測しているが、経済情勢等が何を指すかについて明らかにしていない。仮にこれは経済情勢等による下落であったとしても、前述したように、損害賠償額からその下落分を控除するかどうかを検討する際、まずXがA株を取得していなかったとしたならば他の有価証券を取得していたかどうかを認定すべきである。

虚偽記載が公表された後の市場価額の変動については、西武鉄道事件最高裁判決は、いわゆる「ろうばい売り」が集中することによる過剰な下落も、虚偽記載が判明することによって通常生ずることが予想される事態であって、これを当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく市場価額の変動であるということができず、当該虚偽記載と相当因果関係のない損害として控除することはできないとしている。

しかし、虚偽記載公表後に株価が急落したからといって、その急落はすべて当該虚偽記載に起因するものであると判断されるわけではない。例えば、アーバン事件最高裁判決（最判平成二四年一二月二一日金融・商事判例一四〇九号一四頁）は、公表日において、虚偽記載等の事実とともに、民事再生手続開始の申立ての事実についても公表されていることから、公表日後の株価の下落は両事実がいまっ

生じたものとみるのが相当であるとする。このように、虚偽記載公表後に株価が急落している場合には、その要因としてどのような事情が考えられるか、その事情の発生が虚偽記載等と相当因果関係のあるものといえるかなどを検討する必要がある。これに対して、本判決では、六月四日虚偽記載公表後の株価の急落は、すべて本件虚偽記載等と相当因果関係のある損害であるとされているが、当該期間に虚偽記載等以外の要因が生じていなかったかどうかについて検討されていない。

一方、アーバン事件とは異なり、本件では、Aによる破産手続開始の申立ては、虚偽記載等の事実の公表に伴い株式が上場廃止になった後に行われたものである。Xが上場廃止後も保有し続けた株式について、Y₁は、Aの破産によりこれが無価値になったことによる損害は、本件虚偽記載等に起因するとはいえないと主張した。これに対して、本判決は、破産会社の株主が上場廃止後も株式を保有し続けることも通常あり得る事態というべきであり、Aの破産によりその株式が無価値になったことによる損害も、本件虚偽記載等と因果関係があると認定した。このような認定をするには、まずAがもし虚偽記載等をしていなければ破産手続開始の申立てが不可避であったかどうかを検討すべき

である。しかし、本判決では、この点について検討されず、十分な認定がなされているとはいえない。

陳
宇