

Title	〔商法六三九〕東芝の有価証券報告書等虚偽記載による損害賠償請求事件 (福岡地判令和四年三月一〇日)
Sub Title	
Author	大島, 一輝(Ōshima, Kazuki) 商法研究会( Shōhō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2023
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.96, No.6 (2023. 6) ,p.51- 68
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20230628-0051">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20230628-0051</a>

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

## 〔商法 六三九〕

### 東芝の有価証券報告書等虚偽記載による損害賠償請求 事件

福岡地判令和四年三月一〇日  
平成二七年(ワ)三九三六号、平成二八年(ワ)九九七号、平成二八年(ワ)二五三七号、損害賠償等請求事件(控訴)  
金融・商事判例一六四二号三頁、資料版商事法務四六二号一〇四頁

#### 〔判示事項〕

有価証券報告書等の記載が、不法行為責任が成立しうる虚偽記載であるか、金融商品取引法二二条の二第一項の「重要な事項」についての「虚偽の記載」に当たるか否かは、投資者の投資判断および市場における当該有価証券の価格形成に重要な影響を与える事項について、当該記載が一般に公正妥当と認められる企業会計基準に違反した会計処理に基づきなされたかどうかによって判断すべきである。当期純利益を増加させる訂正部分については、有価証券

報告書等の提出者の株式を取得した者との関係では、類型的に重要な事項についての虚偽記載に当たらない。

有価証券報告書等を提出する会社は、その重要な事項について虚偽の記載をしないように配慮すべき注意義務を負う。

虚偽記載が何らかの形で発覚し、それにより会社の信用毀損等が生じ、さらに投資者の過剰反応（いわゆるろうばい売り等）が生じることは一般的であるから、有価証券報告書の重要な事項についての虚偽の記載に起因する信用毀

損や過剰反応から生じる株価下落分（併せて「ろうばい売り等の額」）についても、提出会社の不法行為と相当因果関係ある損害というべきである。

重要な事項についての虚偽の記載を含む有価証券報告書が公衆の縦覧に供される前に既に取得済みであった提出者の株式については、虚偽記載による高上げを観念することができず、認められる損害はろうばい売り等の額に限られる。過年度の有価証券報告書等の記載に誤りがある疑いを認識することができる状態になった後に提出者の株式を取得した者は、今後の株価の動向が有価証券報告書の虚偽記載等による影響を受けることを認識した上で、その後の反転上昇を期待してあえて株価下落のリスクを引き受けたというべきであり、虚偽記載と因果関係ある損害を認める余地はない。

虚偽記載が嵩上げ額に与える影響は、株式の取得時期ごとに検討する必要がある。振替株式については、株式の取得および処分は持分割合の増減として把握されるにすぎないから、総平均法の考え方にに基づき、算定対象株式の数量を求めるのが相当である。

〔参照条文〕

民法七〇九条、金融商品取引法二一条の二、同法二四条の四が準用する二二条、会社法四二九条

〔事 実〕

Y<sub>1</sub>社（被告）は、電気機械器具製造業等を目的とする株式会社であり、東京証券取引所市場第一部に上場していた。Y<sub>2</sub>ら（被告）は、Y<sub>1</sub>社の取締役または執行役であった者である。Xら（原告）は、Y<sub>1</sub>社株式を取得し、売却する等の取引を行った者である。

Y<sub>1</sub>社は、平成二七年四月三日、「特別調査委員会の設置に関するお知らせ」と題する書面を公表した。同書面においては、平成二五年度における一部インフラ関連の工事進行基準に係る会計処理について、調査を必要とする事項が判明したとして、特別調査委員会を設置し事実関係の調査を行う旨が記載されていた。同日中に複数の報道機関が、Y<sub>1</sub>社において工事費用の過少見積りにより利益が過大計上されていた可能性がある旨を報道した。

Y<sub>1</sub>社は、同年五月八日、「第三者委員会設置のお知らせ」、「剰余金の配当（期末）に関するお知らせ」、「業績予想の修正に関するお知らせ」と題する各書面を、同年五月一三

日、「現時点で判明している過年度修正額見込み及び第三者委員会設置に関する補足説明」と題する書面を、同年五月二二日、「第三者委員会の調査対象に関するお知らせ」と題する書面を、それぞれ公表した。前記五月八日公表の書面においては、特別調査委員会による調査の過程で、一部インフラ関連の工事進行基準案件において工事原価総額が過少に見積もられ、工事損失（工事損失引当金を含む）が適時に計上されていない等の事象が判明したこと、特別調査委員会の枠組みから日本弁護士連合会が定めるガイドラインに準拠した第三者委員会による調査の枠組みに移行する旨を決定したこと、業績予想を未定とすること等が記載されていた。前記五月一三日公表の書面においては、過年度の要修正額として、平成二三年度から二五年度までの累計の営業損益ベースでマイナス五〇〇億円強を見込んでいた旨が記載されていた。

第三者委員会は、平成二七年七月二〇日、調査報告書（以下「本件報告書」という）を取りまとめた。本件報告書は、Y<sub>2</sub>らの関与の下で、工事進行基準案件において、工事原価総額の過少見積りによる損失引当金の過少計上または未計上等の不適切な会計処理が行われた等とし、Y<sub>1</sub>社が提出し公衆の縦覧に供された平成二〇年度（第一七〇期）

から平成二六年度（第一七六期）の第三・四半期までの期間に係る有価証券報告書および四半期報告書（以下「本件有価証券報告書等」という）は、別紙七（裁判所ウェブサイト掲載）のとおり修正が必要であったとした。

Y<sub>1</sub>社は、平成二七年九月七日、本件有価証券報告書等の各期について訂正を行う報告書（以下「本件訂正報告書」という）を提出した。本件訂正報告書は、本件有価証券報告書等のうち、「売上高」、「継続事業税引前当期純損益」、「当期純損益」、「株主資本」、「純資産額」および「総資産額」等の項目につき訂正を行うものであった（別紙五（裁判所ウェブサイト掲載）参照）。このうち、第一七二期および第一七五期の有価証券報告書ならびに第一七六期第三・四半期報告書は、当期純利益を過少計上していたものであり、訂正によって当期純利益が増加した。その余の有価証券報告書については、当期純利益を過大計上していた。

X<sub>1</sub>らは、本件有価証券報告書等には、同社の不適切な会計処理に起因する重要な事項についての虚偽記載があり、これによって損害を被ったと主張して、Y<sub>1</sub>社に対しては金融商品取引法（以下「金商法」と略記する）二一条の二第一項または不法行為に基づき、Y<sub>2</sub>らに対しては、金商法二四条の四が準用する同法二二条、会社法四二九条または不

法行為に基づき、損害賠償および遅延損害金の支払を求めた。

〔判旨〕

請求一部認容

(1) 「有価証券報告書等の記載が、不法行為責任が成立し得る虚偽記載であるか、金商法二一条の二第一項の「重要な事項」についての「虚偽の記載」に当たるか否かは、投資者の投資判断及び市場における当該有価証券の価格形成に重要な影響を与える事項について、当該記載が一般に公正妥当と認められる企業会計基準に違反した会計処理に基づきなされたかどうかによって判断すべきである。」

「個別具体的な事実を認めるものではなく、いわば抽象的な事実である「重要な事項についての虚偽記載の存在」を認めるものであるものであっても、裁判上の自白が成立するものとして立証不要効(民事訴訟法一七九条)を認めることが許容される。」

本件有価証券報告書等の「訂正がされたことをもって直ちに虚偽の記載があったということではできない。」

「本件報告書の記載から本件有価証券報告書等における重要な事項についての虚偽記載の存在を導くことはでき」

ない。

(2) 「当期純利益を増加させる訂正部分については、それにより投資者の投資判断及び市場における当該有価証券の価格形成に何らかの影響が生ずることは否定されないまでも、Y<sub>1</sub>社株式を取得した者との関係では、類型的に重要な事項についての虚偽記載に当たらないと解するのが相当である。」

(3) 「会社が提出した有価証券報告書等に重要な事項についての虚偽の記載があった場合には、誤った情報により歪められた市場価格を前提とした投資判断を余儀なくされる、虚偽記載の判明に市場が過剰反応を示す等してその株式を取得した投資者の財産権を侵害するおそれがあるから、有価証券報告書を提出する会社は、その重要な事項について虚偽の記載をしないように配慮すべき注意義務を負う。

……法人(組織)としてのY<sub>1</sub>社は、代表者等の特定の個人の故意・過失を問題にするまでもなく、上記注意義務を怠ったものと認められるから、不法行為に基づき、Y<sub>1</sub>社株式を取得したX<sub>1</sub>らに生じた損害を賠償する責任を負う。」

(4) 「X<sub>1</sub>らは本件虚偽記載部分がなければY<sub>1</sub>社株式を取得しなかったと認めるに足りない。……本件虚偽記載部分の存在により株価が不当に高く評価され、嵩上げされた株

式価値相当分……が損害となることは明らかである。また、……本件虚偽記載部分に起因する信用毀損や過剰反応から生じる株価下落分（……ろうばい売り等の額……）についても、Y<sub>1</sub>社の不法行為と相当因果関係ある損害というべきである。」

(5) 「Y<sub>1</sub>社は本件虚偽記載部分を含む第一七一期有価証券報告書を平成二二年六月二三日の取引終了後に公衆の縦覧に供しており……翌二四日以降にY<sub>1</sub>社株式を取得したX<sub>1</sub>らにおいては、高値取得を余儀なくされ、かつ虚偽記載判明後の株価下落によりその資産を毀損されたものとして、高上げ額損害及びろうばい売り等の額損害の両方が認められる。」

これに対し、同月二三日の取引終了時点で既に取得済みであったY<sub>1</sub>社株式については、虚偽記載による高上げを觀念することができず、認められる損害はろうばい売り等の額に限られる。」

(6) 一般の投資者は、平成二七年四月三日「にはY<sub>1</sub>社の過年度の有価証券報告書等の記載に誤りがある疑いを認識することができる状態になったと認められ、翌四日以降にY<sub>1</sub>社株式を取得した者は、今後の株価の動向が有価証券報告書の虚偽記載等による影響を受けることを認識した上で、

その後の反転上昇を期待してあえて株価下落のリスクを受けたというべきである。

そうすると、X<sub>1</sub>らが同日以降に取得したY<sub>1</sub>社株式……については、……虚偽記載と因果関係ある損害を認める余地はない。」

(7) 「本件においては、損害が発生したことは明らかであるが、損害の性質上その額を正確に認定することが極めて困難であるときに該当するといえるから、民事訴訟法二四八条を適用して相当な損害額を認定するのが相当である。」

「本件虚偽記載部分の発覚前後の株価下落のうち、本件虚偽記載部分と因果関係ある期間の始期は、不適切会計の可能性が公表された」平成二七年四月三日、本件訂正報告書の公表による影響が織り込まれたのは、株価が底を打った同年九月二九日と考えられるから、終期は同日と認めるのが相当である。」

当該期間における株価下落分を基礎に、取得価額および処分価額における調整を行った額（公表後下落額）のうち、「高上げ額に対応する下落は二〇%、ろうばい売り等による下落は二〇%、残る六〇%は本件虚偽記載部分と無関係な要因（市況の悪化、本件虚偽記載部分を除く訂正等）に



容である会計処理の基礎となる個別具体的な事実関係、Y<sub>1</sub>社が違反したとされる会計基準の内容および理由、会計基準違反の結果等につき具体的な記載がないとして、本件報告書の記載から虚偽記載の存在を導くことはできないとした。結局X<sub>1</sub>らは、本件有価証券報告書等の重要な事項についての虚偽記載の存在を証明するには至らず、虚偽記載の存在を争ったY<sub>2</sub>らの損害賠償責任は否定された。ただし、Y<sub>1</sub>社については、本件虚偽記載部分に限って裁判上の自白（民事訴訟法一七九条）を認めて同社の民法七〇九条に基づく責任を肯定し（判旨（1））、いわゆる修正高値取得損害説（虚偽記載による株価の嵩上げ額に加え、信用毀損やろばい売りによる株価下落分についても虚偽記載との相当因果関係を認める考え方。藤林・前掲九八頁参照）に親和的な損害の発生を認めた（判旨（4））。別訴である前掲東京地判令和三年五月一三日は、本件報告書の記載から虚偽記載の存在を認定しており、本件報告書の信頼性につき、裁判所の評価が分かれる（藤林（前掲）九五頁）。

本件裁判所が本件報告書の信頼性を判断する際に考慮した要素は、本件報告書で調査対象とされた「会計処理の適正性」の内容が明らかでなく、その全てが一般に公正妥当と認められる企業会計基準に違反するかどうか疑問であ

ること、本件報告書が指摘したのは「売上高」および「継続事業税引前当期純損益」の修正のみであり、それ以外の項目（「当期純損益」、「株主資本」、「純資産」、「総資産」等）の修正に何ら言及していないことである。前掲東京地判令和三年五月一三日よりも詳細に本件報告書の信頼性を検討している点が特徴的である（藤林（前掲）九五頁）。

継続開示書類の虚偽記載等を理由として、有価証券の発行者またはその役員の民事責任が追及された事件としては、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）、最判平成二四年三月一三日民集六六卷五号一九五七頁（以下「ライブドア事件最高裁判決」という）、および最判平成二四年一二月二一日判例時報二一七号五一頁（以下「アーバンコーポレイション事件最高裁判決」）が挙げられるほか、多くの下級審判決が存在する。本判決は、これらの裁判例で論じられることのなかった以下の点について判断を示しており、特徴的である。すなわち、①当期純利益を増加させる訂正部分（いわゆる逆粉飾）については、Y<sub>1</sub>社株式を取得した者との関係では、類型的に重要な事項についての虚偽記載に当たらないとした点（判旨（2））、および②本件虚偽記載部分を含む有価証券報告書が公衆の縦覧に供される前に

既に取得済みであったY社株式については、虚偽記載による嵩上げを観念することができないとしつつも、ろうばい売り等の額が損害として認められるとした点(判旨(5))である。

以下、主要な争点につき本判決の妥当性を検討する。

## 二 有価証券報告書の虚偽記載の有無および範囲

### (一) 本件における虚偽記載の存否(判旨(1))

本判決は、有価証券報告書等の記載が民法七〇九条の責任が成立しうる虚偽記載であるか、そして金商法二一条の二第一項の「重要な事項」についての「虚偽の記載」であるかについては、その記載が①投資者の投資判断および有価証券の価格形成に重要な影響を与えるものか否か、ならびに②一般に公正妥当と認められる企業会計基準に違反した会計処理に基づくものか否かによって判断すべきであるとした。以下に述べるとおり、この判旨は正当であると考える。金商法二一条の二第一項の責任追及事件について、同旨の裁判例がみられる(東京地判令和元年九月三〇日LEX/DB文献番号25581476(リンクアンドモチベーション事件判決))。学説でも、金商法二一条の二第一項にいう「重要な事項」の要件への該当性判断につき、前記①と同

旨を述べるものがある(山下友信「神田秀樹『金融商品取引法概説(第二版)』(有斐閣、二〇一七年)一九六頁、黒沼悦郎『金融商品取引法(第二版)』(有斐閣、二〇二〇年)二二二、二二三頁)。

少なくとも民法七〇九条の文言上は、金商法二一条の二第一項と異なり、虚偽記載の重要性は要求されない(旧証券取引法下の文献であるが、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(五・完)」法学協会雑誌一〇六卷七号一二三四頁参照)。そうすると、本判決のように民法七〇九条に基づく責任を認める際にも①の判断基準を用いることには疑問もありえよう。もつとも、問題の虚偽記載に重要性が認められないということは、当該記載は株式を取得するか否かの判断や取得価格に影響を与えなかったことを意味するから、虚偽記載と損害との間の相当因果関係も否定されるとの理解に立てば(黒沼・前掲(法学協会雑誌)一二三四頁参照)、民法七〇九条の責任の成否を検討する際にも、加害行為と損害との間の相当因果関係の有無を判断するために前記①の要素を考慮することは肯定されよう(黒沼悦郎「判批」商事法務一八三九号(二〇〇八年)二〇頁参照)。

本判決は、民法七〇九条の責任と金商法二一条の二第一

項の責任とを区別せず、一括して責任の成否を検討する。Xらは金商法二二一条の二第三項のいわゆる損害額推定規定を利用しなかったため（判決文第2・3（3）（原告らの主張）イ（ア）、金融・商事判例一六四二号三四頁）、責任の成否を判断するうえで両制度を区別して検討する必要がなかったことが原因であろう（対照的に、本件別訴である前掲東京地判令和三年五月一三日では、原告は主位的に民法七〇九条に基づき、予備的に平成二六年改正前金商法二二一条の二第二項の損害額推定規定を利用して会社の責任を追及しており、裁判所は請求原因ごとに区別して責任の成否を検討した）。

また、本判決は、有価証券報告書等の訂正がされたことをもって直ちに虚偽記載があったということではできないとし、その理由として、会計基準に反しない範囲で、より保守的な会計処理に基づき記載を訂正することがありうる旨を判示する。同旨の裁判例として、前掲東京地判令和元年九月三〇日があるほか、違法配当に係る平成一七年改正前商法二六六条一項一号五号・二七七条に基づく取締役らの責任に関する事件ではあるが、会社による有価証券報告書の訂正は会計基準を保守的に適用したものにすぎないから、訂正前の会計処理も公正なる会計慣行（同法三三二条二項）

に反するものではなかったとした裁判例として、大阪地判平成二四年九月二八日判例時報二一六九号一〇四頁（三洋電機事件判決）がある。本件裁判所も判示するように、虚偽記載の有無は、一般に公正妥当と認められる企業会計基準（金商法一九三条、連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則一条一項ほか）に照らして判断すべきであり（松尾直彦『金融商品取引法（第六版）』（商事法務、二〇二一年）二〇九〜二一〇頁、加藤貴仁（稿）『注釈金融商品取引法第一巻（改訂版）』（きんざい、二〇二一年）三五七頁注九参照）、本判決の判断は正当であると思われる。

(二) いわゆる逆粉飾と虚偽記載の重要性（判旨（2））  
裁判所は、当期純利益を増加させる訂正部分について、提出者の有価証券を取得した者との関係においては類型的に記載の重要性が否定されたとした。そして、その理由として、(a) 利益の過少記載で株式取得者に虚偽記載と相当因果関係ある損害が生ずることは観念し難いこと、および、(b) 平成二六年金商法改正が逆粉飾の事案で有価証券を処分した者にも金商法二二一条の二第一項に基づく請求を認める趣旨で、同項の請求権者に有価証券を「処分した

者」が加えられた経緯に照らせば、逆粉飾の事案で株式取得者が同項に基づく請求を行うことは金商法も想定していないことを挙げる。

逆粉飾の場合における株式取得者については、虚偽記載の重要性ではなく、虚偽記載と相当因果関係のある損害の発生を否定するという解決法もありうるどころ、本判決が示した前記 (a) は、むしろそうした解決法に親和的な判示である (藤林・前掲九五頁)。二 (一) で述べたとおり、裁判所は、虚偽記載の重要性は投資者の投資判断および有価証券の価格形成に重要な影響を与えるものか否かによって判断すべきとしているから、このことと、前記 (a) (b) を理由に虚偽記載の重要性を否定したこととの整合性が問われよう (この点、別訴判決である前掲令和三年五月一三日は、逆粉飾の場合にも首尾一貫して、投資判断および有価証券の価格形成への影響の程度に照らして虚偽記載の重要性を判断している)。

逆粉飾である虚偽記載につき株式取得者が金商法二一条の二第一項または民法七〇九条に基づく請求をする場合を、虚偽記載の重要性がない場合として類型的に捉えて、画一的に請求を棄却する運用を裁判所が示すことは、当該類型については虚偽記載が投資判断および有価証券の価格形成

に与える影響の有無や程度について裁判所が認定するコストを回避できることを意味するので、訴訟経済の観点から正当化できるかもしれない (虚偽記載の重要性要件が濫訴防止の意義を有しうる点につき、齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響 (中)」商事法務一七八号 (二〇〇四年) 三二頁、黒沼・前掲 (商事法務一八三九号) 二〇頁参照)。本判決は、有価証券取得者の請求のうち、①逆粉飾である虚偽記載を理由とするものは (投資判断および有価証券の価格形成に与える影響の有無や程度を審査するまでもなく) 虚偽記載の重要性を類型的に否定し、②通常の粉飾である (訂正により当期純利益を減少させる) 虚偽記載を理由とするものは投資判断および有価証券の価格形成に与える影響の有無を実質的に審査して虚偽記載の重要性を判断するという、二段階の判断枠組みを採用したものと整理できよう。

### 三 Y<sub>1</sub>社の不法行為責任の成否 (判旨 (3))

本判決がY<sub>1</sub>社の不法行為責任を肯定するにあたり、有価証券報告書を提出する会社はその重要な事項について虚偽の記載をしないように配慮すべき注意義務を負うとした

部分は、東京地判平成二〇年四月二四日判例時報二〇〇三号一〇頁（西武鉄道事件第一審判決）と同旨であり、これ自体は妥当であると思われる。

ただし、本判決は、同社の代表者等の特定の個人の故意・過失の有無を審査しなかったという特徴がある。東京高判平成二九年二月二三日民集七二巻五号七一頁（IH I事件高裁判決）は、「法人（企業）の一個の組織体としての行動（事業そのもの）の結果として、他人の生命身体等の重要な法益が侵害されており、代表者又は被用者の誰かに過失があることが明らかである場合においては、業務遂行に関わる代表者や被用者個人の行為や過失を個別に問題とすることなく、法人が民法七〇九条により不法行為責任を負うべきものとされることもあり得る」と判示した（結論としては不法行為責任の成立を否定した）。別訴である前掲東京地判令和三年五月一三日も同旨を判示したうえで、Y<sub>1</sub>社代表者社長、事業グループ担当執行役または財務担当執行役といった同社の経営トップらが不適切な会計処理の中止・是正を指示しなかったこと、幹部職員等の担当者も不適切な会計処理を実行・継続してきたことを認定し、「少なくとも上述した者の誰かに過失があることは明らかである」と判示して、Y<sub>1</sub>社の民法七〇九条に基づく責任の

成立を認めた。同判決は、特定の個人の故意または過失は認定しないまでも、複数者の不正会計への関与を認定し、これらのうち誰かに過失があることが明らかである、という程度までは特定していたといえる。先行評釈には、会社の「代表者または被用者の誰かに過失がない場合に発行会社の過失を肯定するのであれば、実質的には無過失責任となる」旨を指摘するものがある（藤林・前掲九五頁）。また、会社の役職員の誰かに過失があるとして会社の不法行為責任を認めることも、「役職員の違反行為を特定せず発行会社に一部の流通市場取得者に対してほぼ無過失責任を負わせる」と評するものもある（満井・前掲一四二頁）。

本判決は、前掲東京地判令和三年五月一三日と異なり、複数者の誰かに過失があることが明らかであるという程度の特定すら行わず、虚偽記載のある有価証券報告書がY<sub>1</sub>社において組織的に作成されたものである旨を説示するのみである。有価証券報告書が会社において組織的に作成されるということは当然であり、これだけを理由に会社の不法行為責任を認めることは、（藤林・前掲九五頁が指摘するとおり）実質的には会社に無過失責任を問う結果になりかねず、妥当ではないだろう。

#### 四 損害論

(一) ろうばい売り等による損害(判旨(4)(5))

本判決は、本件虚偽記載部分に起因する信用毀損や過剰反応から生じる株価下落分(すなわち、本判決にいう「ろうばい売り等の額」)は、Y<sub>1</sub>社の不法行為と相当因果関係ある損害であるとした(判旨(4))。さらに本判決は、虚偽記載のある有価証券報告書が開示される前に株式を取得した者についても、同様に相当因果関係を肯定しており(判旨(5))、特徴的である(当該類型の者についてろうばい売り等の額の損害賠償請求を認めると会社の賠償額を一層増加させる懸念があることや、ろうばい売り等による株価下落リスクは上場会社の株主には常に伴うものである等の理由から、これらの判旨に反対するものとして、藤林・前掲九五(九六頁))。

西武鉄道事件最高裁判決は、虚偽記載がなければ原告らがその会社の株主にはならなかったといえる場合を前提に、ろうばい売りによる株価下落分は「有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それ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とはでき」ないとして、虚偽記載との相当因果関係を肯定した。

本判決は、「X<sub>1</sub>らは本件虚偽記載部分があればY<sub>1</sub>社株式を取得しなかったと認めるに足りない」としており(判旨(4))、西武鉄道事件とは事案の前提が異なる。

これに対して、大阪高判平成二八年六月二九日金融・商事判例一四九九号二〇頁(オリンパス事件高裁判決)は、虚偽記載がなければ原告らが会社の株式を取得しなかったとまで認めるに足りないという点で本判決と共通点を有する事案において、ろうばい売りによる株価下落分は、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ものであるとして、虚偽記載との相当因果関係を肯定した。ただし、虚偽記載前に株式を取得した者については、次のとおり判示して、ろうばい売り等の額の損害賠償請求を否定した。第一に、「原告らは本件虚偽記載後株式を取得した時点で損害が発生し……たと主張しているのであるが、この前提においては……虚偽記載前に取得した会社株式については取得時に損害を觀念することができない」とした。第二に、ろうばい売り等の額の損害は「虚偽記載という誤った情報提供によって歪められた市場価額を前提にして投資判断を行わざるを得なかったという不法行為と結びつく損害ではない」とした。このように、オリンパス事件高裁判決は、虚偽記載が不法行為を構成する根拠を、虚偽記

載による投資判断の前提情報の歪曲化に求めており、損害発生時点は虚偽記載後の株式取得時点であるとの前提で下されたものである（遅延損害金に係る判断においても、原告らは不法行為日、すなわち原告らがオリンパス株式を取得した日から遅延損害金を請求できると判示する）。

前記オリンパス事件高裁判決と比較すると、本判決は、「会社が提出した有価証券報告書等に重要な事項についての虚偽の記載があった場合には、誤った情報により歪められた市場価格を前提とした投資判断を余儀なくされる、虚偽記載の判明に市場が過剰反応を示す等してその株式を取得した投資者の財産権を侵害するおそれがある」としている（判旨（3））。これに鑑みると、本判決は、虚偽記載が不法行為を構成する根拠を、虚偽記載による投資判断の前提情報の歪曲化に限定しているわけではないようである。また、損害発生時点を虚偽記載後の株式取得時点に限定しているわけでもないようである（遅延損害金に係る判断として、「嵩上げ額の損害は、その性質からしてXらがY社株式を取得した時点で発生したと解されるほか、Y社の公表により平成二七年四月三日の翌取引時には信用毀損やろばい売り等の影響による株価下落が生じていた」としており、嵩上げ額の損害とろばい売り等の額の損害とで、

損害発生時点を分けて考えているようである）。

そもそも、ろばい売り等の額の株価下落については、損害賠償請求を否定する見解も有力に主張されている（仮にこれを肯定すると、賠償額の増加を反映して株価が下落し、それによってさらに賠償額が増加するという負の連鎖が生じることを指摘するものとして、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」飯田秀総ほか〔編〕『商法の新しい礎石』（有斐閣、二〇一四年）八八八～八九〇頁。また、ろばい売り等の額の株価下落は、上場株式を保有するうえで常に伴うものであり、事業活動から生じるリスクと同種のリスクと評価できるとするものとして、加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方」同書八五一頁注六九）。本判決後の裁判例である、前掲高松地判令和五年三月二八日も、会社の信用毀損やろばい売りによる株価下落という損害は、株主であることによつて当然に被るべきものであるとし、（虚偽記載後に虚偽記載を知らずに株式を取得した者であると、上記虚偽記載がされるより前に株式を取得した者であることを問わず）虚偽記載と損害との間の相当因果関係を否定した（ただし、虚偽記載がなければその会社の株主にならなかつたといえる場合については、別個に考える余地を残してい

る)。これに対して本判決は、それ以前の裁判例の考え方に沿って、らうばい売り等の額の株価下落は虚偽記載が判明すれば通常生ずることが予想されるとして、虚偽記載との相当因果関係を肯定した。仮にこのように考える場合、損害発生時点を虚偽記載後の株式取得時点と一元的に考える必然性はないと思われ、本判決のように高上げ額の損害とらうばい売り等の額の損害とで、別個に発生時点を観念することも肯定されよう。

(二) 虚偽記載の存在可能性公表後に取得された株式の扱い (判旨 (6))

本判決は、Xらが平成二七年四月三日以降に取得したY社株式については、虚偽記載と因果関係ある損害を認める余地はないとした(判旨(6))。その理由として、裁判所は、同日をもって一般の投資家はY社の過年度の有価証券報告書等の記載に誤りがある疑いを認識することができる状態となり、同日以降の株式取得者は、株価の反転上昇を期待してあえて株価下落のリスクを引き受けたというべきである旨を判示した。これについては、XらがY社公表の適時開示情報を認識していたか否か、および株価上昇を期待していたか否かを認定しておらず、Xらによる株式取得

の意図につき、個別の認定が必要であったとの批判がなされている(藤林・前掲九六頁)。前掲大阪地判令和二年三月二十七日は、株式取得者である原告はY社公表の適時開示情報を認識していたことや、同社の株価が上昇することを期待して株式を購入した旨を認定している。ただ、Y社による適時開示情報の公表後は、一般の投資者はその情報を認識できる状態に置かれるから、自己責任原則が妥当し、Xらの個別の認識や株式取得の意図を認定するまでもなく、虚偽記載と損害との間の相当因果関係が否定されると解する余地もあり、かかる理解のもとでは本判決は支持できる。ただし、平成二七年四月三日の段階では、Y社による不適切会計により影響を受ける項目やその金額については、何ら開示されていなかった(これらに関する情報が開示されたのは、同年五月八日および一三日であった)。そうすると、同日時点ではまだ、一般の投資家は、当該不適切会計が株価に与える影響の有無および程度を認識できる状態ではなかった可能性がある。そのため、同日をもって「有価証券報告書等の記載に誤りがある疑いを認識することができる状態になった」として損害賠償請求を棄却できるか否かについては、より詳細な検討が必要であったように思われる。もっとも、平成二七年四月三日には、複数の報道機

関がY社において工事費用の過少見積りにより利益が過大計上されていた可能性がある旨を報道しており、同社がかかる報道の内容を否定した旨の事実認定はない。裁判所はかかる事実にも着目して、一般投資家の置かれた状態を認定しており（判旨引用外。判決文第3・3（2）イ、金融・商事判例一六四二号三九頁）、この点は支持できる。

### （三） 相当な損害額の認定（判旨（7））

本判決は、本件は損害の性質上その額を正確に認定することが極めて困難であるときに該当するといえるとして、民事訴訟法二四八条を適用して相当な損害額を認定した（判旨（7））。嵩上げ額およびろうばい売り等の損害額の正確な算定が困難であることに鑑みれば、この判断は是認できる。有価証券報告書等の虚偽記載の事案で、民法七〇九条に基づく会社の賠償責任額を算定する際に同旨を示した裁判例として、前掲大阪高判平成二八年六月二十九日（オリンパス事件高裁判決）がある。

本判決は、本件虚偽記載部分と因果関係ある期間の終期は、訂正報告書が提出された平成二七年九月七日ではなく、その後株価が底を打った同年九月二十九日であるとした（前掲高松地判令和五年三月二十八日も同様）。かかる判断の前

提として裁判所は、同年九月二十九日をもって、当該訂正報告書の公表による影響が（市場価格に）織り込まれたとする。これに対して、別訴前掲東京地判令和三年五月一三日は、かかる終期を同年九月七日と認定した。

訂正報告書の情報は迅速に株価に反映されると考える場合は、訂正報告書の情報が同年九月二十九日まで織り込まれないというのは考えにくい。また、ろうばい売りによる株価下落も、訂正報告書の提出によって収束するものと考えられる（藤林・前掲一〇〇頁注二五）。そうすると、訂正報告書が提出された同年九月七日ではなく、なぜ株価の底打ち日である同年九月二十九日をもって、当該訂正報告書の公表による影響が（市場価格に）織り込まれたといえるのかにつき、より詳細な説明が必要であったように思われる。

また、本判決は、本件虚偽記載部分とは無関係な下落分（以下「無関係下落分」という）として、本件虚偽記載部分と因果関係ある期間の始期から終期までの株価下落分（以下当該期間を「対象期間」といい、対象期間におけるY社の株価の下落分を「対象期間の下落分」という）の六〇%を賠償額から控除している。別訴では、①類似業種を営む会社（以下「類似会社」という）の株価推移とY社の株価推移とに一部共通点があること、および②対象期間に

おける類似会社の株価の下落率（二〇％～三〇％程度）に着目して、無関係下落分を対象期間の下落分の三〇％と認めた。この認定に対しては、対象期間のY社株価の下落率が三二％であつて、その間の類似業種の株式の下落率も二〇％～三〇％程度であつたことから、大部分は無関係下落分とみることができなくはないとの批判がある（野上信泰「判批」ジュリスト一五七六号（二〇二二年）一四八頁）。

本判決は、前記①②に加えて、③本件虚偽記載部分を除く部分に係る当期純利益の訂正額が当期純利益の全訂正額（累計額）の三〇％以上を占めること、および④本件虚偽記載部分が存在する有価証券報告書が提出から少なくとも二年以上が経過した過去の期のものであることも認定して、対象期間の下落分の六〇％を賠償額から控除した（判旨引用外。判決文第3・3（3）ウ（イ）、金融・商事判例一六四二号四〇頁）。このうち、③を無関係下落分の認定の際に考慮することは賛成できるが、④を考慮することには疑問がある。④は、本件虚偽記載部分が存在する有価証券報告書のうち最も提出日が遅い、第一七四期に係るものですら、提出（平成二五年六月二五日）から訂正（平成二七年九月七日）までに二年以上が経過しており、より古い期のもものではそれ以上の期間が経過している点を指摘するも

のであると思われる。そして、より過去に提出された有価証券報告書であるほど、その内容が訂正された際の株価に与える影響が少ないことを考慮するものと思われる。しかし、仮に株価に与える影響が少ないのであれば、その分だけ虚偽記載公表前後の株価下落は抑えられているはずであり、虚偽記載公表前後の株価下落分を基礎に損害額を算定する以上、④の要素は考慮済みであるといえよう。

なお、本判決は、虚偽記載が高上げ額に与える影響をY社株式の取得時期ごとに検討し、株式の取得期間を三期に分割して、より古い期間に取得された株式から順に、損害額を高上げ額全額の三〇％、六〇％、一〇〇％と認定した。本判決も説示するとおり、取得後に公衆の縦覧に供された有価証券報告書の重要な事項についての虚偽記載が取得価額に影響することはないから（判旨（7））、かかる調整には相当性があるだろう（本件別訴に係る前掲東京地判令和三年五月一三日も、同様の調整を行っている）。

（四） 損害賠償の対象となる株式の特定方法（判旨（8））

本判決は、損害賠償の対象となる株式の特定方法として、いわゆる総平均法（損害賠償請求の対象期間の末日時点の

保有株式数について、同期間の期首時点の保有株式数と同期間中の取得株式数で案分することにより算定対象株式の数量を求める方法)を採用した(判旨(8))。前掲高松地判令和五年三月二八日も総平均法を採用した。本件では「両当事者ともに株式特定方法に関する主張をしておらず、裁判所が民事訴訟法二四八条のもと相当な特定方法を認定したものである。

損害賠償の対象となる株式の特定方法につき争われた裁判例として、東京地判平成二九年二月二四日LEXDB文献番号2353647(セラーテムテクノロジ―事件判決)がある。同事件において、原告(株主)は先入先出法(早い時期に取得した株式から順に処分したものと擬制して損害賠償の対象となる株式を特定する方法)によるべき旨を主張したのに対して、被告(会社)は、振替制度の対象となっていない上場株式は有体物と同等であるとはいえないとの理由から、総平均法または移動平均法によるべき旨を主張した。裁判所は、「株式取得のための取引が複数回にわたる場合、取得者には、個々の取引毎に損害が生じているとみることができるから、先入先出法を前提に取得株式と処分株式又は保有株式との個別の対応関係が主張立証されている場合は、当該対応関係を前提として損害を算定すべ

きである」として、先入先出法を採用した(先入先出法を採用したその他の裁判例として、東京地判平成二四年六月二二日金融・商事判例一三九七号三〇頁(アーバンコーポレイション事件判決)がある)。

本件別訴に係る前掲東京地判令和三年五月一三日においても、損害賠償の対象となる株式の特定方法が争われた。裁判所は、個々の取得と処分とを紐付ける発想は振替株式の性質と適合せず、かかる紐付けしない総平均法の考え方が振替株式の性格と整合的であるとしたうえで、当事者双方が先入先出法の考え方を援用すべきとしている場合とはかく、一方当事者が総平均法の考え方を援用すべきであると主張している場合には、それによるものが相当であるととした。同事件では、原告(株主ら)が先入先出法を、被告(Y社)が総平均法を、それぞれ援用すべきであると主張したので、裁判所は総平均法を援用して株式の特定を行った。

以上の裁判例には、個々の取引ごとの損害発生という点を重視するか、振替株式の性質を重視するかという点に違いがみられ、それが結論に影響しているようである。もつとも、先入先出法も総平均法も、個々の株式の取得と処分を厳密に対応させることができない場合の擬制的な特定手

法である点で共通しており（藤林・前掲九八頁参照）、いずれの方法にも合理性があると思われるから、民事訴訟法二四八条に基づき裁判所による相当な損害額の認定がなされている本件においては、いずれの方法を採用することも裁判所の裁量の範囲内であると解されよう。

本判決は判旨（8）のとおり、取得および処分が持分割合の増減として把握されるにすぎないという振替株式の性質を重視しており、前掲東京地判令和三年五月一三日と同様の考え方であるといえる（前掲高松地判令和五年三月二八日も、前記振替株式の性質を理由に総平均法を採用した）。そのため、仮にXらが取得株式と処分株式または保有株式との個別の対応関係につき立証して、先入先出法の援用を主張したとしても、総平均法を援用するという本判決の結論は変わらなかったものと推察される。

〔付記〕 本研究は、公益財団法人升本学術育英会による研究助成を受けて行われた。

大島 一輝