

2011年9月30日
出澤総合法律事務所テーマ：有価証券報告書の虚偽記載と相当因果関係のある損害の額（西武鉄道株損害賠償事件）

本件は、上場会社であったY（西武鉄道。被告、被控訴人、被上告人）の株主・元株主であるXら（原告、控訴人、上告人）が、有価証券報告書等に虚偽の記載がされなければY株式を取得することはなかったとして、上場廃止リスクという瑕疵がある株式の取得により被った損害をY及びその取締役等に対して賠償することを求めた事案ですが、最高裁は、Xらの損害賠償請求は理由があると判断するとともに、損害額の算定方法を示しました（H23.9.13、最高裁HP）。

（事実関係）

S24：東京証券取引所にY株上場（S40.8からH16.12.16まで一部上場）。

S32.3～H16.3：Yは、C社が保有するY株の数につき、C社名義で保有する株式（「C社名義株」）の数のみを記載し、他人名義で保有する株式（「他人名義株」）の数を記載せず、また、C社名義株と他人名義株を合わせればC社がYの発行済株式総数の過半数を有する会社であったにもかかわらず、その旨の記載もしなかった（「本件虚偽記載」）。

S57.10.1：東京証券取引所は、遅くとも同日までに、次の上場廃止事由を定めた（H16まで継続）。

①少数特定者持株数（上位10名の株主と役員が保有する株式の総数）が上場株式数の80%を超えている場合に、1年以内に80%以下とならないとき（「少数特定者持株数基準」）

②上場会社が財務諸表等に虚偽記載を行い、かつ、その影響が重大であると東京証券取引所が認めた場合（「財務諸表等虚偽記載基準」）

Yの少数特定者持株数は、少数特定者持株数基準が施行されたS57.10.1～H16.3末まで継続して上場株式数の80%を超えていた。しかし、有価証券報告書等の記載は、少数特定者持株数は常に上場株式の80%以下にとどまるものとされていた。

H2～H16.10.13：証券取引法（現金融商品取引法）の改正により提出が義務付けられた大量保有報告書・変更報告書において、C社が保有するY株数を過少に記載し、正確な大量保有報告書・変更報告書を提出しなかった。

H16.10.13：Yは、他人名義株の存在が半明したとし、H12.3期からH16.3期までの有価証券報告書等につき、C社等の保有するY株の数及び保有割合を訂正し、C社の表示を「その他の関係会社」から「親会社」に訂正するなどした訂正報告書を関東財務局長に提出し、その旨公表した（「本件公表」）。

同日：東京証券取引所は、Y株を少数特定者持株数基準に係る猶予期間入り銘柄とし、財務諸表等虚偽記載基準等に該当するおそれがあるとして、監理ポストに割り当てることを決定・公表した。

H16.11.16：東京証券取引所は、Y株について、財務諸表等虚偽記載基準等に該当するとして、同年12月17日に上場廃止とする旨を決定・公表した。

H16.12.17：Y株の上場廃止。なお、Yの1株当たりの株価は、H16.10.13が1081円、同11.16が268円、同12.16が485円であった。

H18.2：Yの会社分割等が行われ、Yの株主は、その保有していたY株1株につきE社株1株を保有することとなった。上記の企業再編の際、Y株は、1株919円と評価されて譲渡されるとともに、Yは、会社分割に反対する株主からの株式買取請求にこれと同一の価格で応じた。E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。

（判 断）

「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、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。」「以上の理は、虚偽記載の公表の前後を問わず当てはまることであるが、虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、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は、有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それが半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ず、当該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はできないというべきである。」

そして、本件事実関係においては、「本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、処分株式についてはその取得価額と処分価額との差額から、保有株式についてはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の同株式の評価額との差額から、本件公表前の経済情勢、市場動向、Yの業績等本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分を控除して、これを算定すべきである。以上のようにして算定すべき損害の額の立証は極めて困難であることが予想されるが、そのような場合には民訴法248条により相当な損害額を認定すべきである。」

（解説）

Xらは、Y株式の取得自体が損害であると主張しましたが、原審（東京高裁平成21.2.26判決、判時2046号40頁）は、「（Xらの主張は）取得したY株が取得時点において無価値であったことを前提とするものと理解するよりほかはないが、Y株は長年にわたって上場株式として流通し、多数の売買取引がされてきたものであり、これが客観的に無価値であったとはいえない。本件虚偽記載が株主の構成に関するものであって、会社の収支や資産価値に直接関わるものではなかったことなどからすれば、Xらは、その取得時点で取得価額に相応した価値を有するY株を取得したものとみざるを得ないし、また、Xらの取得行為自体に瑕疵はないから、Y株の取得自体を損害とみることはできないとして、かかる主張を認めませんでした。

しかしながら、Xらの主張は、取得価格と現在の価格との差額ないし取得価格と売却価格との差額が損害であるとの主張であり、Y株が取得時点で無価値であったことを必ずしも前提としていません。また、安全性に欠陥のある商品を故意に販売することは不法行為であり、買主には購入代金相当額の損害が生じることからすれば、故意に上場廃止事由を隠して株式を上場することも欠陥商品の販売と同じく不法行為であり、当該銘柄の株式の買主には買付代金相当額の損害が発生するとみることでもできるとの指摘もなされていました（判時2046号40頁参照）。

最高裁は、上記原審の判断を否定し、「Y株を取引所市場で取得したXらにおいては、本件虚偽記載がなければ、取引所市場の内外を問わず、Y株を取得することはできず、あるいはその取得を避けたことは確実であって、これを取得するという結果自体が生じなかった」として、Y株の取得価額と処分価額（又は、事実審口頭弁論終結時評価額との差額が原則として損害にあたる）の損害額の算定方法（田原裁判官は、その補足意見の中で、「損害額＝（取得価額－処分価額（又は、事実審口頭弁論終結時評価額））－取得時から虚偽記載公表直前までの虚偽記載に起因しない下落額」との具体的な算式を摘示しています。）を示しました。

ところで、現在では、平成16年の証券取引法（現金融商品取引法）改正により、有価証券報告書等（平成16年12月1日以降に提出されたものに限るため本件は適用対象外）の重要な事項に虚偽記載等があり、それが虚偽等であることが公表されたときは、その公表の前後の一定期間における有価証券価額の差を、損害の額とすることができる旨の損害推定規定が新設され、原告側の立証の負担が軽減されています（21条の2第2項）。

しかし、上記推定額よりも、取得価額と処分価額等との差が大きい場合には、一般の不法行為責任を追及することが可能です。

本判決は、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得した場合について、一般の不法行為責任を追及する際の損害額の算定方法を示し、また、損害の額の立証が困難な場合には、民訴法248条により相当な損害額を認定すべきとの判断を示したものです。今後、同種案件には、上記金融商品取引法と一般の不法行為の双方の検討がされることになるでしょう。

以上