金融商品取引法研究会
研究記録第 53 号

証券訴訟を巡る近時の諸問題

―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

証券訴訟を巡る近時の諸問題

―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―

（平成 27 年９月９日開催）

報告者　太　田　　洋
（西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士）

目　　次

Ⅰ．流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る
　損害賠償責任を巡る近時の立法動向…… 2
Ⅱ．証券訴訟における「過失」の意義…… 4
Ⅲ．金商法 21 条の２第２項の「公表日」の意義
　（「公表」があったというためにはどの程度の事実につき多数の
　者の知り得る状態に置く措置が執られればよいのか）……12
Ⅳ．証券訴訟における損害額の算定……19

討　　議……28
報告者レジュメ……45
資　　料……78

金融商品取引法研究会出席者（平成 27 年 9 月 9 日）

報告者	太田　洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中村　聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋藤　馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌塚正人	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山内公明	日本証券業協会執行役
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三森　肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前　忠	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

証券訴訟を巡る近時の諸問題

―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―

神田会長　定刻になりましたので、まだお越しになっておられない方もいらっしゃるようですが、始めさせていただきます。金融商品取引法研究会の第９回になります。

最初に、オブザーバーの交代がございましたので、ご紹介させていただきます。金融庁総務企画局市場課長として、齋藤馨さんにご参加いただくことになりました。よろしくお願いいたします。

齋藤オブザーバー　齋藤でございます。よろしくお願いいたします。

神田会長　それでは、報告に入りたいと思います。

本日は、すでにご案内のとおり、太田委員から「証券訴訟を巡る近時の諸問題―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―」ということでご報告をいただき、いつものように質疑を行いたいと思います。

では太田先生、よろしくお願いいたします。

［太田委員の報告］

太田報告者　本日、報告を担当させていただく太田でございます。よろしくお願い申し上げます。

私がこのテーマを決めたときは、非常に壮大なことを考えておりまして、証券訴訟を巡る近時の諸問題で重要なものをできるだけ取り上げようという計画を抱いていたのですが、特に損害額の部分などは判例も錯綜しておりますし、とても１時間の報告時間の枠内では終わらないということで、かなりの竜頭蛇尾になってしまっていることを最初におわびさせていただきたいと思います。

証券訴訟を巡る諸問題はいろいろとありますが、本日テーマとして取り上

げますのは、第一に、流通市場の不実開示について、平成 26 年金商法改正で過失責任化が図られましたので、その過失の意義について、第二に、金商法 21 条の２第２項の「公表日」の意義について、最後に、損害額の問題について、特に民法上の損害額の考え方と、金商法 21 条の２第４項、第５項の解釈を中心に、それぞれ検討してまいりたいと思っております。よろしくお願いいたします。

なお、レジュメが 30 ページと非常に長大になってしまいましたので、例えば判例の事案の概要の部分ですとか、そういったところは後でご参照いただくとして、本日は主として解釈論の部分を中心にお話しさせていただきたいと思っております。

Ⅰ．流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任を巡る近時の立法動向

まず最初は、流通市場の不実開示における過失の意義に関してですが、議論の前提として、流通市場における不実開示を行った提出会社の責任に関する立法動向を簡単にまとめております。ご案内のとおり、これについては、まず、旧証取法の平成 16 年改正で、提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任については無過失責任としつつ、損害額の推定規定を入れる等の改正が図られたところです。

そして、レジュメの３ページですが、本日お配りしている資料２にある「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」と題する報告書における提言を受けまして、平成 26 年 11 月 29 日に施行された平成 26 年金商法改正では、主として以下の点を内容とする改正がなされました。

１点目は、過失責任化と立証責任の転換でございます。提出会社の損害賠償責任について、無過失責任から過失責任に改められるとともに、提出会社に無過失の立証責任を課すことによって立証責任の転換が図られたというのが１点目です。これは、改正後の金商法 21 条の２第２項として具体化され

ています。

それから２点目は、損害賠償請求の請求権者の拡大でございます。これは、虚偽開示書類が公衆縦覧に供されている間に、有価証券を取得した者に加えて、有価証券を処分した者も請求権者に加えるという改正でございまして、いわゆる逆粉飾、すなわち、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載がされたときに、その虚偽記載を知らない処分者が安値で処分してしまうといったケースを保護する必要があるため、このような改正がなされております。

次に、レジュメの３ページの中ほどに「４　残された課題」と書いてございますが、この平成 26 年金商法改正で解釈論に委ねられた大きな点として、この過失の判断基準をどのように決めるのかという問題がございます。すなわち、提出会社に無過失の立証責任が課されていますので、提出会社が無過失の立証責任を果たすにはどうすればよいかといった点が、残された課題でございます。特に、無過失を誰のレベルで見るのか、つまり、役員等に過失がなければいいのか、それとも従業員を含めた提出会社の構成員全員に過失がないことまで立証しなければ無過失を立証したと言えないのかという点が問題になるわけでございます。

この点、先ほど申し上げた資料２のワーキング･グループの報告では、「現時点においては、立法政策上、法令においては特段の明記を行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることとしておくことが適当である」とされており、かかる過失の判断基準は解釈論に委ねられているところです。ちなみに、立案担当官は、どのような場合に提出会社に過失が認められるかということについて、２つの例を挙げております。１つは、代表者である役員に内部統制システム構築義務違反が認められる場合です。そして、もう１つは、営業担当の従業員が、自らの勤務成績をよく見せかけるために、社内の内部統制システムを潜脱して架空売上を計上した場合ですが、このケースでもやはり提出会社に過失が認められるということが示唆されております。

なお、平成 26 年金商法改正で残された課題として、損害額の推定規定の適用拡大に関しても若干議論があります。レジュメの４ページに記載してお

りますが、本日は時間の関係上、省略させていただきたいと思います。

Ⅱ．証券訴訟における「過失」の意義

レジュメの５ページに参りまして、今申し上げました平成 26 年金商法改正で入った過失責任化によって、提出会社が無過失の立証責任を課されることとなりましたが、そこでいう無過失の立証はどのようにして果たされるかという問題を考えるに当たりまして、参考になり得る判例を幾つか最初に検討したいと思います。

まず１つ目は、IHI 事件東京地裁判決（東京地判平成 26 年 11 月 27 日 LEX/DB25505951）でございます。事案の概要はレジュメの５ページから６ページに時系列に沿ってまとめております。これは、主にプラントの建築に際しての工事進行基準の適用が問題になった事案ですが、どのような虚偽記載があったかと言いますと、６ページの平成 20 年７月９日の記載をご覧いただければと思います。すなわち、被告会社は、工事進行基準に絡んで売上げの過大計上及び売上原価の過少計上により、連結中間純損益が実際は 100 億 9,500 万円の損失であったにもかかわらず、これを 28 億 1,700 万円の損失と記載するなどした中間連結損益計算書を記載した半期報告書を提出し、また、連結当期純損益が 45 億 9,300 万円の損失であったにもかかわらず、これを 158 億 2,500 万円の利益と記載するなどした連結損益計算書を掲載した有価証券報告書を提出しております。これによって、「重要な事項につき虚偽の記載がある」有価証券報告書等を提出したということで、最終的には金融庁から 15 億 9,457 万円余りの課徴金の納付を命じられたという事案でございます。

本件では、流通市場において取得した原告らと発行市場において取得した原告らとが存在しますが、原告らは、それぞれ、法的根拠としては２つずつ挙げて損害賠償を請求しております。すなわち、流通市場で取得した原告らは、金商法 21 条の２第１項、第２項に基づく請求に加え、会社法 350 条、民法 709 条に基づく請求の両方を行っております。他方、発行市場で取得し

た原告らは、金商法 18 条 1 項、19 条に基づく請求のほかに、会社法 350 条、民法 709 条に基づく請求も行っているという事案です。

損害額の算定に関しては、金商法 21 条の 2 の損害額推定規定等との関係でも非常に興味深い点が多く含まれていますが、本報告で取り上げる過失の意義に関して注目されるのは、レジュメの 7 ページ以降、会社法 350 条及び民法 709 条に基づく責任に関する判示です。

結論的には、判決は、会社法 350 条に基づく任務懈怠責任も、民法 709 条に基づく不法行為責任も、ともに認めておりません。金商法に基づく責任の部分だけで損害賠償請求を一部認めております。

具体的には、まず、会社法 350 条の任務懈怠の有無に関しては、レジュメの 7 ページの iii）の部分ですが、結論的に、「会社法上、取締役らが善管注意義務の一内容として、本件虚偽記載を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても、かかる義務は会社に対する関係で負うものであるから、特段の事情がない限り、当該義務の違反が直接会社以外の第三者に対する関係で会社法 350 条の任務懈怠や民法上の不法行為を構成するということはできない」としております。

さらに、民法 709 条所定の過失の有無に関しても、今回の報告の問題意識との関係では興味のあるところですが、原告らは、〔1〕上場会社として適正な有価証券報告書を提出すべき義務があったにもかかわらず、虚偽の内容を含む報告書を提出した。さらに、〔2〕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るという主張をしたわけです。これに対して、裁判所は、この原告の主張に言及したのち、「被告が本件各報告書を作成し、提出する一連のプロセスにおいて具体的にいかなる注意義務違反があったのかについて具体的な主張､立証をしていない」とまず述べた上で､「リスク管理体制に関する原告らの主張は、本件虚偽記載が発生したことに対する『過失』を構成するものとは限らず、〔原告らは〕構築･運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や、どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかということについて、

具体的な主張、立証をしていないのであって、本件全証拠をみても、被告について、本件虚偽記載を発生させたことについての過失を認めるに足りる証拠はない」と判示しております。

レジュメの８ページに、まとめということでこの判示に対する「分析・検討」を書かせていただきました。この判決は、金商法に基づく提出会社の責任が未だ過失責任化されていない時代における判決ですが、仮にこれが平成26年金商法改正による過失責任化が図られ、提出会社が無過失を立証すれば責任を免れるという規定が入った後に起きた場合の事案であると仮定してみますと、本判決のロジックに基づく限り、字面上は、適切なリスク管理体制を含む内部統制システムを構築したというだけでは、金商法21条の２第２項所定の提出会社の無過失を基礎づける主張としては不十分ということになるように思われます。

つまり、本判決のロジックに従う限り、平成26年金商法改正で新たに規定された21条の２第２項所定の提出会社の無過失を立証するためには、問題となる有価証券報告書等を作成し、提出する一連のプロセスにおいて会社の役職員が果たすべき注意義務の内容を具体的に特定した上で、かかる義務の違反がないことを主張、立証する必要があると、字面だけからすると、そのように見えるわけでございます。そのような意味では、このIHI事件東京地裁判決については、余り注目されていないところですが、この判決のうち、会社法350条の任務懈怠の有無ですとか、民法709条の過失の有無について述べた部分は、平成26年金商法改正後の無過失の立証の意義を考える上で非常に有益な示唆を含んでいるものと思われます。

もう１つ、参考となり得る判決としては、著名な日本システム技術事件の最高裁判決（最一小判平成21年７月９日判例時報2055号147頁）がございます。この判決の事案は、ご案内のとおり、東証２部上場の被告会社の従業員らが架空売上の計上をし、それに基づいて有価証券報告書で不実記載がなされ、それが公表されて株価が下落したという状況で、原告が会社に対して、会社法350条に基づいて損害賠償責任を追及したという事案（旧証取法の平

成 16 年改正前の事案）でございます。この事案に関しては、最高裁は、レジュメの８ページの下から３行目以降に書いてございますとおり、被告会社は、職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離するなど、通常想定される架空売上の計上等の不正行為を防止し得る程度の管理体制は整えていたものと言うことができ、代表取締役であるＡに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言うことはできないと判示した上、原判決を取り消して原告の損害賠償請求を否定しています。

先ほどの IHI 事件東京地裁判決が示唆する、リスク管理体制の構築に関して適正なリスク管理体制を含む内部統制システムを構築したという主張をしただけでは無過失の立証とはなりがたいという考え方と、この日本システム技術事件最高裁判決との関係をどのように理解するかというのはなかなか難しいところだと思います。

まず、日本システム技術事件最高裁判決のロジックに従う限り、一見、提出会社の代表取締役が適切なリスク管理体制を構築・運用していれば、有価証券報告書に虚偽記載が存しており、虚偽記載が存していた旨の事実を公表する前に株式を取得した者があった場合でも、その者との関係で提出会社が会社法 350 条に基づく損害賠償責任を負うことはないというように見えるわけです。

ただ、注意すべき点として、日本システム技術事件では、原告は民法 709 条及び 715 条に基づく損害賠償請求は行っておりません。原告は、専ら会社法 350 条に基づく責任追及だけを行っており、かつ、レジュメの脚注 27 にも書いてあるとおり、平成 16 年改正以前でも、旧証取法の 24 条の４、22 条に基づいて、提出会社の役員に対する責任（これは過失責任で、立証責任は転換されています）を追及することは可能であったわけですが、この責任は追及されておりません。その理由は不明ですが、ともかくこの事件では会社法 350 条の責任しか追及されていないという点に留意する必要がございます。

そうすると、レジュメの 10 ページの②ですが、IHI 事件東京地裁判決が

述べるとおり、虚偽記載を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても、その義務それ自体は直接的には会社に対する関係で負うものであることから、特段の事情がない限り、このリスク管理体制構築義務違反があったとしても、その違反が会社以外の第三者に対する関係で直ちに会社法350条に基づく責任を生ぜしめるとは言えないはずなのではないかと考えられます。そうだといたしますと、日本システム技術事件最高裁判決は、提出会社の代表取締役が適切なリスク管理体制を構築・運用すべき義務を怠ったということすら立証されなかった場合には、たとえ虚偽記載等が存在しており、それが存していた旨の事実の公表前に株式を取得した者があった場合でも、その者との関係で提出会社が会社法350条に基づく損害賠償責任を負うことはないということを述べたにとどまると理解すべきではないかと思われます。

さらに言えば、本件は、役員は架空売上の計上などは全く知らなかったという事案でございますが、従業員はまさに故意で架空売上の計上を行っていたわけですから、原告が民法709条及び715条の使用者責任に基づいて会社に対して損害賠償請求を行っていた場合には、論理的には提出会社が損害賠償責任を負うと判断される可能性もあったのではないかと思われます。

いずれにしろ、証券訴訟における「過失」の意義については、裁判例ではこういった状況でございまして、その他参考になり得る判決としては、レジュメの10ページの「（３）その他の裁判例」に書いてあるとおり、いわゆるアソシエント・テクノロジー事件に関する大分地裁判決、さらには後で申し上げる西武鉄道事件の最高裁判決がございます。これらは、ともに経営トップが故意で虚偽記載等を主導している事案ですので、無過失を立証する際にどこまで立証すれば無過失の立証を尽くしたことになるかという問題との関係では、直接的には参考にならないと思っております。したがって、これらについての深い考察はとりあえず脇へおいておくこととします。

次に、レジュメの11ページに記載いたしましたのは、改正後の金商法21条の２第２項所定の無過失の立証責任が果たされたと言えるのはどのような

場合かについて、考え方としてはどのようなものがあり得るかということでございます。あえて分類しますと、今まで私の発見できた限りで見当たっている説としては、イ説及びロ説があります。

このうちイ説は、虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務に違反したという過失が存しないことだけを立証すれば足りるという説であり、武井一浩弁護士がそういったことを主張しておられます。

一方、ロ説は、事務局説明資料の中に出ていると思われる考え方を敷衍して、リスク管理体制の構築・運用義務に違反した過失が存しないということを立証しただけでは足りず、役員・従業員を含めた提出会社の構成員全体を基準として提出会社に過失が存しないことまで立証しなければいけないという考え方ですが、このような考え方もあり得るのではないかと思われます。このロ説は、役員・従業員を含めた提出会社の構成員全体を基準として過失が存しないというのは一体どのような場合なのか、もう少し深く掘り下げてもらいたかったという憾みがあるように思います。

その他、さらに考えてみますと、今後、具体的な事案が出てきた場合に考えるべき論点としては、レジュメの脚注 30 に書いてあるとおり、例えば提出会社の役員・従業員には一切故意も過失もないけれども、連結子会社の役員・従業員には故意・過失があって、結局、提出会社の連結損益計算書や連結財務諸表に虚偽記載等が含まれるに至った場合、提出会社においては、連結子会社の役員・従業員に虚偽記載について故意・過失がなかったということまで立証しないと、無過失の立証責任が果たされたことにならないのかという論点もあります。

私が今回考えました私見はハ説でございますが､非常に拙いものですので､後で先生方にいろいろご批判、ご議論等をいただければと思っています。私なりに考えました結果、このような考え方はあり得るのではないかと思います。

まず、私見では、提出会社の役員の故意により虚偽記載が生じたのでなければ、提出会社の役員に虚偽記載の発生を予見すべきであったという特別な

事情が存せず、かつ虚偽記載を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務に違反した過失が存しないことを立証すれば、それで足りるのではないかと考えております。この場合、仮に提出会社の従業員に故意があったり、連結子会社の役員・従業員に故意・過失があったとしても、①提出会社の役員に故意がなく、②提出会社の役員には虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情が存せず、かつ、③虚偽記載を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務違反もないという状況であれば、たとえ従業員や連結子会社の役員・従業員に故意・過失があっても、無過失の立証責任は果たされたと解してよいのではないかと考えております。

レジュメでは、次に理由を幾つか記載しております。

まず、提出会社の従業員に過失があった場合が問題となりますが、およそ有価証券報告書に結果として虚偽記載等があるという状態になっている以上は、通常は提出会社の従業員レベルにも一切過失が存在しないということは事実上考えられません。したがって、提出会社の従業員全員に過失がないということまで立証させるとなってしまうと、実質的にはこれは提出会社の無過失責任を維持しているのとほぼ変わらないのではないかと考えられるということが、私見の第一の理由です。

第二に、連結子会社の役員・従業員の故意・過失に関する問題があります。すなわち、連結子会社の役員・従業員の故意・過失によって虚偽記載が生じたとしても、少なくとも提出会社の方では、たとえ連結子会社であっても法人格が別である以上、それらの者の不法行為について提出会社に民法上の使用者責任は発生しません。そうである以上、金商法上も損害賠償責任を認めるべきではないと考えるべきように思います。金商法上の特則は、民法上の不法行為に関する責任拡張の趣旨まで含むものではないからです。

第三の理由ですが、レジュメの 12 ページに記載のとおり、提出会社の役員に虚偽記載の発生を予見すべきであったという特別な事情があれば別ですが、提出会社の役員が虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務をきちんと果たしているのであれば、それを超えた義務まで負わせ

ることは、インセンティブ構造の面からも少々やり過ぎなのではないかと考えられます。

ただ、私見において１つ非常に大きな障害となりますのは、提出会社の従業員の故意によって虚偽記載が生じた場合に、使用者責任との関係からすると、役員がリスク管理体制をきちんと構築していて、その虚偽記載の発生を予見すべき事情がなかった場合（例えば提出会社の従業員の故意で架空売上とかがあった場合）にも、提出会社に無過失の立証を認めていいのかという問題です。

これについては、そもそも、金商法上の責任の基礎となる民法上の責任でも、民法 715 条の使用者責任について考えますと、１項ただし書きにおいて、使用者は被用者の選任及びその事業の監督に相当の注意を払ったことを証明すれば、使用者責任を免れるものとされています。そして、金商法 21 条の２第２項で過失の立証責任が転換された場合でも、レジュメの脚注 31 に書きましたとおり、過失の立証責任の転換は、あくまで提出会社に無過失の立証責任を負わせただけの規定であって、元々利用可能であった民法 715 条１項ただし書きの立証による免責を否定する趣旨まで含んでいるとは考えられないのではないかと思われます。そうである以上、会社としては、故意・過失によって虚偽記載等を生じせしめた従業員の選任・監督に相当の注意を払ったことを証明すれば、虚偽記載等に関する責任を免れると解すべきではないかと考えるに至った次第です。

ただ、この考え方を採る場合に若干障害になるのは、ご案内のとおり民法 715 条１項ただし書きによる免責を認めた裁判例は、大審院時代に数件あるのみで、戦後になってからはほとんど例がなく、空文化していると標準的な民法の教科書にも書かれている点です。そのため、民法 715 条１項ただし書きを持ち出すのがいいのかという問題はありますが、空文化しているとはいえ条文に明記されていることは確かですので、それを解釈論上の手がかりにすることはできるのではないかと思った次第です。

レジュメの 12 ページの一番下のパラグラフの部分ですが、私見において、

具体的な結論との関係で特に問題となるのは、会計処理や有価証券報告書の作成・提出の業務に関わっていた従業員に故意・過失があるけれども、役員には虚偽記載を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務の違反がない場合に、民法715条との関係でどう考えるかという点です。今申し上げたとおり、提出会社の役員に虚偽記載の発生を予見すべきような特別な事情が存しなければ、民法715条1項ただし書きにおいて、被用者の選任及びその事業の監督に相当の注意を払ったことを証明すれば使用者責任は免れるとされている以上、やはり金商法21条の2第2項による過失の立証責任の転換に拘わらず、虚偽記載等に関する責任を免れると解すべきではないかと考えます。

ただ、民法715条1項ただし書きの文言との関係で、役員にリスク管理体制の構築・運用義務の違反がないと言うためには、会計処理や有価証券報告書の作成・提出業務に関わってきた従業員に故意・過失があった場合には、そういった従業員を会計処理や有価証券報告書の作成・提出に関与する業務に選任したこと自体に過失がなかったことに加え、その監督が十分であったということまで立証できなければ、リスク管理体制の構築・運用義務に違反がなかったと言えないように思われます。以上の私見は全くの独自説ですので、ぜひ先生方にご意見を伺いたいところでございます。

Ⅲ．金商法21条の2第2項の「公表日」の意義（「公表」があったというためにはどの程度の事実につき多数の者の知り得る状態に置く措置が執られればよいのか）

続きまして、今度は「公表日」の意義でございます。これに関しては、ライブドア機関投資家訴訟事件の最高裁判決がございますが、同判決の事案の内容等は先生方よくご案内のことかと思いますので、事案の説明は省略いたしまして、判旨の説明（レジュメの15ページ）から参ります。

本件では、まず検察官が新聞社等にリークをしたことをもって、それが権限を有する者が多数の者の知り得る状態に置く措置をとったといえるかどう

かが問題になりました。この点、最高裁は、金商法21条の２第３項（平成26年金商法改正後は第４項）について、業務・財産に関し法令に基づく権限を有する者に検察官は含まれるということを前提にした上で、「『虚偽記載等の事実の公表』があったというためには、単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置がとられたのでは足りないことは明らかであるが、有価証券報告書等に記載すべき事実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない」と判示しており、その理由として、投資者保護を挙げております。

そして、「同項が『公表』をもって損害の額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することのできる主体が『公表』をすることによって、当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるものであると解され、また、評価が誤っていたかどうかは、当然『公表』の時点ですでに明らかになっている事実を考慮に入れて判断されるべきことであるから、同条３項にいう『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について多数の者が知り得る状態に置く措置がとられたというためには、虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする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りる基本的事実について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である」ということで、上記の判示を正当化しております。

本件の具体的事案との関係では、検察官は、ライブドアが、平成16年９月期の単体決算で、傘下子会社であったＦ社・Ｇ社の預金等をつけかえることで約14億円の経常黒字に粉飾した虚偽記載の容疑があるという情報を新聞各紙にリークしたわけですが、本件虚偽記載は、結局のところ、レジュメの16ページの下線の部分にあるように、Ｆ社及びＧ社に対する合計15億8,000万円の架空売上を計上するなどして行われたものですので、最高裁は、約14億円の経常黒字へと粉飾したという部分と、Ｆ社・Ｇ社に対する合計15億8,000万円の架空売上を計上するなどして行われたというところを捉えて、「これらの事情に照らせば、上記情報は、Ｙ株に対する取引所市場の評

価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たるものということができ、…本件開示をもって金商法 21 条の２第２項にいう『虚偽記載等の事実の公表』があったというべきである」と判示しております。

この部分について、「公表日」についての議論はそれほど異論のないところではなかったかと思いますが、他方、結論についてかなり異論があり得ると思われるものとして、比較的最近、今年の春に出たオリンパス事件の東京地裁判決（オリンパス第一事件東京地裁判決）がございます。オリンパス事件も、先生方におかれましては、内容はよくご案内のことと思いますので、事案の詳しいところは省略いたします。

ポイントになるのは、レジュメの 16 ページにある時系列表を見ていただければと思いますが、オリンパス事件では、平成 23 年 10 月 14 日に、当時の社長であるウッドフォード氏がいきなり役職から解任されているのですが、この時点では虚偽記載云々の話は一切出てきておりません。最初に虚偽記載等に関連する報道がなされたのは同年 10 月 21 日で、この時点で、Gyrus 買収のときのアドバイザーへの支出の妥当性や、国内３社の M&A に際しての買収額の妥当性について疑問視したアメリカの大株主が、第三者機関による調査を要求したという内容が報道されています。その後、提出会社による公式の発表としては、同年 11 月１日に「『第三者委員会』設置のお知らせ」のプレスリリースが出され、同年 11 月４日に第２四半期決算発表予定日を延期する旨の発表がなされた上で、同年 11 月８日に被告会社が緊急記者会見を行って、「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」のプレスリリースが出され、この中で、Gyrus の買収及び国内３社の買収に関して、複数のファンドを通すことによって、損失計上の先送りがあったと発表されています。

結果的に、オリンパス第一事件東京地裁判決は、この同年 11 月８日を公表日としていますが、実は、この時点ではどれだけの額の損失先送りがされたかという点に関する発表は一切ございません。それはいつ出てくるかといいますと、同年 12 月 14 日でして、この時点で、被告会社は、平成 19 年３

月期から平成 24 年３月期までの有価証券報告書、平成 21 年３月期第３四半期から平成 24 年３月期第１四半期までの四半期報告書の訂正報告書を提出し、純資産合計額を 1,017 億 5,100 万円に訂正しています。すなわち、この時点で初めて粉飾額の規模感が出てきたということになります。

公表日をどこにするかという点に関しては、大別して、① 10 月 14 日のウッドフォード社長解任を公表日とする考え方、② 11 月１日の第三者委員会設置時点を公表日とする考え方、この判決が採用した、③ 11 月８日の損失先送りを認めた時点を公表日とする考え方、④ 12 月 14 日の粉飾の金額が出てきた時点を公表日とする考え方など、いろいろな考え方があり得ると思います。結局、第一事件の東京地裁判決は、すでに述べましたとおり、11 月８日を公表日としています。

レジュメの 18 ページに、オリンパス第一事件東京地裁判決が 11 月８日を公表日とした理由を記載しています。すなわち、「本件虚偽記載は、被告の平成23年６月30日時点の純資産額合計額が実際には1017億5100万円であったのに 1511 億 4700 万円であると記載したものであるところ、これは、被告が、有価証券投資等により生じた多額の損失の計上を先送りするために、平成 12 年３月期以降、含み損の生じた金融商品等を被告の連結決算の対象から外れる受け皿ファンドに買い取らせ、被告の連結貸借対照表から当該含み損を分離させたことにより生じたものであることに照らせば、上記緊急記者会見及びプレスリリースにより開示された情報は、被告株式に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たり」、「本件開示をもって法 21 条の２第２項所定の『虚偽記載等の事実の公表』があったということができる」と判示されています。

そもそも、「公表日」の意義に関して、ライブドア機関投資家訴訟事件の最高裁判決は、レジュメの２番目に掲げる緩和説（ロ説）を採っています。他方、学説としては、レジュメの１番目に掲げる説ですが、真実情報の開示まで必要とする厳格説（イ説）があります。この厳格説を唱える先生としては、弥永真生教授が代表的です。厳格説は、金商法 21 条の２第３項の文理

解釈が１つの大きな根拠です。もっとも、弥永教授の考え方全体を見ますと、文理解釈に基づけば公表日の意義を厳格に解すべきであるということだけを根拠にしているわけではなくて、幾つかの考え方とセットにして提示された解釈論であることがわかります。

すなわち、弥永教授は、全体の方向性として、民法上の損害賠償請求を広く認める立場に立っておられます。例えば、虚偽記載等と因果関係を有する損害の額について、緻密な立証を要求せず、民訴法平成８年改正で導入された民訴法 248 条も積極的に活用していくという考え方を前提にされています。また、公表時点に関しても、２年間の消滅時効の起算点として、「相当の注意をもつて知ることができる時」と規定されていますが、この規定との関係で、「公表」がそのまま起算点になる可能性が十分にあるところ、不確実な情報しか出ていない段階で２年間の消滅時効がスタートすることになれば投資者保護の観点から問題ではないかという問題意識を持たれており、このことも厳格説を採る際の根拠としておられます。

これに対して、最高裁が採っている考え方は、基本的事実について公表があれば足りるという緩和説（ロ説）です。

さらに、レジュメの 19 ページに書いてある超緩和説（ハ説）というのも論理的にはあるように思われます。これは、立案担当官の三井秀範氏がジュリストの座談会でおっしゃっておられることなので、どこまで真意が伝わっているかという問題はありますが、レジュメの脚注 39 に書いてあるとおり、三井氏は、新聞の朝刊で会社に循環取引があったらしいという記事が出た場合に、会社が「ありました」と言えば、それだけで公表に当たると解して問題ないと思われるという発言をされています。循環取引があったことを会社が認めただけでも「公表」であると認めるというのは相当な緩和説なので、レジュメでは「超緩和説」と書いております。

以上の裁判例及び学説の状況を踏まえて、レジュメの 19 ページの「３　分析と検討」に移りますが、私は、基本的に緩和説が適切ではないかと思うものの、実は緩和説を前提とする場合でも、「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りる基本的事実」というのは一体どこまでなのかというのは、相当幅があり得るので、問題はこの点にあるのではないかと思っております。これは、オリンパス事件の事案に照らしても明らかです。

現在進行中の東芝の事案でもそうですが、近時では、虚偽記載の疑いが判明してから第三者委員会の調査を経て、虚偽記載等の、例えば粉飾額の規模感が判明するまでに、１カ月という短期間ではなく、大規模な会社であれば２～３カ月かかることが多いわけです。そうすると、最初に「粉飾の疑い」と報道された時点で株価は急落してしまいますので、実際の粉飾額の規模感が判明した時点では、すでに相当程度株価は下落してしまっていて、損害額の推定規定が事実上機能しない事態がしばしば生じることになります。恐らく、平成16年改正が行われた当時は、最近のように、第三者委員会が設置されて、第三者委員会が調査をした上で、２～３カ月たってようやく粉飾額の規模感が正確にわかってくるというような状況が一般化することが必ずしも予見されていなかったのではないかと思います。現在の状況では、この問題にどう対処するかが問われているように思われます。

これについて、黒沼教授は、「不確かな情報が流布している期間を除外して公表日前後の一か月をとるなど柔軟な解釈」をしてはどうかということを言っておられます。これは、立法論としては非常に傾聴に値するのですが、解釈論としてはやはりなかなか厳しいのではないかと思っております。

実は、ライブドア機関投資家訴訟事件の一審判決では、原告側は、最高裁判決における公表日の１日前（平成18年１月17日）が「公表日」であると主張しています。１日前はどのような状態であったかといいますと、平成18年１月17日の未明までに、検察官は、報道機関に対し、連結子会社であったＶＣＪの平成16年12月期第３四半期において売上、経常利益、当期純利益の水増しが行われたという事実を伝達しているだけで、ここでは金額の規模感は出ていません。水増しが行われた。しかも、子会社に関して売上、経常利益、当期純利益の水増しが行われたという事実が伝達されただけです。

これに対して、一審判決では、検察官による上記事実の伝達は、虚偽記載とは何ら結びつけられていない以上、当該事実の伝達だけでは虚偽記載の「公表」があったと評価することはできないと言うべきであると判示されておりまして、最終的には、ライブドアの機関投資家訴訟事件最高裁判決において、その１日後の１月 18 日が公表日とされているという経緯がございます。

なお、レジュメの 20 ページの最後のところですが、オリンパス事件については、具体的な「公表日」がいつになるかということについて、かなり問題になるように思います。オリンパス事件で、本当に 11 月８日を公表日と解すべきかについては、私自身はかなり疑問に思っています。なぜなら、11 月８日の時点では、損失計上の先送りを 90 年代ごろからやっていたことですとか、Gyrus 買収に対してのアドバイザー報酬が含み損解消のために利用されたということは開示されていますが、そもそも虚偽記載があったか否かということ自体、明らかにされていません。上記の事実があることから、虚偽記載の事実があるということは強く示唆されていますが、虚偽記載があったとまでは断言はされておらず、さらに、どのような虚偽記載がなされたのかが分かるような内容も、一切開示されていません。さらに、どの程度の粉飾決算がなされていたのかという規模感もはっきりしていません。したがって、私としては、金商法 21 条の２第３項の文理解釈からすると、本来開示すべきであった事項を開示したときが「公表日」になるというのが自然ですので、ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決に従って緩和説を採ることができるとしても、損害額の推定規定が働き得るためには（つまり、少なくとも市場の評価の誤りを是正するためには）、粉飾額の規模感ぐらいは表に出てこないと、「公表」があったとはいえないのではないかと思っております。

私見としては、有価証券報告書の訂正報告書が提出された 12 月 14 日、ないしは、どんなに早くても、第三者委員会による調査報告書で損失計上の先送りや損失解消に係る会計処理を含む事実調査の結果が明らかとなった 12 月６日の段階で初めて「基本的事実の公表」があったということで「公表」があったと解すべきではないかと思っております。この点についても、先生

方のご意見をお伺いできればと思います。

Ⅳ．証券訴訟における損害額の算定

レジュメの 21 ページ以下ですが、この項の趣旨は、証券訴訟における損害額の算定について、とりあえず考え方の整理だけしておこうというものです。具体的には、まず、レジュメの 21 ページから 27 ページの途中までの部分で金商法上の損害額推定規定の適用がない場合における考え方を整理した上で、27 ページ以下で損害額推定規定の適用がある場合における考え方を整理するという構成を採っております。

損害額の算定については、本日ここにいらっしゃっている神田先生を始めとして何人もの先生方が深い理論的な考察をなされたご論考を発表されておられますが、理論的考察は、一実務家に過ぎない私の手に余るところですので、せめて裁判例の全体的な流れを整理してみたいと思います。そして、そもそも、裁判例自体が非常に混乱しているようにみえますので、今回の報告では、裁判例を整理する作業を行っています。

まず、金商法上の損害額推定規定の適用がない場合についてですが、重要な判決として、旧証取法の平成 16 年改正前の事案である西武鉄道事件の最高裁判決がございます。それから、レジュメの 25 ページにおいてオリンパス第二事件東京地裁判決を取り上げております。なお、オリンパス事件に関する東京地裁判決は２つありまして、本年７月にも判決が出ているのですが、７月の判決は、金商法上の損害額推定規定を用いて算定した損害額よりも、民法の原則に従って算定した損害額の方が大きくなるということで、民法の原則に従った損害額の算定についてしか判示していません。したがって、金商法上の損害額推定規定を適用した場合については何も触れておりませんので、推定規定の適用がない場合については、西武鉄道事件最高裁判決とオリンパス第二事件東京地裁判決の２つが参考になります。

西武鉄道事件については、事案は先生方も十分ご承知のことかと存じますので、「事案の概要」は省略させていただきます。損害額の算定について最

高裁はどのように判示しているかと申しますと、「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」とした上で、「経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は、当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして、上記差額から控除されるべき」と判示しています。

本判決には、岡部判事の反対意見や田原判事の補足意見なども付されていますが、少なくとも最高裁の多数意見としては、不実記載が発覚したことによって現実に生じた株価下落額を損害額と認定するのではなく、取得価額と処分価額との差額から、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すべきであるという考え方を示したものと一般に理解されています。

次に、レジュメの 23 ページに記載されている「２　判例の基本的な傾向」ですが、私の方で、諸先生方のご論考等も参考にしつつ、極めて大づかみにまとめてみました。

まず全体として、判例は、大枠としては民法の伝統的通説と呼ばれている差額説の枠組みに従って損害額を算定する立場を採用していると考えられますが、差額説の枠内で具体的にどのように損害額を算定するかについては相当考え方に開きがあると考えられます。

この点、西武鉄道事件最高裁判決が登場するまでは、損害額の算定については、虚偽記載がなければ有価証券を取得しなかったと認められる場合と、

なければ取得しなかったとまでは認められない場合とを（ａ）と（ｂ）に分け、前者の場合には取得自体損害説が妥当し、後者の場合には高値取得損害説（取得時差額説）が妥当するという裁判例が相当数存在していました。ただ、西武鉄道事件最高裁判決の前までは下級審にもいろいろな判決がございまして、株価下落損害説などをとる裁判例も見られる状況であったと理解しております。

ただ、西武鉄道事件最高裁判決が登場したことで、理論的な枠組みとしては、いわゆる相当因果関係説によるべきことが判例上確立したといえます。もっとも、西武鉄道事件の最高裁判決の射程距離がどこまで及ぶのかは依然として問題として残っております。同判決の射程距離については、西武鉄道事件のケースが、虚偽記載がなければ取得することはなかったと見るべき場合を前提にしているので、それに限られるとする考え方もあるのかもしれませんが、後で申し上げるオリンパス第二事件東京地裁判決などをみますと、理論的枠組みとしては、全体として相当因果関係説によるべきということが判例上は確立したといって差し支えないのではないかと思われます。また、株価下落損害説は、理論的判断枠組みとしては西武鉄道事件最高裁判決で否定されたということまではいえるかと思います。

ただ､理論的枠組みとして相当因果関係説によるべきであるとは言っても、どこまでが相当因果関係を有する損害であるかを画定すべき必要性は依然残っております。私個人の整理としては、これは不法行為に基づく損害賠償請求なので、全体としては民法一般の考え方と余り乖離することはないのであろうと思っております。その上で、レジュメの 25 ページに書いてあるとおり、相当因果関係を有する損害を画定するための下位概念としては、取得自体損害、高値取得損害という分類が依然として有効に機能しているという状況なのではないかと考えております。

すなわち、①虚偽記載等がなければ取得しなかったと認められる場合、ないし②虚偽記載等がなされた後に取得した投資家が、取得前に虚偽記載等が存することを知っていたならば取得をしなかったと認められる場合には、取

得自体損害が相当因果関係を有する損害であって、この場合には、取得価額と有価証券の口頭弁論終結時の評価額、処分した場合には処分価額との差額が相当因果関係を有する損害額となり、他方で、③虚偽記載等がなければ取得しなかったとは認められない場合には高値取得損害、すなわち、高値で取得したこと自体が損害であって、特段の事情がない限り取得価額と想定価額との差額が虚偽記載と相当因果関係を有する損害額となるというのが、今の裁判例の考え方なのではないかと思います。

もっとも、この虚偽記載がなければ取得しなかった場合といえるか否かの線引き自体をどうするかについても、考え方に争いがあり得ます。この点、レジュメの脚注53に書いているとおり、西武鉄道事件の場合のように、虚偽記載等がなければ上場も廃止されており、上場が廃止されていれば投資者が市場でその株式を取得する余地がなかったという場合（むしろ取得しようとしても取得できなかった場合）だけを「虚偽記載等がなければ取得しなかった場合」であると非常に狭く解するライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決の岡部反対意見のような考え方と、もう少し広く、虚偽記載等の公表前における流通市場での当該株式の取得は、一般には虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合に広く含まれる、あるいはそのような場合であると推認されるという田原補足意見などのような考え方もあります。後者の考え方を前提にいたしますと、虚偽記載等がなければ取得しなかった場合が事実上かなり広い範囲に及ぶことになります。

さらに、これは梅本教授の評釈に明示的に書かれていますけれども、虚偽記載等がなければ投資家が市場で当該株式を取得するという投資判断をしなかったと見られる、このような場合も、虚偽記載等がなければ有価証券を取得しなかったと認める場合に含まれるとする考え方もあり得るのではないかと思います。私は、個人的にはこの第三の梅本教授の考え方に惹かれているわけですが、「虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合」というのをどのような範囲と捉えるか自体も争いになり得ることに注意が必要です。

いずれにしろ、西武鉄道事件最高裁判決の事案は、（ａ）の典型的な事案であり、このような場合には、「虚偽記載等がなければ取得しなかったと認められる場合」に当たるとして、取得自体損害が虚偽記載と相当因果関係を有する損害と認められ、経済情勢等無関係な要因に基づく市場価格の下落分は虚偽記載等と相当因果関係がないとして控除されるべきというのが判例上確立しているわけです。

他方、本日お配りしている資料９にあるオリンパス第二事件東京地裁判決は、全体としては、上記（ｂ）の場合、要するに虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったとは認められない場合であるとしていて、高値取得損害を算出すべきだとしています。そして、虚偽記載等と相当因果関係を有する損害が高値取得損害であるということを前提として、高値取得損害の場合には取得価額と想定価額との差額を損害額と認定するわけですが、この判決は、想定価額についてかなり独自の考え方を採っています。もっとも、理論的にはむしろ正しい気もするのですが、この判決は、取得時点での市場価額から、①虚偽記載等によってかさ上げがされた額、それから②虚偽記載等がされた株式を取得したことによって将来被るおそれのある価額下落のリスクを取得時点で金銭的に評価した額を差し引いたものが想定価額であるという考え方を前提にして、①のかさ上げ額及び②のリスク部分は、虚偽記載等の公表前後の株価下落分のうち、虚偽記載等が公表されたことに起因する株価下落部分に反映され、会社の業績悪化や経済状況の悪化等の虚偽記載に無関係な要因に起因する株価下落部分には反映されないというべきであるとしています。もっとも、結局のところ、①のかさ上げ額と②のリスク部分の額はどれだけだったかというのは推定するほかないわけですけれども、その推定に際しては、虚偽記載公表前後の株価下落の要因を４つ（〔１〕真実の情報の反映、〔２〕虚偽記載の発覚に伴う信用毀損等、〔３〕投資家が虚偽記載という事実の発覚に対して過剰反応（いわゆるろうばい売り等）すること、〔４〕虚偽記載とは無関係な要因）に分類した上で、「要因〔１〕～要因〔３〕による株価の下落は、いずれも虚偽記載が判明することによって通常生ずる

ことが予想されるものであることから、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落というべきであって、上記①のかさ上げ額と②のリスク部分を反映したものであると判示しています。

その上で、この判決は、「嵩上げ額及びリスク部分は、本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額に反映されるものの、理論上は株式取得時に発生するものであって、その時点におけるリスクの金銭評価を問題とするものであるから、これが時点を異にして発生する本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額にそのまま等しく反映されるとはいえない」し、「嵩上げ額及びリスク部分が本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額に一定の割合で反映されると考えても、その割合は、株式取得時期、株式取得時期において本件虚偽記載が被告の真実の計算書類に影響を及ぼす程度、株式取得時から本件虚偽記載の公表までの期間の長短等の事情によって異なる上、各株主が各取引毎に取得した株式について、それぞれの売却時期の違い等を踏まえた調整も必要となるから、それぞれの反映される割合を前方視的に正確に認定することは極めて困難である」として、「本件は、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立証することが極めて困難であるときに当た」り、「民訴法248条を適用して相当な損害額（嵩上げ額及びリスク部分並びにこれを前提とする高値取得額）を認定するのが相当」であると判示しています。そして、結論的には、本件虚偽記載と相当因果関係のある株式下落部分に含まれていた、「株式取得時点で想定されていた価格下落リスクを超える下落分」の割合を２割として、それを損害額から控除しました。

次に、レジュメ26ページの「（３）分析と検討」でございますが、まず前提として、先ほど申し上げたような、相当因果関係説を前提とした上で、虚偽記載等がなければ取得しなかったと認められる場合と認められない場合とに分けて、それぞれ取得自体損害、高値取得損害を相当因果関係を有する損害額とするといった判断枠組みを採ることを前提としたとしても、特に高値取得損害を算定する場合に想定価額をどう考えるかは実務上大きな問題で

す。この場合の、具体的な算定の方法については、マーケット・モデルなどを用いる方法が一般的ですが、具体的にどのような形で想定価額を算定していくかは実務上困難な問題です。私見としては、この問題は、基本的には理論的な枠組みの話というよりは証拠法上の損害額算定の話であり、具体的にどのような方法を用いるのが適切かという算定の方法論の問題であると考えております。この問題自体も非常に面白いのですが、この報告の直前に、旬刊商事法務の最新号（2015年8月25日号）で、黒沼先生が「金融商品取引法における株式市場価格の意義と利用」というご論考を発表されておられ、そこで私の考えていた以上のことをきれいにまとめていただいているので、大部分はそちらにお譲りをいたしまして、その導入に至る部分についてだけ触れてみたいと思います。

このマーケット・モデルなどが出てくる前の段階における判断枠組みに関しては、私は現在の裁判例の考え方に基本的に賛成なのですが、特に（ｂ）の場合、すなわち、「虚偽記載等がなければ取得しなかったと認められない場合」において想定価額をどのように算定するかは、実務上は極めて重要な問題ではあるものの、極めて難しい問題であるように思われます。裁判例は、全体としてろうばい売りによる株価の下落部分は、基本的に損害賠償の範囲に含まれるという言い方をしていますが、具体的にどのような事実に基づく株価の下落分であれば、虚偽記載等とは無関係の要因に基づく下落であるとして相当因果関係を有する損害額に含まれないことになるのかの判定は、非常に難しいように思われます。

この点に関するオリンパス第二事件東京地裁判決の考え方は、理論的には私としては相当程度賛成できるのですが、かさ上げ額の部分、それからリスク部分の算定は極めて困難であるため、結局、この判決では、最後は民訴法248条を使ってエイヤッでどんぶり勘定的に損害額の認定をしてしまっている感が否めません。しかも、オリンパス第二事件は、先ほど申し上げました判決文の字面を読んでいただいてもお分かりいただけるとおり、虚偽記載等があったら取得しなかった場合と、虚偽記載等があったら取得しなかったと

は認められない場合との区別が余りないような形（すなわち、区別が相対化された形）になってしまっておりまして、果たしてそれでよいのかという気もいたします。

オリンパス第二事件東京地裁判決は、結局、想定価額の算定は株価の下落状況を基礎に考えていくしかないということで、株価の下落状況から想定価額を導き出しているのですが、結論的に、ウッドフォード社長解任報道による株価下落以降の下落分は、すべて基本的には相当因果関係を有する損害額に含めてしまっています。ウッドフォード社長を解任したときの取締役会決議に参加していた取締役のうち過半数は、当時、虚偽記載があったということ自体を知らなかったということが被告によって主張されていますが〔報告者注：もっとも、東京地裁は、かかる主張を特段取り上げておらず、この部分の事実は判決上認定されているわけではない〕、仮にそれが事実であるとすれば、ウッドフォード社長解任報道による株価下落分まで入れてしまうと、結果的には、相当因果関係説ではなくて条件説に近いのではないかとすら思います。つまり、市場は、ウッドフォード社長解任報道が出た段階では、虚偽記載があるだろうと推測して株価を下落させたわけではなくて、外国人社長を選んでおいてすぐ解任するとは経営が混乱しているということで株価が下落しただけであって、そのような下落分まで、結論的に虚偽記載等と「相当」因果関係を有する損害額の中に入るというのは無理があるのではないかということです。

最後に、金商法上の損害額推定規定の適用がある場合についてですが、この場合については、ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決と、レジュメの 28 ページに記載しておりますアーバンコーポレイション事件最高裁判決という２つの裁判例がございます。これらの裁判例に顕れている考え方を、まとめますと、レジュメの 29 ページの一番下の（３）に記載しておりますとおり、金商法 21 条の２第１項にいう「虚偽記載等により生じた損害」は、不法行為に基づく損害と共通しており、その算定に際しては、民法 709 条等に基づいて虚偽記載等による損害の賠償請求をする場合における損害額の算

定に関する考え方がそのまま妥当するというものではないかと考えられます。もちろん金商法19条1項が上限額を画するために出てまいりますけれども、それが出てくるからといって、取得自体損害、すなわち原状回復的損害賠償のみが金商法21条の2第1項に基づく損害賠償請求の基礎とされていると解するべきではないように思われます。

金商法21条の2第4項は、虚偽記載によって生ずべき有価証券の値下がり以外の事情によって生じたことを証明したときに減免が認められるとしていますが、裁判例は、結局、この規定を、西武鉄道事件最高裁判決が民法709条に基づく請求の関係で判示したところと同様の趣旨の規定であると理解しているように思われます。すなわち、裁判例は、金商法21条の2第4項（さらには第5項）を、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等虚偽記載と無関係な要因に基づく当該株式の市場価格の下落分は、当該虚偽記載等とは相当因果関係がないものとして損害賠償額から控除されるべきであるという民法709条に基づく損害賠償請求に関する判例理論とパラレルな結果をもたらすものとして理解しているのではないかと思います。

もっとも、金商法21条の2第4項・5項による減額の基礎となる、虚偽記載等によって生ずべき有価証券の値下がり以外の事情に具体的にどのような事情が含まれるのかは、別途検討する必要があります。例えば、ライブドア機関投資家訴訟事件においても、下級審段階では、減額割合について、10%、30%、3分の2という3通りの裁判例がありましたが、このような開きは、虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情に、①強制捜査の開始から、②粉飾疑惑報道、③創業者の逮捕・経営陣からの排除、④上場廃止の可能性の報道、⑤東証によるライブドア株式の開示注意銘柄・監理銘柄への指定、⑥テレビ局との提携見直し、⑦証券会社によるライブドア株式の担保除外までの各事実のうち、どこまでが含まれるかについて、それぞれ裁判例の立場が異なっていたために生じたものであると解されます。この点、虚心坦懐に金商法21条の2第4項の「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」という文言を眺めると、ライブドア機関投資家

訴訟事件最高裁判決によって是認された原審の東京高判 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁（減額率を 10%であると判示した）が述べているとおり、金商法 21 条の 2 第 4 項の文言は、「虚偽記載の発覚によって通常起こり得る事態」以外の事情に基づく値下がり分を減免すべきと定めた規定であると読むのが素直な解釈なのではないでしょうか。

そうだとすると、上記の①から⑦までの各事情に関して申しますと、少なくとも①から⑤までの各事情、すなわち、①強制捜査の開始から⑤ライブドア株式の開示注意銘柄・監理銘柄への指定までの各事情については、虚偽記載等の発覚によって通常起こり得る事態には入るように思われます。また、テレビ局の提携見直しですとか証券会社によるライブドア株式の担保除外等も、かなりの部分、通常起こり得る事態であると解し得るように思います。したがいまして、結論的には、かなり広い範囲の事情が「通常起こり得る事態」に含まれるのであって、それ以外の事情というのは、本当に外在的な要因、例えば、当該提出会社の業績それ自体に基づくものですとか、アーバンコーポレイション事件の事案のように、再生申立てというような、虚偽記載等とは全く別に起きた事情などに限られるのではないかと思っております。

少し時間をオーバーしてしまいましたが、以上で私の方からの報告は終わりとさせていただきます。ご清聴、ありがとうございました。

神田会長　大変興味深いご報告をありがとうございました。

討　議

神田会長　それでは、いつものように、残りの時間、皆様方からご質問、ご意見を出していただいて議論したいと思います。どなたからでも、どの点についてでも結構でございますので、よろしくお願いします。いかがでしょうか。

前田副会長　金商法 21 条の 2 第 2 項の、無過失の立証について、太田先生のお考えを大変興味深くお伺いさせていただきました。先生は、立証が尽くされたといえるためには、リスク管理体制を適正に構築・運用していること

を立証するだけでは足りないと、随分絞りをかけておられます。特に、従業員に故意があれば、幾らリスク管理体制を適正に構築・運用していてもだめだというお考えであるとお聞きいたしました。

この太田先生の説と、その前にご説明くださいましたIHI事件判決の考え方、あるいは日本システム技術事件判決の考え方との関係がよくわからなかったのですけれども、太田先生の考え方は、これらの判決でとられた考え方のいずれとも整合し得るものであると考えてよろしいのでしょうか。

太田報告者　結論的にはおっしゃるとおりでございまして、私の考え方自体、日本システム技術事件最高裁判決の考え方と表面上抵触しているように見えるわけですが、これは抵触してないと考えるわけです。要は日本システム技術事件の事案が民法709条や715条の請求をしていないがために抵触しているように見えるだけであって、もし請求をしていれば、リスク管理体制の構築義務違反がないということだけでは、完全に会社が免責されることはなかったのではないか。たまさか、日本システム技術事件のケースでは、会社法350条に基づく請求しかしてないがために、このような結論となったのではないかという整理をしております。

IHI事件のほうは、完全に一致しているのかはよくわからないところはありますが、少なくとも矛盾はしないのかなとは思っております。IHI事件の考え方は、ざっくり言うと、原告側が過失を立証しなければいけないという枠組みの中での話がもともとの出発点ではあるので、原告側がリスク管理体制の構築義務違反を立証しなければならないという状況下において、まず入り口であるところのリスク管理体制の不備のところすら、原告が立証できなかったわけです。従って、その先の部分は余り深く審査するまでもなく、原告の請求は認められないということになっていると思っています。

逆の立場に立って、会社側が無過失を立証するというときには、第一関門として、リスク管理体制の構築・運用義務違反がなかったということをまず説明し、それに加えて、役員に故意がなかったということも立証し、更に、虚偽記載が生じたことを予見すべき特別の事情もなかったということ、この

３つを立証しないと無過失だということにはならないのではないかと思っており、一応 IHI 事件とは矛盾はしないのかなと思っている次第でございます。

後藤委員　東京大学の後藤でございます。最初から名前は研究会に上げていただいていたんですが、今までアメリカで在外研究に２年間従事しておりまして、今回から参加させていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

ご報告をどうもありがとうございました。２年間分のリハビリの研究になったんですが、前田先生と同じところで、民法 715 条と太田先生の見解との関係のところですけれども、太田先生の 11 ページのハ説というのは、結論としてはすごく座りがいい見解ではないかと私も思うんです。715 条１項ただし書きを根拠の説明に挙げておられまして、先生ご自身がおっしゃっておられたように、交通事故とか普通の 715 条のほうの文脈では、使用者責任の免責というものはほぼ認められていないということで、もちろん規定にある以上、使ったっていいじゃないかというのはおっしゃるとおりなんです。そうかといって、太田先生のご趣旨としては、普通の交通事故とか普通の使用者責任のほうについても免責をどんどん認めていくべきだということまでおっしゃるわけでは恐らくなかろうと思います。そうすると、何で金商法の不実開示の責任の場合だけ、違うように解釈していくべきなのかというところの、その他一般の法行為と、金商法の、特に流通市場の責任の違いは何かということを言っていかなければ、議論は尽きないのかなと思います。

もし１つ挙げるとすると、ここだけでなくて、もう１つ、21 条の２が果たしているのは、因果関係を全て推定といいますか、ある意味、擬制に近いものがあると思うんですけれども、21 条の２があるおかげで、アメリカの信頼の要件のような話が全部飛ばされていっている。普通の交通事故とかの場合、タクシーの運転手が人をはねたというような場合でいいますと、むしろ被害者の損害と従業員の故意過失が非常に近くて、そこの因果関係はかなり明らかなわけですけれども、証券市場、流通市場の不実開示による取得の場合だと、そこがむしろ遠くなっているわけで、そこもやっているんだから

ということが、１つ、違いとしては挙げられるかと思うんです。そうだとすると、結局それは過失とかの話になるか、それともそっち側のほうで面倒見るべきなのか。どっちなのか、そこをどう考えるかということをひとつお聞かせいただきたい。

あと、日本システム技術事件で、715 条だったら責任を負ったのではないかとおっしゃったんですが、逆に太田先生のこの枠組みを持ってくるんだとすれば、日本システム技術も 715 条を使ったとしても、結局リスク管理体制を構築していたんだから、証券市場の責任の場合にはそこを考慮して責任を課すべきではない。それはひょっとしたら因果関係の問題のほうでクリアされるものなのかもしれないんですけれども、そのあたりは結局どうバランスをとるのかなというところのお考えがもしあれば、お聞かせいただきたいと思います。

太田報告者　大変難しい問題でございまして、事務所の中で証券訴訟に携わっている弁護士ともいろいろ議論をしたのですが、前提として、私見のハ説というのは、後藤先生にいみじくもご指摘いただいたとおり、むしろ結論の座りのよさから入っている部分もあって、理屈付けが非常に難しいとは思います。最も問題となるのは、会社法的な議論やインセンティブ構造だけで言えば、リスク管理体制が適切に構築されていれば、それで無過失の立証責任を果たしたこととしてよいのではないかという考え方は、割とすっと入ってくる考え方だと思う一方で、ワーキング・グループの報告書が取りまとめられる過程でも恐らく問題になったのではないかと思いますけれども、民法 715 条に基づく責任の場合と平仄がとれてない。その点をどのように考えるのかという部分が非常に悩ましいわけでございます。

私の考え方をもう少し整理して申し上げますと、同僚の弁護士といろいろ議論している中で、理論的根拠は何なのかという点が非常に問題となり、条文上の手がかりとして、若干苦しいところではあるものの、民法 715 条１項ただし書きが根拠になるのではないかと思うに至ったというのが正直なところです。条文はどうなっているかといいますと、報告レジュメの一番最後、

32 ページ以下に、関係条文として、平成 26 年改正後の今の金商法の条文を掲げています。32 ページに載っているのが金商法 21 条の 2 の現行の条文ですが、その第 2 項に、「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない」と書いてあります。

先ほどの、民法 715 条 1 項ただし書きは通常は空文化しているといわれているのに、なぜ今回の場合だけそれが出てくるのかという点についてですが、その点についての回答は、私見は民法 715 条 1 項ただし書きをそのまま援用しているわけではない、ということになろうかと思います。すなわち、金商法 21 条の 2 第 2 項の解釈論として、私見で挙げたこれだけのものを立証できれば、賠償の責めに任ずべき者に過失がなかったということになるわけです。ただ、賠償の責めに任ずべき者に過失がなかったといえるかというときに、最大の問題となるのが、使用者責任が問題となる従業員の故意・過失の部分なのではないかと考えた次第です。そして、この点については、民法の使用者責任においても、被用者側に故意・過失があったとしても常に使用者が責任を負うものとされているわけではないので、この民法 715 条 1 項ただし書きの考え方を準用して、先ほどのような事情が証明されていれば、同様に、金商法 21 条の 2 第 2 項の場合でも、たとえ提出者の被用者に故意・過失があったとしても、常に提出者に過失があったということにはならないのではないか、というのが私見です。民法 715 条 1 項ただし書きは一般不法行為法の世界では空文化しているのではないかという点については、私見は、当該ただし書きをそのまま適用しているわけではなく、民法ですらそうなので、その考え方を準用ないし類推すれば、金商法 21 条の 2 第 2 項の解釈として、先ほどのような形で、従業員の故意・過失があっても、なお提出者に過失がなかったということになる場合があるのではないかというものである、というのがお答えになろうかと思います。

2 番目のご質問の、日本システム技術事件最高裁の判決との関係ですが、日本システム技術事件に関しては、最高裁で確定したところから言いますと、

役員に故意がなかったというのは判決文に顕れている事実から恐らく明らかでございまして、かつ、リスク管理体制の構築・運用すべき義務、これにも懈怠がなかったということが判決で明らかにされています。あとは、結局私見で申し上げますと、ハ説として述べた部分の真ん中のところですが、提出会社の役員に虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情があったかという点に尽きるのではないかと思っています。この事案では、問題となった不正行為は、販売会社の偽造印を用いて注文書を偽造し、それによって販売会社の担当者を欺いて監査法人や会社の財務部が販売会社宛てに郵送した売掛金残高確認書の用紙を未開封のまま回収し、それに金額を記入して監査法人と会社の財務部に送付したというものですので、その部分について、何がしか変だなと思われる特別の事情があったかどうかという点で、最後は判断されることになるのではないかと思っております。判決文に顕れている限りの事実ですと、日本システム技術事件の事案でも特別の事情はなかったといえそうではありますが、この判決は残念ながらそのような観点からの検討まではしていませんので、そこまで事実関係を精査すれば、特別の事情があったと判断される可能性もゼロではなかったのではないかと思っております。ただ、民法 715 条でいけば、確実に会社が負けたというわけでもないようには思います。

加藤委員　関連する点について質問させていただきたいのですが、金融庁の作成された事務局説明資料でも前提とされていましたけれども、不適切会計の原因となった行為を行った従業員が民法 709 条に基づく不法行為責任を負うことを当然の前提としていいのでしょうか。金商法 21 条の 2 は従業員が不法行為責任を負うか否かを問わず会社に責任を課すという意味では特別な責任であり、民法 715 条の場合よりも免責の範囲を広くするという論理も成り立ち得るように思います。私は、金商法 21 条の 2 第 2 項の過失の内容を使用者責任の枠組みで分析することに疑問を持っております。使用者責任の枠組みに依拠せざるをえないのは、会社の過失とか法人の過失についての議論が余り蓄積されていないからかもしれません。刑法では、有名なホテルの

火災の事件などに関連して、法人の過失について議論があったと記憶しておりますが、金商法21条の２第２項のような規定ができると、法人の過失というものを民事法でももう少し検討しなければならないと感じています。

もう１点、金商法には、21条の２第２項以外にも免責規定がありますが、例えば21条の２第２項が定める監査法人や引受証券会社の免責規定では、金商法21条の２と同じく、責任の主体は法人です。金商法において法人の免責が問題となる場合、太田先生は、金商法21条の２第２項と同じようにお考えになるのでしょうか、ご示唆をいただければと思います。

太田報告者　まさに今、加藤先生にご指摘いただいた点が最も悩ましいところでして、この報告のレジュメをつくる最後の段階で、民法715条について論じた様々な文献を読んでいたのですが、余りに議論が錯綜していて、現時点では一般にどのような考え方が妥当と考えられているのかすら、分からないといいますか、民法715条の解釈に関しても、被用者に過失があることを当然の前提にすべきなのか、そもそも被用者責任は固有責任であって、被用者に必ずしも過失がなくても、いわゆる報償責任に基づいて使用者が責任を負うべきと考えるべきなのかにつき激しく争われているところなので、もはやそこは私の手に負えるものではないというのが正直なところです。

今までの様々な判決を検討する限り、公刊されているものでは、法人の責任で、ここで問題としている虚偽記載系の類型の事案についても、通常どおり、民法715条の考え方をそのまま適用して、同条に基づく責任が認められている例が多々あります。その場合、使用者責任を認めるためには被用者に故意・過失があることが当然の前提となるというのが民法715条についての一般的な判例・通説の考え方ですが、かかる考え方に基づいた形で判決が出されているところです。そのような裁判例の蓄積がありますので、金融庁の事務局説明資料では、恐らく、基本的に金商法21条の２所定の責任は民法の不法行為責任の考え方を所与の前提としたものであるとして、民法の解釈論に関しては、それを当然の前提ないし土台とした上で、その上に建物を建てるという構造になっているかと思います。そういたしますと、金商法21

条の２の解釈論に関しても、被用者、すなわち従業員に過失があるということが発行者の責任を認める際の当然の前提になっていると考えざるを得ないというのが、事務局説明資料の考え方であろうと思います。したがって、少なくとも立法当時の考え方としては、そのような考え方が前提になっているのではないかと思います。以上の次第ですので、従業員に虚偽記載に関する故意・過失が存在する場合をどのように処理するのかという点も、金商法21条の２の解釈論上は考えていかざるを得ないように思います。

オリンパスの第一事件の考え方も、要は具体的なプロセスから過失行為を特定していくという考え方ではないかと思います。この点、虚偽記載の事案に関しては、公害の事案ですとか製造物責任の事案などとは違って、従業員の行為等のどの点に故意・過失があるのかは、本来特定しやすいのではないかと思っています。今回の私の報告は、使用者責任に関しては民法715条に関する判例・通説の考え方を前提にしたものであるとご理解いただければと思います。それを超える部分は、民法の先生方の領分ということでご勘弁いただければ幸いです。

２番目のご質問の、虚偽記載等に関して監査法人などの法人の責任が問題となったケースについても、私は、考え方としては、金商法において過失の立証責任が転換されている場合に関しては、同じ考え方を妥当させていいのではないかと思っております。他方、金商法において過失の立証責任が転換されている場合以外の場合については、元に戻って、民法の規定しか適用されないわけですから、民法715条の１項ただし書きだけですと、今までの判例理論に従うと、免責はなかなか認められにくいような気はいたします。しかしながら、金商法21条の２の解釈をする限りにおいては、文言上多少解釈の余地があるのは間違いないので、民法715条１項ただし書きを直接適用しているのではなく、その考え方を援用ないし類推するといった考え方のもとに、その場合には、監査法人に責任追及がされた場合でも、同様にハ説で処理ができるのではないかと思っております。

岸田オブザーバー　公表日のところですけれども、条文上は太田先生がおっ

しゃるように、オリンパスの事件は12月14日又は６日とすべきで、まさにそのとおりと思うんですが、結果だけ見て金額の妥当性で判断しますと、11月８日で計算したほうがいいような気がするんですね。これは先生がまさにおっしゃるように、事実関係が全て明らかになって会社が正式に公表したときは、全ての情報は株価に織り込まれてしまっていて、オリンパスのケースでいいますと悪材料出尽くしで株価が回復してきているみたいな感じになっています。そのような場合はオリンパスの第二事件のように金商法でなく、民法に基づいて賠償額を計算すればいいのかもしれませんけど、もしも立法的にこういうふうにしたほうがいいんじゃないかというご意見があればお伺いしたいと思います。

太田報告者　立法論はなかなか難しいのですが、推定規定を働かせるためには、虚偽記載等によって歪められた株価が、正しい情報を投資家が知っていればそうなるはずであった株価水準に落ち着くような状況が生じることが必要なのではないかと思います。この点、 ライブドアの機関投資家訴訟事件では、公表日について一審段階では原告の１月17日という主張が蹴られ、最終的に、最高裁では翌日の１月18日が公表日であるとされています。17日と18日とで何が違うかというと、17日の段階ではマスコミに子会社で架空売上げの計上等があったということが流れているだけで、その額についての情報は流れていないのに対し、18日の段階では約14億円という数字が出てきているところが違いであるわけです。私は、ライブドア機関投資家訴訟事件の最高裁判決は、この約14億円というのは最終的に出てきた15億8,000万円という架空売上げの数字に近いという認識が恐らくあって、そのような認識に基づいて１月18日を公表日と認定したのではないかと思っています。因みに、私は、オリンパス第一事件東京地裁判決が11月18日を公表日としたのは、ライブドア機関投資家訴訟事件の最高裁判決からさらに一歩踏み込んだ判断であって、上級審ではどのように判断されるかは不透明ではないかと思っています。いずれにせよ、私は、この公表日の問題については、抽象論で申し上げると、最低限、市場株価に織り込まれるべき基本的な事実関係

が出てこないと公表があったとはいえないのではないか、粉飾決算の事案の場合には、基本的には粉飾額の規模感が出てこないと公表とはいえないのではないかと思っております。

神田会長　私も先に言えばよかったのですが、過失の点について２点だけ、感想を申し上げたいと思います。私はワーキンググループに参加した者でありますが､ワーキンググループの意見ではありません。私個人の感想として、当時考えたり、報告書を書くときに感じたことを申し上げます。

２点ありまして、第１点は、民法 715 条をちょっと強調し過ぎだと私は思うのですね。715 条も当然意識はしたのですけれども、むしろワーキングのときに考えていたのは、法人の不法行為責任というのは 715 条ではなくて、709 条でいくほうが多いということです。ですから、その場合には、715 条の構造ではなくて、709 条を法人にいわば直接適用するときにおける法人の過失とは何ですかということが問題になります。あるいは、善意取得のような別の文脈でいいますと、法人の善意・悪意というものは誰の善意・悪意で見るのですかということが問題になるわけです。

その発想で考えると、法人の過失あるいは法人の善意・悪意というものが問題になる場合を横断的に意識せざるを得なくて、この場合だけ違うという言い方で先ほどご指摘があったような点が難しい問題になる。そこで、解釈に委ねるというしかなく、具体的に書くのは非常に難しいですねということにワーキンググループではなりました。

２点目は、太田先生の結論は、グローバルな感覚から言うとちょっと狭過ぎると思うということです。グローバルな感覚では、法人の過失は、余りうまく言えないのですけど、担当者の過失ということだと思います。例えばですけれども、営業している人が経理システムに不正にアクセスして会計の虚偽をつくり出した、この場合は太田先生のお考えのような結論でいいと思います。でも、経理担当の人がそこで不正をしたら、それはやっぱりアウトだと思うのですね。少なくともグローバルにはそうなると思います。ですから、法人の過失は、私は担当者の過失ということにしています。余りいい表現で

はないかもしれませんけど。それからすると、本日の太田先生の結論の部分は、規定のいろいろな趣旨やいろいろなバランスがあるので、そういう解釈のことをおっしゃっているということだとは思いますけれども、ちょっと狭過ぎるという感じを持ちます。

太田報告者　事務所内で議論をしていたときにも、神田先生がおっしゃるとおりのことを主張する声もありました。要するに社内のラインによって区別すべきではないかということです。会計・経理や有報作成担当の事務に従事している人の故意・過失であるかどうかで区別して、そうではない営業担当とかそういった担当の従業員とは分けて議論すべきではないかという指摘もありました。しかし、民法709条も含めた民法一般の解釈論としてそのような考え方を前面に押し出した学説は、少なくとも民法の解釈論としてはこれまで主張されていないように思います。私見は、既存の考え方のパッチワーク的な考え方になってしまっていますが、結論的には、落とし所はこのようなものではないかというのが実務家としての感覚です。他方、神田先生のおっしゃる考え方も十分理解はできると思います。ただ、先ほど加藤先生が言われたことと共通いたしますが、民法学説の中で、法人の過失というものを民法の損害賠償の領域でどのように考えるべきかについてきちんと分析したものがあれば、もう少し深く掘り下げた報告ができたかもしれないと思いますが、私には、残念ながら今回そこまで踏み込む力量がなかったということでございます。

神田会長　ありがとうございました。ほかにいかがでしょうか。

松尾（健）委員　今の点と関連するのですけれども、民法709条、715条との関係です。私は民法のことをしばらく勉強してないのですが、営業担当の従業員が架空の売り上げを計上したりとか、あるいは会社の財産を私的に流用して、その金額が大きいので、重要な虚偽記載につながったという場合に、その従業員に、709条の責任が成立するかというと、必ずしも投資家との関係で故意・過失があるとは言えないのではないかという気がします。そうだとすると、従業員に709条の責任が成立することが民法715条の責任の前提

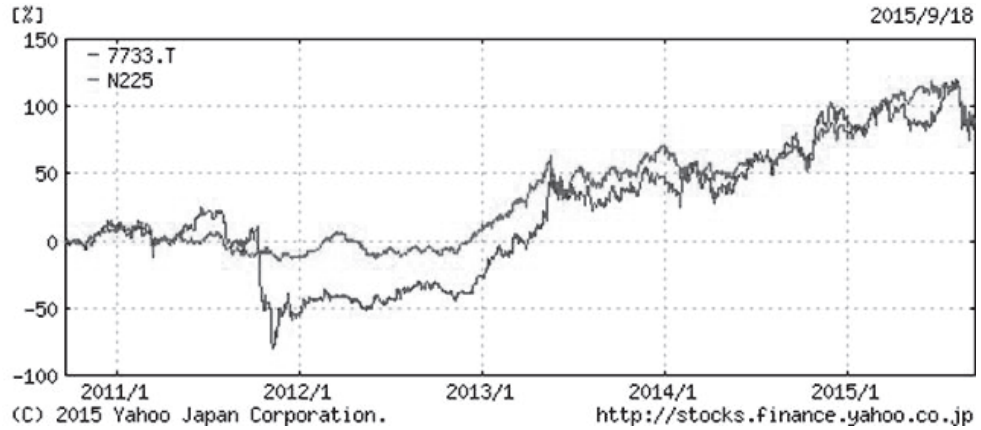
となるという立場に立つと、法人が 715 条の責任を負うこともないのではないか。それに対して、神田先生もおっしゃったように、会計担当の人が何かしら虚偽記載になることを認識しながらやったという場合には、投資家との関係でも故意・過失ありといえるのかなと思うのです。確かに線引きは非常に難しいとは思うのですけども、従業員が、何か法令等に違反する行為をして、それが虚偽記載につながることをある程度認識しえたとしても、必ずしも投資家との関係で故意・過失ありとは言えないのではないかなと感じました。

青木委員　（「民法と金商法における目論見書不実記載責任の相違」RID ディスクロージャーニュース 2015 年 4 月号、http://contents.xj-storage.jp/xcontents/79218/ddbc42c8/4ef9/4edf/a32e/c709821f165d/20150421120920769s.pdf　で不実記載に係る損害（額）や関連する文献について触れました）使用者責任 715 条の援用とか公表時点といった解釈ですが、（裁判で主張するという必要性はともかくとして）根幹の問題である「損害」が決まらないところで枝葉の部分についての解釈を展開しても、（最終的にどのような賠償額が認められるかという観点からして）意味が乏しいように思います。「損害」がいかに決められないかですが、この研究会で言われた例を２つほど見ても、本当にわからないものだと思います。

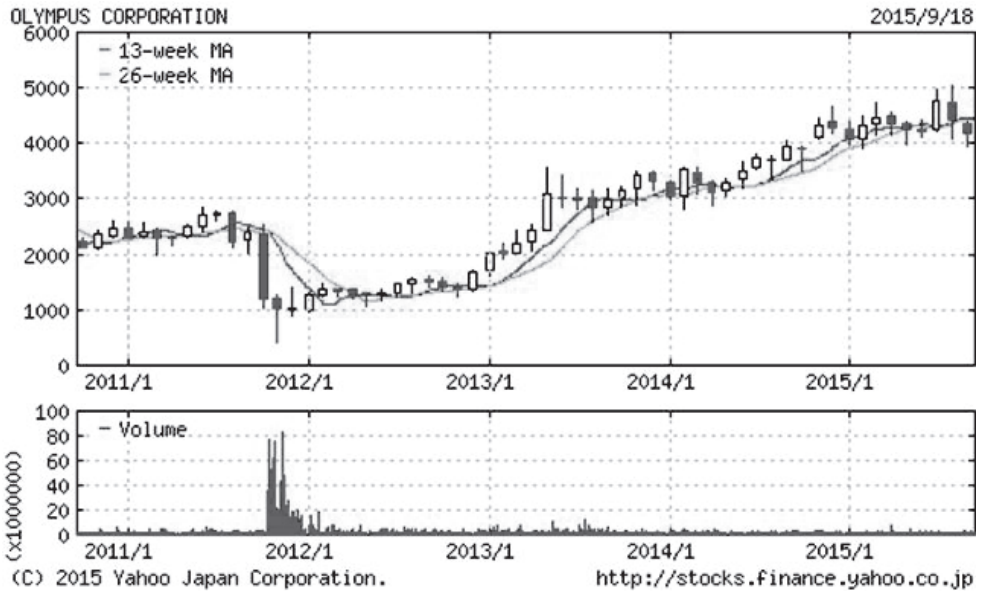
まず、16 ページに書いてあるオリンパスの経緯ですが、株価は 2011 年秋の事件により下落して（追記：１年ほど低迷したが、アベノミクスによる市場回復時に日経平均以上に早い回復を見せた。図１参照）ますが、現在では下落時最低価格の４倍くらいに上がっています（追記：事件後はもちろん、事件前からも、長期保有するのであれば、日経平均に投資するよりも結果的によい投資である。図２参照）。粉飾により株価が下がったといえるのか、むしろあんな損失隠しのうえで解消を進められる賢い会社だからこそ株価が上がるのだ（追記：なるほど事件によって投資家を心配させるのは良くないし（刑事責任の対象とはなる）、ろうばい売りや世間の過剰反応との事実的因果関係は否定できないが、民事責任を負わせるのはどうか）とか、いくら

でも議論できて、決まらないと思うのです。

（図１）



（図２）



もう１つの例がアメリカです。神田先生の「金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号 41 頁のご論文では、アメリカではマーケットモデルが使われているけれども、ものすごく結果がぶれてしまって、

しかも残念ながら収束の方向にないことが紹介されています。また、和解でほとんど済まされてしまうということもあります。それから、去年の黒沼先生が発表なさった最近の判例の理屈がわかるかというと、わからないですよね（追記：そのような法的不確実性の下、高い割合の企業が訴訟に晒され、ほとんどは和解で一部投資家にカネを渡す現状は、不実記載の抑止にいかほど資するか疑われる一方、米国市場の価値を損なっているという印象を持つ者は少なくないのではないか）。結果が芳しくないのですから、そこで使っているマーケットモデルや判例を日本にもってきても、良くなるとは思えないのです。

でも、賠償訴訟が提起されれば答えは出さなければならない。ならば、あまり難しいことは言わず、損害については、日本の昔からある差額説、相当因果関係、それから民訴248条、これらを駆使して、完勝と完敗、その真ん中の引き分けと３割引きと７割引き、そのくらいの結論どこかに持っていくという解決が、意外と正しいように思います。そこに部分最適的な細かい議論をしはじめると、全体として見たときに、ずれたことをしているように思えます。

議論の中でも、こういう議論はいいよねと思うのは、例えば田中亘さんとか加藤さんが言われている、代表訴訟ができるときは金商法上の請求対象とすべきでないとか、まともに適用できて、結果もそれなりに説得力があるというものです（追記：逆に、決して特殊でない事例に適用してどうなるかわからない解釈枠組みは、裁判所の判断や判例解釈を助けるものではないと思う）。

太田報告者　何とも答えようがないですね。（笑）先生のおっしゃるとおりだとは思うんですけれども、実務家としては裁判所を説得しないといけないので、何らかの理論的な考え方を出さないとだめだということになります。裁判官にお任せしますので民訴法248条を使って好きにエイヤッでやってくださいというのは、実務家としては口が裂けても言えません。

ただ、エイヤッとやるにしても、裁判官も何らかの考え方のよすがはない

と困るのではないかと思います。先ほどのライブドア機関投資家訴訟事件でも、エイヤッとやった結果として、減額される金額についての判断が下級審では10％、30％、３分の２と分かれていますが、10％と３分の２とでは大きな違いなので、我々実務家としては、感覚論的な判断でバッサリ判断されることには強い抵抗があります。したがって、そこをどのような形で算定するのが適正かという点について、やはり何らかの理論的な考え方は構築できないと困ると思っております。

青木委員　いい理論構築には反対しないんです。だけど、こういう理論を適用すると無駄に判断上のステップをかますだけで、現実から遠ざかるのではないかと思われる立論がけっこうあるのではないか。例えば、発表中にもあった「記載がなければ取得しなかった」と認められるか否かで分けるという立論ですが、そんなふうに明瞭に思考しない投資家がほとんどではないか。だとすると無理な事実認定を迫ることになるし、そういう枠組みをすること自体どうかなと思います。

損害（額）について客観的な解はない。それを承知の上で、とりあえずいろんなやり方で認定していく、その中には、比較的に普遍的な理屈と、ここだけの当座の理屈みたいなのがあると割り切ってるなら、いいのです。そうではなく、大理論を打ち立てようみたいな姿勢で考えるのならば、報われないだろうなと思うのです（追記：そういう理論にもとづく解があると期待して振り回される関係者が気の毒だと思う）。

神田会長　大分時間も近づいてきましたけれども、まだ若干の時間はありますので、いかがでしょうか。

中村委員　11ページの議論につきまして、21条の２を離れて、有報の虚偽記載における役員個人の責任を考えた場合に、相当の注意の標準としては、私は、先生が立てた基準については共感しているところではあるんですが、ちょっと細かいところで、子会社管理体制を含むというのは、これはそのとおりだと思うんですが、ただ連結財務書類をつくるに当たっては、関連会社の情報もとってこなきゃいけなくて、関連会社の情報が間違っていた場合に

どうかという問題は生じます。そうすると、関連会社についても、リスク管理体制というところに含めて考えるのか。それとも、関連会社はリモートだから、特別な事情のほうに持っていって、例えば上場会社で信頼できる監査法人がついているという前提で､そういう事情じゃない特別な事情があれば、特別な事情のほうで読み込むというふうに考えるべきなのか。それとも、全体的なリスク管理体制の中に関連会社も含めて考えるべきか。そこについてはどうお考えですか。

太田報告者　その部分は、今回、平成 26 年の改正会社法で、法務省令への委任事項から会社法の本体に格上げされた子会社関連体制の会社法 362 条 4 項 6 号をどのように解釈するかという話だと思っておりますが、私自身は、そうは言っても、会社法の構造は、基本的に法人格ごとに判断するというものであると考えております。したがって、子会社管理体制という場合、基本的には、証券訴訟の事例で言えば、提出会社そのものが、子会社を管理する体制としてどのような体制を構築しているかが専ら問題であって、提出会社である親会社から見て、子会社をキチンと管理できていると思える状況があるときに、実は子会社の方では親会社に正確な報告を上げておらず、十分な体制が構築されていなかったという場合には、親会社側では免責を認めてもよいのではないかと思っております。例えば、子会社が、親会社に対して、こういう体制を構築して運用していますということを報告していたにも拘わらず、報告がフェイクであった、つまり、本当はそのようなキチンとした体制が構築されていないのに、構築されているかのような報告をしていた場合には、親会社側でかかる報告内容を疑うべきような事情を認識していなければ、すなわち、たとえ子会社の側では内部統制システムに欠陥があったとしても、親会社側に関しては子会社管理体制の構築・運用に欠陥がないと判断できるのであれば、結論的には、親会社側には免責を認めてもよいのではないかと思っています。

中村委員　同じことが関連会社から来る情報についても当てはまると理解していいんですか。

太田報告者　はい。

神田会長　よろしいでしょうか。あっという間に時間になってしまいました。まだご質問とかご指摘があるかとは思いますけれども、あとは個別に太田先生に連絡していただくこととして、予定の時間が参りましたので、大変恐縮ですけれども、本日の研究会は以上とさせていただきたいと思います。

それで、１点、お願いがございます。単行本のための原稿執筆のお願いでございます。３月の研究会においてお願いしたと思いますが、この研究会は今回のラウンドで人数がふえましたこととの関係で、２回に分けて本を刊行したいと思っております。本日で前半に当たる８名の先生方のご報告が終わったということになります。そこで、本日の太田先生を含めてこれまでご報告をいただきました８名の方々に論稿を取りまとめていただき、１冊目の本を刊行したいと思います。次回以降のご報告の方々について、また８名くらいになると思いますけれども、２冊目ということで計画したいと思います。以上は以前にもお願いしたことかと思います。

つきましては、これまでご報告いただいた８名の方々には、大変お忙しいところ恐縮ですが、原稿の締め切りを来年の３月末ということにさせていただいてはどうかと思っております。確認の意味でのご連絡は事務局からさせていただきますけれども、よろしくお願いいたします。なお、ご執筆に当たっての体裁その他につきましては、この研究会でこれまで出したもの、直近でいいますとことしの２月に本にまとめた「金融商品取引法制の潮流」というものがございますので、それを参照していただければと思います。

次回の研究会でございますが、11 月 25 日（水）午後２時から、お手元の議事次第の下のほうに書いてあると思いますが、中村先生にご報告いただく予定です。その後の予定もそこに書いてあるとおりでございます。11 月、１月、それから３月が年度末のために、水曜日ではない曜日になっておりますけれども、予定どおり進めたいと思います。

それでは、本日の研究会は以上とさせていただきます。どうもありがとうございました。

報告者レジュメ

2015 年 9 月 9 日（水）

証券訴訟を巡る近時の諸問題
～流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に～

西村あさひ法律事務所
弁護士　太　田　　洋

Ⅰ　流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任を巡る近時の立法動向

1　流通市場における提出会社の損害賠償責任に関する特則の創設

- 流通市場における提出会社の損害賠償責任に関する特則は旧証券取引法（以下「旧証取法」という）には存在しなかった[1]。
- 平成 17 年 4 月 1 日に施行された旧証取法平成 16 年改正[2]において、流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任に関する特則が創設[3]
  - ✓ 提出会社が無過失責任を負担する理由については、**①違法行為の重大性、②投資者による立証の困難性、③発行市場との平仄（発行市場における提出会社の責任は無過失責任）**が考慮された[4]

2　無過失責任の見直しに関する議論

- 金融庁の金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「WG」という）においては、無過失責任の見直しに関する審議がなされた。見直し論の背景となった問題意識のうち主なものは以下のとおり：

1　平成 16 年改正前の旧証取法においても、発行市場における提出会社及びその役員等の損害賠償責任並びに流通市場における役員等の損害賠償責任に関する特則は存在していた（平成 16 年改正前旧証取法 18 条、21 条、22 条、24 条の 4）。

2　平成 16 年法律第 97 号。平成 15 年 12 月 24 日付け金融審議会金融分科第一部「市場機能を中核とする金融システムに向けて」と題する報告書（《http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf》にて閲覧可能）における提言を受けたものである。

3　民事訴訟による責任追及を強化して、違反行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的とする（大谷潤＝笠原基和＝西澤恵理＝佐藤光伸＝谷口達哉「新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策」旬刊商事法務 2040 号（2014）72 頁参照）。

4　三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任－条解証券取引法』（金融財政事情研究会、2005）153－154 頁参照。

■ 課徴金制度の整備（違法行為の抑止力あり）
  ✓ (i)平成 17 年 12 月 1 日に施行された旧証取法平成 17 年改正において、流通市場における虚偽開示書類の提出が課徴金制度の対象とされ、また(ii)平成 21 年 6 月 1 日に施行された金融商品取引法（以下「金商法」という）平成 20 年改正において、課徴金額の水準が引き上げられた[5]
■ 内部統制報告書制度の導入（違法行為の抑止力あり）
  ✓ 平成 20 年 4 月 1 日から内部統制報告書制度が導入[6]（金商法 24 条の 4 の 4 第 1 項）
■ 発行市場と流通市場との違い
  ✓ 発行市場においては、投資者から提出会社への払込みが行われるため、たとえ提出会社に過失がなかったとしても、虚偽記載等によって提出会社に過大に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で投資者に返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平であるが、流通市場においては、基本的には提出会社自身に利得が発生していない[7]
■ 他の主要国における制度との比較
  ✓ 米国、英国等の主要国では、流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任につき、提出会社に無過失責任を負わせていない[8]
■ 新興・成長企業が新規上場を躊躇する懸念[9]

3　金商法平成 26 年改正

➢ WG の平成 25 年 12 月 25 日付け「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあ

---

5 平成 17 年法律第 76 号及び平成 20 年法律第 65 号。例えば、有価証券報告書等の虚偽記載等に係る課徴金の額は 600 万円（改正前は 300 万円）、又は発行会社の発行する算定基準有価証券の市場価額の総額の 10 万分の 6（改正前は 10 万分の 3）に相当する額が 600 万円を超えるときはその額とされた（金商法 172 条の 4 第 1 項）。

6 平成 18 年法律 65 号。内部統制報告書制度は、平成 20 年 4 月 1 日以後に開始する事業年度から適用された（平成 18 年旧証券取引法等の一部を改正する法律附則 1 条、15 条）。

7 大谷ほか・前掲（注 3）72 頁参照。学説においても、流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任を無過失責任とすることにつき、批判的な見解が多かった（岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝藤本拓資＝松尾直彦＝三井秀範＝山下友信『金融商品取引法セミナー【開示制度・不公正取引・業規制編】』（有斐閣、2011）126－129 頁参照）。

8 他の主要国との比較については、平成 25 年 11 月 20 日付け金融庁総務企画局「事務局説明資料－流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任」（**資料 1**）（《http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131121/02.pdf》にて閲覧可能。以下、同資料を「事務局説明資料」という）8 頁参照。

9 平成 25 年 6 月 14 日に閣議決定された内閣府「規制改革実施計画」（《http://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kaigi/publication/p_index.html》にて閲覧可能）30 頁においては、新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任が無過失責任となっていることが適切かどうか検討することを求めていた。

り方等に関するワーキング・グループ報告」と題する報告書[10]（以下「本報告書」という）（**資料２**）における提言を受け、**平成 26 年 11 月 29 日に施行された金商法平成 26 年改正**[11]においては、流通市場における提出会社の虚偽開示書類に係る損害賠償責任について、以下の改正がなされた[12]。

- **過失責任化、立証責任の転換（本報告書 20－21 頁）**
  - ✓ 提出会社の損害賠償責任が**無過失責任から過失責任に改められる**と共に、投資者の訴訟負担が過大とならないよう、**提出会社に無過失の立証責任を課し、立証責任を転換**した（改正後の金商法 21 条の 2 第 2 項）
- **損害賠償請求の請求権者の拡大（本報告書 22 頁）**
  - ✓ 流通市場における虚偽開示書類の提出者又はその役員等に対する損害賠償請求権者に、当該虚偽開示書類が公衆縦覧に供されている間に有価証券を取得した者に加えて、**有価証券を処分した者を加える**こととした（改正後の金商法 21 条の 2 第 1 項、22 条 1 項）
    - ⇒ MBO の場合等、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われる（いわゆる「逆粉飾」）おそれがあり、当該虚偽記載等を知らない処分者を保護する必要があるため[13]

4　残された課題

- ➢ 無過失の判断基準
  - **(i)提出会社の役員等に過失がない場合、又は(ii)従業員を含めた提出会社の構成員全員に過失がない場合のいずれをいうのかが問題**となる[14]
  - 本報告書 21 頁においては、「**現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記を行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることとしておくことが適当である**」とされている

10　《http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf》にて閲覧可能。

11　平成 26 年法律第 44 号。

12　米国の裁判所で平成 26 年改正前金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償請求の訴えが起こされた（平成 25 年 1 月 8 日付け日本経済新聞朝刊 2 面「グローバル企業、新たなリスクートヨタ和解に裏の教訓」参照）ことが改正の背景にあるのではないかと示唆するものとして、峯岸健太郎「平成 26 年金商法改正案～開示規制の合理化、クラウド・ファンディングの活用なるか～」ビジネス法務 14 巻 7 号（2014）103 頁参照。

13　大谷ほか・前掲（注 3）74 頁参照。

14　本報告書 21 頁においては、提出会社が損害賠償責任を負うのは「有価証券報告書等の『重要な』事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反が認められる場合が多いと考えられる」から、いずれの立場に立っても「結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる」とされている。

- ✓ 立案担当官は、**①代表者である役員に、内部統制システム構築義務違反が認められる場合[15]、②営業担当の従業員が、自らの勤務成績をよく見せかけるため、社内の内部統制システムを潜脱して架空売上げを計上した場合**には、提出会社に過失が認められることを示唆[16]

■ **事務局説明資料においては、役員・従業員を含めた提出会社の構成員全体を基準として、提出会社の過失を判断する立場が提案されていた**[17]

➢ 損害額推定規定の適用拡大

■ **損害額推定規定を、(i)処分者が提出会社に損害賠償請求をする場合、また、(ii)取得者又は処分者が提出会社の役員等に損害賠償請求する場合にまで、拡大して適用すべきかが問題**となる（本報告書 22 頁）。

- ✓ 粉飾決算が行われた場合、その事実が明らかになれば、提出会社の株価は通常下落し、取得者の被った損害は、公表日前後の株価の下落分によって近似される蓋然性が高い[18]（それ故、推定規定あり[19]）が、逆粉飾の場合、その事実が明らかになれば、提出会社の信用が毀損されるほか、課徴金や重加算税の対象となる場合もあるため、公表によって株価が上昇することが一般的とはいえない[20]。そこで、**結論的に、損害額推**

---

15 適切な内部統制を構築したという主張が、提出会社の無過失を基礎付ける主張として十分であるか等、提出会社の過失と内部統制構築義務との関係が不明であることを指摘するものとして、「〔スクランブル〕流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の過失責任化の影響」旬刊商事法務 2029 号（2014）86 頁参照。

16 大谷ほか・前掲（注 3）73 頁参照。過失概念について論じた近時の文献として、藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義」金融法務事情 1997 号（2014）25 頁、武井一浩「金商法上の流通市場不実開示責任における会社の『過失』の解釈－『法と経済学』の観点を踏まえて－」旬刊商事法務 2045 号（2014）40 頁（**資料３**）等がある。なお、欧米の法制下における流通市場等での不実開示責任に関する状況については、溜箭将之「証券流通市場と民事責任〔上〕〔下〕」NBL995 号（2013）27 頁及び同 996 号（同）55 頁が詳しい。

17 その理由として、**①役員等を基準とすると、従業員に故意・過失がある場合に、提出会社が民法 715 条所定の使用者責任に基づく損害賠償責任を負う可能性があるにも拘わらず、投資者保護を目的とする金商法上の責任を負わないのは不当である、②提出会社が、従業員の事業への従事を通じて利益を得ている以上、従業員の故意・過失による他人の損害について発行会社が損害賠償責任を負うことが公平である（報償責任の原理）、③提出会社全体のコンプライアンス向上へのインセンティブが高まる**ことが挙げられていた（事務局説明資料 9 頁参照）。

18 事務局説明資料 14 頁参照。

19 有価証券報告書等の虚偽記載の事実が公表されたときは、公表日前 1 年以内に有価証券を取得し、公表日に引き続きその有価証券を所有する者については、公表日前 1 か月間のその有価証券の市場価額の平均額から公表日後 1 か月間のその有価証券の市場価額の平均額を控除した額が、その報告書の虚偽記載により生じた損害の額と推定される（金商法 21 条の 2 第 4 項）。

20 大谷ほか・前掲（注 3）75 頁脚注 18 参照。

定規定を拡大適用しないものとされた[21]

Ⅱ　証券訴訟における「過失」の意義

1　民法 709 条（不法行為）ないし会社法 350 条（代表者の行為についての責任）に基づく損害賠償請求に関する裁判例

(1) IHI 事件東京地裁判決（東京地判平成 26 年 11 月 27 日 LEX/DB25505951）（資料４）

【事案の概要】

	事実関係
H18.12.15	・ 被告会社が、連結中間純損益額を 28 億 1,700 万円の損失と記載した平成 18 年 9 月中間期半期報告書（本件半期報告書）を関東財務局長に提出（同半期報告書は、金商法 2 条 7 項の「有価証券届出書」（18 条 1 項）及び「同法 25 条 1 項 8 号に掲げる書類」（21 条の 2 第 1 項）に該当）
H19.1.9	・ 被告会社は、関東財務局長に対し、本件半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出 ・ 被告会社は、同月 26 日、同有価証券届出書に基づく一般募集（1 億 4,300 万株）により 536 億 3,072 万円（売出価額は 559 億 1,300 万円）、同年 2 月 26 日、同有価証券届出書に基づく第三者割当による募集（2,145 万株）により 80 億 4460 万 8000 円を、それぞれ取得 ・ 被告会社は、平成 19 年 6 月 8 日、関東財務局長に対し、本件半期報告書を参照書類とする発行登録追補書類を提出し、同発行登録追補書類に基づく社債の募集により、同月 18 日、合計 300 億円を取得
H19.6.27	・ 被告会社は、連結当期純損益額を 158 億 2,500 万円の利益と記載した平成 19 年 3 月期有価証券報告書（本件有価証券報告書）を関東財務局長に提出（同有価証券報告書は、金商法 2 条 7 項の「有価証券届出書」（18 条 1 項）及び「同法 25 条 1 項 4 号に掲げる書類」（21 条の 2 第 1 項）に該当）
H19.9.28 (公表日)	・ 被告会社が「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」と題する書面（「主としてエネルギー・プラント事業に係わる多額の損失見込みが報告されました」「長期大規模工事におけるコストダウンの施策の一部に、その効果が適切に評価されておらず、実現性が低いと想定されるものが約 280 億円あり、平成 20 年 3 月期業績見通し公表値を修正すべきであることが確認されました。さらに、その一部は、平成 19 年 3 月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性のあることが判明しました」等の記載あり）を公表 ・ 被告会社が「業績予想の修正に関するお知らせ」（平成 20 年 3 月期の通期連結業績予想について営業利益が 570 億円下方修正されたこと、及び「営業損失が最大で 280 億円加わる可能性があり」「営業利益を最大で△45,000 百万に修正する可能性がある」旨が記載）を公表

[21] 本報告書 22 頁においては、「市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である」とされている。

H19.12.11	・ 被告会社が「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」を公表（上記 280 億円のうち、約 180 億円については平成 19 年 3 月期決算の訂正とし、残りの約 100 億円は平成 20 年 3 月期の業績予想の修正に含めること、平成 19 年 9 月 28 日付けの開示資料では業績予想の通期営業損失の修正幅として認識していた 570 億円のうち約 120 億円について平成 19 年 3 月期決算の訂正とすることなど、平成 18 年 9 月中間期及び平成 19 年 3 月期決算の過年度訂正並びに平成 20 年 3 月期の業績予想の見通しを開示）
H19.12.12	・ 被告会社が「業績予想の修正および過年度決算の訂正に関する調査結果ならびに当社の対応方針のご報告」を公表し、平成 19 年 3 月期、平成 18 年 9 月中間期各決算（連結・個別）について、売上高、営業利益、経常利益、税引前利益についての訂正額を公表 ・ 被告会社のエネルギー・プラント事業の業績予想修正に関する問題及び過年度決算の訂正の可能性に関する問題について究明することを目的とした社内調査委員会により、「調査報告書」が提出 ・ 社内調査委員会の調査内容及び結果を客観的に検証することを目的とした、被告会社と利害関係のない法律及び会計の専門家により構成される社外調査委員会により、「株式会社 IHI のエネルギー・プラント事業における業績悪化に関する社外調査委員会調査報告書」が提出
H19.12.14	・ 被告会社が、「過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正について」を公表し、平成 19 年 3 月期・平成 19 年 9 月中間期各決算（連結・個別）について、具体的に確定した過年度決算訂正額を公表 ・ 被告会社が、「業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、平成 20 年 3 月期・同年 9 月中間期業績（連結・個別）について、業績予想の修正額を公表
H20.2.25	・ 被告会社が、東京証券取引所等からの要請を受けて、改善報告書を提出
H20.7.9	・ 金融庁長官が、被告会社は、①売上の過大計上及び売上原価の過少計上等により、i) 連結中間純損益が 100 億 9,500 万円の損失であったにも拘らず、これを 28 億 1,700 万円の損失と記載するなどした中間連結損益計算書を掲載した本件半期報告書を提出し、ii) 連結当期純損益が 45 億 9,300 万円の損失であったにも拘らず、これを 158 億 2,500 万円の利益と記載するなどした連結損益計算書を掲載した本件有価証券報告書をそれぞれ関東財務局長に対して提出し、もって金商法 172 条の 2 第 1 項又は第 2 項に規定する「重要な事項につき虚偽の記載がある」有価証券報告書等を提出し、②本件半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出し、同届出書に基づく一般募集等により、株券を取得させるなどし、もって金商法 172 条の 2 第 1 項又は第 2 項に規定する「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類に基づく募集により有価証券を取得させたなどとして、15 億 9,457 万 9,999 円の課徴金の納付を命ずる旨を決定 ・ 被告会社は、その後同額を国庫に納付
⇒ 原告らが、東京証券取引所第 1 部等に株式を上場している被告会社が関東財務局長に対して、①平成 18 年 12 月 15 日に提出した平成 18 年 9 月中間期半期報告書及び②平成 19 年 6 月 27 日に提出した平成 19 年 3 月期有価証券報告書中に、重要な事項について虚偽の記載があり、原告らが流通市場又は発行市場において、虚偽の記載に係る情報を信用して被告会社株式を取得したことにより損害を被ったなどと主張して、被告会社に対し、i) 流通市場で取得した原告らにつき金商法 21 条の 2 第 1 項又は第 2 項（予備的）、会社法 350 条、民法 709 条に基づき、ii) 発行市場で取得した原告らにつき金商法 18 条 1 項・19 条、会社法 350 条、民法 709 条に基づき、それぞれ損害賠償金及びこれらに対する各株式取得日（不法行為による損害発生の日）から民法所定の年 5 分の割合による遅延損害金の支払いを求めた事案	

※　旧証取法平成 16 年改正後の事案

【判旨】

①　会社法 350 条所定の任務懈怠の有無

i)　「被告は、・・・社内調査報告書においても、平成 19 年度業績予想の大幅修正についての原因として、上記と同様の問題点を『内部統制システム上の問題』として挙げているのであって、かかる指摘は、業績予想の下方修正の場合においても当てはまるものであり、本件虚偽記載が発生したことに対する『過失』を構成するものであるかどうか明らかであるとはいえない。」

ii)　「しかも、原告らは、上記改善報告書や検査報告書の指摘内容を援用し、リスク管理体制構築・運用義務違反をいうものの、構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や、どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかということについて、具体的な主張、立証をしていないのであって、本件全証拠をみても、被告が『リスク管理体制を整備していた』とすれば本件虚偽記載を回避することができたということを認めるに足りる証拠はないというほかはない。」

iii)　「また、そもそも、**会社法上、取締役らが善管注意義務の一内容として、本件虚偽記載を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても、かかる義務は会社に対する関係で負うものであるから、特段の事情がない限り、当該義務の違反が直接会社以外の第三者に対する関係で会社法 350 条の任務懈怠や民法上の不法行為を構成するということはできない**。」

②　民法 709 条所定の過失の有無

i)　「原告らは、〔1〕上場会社として適正な有価証券報告書を証券取引所に提出すべき義務があったにもかかわらず、これを怠り、虚偽の内容を含む本件各報告書を提出した、〔2〕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るなどと主張するが、被告が**本件各報告書を作成し、提出する一連のプロセスにおいて具体的にいかなる注意義務違反があったのかについて具体的な主張、立証をしていない**」

ii)　「リスク管理体制に関する原告らの主張は、本件虚偽記載が発生したことに対する『過失』を構成するものとは限らず、〔原告らは〕**構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や、どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかということについて、具体的な主張、立証をしていない**のであって、**本件全証拠をみても、**

被告について、本件虚偽記載を発生させたことについての過失を認めるに足りる証拠はない」

【分析・検討】

① 本判決のロジックに従う限り、**適切な（リスク管理体制を含む）内部統制システムを構築したという主張は、それだけでは金商法 21 条の 2 第 2 項所定の提出会社の無過失を基礎付ける主張としては不十分**ということになるように思われる

② 本判決のロジックに従う限り、**金商法 21 条の 2 第 2 項所定の提出会社の無過失を主張立証するためには、問題となる有価証券報告書等を作成し、提出する一連のプロセスにおいて、会社の役職員が果たすべき注意義務の内容を具体的に特定した上で**（当該注意義務には、会社の取締役及び監査役が、財務報告に関する内部統制システム（情報開示システムを含む）を適切に構築し、運用すべき義務が含まれるものと思われるが、それに尽きるともいえないように思われる）、**かかる義務の違反がないことを主張立証する必要が存する**ものと解される

③ 上記注意義務を果たしていたにも拘らず、問題となる有価証券報告書等における虚偽記載等を発生させることを防止することはできなかったということを主張立証して初めて、金商法 21 条の 2 第 2 項所定の提出会社の無過失が認められることになるものと解される

(2) 日本システム技術事件最高裁判決（最一小判平成 21 年 7 月 9 日判例時報 2055 号 147 頁）（資料５）[22]

⇒ 東証 2 部上場会社である被告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、その後当該事実が公表されて被告会社の株価が下落したという状況において、当該事実の公表前に被告会社の株式を取得した原告が、被告会社に対して、会社法 350 条に基づき[23]損害賠償を請求した事案（旧証取法平成 16 年改正前の事案）につき、最高裁は、被告会社は、職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離するなど、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得る程度の管理体制は整えていたものということができ、代表取締役である A に、本件不正行為を防止す

---

22 松井秀征「判批」私法判例リマークス 41（2010）89 頁は、「かりに将来的に当該規定〔金商法における発行会社の無過失責任の規定〕が過失責任規定に変じられるようなことがあれば、本判決の射程が当該過失の判断に及ぶということはありうるだろう」と述べる。

23 被上告人は、商法（平成 17 年法律第 87 号による改正前のもの）261 条 3 項、78 条 2 項が準用する民法（平成 18 年法律第 50 号による改正前のもの）44 条 1 項に基づいて請求をしていたが、会社法の制定により、同法にこれと同内容の規定である 350 条が設けられ、同法の施行前に生じた事項にも適用されるものとされた（会社法附則 2 項）ので、最高裁は、同法施行後は同法 350 条に基づく請求をしているものと解して判決を下している。

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はできないと判示し、原審判決を取り消して、原告の損害賠償請求を否定した

【判旨】

i) 「本件不正行為当時、上告人は、〔1〕職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離し、〔2〕C 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 課及びｿﾌﾄの稼働確認を担当する CR 部を設置し、それらのチェックを経て財務部に売上報告がされる体制を整え、〔3〕監査法人との間で監査契約を締結し、当該監査法人及び上告人の財務部が、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としていたというのであるから、上告人は、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得る程度の管理体制は整えていたものということができる。」

ii) 「そして、本件不正行為は、C 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報告をさせたというもので、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確認書の用紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押捺した同用紙を監査法人又は財務部に送付し、見掛け上は上告人の売掛金額と販売会社の買掛金額が一致するように巧妙に偽装するという、通常容易に想定し難い方法によるものであったということができる。」

iii) 「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、上告人の代表取締役である 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な事情も見当たらない。」

iv) 「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、販売会社との間で過去に紛争が生じたことがなく、監査法人も上告人の財務諸表につき適正であるとの意見を表明していたというのであるから、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確認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、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はできない。」

v) 「**以上によれば、上告人の代表取締役である A に、B らによる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はできない**。」

【分析・検討】

① 本判決のロジックに従う限り、**提出会社の代表取締役が適切なリスク管理体制を構築し、運用していれば、**有価証券報告書等に虚偽記載等が存しており、当該虚

偽記載等が存していた旨の事実の公表前に株式を取得した者があった場合でも、その者との関係で**提出会社が会社法 350 条に基づく損害賠償責任を負うことはない**といえる

② しかしながら、IHI 事件東京地裁判決が述べるとおり、そもそも、会社法上、取締役らが善管注意義務の一内容として、虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても、かかる義務は会社に対する関係で負うものであるから、特段の事情がない限り、当該義務の違反が会社以外の第三者に対する関係で直ちに会社法 350 条に基づく責任[24]を生ぜしめるとはいえないはず[25][26]で、**本判決は、提出会社の代表取締役が適切なリスク管理体制を構築、運用すべき義務を怠ったということすら立証されなかった場合には、有価証券報告書等に虚偽記載等が存しており、当該虚偽記載等が存していた旨の事実の公表前に株式を取得した者があった場合でも、その者との関係で提出会社が会社法 350 条に基づく損害賠償責任を負うことはないということを述べたに止まる**と理解すべきではないか

③ 更にいえば、**本件の事案で、原告が民法 709 条（不法行為）及び 715 条（使用者責任）に基づいて損害賠償請求を行っていた場合には、提出会社が損害賠償責任を負うものと判断される可能性も存していたのではないか**[27]

(3) その他の裁判例

✓ アソシエント・テクノロジー事件大分地裁判決（大分地判平成 20 年 3 月 3 日金融・商事判例 1290 号 53 頁：東証マザーズ上場会社において、社長が主導して架空取引を行い、同社が粉飾決算を理由として上場廃止となった状況において、粉

---

24 会社法 350 条に基づく会社の責任が生じるためには、当該会社の代表取締役において第三者に対する不法行為が成立する必要がある（松井・前掲（注 22）89 頁参照）。

25 なお、弥永真生「判批」ジュリスト 1385 号（2009）61 頁は、取締役が適切な内部統制システムを構築していなかった場合には、取締役に任務懈怠があるとされ、その結果、会社法 429 条に基づき取締役が第三者に損害賠償責任を負うことがあることは格別、取締役が適切な内部統制システムを構築していていなかったことが、民法 709 条との関係で、第三者に対する過失にあたると直ちには評価することはできない点に留意する必要があるとする。

26 松井・前掲（注 22）89 頁は、そもそも本判決の事案で直接に問題となるべき過失ある行為とは、厳密には内部統制システム構築に係る行為ではないと述べ、本事案におけるリスク管理体制構築義務違反は、過失が結果回避義務として理解されることとの関係で、当該結果回避義務の具体的内容としてリスク管理体制構築義務が論じられているということであると分析する。その上で、本判決で、代表取締役において「本件不正行為の発生を予見すべきであったという特別な事情」といった予見可能性が特に論じられているのは、過失要件との関係で理解されるものであろうと論じる。

27 なお、本件事案においては、平成 16 年 11 月以前に有価証券報告書を提出していた場合にも適用のあった旧証取法 24 条の 4 及び 22 条に基づく提出会社役員に対する責任（過失責任ではあるが、旧証取法 21 条 2 項により立証責任は転換されている）追及はなされていない。その理由は不明である。以上につき、高島志郎「日本システム技術事件最高裁判決の検討」旬刊商事法務 1876 号（2009）32 頁脚注 12 参照。

飾決算を知らずに同社株式を取得し、株価下落により損害を被った株主が、改正前商法 261 条 3 項、78 条 2 項、民法 44 条 1 項に基づき会社に損害賠償請求を求めた旧証取法平成 16 年改正前の事案）及び西武鉄道事件最高裁判決（後述。提出会社に対する民法 709 条に基づく損害賠償請求が問題となった旧証取法平成 16 年改正前の事案。**資料８**）では、有価証券報告書等の虚偽記載等が提出会社の経営トップの故意によるものであった事案につき、提出会社に対し、会社法 350 条（又はその前身である改正前商法 261 条 3 項）ないしは民法 709 条に基づく責任が認められている

２　改正後の金商法 21 条の 2 第 2 項所定の無過失の立証責任が果たされたといえるのはどのような場合かに関する学説

イ説：虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務に違反した過失が存しないことを立証すれば足りるという説（武井[28]）

ロ説：虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制の構築・運用義務に違反した過失が存しないことを立証しただけでは足りず、役員・従業員を含めた提出会社の構成員全体を基準として提出会社に過失が存しないことまで立証しなければならないという説（事務局説明資料？[29]）

ハ説：**提出会社の役員の故意（なお、提出会社の従業員及び連結子会社の役員・従業員の故意[30]は除く）により虚偽記載等が生じたのでなければ、提出会社の役員に虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情が存せず、かつ、虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制（子会社管理体制を含む）の構築・運用義務に違反した過失が存しないことを立証すれば足りるという説**（私見）

∵　およそ有価証券報告書等に虚偽記載等が存する以上は、提出会社の従業員にも一切過失が存在しないということは事実上考えられず、提出会社の従業員の無過失まで立証させるということは、実質的に提出会社の無過失責任を維持していることと変わらないことになってしまう

∵　連結子会社の役員・従業員の故意により虚偽記載等が生じたとしても、提出会社にはそれらの者の不法行為につき使用者責任は存しない以上、金商法上も損害賠償責任を認めるべきではない（金商法上の民事責任に関する特則は、その部分について責任を拡張する趣旨まで含むとは解されない）

28　武井・前掲（注 16）48－49 頁参照。

29　事務局説明資料 9 頁参照。

30　改正後の金商法 21 条の 2 第 2 項が連結子会社の役員・従業員の故意・過失まで提出会社に帰属せしめる趣旨なのか不分明であると指摘する論考として、藤林・前掲（注 16）30 頁。

∵　インセンティブ構造の面からも、提出会社の役員に虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情が存しない限り、提出会社に虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制（子会社管理体制を含む）の構築・運用義務を果たすことを超えた義務まで負わせることは過重な負担となる

∵　（提出会社の従業員の故意により虚偽記載等が生じた場合は問題であるが、）**そもそも民法 715 条 1 項但書でも、使用者は被用者の選任及びその事業の監督に相当の注意を払ったことを証明すれば使用者責任を免れるものとされており、そうである以上、金商法 21 条の 2 第 2 項により過失の立証責任が転換された場合[31]においても、会社としては、その故意又は過失により虚偽記載等を生ぜしめた従業員の選任及び監督に相当の注意を払ったことを証明すれば、虚偽記載等に関する責任を免れると解すべき**である。そして、提出会社の役員に虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情が存せず、かつ、虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制（子会社管理体制を含む）の構築・運用義務に違反した過失が存しないことが立証された場合には、同社の従業員の故意又は過失により虚偽記載等が生じた場合であっても、その選任及び監督に相当の注意を払っていたものと十分解し得る

⇒　会計基準の適用を結果的に誤ったが、提出会社の取締役・監査役には虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制（子会社管理体制を含む）の構築・運用義務への違反がない場合等では、基本的に無過失の立証が認められるのではないか

⇒　私見については、**特に、会計処理や有価証券報告書の作成提出の業務に関わっていた従業員に故意又は過失があるが、提出会社の役員には虚偽記載等を防止するためのリスク管理体制（子会社管理体制を含む）の構築・運用義務への違反がない場合をどのように取り扱うかが民法 715 条との関係で問題**となる[32]が、**提出会社の役員に虚偽記載等の発生を予見すべきであったという特別な事情が存しないのであれば、**民法 715 条 1 項但書では、使用者は被用者の選任及びその事業の監督に相当の注意を払ったことを証明すれば使用者責任を免れるものとされている以上、**金商法**

31　**金商法 21 条の 2 第 2 項による過失の立証責任の転換は、あくまで提出会社に無過失の責任を負わせただけの規定であり、元々利用可能であった民法 715 条 1 項但書所定の事項の立証による免責を否定する趣旨まで含んでいるとは考えられない**。

32　なお、商品先物取引の受託を受けた会社の従業員に適合性原則違反等の違法があった場合に、従業員らに対する共同不法行為に基づく責任及び被告会社の使用者責任（民法 715 条）は認められたが、被告会社が内部統制システムを構築していなかった又はこれが実効性を欠く不十分なものであったとは認められなず、代表取締役、取締役及び監査役らに対する会社法 429 条 1 項に基づく責任や会社法 350 条に基づく被告会社に対する責任は認められないとした裁判例として、名古屋地判平成 24 年 5 月 8 日先物取引裁判例集 66 号 115 頁参照。

21 条の 2 第 2 項による過失の立証責任の転換に拘らず、提出会社は虚偽記載等に関する責任を免れると解すべきではないか（もっとも、民法 715 条 1 項但書の文言との関係で、リスク管理体制の構築・運用義務への違反がないことを立証するためには、提出会社としては、当該従業員の選任又は監督が十分であったことまで立証する必要があるであろう）

Ⅲ　金商法 21 条の 2 第 2 項の「公表日」の意義（「公表」があったというためにはどの程度の事実につき多数の者の知り得る状態に置く措置が執られればよいのか）

1　裁判例

(1) ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁[3334]）（資料６）

【事案の概要】

	事実関係
H12.4.6	・　被告会社株式は、同日から平成 18 年 4 月 13 日までの間、東京証券取引所マザーズ市場に上場
H16.10.25	・　被告会社の完全子会社であった B 社は、TD-net により、実際には既に買収済みであった C 社につき、株式交換比率を 1 対 1 とする株式交換により同社を完全子会社化することを取締役会で決議し、株式交換契約書を締結した旨を公表（同日付けバリュークリックジャパン株式会社「株式交換による株式会社マネーライフ社の完全子会社化に関するお知らせ」参照）

33　金商法 21 条の 2 第 3 項の損害額の推定規定を適用した初めての最高裁判決。

34　なお、ライブドア事件に関しては、本件のライブドア機関投資家訴訟事件とは別に、ライブドア一般投資家集団訴訟事件につき、東京高裁判決（東京高判平成 23 年 11 月 30 日判例時報 2152 号 116 頁）が下されている。同判決は、ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決と同様の状況において、一般投資家が、上場会社である親会社の有価証券報告書に虚偽記載がなされ、また、その上場子会社がした株式交換に関する公表及び業績公表に虚偽が存していたために、株価下落により損害を被った一般投資家が、民法 709 条、会社法 350 条、旧商法 266 条ノ 3、旧証取法の規定に基づき会社及び役員等に対し損害賠償を請求した事案につき、虚偽の情報に基づいて各会社の株式を取得した投資家が株価下落によって被った損害額は、取得価額と処分価額（保有継続の場合は口頭弁論終結時の価格）との差額を基礎とし、経済情勢、市場動向、上記虚偽記載や各虚偽公表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算定すべきとした上で、①親会社株式についての不法行為（有価証券報告書の虚偽記載）による損害額については、取得価額と処分価額との差額から、取得価額から虚偽記載公表直前の市場価格までの下落金額を差し引き、更に、上場子会社の虚偽公表に関する報道が若干の影響を与えたことが推認できるとして、民事訴訟法 248 条に基づきそれより 5%を減じた額を損害とし、②上場子会社株式についての不法行為（旧証取法に基づく法定開示ではなく、東京証券取引所規則に基づく適時開示に関する虚偽公表）による損害額については、虚偽公表の判明以外の事情が株価下落に影響を与えたことが推認できるとして、民事訴訟法 248 条に基づき、取得価額と処分価額との差額から、取得価額から虚偽公表の判明直前の市場価格までの下落金額を差し引き、更に 30%を減じた額を損害額と判示している。なお、同判決については、上告及び上告受理申立てがなされたが、その後、認諾により決着している。

	・　上記の公表内容は、株式交換比率について、第三者機関が DCF 法により算出した企業価値を踏まえ、当事会社間では協議の上決定したとするが、実際には当該株式交換比率は、DCF 法によって算出された C 社の企業価値を踏まえて決定されておらず、かつ、第三者機関が算出した結果を踏まえて決定されていない点において、虚偽であった
H16.12.27	・　被告会社は、同社代表取締役であった A の指示ないし了承の下、同年 9 月期（第 9 期）の連結会計年度（平成 15 年 10 月 1 日から平成 16 年 9 月 30 日）について、実際には約 3 億 1278 万円の経常赤字であったのに、売上計上が認められない被告会社株式の売却益 37 億 6,699 万 6,000 円、架空売上高合計 15 億 8000 万円を売上高に含めるなどして、経常利益を 50 億 3,421 万 1000 円と記載した内容虚偽の連結損益計算書を掲載した有価証券報告書（本件有価証券報告書、同有価証券報告書における上記の内容の虚偽記載を本件虚偽記載）を関東財務局長に提出（同有価証券報告書は、金商法「25 条 1 項 4 号に掲げる書類」（21 条の 2 第 1 項）に該当）
H18.1.16	・　東京地方検察庁（東京地検）及び証券取引等監視委員会は、A を含む被告会社の役員らについて、旧証券取引法違反（偽計・風説の流布）の容疑があるとして強制捜査に着手し、被告会社の本社及び A の自宅等を捜索（本件強制捜査） ・　東京地検らが本件強制捜査に着手した旨の事実は、同日夜以降のテレビのニュース番組等で広く報道 ・　被告会社株式の終値：696 円
H18.1.17	・　日刊新聞各紙は、朝刊において、i)同月 16 日に本件強制捜査に着手したこと、ii)本件強制捜査の容疑が、B 社が株価を吊り上げる目的で実際には既に買収済みであった C 社を株式交換により完全子会社化したことであること、iii)平成 16 年 12 月期第 3 四半期通期の売上や計上利益を水増しして公表した容疑であること等を一斉に報道 ・　被告会社株式の終値：596 円
H18.1.18 （公表日）	・　東京地検の検察官は、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らに対し、被告会社が平成 16 年 9 月期決算（単体）において、被告会社の傘下にあった会社の預金等を付け替えることで、約 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、同日頃その旨が日刊新聞紙等で報道 ⇒　当該報道前 1 か月における被告会社株式の終値の平均額：720 円 当該報道後 1 か月における被告会社株式の終値の平均額：135 円 差額：585 円 ⇒　その後も連日に亘って、被告会社が本件有価証券報告書の経常利益を粉飾していたことや、C 社の買収に関し虚偽の発表をしていたこと等、Y 社につき旧証券取引法（有価証券報告書の虚偽記載、偽計・風説の流布）の疑いがあること、被告会社株式につき上場廃止に向けた動きがあること、被告会社株式が値下がり続けていること等が報道
H18.1.21	・　東京証券取引所は、被告会社株式を開示注意銘柄に指定
H18.1.23	・　東京地検は、A らを逮捕 ・　東京証券取引所は、上場廃止基準に該当するおそれがあるとして、被告会社株式を監理ポストに割り当てる旨を決定
H18.1.24	・　被告会社株式の終値：176 円
H18.4.14	・　東京証券取引所は、上場廃止基準 2 条 1 項 11 号 a（有価証券報告書等に虚偽記載を行い、その影響が重大であると認めた場合）及び同項 18 項（公益又は投資者保護のため上場廃止を適当と認めた場合、現行の上場廃止基準 2 項 1 項 19 号）に該当することを理由として、被告会社株式の上場廃止を決定（同年 3 月 13 日に整理ポストに割り当てる

	旨の決定）
⇒	原告らが、平成 17 年 5 月 25 日から平成 18 年 1 月 18 日までに取引所市場において被告会社株式を取得し、同日において、被告会社株式を保有していたところ（その後売却）、本件虚偽記載により損害を被ったなどと主張して、被告会社に対し、金商法 21 条の 2 に基づき、損害賠償金（賠償すべき損害の額として、同条 2 項（現行の金商法 21 条の 2 第 3 項）の推定規定に基づく推定損害額として 1 株当たり 585 円）等の支払いを求めた事案
※	旧証取法平成 16 年改正後の事案

【判旨】

i)　「検察官は、金商法 21 条の 2 第 3 項〔注：金商法平成 26 年改正後の同法 21 条の 2 第 4 項〕にいう『当該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』に当たる」

ii)　「金商法 21 条の 2 第 2 項にいう『虚偽記載等の事実の公表』とは、有価証券報告書等の『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいうのであって（同条 3 項）、その文理からすれば、**『虚偽記載等の事実の公表』があったというためには、単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置がとられたのでは足りない**ことは明らかであるが、**有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない**。なぜなら、取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる情報が開示され、その結果当該有価証券が大きく値下がりしたにもかかわらず、真実の情報が明らかにされないことをもって「公表」がないものとし、同条 2 項の推定規定を適用することができないのでは**投資者の保護に欠け、相当ではないから**である。」

iii)　「**同項が『公表』をもって損害の額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することのできる主体が『公表』をすることによって、当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるもの**であると解され、また、評価が誤っていたかどうかは、当該『公表』の時点で既に明らかになっている事実を考慮に入れて判断されるべきことであるから、同条 3 項にいう**『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというためには、虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする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りる基本的事実について上記措置がとられれば足りる**と解するのが相当である。」

iv)　「**本件検察官は、・・・上告人が、平成 16 年 9 月期決算（単体）において、上告人の傘下にあった F 社及び G 社の預金等を付け替えることで約 14 億円の経常黒字へと粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨の情報を一般公衆に開示**したというのである。**本件虚偽記載は**、上告人が実際には約 3 億円の経常赤字であったのに約 50 億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券

報告書に掲載したというものであるところ、これは**F 社及び G 社に対する合計 15 億 8000 万円の架空売上を計上するなどして行われたもの**であって、これらの事情に照らせば、**上記情報は、Y 株に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たるものということができ**、・・・**本件開示をもって金商法 21 条の 2 第 2 項にいう『虚偽記載等の事実の公表』があったというべき**である。」

(2) オリンパス第一事件東京地裁判決（東京地判平成 27 年 3 月 19 日 LEX/DB25525488）（**資料 7**）

【事案の概要】

	事実関係
H23.8.11	・ 被告会社は、平成 23 年 6 月 30 日時点の純資産合計額につき実際には 1017 億 5100 万円であったにも拘わらず 1,511 億 4,700 万円と記載した第 144 期第 1 四半期（同年 4 月 1 日から同年 6 月 30 日まで）に係る四半期報告書（本件四半期報告書、同四半期報告書における上記の内容の虚偽記載を本件虚偽記載）を関東財務局長に提出（同四半期報告書は、金商法「25 条 1 項 7 号に掲げる書類」（21 条の 2 第 1 項）に該当） ・ 被告会社株式の終値：2221 円
H23.10.14	・ 被告会社の代表取締役及び社長執行役員・CEO であった,ウッドフォード氏が上記各役職から解任。「代表取締役の異動に関するお知らせ」と題するプレスリリース（同氏と「他の経営陣の間にて、経営の方向性・手法に関して大きな乖離が生じ、経営の意思決定に支障をきたす状況になりました」等の記載あり）にてその旨を公表 ・ 原告は、同日から同月 18 日までの間、東京証券取引所市場において、被告会社株式の現物売買を複数回に亘って行い、合計 10 万株の被告会社株式（本件株式）を合計 1 億 5,537 万 0,809 円で取得 ・ 被告会社株式の終値：2,045 円
H23.10.21	・ Gyrus Group PLC 買収時のアドバイザーへの支出の妥当性や国内新事業三社（株式会社アルティス、NEWS CHEFF 株式会社及び株式会社ヒューマラボ）の買収額の妥当性等に関する被告会社の従前の公表内容を疑問視したアメリカ大株主が、被告会社の粉飾決算等の疑惑について第三者機関による調査を要求したことが報道, ・ 被告会社株式の終値：1,231 円
H23.10.28	・ 証券取引等監視委員会が被告会社の有価証券報告書等の開示状況調査を進めるに当たって焦点となるのは、被告会社が過去に実施した企業買収の会計処理に関する有価証券報告書への虚偽記載の有無であること等が報道,
H23.10.31	・ 被告会社株式の終値：1210 円
H23.11.1	・ 被告会社は、被告会社における過去の買収案件に関して不正ないし不適切な行為等があったか否かを調査するために、被告会社と利害関係のない弁護士及び会計士で構成される第三者委員会を設置する旨を公表（同日付け「『第三者委員会』設置のお知らせ」参照）
H23.11.4	・ 被告会社は、被告会社の過去の買収案件等について第三者委員会による調査が開始されているため、平成 24 年 3 月期第 2 四半期決算発表予定日を延期する旨を公表（同日付け「平成 24 年 3 月期第 2 四半期決算発表予定日の延期に関するお知らせ」参照）

	・　被告会社株式の終値：1,118 円
H23.11.8 (公表日)	・　被告会社は、緊急記者会見を開催し、平成 2 年頃から有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っていたこと等を発表すると共に、「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」と題するプレスリリース（「当社が、1990 年代ころから有価証券投資等にかかる損失計上の先送りを行っており、Gyrus Group PLC の買収に際しアドバイザーに支払った報酬や優先株の買戻しの資金並びに国内新事業三社（株式会社アルティス、NEWS CHEFF 株式会社および株式会社ヒューマラボ）の買収資金は、複数のファンドを通す等の方法により、損失計上先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明しました」等の記載あり）にてその旨を公表 ・　被告会社株式の終値：734 円
H23.11.11	・　原告は、被告会社株式合計 10 万株（但し、合計 10 万株の被告会社株式が本件株式と同一であるかについては当事者間に争いがあった）を合計 4,359 万 8,800 円で売却処分 ・　被告会社株式の終値：460 円
H23.12.6	・　被告会社が、「第三者調査委員会の調査報告書の受領に関するお知らせ」を公表し、第三者調査委員会による調査報告書（有価証券投資等に係る損失計上の先送り及び損失の解消に係る会計処理等を含め、調査結果を報告するもの）の受領、及びその内容を開示する適時開示を実施 ・　被告会社株式の終値：1,190 円
H23.12.14	・　被告会社は、平成 19 年 3 月期から平成 24 年 3 月期までの有価証券報告書及び平成 21 年 3 月期第 3 四半期から平成 24 年 3 月期第 1 四半期までの四半期報告書の訂正報告書を提出し、本件四半期報告書における平成 23 年 6 月 30 日時点の純資産合計額を 1,017 億 5,100 億円と訂正 ・　被告会社株式の終値：1,314 円
H23.12.15	・　被告会社が、「有価証券報告書等の訂正報告書の提出ならびに過年度決算短信等および平成 24 年 3 月期第 1 四半期決算短信の一部訂正に関するお知らせ」を公表し、12 月 14 日付けで訂正報告書を報告提出したこと及び訂正内容の概要を開示する適時開示を実施 ・　被告会社株式の終値：1,041 円
H24.1.20	・　東京証券取引所は、被告会社株式について上場維持を決定（但し、被告会社株式を特設注意市場銘柄に指定）
⇒　原告が、本件虚偽記載がなければ、被告会社は上場廃止される危険性が極めて高かったから、本件虚偽記載の存在を知っていたならば被告会社株式を取得しておらず、取得価額（1 億 5,537 万 0809 円）と処分価額（4,359 万 8800 円）の差額分である 1 億 1177 万 2009 円の損害を被ったなどと主張して、被告会社に対し、金商法 21 条の 2 に基づき、損害賠償金及びこれに対する損害発生後である平成 23 年 11 月 8 日（公表日）から支払済みまで民法所定の年 5 分の割合による遅延損害金の支払いを求めた事案 ※　旧証取法平成 16 年改正後の事案	

【判旨】

i)　「認定事実によれば、平成 23 年 11 月 1 日、被告と利害関係のない弁護士等で構成された第三者委員会が設置され、同委員会によって、被告の過去の買収案件に関して不正ないし不適切な行為等があったか否かについて調査等が行われ、その過程で判明した内容として、**被告は、平成 23 年 11 月 8 日に開催した緊急記者会見及び同日のプレスリリースを通じて、平成 2 年ころから有価証券投資等に係る**

損失計上の先送りを行っていたことなどの情報を一般公衆に開示した。**本件虚偽記載は、被告の平成 23 年 6 月 30 日時点の純資産額合計額が実際には 1017 億 5100 万円であったのに 1511 億 4700 万円であると記載したものであるところ、これは、被告が、有価証券投資等により生じた多額の損失の計上を先送りするために、平成 12 年 3 月期以降、含み損の生じた金融商品等を被告の連結決算の対象から外れる受け皿ファンドに買い取らせ、被告の連結貸借対照表から当該含み損を分離させたことにより生じたものであることに照らせば、上記緊急記者会見及びプレスリリースにより開示された情報は、被告株式に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たり**、これを開示することにより多数の者の知りうる状態に置く措置が採られたといえるから、**本件開示をもって法 21 条の 2 第 2 項所定の「虚偽記載等の事実の公表」があったということができる**。」

ii)　「したがって、本件開示がされた平成 23 年 11 月 8 日が法 21 条の 2 第 2 項所定の『公表日』」

2　学説等

イ説：**厳格説**：真実情報の開示まで必要とする説（弥永）[35]

∵　金商法 21 条の 2 第 3 項の文理解釈

∵　損害額と因果関係について挙証責任を転換することは日本法上は極めて例外的であり、条文の文言から自然に読み取れる範囲でのみ係る挙証責任の転換を認めるべき

∵　方向性としては、虚偽記載等と因果関係を有する損害の額について厳密な立証を要求せず、民訴法平成 8 年改正で導入された民訴法 248 条[36]も積極的に活用していくという方向が筋なのではないか

∵　「公表」時が 2 年間の消滅時効の起算点となる「相当の注意をもつて知ることができる時」（金商法 21 条の 3、20 条）に当たると解される可能性が十分存するところ、不確実な情報が必ずしも多数の者が信頼を置くとは限らない形で公表されたに過ぎない段階で 2 年間の消滅時効がスタートすることになれば、投資者保護の観点から問題ではないか

ロ説：**緩和説**：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りる基本的事実について公表があれば足りるとする説[37]（ライブドア機関投資家

35　真実情報の開示が必要であるとする見解として、弥永真生「金融商品取引法 21 条の 2 にいう『公表』の意義」旬刊商事法務 1814 号（2007）7 頁等参照。

36　施行は平成 10 年 1 月 1 日。

37　本判決を担当した最高裁調査官は、本判決が緩和説の立場に立っているものと評価している（武藤貴明「判批」ジュリスト 1446 号（2012）85 頁参照）。

訴訟最高裁判決（**資料６**））

∵　立案担当官は、「虚偽記載については、虚偽部分を指摘すれば足りるし、また、厳密な意味で真実を完全に公表しなければならないわけではなく、当該証券価額への誤った評価を解消するために必要な事実の公表があれば足りる」と解説していた[38]

ハ説：**超緩和説**：「循環取引があった」ということを会社が認めた程度でも公表を認める説（三井？）[39]

⇒　問題は、ロ説：緩和説を採った場合における具体的な当てはめ

３　分析と検討

- ✓ いわゆる緩和説を前提とする場合であっても、有価証券報告書等に虚偽記載等が存在していることの指摘のみでは足りないということは前提に、それに加えて、「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りる基本的事実」として、いかなる事実まで開示されることが必要かが問題となる
- ✓ 特に、**近時では、虚偽記載等の疑いが判明してから、第三者委員会の調査を経て、虚偽記載等（例えば粉飾額）の規模感が判明するまでに 2 ヶ月以上要することも多く、虚偽記載等に係る金額等（ないしその規模感）の判明時においては、既に相当程度株価が下落してしまっており、損害額推定規定が事実上機能しない事態がしばしば生じていることから問題**
- ✓ 「不確かな情報が流布している期間を除外して公表日前後の一か月をとるなど柔軟な解釈」を採用すること[40]は立法論としては傾聴に値するが、解釈論としてはかかる解釈を採ることは困難といわざるを得ない[41]
- ✓ ライブドア機関投資家訴訟事件の一審判決（東京地判平成 20 年 6 月 13 日判例時報 2013 号 27 頁）でも、「遅くとも**平成 18 年 1 月 17 日の未明（日刊新聞紙朝刊の原稿締切りころ）までに、東京地検検察官は、報道機関に対し、被告の連結子**

38　三井・前掲（注 4）159 頁参照。

39　立案担当官であった三井秀範氏は、座談会において、新聞の朝刊で会社に循環取引があったらしいという記事が出た場合に、会社が「ありました」と言えば公表に当たると解して問題ないと思われるとの発言もしているが（「金融商品取引法セミナー（第 12 回）　民事責任(2)」ジュリ 1401 号（2010）79 頁）、当該発言が、どの程度、金商法 21 条の 2 第 3 項の解釈の根拠となり得るものかは明らかではない。

40　黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（日本経済新聞社、2006）77 頁。なお、黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」旬刊商事法務 1708 号（2004）8 頁も「立法論としては」という留保が付された上で同旨。

41　弥永・前掲（注 35）8 頁（不確かな情報が流布している期間中に有価証券を取得した者に金商法 21 条の 2 第 3 項の適用により当該情報が流布し始める前の 1 ヶ月の平均株価を基礎として損害額の推定を行うことを合理化する根拠は存しないことを理由とする）参照。

会社であった VCJ（LDM）の平成 16 年 12 月期第 3 四半期で、売上、経常利益、当期純利益の水増しが行われたという事実を伝達した。上記事実は・・・本件有価証券報告書の虚偽記載のうち、キューズ・ネットに対する架空売上を構成する事実であり（VCJ（LDM）の 1 億 0500 万円の架空売上）、上記事実の伝達は、・・・本件有価証券報告書の虚偽記載の事実の公表に該当する」との原告らの主張に対し、裁判所は、「そのころまでに、東京地検の検察官から伝達された事実は、偽計・風説の流布の容疑として連結子会社が、平成 16 年 11 月の第 3 四半期の決算短信において傘下企業の売上約 1 意円を付け替えることで、売上を水増しして虚偽の発表をしたという事実にすぎない。もっとも、ライブドアの連結子会社が約 1 億円の架空売上を計上すれば、結局、ライブドアの本件有価証券報告書に添付された連結損益計算書にも約 1 億円の架空売上が計上されていることにはなるが、**検察官による上記事実の伝達は、本件有価証券報告書の虚偽記載とは何ら結びつけられてはいない以上、上記事実の伝達だけでは本件有価証券報告書の虚偽記載の『公表』があったものと評価することはできないものというべき**である」と判示しており、本件有価証券報告書における虚偽記載等の存在を推認させる事実だけが公表されていたとしても、金商法 21 条の 2 第 3 項の「公表」には当たらないと判断しているものと考えられる

- ✓ 別のライブドア事件の下級審裁判例である、東京地判平成 21 年 5 月 21 日判タ 1306 号 124 頁及び東京地判平成 21 年 7 月 9 日判タ 1338 号 156 頁も、同旨と思われる内容を判示している
- ✓ オリンパス事件においては、平成 23 年 11 月 8 日の適時開示では、オリンパスが 1990 年代ころから有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っていたことや M&A に際してのアドバイザー報酬等が、損失計上先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明した旨が開示されているものの、**有価証券報告書等における虚偽記載等の有無自体明らかにされておらず、本件虚偽記載の内容（投資有価証券の過大計上、長期借入金の過少計上、又はのれんの過大計上等）が分かる内容も開示されていない**ように思われる。にも拘らずこの時点を「公表日」と認めるのは、金商法 21 条の 2 第 3 項の文理解釈の限界を超えるのではないか（「公表日」は、オリンパスが有価証券報告書等の訂正報告書を提出した同年 12 月 14 日、ないしは第三者調査委員会による調査報告書（有価証券投資等に係る損失計上の先送り及び損失の解消に係る会計処理等を含め、事実調査の結果を報告するもの）の内容が開示された同年 12 月 6 日のいずれかと解すべきではないか

Ⅳ　証券訴訟における損害額の算定[42]

1　金商法上の損害額推定規定の適用がない場合

(1) 西武鉄道事件最高裁判決（最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁）（資料８）

【事案の概要】

	事実関係
S32～	・ 被告会社株式は、昭和 24 年に東京証券取引所に上場され、昭和 40 年 8 月から平成 16 年 12 月 16 日まで継続して市場第一部に上場 ・ 被告会社は、昭和 32 年 3 月期から平成 16 年 3 月期までの各有価証券報告書等において、A 社が所有する被告会社株式につき、A 社名義で所有する株式数のみ記載して他人名義で所有する株式数を記載せず、また A 社名義株式と他人名義株式を合わせれば A 社が被告会社の発行済株式総数の過半数を有する会社であったにも拘わらず、その旨を記載しなかった（本件虚偽記載） ・ A 社も、大量保有報告書及びその変更報告書（平成 2 年の証券取引法の改正により提出が義務付けられた）において、その所有する被告会社株式の数を過少に記載し、（後述の公表日まで）正確な数を記載した大量保有報告書及びその変更報告書を提出しなかった ・ 被告会社の代表取締役であった Y3（昭和 40 年 11 月就任、平成 16 年 4 月 14 日退任）は在任期間中、本件虚偽記載の事実を認識しながら、その訂正を指示等することなく、これを継続することを容認し、また、同人は、A 社の代表取締役（昭和 32 年 10 月就任、平成 16 年 10 月 13 日辞任）としても、A 社が所有する他人名義株式の存在や本件虚偽記載を認識しながらこれを公表しなかっただけではなく、本件虚偽記載の隠蔽に積極的に関与
S57.10.1	・ 東京証券取引所は、株券上場廃止基準を改正し、少数特定者持株数（所有株式数の数が多い順に 10 名の株主が所有する株式及び役員が所有する株式等の総数）が上場株式数の 80%を超えている場合において、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旨の基準（少数特定者持株数基準）を創設 ・ 被告会社は、実際には少数特定者持株数が同日から平成 16 年 3 月末まで一貫して上場株式数の 80%を超えていたにも拘わらず、平成 16 年 3 月期までの有価証券報告書等においてその旨を記載しなかった
H16.10.13 (公表日)	・ 被告会社は、A 社等の名義株式の存在が判明したとして、公衆縦覧中であった平成 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 社等の所有する被告会社株式の数及び所有割合を訂正し、A 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提出 ・ 東京証券取引所は、被告会社株式を少数特定者持株数基準に係る猶予期

42　損害論について論じる近時の文献として、神田秀樹「不実開示と投資者の損害」小出篤ほか編『前田重行先生古稀記念　企業法・金融法の新潮流』（商事法務、2013）313 頁、加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方－判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載と投資者が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」飯田秀総ほか編『落合誠一先生古稀記念　商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014）817 頁等がある。

	間入り銘柄（その期間は同年 4 月 1 日から 1 年間）とすることを公表すると共に、財務諸表等虚偽記載基準（上場会社が財務諸表等または中間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認めた場合）及び公益等保護基準（公益または投資者保護のため、当該上場銘柄の上場廃止を適当と認めた場合）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し、その旨を公表
H16.11.16	・ 東京証券取引所は、被告会社株式が株券上場廃止基準 2 条 1 項 11 号 a（有価証券報告書等に虚偽記載を行い、その影響が重大であると認めた場合）及び同項 16 号（公益または投資者保護のため、当該上場銘柄の上場廃止を適当と認めた場合、現行の株券上場廃止基準 2 条 1 項 19 号）に該当するとして、同株式を同年 12 月 17 日に上場廃止とする旨を決定 ・ 東京証券取引所は、同年 12 月 16 日まで被告会社株式を整理ポストに割り当てる旨を公表
H16.12.17	・ 被告会社株式の上場廃止
⇒	原告らが、昭和 59 年以降、本件虚偽記載が公表された平成 16 年 10 月 13 日までに取引所市場において被告会社株式を取得し、同日において被告会社株式を保有していたところ、本件虚偽記載により損害を被った（i)主位的には、本件虚偽記載がなければ原告らが被告会社株式を取得することはなかったから、被告会社株式を取得させられたこと自体が損害であり、対価として支出した取得価額の全額が損害額となる（取得自体損害）、ii)予備的には、本件虚偽記載によって、原告らは、本来上場を維持し得ない株式である被告会社株式を上場株式としての付加価値（上場プレミアム）が上乗せされた対価で取得させられたから、上場プレミアム相当分が損害であり、取得価額と取得時点での本来あるべき価額（想定価額）との差額が損害額となる（高値取得損害）、iii)予備的には、本件虚偽記載がされた結果、被告会社株式は本件公表後に市場価額が大幅に下落して上場廃止となったから、本件公表後の株式下落分が損害となり、処分株式については本件公表の日の終値と事実審の口頭弁論終結時の価額との差額が損害額となる（市場下落））などと主張して、i)被告会社に対し、民法 709 条及び 719 条 1 項前段又は平成 17 年改正前の商法（旧商法）261 条 3 項、78 条 2 項及び平成 18 年改正前の民法（旧民法）44 条 1 項に基づき、ii)A 社を吸収合併した被告株式会社プリンスホテルに対し、民法 709 条及び 719 条 1 項前段、民法 719 条 2 項及び 1 項前段、又は旧商法 261 条 3 項、78 条 2 項及び旧民法 44 条 1 項に基づき、また iii)Y3 に対し、民法 709 条及び 719 条 1 項前段、又は平成 16 年改正前の証券取引法 24 条の 4、24 条の 5、22 条 1 項及び 21 条 1 項 1 号に基づき、連帯して、損害賠償金等の支払い求めた事案
※	旧証取法平成 16 年改正前の事案

【判旨】

i)　「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」。

ii) 「経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は、当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして、上記差額から控除されるべき[43][44]」

⇒ 最高裁は、不実開示が発覚したことによって現実に生じた株価下落額（「株価下落損害」）を損害額と認定するのではなく、**取得価額と処分価額（株主が保有を継続しているときは口頭弁論終結時の市場価額）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すべき**であると判示した[45]

(2) 判例の基本的な傾向

✓ 全体として、判例は大枠としては民法の伝統的な通説と呼ばれている差額説の枠組みに従って損害額を算定する立場を採用していると考えられるものの、差額説の枠内で具体的にどのように損害額を算定するかについては相当の揺らぎがある

✓ 西武鉄道事件最高裁判決（**資料８**）の登場までは、有価証券報告書等の虚偽記載等により投資者に生じた損害額の算定については、(a)虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合と(b)虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったとまでは認められない場合とを分け、**前者の場合には①取得自体損害説**（虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合には、当該有価証券を取得したこと自体が損害であり、取得価額と当該有価証券の現在価額（処分した場合は処分価額）との差額を賠償すべき損害の額とする考え方）[46][47]が妥当し、**後者の場合には②高値取得損害説（取得時差額説**：当

---

43 本判決は、「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」と判示する。

44 本判決の差戻後の控訴審の一つである東京高判平成 26 年 1 月 30 日判例時報 2222 号 105 頁は、被告会社「株式を取得してから本件公表までの市場価額の下落のうち 9 割は本件虚偽記載とは無関係な要因として」損害額から控除すべきと判示した。他の差戻後の控訴審の一つである東京高判平成 26 年 8 月 28 日資料版商事法務 367 号 20 頁は、損害額から控除すべき「損害の額の立証が極めて困難であるときは、民訴法 248 条により相当な損害額を認定すべき」と判示した。

45 理論的には、相当因果関係の法理に立ったもの（「相当因果関係説」。「総体財産損害説」とも呼ばれる）と評価されている（中村さとみ「判批」ジュリスト 1469 号（2014）91 頁参照）。なお、西武鉄道事件最高裁判決と同様、相当因果関係説に立つ見解として、神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 巻 3 号（2010）630－632 頁、梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論」金融法務事情 1955 号（2012）64 頁等参照。

46 かかる見解を採る裁判例として、東京地判平成 21 年 1 月 30 日判例時報 2035 号 145 頁、東京地判平成 21 年 3 月 31 日判例時報 2042 号 127 頁参照。

該有価証券を高値で取得したことが損害であり、取得価額と想定価額の差額を賠償すべき損害の額とする考え方）[48][49]が妥当するとする裁判例が相当数存在し、この他に、若干次元の異なる考え方として、西武鉄道事件に関する幾つかの下級審判決が採用していた③株価下落損害説（虚偽記載等公表後に下落した額が取得価額と想定価額との差額に近似するとの考え方）[50]などを採る裁判例が見られる状況であった[51]

- ✓ しかし、**西武鉄道事件最高裁判決が登場したことにより、理論的な枠組みとしては、⑤相当因果関係説に依るべきことが判例上確立**した（株価下落損害説は、証拠法上の困難に対処するための代替的算定方法としてはともかく[52]、理論的な判断枠組みとしては、西武鉄道事件最高裁判決（**資料８**）によって否定されたものと解される）
- ✓ しかしながら、理論的な判断枠組みとして⑤の相当因果関係説に依るべきことが確立したといっても、その下で、具体的にどのような範囲の損害までが虚偽記載等と相当因果関係を有する損害であるかを画定すべき必要性は依然残っており、

---

47 なお、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責任〔下〕」旬刊商事法務 1908 号（2010）19 頁〔黒沼発言〕等参照。

48 かかる見解を採る裁判例として、東京地判平成 19 年 8 月 28 日判例タイムズ 1278 号 221 頁、東京地判平成 19 年 10 月 1 日判例タイムズ 1263 号 331 頁、東京高判平成 22 年 3 月 24 日金融・商事判例 1343 号 59 頁参照。最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁〔ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決。**資料６**〕における岡部喜代子判事の反対意見も同旨。

49 なお、取得時差額説に立ちつつ、取得時差額相当分の値下がりを超える株価下落に基づく損害を、株主が一般的にその地位に基づいて被る損害であると評価し、かかる損害については提出会社への損害賠償請求は認められないとの立場を採る学説（ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（**資料６**）の岡部喜代子判事反対意見も同旨）として、田中亘「判批」ジュリスト 1405 号（2010）187－188 頁、同「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任」金融・商事判例 1392 号（2012）1 頁、飯田秀聡「判批」ジュリスト 1440 号（平成 23 年重要判例解説）110 頁以下、加藤貴仁「法の経済分析研究会(12)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第 11 号（2011）335－337 頁、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討〔下〕」旬刊商事法務 1972 号（2012）17－18、20 頁（白井准教授は、大要、特段の事情があれば取得自体損害が認められる場合もあるとしつつ、取得時差額相当分の値下がりを超える株価下落に基づく損害を、株主が一般的にその地位に基づいて被る損害であると評価し、かかる損害については提出会社への損害賠償請求は認められないとする）等参照。他方、黒沼教授は、後者の場合には取得時差額説が妥当するとしつつ、虚偽記載の公表により取得時差額を超えて過剰に株価が下落したときは、過剰な下落分は投資者が避けることのできなかった後続損害として賠償の範囲に含められるべきとする（黒沼ほか・前掲（注 47）19 頁〔黒沼発言〕参照）。もっとも、取得時差額説を採る学説の大半は、上記の田中准教授や白井准教授が説くように、株式の取得段階で損害額が確定すると捉え、その後の事情によって損害額が増減することを認めない。

50 かかる見解を採る裁判例として、東京地判平成 20 年 4 月 24 日判例時報 2003 号 10 頁、東京地判平成 20 年 4 月 24 日判例時報 2003 号 147 頁、東京地判平成 21 年 1 月 30 日金融・商事判例 1316 号 34 頁参照。

51 以上の裁判例の分類については、黒沼ほか・前掲（注 47）19 頁の整理に倣った。

52 株価下落損害説を、取得時差額の算定が困難な場合の代替手段として理解する見解として、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〔下〕」旬刊商事法務 1869 号（2009）21 頁参照。

そのような**虚偽記載等と相当因果関係を有する損害を画定するための考え方として、ｲ)取得自体損害及びﾛ)高値取得損害という分類は依然として有効**であると考えられる。即ち、(a)**虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合及び虚偽記載後に当該有価証券を取得した投資家がその取得前に虚偽記載等が存することを知っていたならば取得をしなかったと認められる場合[53]には、ｲ)取得自体損害、即ち、当該有価証券を取得したこと自体が損害**であって、特段の事情がない限り、**取得価額と当該有価証券の口頭弁論終結時の評価額（処分した場合には処分価額）との差額が虚偽記載等と相当因果関係を有する損害額**となり、(b)**虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったとは認められない場合には、ﾛ)高値取得損害、即ち、当該有価証券を高値で取得したことが損害**であって、特段の事情がない限り、**取得価額と想定価額との差額が虚偽記載等と相当因果関係を有する損害額**となる、というのが、現在の裁判例の考え方であるのではないかと解される[54]

✓ 因みに、西武鉄道事件最高裁判決は、上記(a)の場合に当たるとして、ｲ)取得時損害を虚偽記載等と相当因果関係を有する損害と認めた上で、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は、当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして、上記差額から控除されるべき旨を明らかにした判決であり、**オリンパス第二事件東京地裁判決（東京地判平成 27 年 7 月 21 日 LEX/DB25540718）**（**資料９**）[55]は、**上記(b)の場合に当たるとして[56]、ﾛ)高値取得損害を虚偽記載等と相当因果関係を有する損害と認めた上で**、想定価額（虚偽記載等がなかったとした場合の取得時点での当該株式の価値）につき、取得時点での市場価額から、虚偽記載等によって取得時点で嵩上げされた株式の価値自体を控除するのみならず、虚偽記載等がされた株式を取得したことによって将来被るおそれのある価額下落（虚偽記載等の発覚に伴

---

53 もっとも、この線引きをどのような基準で行うかにつき争いがあり、大別して、①西武鉄道事件の場合のように、虚偽記載等がなければ上場も廃止されており、投資者が市場で当該株式を取得することはなかったような場合のみを「虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合」とする考え方（ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（**資料６**）における岡部喜代子判事反対意見及び白井准教授ほか）、②虚偽記載等の公表前における流通市場での当該株式の取得は、一般に「虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合」と推認されるとする考え方（ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（**資料６**）における田原睦夫判事補足意見）、及び③虚偽記載等がなければ投資家が市場で当該株式を取得するという投資判断をしなかったとみられるみられる場合も「虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合」に含まれるとする考え方（梅本・前掲（注 45）65 頁参照）、の 3 つの考え方が存する。

54 最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁〔ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決。**資料６**〕における田原睦夫判事の補足意見及び梅本・前掲（注 45）65 頁参照。

55 金商法上の損害額推定規定を適用しても、民法 709 条に基づく損害賠償額よりも少額の損害額しか認められないことを理由に、結論的に、民法 709 条に基づく損害賠償請求のみを認めた裁判例。

56 本件では、原告らは、主位的主張として、虚偽記載がなければオリンパス株式を取得しなかったとはいえない旨主張し、被告がこれを認めていた。

う会社の信用毀損、ろうばい売り等）の**リスクを取得時点で金銭評価**した額をも控除した金額（即ち、**想定価額＝取得時点での市場価額－「嵩上げ額及びリスク部分」**）**であると解すべき旨の考え方を前提**として、「**嵩上げ額及びリスク部分は、虚偽記載公表前後の株価下落部分のうち、〔1〕虚偽記載が公表されたことに起因する株価下落部分に反映され、〔2〕会社の業績悪化や経済状況の悪化等の虚偽記載とは無関係な要因に起因する株価下落部分には反映されないというべき**である。したがって、嵩上げ額及びリスク部分の反映部分の認定は、虚偽記載とは無関係な要因に基づく株価下落部分を排除して、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落部分を認定することに他ならない」と判示し、更に、**虚偽記載公表前後における株価下落の要因のうち、i) 真実の情報の反映、ii) 虚偽記載の発覚に伴う信用毀損等、及び iii) 投資家が虚偽記載という事実の発覚に対して過剰反応（いわゆるろうばい売り等）することによる株価の下落は、全て虚偽記載と相当因果関係を有する損害額であるとする**一方、iv) 虚偽記載とは無関係な要因による株価の下落は虚偽記載と相当因果関係を有する損害額に含まれないとした判決である

(3) 分析と検討[57]

- ✓ 現在の裁判例の考え方に基本的に賛成
- ✓ しかしながら、特に(b)の場合に想定価額をいかに算定するかは実務上相当に難問
- ✓ 裁判例は、投資家が虚偽記載等という事実の発覚に対して過剰反応（いわゆるろうばい売り等）することによる株価の下落分は、基本的に、損害賠償の範囲に含まれると解している[58]が、具体的にどのような事実に基づく株価の下落分が、虚偽記載等と無関係な要因に基づく株価の下落であるとして、虚偽記載等と相当因果関係を有する損害額に含まれないこととなるのかの判定は、実務上かなり困難（後記 **2 (3)** も参照）
- ✓ オリンパス第二事件東京地裁判決が一般論として判示する、想定価額＝取得時点での市場価額－「嵩上げ額及びリスク部分」という考え方には理論的には概ね賛同できるように思うが、「嵩上げ額及びリスク部分」の算定が極めて困難である[59]ため、結局、民訴法 248 条を適用した「どんぶり勘定」的な損害額の認定に

---

57 なお、**本報告では触れる余裕がなかったが、虚偽記載に基づく損害賠償額の算定（損害額そのものや上記にいう想定価額の算定）に際してのマーケット・モデルの利用に関する問題については、黒沼悦郎「金融商品取引法における株式市場価格の意義と利用」旬刊商事法務 2076 号（2015）9 頁以下が非常にまとまっている**。

58 前掲の西武鉄道事件最高裁判決（**資料 8**）及びライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（**資料 6**）参照。

59 想定価額を求めるためにマーケット・モデルを用いる場合の具体的方法とその問題点等については、黒沼・前掲（注 57）13－14 頁参照。

至っているのではないかとの疑問は残る（オリンパス第二事件東京地裁判決は、虚偽記載等がなければ当該有価証券を取得しなかったと認められる場合とそうでない場合との区別を相対化してしまっているが、そのこと自体が問題ではないかとの批判もあろう）

✓ なお、同判決が、虚偽記載発覚前のウッドフォード社長解任報道による株価下落分を虚偽記載と相当因果関係を有する損害額に含めていることには疑問（「相当」因果関係ではなく、虚偽記載と条件関係を有する株価下落分を全て損害額に取り込んでしまっているのではないか。市場は、虚偽記載があるであろうと推測して株価を下落させたわけではないのに、かかる下落分まで虚偽記載と相当因果関係を有する損害額に含めることには無理があるのではないか）

2　金商法上の損害額推定規定の適用がある場合

(1) ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（前掲）

【判旨】

※　「〔平成 16 年改正後証取法 21 条の 2〕5 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り』とは、取得時差額相当分〔注：取得価格と、当該有価証券取得時点において虚偽記載等がなかった場合に想定される市場価格との差額（いわゆる想定価額）をいう〕の値下がりに限られず、有価証券報告書等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」

⇒　**最高裁は、平成 16 年改正後証取法 21 条の 2 第 5 項を根拠として減額される額を 10%とした原審[60]の判断**（なお、下級審段階では、同条第 2 項によって推定される損害額（585 円）から、同条 5 項を根拠として減額される額について、10%[61]、30%[62]、3 分の 2[63]の 3 通りの裁判例があった[64]）**を是認**

60　東京高判平成 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁。

61　前掲（注 60）の東京高判平成 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁（東京地判平成 20 年 6 月 13 日判例時報 2013 号 27 頁の控訴審判決）。

62　東京地判平成 20 年 6 月 13 日判例時報 2013 号 27 頁。

63　東京地判平成 21 年 5 月 21 日判例時報 2047 号 36 頁、東京地判平成 21 年 6 月 18 日判例時報 2049 号 77 頁、東京地判平成 21 年 7 月 9 日判タ 1338 号 156 頁。

64　なお、これらとは別に、同条 5 項を根拠として、公表前 1 ヶ月間の平均額（720 円）から、当該価額と公表直後の株価（596 円）との差額（124 円）の 5%（6 円）を減じた 714 円を基準額として、当該基準額と公表後 1 ヶ月間の平均額（135 円）との差額（579 円）に 5%を減じた 550 円が損害額であるとした裁判例として、東京高判平成 23 年 11 月 30 日金融・商事判例 1389 号 36 頁（前掲・東京地判平成 21 年 5 月 21 日判例時報 2047 号 36 頁の控訴審判決）がある。

(2) アーバンコーポレーション事件最高裁判決（最三小判平成 24 年 12 月 21 日判例時報 2177 号 51 頁[65]）（資料１０）

【事案の概要】

	事実関係
H20.5	・ 被告会社は、同月末頃から再生手続開始等の申立ての可能性を検討
H20.6.4	・ 被告会社の社債の格付けが格付会社によって投機的水準（BB＋）に引き下げられ、金融機関や市場からの資金調達が困難となった ・ 被告会社は、同月初めから、A 社との間で業務・資本提携の交渉を開始
H20.6.19	・ 被告会社は、再生手続開始の申立てを検討することを中止（同年 8 月には A 社が被告会社に TOB を実施することが想定され、同年 7 月には、A 社から被告会社に対し、TOB を実施する意向が書面で伝えられた）
H20.6.26	・ 被告会社取締役会において、米国の大手投資銀行（B 社）を割当先として発行総額 300 億円の転換社債型新株予約権付社債（本件 CB）を発行する旨を決議
H20.6.26 及び H20.7.8	・ 被告会社は B 社との間で、本件スワップ契約締結。本件スワップ契約の概要は以下のとおり (i) 被告会社が、同年 7 月 11 日、B 社に対し、当初支払金として 300 億円を支払う (ii) B が、同年 6 月 27 日から平成 22 年 7 月 7 日までの間を計算期間として、被告会社に対し、被告会社株式の平均市場価格に応じて計算された金額を変動支払金として支払う
H20.6.26.	・ 被告会社は臨時報告書（本件臨時報告書）を関東財務局長に提出したところ、本件臨時報告書には、本件 CB の「手取金の使途」として「財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です」とのみ記載されており、本件スワップ契約の存在については何ら記載がなかった（本件虚偽記載）
H20.6.27	・ 被告会社は、その保有する物件等の A 社への売却により約 169 億円の現金を調達し、同月中の借入金返済に充てた
H20.6.30	・ 被告会社は有価証券報告書（本件有価証券報告書）を関東財務局長に提出したところ、本件有価証券報告書にも、本件 CB の「手取金の使途」として「債務の弁済」とのみ記載されており、本件スワップ契約の存在については何ら記載がなかった
H20.7.11	・ 被告会社は、本件 CB を発行し、B 社から払込金の支払いを受けた
H20.8.6	・ A 社が、TOB の実施を見送ることを決定し、その旨が被告会社に伝えられる ・ 原告が被告会社株式を取得：3200 株を 22 万 800 円（1 株 69 円）で取得
H20.8.13 (公表日)	・ 被告会社は、関東財務局長に本件臨時報告書の訂正報告書を提出し、i) 本件スワップ契約の概要に加え、ii)被告会社が本件 CB の発行により調達する手取金の最終の資金使途のみを開示していたこと、iii)被告会社株式の価格が本件スワップ契約締結時の想定を大幅に下回ったこと、iv)被告会社が同日再生手続開始を申し立てたことが本件スワップ契約の終了原因に当たること、v)その結果、B 社からの変動支払金を債務の返済に充てることもできないことが確定し、本件スワップ契約により約 58 億円の営業外損失が生じたことを公表 ・ 被告会社は、東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立て（同月 18

65　金融・商事判例 1409 号 14 頁。

	日、同再生手続開始決定） ・ 原告が被告会社株式を取得：100 株を 6800 円（1 株 68 円）で取得 ・ 被告会社株式の終値：62 円
H20.8.15	・ 原告が被告会社株式を売却：3300 株を 2 万 9700 円（1 株 9 円）で売却
H20.9.10	・ 原告は、被告会社の民事再生手続に参加するため、再生債権 41 万 0850 円（金商法 21 条の 2 に基づく求償債権、平成 20 年 7 月 10 日から平成 20 年 8 月 15 日までの再生債権者の株取引において、再生債務者による平成 20 年 6 月 22 日の IR の虚偽記載により、損害を受けた分の内、金商法 21 条の 2 によって得られる求償権。本件再生債権）及び遅延損害金を届け出た
H20.9.12	・ 東京証券取引所は、被告会社株式の上場廃止を決定
H20.10.22	・ 被告会社は、同日頃、東京地方裁判所に対し、本件再生債権の全額を認めない旨を記載した認否書を提出し、原告に同旨の異議の通知をした
H20.11.25	・ 原告は、東京地方裁判所において本件再生債権の査定を申し立てたが、再生裁判所は、平成 21 年 3 月 27 日、本件再生債権の額を 0 円と査定する決定をした
⇒ 原告が、本件 CB の発行に際して作成された臨時報告書等の虚偽記載等により損害を被ったなどと主張し、再生債権として届け出た金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償請求権を 0 円と査定した再生裁判所の査定決定を不服として異議の訴えを提起した事案（民事再生法 106 条 1 項）	

【判旨】

i) 「本件公表日後 1 箇月間に生じた Y 株の値下がりは、本件虚偽記載等の事実と本件再生申立ての事実があいまって生じたものであり、かつ、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりということはできないから、**本件再生申立てによる値下がりについては、本件虚偽記載等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として、金商法 21 条の 2 第 4 項又は 5 項**〔注：平成 26 年改正後金商法 21 条の 2 第 5 項又は 6 項〕**の規定によって減額すべき**」

⇒ 最高裁は、**金商法 21 条の 2 第 4 項又は 5 項による減額を否定した原審を破棄**し、東京高裁に審理を差し戻した（現在、差戻審で審理中）

(3) 分析と検討

✓ 金商法 21 条の 2 第 1 項にいう「虚偽記載等により生じた損害」は、不法行為に基づく損害と共通しており、その算定に際しては、民法 709 条等に基づいて虚偽記載等による損害の賠償請求をする場合における損害額の算定に関する考え方がそのまま妥当するものと解される（金商法 19 条 1 項は上限額を画するために引用されているだけであり、このことから取得自体損害＝原状回復的損害賠償のみが 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償の基礎とされているものとみるべきではな

い）[66]

- ✓ 金商法 21 条の 2 第 4 項は、被告が「損害の額」の全部又は一部が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により生じたことを証明したときに、同条 2 項で推定された損害の額についての賠償責任の減免を認めるものであり、同条 5 項は、更に、同条 2 項で推定された損害の額につき、被告が「損害」の全部又は一部が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により生じたことを証明したものの、当該事情により生じた性質上、「損害の額」を証明することが極めて困難な場合に、裁判官が口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、相当な額を損害額として認定することを認めたものであるが、**裁判例は、これらの規定を、西武鉄道事件最高裁判決（資料８）が、民法 709 条等に基づいて虚偽記載等による損害の賠償請求がなされた場合における、「経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は、当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして、上記差額から控除されるべき」との判例理論（＋民訴法 248 条）とパラレルな結果をもたらすものと理解しているようである**[67]
- ✓ このような判例の理解自体は概ね首肯できるものの、金商法 21 条の 2 第 4 項又は 5 項による減額の根拠となる「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」に、どのような事情が含まれ得るのかについて、できるだけ明確な基準を定立することが必要であろう[68]（ライブドア事件においても、前述のとおり、下級審段階では、金商法 21 条の 2 第 5 項を根拠として減額される額について、10%、30%、3 分の 2 の 3 通りの裁判例が存していたが、これは、上記の「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に、①強制捜査の開始、②粉飾疑惑報道、③創業者の逮捕・経営陣からの排除、④上場

---

66 潮見佳男「虚偽記載等による損害－不法行為損害賠償法の視点から」旬刊商事法務 1907 号（2010）18 頁参照。

67 なお、金商法 21 条の 2 の構造に対して、同条第 2 項が取得時点で確定的に発生し取得後の事情によって額が影響されるべきではない取得時差額の推定規定を設ける一方で、同条 4 項と 5 項が取得後の事情による減額を認めていることは根本的に問題であるとの指摘がある（潮見・前掲（注 66）22 頁）が、加藤貴仁准教授が述べるように、同条 4 項と 5 項の趣旨は、同条 2 項が定める方法は取得時差額の算定方法として必ずしも精緻化されたものではないため、同条 4 項又は 5 項のような調整を必要とする点にあるものと解すべきであろう（加藤・前掲（注 49）317－318 頁脚注 40）。

68 三井・前掲（注 4）160 頁は、「その有価証券の価格の値動きが、市場全体や同業他社の株式の相場や、市場における指標に連動していること」や「その公表と同時に虚偽記載等以外の証券価額を下落させるべき事実が公表されたこと」が「当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に該当するものと述べる。また、黒沼・前掲（注 40）8－9 頁は、損害額の推定額の算定基礎となる期間中における経済の全般的傾向、金利の上昇や提出者における業務上の事故による業績悪化なども、上記「当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下がり以外の事情」に該当するものと解している。これらには異論はないと思われるが、**問題は、虚偽記載等と条件関係を有してはいるが、それ自体としては独立の事象（虚偽記載等が存するからといって連鎖的に生じることが確実であるとまではいい難い事情や虚偽記載等が存することに起因して通常生じるものと考えられる事情）をどのように取り扱うべきかである**。

廃止の可能性の報道、⑤東証によるライブドア株式の開示注意銘柄・監理銘柄への指定、⑥テレビ局との提携見直し・解除に関する報道、⑦証券会社によるライブドア株式の担保除外等の各事実のうちどこまでが含まれるかについて、それぞれの裁判例の立場が異なっていたためである[69]）

✓ 「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」との文言に照らすと、ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（**資料６**）によって結論的に減額率（10%）が是認された東京高判平成 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁[70]が判示するとおり、当該事情は**「虚偽記載の発覚によって通常起こり得る事態」以外の事情に基づく値下がり等**であると解すべきであろう[71]（私見。また、このように解することで、金商法 21 条の 2 第 4 項及び第 5 項に関する解釈を、民法 709 条等に基づいて虚偽記載等による損害の賠償請求がなされた場合における損害賠償額の算定に関する西武鉄道事件最高裁判決（**資料８**）を始めとする判例理論と整合的に理解することも可能になるように思われる）

以　上

---

69 **強制捜査の開始や上場廃止の報道**について、前掲（注 60）の**東京高判平成 21 年 12 月 16 日金融・商事判例 1332 号 7 頁（平成 16 年改正後証取法 21 条の 2 第 5 項を根拠として減額される額を 10%と判示。ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（資料６）もかかる判断を結論的に是認）**は**「虚偽記載の発覚によって通常起こり得る事態」であるとして減額事由とはならない旨判示**している（かかる立場に好意的な学説として、例えば、黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔下〕」旬刊商事法務 1872 号（2009）23－24 頁、神田・前掲（注 40）619 頁以下、岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範＝山下友信「金融商品取引法セミナー（第 13 回）：民事責任（3）」ジュリスト 1403 号（2010）112 頁〔岩原発言〕がある）。他方、前掲（注 63）掲記の各裁判例は、虚偽記載のない有価証券報告書を提出していれば生じなかった事情であるとして減額事由になると判示している（かかる立場に好意的な見解として、例えば、前掲（注 49）の田中亘「判批」ジュリスト 1405 号（2010）184 頁以下がある）。以上の分析につき、加藤・前掲（注 67）315 頁脚注 33 参照。

70 前掲（注 60）。

71 なお、黒沼・前掲（69）24 頁は、①強制捜査の開始、②粉飾疑惑報道、③創業者の逮捕・経営陣からの排除、④上場廃止の可能性の報道、⑤東証によるライブドア株式の開示注意銘柄・監理銘柄への指定、⑥テレビ局との提携見直し・解除に関する報道、⑦証券会社によるライブドア株式の担保除外の各事実のうち、①から⑤までの各事実は、「虚偽記載の事実の発覚を原因として生じた市場価格の下落要因」であって、「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」に当たらないとする。

関係条文

（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）

第二十一条の二　第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、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重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知つていたときは、この限りでない。

２　前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。

３　第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）前一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する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。

４　前項の「虚偽記載等の事実の公表」とは、当該書類の提出者又は当該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より、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、第二十五条第一項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいう。

５　第三項の場合において、その賠償の責めに任ずべき者は、その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責め

に任じない。

６　前項の場合を除くほか、第三項の場合において、その請求権者が受けた損害の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ、かつ、当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる。

（虚偽記載等のある書類の提出者に対する賠償請求権の時効）

第二十一条の三　第二十条の規定は、前条の規定による賠償の請求権について準用する。この場合において、第二十条中「第十八条」とあるのは「第二十一条の二」と、「有価証券届出書若しくは目論見書」とあるのは「第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類」と、「三年間」とあるのは「二年間」と、「当該有価証券の募集若しくは売出しに係る第四条第一項から第三項までの規定による届出がその効力を生じた時又は当該目論見書の交付があつた時から七年間（第十条第一項又は第十一条第一項の規定による停止命令があつた場合には、当該停止命令があつた日からその解除があつた日までの期間は、算入しない。）」とあるのは「当該書類が提出された時から五年間」と読み替えるものとする。

（虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）

第二十二条　有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、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重要な事実の記載が欠けているときは、第二十一条第一項第一号及び第三号に掲げる者は、当該記載が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで、当該有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、記載が虚偽であり、又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。

２　第二十一条第二項第一号及び第二号の規定は、前項に規定する賠償の責めに任ずべき者について準用する。

資　料

配 布 資 料 一 覧

資料１　平成 25 年 11 月 20 日付け金融庁総務企画局「事務局説明資料－流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任」

資料２　平成 25 年 12 月 25 日付け金融庁金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」と題する報告書

資料３　武井一浩「金商法上の流通市場不開示責任における会社の『過失』の解釈」旬刊商事法務 2045 号（2014）40 頁

資料４　IHI 事件東京地裁判決（東京地判平成 26 年 11 月 27 日 LEX/DB25505951）

資料５　日本システム技術事件最高裁判決（最一小判平成 21 年 7 月 9 日判例時報 2055 号 147 頁）

資料６　ライブドア機関投資家訴訟事件最高裁判決（最三小判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁）

資料７　オリンパス第一事件東京地裁判決（東京地判平成 27 年 3 月 19 日 LEX/DB25525488）

資料８　西武鉄道事件最高裁判決（最三小判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁）

資料９　オリンパス第二事件東京地裁判決（東京地判平成 27 年 7 月 21 日 LEX/DB25540718）

資料１０　アーバンコーポレイション事件最高裁判決（最三小判平成 24 年 12 月 21 日判例時報 2177 号 51 頁）

資料１

【事務局説明資料】
流通市場における
虚偽開示書類に係る損害賠償責任

平成25年11月20日（水）
金融庁総務企画局

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任①（問題意識）

【問題意識】

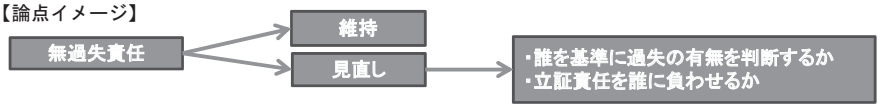
○ 金商法上、**「虚偽開示書類」の提出会社は、**募集又は売出しによらずに有価証券を取得した者（**流通市場での「取得者」**）**に対し、過失の有無に関係なく損害賠償責任**を負う（**「無過失責任」**）こととされている。

（注）「虚偽開示書類」とは、
① 重要な事項について虚偽の記載があるか、又は
② 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書類をいう。

○ 近年、課徴金制度の発達や内部統制報告制度の導入といった状況の変化があることなどを勘案すれば、損害賠償責任が**「無過失責任」とされていることについてどのように考えられるか**。

（参考） 規制改革実施計画（本年6月14日閣議決定）（抄）
○虚偽記載等に係る賠償責任の見直し
新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、重要な事項について虚偽の記載のある有価証券報告書等を提出した会社が負担する、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任について、無過失責任となっていることが適切か検討を行い、結論を得る。（平成25年度検討・結論）

【論点イメージ】



1

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任②（民法との比較）

【民法との比較】

○ 民法上の一般不法行為責任では、**「加害者の故意又は過失」が要件のひとつ**とされている（「**過失責任**」の原則）。

また、民法上の一般不法行為責任では、**「加害者の故意又は過失」、「損害」などの要件は、被害者（原告側）が立証しなければならない**こととされている。

○ 一方、被害者保護等の観点から、**「過失責任」の原則や「立証責任」の所在**に対し、以下のように、被害者が有利となるよう**特別な例外**が定められることがある。

- **無過失責任** ： **被告側の過失の有無を問わず**、損害賠償責任を負わせること。
  （例） 国家賠償法上の国の責任、製造物責任、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の責任
- **立証責任の転換** ： **被告側に要件の不存在の立証責任**を負わせること。
  （例） 使用者責任、動物占有者の責任、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の役員等の責任

損害賠償責任の要件	故意又は過失	権利侵害行為	損害	権利侵害行為と損害の因果関係
一般不法行為責任（民法709 条）	原告が立証	原告が立証	原告が立証	原告が立証
流通市場における提出会社の「無過失責任」（金商法21条の2）	**立証は不要**	原告が立証	原告が立証 **（推定規定あり：推定されると、推定された損害額と虚偽記載等の因果関係の不存在を被告が立証）**	

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任③（立法経緯）

【立法経緯】

○ 「流通市場」における提出会社の損害賠償責任規定は、平成16年の証券取引法（以下「証取法」）改正で導入された。

【平成16年改正前】

	発行市場	流通市場
提出会社	18条 無過失責任	証取法上の規定なし（民法上の不法行為責任の追及は可能（過失責任））
提出会社の役員等	21条 過失責任（立証責任転換）	22条、24条の4等 過失責任（立証責任転換）

【平成16年改正で導入】

	流通市場
提出会社	21条の2 無過失責任

○ 平成16年改正前、証取法には、

- 「発行市場」における「提出会社」とその「役員等」の損害賠償責任
- 「流通市場」における提出会社の「役員等」の損害賠償責任

の規定があったが、「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任規定は存在しなかった。
このため、「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任を追及しようとする投資者は、「過失責任」であり「立証責任」も転換されない民法上の一般不法行為責任を追及するほかなく、投資者の訴訟負担が重い点で問題があると指摘されていた。

⇒ 平成16年証取法改正において、**民事訴訟による責任追及を強化**して、**違反行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させる**ことを目的に、**「流通市場」における「提出会社」の損害賠償責任規定を新設**した。

（参考）「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任（「提出会社」）

○ 「無過失責任」

公衆縦覧に供されている開示書類のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、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重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、記載が虚偽であること等により生じた損害を賠償する責めに任ずる。（金商法21条の2第1項）

○ 損害額の推定（一年以内に有価証券を取得した者）

開示書類の虚偽記載等の事実が公表された日前一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する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。（金商法21条の2第2項）

（注）「虚偽記載等の事実が公表された日」とは、判例上、「有価証券に対する評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実が公表された日」と解釈されている。（最判平24.3.13）

（注）損害額の上限

損害賠償額は、請求者が当該有価証券の取得について支払った額から、次のいずれかの額を控除した額を超えない額とする。（金商法21条の2第1項・19条1項）

① 損害賠償を請求する時における市場価額

② 請求前に当該有価証券を処分した場合には、その処分価額

（注）提出会社は、推定された損害額と虚偽記載等の因果関係の不存在を立証することで、損害賠償責任の全部又は一部を免れることが可能（金商法21条の2第4項）。また、虚偽記載等との因果関係がない額を証明することが極めて困難である場合には、裁判所が相当な額の認定をすることができる（同第5項）。

4

（参考）「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任（提出会社の「役員等」）

○ 立証責任は転換されているが「過失責任」

有価証券届出書、有価証券報告書等のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、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重要な事実の記載が欠けているときは、以下に掲げる者は、当該書類が公衆の縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、記載が虚偽であること等により生じた損害を賠償する責めに任ずる。（金商法22条、24条の4等）

①提出会社の役員又は発起人

（注）当該役員等が、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は免責される（金商法22条2項1号）。

②虚偽記載等がないという監査証明を行った公認会計士又は監査法人

（注）当該公認会計士等が、当該監査証明について故意又は過失がなかったことを証明した場合には免責される（金商法22条2項2号）。

○ 損害額の推定規定は置かれていない。

5

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任④（無過失責任の見直し）

【検討】

○ 一般に、損害賠償責任は、「過失責任」であることが原則。

○ こうした中、平成16年改正の際、「流通市場」における提出会社の損害賠償責任が特例的に「無過失責任」とされたのは、以下の点が考慮されたことによる。

- 平成16年当時、「流通市場」における虚偽開示書類の提出については課徴金制度の対象となっておらず、投資者の立証負担を緩和し、民事訴訟による責任追及を強化することによって、証券市場の公正性・透明性を確保することが必要であると考えられたこと。
- 「提出会社に故意・過失がない」という事態は想定しにくいと考えられたこと。
- 「発行市場」における提出会社の損害賠償責任が「無過失責任」とされていることとのバランス。

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑤（無過失責任の見直し）

○ 一方で、以下の点を考慮すれば、**現状においては、「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任について、損害賠償責任の原則どおり、「過失責任」とすることが適切ではないか。**

- 平成17年以降、「流通市場」における虚偽開示書類の提出が課徴金の対象行為とされ、平成20年には課徴金額の水準が引き上げられるなど、課徴金制度が整備され、これによるエンフォースメントが強化されたこと。
- 平成20年の内部統制報告書制度の導入によって、上場企業は財務計算に関する書類等の適正性を確保するための体制を整備することとされており、このような体制が適切に整備され、実際にも有効に機能していた場合にまで、当該体制をもってしても防ぎきれなかった「虚偽開示」について提出会社の責任を問うことは適切とはいえない場合もありうると考えられること。
- 「発行市場」においては、投資者から提出会社に対して払込みが行われるため、たとえ提出会社に過失がなかったとしても、虚偽記載の結果、提出会社に対して過大に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平と考えられる側面がある一方で、「流通市場」においては、基本的に提出会社に利得は発生していないこと。
- 米国、英国等の主要国においても、提出会社の損害賠償責任は、「発行市場」と「流通市場」とでは扱いを異にしており、「流通市場」の方が「発行市場」よりも提出会社の責任の範囲が狭められていること。

（参考）「無過失責任」は、新興・成長企業が新規上場を躊躇する原因になっているとも指摘されており、これを見直すことによって、新興・成長企業の新規上場を促進する効果も期待できる。

（参考）虚偽開示書類の提出者の責任の主要国との比較

		日本	米国	EU
流通市場	対象行為	有価証券報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載
	責任態様	無過失責任 ✓ 発行会社は、募集または売出しによらないで証券を取得した者に対し、損害賠償責任を負う。	欺罔の意図が必要 ✓ 取引所法規則10b-5に基づく損害賠償請求では、発行会社に「欺罔の意図」（scienter）が存在することが必要。 ✓ なお、取引所法18条に基づく損害賠償請求も可能であり、発行会社が誠実に行動し、かつ虚偽記載等を知らなかったことを立証すれば免責される。しかし、投資者が虚偽開示書類を実際に見て信頼したことを立証しなければならないことなどから、救済手段としてはほとんど利用されていない。	故意又は重過失が必要 ✓ イギリス：発行会社の経営責任者が、虚偽記載について故意又は無謀（reckless）である場合、または不記載が不正の隠蔽であることを知っていた場合に限り責任を負う。 ✓ ドイツ：発行会社が虚偽であることを知らず、かつ、係る不知が重過失に基づかないことを立証する場合、責任を負わない。
【参考】発行市場	対象行為	有価証券届出書と目論見書の虚偽記載	登録届出書と目論見書の虚偽記載	目論見書の虚偽記載
	責任態様	無過失責任	無過失責任	過失責任

8

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑥（無過失の判断）

【無過失の判断】

○ 仮に「流通市場」における提出会社の損害賠償責任を「過失責任」とする場合、**提出会社の過失の有無**については、提出会社の「役員」を基準に判断することも考えられるが、以下の点に鑑み、**役員・従業員を含めた提出会社の「構成員」全体を基準に判断することとしてはどうか**。

- 「役員」を基準に過失の有無を判断すると、「従業員」に故意・過失がある場合であっても「役員」には過失がないとして、提出会社が責任を負わないケースも生じ得る。一方で、
  - ➢ こうしたケースにおいて、提出会社は、別途、民法上の「使用者責任」に基づく損害賠償責任を負う可能性があると考えられるが、それにもかかわらず、投資者保護を目的とする「特別法」である金商法において、損害賠償責任を問わないことは適切ではないのではないか。
    （注）「使用者責任」とは、被用者（従業員）の不法行為について、使用者（会社）に賠償責任を負わせる民法上の規定。判例上、使用者が免責されるケースは少ないといわれている。
  - ➢ 提出会社は、従業員を事業に従事させることによって企業活動を行い、利益を得ているため、従業員の故意・過失によって他人に損害を与えた場合には、提出会社が損害賠償責任を負うことが、公平の観点からも適切なのではないか。
- 提出会社の「構成員」全体の無過失を要求することにより、役員による適切な内部統制の構築にとどまらず、提出会社全体のコンプライアンス向上へのインセンティブが高まることが期待できるのではないか。

9

「流通市場」における虚偽開示書類の提出会社の損害賠償責任⑦（立証責任）

【立証責任】

○ 仮に「流通市場」における提出会社の損害賠償責任を「過失責任」とする場合であっても、
提出会社の過失の有無の「立証責任」については、以下の点に鑑み、
提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととしてはどうか（立証責任の転換）。

- 一般に、投資者が提出会社の故意・過失を立証することは相当困難であると考えられること。

- このような立証の困難性を踏まえて、金商法上の損害賠償責任規定は、
「発行市場」・「流通市場」における「役員等」の損害賠償責任をはじめ、
投資者側に故意・過失の立証責任を負わせることのないような枠組みとしていること。

（参考）なお、米国及び英国では、一般に提出会社の故意・過失等の立証責任を投資者側に負わせているが、これらの国ではディスカバリー（証拠開示）制度が発達しているなど、投資者による立証の負担が我が国に比べて軽いとされるため、単純に比較することは必ずしも適切でないと考えられる。

（注）ディスカバリー制度の下では、投資者に訴えられた提出会社は、訴訟に関連する全ての情報（提出会社の内部資料や、既に消去された電子メールデータ等までもが含まれ、極めて広範囲に及ぶとされる）を投資者に開示しなければならないこととされている。

１０

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者①（現行制度）

【問題意識】

○ 金商法上、「流通市場」における提出会社とその役員等の損害賠償責任は、いずれも**請求権者を、流通市場で有価証券を取得した者（以下「取得者」）に限定**している。

○ 一方で、当該有価証券報告書の公衆縦覧期間内に有価証券を売却した者（以下「**処分者**」）が
損害を被るような事態(※)も想定されるが、そうした場合であっても、
「処分者」は金商法に基づく損害賠償を請求することができない制度となっている。

（※）例えば提出会社の財務状況を低く見せかけるような虚偽開示書類の提出（いわゆる**逆粉飾**）が行われ、それによって株価が下落した場合には、「処分者」は当該提出会社の株式を本来よりも安い価格で売却したことになる。

（注）「処分者」が除外された理由ははっきりしないが、昭和46年当時の国会答弁では、逆粉飾の場合の投資者の損害は逸失利益であり、実現した損害ではないという趣旨の説明が行われている。

⇒ **「処分者」を、請求権者に含める必要はないか**。

１１

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者②（請求権者の見直し）

【検討】

○ **「流通市場」における提出会社とその役員等の損害賠償責任については、**以下の点を勘案すれば、**請求権者を「取得者」に限定する必然性はないのではないか**。

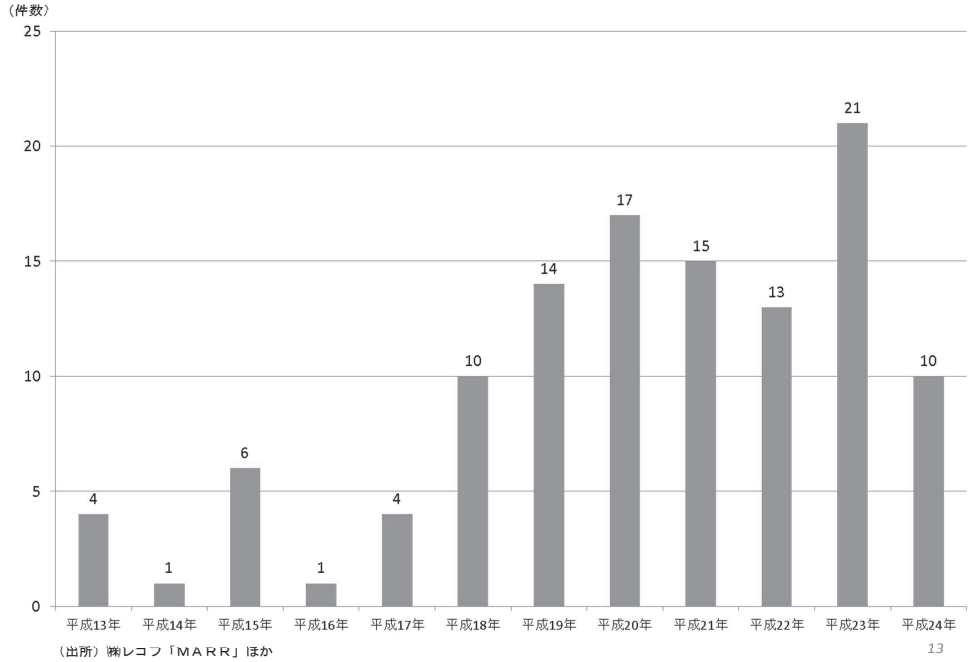
- 逆粉飾が行われた場合、「処分者」は、粉飾決算が行われた場合の**「取得者」と同様に損害を被り得ること**
- 特に近時、MBO（マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収）が増加しているが、MBOのようなケースでは、経営者に、逆粉飾によって株式買取価格を不当に引き下げるインセンティブが働き得ること
- 米国、英国等では、「処分者」が請求権者に含まれていること

（参考）
流通市場における虚偽開示書類の提出者に対する損害賠償請求権者の主要国との比較（金融関係特別法）

		日本	米国	英国	ドイツ
請求権者	取得者	○	○	○	○
	処分者	×	○	○	○

12

（参考） 上場企業のＭＢＯの件数の推移



（出所）㈱レコフ「ＭＡＲＲ」ほか

13

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者②（損害の推定）

【問題意識】

○ 仮に請求権者を「処分者」に拡大する場合、**「損害の推定規定」を設ける必要はないか**。

【検討】

○ **「損害の推定規定」**とは、ある一定額を損害額として推定することにより、**損害額の立証責任を原告から被告に転換し**、被告側に、推定された損害額のうち損害ではない額を立証させる規定。

○ 「損害の推定規定」を置けば、投資者保護には資すると考えられる一方で、損害賠償の一般原則の例外として、「損害額に関する立証責任が原告から被告に転換される」という重い効果が発生。

○ このため、「損害の推定規定」を置くには、当該「推定規定」により算出される損害額が、実際の損害額と近似している蓋然性が高いと考えられることが必要と考えられる。

○ 「粉飾決算」が行われた場合、その事実が明らかになれば、提出会社の株価は通常下落し、「取得者」の被った損害は、公表日前後の株価の下落分によって近似される蓋然性が高いものと考えられる。

⇒ 「流通市場」における提出会社の損害賠償責任に関しては、**公表日の前1年以内に有価証券を取得し、公表日において引き続き有価証券を所有する「取得者」**について、**「損害の推定規定」が設けられている**。（4頁参照）

「流通市場」における虚偽開示書類に係る損害賠償責任の請求権者③（損害の推定）

○ 一方で、「処分者」が損害を被ることとなる「逆粉飾」のケースは、これが明らかになれば提出会社の信用が毀損されるほか、課徴金や（脱税目的の場合には）重加算税の対象となる場合もあるため、実態公表によって株価が上昇することが一般的であるとまでは必ずしも言えないと考えられる。

○ こうした点に鑑みると、「逆粉飾」が明らかになって仮に株価が上昇したとしても、その上昇分が、「逆粉飾」が明らかになったことによるものとは言い難いのではないか（すなわち、当該上昇分が、実際の損害額と近似している蓋然性が高いとは、必ずしも言えないのではないか）。

⇒ 仮に請求権者を「処分者」に拡大する場合であっても、**「処分者」に関しては、「損害の推定規定」を設けないこととしてはどうか**。

資料２

金融審議会　新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ

報告

平成 25 年 12 月 25 日

新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関する
ワーキング・グループ　メンバー名簿

平成 25 年 12 月 25 日現在

座　長	※	神田　秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー		安達　俊久	日本ベンチャーキャピタル協会会長
		出雲　充	（株）ユーグレナ代表取締役社長
		上柳　敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	※	大崎　貞和	（株）野村総合研究所主席研究員
		岡野　進	（株）大和総研常務執行役員
	※	神作　裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	※	黒沼　悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
		静　正樹	（株）東京証券取引所常務取締役
		武井　一浩	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	※	田邊　栄一	三菱商事（株）常務執行役員
	※	永沢　裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	※	原田　喜美枝	中央大学商学部教授
		平田　公一	日本証券業協会常務執行役
	※	福田　慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
		前川　雅彦	野村證券（株）執行役員
		山下　幹夫	モルガン・スタンレーMUFG 証券（株）取締役
		吉野　和雄	東京ガス（株）取締役常務執行役員
オブザーバー		坂本　三郎	法務省民事局参事官
		野村　充	日本銀行企画局審議役
		野田　幸男	（株）三井住友銀行投資銀行統括部部長（全銀協）
		島村　昌征	第二種金融商品取引業協会事務局長

（敬称略）

（※印は金融審議会委員）

はじめに

これまでも長く指摘されてきたとおり、我が国は、世界で通用する技術やアイデアがあると言われているにもかかわらず、起業や新規ビジネスの創出という側面から見ると、世界のトップレベルに伍する成功を遂げているとは言い難い状況にある。例えば、日米における開業率に着目してみると、平成 22 年において、米国が 9.3%であるのに対して、我が国は 4.5%に留まっており、約 2 倍の差が見られる[1]。

こうした起業や新規ビジネスの創出を巡る日米格差の要因の一つとして、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給不足という問題があるのではないか、との指摘がある。事実、ベンチャーキャピタルによる年間投資額は、平成 24 年において、米国が約 267 億ドル（1 ドル＝100 円換算で約 2.7 兆円）であるのに対して、我が国は約 1,026 億円に過ぎず、日米の経済規模の差を勘案しても、新規・成長企業の資金ニーズに対して、金融面から十分に応えているとは言い難い状況にある。

この背景には、日米の文化的差異による要因もあるものと考えられるが、我が国における起業や新規ビジネスの創出を活性化させていく観点からは、国際社会における我が国の経済的地位が相対的に低下し、持続的な経済成長をもたらす戦略的な構造改革が求められる今日の状況の下では、政策面において、アーリーステージの新規・成長企業に対するリスクマネーの供給を促進するための取組みを、これまで以上に幅広く展開していくことが重要である。また、その際には、新規・成長企業の出口戦略を多様化する等の観点から、新規上場時や上場後の資金調達の制度整備等にも引き続き努めていく必要がある。

こうした問題意識の下、本年 6 月、金融審議会に対して、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討を行うよう、諮問がなされた。

この諮問を受けて、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、本年 6 月から 11 回にわたり審議を行い、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、更には上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った。本報告書は、本ワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

[1] 日本の開業率は厚生労働省「雇用保険事業年報」、米国の開業率はU.S. Small Business Administration “Small Business Economy” による。

第１章　新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）

現在、我が国においては、起業・新規ビジネスの創出が重要な課題とされており、このためには、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において、必要とされるリスクマネーの供給を促進していくことが重要である。

こうした観点から、本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディング、非上場株式の取引・換金のための枠組み、保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進等について検討を行った。

なお、リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である。

１．クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている。クラウドファンディングは、資金提供者に対するリターンの形態により、「寄付型」、「購入型」又は「投資型」に大別される。このうち、金融商品取引法の規制対象となる投資型クラウドファンディングとしては、「ファンド形態」のものと「株式形態」のものとが想定される。

「ファンド形態」の投資型クラウドファンディングについては、現行の金融商品取引法の下において、第二種金融商品取引業者による募集又は私募の取扱いが可能であり、実際にもこの形態でのビジネスを担う業者が既に存在するところである。一方で、「株式形態」の投資型クラウドファンディングについては、非上場株式の募集又は私募の取扱いが日本証券業協会の自主規制規則により原則禁止されており、また、現行の金融商品取引法の下では、株式の募集又は私募の取扱いを行うことができる第一種金融商品取引業者の参入要件が第二種金融商品取引業者のそれに比してより厳格であることなどから、現在、基本的に取り扱われていない状況にある。

こうした中、米国においては、昨年 4 月に「Jumpstart Our Business Startups Act（JOBS 法）」が成立し、「登録届出書の効力が発生していない限り、証券の発行者は募集を行ってはならない」とする 1933 年証券法第 5 条の適用除外規定等が設けられ、事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達の道が開かれることとなった。その後、本年 10 月には、JOBS 法を施行するための細則を定める規則案が米国 SEC により公表されたところである。

本ワーキング・グループでは、こうした米国での制度改正の動きも参考にしつつ、ファンド形態・株式形態の双方を含めた投資型クラウドファンディングに係る制度整備に向けた検討を行った。

なお、投資型クラウドファンディングに係る制度整備に当たっては、リスクマネーの供給促進という観点から、できるだけ仲介者にとって参入が容易であり、かつ、発行者にとって負担が少ない制度設計とすることが重要であると考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じることも重要な課題である。

（１）仲介者の参入要件の緩和

前述のとおり、リスクマネーの供給促進を図るためには、できるだけ仲介者にとって参入が容易な制度とすることが重要であり、このような観点から、現行の第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業について、登録の特例を設けることが望ましい。

その際、投資者保護の観点から、一人当たり投資額や発行総額の上限を設けるとともに、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことを条件とするなど、限定的な範囲で特例を設けることが適当である。具体的には、第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額[2]のもののみを行う者を「特例第一種金融商品取引業者」と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額[2]のもののみを行う者を「特例第二種金融商品取引業者」とそれぞれ位置付け、財産規制等を

[2] 少額の範囲としては、「発行総額１億円未満かつ一人当たり投資額 50 万円以下」とすることが考えられる。

緩和することが考えられる。

なお、こうした措置を講じる際には、併せて、非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額[2]のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当である。

（２）投資者保護のための必要な措置

クラウドファンディングがインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることを踏まえると、一方で、詐欺的な行為に悪用されることのないよう、制度的な工夫が必要と考えられる。この点に関しては、現行の金融商品取引法の下では、株式やファンド持分の募集又は私募の取扱いに際し、インターネットを通じて行うことについて、その特質を踏まえた規制は特段設けられていない。

このため、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者（既存の金融商品取引業者及び前記（１）で述べた特例業者）に対して、発行者に対するデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じた発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが適当である。なお、仲介者に対してインターネットを通じた発行者情報等の提供を義務付けることとする場合、インターネットを通じて行われるファンド持分の募集又は私募の取扱いについては、仲介者から投資者に対して提供される情報の重複を排除し、仲介者の負担軽減を図る観点から、契約締結前交付書面の簡素化を図る等の措置を併せて講じることが適当であると考えられる[3]。

（３）自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮

投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止し、投資者が安心して投資で

[3] 契約締結前交付書面のうち、株式の募集等に係るものについては、ファンド持分の募集等に係るものに比して既に相当程度簡素なものとなっており（金融商品取引契約の概要、手数料やリスク等の基本的な事項の記載のみが求められている）、仲介者から投資者に対して提供される情報との重複は基本的に生じないことから、更なる簡素化を図る必要はなく、また適当でもないものと考えられる。

きる環境を整備する上では、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要である。

こうした観点から、今後、自主規制機関（日本証券業協会及び第二種金融商品取引業協会）において、当局と連携しつつ、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて自主規制規則の整備に関する検討が進められることが期待される。

こうした中、本年 9 月末時点において、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率は約 2.6%に留まっており、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮のためには、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率を向上させることが必須である。

このため、第二種金融商品取引業の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、自主規制機関による自主規制を考慮した社内規則を整備することや、当該社内規則の遵守を確保するための体制を整備することを義務付けるなど、自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当である[4]。また、第二種金融商品取引業協会の体制強化等についても併せて図っていくことが必要である。

（4）その他

このほか、仲介者が投資者から金銭や有価証券の預託を受けられることとするかどうか、仮に預託を受けられないこととする場合において投資者保護基金への加入についてどのような取扱いとするかなどについて、検討の上、制度上必要な措置が講じられることが適当であると考えられる。

2．非上場株式の取引・換金のための枠組み

第一種金融商品取引業者を通じて非上場株式の売買を行う制度として、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度がある。グリーンシート銘柄制度においては、発行者である非上場企業が上場企業に準じた開示（有価証券報告書に準じた会社内容説明書の作成・公表等）を行うことを前提に、第一種金融商品取引業者による非上場株式の投資勧誘が認められている。

このグリーンシート銘柄制度については、近年、利用企業数が減少し、売買も大幅に低迷している状況にある。その要因としては、新興市場における上場基準の引下げにより、上場市場の補完的役割としての存在意義を見出しにくくなってきていることや、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、上場企業に準じた開示義務）が課されていることが指摘されている。

一方で、地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として第一種金融商品取引業者による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に応えられていない実情にある。

こうした点を踏まえると、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズに応える場としての、新たな取引制度を構築することが望まれる。その際、新たな非上場株式の取引制度においては、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者に対する負担を、極力軽減することが適当である。

（1）新たな非上場株式の取引制度

新たな非上場株式の取引制度については、グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設し、第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行える範囲を、第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である。

「投資グループ」のメンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる。その際、「投資グループ」に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される「投資グループ」への加入に当たって、当該銘柄に

[4] なお、第二種金融商品取引業者に対してこのような義務を課すこととする場合には、第一種金融商品取引業者及び投資運用業者に対しても同様の義務を課すことが適当である。

対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るといった仕組みを設けることが適当であると考えられる。

このほか、新たな非上場株式の取引制度の運営を担う第一種金融商品取引業者の役割など、制度設計の詳細については、引き続き、日本証券業協会において、必要な自主規制規則を整備する中で検討されることが期待される。

（２）新たな非上場株式の取引制度へのインサイダー取引規制の適用関係

現行の金融商品取引法の下では、非上場株式については、一般の投資者が広く取引に参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われるものでもないことから、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされている。一方で、グリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、例外的にインサイダー取引規制の適用対象とされている。こうした点を踏まえると、新たな非上場株式の取引制度をインサイダー取引規制の適用対象とすべきか否かについては、同制度においてどの程度の流通性を想定するのかに依るものと考えられる。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として設計されるものであって、一般の投資者が広く参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されない。したがって、新たな非上場株式の取引制度については、非上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であると考えられる[5]。

（３）新たな非上場株式の取引制度における発行者の開示義務

現行の金融商品取引法の下では、上場企業に対しては、有価証券報告書（外部監査が必要）の作成・公表など公衆縦覧型の開示義務が課されているが、非上場企業に対しては、原則として[6]公衆縦覧型の開示義務は課されていない。一方で、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、発行者である非上場企業に対して、上場企業が作成・公表する有価証券報告書に準じた会社内容説明書（外部監査が必要）の作成・公表を義務付けるなど、上場企業に準じた開示義務を課している。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度が、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計されるものであることを勘案すると、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はないと考えられる。今後、こうした点を踏まえつつ、新たな非上場株式の取引制度において発行者にどの程度の開示を求めるのかについて、日本証券業協会において更なる検討が進められることが期待される。

３．保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進

保険会社の議決権保有制限（いわゆる 10%ルール）には、ベンチャーキャピタル子会社を通じて行うベンチャー企業への出資に係る特例が設けられているが、ベンチャー企業が成長し、中小企業の基準を超えると当該特例の対象外となり、そうした場合、新たに資金需要が生じても、追加出資に応じられないこととなる。とりわけ、そのベンチャーキャピタル子会社がリードベンチャーキャピタル[7]である場合には、自らが追加出資できないという点に留まらず、他の出資先からの追加出資にも悪影響が及び得ることとなる[8]。このため、リードベンチャーキャピタルとして出資を行っている場合には、出資先が中小企業であるか否かにかかわらず、上場までの間に限り、追加出資に応じることができるよう、特例

---

[5] なお、当然のことながら、風説の流布や偽計の禁止といった、不公正取引の一般的禁止規定（現行の金融商品取引法第 157 条及び第 158 条）については、新たな非上場株式の取引制度に対しても適用されることとなる。

[6] ①有価証券届出書の提出を要するような株式等の発行を行った場合や、②株式等が多数の投資者（1,000 人以上）に保有されることとなった場合には、非上場企業であっても、公衆縦覧型の開示が求められる。

[7] 筆頭出資者（創業者等を除く）であるベンチャーキャピタルは、リードベンチャーキャピタルと称される。リードベンチャーキャピタルは、通常、ベンチャー企業の成長段階に応じた増資戦略や上場支援などの資金調達・資本政策に関するものを中心に各種のハンズオン支援を行う。リードベンチャーキャピタルは複数存在することもあり（この場合「コー・リード」（co-lead）と呼ばれる）、また、当初はリードベンチャーキャピタルではなかった者が、出資先企業の成長等の状況の変化により、中途からリードベンチャーキャピタルとなることもある等、実態は多様である。

[8] リードベンチャーキャピタル以外の他のベンチャーキャピタルは、一般的に、リードベンチャーキャピタルのように追加出資に主導的に関わるのではなく、出資先ベンチャー企業からの要請やリードベンチャーキャピタルの動向に応じて受動的に対応している。

の要件を緩和[9]することが適当である[10]。

４．その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題

本ワーキング・グループでは、ベンチャー企業支援を巡るその他の課題として、ベンチャーキャピタルが果たすべき役割、ベンチャー企業支援の出口の多様化、ベンチャー企業に対する人材面でのサポート等についても検討を行った。

（１）ベンチャーキャピタルが果たすべき役割

ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられるが、小口分散型が中心となっている我が国のベンチャーキャピタルは、米国に比して、シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた企業に対しては、十分なサポートができていない状況にある。

こうした点に加え、ベンチャーキャピタルの評価基準が定まっていないことや、これまで成功事例がそれほど出ていないことなどから、十分な資金がベンチャーキャピタルに集まらず、結果として、ベンチャーキャピタリストもなかなか育成されないという悪循環に陥っているのではないか、との指摘もなされている。

ベンチャーキャピタルには、新規・成長企業を育てるという観点から、ベンチャー企業の有する技術に対する知識や目利き能力が必要であり、また、こうした技術が活かせる用途を探して駆けずり回るような泥臭い仕事が求められている。

こうした新規・成長企業を育てる機能を持ったベンチャーキャピタル、いわゆる「ハンズオン型」のベンチャーキャピタルが米国においては主流になっているのに対し、我が国においては、こうした「ハンズオン型」のベンチャーキャピタルは数が少ないのが実情である。

こうした中、まだ数は少ないものの、新興ベンチャーキャピタルの中で「ハンズオン型」を志向するものが徐々に増えつつあり、また、既存のベンチャーキャピタルの中にも、例えば製造業との連携等を行

[9] 具体的には、保険会社の子会社ベンチャーキャピタルがリードベンチャーキャピタルやそれと同様の役割を果たしている場合については、出資先が、中小企業であることを求める要件は撤廃（その他の要件は維持）することが考えられる。
[10] なお、銀行にも同様の規制が存在するため、併せて見直しを行うことが適当である。

うことで技術に対する目利き能力を向上させるなどの工夫に取り組んでいるものが現れてきているところである。こうした動きがますます活発化し、我が国においても、ベンチャーキャピタルが新規・成長企業へのリスクマネー供給の「仲介者」としての役割を果たすため、その能力を高めていくことが期待される[11]。

なお、前述のとおり、ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられることから、その役割等に関する議論については、ベンチャーキャピタルの業務の実態等を踏まえつつ、今後とも継続的に行われていくことが望まれる。

（２）ベンチャー企業支援の出口の多様化等

米国においては、ベンチャー企業支援の出口は、IPO（新規株式公開）だけでなく、大企業による M&A（企業の合併や買収）なども含む、多様なものとなっている。一方で、我が国における出口は IPO に偏重しているといわれており、ベンチャーキャピタルの評価も IPO につながった案件数でなされている、との指摘がある。また、こうしたベンチャーキャピタルに対する評価のあり方が、買戻条項[12]等の慣行を生んでいるのではないか、との指摘もなされている。

ベンチャー企業支援の出口については、M&A も含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましいものと考えられる。特に我が国においては、従来よりも M&A が促進されるよう、売り手であるベンチャー企業のビジネスモデルの設計がしっかりなされることにより買収価格に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さいものとすることや、買い手である大企業側における「自前主義」、「Not Invented Here」といった M&A に消極的な企業文化の改革を図っていくことが必要である。また、買戻条項等に関しては、ベンチャーキャピタル協会

[11] この点に関し、我が国においては、ベンチャー企業への投資に対する理解やそれを支援する環境が整っていないことから、新興のベンチャーキャピタルは資金調達の入口の段階から大きな困難を抱えている実態にあり、ベンチャー企業への投資に対する意識が変わっていくことが重要なのではないか、との指摘があった。
[12] 買戻条項とは、ベンチャーキャピタルの投資先が一定の期限内に上場できない等の場合に、ベンチャーキャピタルが投資先の企業経営者に対し、株式を買い戻すことを請求できる権利を規定した契約条項のこと。買戻条項があることで、起業家が多大なリスクを背負わされており、起業の心理的な阻害要因となっている、との指摘がある一方で、もはやそうした慣行は基本的に存在していない、また仮に存在しているとしても実質的にリスクマネーの供給の阻害要因とはなっていない、との指摘もあった。

等の業界団体において、起業の阻害要因になっていないかどうかを精査し、その要否を含めた議論がなされることが望まれる。

（３）ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

我が国においては、技術やアイデアはあるものの、そうしたシーズの事業化をサポートできる人材が少ない、との指摘がある。こうした事業化をサポートする役割は、これまでベンチャーキャピタルの役割とされてきたが、事業化に当たっては、資金のみならず事業化に向けた各種のサポートが不足している、との指摘に鑑みると、必ずしもベンチャーキャピタルのみに期待するのではなく、他の主体も含めて、創業した早い段階から、トップクラスの専門家が支援する方式が採られることが望ましいものと考えられる[13]。

特に、新規・成長企業の中には、技術やアイデアを事業化・収益化するCFO（最高財務責任者）的な人材が不足していることが多い、との指摘があり、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき、との指摘があった。この点に関しては、大手監査法人において起業家を支援するための仕組みができつつあることは歓迎すべきことであり、こうした取組みの更なる進展が望まれる。

第２章　新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（新規上場の推進策）

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進を図る観点からは、新規上場が視野に入った新規・成長企業の上場に係る障壁をできるだけ低くする施策も重要と考えられる。本ワーキング・グループでは、新規上場を促進する観点から、新規上場に伴う負担の軽減、及び新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げについて検討を行った。

１．新規上場に伴う負担の軽減

企業が金融商品取引所に株式を上場し、当該株式が同取引所において取引されるに当たっては、投資者が不測の損害を被らないようにするため、当該企業に関する十分な情報を投資者に対して開示し、当該企業の状況を正しく理解してもらうことが重要である。

一方で、新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、当該情報開示に要する負担が重いことがあげられる、との指摘がある。このため、投資者保護に支障をきたさない範囲内で、新規上場に伴う企業の負担の軽減を図ることが適当であると考えられる。

（１）新規上場時の負担の軽減

企業が新規上場を行う場合には、当該企業の募集有価証券に係る有価証券届出書を提出した上で、投資者に対して募集行為を行うことが一般的であり、新規上場時に提出する有価証券届出書には、過去５事業年度分の財務諸表の記載が必要とされている。

しかしながら、当該記載については、①投資者に交付される目論見書には過去２事業年度分の財務諸表のみが記載されていること、②新規上場企業に投資する投資者は、当該企業の将来性を重視する場合も多いと考えられるところ、有価証券届出書において、将来情報の開示の充実が図られてきたこと、③新規上場企業の開示をめぐる国際的な状況にも変化が生じていることなどを踏まえると、過去２事業年度分の財務諸表のみの記載とするよう見直すことが適当であると考えられる[14]。

（２）新規上場後の負担の軽減

現在、上場企業は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められており、当該内部統制報告書には、公認会計士の監査を受けることが必要とされている。当該内部統制報告書の提出義務は、上場企業の全てに課されるものであるため、新規上場企業であっても、上場後、最初の事業年度終了後から、公認会計士による監査証明を受けた内部統制報告書の提出が必要となる。

新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、この内部統制報告書の提出に係る負担が重いことがあげられる、との指摘もあることから、新規上場後において、内部統制報告書の提出義務に係る負担の軽減が出来ないかどうかの検討を行った。

[13] なお、この点に関しては、専門家からの支援もさることながら、若い起業家にとっては、起業して成功した者からのアドバイスが最も役立つのではないか、との指摘があった。

[14] なお、新規上場企業が自主的に過去５事業年度分の財務諸表を記載することを妨げる必要はないため、こうした場合には、有価証券届出書の添付書類として提出することを認めることが適当である。

上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後 3 年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえると、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば 3 年間について、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる[15]。

ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。

２．新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げ

新興市場における新規上場を推進していく観点から、各金融商品取引所においては、円滑な取引と市場の信頼が確保される範囲において、新規上場時の審査基準について必要な見直しを行っていくことが期待される。

[15] なお、新規上場企業が自主的に内部統制報告書に係る公認会計士の監査を受けることを妨げる必要はないと考えられることから、こうした場合には、内部統制報告書に係る監査報告書を添付することを認めることが適当である。

特に、新興市場における最低株主数基準は、上場後の市場における円滑な取引を確保する観点から設けられているものであり、各金融商品取引所の状況に応じ、円滑な取引に支障が生じない範囲において、より低い水準に下げる余地があると考えられる。

第３章　上場企業の資金調達の円滑化

我が国経済の持続的な成長を実現していくためには、新規・成長企業に対してリスクマネーを供給することだけでなく、上場後の企業についても、資本市場から円滑に資金調達ができるようにすることが重要である。

この点に関し、近年、上場企業が公募増資を行う際、当初の想定以上に株価が下落したため、予定していた資金が集まらず、一部の事業計画を見直さなくてはならなくなるという事態が見受けられ、その背景として、我が国においては、上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている要因の一つになっている可能性が考えられる。

１．上場企業の資金調達に係る期間の短縮（待機期間の撤廃）

現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後 7 日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「企業情報」と、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。

このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場において「特に周知性の高い企業」については、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみに注目した場合、「特に周知性の高い企業」については、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、

大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるといえるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券（REIT 等）など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が 20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。

２．「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

有価証券届出書の提出前に有価証券の勧誘を開始すること（いわゆる「届出前勧誘」）は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまう、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の提出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。

一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である[16]。

- 企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象者とし、かつ、有価証券届出書の提出前に当該情報が対象者以外に伝達されないための適切な措置を講じている場合において、有価証券の募集・売出しの是非を判断するために、当該有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査すること（いわゆる「プレ・ヒアリング」）。
- 有価証券届出書の提出の１ヶ月以上前までに、募集・売出しに言及せずに企業情報を発信すること（有価証券届出書の提出日以前１ヶ月以内に再度発信されないための合理的な措置がとられる場合に限る。）
- 金融商品取引法令又は金融商品取引所規則に基づき開示すること
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、従前からその通常の業務の過程において行っている企業情報の定期的な発信を行うこと
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、新製品・新サービスの発表を行うこと
- 記者、アナリスト、投資者などによる自発的な問い合わせに対して、その事業・財務の状況や製品・サービスについての回答を行うこと
- 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、従来から継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートの公表を、従来どおりに行うこと

３．訂正発行登録書の提出に係る見直し

現行の金融商品取引法の下では、発行登録書の効力が生じている間に、当該発行登録書に記載された事項につきその内容を訂正する必要がある事情が生じた場合のほか、有価証券報告書や四半期報告書などの継続開示書類が提出された場合にも、訂正発行登録書を提出する必要があるとされている。これは、発行登録書において参照している企業情報が更新されたことを投資者に知らせることで、投資者が古い企業情報に基づき投資判断をすることを防止するための措置である。

一方で、近年の情報通信技術の発展や、開示書類の EDINET による提出の義務化、更には投資者にとって有価証券報告書等の提出は予測可能であることなどを踏まえると、有価証券報告書等の継続開示書類が提出される度に、訂正発行登録書を提出する必要性はそれほど高くないものと考えられる。このため、一定の条件[17]の下で、継続開示書類が提出された

[16]「企業内容等の開示に関する留意事項について」（企業内容等開示ガイドライン）を改正。

[17] 投資者を保護する観点から、当該訂正報告書の提出義務を免除するに当たっては、定期的に提出されることが明らかな継続開示書類の提出時期を投資者が具体的に知ることができるよう、新たに、発行登録書に当該継続開示書類の法定提出期限を記載させることとし、万一、当該期限を徒過した場合には、訂正発行登録書を提出させる義務を課すことが適当である。

ことに係る訂正発行登録書の提出義務を免除するよう制度を改正することが適当であると考えられる。

第４章　近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備

本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から、企業のスタートアップ段階から、成長ステージ、成熟ステージまでの資金調達の円滑化を中心に議論を行ってきた。

その際、成熟ステージにおける課題として、上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについても検討を行うこととし、具体的には、大量保有報告制度、及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任に関し、見直すべき点がないかについて検討を行った。

１．大量保有報告制度の見直し

大量保有報告制度は、株券等の保有状況が、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資者にとって重要な情報であることから、当該情報を投資者に提供することを目的として、平成 2 年に設けられた制度である。近年、同制度に関しては、制度導入以降の他の制度における開示の充実や個人のプライバシー保護に関する意識の高まり、EDINETの整備等の環境変化に必ずしも対処しきれていない部分もあるのではないか、との指摘がある。また、現行の大量保有報告制度には、必ずしも遵守することが容易でない事項も含まれており、本来の制度の趣旨に照らして、過大な事務負担が生じている、との指摘もなされている。

本ワーキング・グループでは、これらの状況を踏まえ、大量保有報告制度の趣旨には十分配意しつつ、大量保有報告書の提出者の負担軽減を図るための措置について検討を行った。

（１）大量保有報告制度における自己株式の取扱い

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告制度の対象となる株券等の中には、自己株式も含まれている。この点について、上場企業からは、5%超の自己株式を保有する都度、大量保有報告書や、その後の変更報告書の提出が必要とされ、自己株式の取得や処分を伴う資本政策の円滑な実施に支障をきたしている、との指摘がなされている。

自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影響力を行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えるような自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己株券買付状況報告書等、他の制度により、別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる。

（２）大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書の提出者や共同保有者（以下「提出者等」）が個人である場合には、その氏名・住所（番地まで）・生年月日等を当該報告書に記載しなければならないこととされている。

大量保有報告書は、数多くの主体から様々な銘柄について提出がなされるものであるため、その提出者等については、他の提出者等と混同することなく同一人と判別できることが不可欠ではあるものの、その一方で、個人のプライバシー保護やセキュリティ上の問題を犠牲にしてまで、詳細な個人情報を公衆縦覧に供する必要性は乏しいものと考えられる。こうした点に鑑みると、大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項については、住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を、公衆縦覧の対象から除外することが適当であると考えられる[18]。

（３）短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項

現行の金融商品取引法の下では、株券等の保有割合が減少したことにより、変更報告書を提出する者は、「短期間に大量の株券等を譲渡したもの」として定められた一定の基準（「短期大量譲渡」）に該当する場合には、最近 60 日間の全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」を当該変更報告書に記載しなければならないこととされている（「短期大量譲渡報告」）。

この点について、短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡を行っていないにもかかわらず、形式的に当該基準に該当することによ

[18] 一方で、当局において、訂正報告書の提出命令等を通じたエンフォースメントを行う場合、当局は当該命令等の対象者を確定し得るだけの情報を把握する必要があることから、公衆縦覧の対象から提出者等の住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を除外するとしても、当局に対しては、これらの情報についても提出を求めることが適当である。

り、提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている。また、僅少な株券等を譲渡したに過ぎない場合であっても、全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」に至るまで詳細な情報を開示することは負担が過大である、との指摘もなされている。

短期大量譲渡報告の趣旨が、いわゆる「肩代わり」が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることにあることに鑑みれば、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、「譲渡により減少した場合」に限定することが適当であると考えられる。また、「僅少な株券等の譲渡先の開示」については、日付ごとかつ譲渡の相手方ごとの記載を改め、通常の変更報告書と同様、日付ごとに「対価に関する事項」をまとめて記載すれば足りることとすることが適当であると考えられる[19]。

（４）変更報告書の同時提出義務

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書の提出日の前日までに、新たな提出事由が生じた場合（例えば、保有割合が更に１%以上増加した場合等）には、当該「新たな提出事由に係る変更報告書」の提出は、「当初の提出事由に係る大量保有報告書や変更報告書」の提出と、同時に行わなければならないこととされている（「同時提出義務」）。

このため、株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で、変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのかが明確でなく、かえって投資者に誤解を生じさせかねない状況となっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については廃止することが適当であると考えられる。

（５）大量保有報告書の発行体企業への通知方法

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書を提

[19] その際、僅少な譲渡先を判断するための基準については、大量保有報告制度では、1%未満の水準を変更報告書の提出の必要性が乏しい株券等の保有割合の変動基準として用いていることに鑑み、例えば、1%未満を基準とすることが考えられる。

出した者は、遅滞なく、これらの書類の写しを発行体企業に対して送付しなければならないこととされている。しかしながら、制度導入当時とは異なり、インターネットが普及しEDINETも整備された今日では、発行体企業が大量保有報告書等に容易にアクセスし得る環境が整備されている状況にあることに鑑みると、発行体企業に対する大量保有報告書等の写しの送付義務は不要とし、EDINETへの掲載をもって代替することが適当であると考えられる。

（６）訂正報告書の公衆縦覧期間

現行の金融商品取引法の下では、訂正報告書は、大量保有報告書や変更報告書と同様、当局がこれを受理した日から5年間の公衆縦覧に供しなければならないこととされている。しかしながら、訂正報告書は、あくまでも大量保有報告書や変更報告書の内容を訂正するものであり、それ自体単独では情報としての意味に乏しいことに鑑みると、訂正報告書の公衆縦覧期間の末日については、訂正の基礎である大量保有報告書や変更報告書の公衆縦覧期間の末日と同一にすることが適当であると考えられる。

２．流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

現行の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合、当該有価証券報告書等の提出会社は、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、流通市場において、当該虚偽記載等の事実があることを知らずに有価証券を取得した者に対して、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うこととされている。

本ワーキング・グループでは、この流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任に関するいくつかの論点について検討を行った。

（１）提出会社の損害賠償責任の見直し

現行の金融商品取引法の下では、上記の提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているが、このことが適切かどうか検討すべきである、との指摘がなされている。

民法上の一般不法行為責任では、加害者の「故意又は過失」が要件の一つとされており、通常、不法行為による損害賠償責任については過失責任が原則とされている。こうした中、無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取

引法において、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものであると考えられている。

この点に関し、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時（平成16年改正）と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするものの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。

なお、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。

この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事案ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることとしておくことが適当であると考えられる。

なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる。

（２）損害賠償の請求権者の拡大

現行の金融商品取引法の下では、虚偽記載等のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該有価証券報告書等の提出会社が発行する有価証券を取得した投資者（「取得者」）のみが、虚偽記載等により生じた損害を請求することができることとされている。

しかしながら、例えば、有価証券報告書等の記載に当たって、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われた場合には、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該虚偽記載等を知らずに売却した投資者（「処分者」）は、経営成績が良いように見せかける虚偽記載等が行われた場合の「取得者」と同様に、虚偽記載等による損害を被り得るものと考えられる。また、近時、MBO（マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収）が増加しているが、MBOのようなケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることによって、株価を不当に引き下げるインセンティブが働き得ることも考えられる。こうした点に鑑みれば、金融商品取引法上、虚偽記載等による損害賠償を請求できる者として、「取得者」に加え、「処分者」を追加することが適当であると考えられる。

（３）損害額推定規定の拡大

現行の金融商品取引法の下では、「取得者」が、「提出会社」に対して損害賠償を請求する場合について、損害額の推定規定が設けられている。

このため、今般、損害賠償責任規定の見直しを行うに当たっては、当該損害額の推定規定を利用できる範囲を、「処分者」が損害賠償を請求する場合や、「提出会社以外の者」（役員等）に対して損害賠償を請求する場合にまで拡大することについて検討すべき、との指摘があった。

しかしながら、市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である。

おわりに

本ワーキング・グループにおいては、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給等について検討を行ってきたが、そもそも、リスクマネーの供給先となる新規・成長企業が我が国において少ないという現実があることも、また事実である。この点について、起業家に対する人々の見方を変革することや、起業することに対するハードルを下げ、人々の起業しようという意識を削がない社会風土を醸成することが重要であると考えられる。

こうした中、起業を増やすためには、我が国においては、起業の種となる技術の多くが大企業の中に眠っていると考えられることから、これを切り出して行われる事業化（いわゆる「カーブアウト」）が重要な役割を果たすのではないか、との指摘がある。その際、こうした動きを促進するためには、企業文化的なものを改革する必要があると考えられる。最近では、「カーブアウト」を促進するための施策が日本再興戦略に盛り込まれるなど、我が国においても新たな動きが見られつつあるが、こうした動きが本格化し、多くの人が起業家を目指すような社会となることが望まれる。

諸外国の成功例を見ると、事業化が持続的に生まれる基盤には、「生態系」とも呼べる研究・企業・人材の有機的な連携や集積がある（いわゆる「エコシステム」）。我が国においても、IT 分野においては、こうした「エコシステム」が構築されつつあるが、IT 以外の分野においても、「エコシステム」が構築されていくことが今後の課題である。本ワーキング・グループで議論を行った各種施策と関係省庁の取組みとが互いに連携し合い、エコシステムの構築が進展していくことが望まれる。

以上が、本ワーキング・グループにおける審議の結果である。今回審議を行った論点は、新規・成長企業へのリスクマネーの供給を促進し、経済の持続的な成長を実現していく等の観点から、いずれも早急に対応を行うことが必要なものばかりである。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、適切な制度整備が早期に進められることを期待する。

（以上）

資料3

金商法上の流通市場不実開示責任における会社の「過失」の解釈

――「法と経済学」の観点を踏まえて――

武井一浩　弁護士

目　次

一　平成二六年金商法改正における過失責任化
二　流通市場における会社の不実開示責任制度が抱える構造問題
1　平成二六年証取法改正における発行会社責任の導入
2　流通市場における会社の不実開示責任制度が抱える構造問題
3　構造問題を踏まえ欧米法制は会社責任の範囲を過失責任でなく詐欺責任に限定していること
4　損害賠償額の認定は構造問題に対処する手段として機能しづらいこと
三　「法と経済学」の観点からの「過失」解釈の視点
1　不法行為制度としての効率性
2　「社会的損害の解消」と「所得の移転」との区別
3　「投資者①」と「投資者③＋リスク分散ができない従業員・取引先等」とのリスク分担
四　過失概念の当てはめ
1　役員に注意義務違反があった場合
2　役員に注意義務違反がなかった場合
五　むすびに代えて

一　平成二六年金商法改正における過失責任化

平成二六年金融商品取引法（以下「金商法」という）改正において、いわゆる流通市場における上場会社の不実開示責任（有価証券報告書等の虚偽記載に対する有価証券報告書提出会社の損害賠償責任）について、無過失責任から過失責任に変更する改正が行われた。具体的には、金商法二一条の二第二項において「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかったことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない」と規定された。

改正の趣旨（注一）については金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成二五年一二月二五日公表。以下「金融審WG」および「金融審WG報告書」という）において「近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時（平成一六年改正）と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる」と述べられている。

また金融審WGにおける議論の部会資料では、①平成一七年以降、「流通市場」における虚偽開示書類の提出が課徴金の対象行為とされ、

平成二〇年には課徴金額の水準が引き上げられるなど、課徴金制度が整備され、これによるエンフォースメントが強化されたこと、②平成二〇年の内部統制報告書制度の導入によって、上場企業は財務計算に関する書類等の適正性を確保するための体制を整備することとされており、このような体制が適切に整備され、実際にも有効に機能していた場合にまで、当該体制をもってしても防ぎきれなかった「虚偽開示」についても提出会社の責任を問うことは適切とはいえない場合もあり得ると考えられること、③「発行市場」においては、投資者から提出会社に対して払込みが行われるため、たとえ提出会社に過失がなかったとしても、虚偽記載の結果、提出会社に対して過大に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平と考えられる側面がある一方で、「流通市場」においては、基本的に提出会社に利得は発生していないことの三点が指摘されている。

個人の過失の有無の判定と異なり、会社や法人レベルでの過失の有無の判定は、不法行為責任の解釈領域でも難問であって、問題となっている不法行為のタイプによっても解釈は異なってくる。金融審WG報告書においても個別の事情に応じた解釈に委ねる旨、述べられている（注二）。本稿では過失の解釈に当たっての一つの視点を提示しておきたい。

二　流通市場における会社の不実開示責任制度が抱える構造問題

1　平成一六年証取法改正における発行会社責任の導入

流通市場における上場会社（発行会社）の不実開示責任は、平成一六年金商法（当時は証券取引法）（以下「証取法」という）改正で導入されたものである。不実開示に対するエンフォースメントが十分ではないのではないかとの問題意識から会社自身も不実開示責任の主体として加えられた。

平成一六年改正前まで流通市場における「金商法上の」不実開示責任の主体から会社が除かれていたのは「募集・売出しの場合と同様に会社にも責任を負わせ、かつ、賠償額も法定すべきであるとの見方もあるが、会社の責任は、他の債権者とのバランスからも払い込んだ資金を原状に回復するにとどめるべきであるとの考え方に基づき、会社と投資者との間では何らの取引も行われない流通市場の取引に関して、責任を負わせるのは適当でないということで除かれている」（注三）と説明されていた。

2　流通市場における会社の不実開示責任制度が抱える構造問題

平成二六年改正前の金商法は、会社に流通市場の不実開示責任を無過失責任で負わせていたが、この法制に対しては、以下のような問題点が指摘されてきた（注四）。

第一が原告適格を有する株主・投資者に対して、（原告適格を有しない）その他の株主・債権者・従業員等から財産移転を生じさせることになるという構造問題である。たとえば「株主から会社への損害賠償請求には問題がある。もし損害賠償請求が認められるならば、それは会社の純財産（企業の財産から債務を除いた額）から支払われる。純財産は……すべての株主の財産であり、株主が持分に応じて請求権を有している財産である。会社が損害賠償に応ずることは、それを一部の株主が奪ってしまうことになり、株主平等の原則に反することになる。しかも、裁判には膨大な時間と巨額の費用がかかる。この費用は当然株主財産から支払われることになる。損害賠償のための株主財産の流出は、企業の自己資本を損壊し企業の存続を危うくする。このような裁判がなければ付加価値を生み社会に貢献したであろう企業を、間違った裁判で破壊することは社会的損害にほかならない」（注五）、アンダーエンフォースメントの解消として上場会社の不実開示責任という制度手

段を採用したものの「市場で虚偽の高い値段が付いている状態で、売って得をした人と買って損をした人がいるという状況の下で、取引をしなかった残りの株主のお金で、それを補償すると言う形で利害調整をするというルートを容易に認めるという手段で対処することがよいのかということは確かに、根本的な疑問としてあります」（注六）などの指摘がある。最終的に金員を負担する者は、原告適格がない株主に限らず、当該会社の債権者や従業員等も含まれている。

第二が、会社が負担する損害賠償額が均衡を失するレベルにまで巨額になり得るという点である。たとえば「流通市場で発行者に無過失責任を課す日本の金商法の規定については、すでに立法論上の疑義が提起されてきた。立法段階では、流通市場における民事責任の規定を、発行市場と平仄を合わせる形で無過失責任としたとされる。しかし、発行市場と流通市場とではリスクの生じ方が異なる。証券発行の段階では、証券を売り出すために周到な準備がなされるが、流通市場への開示は、情報の正確さを確保することが必ずしも容易ではない。秘密を保持したままで合併交渉がなされれば、開示の時期は微妙な判断を伴うであろうし、グローバル化の進んだ今日、国内外の子会社・孫会社における事業上・会計上の問題をリアルタイムで把握することは難しい。発生する損害の規模も、発行市場と流通市場では異なり得る。証券が一〇〇の価値で発行されたとして、発行市場の買い手が被る損害は、証券が無価値になっても一〇〇にとどまる。しかし、流通市場で価格が一〇〇〇まで高騰した時点で証券を購入すれば、その価値が二〇〇まで下落しても、損害は八〇〇になる。また流通市場の参加者は多数に上るから、情報とともに損害が拡散するのも防ぎにくい。こうした状況で発行会社について過失と無過失とで同じ扱いにするということは、注意を払えば予防できる損害と注意を払っても予防できない損害の違いを度外視することになる。注意を払っても損害が生ずるリスクを会社に負担させることは、市場自体がリスク分散機能を有するところで、必ずしも唯一の政策的選択肢ではない。市場参加者は、証券を購入することで一定のリスクを引き受けており、自らの取引の工夫次第でリスクを分散することもできる」（注七）、「発行市場における発行者の責任を定めた金商法一八条において無過失責任主義をとることには、少なくとも政策的な意味で、合理性がある。……ところが、流通市場ではそうではない。発行者が情報開示義務者であっても、証券の取引は投資者間で行われる。従って、流通市場における証券不実開示によって、発行会社が投資者に対して損害賠償責任を負う場合、事業を担っている会社から金銭が流出することになる。不実開示の期間が長ければ、市場で取引される証券の数は多く、不実開示によって損害を被ったという投資者の数も多く、損害額が天文学的な数字になり得る。……この問題（流通市場における情報開示責任に関する発行会社の無過失責任の是非）について、……改正すべきである」（注八）などの指摘である。

第三に、無過失責任では財務報告内部統制等の虚偽記載を防止する機能に対するインセンティブに欠けるという問題点も指摘されている（注九）。

3　構造問題を踏まえ欧米法制は会社責任の範囲を過失責任でなく詐欺責任に限定していること

流通市場における不実開示責任を会社に負担させることに伴う構造問題は、欧米でも同様に認識されている。

欧米の法制の状況は端的にいうと、前記2に述べた構造問題を踏まえ、上場会社に詐欺があったとまでいえる重大な場合であってはじめて会社に損害賠償責任を負わせている。

米国の法制は、「流通市場における不実開示に対する損害賠償責任は、通常、私的訴権を黙示する取引所法一〇条(b)項および同法規則一〇b－五(b)によって追及されている。そして、判例法上、原告は、①被告による重要な不実表示または不開示、②欺罔の意図（scienter）、③不実表示または不開示と証券の取得または売却の

関連性、④不実表示または不開示に対する信頼、⑤経済的損失、⑥損害因果関係の立証が要求されている。……取引所法一〇条(b)項の主観的要件は、Hochfelder判決によって、欺瞞、相場操縦または詐欺の意図を含む心理状態、すなわち、「欺罔の意図」であることが明らかにされている……。その理由としては、意図的な行為の禁止が一〇条(b)項の「相場操縦的または欺瞞的」という文言や立法史から示唆されることや、過失で足りるとすると証券法や取引所法の明示的な民事責任規定との整合性が失われることなどが指摘された。また、同事件では監査法人の責任が問題となっていたところ、脚注ではさらに、過失責任とする場合、原告が多数にわたる事件では専門家の意見の提供に深刻な政策的問題が生じると言及されている。……取引所法一〇条(b)項の主観的要件については、……令名高いFriendly判事は、発行会社が責任主体となる場合は株主間の利益移転という構造問題が存在し、また、発行会社による自発的開示に相当の委縮効果が生じ得るところ、単なる過失で責任を認めることは証券諸法の大きな目的を損なうと言及していた」（注一〇）と紹介されている。

英国の法制（注一一）では、原告株主は、当該不実記載を信頼したことと当該時点および状況においてそれを信頼することが合理的であったことを立証しなければならない。こうした厳格な要件の趣旨は、利害関係者の優先性を尊重し、上場会社の資源が、株主、従業員および債権者から、現在または潜在的な投資者というより大きな集団へと不適切に流用されないために、劇的な法の変更を避けたためと説明されている。また主観的要件についても、取締役または業務執行役員が当該記載の虚偽性・誤導性について認識・意図的な無視（recklessness）があったことを立証しなければならない。したがって、「端的に言えば、すべての取締役について詐欺の意図がなかった場合には発行会社は免責されることになっている。詐欺を責任の基礎とすべき理由については、①過失に比して詐欺は明確性が高く、また制限的な概念であり、包括的かつ適時の開示を阻害しないこと、②過失責任の場合はエンフォースメントが過剰となるおそれがあること、③訴訟費用を間接的に株主が負担する場合、投資の損失を既存株主に間接的に負担させることの費用を上回る社会的効用が見いだされるかは疑問があることなどが指摘されている」（注一二）と説明されている。

以上のとおり、資本市場法制が先進的に発展している欧米においても、本制度の構造問題を踏まえ、過失があったというレベルより厳格な詐欺とまでいえるレベルにまで至ってはじめて会社に損害賠償責任を負わせている状況にある。グローバル化した資本市場において、日本の法制だけが何か突出して異なる規律を置くことに合理性があるのか、日本において過失概念を解釈するに当たっても欧米の利害状況は考慮すべき一つの事情といえる。

4　損害賠償額の認定は構造問題に対処する手段として機能しづらいこと

流通市場における会社の不実開示責任の構造問題に対処する手段として、認定される損害賠償額の範囲のほうで限定することも理論的にはあり得る。しかし、（学界においても活発な議論があった論点である）金商法二一条の二の損害額の解釈について、最近の最高裁判例は取得時差額説を否定し、虚偽記載等と相当因果関係にある損害が含まれることとされた（注一三）。損害額の認定をもって構造問題を解消・緩和するツールとして活用することには一定の限界がある。

ただ「しかし「会社」から賠償を受けるとは、虚偽記載後に有価証券を取得し、かつ公表日後まで所有を継続した投資者のみが、それ以外の株主の負担において利益を得ることを意味するので、虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、多いほど良いというわけではない」という指摘（注一四）も近時改めてなされているとおり、会社が流通市場の不実開示責任を負担することの構造問題は依然残されたままである。損害額の判定の箇所でのクッション機能に限定があるのなら（注一五）、過失の有無の判定の箇

所が一つのクッションとして機能することが今後求められてくるといえる。

三　「法と経済学」の観点からの「過失」解釈の視点

1　不法行為制度としての効率性

不法行為制度における過失の解釈は法と経済学の分野でも活発な関心を呼ぶ領域である。流通市場における不実開示責任については、公害などの社会的損害を及ぼす不法行為責任とは性格が異なっており、会社に無過失責任を負わせるのは「制度としての効率性」に欠けるとの指摘が近時出されている（注一六）。

法と経済学の世界でいう「制度としての効率性」とは、不実開示における会社責任が果たそうとしている政策目的に照らして、会社責任という法制度が人々にもたらす便益と費用とを（それが誰に生じるかを問わず）集計し、ネットの便益が大きい法制度が効率的で望ましい法制度と評価されるということである。

流通市場の不実開示責任の制度の目的は、市場の信頼の確保である。そして、信頼確保の手段の選択に当たって、当該手段によって得られる社会的便益と社会的費用との比較考量から制度としての効率性を分析しておく必要がある。

2　「社会的損害の解消」と「所得の移転」との区別

法と経済学の観点から、不法行為責任における無過失責任に制度としての効率性（合理性）があるとしたら、それは、当該事故に起因する「損害を加害者に『内部化』させることにより、加害者が最適な注意水準および活動水準を選択する誘因（インセンティブ）を与える」ことに求められる。「最適な注意水準・活動水準の判定のために必要な情報を加害者が（裁判所よりも）多く有する場合には、無過失責任は、加害者のそうした情報優位を利用することによって、過失責任よりも容易に、最適な結果（あるいはそこまで行かなくてもそれに近い結果）を実現することができる。ここに、効率性の観点から見た場合の無過失責任の利点がある」と理解されている（注一七）。

これに対して流通市場における不実開示責任は、法と経済学の観点からすると、こうした公害等の社会的損害と構造が異なっていると分析されている。

すなわち、「一般に、法と経済学において、『無過失責任は、損害を加害者に『内部化』させることにより、加害者に最適な注意水準と活動水準を選択する誘因を与える』という場合、そこにいう『損害』とは、被害者個人の損害というだけでなく、社会全体に生じた損害（以下、「社会的損害」という）と評価できるものでなければならない。通常の不法行為の場合、被害者の損害はすなわち社会的損害であるから、この点はあまり問題にならない。交通事故で被害者の身体が傷害され、あるいは財産が毀損された場合、その損害と同じだけ、社会全体としても損害が生じたということができる。しかしこれに対し、もしも加害者の行為によって被害者に一〇〇万円分の金銭的損失が生じたが、同額だけの金銭的利得が第三者に生じたという場合、社会全体として見ると何ら損害は生じていない（このような場合、法と経済学では「所得の移転」が生じたに過ぎないと表現する）。

そして、発行会社が不実開示をした場合に、流通市場で有価証券を取得した投資者に生じる損害は、その多くが、そもそも社会的損害とはいえない（所得の移転に過ぎない）か、または社会的損害であっても、その損害はすでに発行会社が負担しているといえるものである。そうした損害について発行会社に無過失責任を負わせても、発行会社に最適な注意水準および活動水準を選択する誘因を与えることにはつながらず、むしろ、そうした損害を回避するため、過剰な注意ないし過少な活動をする誘因を与えてしまう」という指摘である（注一八）。

流通市場の不実開示の損害賠償責任が「社会的損害」ではなく「所得の移転」にすぎないというのは以下のとおりである（なお**図表1**および

〔図表１〕　損害額（株価下落額）の分解

不実開示と市場価格の動き

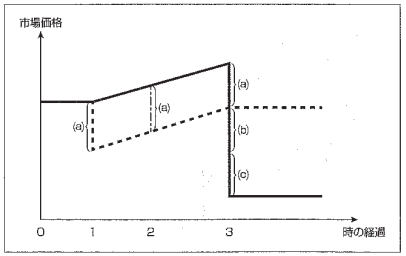
時点１以後に発行会社の株式を取得し，時点３における事実の公表により株価下落の損害をこうむった投資家は，発行会社に損害賠償を請求する

株価下落は，(a)，(b)，(c)に分解可能

(a)：虚偽記載等による株価つり上げ分の解消＝「取得時差額」

(b)：不実開示をしたことに伴う発行会社の損害（信用毀損，経営障害捕等による経営混乱等）＝拡大損害

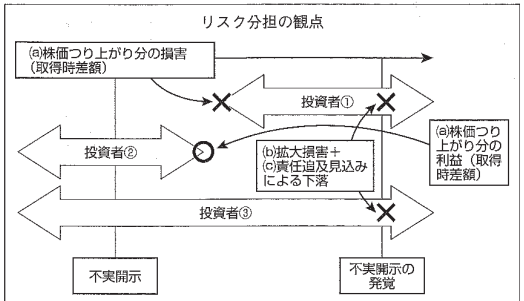
(c)：責任追及及見込みによる株価の下落



１：不実開示の時点
２：株式の取得時点
３：不実開示の発覚（事実の公表）時点
実線（———）：実際の市場価格の動き
破線（- - - - -）：不実開示がなかった（時点１で真実が開示された）と仮定した場合の市場価格の動き

〔図表２〕　関係者間のリスク負担の状況

リスク分担の観点



図表２ともに、田中亘准教授が二〇一四年度の法と経済学会における説明で使用された図を拝借している）。不実開示責任で会社が負担する相当因果関係がある損害賠償額は**図表１**のとおり、損害(a)＝虚偽記載等による株価つり上げ分の解消（取得時差額）、損害(b)＝不実開示をしたことに伴う発行会社の信用毀損、経営障害捕等による経営の混乱等から生じた発行会社の損害、損害(c)＝今後の責任追及及見込みによる株価下落などに分解できる。なお、損害賠償対象額が損害(a)に限定されていないことは前記二４のとおりである。他方、負担する投資者の属性を投資者①～③に分けたのが**図表２**である。

第一に損害(a)は、単に投資者①が高値で株式を買わされて、投資者②が得をした話である。したがって、損害(a)は法と経済学の世界では社会的損害には該当せず「所得の移転」なのである。根っこの問題は、投資者②から利得返還を請求することが現実には難しい点にある。その結果、投資者①が損害をこうむったまま放置されている状況なのである。こうした「社会的損害でない（所得の移転に過ぎない）投資者の損失について発行会社に賠償責任を課すことは、不実開示の回避のために発行会社に過剰な注意を払わせ、あるいは過少な活動をさせる誘因を与えることにしかならない」ため、制度としての効率性に欠けていると法と経済学の観点からは評価されるわけである。「こうした株価下落分の損失を発行会社に負担させることにより、発行会社に不実開示の回避のための注意を払わせ、あるいは活動を抑制させてみても、ネットの

社会的便益は何ら増加しない。むしろ、発行会社の注意費用および活動抑制による便益の減少分だけ、ネットの社会的便益は減少してしまう」非効率な事態となるのである。

次に損害(b)は、顧客・取引先を失う損害など社会的損害といえる損害も観念し得るものの、これらはすでに発行会社がこうむっている損害であって、「発行会社に投資者に対する責任を認めるまでもなく、すでに発行会社自身が負担している……ため、発行会社は、その損害を回避するために注意を払いまた活動を抑制する誘因をすでに持っている。それに加えて……発行会社に負担させるならば、同じ損害を二重に発行会社に負担させることになり、その結果、発行会社の注意水準は過剰になり、活動水準は過少になってしま〔い〕」、損害(a)と同様にネットの社会的便益が減少するだけなので、「効率性の観点からは、発行会社にこれを負担させる理由がない」という分析結果となる〈注一九〉。

損害(c)については、そもそも相当因果関係がある損害に該当するのかどうかは解釈論次第だが、こちらも社会的損害には該当せず、発行会社に負担させる制度としての効率性は存在しない。

以上のとおり法と経済学の世界からみると、投資者の損害（投資者①の損害）について会社の無過失責任制度が採用されても、会社に対して最適な注意と活動の水準を選択する誘因を必ずしも与えることにならないという分析結果に至るのである。

3　「投資者①」と「投資者③＋リスク分散ができない従業員・取引先等」とのリスク分担

以上は無過失責任に対する制度的効率性についての分析であるが、無過失責任とは過失を最も広範に解釈した場合であって、平成二六年金商法の改正を経て過失概念を広く解釈する場合についても、制度としての非効率性の論点を依然惹き起こすことになる。

以上の法と経済学の立場からの指摘は、前記二で述べた構造問題をさらに深化させて分析したものといえるが、司法現場で会社の過失を解釈する際にも考慮すべきポイントの一つといえよう。そしてこうした法と経済学の観点からの分析結果は、会社の責任範囲を過失責任でなく詐欺責任に限定している欧米法制の現状とも整合的である。

流通市場における会社の不実開示責任の制度は、投資者②が高値で売却したことで得をして投資者①が損害を受けているところ、かといって投資者②からその利得を回収できない状況下で、投資者①がこうむった損害を「投資者③＋リスク分散ができない従業員や取引先といった者」がすべて負担して救済することの制度としての効率性が問われているといえる。証券市場が負っているリスク分散機能と比較考量すると、投資者②から回収できないという問題を「投資者③＋リスクを分散できない従業員等」にすべて負担させて解決することが制度として効率的とはいえないのではないかという点が、前記二2のとおり欧米を含め構造問題として論点となっているわけである。それだけに平成二六年金商法改正で導入された「過失」概念の解釈は、こうした効率性のバランスを引く境界線として重要な機能を果たすことになる。

四　過失概念の当てはめ

では過失概念は具体的にどう解釈されていくだろうか。

1　役員に注意義務違反があった場合

会社経営者が意図的に行っていた粉飾事案など、粉飾防止に向けた役員の善管注意義務に明確に違反が認められる場合には、改正前後で結論に大きな変化は生じないのだろう。

なお、平成二〇年金商法改正で導入された財務報告内部統制制度も定着している中、善管注意義務の内容として、財務報告内部統制の整備運用義務も含まれることになる。

2　役員に注意義務違反がなかった場合

他方、会計基準の当てはめや解釈等の誤りに

ついて注意義務違反がなかったといえるような場合には、会社の損害賠償責任が否定される場合もあり得るのだろう。最高裁は、会社法上の善管注意義務の文脈であるが、法令定款違反があった場合について、法令違反の認識を欠いたことにつきやむを得ない事情がある場合には会社役員に過失はないとして、損害賠償責任を否定している〈最判平成一二年七月七日民集五四巻六号一七六七頁〉。

財務報告内部統制の整備運用について会社役員に特段の義務違反はなかった事案はどうか。議論のベースとして、日本システム技術事件〈最判平成二一年七月九日判例時報二〇五五号一四七頁〉の事案に対する裁判所の判断内容をまず紹介する。

(1)　日本システム技術事件の事実関係

裁判所が認定した事実関係は以下のとおりである。

①Y社（東証二部上場）の事業はソフトウェア事業とパッケージ事業に大別され、大学向け事務ソフト等の開発販売を行うパッケージ事業本部の下にGAKUEN事業部が設置されていた。

②GAKUEN事業部には、事業部長が部長を兼務する営業部のほか、注文書等の形式面の確認を担当するBM課、事務ソフトの稼働の確認を担当するCR部が設置されていて、事務手続等の概要は、(i)GAKUEN事業部の営業担当者が顧客（以下「販売会社」という）から受領した注文書をBM課に送付し、BM課は検収依頼書を作成した上、営業担当者を通じて販売会社に検収を依頼する、(ii)CR部担当者が、販売会社の担当者とともに、大学等に納品された事務ソフトの検収を行う、(iii)BM課は、販売会社から検収書を受領した上、財務部に売上報告をし、財務部が注文書および検収書を確認して売上げとして計上するというものであった。

③GAKUEN事業部長兼営業部長に就任したBは、業績を上げるため、平成一二年九月以降、営業社員らに対し、後日正規の注文が獲得できる可能性の高い取引案件について、正式な注文がない段階で注文書を偽造するなどして実際に注文があったかのように装い、売上げとして架空計上する扱い（以下「本件不正行為」という）をするよう指示した。

④営業社員らは、偽造印を用いて販売会社名義の注文書を偽造してBM課へ送付し、BM課から受領した検収依頼書を販売会社に交付することなく、検収済みとされたように検収書を偽造した上でBM課に返送した。BM課では、偽造に気づかず財務部に売上げの報告をし、財務部は、偽造された注文書および検収書に基づき売上げを計上していた。毎年九月に財務部が、毎年三月にY社と監査契約を締結していた監査法人が、それぞれ販売会社宛に売掛金残高確認書の用紙を郵送して確認を求めていたが、営業社員らは、販売会社の担当者に対し、送付ミスであるから開封せずに持っていてほしいなどと申し向け、同用紙に販売会社の偽造印を押捺するなどして、偽造した売掛金残高確認書を財務部または監査法人に返送していた。

⑤財務部は、売掛金債権の存在について特に疑念を抱かず、監査法人も、Y社の財務諸表等につき適正意見を表明していた。

⑥平成一六年一二月ころ、本件不正行為が発覚し、Y社は、同事実を公表した上、平成一七年三月期の業績予想を修正するなどした。東証は、平成一七年二月一〇日、上場廃止基準に抵触するおそれがあるとして、Y社の株式を整理ポストに割り当てた。これらの事実が報道された後、Y社の株式は大幅に下落した。

(2)　日本システム技術事件の最高裁の判示

最高裁は以下のように判断して会社の損害賠償責任を否定した。

「前記事実関係によれば、本件不正行為当時、Y社は、①職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離し、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課及びソフトの稼働確認を担当するCR部を設置し、それらのチェックを経て財務部に売上報告がされる体制を整え、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としていたというのであるから、Y社は、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得る程度の管理体制は整えていたものということができる。そして、本件不正行為は、GAKUEN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報告をさせたというもので、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確認書の用紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押捺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に巧妙に偽造するという、通常容易に想定し難い方法によるものであったということができる。

また、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、Y社の代表取締役である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な事情も見当たらない。

さらに、前記事実関係によれば、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、販売会社との間で過去に紛争が生じたことがなく、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というのであるから、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確認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、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はできない。

以上によれば、Y社の代表取締役であるAに、Bらによる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はできない。」

(3) 改正金商法下での過失概念の当てはめ

日本システム技術事件は平成一六年証取法改正前の事案であったこともあり、会社法三五〇条の解釈として会社の損害賠償責任が判断されている。しかしこの最高裁が判決理由で述べているポイントは、会社役員に財務報告内部統制の整備運用に過失がなかった以上、会社としても過失がなかったという点である。この最高裁の判示内容は、今回の金商法改正において考慮要素とされた「財務報告内部統制が適切に整備され、実際にも有効に機能していた場合にまで、当該体制をもってしても防ぎきれなかった「虚偽開示」について提出会社の責任を問うことは適切とはいえない場合もありうると考えられること」という改正の一つのポイントとも合致している（注二〇）。

また欧米の法制下でも、経営者が関与しない従業員主導型の場合には、会社に不実開示責任はナシと判断される可能性が高い。米国では、開示書類の作成・発行者またはその命令・承認者もしくは情報・文言提供者等という一定の者の心理状態が帰属するというものであり、従業員や子会社の構成員の心理状態の会社への帰属は否定されている。詐欺責任に限定するという法制的価値判断も踏まえ、代理法理を通じて従業員の主観がそのまま（本人である）会社の主観として帰属することは否定されている（注二一）。英国でも取締役や業務執行役員で当該記載に責任を負っている者のレベルでの虚偽（あるいは誤導性）に対する認識が要求されている（注二二）。

平成二六年会社法改正において、企業集団内部統制の構築運用義務が強化されている。海外子会社を含む虚偽記載事案が生じているという重大な問題意識がある中、親会社である上場会社の役員が整備すべき企業集団内部統制における善管注意義務のレベル感は厳しくなってきている（注二三）。日本システム技術事件が起きた当時に比較しても、財務報告内部統制の実務は進化しかつ厳格化してきている（注二四）。

そして、こうした平成二六年会社法改正を経た現時点でのレベル感を適用してもなお「当該上場会社の代表取締役等の役員に虚偽記載を防止するためのリスク管理態勢の構築運用義務に違反した過失があるということはできない」と裁判所が認定する事案なのであれば、前記二おおよび三の構造問題を含む諸種の利害のバランスを踏まえ、金商法上の会社の損害賠償責任においても、当該虚偽記載等について会社に過失は

なかったと判定されることは十分考えられるところである。

五　むすびに代えて

不法行為責任の世界において会社や法人レベルでの過失の認定は難問である。「過失」という用語だけをじっと見つめていても何か解釈が導き出されるものではなく、当該不法行為責任の性質・特徴（相当因果関係があるといえる損害の法的性格を含む）を踏まえて、過失概念を解釈していく必要がある。

平成二六年金商法改正で導入された過失概念の解釈に当たっては、会社責任という仕組みが抱えている構造問題（および法と経済学の観点からの制度としての効率性）を考慮する必要がある。グローバルな資本市場の下、欧米の法制はこの構造問題等を踏まえ、いろいろと悩んでいる。

市場を欺く詐欺的粉飾は決して許されないことである。こうした事案の抑止のため、プライベートエンフォースメントとしての会社の損害賠償責任制度が果たす役割と社会的機能の重要性は、改正前後で何ら変わるものではない。今後の解釈論の進展を期待したい。

（注一）　平成二六年金商法改正の解説として、大谷潤ほか「新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策」本誌二〇四〇号（二〇一四）六七頁など。

（注二）　金融審WG報告書では「提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事案ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることとしておくことが適当であると考えられる。なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる」と記載されている。

（注三）　大蔵省証券局企業財務第二課編『改正証券取引法解説』（財務研究会出版局、一九七一）一三三頁。

（注四）　平成一六年改正の経緯を含めて議論の詳細については、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー【開示制度・不公正取引・業規制編】』（有斐閣、二〇一一）一一九頁以下を参照されたい。

（注五）　若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判――株主が会社を訴える合理的根拠はあるか」経営戦略研究一八巻（二〇〇八）一四頁以下。

（注六）　岩原ほか・前掲（注四）一三八頁〔藤田友敬発言〕

（注七）　溜箭将之「証券流通市場と民事責任(下)――英米私法の損害論が示唆するもの」NBL九九六号、一〇一三）六一頁。

（注八）　前越俊之「証券不実開示訴訟における「損害因果関係」――合衆国連邦最高裁判所Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo判決とその示唆を中心に――」福岡大学法学論叢五三巻四号（二〇〇九）三八四頁以下。

（注九）　「適切な内部統制システムを整備しても、従業員等の不正行為を原因とする不実開示を完全に防ぐことはできないことからして、流通開示について発行会社の無過失責任を定める平成一六年改正証券取引法……の規定の妥当性には、疑問がある」との指摘もある（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・商事判例一三二〇号（二〇〇九）一九頁）。

（注一〇）　藤林大地「不実開示に対する発行会社の故意・過失の意義――我が国の法改正とアメリカ・カナダ・イギリス法の動向を中心に」金融法務事情一九九七号（二〇一四）三〇頁以下。その他、欧米法制の状況については、溜箭将之「証券流通市場と民事責任(上)――英米私法の損害論が示唆するもの」NBL九九五号（二〇一三）、溜箭・前掲（注七）連載に詳しい。

（注一一）　英国法制の説明については、藤林・前

掲（注一〇）四〇頁参照。

（注一二）藤林・前掲（注一〇）四〇頁。

（注一三）最判平成二四年三月一三日民集六六巻五号一九五七頁等。最近の議論の状況について、加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方――判例法理における有価証券報告書等の虚偽記載等と投資者が被った損害の相当因果関係の判断枠組みの検討」飯田秀総ほか編『落合誠一先生古稀記念』商事法の新しい礎石』（有斐閣、二〇一四）八一七頁以下参照。

（注一四）江頭憲治郎『株式会社法（第五版）』（有斐閣、二〇一四）四二三頁。

（注一五）なお米国で最近、二〇一四年六月二三日にHalliburton社をめぐる最高裁判決（Halliburton vs. Erica P. John Fund Inc. 134 S.Ct.2398 (2014)）が出され、不実開示責任の射程がさらに限定されている（平成二六年八月二四日付日本経済新聞朝刊一五面、池谷誠「Halliburton事件最高裁判決の検討――効率的市場仮説の有効性と検証方法――」本誌二〇四二号（二〇一四）四一頁以下）。当該不実開示が株価に影響を与えない内容であれば、集団訴訟における集団認定（クラス認定）が否定されるということは各投資家個々人が当該虚偽記載への依拠（reliance）を立証する必要が生じるわけで、当該不実開示に対する提訴への影響は大きい。米国で示された一つの流れは依拠要件の立証の厳格化であり、当該虚偽記載が株価に影響を与えたか否かの立証が今後米国訴訟における重要争点になる。日本の現行法制でも、①重要な虚偽記載に該当するのか否かの認定や②虚偽記載と損害との間の因果関係の判定（虚偽記載の公表後一年以内の取得者についての因果関係および損害額の推定への反証を含む）において、こうした当該虚偽記載が株価に影響を与えたのか否かの主張立証活動が今後より本格化する可能性があろう。

（注一六）この点について近時公表された大変優れた分析として、田中亘「流通市場における不実開示責任による発行会社の責任――インセンティブの観点から」飯田ほか・前掲（注一二）八五七頁以下。なお本稿の法と経済学の観点からの記述については、二〇一四年七月一三日に行われた「法と経済学会」において田中亘東京大学准教授、加藤貴仁東京大学准教授、柳川範之東京大学教授、筆者が参加して行われた「シンポジウム）流通市場における不実開示に関する法規制」から示唆を受けたポイントも多い。ここに記して謝意を表したい。

（注一七）田中・前掲（注一六）八七四頁～八七七頁参照。

（注一八）田中・前掲（注一六）八七九頁以下。

（注一九）田中・前掲（注一六）八八一頁～八八七頁。狼狽売りによる株価下落分についても、損害(a)と同様に、「過剰反応により著しく低下した価格で株式を売却した投資者の不利益は、同額で株式を購入した別の投資者の利益によって相殺され、社会全体で見ると、まったく損害は発生しない」所得の移転に該当するため、狼狽売りによる株価の下落について「発行会社に賠償責任を負わせる理由は、効率性の観点からは存在しない」（田中・前掲（注一六）八八七頁）。

（注二〇）不法行為責任の使用者責任の観点からは従業員の故意過失をもって会社に過失ナシと直ちになるわけではなく、逆に会社に過失があると幅広く認定することで投資者保護を図るべきという議論も出てくるかもしれない。しかし、「投資者」保護と投資者を一括りで議論してしまうと、前記二および三で述べた構造問題、すなわち投資者②には求償できないところ、投資者①の損害を投資者③に全負担させるという「投資者間の」構造問題が勘案されていない懸念がある。

（注二一）藤林・前掲（注一〇）三一頁以下参照。

（注二二）藤林・前掲（注一〇）四〇頁参照。

（注二三）粉飾決算防止のために、海外子会社を含む企業集団として整備運用すべき内部統制のあり方についてケーススタディ的に整理したものとして、たとえば、広瀬雅行＝武井一浩「企業集団内部統制（連結内部統制）への実務対応――日本監査役協会「企業集団における親会社監査役等の監査の在り方」提言――」本誌二〇二四号（二〇一四）四頁以下。

（注二四）なお本稿は、もし日本システム技術事件と同じ事実関係の事件が現在起きたときに裁判上いかなる判断となるのかについて、何ら言及するものではない。

（たけい・かずひろ）

勧誘概念の明確化と実務上の諸問題

鈴木克昌　弁護士
根本敏光　弁護士
熊谷真和　弁護士
五島隆文　弁護士

一　はじめに

平成二五年一二月二五日に公表された、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（以下「金融審WG報告」という）の提言および同ワーキング・グループにおける議論を踏まえ、平成二六年八月二七日付で、有価証券の取得勧誘または売付け勧誘等（以下「勧誘」と総称する）に該当しない行為の明確化を図る「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」（以下「開示ガイドライン」という）の改正が公表され、同日より適用が開始された（以下、改正された開示ガイドラインを「改正開示ガイドライン」という）。

金融審WG報告においては、有価証券届出書の提出前に有価証券の勧誘を開始すること（いわゆる届出前勧誘）は禁止されているが（金融商品取引法四条一項）、法令上、勧誘の範囲が不明確なために、増資予定企業が企業情報の発信を躊躇するとの指摘や、上場企業の資金調達の円滑化のために有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する（注一）場合には、提出前に投資家が企業情報を受け取る機会をできるだけ確保することが望ましいとの考えが示され、これを受けた改正開示ガイドラインにおいては、従前より勧誘に該当しないことが明示されていた第三者割当てにおける事前調査（改正開示ガイドラインB二－一－二①（注二）に加えて、新たに七つの類型の行為が、有価証券の勧誘に該当しない類型として明示された（改正開示ガイドラインB二－一－二②～⑧）。

本稿では、かかる開示ガイドラインの改正の内容につき、改正と同日に公表されたパブリッ

目　次

一　はじめに
二　勧誘概念に関する従来の議論と実務対応
三　開示ガイドライン改正の概観
　1　改正の概要
　2　改正開示ガイドラインの適用範囲
四　プレ・ヒアリング（需要調査）
　1　改正の概要
　2　需要の見込みに関する調査
　3　調査対象
　4　業府令一一七条一項一五号に規定する措置またはこれに準ずる措置
　5　ライツ・オファリングにおける大株主の行使意向の場合
　6　実務上の課題
五　有価証券届出書等の提出日の一月前の応当日以前における発行者情報の発信
　1　改正の概要
　2　発信が許容される情報
　3　継続的掲示の場合
　4　他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合の合理的措置
　5　プレディール・リサーチレポート
六　法令または取引所規則に基づく開示
七　定期的な発行者情報の発信
八　新製品または新サービスの発表
九　自発的な問合せに対する回答
一〇　アナリスト・レポートの配布または公表
一一　まとめ

資料４

《全 文》

【文献番号】２５５０５９５１

各損害賠償請求事件
東京地方裁判所平成２０年（ワ）第２７２９２号，平成２０年（ワ）第３１４５６号，平成２０年（ワ）第３７９０３号，平成２１年（ワ）第２０８４７号，平成２１年（ワ）第３４０２０号
平成２６年１１月２７日民事第３１部判決
口頭弁論終結日　平成２６年７月３日

判　　決

当事者の表示　別紙当事者目録記載のとおり

主　　文

１　被告は，別紙「認容額等一覧表」の「原告名」欄記載の各原告に対し，それぞれ同表「認容額」欄記載の各金員及びうち同表「取引別認容額」欄記載の各金員に対する同表「遅延損害金起算日」欄記載の各日から各支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
２　第１項の原告らのその余の請求をいずれも棄却する。
３　上記原告らを除く原告らの請求をいずれも棄却する。
４　訴訟費用は，被告に生じた費用の４分の１及び第３項記載の原告らに生じた費用を同原告らの負担とし，被告に生じたその余の費用と第１項記載の原告らに生じた費用の合計を１０分し，その９を同原告らの負担とし，その余を被告の負担とする。
５　この判決は，第１項に限り，仮に執行することができる。

事実及び理由

第１　請求
被告は，原告らに対し，それぞれ別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」及び別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「請求の趣旨」欄記載の各金員及びうち同目録「Ｂ１　民法７０９条，会社法３５０条による請求」欄の「損害金小計」欄記載の各金員に対する「株式取得日」欄記載の各日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
第２　事案の概要
本件は，東京証券取引所第一部等に株式を上場している被告が関東財務局長に対して〔１〕平成１８年１２月１５日に提出した平成１８年９月中間期半期報告書（以下「本件半期報告書」という。）及び〔２〕平成１９年６月２７日に提出した平成１９年３月期有価証券報告書（以下「本件有価証券報告書」といい，本件半期報告書と併せて「本件各報告書」という。）中に，重要な事項について虚偽の記載があり，原告らが流通市場又は発行市場において，虚偽の記載に係る情報を信用して被告株式を取得したことにより損害を被ったなどと主張して，被告に対し，流通市場で取得した原告らにつき金融商品取引法（平成１８年法律第６５号による改正前の法律の題名は証券取引法。以下，同改正の前後を通じて「金商法」という。）２１条の２第１項又は第２項（予備的），会社法３５０条，民法７０９条に基づき，発行市場で取得した原告らにつき金商法１８条１項・１９条，会社法３５０条，民法７０９条に基づき，それぞれ損害賠償金及びこれらに対する各株式取得日（不法行為による損害発生の日）から民法所定の年５分の割合による遅延損害金の支払を求める事案である（なお，原告らは，予備的請求を含め，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」及び同「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「請求の趣旨」欄記載の各金額の支払請求をしているところ，附帯請求については，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」記載の原告らの附帯請求の対象金額である「Ｂ１　民法７０９条，会社法３５０条による請求」の「損害金小計」欄記載の金額（取引が複数ある場合は，「当該原告小計」欄記載の金額）が「請求の趣旨」欄記載の金額を超えている（原告Ｐ１（原告番号２０６６）及び原告Ｐ２（同２０７６）を除く。）。また，原告Ｐ１（原告番号２０６６），原告Ｐ２（同２０７６）及び別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」記載の原告らについては，上記「損害金小計」欄記載の金額の合計が「請求の趣旨」欄記載の金額に満たないため，「損害金小計」欄記載の金額の限度で附帯請求をしていることになる。）。
１　前提事実（争いのない事実以外は，各項掲記の証拠等により認める。）
（１）当事者
ア　原告らのうち，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」に記載の者（別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ａ類型」記載の原告らと同じ。以下「原告Ａ類型」という。）は，別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ａ類型」の「株式取得日」欄記載の日に，「取得株式数」欄記載の被告株式を「取得株価（一株当たり）」欄記載の価格（一株当たり）で，流通市場において取得した者である（ただし，原告株式会社ニッソウ（原告番号５００８）及び原告Ｐ３（同５００９）を除く。なお，原告Ｐ４（原告番号１０５２），原告Ｐ１（同２０６６），原告Ｐ５（同２０７１）及び原告Ｐ６（同４０１１）の株式取得日は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」の「株式取得日」欄記載の日より前の日が「約定日」であることを示す証拠が存在するものの，株式取得日の主張が遅延損害金の起算日に関わるものであることから，上記各原告が主張する限度で，同別紙記載のとおりの日と認定する。また，原告Ｐ５（原告番号２０７１）及び原告Ｐ７（同３００９）の取得株価は，同別紙の「取得株価（一株当たり）」欄記載の価格より高い価格で取得したことを示す証拠が存在するものの，取得株価の主張が請求額に関わるものであることから，上記各原告が主張する限度で，同別紙記載のとおりの価格と認定する。）。（甲ハ，甲ハ〈２〉，甲ハ〈３〉，弁論の全趣旨）
イ　原告らのうち，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」に記載の者（別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ｂ類型」記載の原告らと同じ。以下「原告Ｂ類型」という。）は，別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ｂ類型」の「株式取得日」欄記載の日（平成１９年１月１９日から同月２３日までの間。別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「株式取得日」と同じ。）に，「取得株式数」欄記載の被告の株式を，発行市場（一般募集）において，一株当たり３９１円で取得した者である（なお，原告Ｐ４（原告番号１０５２）の株式取得日は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「株式取得日」欄記載の日より前の日が「約定日」であることを示す証拠が存在するものの，株式取得日の主張が遅延損害金の起算日に関わるものであることから，上記原告が主張する限度で，同別紙記載のとおりの日と認定する。）。（甲ハ，甲ハ〈２〉，甲ハ〈３〉，弁論の全趣旨）
ウ　被告は，機械事業，航空・宇宙事業等を営み，東京証券取引所第一部等に株式を上場している株式会社である（平成１９年７月１日から会社名を「石川島播磨重工業株式会社」から現在の名称に変更）。
（２）被告は，平成１８年１２月１５日，連結中間純損益額を２８億１７００万円の損失と記載した平成１８年９月中間期半期報告書（本件半期報告書）を関東財務局長に提出した。本件半期報告書は，金商法２条７項の「有価証券届出書」（１８条１項）及び「同法２５条１項８号に掲げる書類」（２１条の２第１項）に該当する。
（３）被告は，平成１９年１月９日，関東財務局長に対し，本件半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出し，同月２６日，同有価証券届出書に基づく一般募集（１億４３００万株）により５３６億３０７２万円（売出価額は５５９億１３００万円），同年２月２６日，同有価証券届出書に基づく第三者割当による募集（２１４５万株）により８０億４４６０万８０００円を，それぞれ取得し，また，同年６月８日，関東財務局長に対し，本件半期報告書を参照書類とする発行登録追補書類を提出し，同発行登録追補書類に基づく社債の募集により，同月１８日，合計３００億円を取得した。
（４）被告は，平成１９年６月２７日，連結当期純損益額を１５８億２５００万円の利益と記載した平成１９年３月期有価証券報告書（本件有価証券報告書）を関東財務局長に提出した。本件有価証券報告書は，金商法２条７項の「有価証券届出書」（１８条１項）及び「同法２５条１項４号に掲げる書類」（２１条の２第１項）に該当する。
（５）被告は，平成１９年９月２８日付けで「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」と題する書面（以下「９月２８日付け適時開示（過年度）」という。）を公表した（以下，この公表を「本件公表」という。）。同書面には，「主としてエネルギー・プラント事業に係わる多額の損失見込みが報告されました。」，「長期大規模工事におけるコストダウンの施策の一部に，その効果が適切に評価されておらず，実現性が低いと想定されるものが約２８０億円あり，平成２０年３月期業績見通し公表値を修正すべきであることが確認されました。さらに，その一部は，平成１９年３月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性のあることが判明しました。」，「調査委員会では，平成１９年３月期決算に織り込まれたコストダウン施策を平成１９年９月の時点で再評価し，実現性の低いものを損失として算定したところ，その金額は約２８０億円になりました。一方，平成１９年３月時に作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ，見積等に甘いものがあり，その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性があり，したがって，約２８０億円の一部に平成１９年３月期決算に影響するものが含まれている可能性が出てまいりました。」との記載がある。（甲イ２，乙２）
また，被告は，同日付で「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「９月２８日付け適時開示（業績予想）」という。）として，平成２０年３月期の通期連結業績予想について，営業利益が５７０億円下方修正されたこと，また，これに加え，「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性があり」，「営業利益を最大で△４５，０００百万に修正する可能性がある」旨を公表した。（乙１）
（６）被告は，平成１９年１２月１１日，「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」として，平成１９年３月期決算の通期営業損益につき最大で２８０億円の営業損失が加わる可能性があるとしていたところ，２８０億円のうち，約１８０億円については平成１９年３月期決算の訂正とし，残りの約１００億円は平成２０年３月期の業績予想の修正に含めること，平成１９年９月２８日付けの開示資料では業績予想の通期営業損失の修正幅として認識していた５７０億円のうち約１２０億円について平成１９年３月期決算の訂正とすることなど，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算の過年度訂正並びに平成２０年３月期の業績予想の見通しを開示した。（甲イ３）
（７）被告は，平成１９年１２月１２日，「業績予想の修正および過年度決算の訂正に関する調査結果ならびに当社の対応方針のご報告」として，平成１９年３月期，平成１８年９月中間期各決算（連結・個別）について，売上高，営業利益，経常利益，税引前利益についての訂正額を公表するとともに，「社外調査委員会の調査報告書について」及び「社内調査委員会の調査報告書について」を公表した。（甲イ９，乙２８，３，４）
（８）被告は，平成１９年１２月１４日，「過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正について」として，平成１９年３月期，平成１９年９月中間期各決算（連結・個別）について，具体的に確定した過年度決算訂正額を公表し，また，「業績予想の修正に関するお知らせ」として，平成２０年３月期，同年９月中間期業績（連結・個別）について，業績予想の修正額を公表した。（乙１９９，２００）
（９）被告は，平成１９年１２月２７日，関東財務局に対し，訂正報告書を提出した。（甲イ

106

４）
（１０）証券取引等監視委員会は，平成２０年６月１９日，内閣総理大臣及び金融庁長官に対し，金融庁設置法２０条１項の規定に基づき，１５億９４５７万９９９９円の課徴金納付命令を発出するよう勧告を行った。
同勧告において，被告は，（1）売上の過大計上及び売上原価の過少計上等により，〔１〕連結中間純損益が１００億９５００万円の損失であったにもかかわらず，これを２８億１７００万円の損失と記載するなどした中間連結損益計算書を掲載した本件半期報告書を提出し，〔２〕連結当期純損益が４５億９３００万円の損失であったにもかかわらず，これを１５８億２５００万円の利益と記載するなどした連結損益計算書を掲載した本件有価証券報告書をそれぞれ関東財務局長に対して提出し，もって金商法第１７２条の２第１項又は第２項に規定する「重要な事項につき虚偽の記載がある」有価証券報告書等を提出し，（２）本件半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出し，同届出書に基づく一般募集等により，株券を取得させるなどし，もって金商法第１７２条の２第１項又は第２項に規定する「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類に基づく募集により有価証券を取得させたなどと指摘されている。（甲イ１）
（１１）金融庁長官（金商法１９４条の７第１項の規定に基づき内閣総理大臣から委任を受けている。）は，平成２０年６月１９日，上記（１０）の事実等に係る事件について，金商法１７８条１項の規定に基づき，被告に対する審判手続を開始する旨の決定をした（以下，同決定に基づく審判手続を「本件審判手続」という。）。被告は，本件審判手続において，審判官に対し，上記事実等（課徴金に係る金商法１７８条１項各号に掲げる事実）及び納付すべき課徴金の額を認める旨の同年７月２日付け答弁書を提出した。（甲イ５，７の３・４）
（１２）金融庁長官は，同月９日，１５億９４５７万９９９９円の課徴金の納付を命ずる旨の決定をし，その後，被告は，同額を国庫に納付した。（甲イ５，７の６）
（１３）平成１９年９月２８日を金商法２１条の２第２項の「公表日」とした場合，同項の「当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額（略）の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額」は，６９．６６円となる（＝約３５４．１９０円－２８４．５２６円）。
（１４）被告株式の本件口頭弁論終結時の株価（平成２６年７月２日の終値とすることについて当事者間に争いがない。）は４７４円である。
２　争点及びこれに関する当事者の主張
（1）「虚偽の記載」の有無（本件各報告書に，金商法１８条１項又は２１条の２第１項の「重要な事項について虚偽の記載」があるか。）
（原告らの主張）
ア　金商法上における「虚偽の記載」とは，「事実に反する記載」をいい，これに該当するか否かは，「金融商品等の公正な価格形成を阻害し，投資者の保護の理念に抵触するか否か」という観点から判断されるべきである。
イ　本件における「虚偽の記載」とは，次の（ア），（イ）のとおり，本件各報告書において，被告の中核事業の一つであるエネルギー・プラント事業の長期大規模工事で適用している工事進行基準会計において，不適正な原価の圧縮や期末において原価として計上すべき費用の把握漏れにより工事の総発生原価見通しが過少に見積もられ，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上されたこと等により，利益が過大に計上されたことである（以下，この記載を「本件虚偽記載」という。）。
（ア）平成１８年９月中間期半期報告書（本件半期報告書）
本件半期報告書の連結損益計算書において，売上高については，工事進行基準を適用する５件の工事で訂正があり，このうち，〔１〕４件の工事は，総発生原価見通しの過少見積りにより工事進捗率が上昇し，売上高が１４億０７００万円過大に計上され，〔２〕１件の工事は，実際発生原価の把握漏れにより工事進捗率が低下し，売上高が２００万円過少に計上され，合計で売上高が１４億０５００万円過大に計上された。
また，売上原価については，工事進行基準を適用する４件の工事及び工事完成基準を適用する２件の工事で訂正があり，実際発生原価が３８億９２００万円計上されていなかったほか，赤字工事に備える受注工事損失引当金が４５億５１００万円過少に計上されていた。
上記の売上高の過大計上及び売上原価の過少計上により，本件半期報告書の連結損益計算書において，連結営業利益は，△８７億６２００万円であるのに１０億６１００万円（９８億２３００万円過大に計上），連結当期純利益は，△１００億９５００万円であるのに△２８億１７００万円（７２億７８００万円過大に計上）と記載された。
（イ）平成１９年３月期有価証券報告書（本件有価証券報告書）
本件有価証券報告書の連結損益計算書において，売上高については，工事進行基準を適用する１７件の工事で訂正があり，このうち，〔１〕１６件の工事は，総発生原価見通しの過少見積りにより工事進捗率が上昇し，売上高が１３８億４４００万円過大に計上され，〔２〕１件の工事は，実際発生原価の把握漏れにより工事進捗率が低下し，売上高が９００万円過少に計上され，合計で１３８億３５００万円過大に計上されていた。
また，売上原価については，工事進行基準を適用する１１件の工事及び工事完成基準を適用する２件の工事で訂正があり，実際発生原価が３９億９５００万円計上されていなかったほか，赤字工事に備える受注工事損失引当金及び半成工事評価損が合計１２５億６９００万円過少に計上され，一方，売上高の過大計上に伴い保証工事引当金が１億５６００万円過大に計上されていたことから，売上原価は，合計で１６４億０８００万円過少に計上されていた。
上記の売上高の過大計上及び売上原価の過少計上により，本件有価証券報告書の連結損益計算書において，連結営業利益は，△５６億２６００万円であるのに２４６億１７００万円（３０２億４３００万円過大に計上），連結当期純利益は，△４５億９３００万円であるのに１５８億２５００万円（２０４億１８００万円過大に計上）と記載された。

ウ　本件各報告書に「虚偽の記載」（本件虚偽記載）があることは，次の事情から明らかである。
（ア）公正妥当な会計基準と「誤謬」
企業会計審議会，日本公認会計士協会等が公表する工事進行基準に関する基準によれば，工事進行基準における工事総原価は，信頼性のある見積り，すなわち，判断時に入手可能な資料を全て取り込んだ最善のもの（最善の見積り）でなければならず，これに反する見積りを用いた工事進行基準による売上の過大計上及び利益の過大計上は「事実に反する記載」であり，「虚偽の記載」というべきである。
ａ　金商法上，有価証券報告書中の連結損益計算書の記載については，連結財務諸表の用語，様式及び作成方法に関する規則（以下「連結財務諸表規則」という。）に則って作成されなければならないが，同規則には工事進行基準の適用の具体的規定はなく，同規則に定めのない事項については「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準」に従うべきものとされる（連結財務諸表規則１条１項）。
企業会計審議会が昭和２９年７月１４日に制定公表した「企業会計原則注解・注７（１）」は，工事進行基準を「決算期末に工事進行程度を見積り，適正な工事収益率によって工事収益の一部を当期の損益計算に計上する」ものと定義する。
原価比較法の計算式は，
〔１〕工事進捗度＝当期製造原価実績累計÷総発生原価見通し
〔２〕進行基準売上高＝請負金額×工事進捗度－前期累計進行基準売上高
〔３〕進行基準売上原価＝当期製造原価実績累計－前期製造原価実績累計
〔４〕進行基準売上総利益＝進行基準売上高－進行基準売上原価
であり，同計算式の中で見積りの必要があるのは「総発生原価見通し」のみであるから，工事進行程度の算定における信頼性は，「総発生原価見通し」，すなわち工事総原価の見積りに大きく依存している。
日本公認会計士協会が平成１４年１０月に公表した「建設業において工事進行基準を適用している場合の監査上の留意事項」（甲イ１８の２）によれば，工事総原価の見積りにおいて「工事進行程度の算定を原価比較法により計算する場合は，計算の信頼性は工事総原価の見積りに大きく依存する。」，「収益計上の不確実性を排除するためにできるだけ精密なものでなければならない。」としている。
ｂ　本件において，被告は，工事進行基準における見積りを会計上の「誤謬」として過年度修正の対象になるとして，臨時株主総会において過年度の決算修正をしたのであるから，本件各報告書に会計上の「誤謬」があったことは明らかである。
ｃ「会計上の見積りの変更」とは，新たに入手可能となった情報に基づいて過去の財務諸表を作成する際に行った会計上の見積りを修正することをいうところ，「我が国においては，会計上の見積りの変更が行われた場合，過去に遡り，過年度財務諸表を修正することは行われていない」（甲イ２１「過年度遡及修正に関する論点の整理」（以下「論点整理」という。）６６項）。
会計基準や実務上の取扱いに関する指針等の開発を行う民間組織である企業会計基準委員会は，平成１９年２月２７日付けで，企業会計基準第１５号として「工事契約会計基準」を，企業会計基準適用指針第１８号として「工事契約に関する会計基準の適用指針」を公表したところ，平成１９年当時の企業会計基準としても，会計上の見積りの変更の場合は過年度に遡及した修正は行われておらず，また，行うべきではないとされていたのであり，かかる基準等は，従来実務慣行として定着していた工事進行基準の内容を明文化したものである（甲イ２３）。
（イ）被告の社内調査委員会の「調査報告書」
ａ　被告の社内調査委員会の調査報告書によれば，「〔１〕客観性に欠ける判断によるコストダウン」として「電力事業部は新設工事では３０％の利益率を達成するためのコストダウンは難しく，利益率の引き上げは実現し難いと考えたが，事業本部長の強い指示を最終的には受入れた」とし，これは「その施策の具体化の検討も無く，高い利益率となる総発生原価見通しの設定を指示したことは客観性に欠ける判断によるもの」であるとする。また，同報告書は，「〔３〕コスト増加要因の過誤による繰り込み漏れ」として「電力事業部では，鋼材の発注時点で実行予算からのコスト増加が明らかになり，総発生原価見通しを増加（採算悪化）させるべきものについて，コスト増加分を総発生原価見通しに繰り込んでいない工事が２案件発見された」とし，さらに「〔４〕期末月までに判明していた事実に基づく見通しへの過誤による繰り込み漏れ」として，電力事業部や原子力事業部での過誤による繰り込み漏れを具体的に指摘する。
ｂ　同報告書は，上記の点について，「電力事業部及び原子力事業部においては，一部の案件について本来総発生原価見通しに繰り込むべき項目の見落としがあった。毎期末の総発生原価見通し算定作業において，見積要素に漏れが無いように，実行予算比較等により網羅性が検証されなければならないが，当該手続きが不十分であったものと考えられる。」と指摘する。
ｃ　上記の指摘は，工事進行基準の適用の前提とされる信頼性のある見積りにより会計処理がされなかったことを示している。
（ウ）証券取引等監視委員会作成の「検査報告書」
ａ　証券取引等監視委員会は，「検査報告書」おいて，「見積原価に繰り込むコストダウン施策について，具体的にコストダウン施策の実現可能性等の十分な検討を行わないままコストダウン効果として認識するなどし」たとし，また，「決算期末までに行われた工事の受注及び工事の発注，発注内示あるいは下請業者からの追加費用の求償等により，本来，期末において原価として認識し計上すべきであった費用が把握漏れとなっていた」として，最善の見積りをしていないことを指摘している。
ｂ　そして，「検査報告書」は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期の各連結損益計算書に係る見積りについて具体的な問題を指摘した上で，不適正な会計処理が発生した原因として「エネルギー・プラント事業本部及び各事業部の原価管理責任者が，慎重かつ客観的であるべき

財務会計の重要性を十分に認識しないまま利益目標を優先した原価管理を実施したこと，及び，これらを是正するための本社部門及び事業本部内の統制機能が十分に整備されていないもしくは運用されていなかったこと」を指摘し，具体的に「（１）エネルギー・プラント事業本部における原価管理の不備」「（２）本社部門の牽制機能の不備」「（３）プロジェクト管理の不備」「（４）プロジェクト受注審査の不備」の各点を指摘している。

ｃ　同委員会は，上記のような調査結果を踏まえ，本件各報告書に虚偽の記載があったとの事実を認定し，課徴金納付命令の勧告をした。

（エ）被告は，本件審判手続において，本件各報告書に虚偽の記載があったとの事実及び納付すべき課徴金の額を認め，金融庁長官による課徴金の納付を命ずる旨の決定に基づき，１５億円余の課徴金を国庫に納付した。

なお，被告は，私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（以下「独占禁止法」という。）上の勧告審決（公正取引委員会が，違反行為者に対し，適当な措置を採るべきことを勧告し，その者が勧告を応諾したときに，審判手続を経ないで当該勧告と同趣旨の審決を行うもの。）の事実上の推定の程度は，公正取引委員会の証拠による違反行為の存在の認定を要件とする審判審決や，同意審決に比して相対的に低いと解されており，本件審判手続における決定も，被告の自発的な応諾に基づくものであるから，事実上の推定の程度は低いと主張するが，本件審判手続における決定は，最終的に金融庁長官が，当該事実があると認めて課徴金納付を命じているものであって，被審人の違反事実の自認を要件とする独占禁止法上の同意審決（同法５３条の３）と同質の手続というべきものであり，名宛人の自由な意思に基づく勧告応諾の意思表示を専らその要件としている勧告審決とは質的に異なるというべきである。したがって，本件審判手続における決定の事実上の推定の程度は決して低くない。

エ　金商法１８条１項，２１条の２第１項の「重要な事項」については，投資者の投資判断に与えるような基本的事項，すなわち，その事項について真実の記載がされれば投資者の投資判断が変わるような事項をいう。

被告の本件各報告書については，前記イのとおり，連結営業利益や連結当期純利益の額に相当程度の変動があるところ，連結当期純利益等は，投資者の投資判断に直結する重要な勘定科目である上，虚偽記載に係る金額も多額で割合も大きいことに照らすと，本件虚偽記載は，投資者の投資判断に影響を与えるものとして，「重要な事項」について虚偽の記載があるというべきである。

（被告の主張）

ア　金商法１８条１項及び２１条の２第１項の「虚偽の記載」は，真実に合致しない記載であり，財務諸表との関係では，会計的な意味での「真実に合致しない記載」をいう。一般に公正妥当と認められる企業会計の基準，慣行に則った会計処理の方法，結果には一定の幅が存在し得るのであるから，「虚偽の記載」があったというためには，訂正前の財務諸表上の数値や会計処理自体が，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（不適正）であったことが必要である。

イ　長期の未完成請負工事については，収益の認識に関して，工事が完成し，その引渡しが完了した日に工事収益の認識を行う方法（工事完成基準）と，工事の完成，引渡しより前の時点において，決算期末に，工事進行程度を見積り，適正な工事収益率によって合理的な収益を見積もって工事収益の認識を行う方法（工事進行基準）が認められている（企業会計原則第二３Ｂただし書）。

企業会計基準委員会が公表した「工事契約会計基準」及び「工事契約に関する会計基準の適用指針」においては，一定の条件を満たす工事契約について工事進行基準を強制適用することとされ，上記基準及び指針は原則として平成２１年４月１日以後開始する事業年度から適用するとされたところ，上記の公表がされるまでは，工事進行基準による工事収益の算定方法，すなわち工事進捗度の見積方法について特段明確な規定は設けられていなかったのであるから，本件各報告書の財務諸表を作成するに当たり，当該作成時点で工事進行基準に関する会計処理に係る一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に反しない方法で会計処理を行ったものと評価し得る限り，虚偽の記載があったということにはならない（被告においては，工期２年以上かつ請負金額３０億円以上の長期大規模工事については，工事進行基準に則った算式によって各期の工事収益及び工事原価を認識していた。）。

そして，総発生原価見通しの判断は，事業環境や工事内容等を踏まえた経営専門家による専門的判断を要するものであり，将来の数年間を予測しながら見積りを行う必要があるため，相当程度の裁量が許容される。したがって，過去の総発生原価見通しが不適正であって過年度決算における期間損益の配分が不適正であったかどうかの判断は，当時の時点で収集可能であった事実を前提として，合理的な裁量を逸脱するほど不適正であったかどうかによって判断すべきである。

そして，かかる判断は，〔１〕当該会計処理の時点で，工事原価総額等の見積りが過少であったことを示す具体的な兆候が存在しないか，存在したとしても認識し得なかった場合に当たるか，〔２〕当該会計処理の時点で，かかる具体的な兆候を認識し，又は認識可能であった場合であっても，合理的な理由なく過少な総発生原価等の見積りを前提として期間損益の配分を行ったかという観点から行われなければならない。

本件において，被告の財務部は，最大限保守的な立場から，平成１９年３月期の総発生原価見通しに織り込むことが，当時としておよそ不可能であったことが客観的に明らかであると断定できないものについては，過年度（平成１９年３月期）に織り込んで，総発生原価見通しの遡及的な訂正をするという判断をしたのであって，当該訂正は訂正前の過年度決算における会計上の誤謬の有無を認定する目的で行ったものではないから，平成１９年３月の決算にこれを織り込んでいなかったことは，会計慣行に照らし，不合理・不適正とまではいえない。

ウ　各工事に関する具体的な事情は，別紙「個別工事に関する被告の主張」記載のとおりである。

エ　会計上の見積りの変更によって過年度の財務諸表を遡及修正するという会計処理は，少なくとも被告が過年度の連結財務諸表を訂正した平成１９年１２月１４日当時においては，一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従ったものであった。

すなわち，被告が過年度の連結財務諸表を訂正した平成１９年１２月１４日当時は，いまだ，企業会計基準委員会による「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」（乙１６０。以下「過年度遡及修正会計基準」という。）は公表されておらず，「過去の誤謬」を訂正する場合以外には過年度の財務諸表を遡及修正することが一切禁止されるという取扱いは，我が国における唯一の確立した一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行を形成していたとはいえない。

企業会計基準委員会は，「会計上の変更及び過去の誤謬に関する会計基準（案）」（乙１６２）第５３項の「我が国の現行の取扱いにおいては，会計上の見積りの変更をした場合，過去の財務諸表に遡って処理することは行っていない。」との見解を，その後に公表した「過年度遡及修正会計基準」（乙１６０）において，「我が国の従来の取扱いにおいては，会計上の見積りの変更をした場合，過去の財務諸表に遡って処理することは求められていない。」に改めている。

オ　被告は，当時の被告を取り巻く次のような事情を考慮した上で，経営判断として，金融庁の課徴金納付命令を争わないことを決定したものであり，かかる決定をもって，被告が過年度決算における虚偽の記載の存在を自認したとはいえない。また，本件審判手続における課徴金納付命令に係る決定も，その事実上の推定の程度は，独占禁止法上の勧告審決と同程度に低いものというべきである。

（ア）証券取引等監視委員会の認定を全面的に争う場合には，各工事について詳細に過年度の総発生原価見通し等が不適正でなかったことや過年度決算訂正の理由が最大限保守的な観点からされたものであったこと等を主張立証する必要があり，審判手続の終結までに要する期間の長期化が予想された。

（イ）同手続が終結しない間，被告のレピュテーションは毀損されたままとなり，企業価値ひいては株主利益の低下が深刻化するおそれが高かった。

（ウ）同手続を早期に終結することにより，レピュテーションダメージの早期回復，再発防止体制の十分な構築，平成１８年９月中間期半期報告書及び平成１９年３月期有価証券報告書についての過年度決算の訂正の原因となった被告エネルギー・プラント事業の業績の回復等に優先して取り組む必要があった。

（エ）証券取引等監視委員会の認定を受入れて同手続を早期終結させることは，課徴金を負担することを上回るだけの経営上のメリットがある。

カ　金商法１８条１項，２１条の２第１項の「重要な事項」については，有価証券報告書等で虚偽の記載があるとされる箇所に関し，その記載内容・項目・金額・虚偽とされる理由等の種々の事情を総合考慮して，投資者の投資判断に与える影響が重要かどうかという観点から個別具体的に判断されるべきである。

したがって，個々の工事に関する会計処理を具体的に検討せずに，連結純利益が問題となっているという理由だけで，「重要な事項」に該当するとする原告らの主張は採用し得ないものである。

（２）会社法３５０条の責任の有無

（原告らの主張）

ア　金商法２４条の４（旧証券取引法２４条１項）及び企業内容等の開示に関する内閣府令１５条は，上場会社等に定期的，継続的な有価証券報告書の提出を義務付け，投資者に対し，流通市場において有価証券に投資するに際して基本的な判断材料を提供させることとしており，また，有価証券の公平円滑な流通の確保及び投資者保護のため，有価証券報告書の記載内容は正確を期すべきことが要請されている（金商法２４条の４，１９７条１項１号参照）。

そして，上場会社である被告の代表者は，会社に対してのみならず，第三者に対する関係でも，適正な情報開示をするためのリスク管理体制構築・運用義務を負っており，この懈怠は原告ら株主を含む第三者に対する過失となる。

イ　本件において，被告エネルギー・プラント事業本部及び各事業部には適切な原価管理を期待し得るようなシステムが構築されていなかったにもかかわらず，本社財務部においては，事業本部等が不適切な会計処理は行わないはずとの甘い認識のもと，コストダウン施策の評価を全て事業本部等に任せて，財務情報の形式的なチェックを行うにとどまるなど，財務部としてのリスク管理体制を十分に機能させていなかった。

本件虚偽記載は，被告代表者が被告のリスク管理体制（内部統制システム）を十分に構築・改善していなかったこと，又は被告において構築されたリスク管理体制を有効に機能させていなかったことに基づくものである。

ウ　したがって，被告代表者の職務の遂行には，本件虚偽記載についての過失があり，被告は，会社法３５０条に基づく損害賠償責任を負う。

（被告の主張）

ア　本件各報告書に虚偽の記載はなく，被告代表者による原告らに対する権利侵害行為は存しないし，被告代表者に故意・過失もない。

イ　原告らは，被告が本件各報告書を作成し，提出する一連のプロセスにおいて，被告代表者にいかなる注意義務違反があったのかにつき何ら具体的に主張，立証をしていない。

ウ　取締役らが善管注意義務の一内容として，適切な内部統制システムを構築する義務を負うのは，会社に対してであり，上記義務違反が直ちに第三者に対する過失に当たるとはいえない。

（３）不法行為の成否（本件虚偽記載に関する被告等の過失の有無）

（原告らの主張）

ア　被告は，上場会社として，適正な有価証券報告書を証券取引所に提出すべき義務があったにもかかわらず，これを怠り，虚偽の内容を含む本件各報告書を提出した。

イ　前記（２）のとおり，被告には，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

を怠った過失があるから，被告は，流通市場又は発行市場において被告株式を取得した原告らに対し，民法７０９条に基づく損害賠償責任を負う。
（被告の主張）
ア　本件各報告書に虚偽の記載はなく，被告代表者ないし被告による原告らに対する権利侵害行為は存しないし，被告代表者ないし被告に故意・過失もない。
イ　原告らは，被告が本件各報告書を作成し，提出する一連のプロセスにおいて具体的にいかなる注意義務違反があったのかにつき何らの主張，立証をしていない。
（４）原告らの株式保有等
ア　本件虚偽記載後の取得株式と処分株式・保有株式等との同一性等
（原告らの主張）
原告らは，被告株式を本件虚偽記載の後に取得し，処分時，請求時又は口頭弁論終結時において「引き続き」所有する者である。
（ア）原告Ａ類型らのうち，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」の「売却／保有」欄に「保有」と記載されている者は，本件口頭弁論終結の日まで上記取得株式を保有しており，他方，同欄に「売却」と記載されている者は，同「株式売却日」欄記載の日に，同「売却株式数」欄記載の株式（上記「取得株式数」欄記載の株式数と同数）を同「売却株価（一株当たり）」欄記載の価格で売却した。
（イ）原告Ｂ類型らのうち，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「売却／保有」欄に「保有」と記載されている者は，本件口頭弁論終結の日まで上記取得株式を保有しており，他方，同欄に「売却」と記載されている者は，同「株式売却日」欄記載の日に，同「売却株式数」欄記載の株式（上記「取得株式数」欄記載の株式数と同数）を同「売却株価（一株当たり）」欄記載の価格で売却した。
（被告の主張）
原告らのうち，原告Ｐ８（原告番号２０１８），原告Ｐ９（同２０７９），原告Ｐ１０（同３００３）及び原告Ｐ１１（同３０１０）は，本件虚偽記載より以前に既に被告株式を購入して株主となっており，本件虚偽記載の後に売却した上で，被告株式を買い直し，これを本件虚偽記載の公表日において保有していたとして損害賠償請求をしているところ，虚偽記載後，その発覚前に同数の株式を買い直した場合には，虚偽記載前に取得した被告株式を継続して保有しているものと評価すべきであるから，売却時と買い直し時の株価・株式数を比較し，買い直し時の株価・株式数が当初の売却時の株価・株式数以下に止まる部分については，本件虚偽記載より以前から当該株式を保有していたものと評価すべきである。
また，上記原告らは，本件虚偽記載の後に被告株式を売却し，買い直しているのであって，当該買い直しは，虚偽記載以外の要因に基づくものであることが明らかである。したがって，本件虚偽記載の情報は，当該投資家の投資判断に影響を与えていないのであって，本件虚偽記載と株式取得との間には相当因果関係がない。
（上記原告らの反論）
被告の主張する「買い直し」との評価は，被告独自の意見にすぎず，上記原告らについても，本件虚偽記載の後に被告株式を購入した者であることに変わりはない。
イ　デリバティブ取引による被告株式の「取得」（デリバティブ取引により本件公表後に被告株式を「取得」した原告らの金商法２１条の２第１項該当性等）
（原告株式会社ニッソウ及び同Ｐ３の主張）
（ア）金商法２１条の２第１項が「当該書類が同項（２５条１項）の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類・・・の提出者・・・が発行者である有価証券を・・・取得した者」と規定するのは，金商法２５条１項の規定により開示書類が公衆の縦覧に供されていることにより，市場に虚偽の情報が流れ，その影響を受けた市場価格が形成され，その市場価格で証券を取得した者が損害を被ることになるから，その者を損害賠償の請求権者とする趣旨である。
したがって，上記の者には，虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき，虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして，当該有価証券を取得した者を含むと解すべきである。
（イ）原告株式会社ニッソウ
ａ　原告株式会社ニッソウ（原告番号５００８。以下「原告ニッソウ」という。）は，平成１９年４月９日，ドイツのドレスナー銀行の発行する他社株転換条項付ユーロ円建債券（以下「本件社債」という。）を，発行額５０３５万円で購入した。
本件社債の取引においては，行使価格を約定時株価である４７５円，ノックイン価格を２８５円とし，観測期間（平成１９年４月９日から平成２０年４月１７日まで）の間に一度でもノックイン価格を下回った場合には，現物交付事由が発生し，償還日（平成２０年４月２４日）に，券面額（５０３５万円）を権利行使価格（４７５円）で除した数量（１０万６０００株）の被告株式の交付によって償還されるという約定（他社株転換条項）がある。
ｂ　平成１９年９月２８日の本件公表の後，同年１０月１日には被告株式の株価の終値が２８１円になり，ノックイン価格を下回ったことから，上記約定により，原告ニッソウは，償還日である平成２０年４月２４日に，発行額５０３５万円を行使価格４７５円で換算した被告株式１０万６０００株の償還（現物交付）を受けた。
ｃ　主位的主張
上記約定は，原告ニッソウが被告株式１０万６０００株を１株４７５円で売る権利を本件社債の発行体に売るという性質のものである。すなわち，原告ニッソウは，平成１９年４月９日に，被告株式の株価がノックイン価格を下回った場合には被告株式１０万６０００株を１株４７５円で買い付ける旨の意思表示をしたのであり，被告株式が原告ニッソウに交付された償還日である平成２０年４月２４日には，原告ニッソウの意思表示は存在しない。
したがって，原告ニッソウは，平成１８年９月期の本件半期報告書が公衆の縦覧に供されている間（虚偽情報の開示から，これが訂正されるまでの間）である平成１９年４月９日に，被告株式を募集又は売出によらないで「取得」（金商法２１条の２第１項）した者に該当する。
ｄ　予備的主張１
仮に，平成１９年４月９日に被告株式を「取得」したと解し得ないとしても，被告株式の市場価額が本件社債のノックイン価格を下回った平成１９年１０月１日に，償還日である平成２０年４月２４日に被告株式を取得することが確定したのであるから，原告ニッソウは，平成１９年１０月１日に被告株式を「取得」したと解すべきである。
なお，原告ニッソウは，同日，前記約定（他社株転換条項）の効果によって被告株式を取得したのであって，同約定をした時点では，本件半期報告書の虚偽記載について知らなかったのであるから，金商法２１条の２第１項ただし書の「その取得の際虚偽記載等を知っていたとき」に該当しない。
ｅ　予備的主張２
原告ニッソウが，平成２０年４月２４日に被告株式を「取得」したと解されるとしても，同日は，本件各報告書が「公衆の縦覧に供されている間」（本件半期報告書について３年間（金商法２５条１項８号），本件有価証券報告書について５年間（同項４号））に該当すると解すべきである。
平成１９年１２月２７日には，本件虚偽記載について訂正報告書が公表されているが，原告ニッソウは，同年４月９日時点の株価に基づいて前記約定をしており，訂正報告書によって形成された市場価格の影響を受ける余地はないから，かかる場合においては，「公衆の縦覧に供されている間」について，訂正報告書の公表までの間に限定するべきではない。
なお，上記ｄと同様，原告ニッソウは，平成１９年４月９日の前記約定（他社株転換条項）の効果によって被告株式を取得したのであるから，金商法２１条の２第１項ただし書の「その取得の際虚偽記載等を知っていたとき」に該当しない。
（ウ）原告Ｐ３
ａ　原告Ｐ３（原告番号５００９。以下「原告Ｐ３」という。）は，平成１９年３月２９日，新光証券株式会社（以下「新光証券」という。）Ｐ１２店との間で，満期日を平成２０年３月２８日，対象銘柄を被告株式，ノックアウト価格を５３９円，オプション料を３３万８５４１円と定めた店頭エクイティオプション取引（以下「本件オプション取引」という。）を行った。
本件オプション取引は，満期日において被告株式の株価が権利行使価格（約定時株価を基準として定められた４９０円）を下回る場合には，新光証券が，原告Ｐ３に対し，約定金額１０２９万円を権利行使価格４９０円で換算した被告株式２万１０００株を売る権利（プット・オプション）を，原告Ｐ３が新光証券に対して売るという内容であった。
ｂ　平成１９年９月２８日の本件公表の後，満期日である平成２０年３月２８日の被告株式の終値は２００円であったことから，新光証券はプット・オプションを行使し，原告Ｐ３は，同年４月２日，約定金額１０２９万円を１株当たりの約定時株価である４９０円で換算した被告株式２万１０００株の交付を受けた。
ｃ　主位的主張
原告Ｐ３は，「公衆の縦覧に供されている間」である平成１９年３月２９日に被告株式を「取得」したと解すべきである。
ｄ　予備的主張
仮に，原告Ｐ３が，平成２０年３月２８日に被告株式を「取得」したと解されるとしても，原告ニッソウと同様，同日は，本件各報告書が「公衆の縦覧に供されている間」に該当すると解すべきである。
平成１９年１２月２７日には，本件虚偽記載について訂正報告書が公表されているが，原告Ｐ３は，同年３月２９日時点の株価に基づいて本件オプション取引に係る約定をしており，訂正報告書によって形成された市場価格の影響を受ける余地はないから，かかる場合においては，「公衆の縦覧に供されている間」について，訂正報告書の公表までの間に限定すべきではない。
なお，原告ニッソウと同様，平成１９年３月２９日の上記約定の効果によって被告株式を取得したのであるから，金商法２１条の２第１項ただし書の「その取得の際虚偽記載等を知っていたとき」に該当しない。
（被告の主張）
（ア）金商法２１条の２第１項の「公衆の縦覧に供されている間」とは，重要な虚偽記載等がある書類が公衆の縦覧に供された時点から開始し，遅くとも重要な虚偽記載等を訂正した書類が公衆の縦覧に供された時点で終了すると解すべきである。
上記原告らは，本件公表前においては被告の株主ではない。そして，本件虚偽記載の公表日（平成１９年９月２８日）以降に株式を取得した者のうち，平成１９年１２月２７日に有価証券報告書等の訂正報告書が提出される前に取得した場合は，金商法２１条の２第１項ただし書に該当することになり，また，その提出後に取得した場合は，同項本文の「公衆の縦覧に供されている間」に取得した者に該当しないことになる。
（イ）原告らは，一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約したことをもって「取得」したと主張するが，金商法２１条の２第１項は，「取得した者」と規定しており，条件付きの合意が含まれる余地はない。
（ウ）オプション市場や仕組債の発行市場では，単に被告の株価を参照してオプション料や償還の条件を定めるだけであり，取引量が際限なく膨らむ可能性があるから，これらを金商法２１条の２の対象にすると，発行会社やその株主に過度な不利益を与えることになる。また，原告らは，約定日の株価が「権利行使価格」に等しいことを前提として，本件虚偽記載の株価に対する影響を，「権利行使価格」を通じて算定するが，「権利行使価格」は，約定時の株価とは無関係に自由に設定することができるものであり，上記前提が成り立っていない。
これらの取引においては，オプション取引や仕組債による損失を相殺するポジションを保有す

ることもできるのであって，金商法２１条の２の対象とすることは，かかる取引をした者に，被告やその株主の犠牲において利益を与える結果となり，不当である。
（５）原告らの損害の額
ア　原告Ａ類型らについて
（ア）本件虚偽記載と相当因果関係のある損害（原告Ａ類型らは，本件虚偽記載がなければ株式を取得しなかったといえるか。）
（原告らの主張）
ａ　一般に，虚偽記載等の後，その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は，虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったと推認されるから，それらの株主にあっては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であるというべきである。
〔１〕本件虚偽記載は，本件各報告書の連結純損益について，増収増益基調にあることを装うものであって，これにより一般投資家である原告Ａ類型らは，真実は被告の収益力が低いにもかかわらず，被告が増収増益の基調にあると誤信して被告株式を購入したのであるから，本件虚偽記載が被告株式を購入する要因となったことは明らかである。
〔２〕また，被告は，本件虚偽記載の事実が公表された後，平成１９年１２月１１日に，東京証券取引所において，上場廃止基準に該当するおそれがあると認められ，監理銘柄の指定を受けた。同指定は，平成２０年２月９日に解除されたものの，その後も，内部管理体制等について改善の必要性が高いとして特設注意市場銘柄の指定を受け，同指定は，平成２１年５月１１日に解除されるまで続いた。
〔３〕被告は，平成１６年にも，本件虚偽記載と全く同一の原因による巨額損失を計上し，従業員給与の一律カット，希望退職の募集等の対応に負われ，経営再建プランを立案するほどの苦境に陥っていた。しかも，当時立案された経営再建プランにおいては，被告は，「コスト管理，契約監視体制強化による不採算工事の根絶による，今後３年間での業績Ｖ字回復」をうたっていた。すなわち，被告が本件虚偽記載により隠蔽したのは，被告の最大事業であるエネルギー・プラント事業の巨額赤字が慢性化しており，その事業収益性に対して投資家に根本的な疑念を抱かせる状況にあった事実，被告経営陣が，被告の経営再建の最大課題と自ら公約した同事業の収益性改善による業績のＶ字回復について，巨額の損失を計上し，事態を更に悪化させて経営再建に完全に失敗しているという事実であり，このような企業の株式をあえて購入する投資家は存在しない。
〔４〕したがって，本件虚偽記載がなければ株式を取得しなかったといえる場合に該当する。
ｂ　虚偽記載等の事実の公表により株価が下落して真実の情報を完全に反映した時以降の株価の上昇は，虚偽記載等との相当因果関係はないというべきであり，その上昇分を損害から控除すべきではない。本件においては，平成２１年５月１２日に，被告が東京証券取引所，大阪証券取引所，札幌証券取引所及び福岡証券取引所のいずれの証券取引所においても，特設注意市場銘柄の指定を解除された時をもって，上記の株価が真実の情報を完全に反映した時というべきである。
そして，同日の被告株式の株価は，１６７円である。
したがって，原告らのうち，平成２１年５月１２日以降も被告株式を保有していた者については，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は，取得価額から１６７円を控除した金額を基準として算定すべきである。
ｃ　したがって，原告Ａ類型らの損害額については，次のとおりとなる。
（ａ）会社法３５０条，民法７０９条に基づく請求
〔１〕本件虚偽記載の公表日から平成２１年５月１２日市場取引終了時までの間に処分した株式
取得価額－処分価額
〔２〕平成２１年５月１２日市場取引終了時に保有していた株式
取得価額－１６７円（平成２１年５月１２日の終値）
（ｂ）金商法２１条の２第１項（同条２項の推定規定による場合を除く。）に基づく請求
〔１〕本件虚偽記載の公表日から平成２１年５月１２日市場取引終了時までの間に処分した株式
取得価格－処分価額（本件口頭弁論終結時まで保有していた株式については口頭弁論終結時の株価（４７４円））
〔２〕平成２１年５月１２日市場取引終了時に保有していた株式
取得価額－１６７円（平成２１年５月１２日の終値）
ただし，取得価額－処分価額（本件口頭弁論終結時まで保有していた株式については口頭弁論終結時の株価（４７４円））の範囲
なお，原告Ａ類型らについては，主位的主張に基づき上記損害額の３分の２の金額の範囲で一部請求をするものである（ただし，原告Ｐ１３（原告番号１０４９），原告Ｐ１４（同２０６１）及び原告Ｐ２（同２０７６）については，金商法２１条の２第２項の推定損害額がこれを上回るので，同額をもって請求額とする。）。
ｄ　仮に，本件虚偽記載がなければ被告株式を取得することがなかったとみるべき場合に該当しなかったとしても，本件虚偽記載と上記損害との間には相当因果関係があるから，上記ｃの場合と同様，上記差額を基礎とすべきである。
なお，後記のとおり，原告らが被告株式を取得してから本件虚偽記載の公表日（平成１９年９月２８日）直前までの株価の下落分については，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害である（特に，本件虚偽記載の公表日前の被告株価の下落のうち，〔１〕平成１９年５月１４日から同月１８日までの８４円の下落，及び〔２〕同年８月１３日から同年９月１８日までの１３５円の下落は，金商法２１条の２第１項，会社法３５０条及び民法７０９条に基づく損害賠償において「相当因果関係のある損害」というべきである。）。
ｅ　上記の損害額を認定する上で必要がある場合には，民訴法２４８条が適用されるべきである。
なお，原告らによって，上記の損害額と，後記の金商法２１条の２第２項又は同法１９条１項の規定によって認められる損害額に差異が生ずる場合は，原告らは，各原告にとっていずれか高い損害額により認容するよう求める。
（被告の主張）
ａ　本件虚偽記載の内容は，上場廃止事由に該当していたことを隠すようなものではなく，虚偽記載を止め又は訂正しても上場廃止となるようなものではなかったのであり，実際にも，被告株式は上場廃止の措置はとられなかったのであるから，原告らは，本件虚偽記載がなければ被告株式を取得することがなかったとみるべき場合には該当しない。
なお，仮に，平成１９年９月２８日の本件公表を受けて，投資家が被告株式の上場廃止の可能性を考えることがあったとしても，本件公表の頃には，市場において被告株式の上場廃止の可能性について具体的に言及する報道もなく，被告株式が監理銘柄に指定されたのは平成１９年１２月１１日であったこと，被告株式は実際には上場廃止に至っていないことなどの事情に照らすと，一般的には上場廃止の可能性は低いものと考えられていたはずであり，いわゆる「ろうばい売り」と評価すべき下落が生じたとは考え難い。
ｂ　虚偽記載等により不法行為責任を負う発行会社が賠償すべき「損害」は，株主の取得価額と取得時点における発行会社の株式の想定価格（虚偽記載等がされた情報について当初から真実の情報が市場に反映されていたと仮定した場合の価格）との差額（取得時差額）である。
ｃ　原告らは，平成２１年５月１２日をもって「本件虚偽記載の事実の公表により株価が下落して真実の情報を完全に反映した時」であるとし，同日以降の株価の上昇は，本件虚偽記載との相当因果関係がないと主張するが，株価は，市場要因，業界要因，企業要因等により変動するのであって，本件虚偽記載と損害（額）との間の相当因果関係を立証していないというべきである。なお，被告は，平成１９年１２月１４日付け「過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正について」（乙１９９）において，具体的な数値を示して「過年度決算の具体的な訂正内容が確定」した旨を公表するなどし，同日までには，証券市場において，本件虚偽記載に係る情報を全て開示して「真実の情報」を提供している。
ｄ　後記の金商法２１条の２第４項の「虚偽記載等よって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情」（以下，同法１９条２項の場合を含めて，「他事情」といい，他事情により生じた値下がりを「他事情値下がり」という。）は，虚偽記載等がなければ株式を取得しなかったといえる場合においても，相当因果関係を否定する事情として考慮されるべきである。
ｅ　原告らは，民訴法２４８条が適用されるべきであると主張するが，損害額の認定のための合理的な根拠を明らかにしておらず，他方において，被告は，ＮＥＲＡエコノミックコンサルティングのＰ１５が作成した「ＩＨＩ証券訴訟に関する経済分析」（乙２１６，以下「ＮＥＲＡ報告書」という。）によって十分な反証をしているから，同条により損害額を算定するとしても極めて低額とされるべきである。
（イ）金商法２１条の２第２項の推定損害額（原告Ａ類型らの予備的主張）
ａ　公表日の特定（平成１９年９月２８日は「公表日」に該当するか）
（原告らの主張）
金商法２１条の２第２項の「公表日」は，虚偽記載等の市場価格への影響を排除するに足りる真実の情報が市場に開示されたと評価することができる時点をいうところ，９月２８日付け適時開示（過年度）によって，市場において本件虚偽記載の事実を認識したと評価し得る内容が発表されているから，同日が上記「公表日」（以下「本件公表日」という。）に該当すると解すべきである。
（被告の主張）
９月２８日付け適時開示（過年度）は，「平成１９年３月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性」を適時開示したものにすぎず，本件半期報告書における本件虚偽記載について一切触れていないから，本件半期報告書との関係において，「公表日」に該当しない。
また，９月２８日付け適時開示（過年度）は，エネルギー・プラント事業の損益状況が悪化していることから，平成２０年３月期業績見通しを大幅に下方修正する可能性があることを投資家に知らせることを主たる内容とするものであって，平成１９年３月期決算について，その訂正を要する「可能性」があることを開示したものにすぎず，「平成１９年３月期決算に影響があると推定される金額」については「確認中」としているに止まるから，本件有価証券報告書との関係においても，「公表日」には該当しない。
平成１９年９月２８日直後の株価下落は，９月２８日付け適時開示（業績予想）により開示された平成２０年３月期の業績予想の大幅下方修正を市場が評価したことによるものであって，９月２８日付け適時開示（過年度）に基づいて真実情報が公表されたと市場が評価したことによる下落ではない。
ｂ　公表日当日に被告株式を取得した原告らと金商法２１条の２第２項の適用
（原告Ｐ１３（原告番号１０４９）及び原告Ｐ１４（同２０６１）の主張）
被告による本件公表（９月２８日付け適時開示（過年度））は，本件公表日である平成１９年９月２８日の株式市場が閉じた後に行われた。
したがって，本件公表日当日に被告株式を取得した原告らも，本件公表を知って取得した者ではなく，金商法２１条の２第２項の趣旨が当てはまるから，同項が類推適用されるべきである。
なお，同項が類推適用されないとしても，民訴法２４８条に基づき，金商法２１条の２第２項の算定方法によって損害額が定められるべきである。
（被告の主張）
公表日当日に取得した被告株式については，金商法２１条の２第２項の適用はされず，類推適用の余地もない。
ｃ　デリバティブ取引により被告株式を取得した原告らと金商法２１条の２第２項の適用
（原告ニッソウ及び同Ｐ３の主張）
前記（４）イのとおり，原告ニッソウ及び同Ｐ３は，いずれも，平成１８年９月期の本件半期

報告書が公衆の縦覧に供されている間に，被告株式を募集又は売出によらないで「取得」（金商法２１条の２第１項）した者に該当するところ，前記事情を踏まえると，本件公表日前１年以内に当該有価証券を取得し，本件公表日において引き続き当該有価証券を所有する者（同条２項）に該当するというべきである。
（被告の主張）
上記原告らは，その主張に係る公表日（本件公表日）である平成１９年９月２８日より後に被告株式を取得しており，金商法２１条の２第２項は適用されない。
ｄ　原告Ａ類型らの具体的損害額
（原告らの主張）
〔１〕公表日を平成１９年９月２８日（本件公表日）とした場合，金商法２１条の２第２項の「当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額・・・の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額」（当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額）は，前記前提事実のとおり，６９．６６円となる。
〔２〕原告Ａ類型らは，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」記載のとおり，平成１８年１２月１８日以降に被告株式を取得し，平成１９年９月２８日の本件公表日の時点でこれを保有していた者であり，その損害額は，それぞれ同目録記載のとおりである。
（被告の主張）
原告らの損害及びその額は争う。
イ　原告Ｂ類型らについて
（原告らの主張）
（ア）金商法１８条の責任について同法１９条１項が，取得額から請求時の市場価格又は処分価額を控除した金額を損害額と規定したのは，発行市場において株式を取得する際に，有価証券届出書の重要事項に虚偽記載等が存在する場合には，類型的に，当該虚偽載等がなければ株式を取得することがなかった場合に該当すると認めたからである。すなわち，同法１９条１項は，発行者が虚偽の有価証券届出書の開示という詐欺的手段によって投資者から集めた資金を返還するという原状回復の法理に立脚するものであり，取得自体を損害としたものである。
原告Ｂ類型らの金商法１９条１項の損害額は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」記載のとおりである。
上記原告らのうち，当該株式を処分した者の損害額は，同項２号に基づき取得価額と処分価額との差額となる。
（イ）会社法３５０条，民法７０９条に基づく損害賠償請求においても，募集，売出しに応じて被告株式を取得したことに変わりはないのであるから，原状回復責任が本質であると解すべきである。そして，原告Ｂ類型らについては，前記のとおり，本件虚偽記載がなければ被告株式を取得することがなかったとみるべき場合に該当するから，会社法３５０条，民法７０９条の損害について，その損害額は，〔１〕当該株式を平成２１年５月１１日までの間に処分した原告らについては取得価額と処分価額との差額を，〔２〕当該株式を平成２１年５月１２日以降保有している原告らについては，前記のとおり，取得価額から１６７円を控除した金額を，それぞれ基準として算定すべきである。
（被告の主張）
（ア）金商法１８条１項・１９条１項における損害については，原則として，取得時差額と解すべきである。なお，同法１９条２項は，虚偽記載等と相当因果関係のない事情による値下がりについて減額を認めるものである。
（イ）会社法３５０条，民法７０９条の損害についても，原則として，取得時差額と解すべきである。
なお，当該虚偽記載等がなければ株式を取得しない場合に該当することは，これを請求する者において主張，立証すべきであり，その損害額が当然に取得価額と処分価額（保有株式については事実審の口頭弁論終結時の市場価額）との差額となるものではない。
（６）金商法２１条の２第４項（原告Ａ類型ら）又は１９条２項（原告Ｂ類型ら）の「他事情値下がり」
ア　本件公表日前日までの株価の値下がり
（被告の主張）
一般的に，虚偽記載等が公表されていない間には虚偽記載等が市場価額に影響を与えることは少なく，虚偽記載等とは無関係な要因に基づくものであることが多いと考えられるから，原告らが被告株式を取得してから本件公表直前（平成１９年９月２８日終値３６１円）までの株価の下落分については，本件虚偽記載との相当因果関係は存しないというべきである。
なお，原告Ｂ類型らについては，取得株価３９１円と平成１９年９月２８日の株価３６１円との差額３０円が上記の他事情値下がりとなる。
（原告らの主張）
（ア）本件公表前の被告株価の下落のうち，〔１〕平成１９年５月１４日から同月１８日までの８４円の下落，及び〔２〕同年８月１３日から同年９月１８日までの１３５円の下落は，本件虚偽記載と「相当因果関係のある損害」である。
ａ　平成１９年５月１４日から同月１８日までの下落について
〔１〕平成１９年５月１４日から同月１８日までの間に，被告株式の株価は８４円下落した。
〔２〕被告は，平成１９年５月１４日，平成１９年３月期の決算発表をし，その中で，エネルギー・プラント事業の受注高が前期比１３％増，売上高が前期比１９％増となったのに，海外工事の採算悪化などにより営業利益が２７億円の赤字となったことを発表したところ，これは，平成１９年３月期中間決算短信（連結）における同事業の営業利益に関する平成１８年度予想である８０億円の黒字に比べ，１０７億円の未達を示すものであった。
〔３〕また，株式会社大和総研は，平成１９年５月１５日，前記決算発表を受け，被告の株式に関し，海外工事での追加コスト発生により平成１９年３月期の実績が会社計画を大幅に下回ったこと等を理由に投資判断に係る格付け（レーティング）を引き下げ，被告のエネルギー・プラント事業において「追加工事や工期遅れ，鋼材価格上昇によるロスが発生したこと」を指摘するとともに，「海外プロジェクトの収益管理に関する不安感は依然として大きい」と評価した。
〔４〕そして，工事進行基準会計を採用していた被告が，平成１８年１１月６日に発表した平成１９年３月期の中間決算短信までの間に工事原価総額を過少に見積もって平成１８年９月中間期決算を策定した以上，平成１８年１２月１５日に本件半期報告書に虚偽記載をすることになるとともに，上記の中間決算短信において発表する平成１９年３月期の業績予想も真実の業績予想よりも好内容の虚偽の業績予想を開示することになる。
〔５〕したがって，本件虚偽記載に起因して，被告は，平成１９年５月１４日に上記発表をし，これを受けて大和総研が上記指摘をしたということができ，その結果，同月１８日までの間に株価が８４円下落したというべきである。
ｂ　平成１９年８月１３日から同年９月１８日までの下落について
〔１〕平成１９年８月１３日から同年９月１８日までの間に，被告株式の株価は１３５円下落した。
〔２〕クレディ・スイスは，平成１９年８月１３日，アナリストレポートを発表した。同レポートにおいて，被告の海外エネルギー・プラント事業における採算性の悪化や情報開示姿勢の懸念が指摘され，平成２０年３月期における被告の当期利益の予想について，１９６億３０００万円（前年比２４％増）から１５７億２０００万円（前年比０．７％減）に下方修正し，格付けの引下げがされるなどした。
〔３〕上記レポートが指摘する海外エネルギー・プラント事業における採算性の悪化は，本件虚偽記載の原因である原価見積りの甘さや収益管理の甘さによるものと指摘されている。
また，情報開示姿勢に対する疑問も，本件虚偽記載における問題点そのものである。
〔４〕そして，平成１９年８月１３日から同年９月１８日までの間，他に下落を基礎付ける事情はないから，本件虚偽記載に起因して，上記レポートによる指摘を受け，その結果，同月１８日までの間に株価が１３５円下落したというべきである。
（イ）前記（５）（原告らの損害の額）ア（ア）（原告らの主張）ｂのとおり，本件虚偽記載の事実の公表により株価が下落して真実の情報を完全に反映した時である平成２１年５月１２日（終値は１６７円）以降の株価の上昇は，本件虚偽記載との相当因果関係がないというべきであり，その上昇分を損害から控除すべきではないから，保有株式に係る原告らのうち，同日以降も被告株式を保有していた者については，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は，取得価額から１６７円を控除した金額を基準として算定すべきである。
（ウ）保有株式に係る原告らは，被告株式の株価上昇によって利益を得たとしても，本件虚偽記載によって利益を得たものではなく，また，被告のいう「損害と同時に利益を与える」というものにも該当しないから，損益相殺の対象とはならない。
（被告の反論）
平成１９年５月１４日の同年３月期決算発表から同月１８日まで，及び平成１９年８月１３日から同年９月１８日までの被告株価の下落は，いずれも「平成１９年３月期決算が従来の予想を大きく下回ったことだけではなく，同時に発表された平成２０年３月期の業績予想が市場の予想を下回ったことによる失望売り」に起因するものであった。
本件虚偽記載に起因して平成１９年３月期のエネルギー・プラント事業の業績予想が未達となったことが発表されたのではなく，平成１９年３月期の下期に，海外工事の採算悪化などの事態が発生し，結果的に同期の業績が悪化したことによる。
また，クレディ・スイスの平成１９年８月１３日付けアナリストレポートにおいて，本件虚偽記載の問題は何ら指摘されていない。
イ　市場要因又は業界要因による値下がり（類型〈１〉）及び暫定的な開示による値下がり（類型〈３〉）
（被告の主張）
（ア）株価に影響を与える要因には，市場全体に影響するもの（市場要因），特定業界に属する企業に共通して影響するもの（業界要因）がある。かかる市場要因又は業界要因は，本件虚偽記載がなければ発生しなかったという関係にはないから，本件虚偽記載と条件関係すらない。したがって，市場要因又は業界要因により生じた値下がりは，本件虚偽記載と相当因果関係がなく生じた値下がりであり，損害額から控除されるべきである。
（イ）ＮＥＲＡ報告書（乙２１６）は，イベント分析（市場に開示された情報（イベント）が株価にどのような影響を与えるのかを分析する手法）により，平成１９年９月２８日から同年１２月１９日までの期間を対象として，本件虚偽記載に係る真実情報の公表（訂正開示）により被告株価の受けた影響を分析したものである。
株価は，発行会社固有の要因のほか，市場に一般的に影響する要因及び発行会社が属する業界に一般的に影響を与える要因（市場要因・業界要因）によって影響を受けるため，イベントが株価に与える影響を評価するには，市場要因・業界要因の影響を排除する必要があるところ，イベント分析により予測変動率が把握できれば，市場要因・業界要因を除外した株価変動，すなわち超過変動率を抽出することができる。
もっとも，被告による業績予想の修正開示は訂正開示と同時に行われているため，イベント分析の枠組みでは他事情である業績予想の修正開示による株価下落の影響を分離することができないため，暫定的な開示による値下がり（類型〈３〉）とともに検討されるべきである。
（ウ）イベント分析によれば，平成１９年９月２８日付け適時開示（過年度）（本件公表。以下「本件第１開示」ということがある。）の影響を受けた株価変動は５８．１円（以下，被告の主張においては，少数点以下２桁を四捨五入する場合がある。）の株価下落となる。
（エ）しかし，本件第１開示は，当期業績の下方修正において，投資家に対する可及的早期の情

報提供のために行われた暫定的な開示であって，本件第１開示によっても，今後の被告の業績に与える影響が必ずしも明らかではなく，市場は今後の被告の業績の更なる悪化を懸念した。このため，本件第１開示による値下がり分である５８．１円には，本件虚偽記載とは相当因果関係のない「今後の業績悪化リスクに基づく過剰値下がり分」が含まれている。そして，次のａないしｅのとおり，平成１９年１２月１１日の「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」，同月１２日の「業績予想の修正および過年度決算の訂正に関する調査結果ならびに当社の対応方針のご報告」等，及び同月１４日の「過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正について」等の開示（以下，これらを併せて「本件第２開示」という。）によって，真の情報が開示され，市場の懸念による株価下落が修正されたために株価が３８．８円上昇したと考えられるから，この額が「今後の業績悪化リスクに基づく過剰値下がり分」に相当するとみるべきである。したがって，本件第１開示による値下がり分５８．１円のうち３８．８円は，「今後の業績悪化リスクに基づく過剰値下がり分」であって，本件虚偽記載とは相当因果関係のない値下がりであることになる。

よって，かかる値下がり分を他事情値下がりとして推定損害額６９．６６円から減額すると，損害額は３０．８６円となる。

ａ　本件第１開示の前において，市場は既に被告の業績悪化を予想していた。

ｂ　本件第１開示から平成１９年１０月４日までに生じた５８．１円の被告株価の下落は，業績予想が修正されたこと及び本件虚偽記載の訂正開示の可能性が生じたこと，市場が被告の発表に不信感を持ち，平成２０年３月期の業績予想が更に下方修正されるのではないかというリスク（業界悪化リスク）が認識されたことから生じたものである。

ｃ　平成１９年１０月５日から同年１２月１０日の間に生じた被告株価の下落は，市場要因・業界要因の影響を排除した超過変動率ベースでは９．６円の下落でしかない。また，当該下落は，本件虚偽記載ないしその訂正開示の影響によるものではない。

ｄ　平成１９年１２月１１日の開示に伴い，被告株式が監理銘柄に指定されたため，被告株式の上場廃止リスクが具体的に認識され，さらに超過変動率ベースで２８．５円の株価下落が生じた。

ｅ　更に開示が進み，本件第２開示が完了する中で，市場は，本件虚偽記載と業績予想の修正についての詳細情報を入手し，その影響についての評価を改めた。これにより，業績悪化リスク及び上場廃止リスクがほぼ消滅し，超過変動率ベースで６７．４円の株価上昇が生じた。本件第２開示の影響額は，上記ｄと併せて３８．８円の株価上昇である（６７．４円－２８．５円＝約３８．８円）。

（原告らの主張）

（ア）他事情値下がりに該当するのは市場要因又は業界要因に基づく値下がりのうち，虚偽記載等と無関係の市場要因，業界要因に限られるから，本件公表日後１か月間に「市場全体の株価が下落していたこと」や「同種業界の株価が下落していたこと」の立証では，虚偽記載等と無関係の事実の存在が立証されたことにならない。

平成１９年９月２８日の本件公表日から１か月の間に，株価の下落を導くような特段の市場要因，業界要因はなかった。

（イ）虚偽記載等を行うような会社の財務諸表の信頼性を市場が下方修正することから生じる下落，虚偽記載等を行うような経営者・会社に対する評価を市場が下方修正することから生じる下落，虚偽記載等を理由として株式の上場が廃止される可能性が高まったことから生じる下落は，全て虚偽記載等から通常生じる事情による下落であるから，被告の主張する類型〈３〉は，他事情値下がりとはいえない。

（ウ）金商法２１条２第２項は，公表直後に過剰な反応が起こり得ることをも考慮して公表日後１か月間という幅を持たせて損害額を平均化しており，公表日後１か月を経過した後の株価の動きをもって減額を認めるべきではない。

公表においては，暫定的な数字の発表が行われることもあり，これにより市場が反応して株価が下落することは通常予想される事情である。いわゆる「ろうばい売り」等の過剰な反応についても他事情値下がりとはいえないと解されている。したがって，仮に，本件公表が「暫定的な公表」であり，過剰な反応による値下がりであったとしても，当該株価下落は，他事情値下がりとはならない。

（エ）被告の依拠するＮＥＲＡ報告書は，「イベント分析」のうち統計的手法に依拠するのは「マーケットモデルの構築」のみであり，ある事実（イベント）が株価に影響を与えるものであるかどうかは，何ら統計的手法に基づくものではなく，経験則に基づく事実認定の問題にすぎないのであって，この点に関して被告の立証は十分ではない。

また，統計的手法に依拠するマーケットモデルについても，一定の「傾向」を立証することができるにとどまる上，現実の「ばらつき」を一本の直線に集約するにものにすぎず，「額」の証明の水準には至らないのであって，結局，マーケットモデルの構築・運用には恣意性を排除することができない。

したがって，ＮＥＲＡ報告書は，証拠として採用するに値しない。

なお，同報告書においても，「９月２８日の業績予想修正は，市場にとって全くのサプライズではなく，そのインパクトは額面よりも小さなものであった」と断言している。

ウ　公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差（類型〈４〉）

（被告の主張）

イベント分析により論理的に求められる想定値下がり額は，本件第１開示に影響された５８．１円から，暫定的な開示により生じた値下がり（類型〈３〉）の３８．８円を控除した１９．２円となるが，金商法２１条の２第２項の推定損害額６９．７円から３８．８円を控除すると３０．９円となり，両者の間には１１．７円の誤差がある。かかる誤差は，同法２１条の２第２項が，実際の想定値下がり金額とは関係なく，損害額を公表日前後平均下落額としたことにより生じたものであって，本件虚偽記載により生じたものではない。

したがって，かかる誤差は，本件虚偽記載と相当因果関係はなく，損害額から控除されるべきである。

よって，想定値下がりは，最大でも１９．２円となる。

（原告らの主張）

（ア）被告は，「誤差」について「他事情」となる具体的な事情を主張，立証していない。被告の主張する「想定値下がり」額は，「存在しなかった過去の株価」であり，正確に算出することは不可能である。

（イ）被告の依拠するＮＥＲＡ報告書は，前記イ（原告らの主張）（エ）のとおり，証拠として採用するに値しない。

エ　業績予想の下方修正による値下がり（類型〈２〉）

（被告の主張）

（ア）平成１９年９月２８日には，平成１９年３月期決算（過年度）の訂正の可能性の開示とともに，平成２０年３月期業績予想の下方修正（以下「本件業績予想の下方修正」という。）の開示も行われている。

本件業績予想の下方修正の対象工事は，総発生原価見通しの見直しが行われた結果，本件業績予想の下方修正のみが行われる工事と，本件業績予想の下方修正だけでなく，平成１９年３月頃，平成１８年９月中間期の過年度決算訂正も行われる工事が混在していた。

過年度決算訂正と当期の業績予想の下方修正は，工事進行基準における総発生原価見通しにより生じた損失額を過年度と当期のいずれの会計期間に割り当てるかという観点から行われるものであり，過年度決算訂正における訂正金額が減額すれば，当期の業績予想の下方修正における修正額が増額するという関係にある。

また，過年度決算訂正と当期の業績予想の下方修正は，当期における当期以降の工事損益の悪化の把握を基点として，それぞれ別個の過程を経て行われるものであって，客観的な事実の経過としても，過年度決算訂正が行われることによって当期の業績予想の下方修正が行われたものではない。

さらに，工事進捗度が一定であれば，過年度決算訂正は，当期の業績予想を上方修正させることになるし，過年度における総発生原価見通しを遡って増額修正したからといって，当期における総発生原価見通しが同様に増額修正されるとは限らないから，当期の業績予想は過年度決算訂正によって左右されるものではない。

したがって，本件虚偽記載がなければ，本件業績予想の下方修正の開示が行われなかったという関係にはなく，両者の間には相当因果関係はない。

平成１９年３月期連結決算の通期営業損益の下方修正可能性額は最大で約２８０億円であり，他方，平成２０年３月期連結業績予想の通期営業損益の確定的な下方修正額は約５７０億円であったから，その下方修正可能性額は最大で約８５０億円であった。したがって，平成１９年９月２８日の開示による株価変動のうち，本件業績予想の下方修正の開示による影響部分（他事情）は約６７．１％である（なお，過年度決算の訂正額が確定した平成１９年１２月１４日当時，同年３月期の連結営業損益の下方修正額は約３０２億円であり（乙１９９），平成２０年３月期通期の連結営業損益の下方修正額は約５５０億円であった（乙２００）から，当時の確定情報を基準とすれば，本件業績予想の下方修正の開示の影響は約６４．６％（５５０億円÷（３０２億円＋５５０億円））となる。）。

以上によれば，想定値下がり１９．２円のうち，本件業績予想の下方修正の開示による値下がりは１２．９円となり，本件虚偽記載に関係する損害額は６．３円となる。

（イ）仮に，原告らの主張やＰ１６意見書（「工事進行基準適用工事における工事原価総額の増額が翌期の業績予想に与える影響についての考察」・甲ロ２９）が主張する方法で業績予想の下方修正に対する過年度決算訂正の影響額を試算すると，営業利益ベースで約１２３億円（約１４４億円と約２１億円の差分）であり，過年度決算訂正（３０２億円）及び本件業績予想の下方修正（５５０億円）を同時に公表したことによる被告株式の値下がり分から，他事情値下がりとして控除する割合は，少なくとも５０．１％は存在すると考えられる（（５５０億円－１２３億円）÷（３０２億円＋５５０億円）＝約５０．１％）。

（ウ）少なくとも，本件業績予想の下方修正のみが行われた工事については，原告らが主張するような「平成１９年３月期の公表後に工事原価総額を見直して過年度（平成１９年３月期）に反映させたため，必然的に当期（平成１９年３月期）の工事損益のみならず翌期（平成２０年３月期）の業績予想を修正しなければならなかった」関係にはなかった。したがって，本件業績予想の下方修正のみが行われた工事の連結業績予想の営業損益修正額は，２２０億円となるから，平成１９年９月２８日の本件公表による株価変動のうち，本件業績予想の下方修正のみが行われた工事の影響部分は，約２５．８２％である。

（原告らの主張）

（ア）被告による一連の訂正・修正は，いずれもエネルギー・プラント事業における原価管理の甘さ・内部統制上の情報伝達の問題という同一の事情によるものである。

（イ）工事進行基準の下では，ある期の工事原価総額が見積りの見直しにより増額すると，当期の損益を悪化させるだけではなく，必然的に翌期の業績予想に影響するところ，被告は，平成１９年３月期決算の公表後に工事原価総額を見直して過年度（平成１９年３月期）に反映させたため，必然的に当期の工事損益のみならず翌期（平成２０年３月期）の業績予想も修正せざるを得なかった。

また，工事進行基準の下において，ある期の工事原価総額を過少に見積もって決算をした場合，有価証券報告書に虚偽記載をすることになるとともに，必然的に決算短信において虚偽の業績予想を開示することになる。

（ウ）過年度決算訂正と業績予想の下方修正は，表裏一体・不可分の関係にあり，業績予想の下

方修正が本件虚偽記載と無関係とはいえないから，仮に，業績予想の下方修正による株価下落があったとしても，当該下落は，本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がりというべきである。
（エ）被告は，平成１９年９月２８日の本件公表時には，「本件業績予想の下方修正のみが行われる工事」と「本件業績予想の下方修正だけでなく，平成１９年３月頃，平成１８年９月中間期の過年度決算訂正も行われる工事」とを区別しておらず，市場はこの区別を認識することができないから，本件公表においては，上記の工事を区別した株価の下落が生じたとはいえない。
（オ）過年度決算訂正の「金額」と本件業績予想の下方修正の「金額」の多寡は，他事情値下がりの認定に影響しない。
（カ）仮に他事情値下がりに該当するとしても，過年度決算訂正の「金額」と本件業績予想の下方修正の「金額」を按分する方法は，次の理由により合理性を欠く。
ａ　上記方法は，市場価格に直結しない虚偽記載等の金額と業績予想の下方修正の金額の額の割合という形式論で処理するものであり，また，証券市場の反応を基礎とする金商法２１条の２の枠組みから大きく逸脱するものであるから，上場株式の取得に関する損害が問題となっている本件に当てはめるべきではない。
ｂ　上記方法は，業績予想の修正の情報が株価に与える影響の程度は，過年度決算の修正の情報が株価に与える影響と同等となることを前提としているが，一旦開示した情報の訂正の場面とは全く無関係の話であり，また，虚偽記載等という不正会計の存在自体が市場にとってネガティブな評価を受けるものであって，前提を異にするものである。
ｃ　ＮＥＲＡ報告書にも，「９月２８日の業績予想修正は，市場にとって全くのサプライズではなく，そのインパクトは額面よりも小さなものであったことが理解できる」と記載されている。
オ　本件有価証券報告書提出時までに取得した株式（類型〈６〉）
（被告の主張）
（ア）原告Ａ類型らのうち，本件半期報告書提出以後，本件有価証券報告書提出前に取得された株式については，本件有価証券報告書の虚偽記載による株価の「かさ上げ」（当該有価証券の市場価額と虚偽記載等がなかった場合に想定される市場価額との差額をいう。）より前に取得されたものであるから，同株式に係る損害は，本件半期報告書の虚偽記載による株価の「かさ上げ」に対応する値下がりに限られる。したがって，本件半期報告書の虚偽記載による株価の「かさ上げ」に対応する値下がりを超える部分は，他事情値下がりというべきである。
（イ）平成１８年９月中間期決算の１株当たりの純利益訂正額は５．６円であり，平成１９年３月期決算の１株当たりの純利益訂正額は１３．９円であるから，本件有価証券報告書提出以前に取得された株式については，本件公表による値下がり全体の５９．７１％（（１３．９－５．６）÷１３．９）が控除されるべきである。
（ウ）以上によれば，原告Ａ類型らのうち，本件半期報告書提出以後，本件有価証券報告書提出前に取得された株式に係る損害は，６．３円の損害額から，上記の他事情値下がりである３．８円（６．３×５９．７１％）を控除した２．５円となる。
（エ）また，原告Ｂ類型らについては，いずれも平成１９年１月１９日から同月２２日までに株式を取得しているから，想定値下がりは原告Ａ類型らのうちの上記（ウ）と同様，２．５円である。なお，原告Ｂ類型らは，個別の原告ごとに金商法１９条１項の損害額が異なるが，他事情値下がりは，いずれも２．５円との差額となる。
（原告らの主張）
（ア）金商法２１条の２による賠償の対象となるのは，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害であり，同条第２項は，取得時期を問わず一律に「公表」時の株価で損害を推定しているのであって，本件半期報告書における虚偽記載とその公表による損害との間に相当因果関係が認められる以上，本件有価証券報告書提出前に取得された株式とそれ以後に取得された株式とで損害額が異なることはない。
（イ）仮に「他事情」に該当するとしても，本件半期報告書と本件有価証券報告書の虚偽記載に対応する値下がりをその金額の割合に応じて損害額から控除する方法は，虚偽記載という不正会計の存在自体が市場にとってネガティブな評価を受けるのであって，虚偽記載の金額と株価下落額が単純な比例関係を有するものではないなどの理由から，合理性を欠く。
カ　虚偽記載と認められなかった部分に対する値下がり（類型〈５〉）
（被告の主張）
本件各報告書の過年度決算訂正に係る訂正金額は，各工事の総発生原価見通しの見直しにより生じた純損益の訂正額を合計して算出されているものであるところ，各工事は別個独立のものであり，会計処理も別々に行われていたのであるから，虚偽記載と認められない部分に係る訂正金額に対応する値下がりは，その割合に応じて損害額から控除されるべきである。
（原告らの主張）
（ア）本件虚偽記載の発覚は上場廃止のおそれを伴うものであり，虚偽記載の額の多寡が株価の下落に必ず影響するわけではないから，「他事情」に当たらない。
（イ）本件公表において，虚偽記載が一部であるというような限定は付されておらず，市場は，当該限定がない前提で情報を評価し，株価が反応するのであるから，当該限定がない前提で株価下落が生じることは，虚偽記載及びその公表・発覚から通常予想される事態であり，その下落は相当因果関係がある。
（ウ）仮に「他事情」に該当するとしても，虚偽記載と認められない部分に係る訂正金額に対応する値下がりをその割合に応じて損害額から控除する方法は，虚偽記載という不正会計の存在自体が市場にとってネガティブな評価を受けるのであって，虚偽記載の金額と株価下落額が単純な比例関係を有するものではないなどの理由から，合理性を欠く。
（７）金商法２１条の２第５項又は民事訴訟法２４８条の適用（類推適用）の有無
（被告の主張）
金商法２１条の２第４項又は同法１９条２項に基づく損害額の立証が不十分とされる場合であっても，公表日前後平均下落額に，本件虚偽記載以外の事情に起因するものが存在すると認められる場合には，同条第５項又は民事訴訟法２４８条を適用して裁判所の裁量による減額を行うべきである。
（原告らの主張）
金商法２１条の２条第５項は，その請求者が受けた損害の額の全部又は一部が，〔１〕「虚偽記載等によって生じた値下がり以外の事情により生じたことが認められた場合」であって，〔２〕「当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるとき」に適用されるべきものである。
本件においては，上記〔１〕の要件が立証されていないから，同条第５項の適用の余地はない。
また，前記のとおり，金商法１９条１項は，発行者が虚偽の有価証券届出書の開示という詐欺的手段によって投資者から集めた資金を返還するという原状回復の法理に立脚するものであり，取得自体を損害としたものであることからすれば，同条２項の規定による減額について，民事訴訟法２４８条を類推適用すべきではない。
（８）損益相殺
（被告の主張）
ア　原告らのうち，原告Ｐ１７（原告番号１００６），原告Ｐ１８（同１００９），原告Ｐ１９（同１０２７），原告Ｐ２０（同１０４１），原告Ｐ２１（同１０４６），原告Ｐ２２（同１０５７），原告Ｐ２３（同２０５０），原告Ｐ２４（同２０５４），原告Ｐ２５（同２０５５），原告Ｐ２６（同２０６４），原告Ｐ１（同２０６６），原告Ｐ２７（同２０７７），原告Ｐ２８（同２０７８），原告Ｐ２９（同２０８４），原告Ｐ７（同３００９）及び原告Ｐ３０（同５００２）については，平成１８年１２月１５日から平成１９年９月２８日までの間に，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」に記載された取引以外にも被告株式の売買をしており，いずれも相応の売却益を得ているから，これらを損害額から損益相殺をすべきである。
また，原告Ｐ３１（原告番号３０１７）については，平成１８年１２月１５日から平成１９年９月２８日にかけて，商品別売買履歴（甲ハ〈３〉３０１７の２）記載の取引によって利益を得ているため，損益相殺をすべきである。
なお，原告Ｐ３２（同２０１４），原告Ｐ６（同４０１１）については，平成１８年１２月１５日から平成１９年９月２８日にかけて多数の株式の取引がうかがわれるから，損益相殺をすべきであり，同原告らが上記取引を明らかにしない以上，損害額の立証が不十分であると扱うべきである。
イ　原告らのうち，原告Ｐ８（原告番号２０１８），原告Ｐ９（同２０７９），原告Ｐ１０（同３００３）及び原告Ｐ１１（同３０１０）は，前記（４）（原告らの株式保有等）ア（本件虚偽記載後の取得株式と処分株式・保有株式等との同一性等）のとおり，本件虚偽記載より以前に既に被告株式を購入して株主となっており，本件虚偽記載の後に売却した上で，同数の株式を購入しているところ，少なくとも，本件虚偽記載の後に売却した価格と取得した価格との差額分の利益を得ているから，これについて損益相殺をすべきである。
ウ　同一の原告について処分株式と保有株式がある場合，保有株式について利益が生じたときは，処分株式に係る損害について損益相殺をすべきである。
エ　これらの原告らについて損益相殺すべき具体的な金額は，別紙「被告作成原告損害目録　Ａ類型」及び「被告作成原告損害目録　Ｂ類型」記載のとおりである。
（原告らの主張）
上記原告らは，本件虚偽記載という不法行為によって利益を受けたものではなく，被告の損益相殺の主張が認められる余地はない。
（９）弁護士費用
（原告らの主張）
原告らは，本件訴訟の提起，追行を弁護士に委任したところ，本件虚偽記載に係る違法行為と相当因果関係を有する弁護士費用相当損害金の額は，その余の損害額の１割とするのが相当である。
（被告の主張）
ア　金商法２１条の２第２項，１８条１項・１９条１項の規定による場合は，各規定による損害額を超えて，弁護士費用相当損害金を付加して請求することはできない。
イ　仮に，金商法２１条の２第１項，１８条１項・１９条１項，会社法３５０条，民法７０９条に基づく請求において弁護士費用に係る損害の賠償が認められるとしても，本件訴訟においては，原告ら訴訟代理人は極めて多数の原告らの委任を受けて同一手続で訴訟を追行していること，原告らの主張，立証の内容，その他諸般の事情を考慮すると，弁護士費用に係る損害額は，最大でも各原告らに認められる損害額の５分の割合とするのが相当である。
（１０）遅延損害金の起算点
（原告らの主張）
遅延損害金の起算点は，各原告がそれぞれ被告株式を取得した時と解すべきである。
（被告の主張）
各原告がそれぞれ被告株式を取得した時点においては，損害は現実化しておらず，具体的な損害は発生していない。遅延損害金の発生は，損害の発生の時を起算点と解すべきところ，原告らの主張を前提とすれば，損害が現実化したのは，本件公表日以降となる。
第３　争点に対する判断
１　前記前提事実，証拠（甲イ１～１３，１７～３０，甲ロ２９～４３，乙１～６，２０～２９，１１２，１６０～１６３，１９９～２０１，２１２，２１３，２４８の１～２４９の２，２６５～２９０，３０６，３１３）及び弁論の全趣旨を総合すれば，次の事実が認められる。
（１）工事進行基準に関する会計準則等

http://lex.lawlibrary.jp/lexbin/PrintContents.aspx?pf=1&zb=25505951 2015/08/25

金商法の規定により提出される貸借対照表，損益計算書その他の財務計算に関する書類は，一般に公正妥当であると認められる企業会計の基準に従って作成されなければならない（金商法１９３条，財務諸表等の用語，様式及び作成方法に関する規則１条，連結財務諸表規則１条等）。

そして，長期の未完成請負工事については，収益の認識に関して，工事が完成し，その引渡しが完了した日に工事収益の認識を行う方法（工事完成基準）と，工事の完成，引渡しより前の時点において，決算期末に，工事進行程度を見積もり，適正な工事収益率によって合理的な収益を見積もって工事収益の認識を行う方法（工事進行基準）が認められている（企業会計原則第二３Ｂただし書）。

企業会計審議会が昭和２９年７月１４日に制定公表した「企業会計原則注解・注７（１）」は，工事進行基準を「決算期末に工事進行程度を見積もり，適正な工事収益率によって工事収益の一部を当期の損益計算に計上する会計処理」と規定する。

原価比較法の計算式は，次のとおりである。

〔１〕工事進捗度＝当期製造原価実績累計÷総発生原価見通し

〔２〕進行基準売上高＝請負金額×工事進捗度－前期累計進行基準売上高

〔３〕進行基準売上原価＝当期製造原価実績累計－前期製造原価実績累計

〔４〕進行基準売上総利益＝進行基準売上高－進行基準売上原価

上記計算式の中で見積りの必要があるのは「総発生原価見通し」のみであるから，工事進行程度の算定における信頼性は，「総発生原価見通し」，すなわち工事総原価の見積りに大きく依存することになる。日本公認会計士協会が平成１４年１０月に公表した「建設業において工事進行基準を適用している場合の監査上の留意事項」（甲イ１８の２）においても，工事総原価の見積りにおいて「工事進行程度の算定を原価比較法により計算する場合は，計算の信頼性は工事総原価の見積りに大きく依存する。」，「収益計上の不確実性を排除するためにできるだけ精密なものでなければならない。」とされている。

（２）会計基準の制定経緯等

ア　企業会計基準委員会は，平成１９年７月９日，「論点整理」（甲イ２１）を公表し，また，平成２０年６月２０日，「会計上の変更及び過去の誤謬に関する検討状況の整理」（乙２５）を公表し，さらに，平成２１年４月１０日，企業会計基準公開草案第３３号として「会計上の変更及び過去の誤謬に関する会計基準（案）」（乙１６２）を，企業会計基準適用指針公開草案第３２号として「会計上の変更及び過去の誤謬に関する会計基準の適用指針（案）」（乙１６３）を公表し，平成２１年１２月４日，企業会計基準第２４号として「過年度遡及修正会計基準」（乙１６０），企業会計基準適用指針第２４号として「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準の適用指針」（乙１６１）を公表した。

イ　上記「論点整理」は，その冒頭で「本論点整理は，財務諸表の過年度遡及修正の取扱いを検討するにあたり，会計方針の変更，表示方法の変更及び会計上の見積りの変更に関する論点のほか，セグメントの区分方法の変更，誤謬，四半期開示固有の問題などに関する論点を示し，今後の議論の整理を図ることを目的としている。」としている。

ウ　上記の各公表資料における「会計上の見積りの変更」及び「誤謬に係る過年度遡及修正」に関する従来からの取扱いについての記述には次のようなものがある。

（ア）「論点整理」（甲イ２１）において，「見積りの変更に関する原則的な取扱い」の「我が国における現行の取扱い」として，「我が国においては，会計上の見積りの変更が行われた場合，過去に遡り，過年度財務諸表を修正することは行われていない。」（論点整理６６項），「会計上の見積りの変更については，現行の取扱いを踏襲し，過年度財務諸表に遡って修正を行わない方向で検討することが考えられる。」（同６９項）と記載されている。

これに対し，財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったか，これを誤用したことによる誤謬（「財務諸表の意図的でない虚偽の表示」をいい，〔１〕財務諸表の基礎となるデータの収集又は処理上の誤り，〔２〕事実の見落としや誤解から生じる会計上の見積りの誤り，〔３〕会計基準等の適用の誤りなどが含まれる。）の訂正については，「我が国における会計上の誤謬の取扱いに関する定めとしては，前期損益修正項目に関して定めた企業会計原則注解（注１２）が考えられる。ここでいう前期損益修正項目は，過年度の損益計算に含まれていた計算の誤りあるいは不適当な判断を当期において発見し，その修正を行うことから生ずる損失項目または利得項目であると一般に考えられている。このように我が国における会計上の誤謬の取扱いとしては，前期損益修正項目として当期の損益で修正する方法が示されており，過年度の誤謬を修正再表示する方法は定められていない。」（論点整理８９項），「その一方，我が国においては会計上の取扱いとは別に，制度上，証券取引法（金商法）に基づいて訂正報告書を提出し，そのなかで過年度財務諸表を修正再表示しなければならない場合がある。」（同９０項）と記載されている。

以上を前提として，「我が国においては，会計上の取扱いとしては，前期損益修正項目として当期の損益で修正する方法のみが示されており，過年度の誤謬を修正再表示する方法は定められていない。」（同９３項），「我が国においては，財務諸表に重要な影響を及ぼすような誤謬が発見された場合，当該誤謬が訂正報告書の提出事由に該当するときには，修正再表示が行われることになるため，修正再表示の枠組みは開示制度において手当済みであるという考え方がある。」（同９４項）と記載されている。

（イ）「会計上の変更及び過去の誤謬に関する会計基準（案）」（乙１６２）において，「我が国の現行の取扱いにおいては，会計上の見積りの変更をした場合，過去の財務諸表に遡って処理することは行っていない。」と記載されている。

（ウ）「過年度遡及修正会計基準」（乙１６０）において，「我が国の従来の取扱いにおいては，会計上の見積りの変更をした場合，過去の財務諸表に遡って処理することは求められていない。」，「検討の結果，本会計準則では，会計上の見積りの変更に関しては従来の取扱いを踏襲し，過去に遡って処理せず，その影響を当期以降の財務諸表において認識することとした。」と記載されている。

（３）適用される会計基準

被告においては，工期２年以上で請負金額３０億円以上の工事は工事進行基準により，それ以外の工事は工事完成基準により工事収益の認識を行っていた（甲イ２８の１）。

本件各報告書の過年度訂正に係る２１件の工事のうち１９件が工事進行基準適用工事であり，他の２件（■工事名及び番号は，別紙「個別工事に関する被告の主張」のとおり。以下同じ。）は，工事進行基準を適用した工事に付随して受注した工事完成基準適用工事であった。

（４）本件各報告書の訂正に至る経緯

ア　被告は，平成１９年９月１０日の経営会議において「平成１９年度利益計画の総点検」が付議され，その審議上，主としてエネルギー・プラント事業に関する多額の損失見込みが報告されたことから，同日，社内調査委員会を発足させ，エネルギー・プラント事業における大幅な業績悪化の内容と影響額について調査を開始した。また，同年１０月９日，社外調査委員会を設置した。

イ　調査の結果として被告が平成１９年９月２８日に公表した「業績予想の修正に関するお知らせ」（９月２８日適時開示（業績予想））には，「平成１９年５月１４日の決算発表時に公表した平成２０年３月期（平成１９年４月１日～平成２０年３月３１日）の業績予想について，下記のとおり修正しましたので，お知らせいたします。」として，次のとおり，平成２０年３月期の業績予想の修正が記載されている。

１）中間期連結業績予想

	営業利益	経常利益	中間純利益
前回発表予想	△７０億円	△１２０億円	△８０億円
今回修正予想	△６７０億円	△７１０億円	△５００億円
増減額	△６００億円	△５９０億円	△４２０億円

営業損失が最大で２８０億円加わる可能性があり，これに伴い営業利益を最大で△９５０億円，経常利益を最大で△９９０億円，中間純利益を最大で△６６０億円に修正する可能性がある。

２）通期連結業績予想

	営業利益	経常利益	当期純利益
前回発表予想	４００億円	３００億円	１６０億円
今回修正予想	△１７０億円	△２７０億円	２６０億円
増減額	△５７０億円	△５７０億円	１００億円

営業損失が最大で２８０億円加わる可能性があり，これに伴い営業利益を最大で△４５０億円，経常利益を最大で△５５０億円，当期純利益を最大で１００億円に修正する可能性がある。

なお，被告は，平成１９年５月１４日発表の決算短信において公表した平成２０年３月期業績予想を，同年８月７日発表の第１四半期決算短信においても維持していた（具体的な額は上記「前回発表予想」欄記載のとおり）。

ウ　また，被告が公表した「９月２８日付け適時開示（過年度）」（概要は前記前提事実のとおり）は，「９月２８日付け適時開示（業績予想）」（上記イ）と同日に公表されたものであるところ，「当社は，本日『業績予想の修正に関するお知らせ』を開示いたしましたが，開示内容にある「最大で２８０億円の営業損失が加わる可能性」について下記のとおりお知らせいたします。」として，「長期大規模工事におけるコストダウン施策の一部に，その効果が適切に評価されておらず，実現性が低いと想定されるものが約２８０億円あり」，これに加え，「その一部は，平成１９年３月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性があることが判明」したとして，過年度決算訂正の可能性を明らかにしている。そして，その理由として，「平成１９年３月期に作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ，見積等に甘いものがあり，その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性があり，したがって，約２８０億円の一部に平成１９年３月期決算に影響するものが含まれている可能性が出てまいりました。」，「必要性が認められた場合は，平成１９年３月期決算にその影響額を織り込んで訂正する」としている。

エ　被告は，平成１９年１２月１１日，「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」として，前記前提事実のとおり，平成１９年３月期決算の通期営業損益につき最大で２８０億円の営業損失が加わる可能性があるとしていたところ，〔１〕２８０億円のうち，約１８０億円については平成１９年３月期決算の遡及的訂正（過年度決算訂正）とすることとし，残りの約１００億円は平成２０年３月期の業績予想の修正に含めることが妥当と判断したこと，〔２〕適時性の観点から慎重に検討した結果，９月２８日付け適時開示（業績予想）では業績予想の営業損失の修正幅として認識していた５７０億円のうち約１２０億円については，平成１９年３月期決算の遡及的訂正とすることが妥当と判断したこと，〔３〕その結果，合計約３００億円が，平成１９年３月期の営業損益の遡及的訂正となる見込みであること，そのうち約９０億円は平成１８年９月中間期に損失を計上する見込みであることなど，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算の遡及的訂正並びに平成２０年３月期の業績予想を開示した。

オ　被告は，平成１９年１２月１２日，「業績予想の修正および過年度決算の訂正に関する調査結果ならびに当社の対応方針のご報告」（乙２８）として，同日公表された社内調査委員会及び社外調査委員会の各調査結果の報告（概要は後記のとおり）を踏まえ，連結決算の過年度訂正について，営業利益ベースで，平成１８年９月中間期については，訂正前「１０億６１００万円」を「△８７億６２００万円」に，平成１９年３月期については，訂正前「２４６億１７００万円」を「△５６億２６００万円」に訂正する旨を公表し，また，「業績予想の修正に関するお知らせ」（乙２９）として，平成２０年３月期通期連結業績予想を「営業利益」について「△１７０億」から「△１５０億」に，「経常利益」について「△２７０億」から「△２５０億」にそれぞれ修正する旨公表した。

そして，被告は，平成１９年１２月１４日，「過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正について」として，平成１９年３月期，平成１８年９月中間期各決算（連結・個別）について，中間純利益，当期純利益等を加えた具体的な訂正額をもって，「過年度決算の具体的な訂正内容」を公表した（乙１９９）。また，同日，「業績予想の修正に関するお知らせ」として，平成２０年３月期，同年９月中間期業績（連結・個別）についても修正額を公表した（乙２００）。

過年度決算訂正の具体的な訂正額は次のとおりである（単位百万円）。

（ア）平成１８年９月中間期（連結）

	営業利益	経常利益	中間期純利益
訂正前	１，０６１	△４９２	△２，８１７
訂正後	△８，７６２	△１０，３１５	△１０，０９５
訂正額	△９，８２３	△９，８２３	△７，２７８

（イ）平成１９年３月期（連結）

	営業利益	経常利益	当期純利益
訂正前	２４，６１７	２１，５１１	１５，８２５
訂正後	△５，６２６	△８，７３２	△４，５９３
訂正額	△３０，２４３	△３０，２４３	△２０，４１８

なお，上記「業績予想の修正に関するお知らせ」における平成２０年３月期通期連結業績予想は，営業利益が「△１５０億円」，経常利益が「△２５０億円」，当期純利益が「２６０億円」であった。

カ　被告は，平成１９年１２月２７日，関東財務局に対し，被告の平成２０年３月半期報告書を提出するとともに，本件半期報告書及び本件有価証券報告書の各訂正報告書を提出し，これらを公表した。

本件有価証券報告書については，売上高の過大計上及び売上原価の過少計上により，連結営業利益が３０２億４３００万円，連結当期純利益が２０４億１８００万円過大に計上されていたことから，連結損益計算書において，連結営業利益が，本来△５６億２６００万円であるところ２４６億１７００万円，連結当期利益が，本来△４５億９３００万円であるところ１５８億２５００万円とされていたことになる。

また，本件半期報告書については，売上高の過大計上及び売上原価の過少計上により，連結営業利益が９８億２３００万円，連結当期純利益が７２億７８００万円過大に計上されていたことから，連結損益計算書において，連結営業利益が，本来△８７億６２００万円であるところ１０億６１００万円，連結当期純利益が，本来△１００億９５００万円であるところ△２８億１７００万円とされていたことになる。

なお，上記各訂正報告書には，次のような記載がされている。

（ア）本件有価証券報告書の訂正報告書（甲イ１１，乙２４９の１）

当社及び連結子会社のエネルギー・プラント事業における工事進行基準適用の長期大規模工事に係る見積原価の増加要因について，社内調査委員会による厳正な調査を実施したところ，コストダウン効果の評価を見直すべき時期や見積原価への繰り込み漏れなどの過誤が判明したため，連結財務諸表等及び財務諸表等の記載内容について見直しを行いました。

その結果，当第１９０期連結会計年度の連結損益計算書において，売上高が１３８億３５百万円減少，売上原価が１６４億８百万円増加することとなり，売上総利益が３０２億４３百万円減少，２４６億１７百万円の営業利益が３０２億４３百万円悪化して５６億２６百万円の営業損失に，２１５億１１百万円の経常利益が３０２億４３百万円悪化して８７億３２百万円の経常損失に，税金等調整前当期純利益が３０２億４３百万円減少，１５８億２５百万円の当期純利益が２０４億１８百万円悪化して４５億９３百万円の当期純損失になりました。

（イ）本件半期報告書の訂正報告書（乙２４９の２）

当社のエネルギー・プラント事業における工事進行基準適用の長期大規模工事に係る見積原価の増加要因について，社内調査委員会による厳正な調査を実施したところ，コストダウン効果の評価を見直すべき時期や見積原価への繰り込み漏れなどの過誤が判明したため，中間連結財務諸表等及び中間財務諸表等の記載内容について見直しを行いました。

その結果，当第１９０期中間連結会計期間の中間連結損益計算書において，売上高が１４億５百万円減少，売上原価が８４億１８百万円増加することとなり，売上総利益が９８億２３百万円減少，１０億６１百万円の営業利益が９８億２３百万円悪化して８７億６２百万円の営業損失に，経常損失が９８億２３百万円増加，１５億３３百万円の税金等調整前中間純利益が９８億２３百万円悪化して８２億９０百万円の税金等調整前中間純損失になり，中間純損失は７２億７８百万円増加しました。

（５）調査結果等

ア　社内調査委員会による報告（平成１９年１２月１２日）

社内調査委員会による報告（乙４）は，「過年度決算訂正に関する調査結果」として，「平成１８年９月期および平成１９年３月期決算時にコストダウン効果を採算性の改善策として繰り込むことが相応しくないと考えられるケースが見受けられた」とし，「問題点の発生類型」として，次の６点を指摘した。

〔１〕客観性に欠ける判断によるコストダウン

電力事業における工事２案件■については，事業本部管理部長の強い指示のもとに製造原価利益率が■まで引き上げられていたが，平成１９年４月５日に，エネルギー事業本部長から，納期が未だ先であり，コストダウンに注力すれば製造原価利益率■が実現可能であるので，これを目標として■電力事業部はこれを受け入れた。

しかし，その施策の具体化の検討もなく，高い利益率となる総発生原価見通しの設定を指示したことは客観性に欠ける判断によるものであり，結果的にみれば実現する蓋然性が低いものであった。

当委員会は，このような客観性に欠ける判断によるコストダウンについては，平成１９年３月期決算における総発生原価見通しに繰り込むべきではないと判断した。

〔２〕コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性

電力事業部においては，■対応に追われコストダウンの実現が難しくなり，平成１８年９月末および平成１８年度末には，コストダウン効果の評価の見直しをすべきであったと考えられる類型が複数の工事で見受けられた。平成１８年９月末および平成１８年度末において当該工事案件でコストダウン活動が行なわれている資料等の確認ができない４案件■については，平成１８年９月期および平成１９年３月期決算にコストダウンとして繰り込むべきではないと判断した。

また，平成１８年度末時点では，ボイラ耐圧部の製作のコストダウンのために，国内工場製作から海外子会社へ製造委託する計画であったものについて，同社の操業山積みの関係から平成１９年度になって再び国内製作としたことによって，コストダウン効果を見直した工事が１案件あった■。しかし，同社の操業山積みは平成１８年度末時点には既に高く，コストダウン計画によって同社に製造を委託することの妥当性に疑義があることが判明した。

当委員会はこの事象に対して保守的な立場をとり，当該コストダウンは平成１９年３月期決算における総発生原価見通しに繰り込むべきでないと判断した。

環境・プラントセクターでは，ＬＮＧタンクのＶＥ（ヴァリューエンジニアリング）活動によるコスト削減活動をシュッドプランと称して取り組んできた。その活動にはタンクの重量を削減することにより■することが繰り込まれていたが，重量削減はある程度実現したものの，一方で■した現時点では，改善を悪化が上回る状態となり，■，コスト削減効果が未達成となると評価せざるを得ないと判断されたケースが３案件■で発見された。当委員会は保守的な立場をとり，平成１９年３月期決算時点に■を見直して総発生原価見通しを作成するべきであると判断した。

〔３〕コスト増加要因の過誤による繰込み漏れ

電力事業部では，■が明らかになり，総発生原価見通しを増加（採算悪化）させるべきものについて，コスト増加分を総発生原価見通しに繰り込んでいない工事が２案件発見された■。

当委員会は，いずれも平成１８年９月期および平成１９年３月期決算にコスト増加を総発生原価見通しに繰り込むべきと判断した。

〔４〕期末月までに判明していた事実に基づく見通しへの過誤による繰り込み漏れ

電力事業部では，輸出ボイラ１案件■の■の発注に関する実行予算からの乖離（悪化）を平成１９年４月の発注時点でコスト増加と認識したが，発注に関わる証憑の確認の過程で平成１９年３月には業者に内示していることが判明した。

また，他の国内１案件■では，■に対する客先注文書を平成１９年３月に受領していたが，■過誤により，決算時のプロジェクト損益見通しへの繰り込み漏れとなっていた。

その他の３案件■では，注文書が平成１９年３月までに発行され，当該発注に関してコスト増加要因があったにもかかわらず，過誤により総発生原価見通しに繰り込まれていないものが発見された。

原子力事業部では，平成１９年３月までに，施工指示していた工事がほぼ完了していたにもかかわらず，コスト増加要因のプロジェクトで，過誤により総発生原価見通しへの繰り込みが漏れていたもの２案件■が発見された。

当委員会は，上記のコスト増加要因については平成１９年３月期決算において総発生原価見通しに含むべきものと判断した。

〔５〕業者からの求償に対する取扱いについて

環境・プラントセクターのセメント工事２案件■では，業者の施工不具合から手直し工事が発生することになったが，業者からは手直し費用の請求が来ていた。

また，ＬＮＧタンク建設工事１案件■では，■および追加工事に対する追加請求が業者から来ていた。

しかし，平成１８年度下期以降，当該業者への支払いを行わない場合には業者の協力を得られず，納期を守ることができなくなるおそれが出てきた。

平成１９年３月末時点において，既に建設工程の遅延が平成１９年度において解消できない程度に進行しており，同年同月においてこの状況を客観的に判断したとすれば，支払いに応ずる蓋然性が高かったと判断すべきものであるとみられることから，当委員会は，本件に対する方針の変更は平成１９年３月期決算に影響を及ぼすものと考えた。

〔６〕平成１９年４月～９月に判明したコスト増加項目の取扱い

コスト増加の事象が平成１８年度中に存在したが，コストの算定が平成１９年４月～９月にずれ込んだ工事５案件■は，合理的な算定根拠に基づいて，平成１８年度末に遡って総発生原価見通しに繰り込むのが望ましいという保守的な立場に立って，平成１８年度に影響する項目と判断した。

イ　社外調査委員会による報告（平成１９年１２月１２日）

被告は，社内調査委員会による報告をレビューし，これを客観的に検証することを目的として，被告と利害関係のない社外者により構成される社外調査委員会を設置した。

同委員会は，基本的に社内調査委員会の報告の手法や内容を是認した上で，「業績悪化要因を過年度に認識し得たものがないかどうかを点検したところコストダウン施策の未達を中心にこれに該当するものが判明し，その結果過年度決算の訂正を行う必要が生じたとの心証を得ている。」と指摘し，今後の業務改善策に関する意見を明らかにしている（乙５）。

ウ　改善報告書（平成２０年２月２５日）

被告は，東京証券取引所等からの改善報告書の提出要請を受けて，平成２０年２月２５日，改善報告書（甲イ１２）を提出した。

同報告書は，「調査の結果判明した事実関係」として，社内調査委員会の報告と同様の６点を問題とし，「過年度決算を訂正するごとになった背景と原因」として，次のような指摘をした。

「（《１》）事業本部・事業部の利益目標達成に対する意識の問題」として「旧エネルギー・

プラント事業本部においては事業本部が本社に対してコミットした利益目標値を守ることが，事業本部のマネジメントにとって何よりも優先されてきたと思われます。そのため，〔１〕『客観性に欠ける判断によるコストダウン』，〔２〕『コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性』，〔３〕『コスト増加要因の過誤による繰込み漏れ』，〔５〕『業者からの求償に対する取り扱いについて』の問題については，本来会計的には慎重に取り扱わなくてはならない問題であるにも拘らず，慎重さを欠く，もしくは楽観的な解釈に基づく，事業本部の行きすぎた指導があったものと推察されます。」

「工事進行基準対象工事の総発生原価見通しの算出とチェックの上で必須情報を把握するプロセスが充分に機能していなかった問題」について，「（《２》）エネルギー・プラント事業の原価管理部門の役割」として，「〔４〕『期末月までに判明していた事実に基づく見通しへの過誤による繰り込み漏れ』，同〔６〕『平成１９年４月～９月に判明したコスト増加項目の取扱い』で指摘した事項は，結果として今回，過年度に影響を及ぼすことと判定いたしました。このようなことが発生した原因は，各ライン部門と事業部管理部門，関係会社と事業部管理部門などプロジェクトの関係部門間の情報の伝達とその受け入れ手続に不備があったためと思われます。さらに，工程の混乱などを端緒とした管理部門の混乱や，建設を担当する関係会社にも発生した同様の混乱が，各部門間の情報の授受と管理部門による評価の遅れに影響したと思われます。従い，当社は，以下の過年度決算訂正の原因については，工事進行基準対象工事の総発生原価見通しを算出しチェックするための必須情報が適時に利用可能な形で伝達されないなどの，必須情報を把握するプロセスが充分に機能していないおそれがあったと判断いたしました。」。

エ　証券取引等監視委員会の検査報告書（平成２０年６月１９日）

証券取引等監視委員会は，平成２０年６月１９日付け検査報告書（甲イ２８の１・２）において，次のとおり指摘する。

（ア）不適正な会計処理

ａ　不正経理の対象となった２１件の工事のうち１９件の工事が工事進行基準適用工事であり，２件の工事は工事進行基準を適用した本体工事に付随して受注した工事完成基準適用工事である。有価証券報告書等の訂正の事由は次の二つに分類できる。

〔１〕見積原価に繰り込むコストダウン効果の評価にあたり，本来，会計的には慎重に扱うべきできあるコストダウン施策について，具体的にコストダウン施策の実現可能性等の十分な検討を行わないままコストダウン効果として認識するなどして，総発生原価見通しを過少に見積もっていた。

〔２〕決算期末までに行われた工事の受注及び工事の発注，発注内示あるいは下請業者からの追加費用の求償等により，本来，期末において原価として認識し計上すべきであった費用が把握漏れとなっていた。

ｂ　平成１９年３月期の連結損益計算書の訂正の対象となった工事の概要は，次のとおりである。

（コストダウン効果による総発生原価見通しの過少見積り）

〔１〕事業本部長の指示によりコストダウン効果を過大に評価した工事（２件，■について

電力事業部の２件の工事■については，工事着手時の原価管理の指標である実行予算及び平成１９年度利益計画において製造原価利益率［（請負金額／総発生原価見通し）－１］は■としていたにもかかわらず，平成１９年３月期において工事進行基準適用工事に係る係数登録締切日である平成１９年４月５日に，当時のエネルギー事業本部長であったＰ３３の指示により，具体的なコストダウン施策の検討も行わないままコストダウン効果を認識し，製造原価利益率を■として総発生原価見通しを過少に見積もり，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上された。

〔２〕コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性に問題がある工事（８件，■について

電力事業部の■など４件の工事■については，平成１９年３月期に予定していたコストダウン施策に具体性がなく，平成１９年３月期にはコストダウン効果の見直しを行うべきであった。また，同部の■については，発電用ボイラ耐圧部の製作のコストダウンのため，■の子会社に製造を委託する計画であったものの，平成１９年３月末時点において当該海外子会社は製作許容量を超える工事を抱え，同社に製造を委託することは不可能な状態にあり，平成１９年３月期末にコストダウン効果の見直しを行うべきであった。さらに，環境・プラントセクターの３件の工事■については，コストダウン施策によりＬＮＧタンクの■に一部成功はしたものの，一方で■したため，平成１９年３月末までの発注により確定した■すればコストダウン効果は未達と評価すべきであった。

以上のとおり８件の工事については，平成１９年３月期においてコストダウン効果の見直しを行うべきであったにもかかわらず，これを行わずに総発生原価見通しを過少に見積もり，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上された。

〔３〕採算性改善活動をコストダウン効果として評価したことによる過大計上（２件，■）について

電力事業部においては，設備の性能向上策等を客先に提案し設備の採算性の改善を図るとともに，請負金の増額により■を吸収しようとする採算性改善活動を行っていたが，平成１９年３月期において，同部の２件の工事■について，客先の合意を得ていない請負金の増加見込額をコストダウン効果として評価し，これにより■が吸収されたとして総発生原価見通しを過少に見積もったことから，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上された。

なお，採算性改善活動は新たに工事の仕様変更を客先に提案するものであり，本来であれば，客先と合意した期において認識し，請負金額を増額するとともに，それに見合う原価の増加分は総発生原価見通しを増額すべきところ，被告は，客先に提案した工事請負金の増加額とそれに見合う原価の差額をコストダウン効果として評価し，総発生原価見通しの減額のみを行っていた（■については，その増加を認識した期において総発生原価見通しを増額すべきであった。）。

（原価の計上漏れ）

〔４〕期末までに判明していた事実により原価として認識すべきであった工事（７件，■）

電力事業部の４件の工事■については，平成１９年３月末までに被告が行った工事の発注や■により，コストの増加として認識することが可能であったにもかかわらず，これを原価として認識していなかった。

また，同部の１件の工事■については，平成１９年３月末までに被告が客先から入手した注文書により，追加工事の原価として認識することが可能であったにもかかわらず，これを認識していなかった。

さらに，原子力事業部の２件の工事■については，平成１９年３月末までに被告の子会社に行わせた追加工事に係る原価等を認識・計上していなかった。

このため，以上７件の工事については，平成１９年３月末までに認識すべき原価を認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。

〔５〕下請業者からの求償額を原価に計上すべきであった工事（３件，■）について

事業部管理部は，海外の下請業者が，その負担した追加工事や材料価格の高騰等による費用の増加を被告に請求してきた工事について，追加支払いは行わないとする固定価格契約を理由に，請求額を総発生原価見通しに繰り込まないことをしていた。

しかしながら，環境・プラントセクターにおいて，その後，下請業者の協力なくしては納期を守れないおそれなどが生じ，納期を超える場合に想定される損害賠償請求額と求償額を比較考量し，求償額の一部を支払うよう方針変更した３件の工事■については，平成１９年３月末時点において，既に建設工事の遅延の原因となる事象が発生し，下請業者への支払いの蓋然性が高く，原価として認識すべきであったにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。これに伴い工事進捗率が上昇し売上高が過大に計上された。

〔６〕平成１９年４月以降に原価の増加が判明した工事（５件，■）について

電力事業部の４件の工事■環境・プラントセクターの１件の工事■については，工事を委託した被告の海外子会社の決算確定作業の遅れ等により，原価の算定が平成１９年４月以降にずれ込んだ。このため，平成１９年３月期に原価増加の原因となる事象が既に存在していたにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。

ｃ　平成１８年９月中間期の連結損益計算書においても訂正の対象となる工事の概要は次のとおりである。

（コストダウン効果による総発生原価見通しの過少見積り）

〔１〕コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性に問題がある工事（４件，■）

電力事業部の４件の工事■については，平成１８年９月中間期に予定していたコストダウン施策の具体性がなく，同期においてコストダウン効果の見直しをすべきであったのに，これを行わず総発生原価見通しを過少に見積もり，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上されていた。

〔２〕採算性改善活動をコストダウン効果として評価していた工事（２件，■）

電力事業部の２件の工事■については，平成１８年９月中間期において採算性改善活動をコストダウン効果として評価し，これにより■が吸収されたとして総発生原価見通しを過少に見積もった。

（原価の計上漏れ）

〔３〕期末までに判明していた事実により原価として認識すべきであった工事（２件，■）

原子力事業部の２件の工事■については，平成１８年９月中間期において子会社に行わせた追加工事に係る原価等を認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。

〔４〕平成１９年４月以降に原価の増加が判明した工事（１件，■）

環境・プラントセクターの１件の工事■については，平成１８年９月期中に原価増加の原因となる事象が存在したのに，原価の算定が平成１９年４月以降にずれ込んだことからこれを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。

（イ）不適正な会計処理が発生した原因

エネルギー・プラント事業本部及び各事業部の原価管理責任者が，慎重かつ客観的であるべき財務会計の重要性を十分に認識しないまま利益目標を優先した原価管理を実施したこと，及び，これらを是正するための本社部門及び事業本部内の統制機能が十分整備されていないもしくは運用されていなかったことが，このたびの不適正な会計処理を防止できなかった原因と認められる。

ａ　エネルギー・プラント事業本部における原価管理の不備

〔１〕利益目標管理優先の原価管理

エネルギー・プラント事業本部においては，事業本部がコミットした利益目標を守ることが優先されており，本来，慎重に取り扱うべきであるコストダウン効果の評価や下請業者からの求償に対して，事業本部・事業部において，慎重さを欠いた，あるいは楽観的な解釈に基づく指導や原価管理が行われてきた。

〔２〕事業本部原価管理部門の牽制機能の不備

エネルギー・プラント事業本部の原価管理部門は，経験・人数の面で十分な体制となっていなかった。また，原価管理部門は事業本部長の下部組織として位置づけられていたことから，事業本部長自らが行う原価削減の指示に対しては牽制機能を発揮することができず，統制環境としても十分なものではなかった。

ｂ　本社部門の牽制機能の不備

本社財務部は，事業本部等は不適正な会計処理は行わないはずとの甘い認識のもと，コストダウン施策の評価は全て事業本部等に任せ，財務情報の形式的なチェックを行うにとどまるなど，財務部が事業本部等に対して財務情報の適正な管理を行うための牽制機能は，十分に発揮されてこなかった。

c　プロジェクト管理の不備
〔１〕プロジェクト管理情報の不統一
各工事は，品質，原価，工期，納期に関して責任を負うプロジェクト・マネージャーが任命されて工事遂行状況のチェック等が行われていたが，マネージャーの経験や能力に差があり，工事のリスクの評価やコストへの影響の測定方法などで原価管理にばらつきが生じていた。
〔２〕中間原価の管理に関する統一的判断基準の不備
プロジェクト・マネージャー及び各原価管理部門から事業部へ報告される個々のプロジェクトの進捗状況等を，中間原価に適正に反映させるための統一的な基準はなく，各事業部が定めた独自の運用ルールに従って中間原価の把握が行われており，また，事業部の内外の製造工場に対する原価の管理体制が不十分であった。
d　プロジェクト受注審査の不備
被告においては，工事の受注前に，被告の審査機関である重要受注案件検討会議に付議されることとなっていたが，付議基準が不明確であったこと等から，付議前に受注が決定している工事や付議された内容と異なる条件により契約が締結されている工事があるなど，重要案件の受注前にリスクを把握し評価しようとする同会議の目的が十分に果たされていなかった。
同委員会は，上記のような調査結果を踏まえ，本件各報告書に虚偽の記載があったとの事実を認定し，課徴金納付命令の勧告をした。
（６）被告株式の株価の推移等
ア　被告株式の株価の推移は，別紙「公表日（平成１９年９月２８日）前後一月間の株価（終値）」のとおりであり，本件公表日直前の平成１９年９月２７日の終値は３７１円，直後の同年１０月１日の終値は２８１円であり，同月２日に２６４円に急落した後，同月４日に３０３円まで上昇したが，その後は２８０～２９０円台を推移し，同月２２日に２７７円となり，同月２５日に２６２円となった（同月２６日は２６８円。なお，同月２７日は土曜日，同月２８日は日曜日）。なお，株価の推移の概要は，別紙「株価グラフ」のとおりである。
イ　被告株式は，平成１９年１２月１１日，被告による「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」の開示を受けて，東京証券取引所において監理銘柄（審査中）の指定を受け，平成２０年２月９日付けで監理銘柄（審査中）の指定を解除されたが，同日，東京証券取引所及び大阪証券取引所において，また，平成２１年４月１日に，札幌証券取引所及び福岡証券取引所において，内部管理体制等についての改善の必要性が高いと判断されて，有価証券上場規程第５０１条第１項の規定に基づき，特設注意市場銘柄に指定された。その後，同年５月１２日，これらの各証券取引所における上記指定は解除された。
２　争点（１）（「虚偽の記載」の有無）について
（１）前記のとおり，金商法の規定に基づいて提出される貸借対照表，損益計算書その他の財務計算に関する書類は，一般に公正妥当であると認められる企業会計の基準に従って作成されなければならないところ，本件各報告書も，かかる企業会計基準に従って作成されなければならず，これを逸脱した場合には，金商法１８条，２１条の２にいう「虚偽の記載」に該当するというべきである。
被告は，工期２年以上で請負金額３０億円以上の工事については工事進行基準により，それ以外の工事は工事完成基準により工事収益の認識を行っていたところ，工事進行基準会計においては，総発生原価見通しという未確定な原価の見通しを行うことにより期間損益を認識することとなるため，工事進行程度の算定における信頼性は，工事総原価の見積りに大きく依存することになる（工事総原価を過少に見積もると，進捗度が上がり，工事進行基準売上高が上がり，結果として，売上総利益が過大となる。）ことから，その判断には慎重さが求められるが，他方において，当該見積りの時点においては，それが将来の予測に係るものであるという性質上，算定に当たって一定の幅が存在することも否定できない。
したがって，工事進行基準における過去の総発生原価見通しが不適正であったために過年度決算における期間損益の配分が不適正となったか否かの判断は，当時の時点で認識可能であった事実を前提として，企業会計準則の裁量を逸脱するものであったか否かによって判断するのが相当である。
（２）前記認定のとおり，「過年度遡及修正会計基準」（乙１６０）においても，「我が国の従来の取扱いにおいては，会計上の見積りの変更をした場合，過去の財務諸表に遡って処理することは求められていない。」，「検討の結果，本会計準則では，会計上の見積りの変更に関しては従来の取扱いを踏襲し，過去に遡って処理せず，その影響を当期以降の財務諸表において認識することとした。」と理解されており，他方，財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったか，これを誤用したことによる「誤謬」，すなわち「財務諸表の基礎となるデータの収集又は処理上の誤り」等の訂正の場合には，「我が国における会計上の誤謬の取扱いとしては，前期損益修正項目として当期の損益で修正する方法が示されており，過年度の誤謬を修正再表示する方法は定められていな」かった（論点整理８９項）ものの，「会計上の取扱いとは別に，制度上，証券取引法（金融商品取引法）に基づいて訂正報告書を提出し，そのなかで過年度財務諸表を修正再表示しなければならない場合があ」った（同９０項）のであるから，平成１９年当時の企業会計原則ないしその実務慣行として，一般に，会計上の見積りの変更の場合は過年度に遡及した修正は行われていなかったことは明らかであって，他方において，会計上の取扱いとは別に，過年度に遡及した訂正が相応の根拠をもって行われる場合としては，財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったか，これを誤用したことによる「誤謬」があった場合等に限られていたというべきである。
これに対し，被告は，会計上の見積りの変更によって過年度の財務諸表を遡及修正するという会計処理は，少なくとも被告が過年度の連結財務諸表を訂正した平成１９年１２月１４日当時においては，一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従ったものであったと主張する。
しかしながら，平成１９年１２月１４日当時，企業会計基準委員会による「過年度遡及修正会

計基準」は公表されておらず，「過去の誤謬」を訂正する場合以外には過年度の財務諸表を遡及修正することが一切禁止されるという取扱いが確定していたとまで断ずることはできないが，前記認定事実を踏まえれば，同基準制定以前から，一般に会計上の見積りの変更の場合には過去に遡って処理しないことが我が国の公正なる会計慣行として定着していたというべきであるし，このことは，一旦信頼性のある見積りに基づいて開示された財務情報が「会計上の見積りの変更」によって過年度に遡って訂正されることが比較的容易に発生することになると，投資家の判断の前提を失わせることになり，財務情報提供目的を本則とする会計原則に反することになることに照らしても明らかである。
（３）被告は，前記前提事実のとおり，９月２８日付け適時開示（過年度）を公表した上で，関東財務局に対し，本件半期報告書（平成１８年９月中間期）及び本件有価証券報告書（平成１９年３月期）の各訂正報告書を提出したところ，その訂正内容は，２１件の工事（うち１９件は工事進行基準適用工事，２件は工事進行基準適用工事に付随して受注した工事完成基準適用工事）について，売上の過大計上及び売上原価の過少計上等により，本件有価証券報告書においては，連結営業利益が３０２億４３００万円，連結当期純利益が２０４億１８００万円過大に計上されていたため，連結営業利益につき２４６億１７００万円を△５６億２６００万円に，連結当期利益につき△１５８億２５００万円を△４５億９３００万円に，それぞれ遡及的に訂正し，また，本件半期報告書においては，連結営業利益が９８億２３００万円，連結当期純利益が７２億７８００万円過大に計上されていたため，連結営業利益につき１０億６１００万円を△８７億６２００万円に，連結当期利益につき△２８億１７００万円を△１００億９５００万円に，それぞれ遡及的に訂正するというものであった。また，上記各訂正報告書においては，いずれも「コストダウン効果の評価を見直すべき時期や見積原価への繰り込み漏れなどの過誤が判明したため」見直しを行ったと記載されている。
上記の過年度決算訂正に至る過程において，被告は，平成１９年９月２８日付けで，社内調査委員会の調査の結果として「長期大規模工事におけるコストダウン施策の一部に，その効果が適切に評価されておらず，実現性が低いと想定されるものが約２８０億円」あるとして，過年度決算訂正の可能性を明らかにしていたのであり，また，その理由として，「平成１９年３月期に作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ，見積等に甘いものがあり，その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性」があることを指摘していたのであって，上記時点において，既に過年度決算訂正の可能性があることを具体的に明らかにし，適時開示として公表しているのである。
そして，被告は，平成１９年１２月１２日，「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」として，上記２８０億円のうち，約１８０億円について平成１９年３月期決算の遡及的訂正とするとともに，９月２８日付け適時開示（業績予想）で業績予想の営業損益の修正幅として認識していた５７０億円のうち約１２０億円についても，平成１９年３月期決算の遡及的訂正として，合計約３００億円が，平成１９年３月期の営業損益の遡及的訂正となる見込みであること，及びそのうち約９０億円は平成１８年９月期に損失を計上する見込みであることを公表し，同日付けで社内調査委員会の報告として，「過年度決算訂正に関する調査結果」として，「平成１８年９月期および平成１９年３月期決算時にコストダウン効果を採算性の改善策として繰り込むことが相応しくないと考えられるケースが見受けられた」などと指摘する報告書を公表した。同報告書は，「過年度決算訂正」をする理由として，「〔１〕客観性に欠ける判断によるコストダウン，〔２〕コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性」については，「施策の具体化の検討もなく，高い利益率となる総発生原価見通しの設定を指示したことは客観性に欠ける判断によるものであり，結果的にみれば実現する蓋然性が低いものであった。」，「平成１８年９月末および平成１８年度末において当該工事案件でコストダウン活動が行なわれている資料等の確認ができない」などとして，「当該コストダウンは平成１９年３月期決算における総発生原価見通しに繰り込むべきでないと判断した。」とし，「〔３〕コスト増加要因の過誤による繰込み漏れ，〔４〕期末月までに判明していた事実に基づく見通しへの過誤による繰り込み漏れ」については，平成１９年３月ないし４月当時において既にコスト増加が見込まれていたことなどを理由として，「コスト増加を総発生原価見通しに繰り込むべきと判断した。」などとし，「〔５〕業者からの求償に対する取扱いについて，〔６〕平成１９年４月～９月に判明したコスト増加項目の取り扱い」についても，「業者からは手直し費用の請求が来ていた。」，「鋼材価格高騰および追加工事に対する追加請求が業者から来ていた」ことなどを理由として，「本件に対する方針の変更は平成１９年３月期決算に影響を及ぼすものと考えた。」，「平成１８年度に影響する項目と判断した。」などと指摘し，過年度決算訂正をすべき理由を具体的に明らかにしている。
また，被告が東京証券取引所等に提出した改善報告書（平成２０年２月２５日）においても，社内調査委員会の報告と同様の６点を問題とし，「過年度決算を訂正することになった背景」として，「旧エネルギー・プラント事業本部においては事業本部が本社に対してコミットした利益目標値を守ることが，事業本部のマネジメントにとって何よりも優先されてきたと思われます。そのため，・・・本来会計的には慎重に取り扱わなくてはならない問題であるにも拘らず，慎重さを欠く，もしくは楽観的な解釈に基づく，事業本部管理部の行きすぎた指導があったものと推察されます。」とし，また，「過年度決算訂正の原因については，工事進行基準対象工事の総発生原価見通しを算出しチェックするための必須情報が適時に利用可能な形で伝達されないなどの，必須情報を把握するプロセスが充分に機能していないおそれがあったと判断いたしました」などと指摘し，自ら，総発生原価見通しの見積りに対する慎重さを欠いていたことに言及している。
さらに，証券取引等監視委員会の検査報告書（平成２０年６月１９日）においては，本件各報告書の訂正の理由として，「〔１〕見積原価に繰り込むコストダウン効果の評価にあたり，本来，会計的には慎重に扱うべきできあるコストダウン施策について，具体的にコストダウン施策

の実現可能性等の十分な検討を行わないままコストダウン効果として認識するなどして，総発生原価見通しを過少に見積もっていた。」，「〔２〕決算期末までに行われた工事の受注及び工事の発注，発注内示あるいは下請業者からの追加費用の求償等により，本来，期末において原価として認識し計上すべきであった費用が把握漏れとなっていた。」として，個別の工事について，社内調査報告書とほぼ同様の事実関係を認定し指摘しているところ，証券取引等監視委員会は，検査報告書等における調査結果を踏まえ，本件各報告書に虚偽の記載があったとの事実を認定した上，課徴金納付命令の勧告を行っている。

これらに加え，被告は，設立以来，本件に至るまで，財務諸表等について過年度訂正をしたことはなく（証人Ｐ３４（以下「証人Ｐ３４」という。）の証言），そのような状況の中で，上記のような適時開示や社内調査委員会の報告等の被告が正式に作成した書面において過年度決算訂正をする旨を公表した上，金融庁長官による課徴金納付を命ずる決定に基づき，課徴金を国庫に納付しているのである。

以上のとおり，被告自身が本件各報告書について過年度訂正をしており，その訂正額も極めて大きな額に達していること，社内調査委員会による報告等の被告における調査結果や証券取引等監視委員会による検査報告書において，過年度決算訂正の具体的な理由，更にはその発生原因についても具体的に明らかにされており，しかも，その内容も十分合理的であって終始一貫しており，その内容は信用できること，被告が金融庁長官による課徴金納付命令を自認して多額の課徴金の支払をしていることなどに照らすと，本件各報告書の過年度訂正は，上記検査報告書等において指摘されているとおり，被告の中核事業の一つであるエネルギー・プラント事業の長期大規模工事で適用している工事進行基準会計において，不適正な原価の圧縮や期末において原価として計上すべき費用の把握漏れにより工事の総発生原価見通しが過少に見積もられ，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上されたこと等により，利益が過大に計上されたことが原因となっているというべきであって，企業会計準則の裁量を逸脱するものであったということができるから，本件各報告書には，「虚偽の記載」があったと認めるのが相当である。

（４）これに対し，被告は，ベストプラクティスの観点から最大限保守的な立場に立って，過年度（平成１８年９月期，平成１９年３月期）の決算の総発生原価見通しに織り込むことが，当時としておよそ不可能であったことが客観的に明らかであると断定できないものについては，過年度に織り込んで，総発生原価見通しの遡及的な訂正をするという判断をしたのであって，当時の会計慣行に照らし，不合理・不適正とまではいえないなどと主張し，証人Ｐ３４も，過年度決算訂正の要否を検討した調査報告の時点（平成１９年１２月）において把握している事情を前提として，平成１９年３月の時点を振り返り，事後的に生じ，あるいは，事後的に判明した総発生原価見通しの増加要因であっても，その芽が過年度に存在しないとはいえない場合には，過年度の決算に織り込んで決算情報を提供するという基準が被告の過年度決算訂正における基準であったと証言する。

しかしながら，同証人の挙げる「事後的に生じ，あるいは，事後的に判明した総発生原価見通しの増加要因であっても，その芽が過年度に存在しないとはいえない場合には，過年度の決算にも織り込む」という「基準」については，それ自体が当時の会計準則とはかけ離れた基準である上，被告の社内調査委員会による報告書その他の被告の取締役会の決議，確認を経た正式文書に具体的な記載があることはうかがわれないのであって，各報告書等の記載内容に照らし，上記の基準を明確にした上で過年度修正を行ったなどという上記証言は到底信用することができない。

（５）また，被告は，過年度決算訂正の対象となった２１件の工事に関する会計処理は，いずれも会計的な真実に反するものではないとし，工事進行基準に基づく会計処理の適正性の判断は，個別工事の各コストの見積りの適正性を検証しなければ判断できないと主張するので，以下において，個別工事について，証券取引等監視委員会の検査報告書の分類に従って検討することとする。

なお，これらの個別工事については，上記認定のとおり，証券取引等監視委員会の検査報告書（以下，単に「検査報告書」という。）において，「見積原価に織り込むコストダウン効果の評価にあたり，本来，会計的には慎重に扱うべきできあるコストダウン施策について，具体的にコストダウン施策の実現可能性等の十分な検討を行わないままコストダウン効果として認識するなどして，総発生原価見通しを過少に見積もっていた。」，「決算期末までに行われた工事の受注及び工事の発注，発注内示あるいは下請業者からの追加費用の求償等により，本来，期末において原価として認識し計上すべきであった費用が把握漏れとなっていた。」として問題点が指摘されているのであって，これらと被告の社内調査委員会の調査報告書を含めた上記各資料等に照らすと，上記説示のとおり，被告の会計処理が不適正であったことが推認できるところであるから，これを超える特段の事情が認められない限り，上記認定を左右するものとはならないというべきである（以下，工事名及び工事名の冒頭の番号は別紙「個別工事に関する被告の主張」記載のものと対応する。）。

（コストダウン効果による総発生原価見通しの過少見積り）

以下の工事（ア，イ，ウ）は，検査報告書において，「見積原価に織り込むコストダウン効果の評価にあたり，本来，会計的には慎重に扱うべきできあるコストダウン施策について，具体的にコストダウン施策の実現可能性等の十分な検討を行わないままコストダウン効果として認識するなどして，総発生原価見通しを過少に見積もっていた。」と指摘されたものである。

ア　事業本部長の指示によりコストダウン効果を過大に評価した工事（平成１９年３月期につき２件）

〔４〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点における追加のコストダウン施策■は合理的であり，コストダウン施策の達成が見込めなくなったのは平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情によるなどと主張する。

しかしながら，例えば，■に関わる過年度決算訂正の理由について，証人Ｐ３４は，「平成１９年３月期決算を確定させた際に，被告において，元発注者から■によることの承認を得ていたわけではなく，■で工事を行えることが確実であったわけではなかった」などと供述しているところである上，その他のコストダウン施策も具体的な効果を伴うものであるか明らかではない。そして，証人Ｐ３４の供述（乙３１０，証人Ｐ３４）によっても，当該コストダウン施策は，極めて短期間で策定され，しかも，平成１９年３月期における工事進行基準適用工事に係る■になって認識されたことになるのであるから，検査報告書が指摘するとおり，「工事着手時の原価管理の指標である実行予算及び平成１９年度利益計画において製造原価利益率・・・は■から■としていたにもかかわらず，平成１９年３月期において工事進行基準適用工事に係る■に，当時のエネルギー事業本部長であったＰ３３の指示により，具体的なコストダウン施策の検討も行わないままコストダウン効果を認識し，製造原価利益率を■として総発生原価見通しを過少に見積もり，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上された。」というべきであり，平成１９年３月期の決算時点において，被告において，合理性のないコストダウン施策を決算に織り込んでいたと認めるほかはない。

また，過年度決算訂正の理由として，追加工事に伴う請負金，見積原価の増加を遡って織り込んだ点についても，被告は，発注者から注文書（乙１０４）を受領した時点では最終的な受注金額の合意がなかったことなどから追加工事部分を合わせた受注金額を確定できていなかったなどと主張するが，平成１９年３月２２日付けで上記注文書を受領していた（乙１０４，３１０）のであって，当該注文書の内容を平成１９年３月期決算に反映することは可能であったというべきであるから，上記のような事情に照らし，原価見通しに織り込まなかった判断が合理的であったとはいい難い。

〔８〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点において，過去に達成できたコストダウンの実績の範囲内で各コストダウン（据付費用，ボイラの調達費用，設計費用，工程管理費用）を見込んでいたのであって，合理的な根拠があったと主張する。

しかし，被告は，実行予算及び平成１９年度利益計画において製造原価利益率を■としていたにもかかわらず，平成１９年３月期における工事進行基準適用工事に係る係数登録締切日である平成１９年４月５日に，製造原価利益率を■として総発生原価見通しを過少に見積もったことは，上記〔４〕■と同様であって，被告が個別に主張する点は，いずれも採用し難く，結局は，「当時のエネルギー事業本部長であったＰ３３の指示により，具体的なコストダウン施策の検討も行わないままコストダウン効果を認識し，これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上された。」との検査報告書の指摘を左右するに足りないというほかはない。

イ　コストダウン効果の評価の見直し時期の妥当性に問題がある工事（平成１８年９月期につき４件，平成１９年３月期につき８件）

〔７〕■

被告は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において達成できるものと見通していたコストダウン効果■は，合理的な根拠に基づくものであり，これらのコストダウンの効果が見込めなくなったのは，平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情によるものであるなどと主張する。

しかしながら，被告は，既に社内調査報告書において，これらのコストダウン施策について，「平成１８年９月末および平成１８年度末において」，「コストダウン活動が行なわれている資料等の確認ができ」なかったとして，「平成１８年９月末および平成１８年度末には，コストダウン効果の評価の見直しをすべきであった」と自ら評価しており，検査報告書においても，「平成１９年３月期に予定していたコストダウン施策に具体性がなく，平成１９年３月期にはコストダウン効果の見直しを行うべきであった」と指摘されているところであって，被告の主張を踏まえても，当該コストダウン施策には，具体性や合理的な根拠はなく，コストダウン効果が確実に得られると認められるようなものではなかったというほかはない。

被告は，平成１９年３月期決算時点において，平成１９年４月以降，■を行っていくことでコストダウンの効果を見込んでいたというが，社内調査報告書においても，コストダウン活動が行なわれている資料等の確認ができなかったとされ，検査報告書においても同様の指摘がされているのであって，当該「活動」によってコストダウンが見込めるということについて具体的かつ合理的な根拠があったとはいい難い。また，被告は，■ともいうが，そもそも具体的なコストダウン施策であったかどうかの点において問題があったのであり，かかる主張を含め被告の各主張は，前提において採用し難いものといわざるを得ない。さらに，被告は，上記■の混乱は平成１９年４月以降に顕著になったとして，これに関する事情はいずれも同月以降に発生した事情であると主張するが，証拠（乙１８７，２２７，２３３，３１０，証人Ｐ３４の証言）によると，■が認められるのであるから，社内調査報告書や検査報告書による「同社の操業山積みは平成１８年度末時点には既に高く，コストダウン計画によって同社に製造を委託することの妥当性に疑義がある」との指摘は正当なものというべきであり，したがって，同社の混乱等を起因とするコストダウン施策の見直しが，平成１９年４月以降に生じたものという被告の主張は採用し難いというほかはない。

〔１２〕■

被告は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，種々のコストダウン（ＶＥ（ヴァリューエンジニアリング）活動によるコストダウン，■への発注，鉄骨の歩留まりの改善，設計用役費の削減，請負金増額による利益改善）効果が見込まれていたとして，コストダウン施策が達成出来なかった理由について種々の主張をするが，〔７〕■と同様，被告は，既に社内調査報告書において，これらのコストダウン施策について，「平成１８年９月末および平成１８年度末において」，「コストダウン活動が行なわれている資料等の確認ができ」なかったとして，「平成１８年９月末および平成１８年度末には，コストダウン効果の評価の見直しをすべきであった」と評価しており，検査報告書においても，「平成１９年３月期に予定していたコ

ストダウン施策に具体性がなく，平成１９年３月期にはコストダウン効果の見直しを行うべきであった」と指摘されているところであって，当該コストダウン施策には，具体性や合理的な根拠はなく，コストダウン効果が確実に得られると認められるようなものではなかったというほかはない。したがって，被告が種々主張する点についても，当該コストダウン施策を織り込んだ総発生原価見通しをしたことについて合理的な根拠があったということはできない。

〔１４〕■

〔１９〕■

被告は，上記２件の工事について，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，コストダウン施策により，当該時点の未確定コスト総額の■が見込まれていたと主張するが，前記２件の工事と同様，当該コストダウン施策に，具体性や合理的な根拠はなく，コストダウン効果が確実に得られると認められるようなものではなかったというほかはないから，当該コストダウン施策を織り込んだ総発生原価見通しをしたことについて合理的な根拠があったということはできない。

〔１７〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点において，ボイラ耐圧部の部品の一部を製造コストの安い■に発注することによるコストダウン効果を織り込んでいたが，平成１９年４月以降に同社における混乱が顕著になり，その結果，耐圧部の部品の製作について同社が追加の受注を受けられる状態ではなくなったため，コストダウン効果を見込めなくなったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「平成１８年度末時点では，ボイラ耐圧部の製作のコストダウンのために，■ことによって，コストダウン効果を見直した工事」として前記のとおり，「■の妥当性に疑義があることが判明した。」としており，検査報告書においても，同様の指摘がされているところである。したがって，当該コストダウン施策を平成１９年３月期決算における総発生原価見通しに織り込んだことが合理的であったということはできない。

〔１〕■

〔５〕■

〔６〕■

被告は，〔１〕■（■におけるＬＮＧタンク建設等の工事）について，平成１９年９月時点において，シュッドプラン（平成１７年度に策定された海外向けＬＮＧタンクのＶＥによるコストダウン活動）によるコストダウン効果を見直して下方修正したが，かかるシュッドプランによるコストダウン効果の下方修正を行ったのは，■の影響を受けて材料費が増加したこと等が理由であるところ，平成１９年３月時点において，かかる■等の具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかったと主張し，また，■については，シュッドプラン活動におけるコストダウン項目として予定していた■や■などの事項につき，工事の進行の結果，コストダウン手法として当初予定していた程の効果が見込めなくなったこと，あるいは，発注者がコストダウン手法として採用し得ない態度を示したこと等から，見直しを行ったものであり，平成１９年３月期決算時点においては具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，いずれの工事についても，シュッドプラン活動には■することが織り込まれていたが，重量削減はある程度実現したものの，一方で■した現時点では，改善を悪化が上回る状態となり，平成１９年３月までに発注することにより確定した■を用いた場合に，コスト削減効果が未達成となると評価せざるを得ないと判断された」と評価しており，検査報告書にも同様の指摘がされているところであって，平成１９年３月末までの発注により確定した■すれば，コストダウン効果は未達となることが明らかだったというほかはなく，したがって，被告が平成１９年３月期決算に織り込んだシュッドプランによるコストダウン効果は，合理的な根拠があったとはいい難い。

ウ　採算性改善活動をコストダウン効果として評価したことによる過大計上（平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期につき２件）

〔７〕■

被告は，決算時点において達成できるものと見通していたコストダウン効果■は，合理的な根拠に基づくものであり，平成１８年９月中間期決算時点において，■ことから，当該仕様変更に伴うコストを織り込まなかったことは合理性が認められ，また，■ことから，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，■ことには合理性が認められるなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「鋼材の発注時点で実行予算からのコスト増加が明らかになり，総発生原価見通しを増加（採算悪化）させるべきものについて，コスト増加分を総発生原価見通しに織り込んでいない工事が２案件発見された」とし，検査報告書においても，

※ＴＫＣ編注：伏せ字等のため掲載不能。約１８行分。原本９２頁目。

以上によれば，上記のような平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点における■によるコストダウンの織り込みは，合理的であったとはいい難い。

〔１２〕■

被告は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点の請負金増額による採算性改善の計上に合理的根拠があったと主張する。

しかしながら，上記〔７〕■と同様の理由で，「■」というべきであるから，上記のような採算性改善活動によるコストダウンの織り込みは，合理的であったとはいい難い。

（原価の計上漏れ）

以下の工事（エ，オ，カ）は，検査報告書において，「決算期末までに行われた工事の受注及び工事の発注，発注内示あるいは下請業者からの追加費用の求償等により，本来，期末において原価として認識し計上すべきであった費用が把握漏れとなっていた。」と指摘されたものである。

エ　期末までに判明していた事実により原価として認識すべきであった工事（平成１８年９月中間期につき２件，平成１９年３月期につき７件）

〔８〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点において見積もった■について，平成１９年３月期決算時点において，「十分なＶＥ活動が可能である時期であること」や「過去における■の実績」などを考慮した上で見積もったものであるから，合理的な根拠があったと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「■に関する実行予算からの乖離（悪化）を平成１９年４月の発注時点でコスト増加と認識したが，発注に関わる証憑の確認の過程で平成１９年３月には業者に内示していることが判明した注文書が平成１９年３月までに発行され，当該発注に関してコスト増加要因があったにもかかわらず，総発生原価見通しに織り込まれていな」かったとしており，検査報告書においても，「平成１９年３月末までにＩＨＩが行った工事の発注や発注内示等により，コストの増加として認識することが可能であったにもかかわらず，これを原価として認識していなかった」と指摘されているのである。

なお，被告は，平成１９年４月以降，複数の工事が同時並行的に進行する状態となり，複数の工事現場で混乱が生じて，これに対処するための人員を派遣せざるを得なくなったことから，ＶＥ活動に十分な人員を割くことができなくなったなどとも主張するが，被告としても，平成１９年３月期決算時点において，平成１９年４月以降，被告において複数の工事が行われることは認識していたことは自認しているところであって，「工事現場での混乱が生じることは予想していなかった」ことを理由に「十分なＶＥ活動が可能である」と判断したことに合理性があったと認めることは困難というほかはない。

〔１０〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点において，下請業者に関する追加費用を織り込まなかったことに合理性があるとし，その理由として，追加費用については，「平成１９年７月を目処に精算をすることが見込まれており，その費用負担につき未確定であったことから，追加費用の全体について費用負担を具体的に確定するには更に交渉を行うことが必要であった」などと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「注文書が平成１９年３月までに発行され，当該発注に関してコスト増加要因があったにもかかわらず，総発生原価見通しに織り込まれていないものが発見された。」としており，検査報告書においても，「平成１９年３月末までにＩＨＩが行った工事の発注や発注内示等により，コストの増加として認識することが可能であったにもかかわらず，これを原価として認識していなかった。」と指摘されているのであって，被告においても，「追加費用全体を確定的に算定することが困難であったため，電力事業部の管理部，そして決算を策定する財務部には下請業者に関する追加費用の情報が伝わっていない状況であった」と主張するにとどまっているのであって，平成１９年３月期決算時点において下請業者に関する追加費用を織り込まなかったことに合理性があるとはい難い。

〔１６〕■

〔２１〕■

被告は，上記２件の工事について，いずれも平成１９年４月以降の点検・検討の過程で，費用の一部が総発生原価に織り込まれていなかったことが発覚したなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書及び検査報告書において，いずれも上記〔１０〕■と同様の指摘がされているところであって，いずれも「注文書が平成１９年３月までに発行され，当該発注に関してコスト増加要因があったにもかかわらず，総発生原価見通しに織り込まれていな」かったにすぎず，被告において，当該原価について認識し得たというわざるを得ないから，これらを総発生原価に織り込まなかったことに合理性があるとはい難い。

〔４〕■

被告は，平成１９年３月期決算時点においては，追加工事部分について，発注者から注文書（乙１０４）を受領した時点では最終的な受注金額の合意がなく，その後も協議することとされていたため，受注金額が確定しておらず，売上高等を合理的に見積もることができない状態であったことから，受注金額や工事原価総額の算定に織り込まなかったのであって，その判断は合理性があると主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「納入範囲の拡大（追加工事）に対する客先注文書を平成１９年３月に受領していたが，請負金，およびそれに対応する原価ともに決算時のプロジェクト損益見通しに過誤により織り込み漏れとなっていた。」としており，検査報告書においても，「平成１９年３月末までにＩＨＩが客先から入手した注文書により，追加工事の原価として認識することが可能であったにもかかわらず，これを認識していなかった。」と指摘されているのであって，上記判断に合理性があったとすることは困難である。

〔１８〕■

被告は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，引当金繰入額を連結損益計算書に計上しなかったことは，次のとおり合理性がある，すなわち，請負金額は，暫定的なものであり，被告から元請会社に対し，今後の請負金増額の交渉の対象となる超過総発生原価見込額の内容をまとめた見積書（乙１６９）が提出されており，具体的に請負金増額の対象となる金額も明確にされており，見積書（乙１６９）を受領した本件元請会社が特段の異議を述べていなかったのであって，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の策定時においても，発注者は，元請金額の増額に関する見積書を検討しており，本件元請会社も，本件発注者が応じる限り，本件請負金額の増額に応じる旨約束していたのであるから，請負金額を超過発生原価見込額と同程度増額できる可能性が高いとの被告の判断には合理性が認められると主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「平成１９年３月までに，施工指示していた工事がほぼ完了していたにも拘らず，コスト増加要因のプロジェクト総発生原価見通しへの織り込みが漏れて

いた」としており，検査報告書においても，「平成１９年３月末までにＩＨＩの子会社に行わせた追加工事に係る原価等を認識・計上していなかった」と指摘されているのであって，証人Ｐ３４も，「概算とはいえ，これは請負金を超過するような掛かり高の見通しが立っていた」と自認しているところであって，これらを総合すれば，当該時点で，原価として認識することが可能であったというべきであるから，被告の上記判断が合理的であったということはできない。

〔２０〕■

被告は，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，被告が，子会社（石川島プラント建設株式会社（現在の名称は，ＩＨＩプラント建設株式会社。）。以下「ＩＰＣ」という。）に対して発注していた追加工事に対応する原価を総発生原価に含めなかったのは，ＩＰＣから本件追加工事が工事内容に含まれることが具体的に記載された見積書等の交付を何ら受けておらず，また，被告とＩＰＣとの間で，本件追加下請代金の支払の要否に関する協議すら全く行われていなかったためであり，その判断には合理性があるなどと主張する。

しかしながら，上記と同様，社内調査報告書及び検査報告書においては，「平成１９年３月までに，施工指示していた工事がほぼ完了していたにも拘らず，コスト増加要因のプロジェクト総発生原価見通しへの繰り込みが漏れていた」，「平成１９年３月末までにＩＨＩの子会社に行わせた追加工事に係る原価等を認識・計上していなかった」などとされているのであって，証人Ｐ３４も，「完璧にはまだ清算が行われてなかった」などというのみで，「概算でもこの超過部分を繰り込むということでは不可能ではなかった」とも証言しているところであって，これらを総合すれば，上記各工事と同様，その判断が合理的であったということはできない。

オ　下請業者からの求償額を原価に計上すべきであった工事（平成１９年３月期につき３件）

〔１〕■

被告は，下請業者との契約は固定価格契約であって，原則として下請代金の追加支払はしないという条項があったため，被告にはサブコン・クレームに応じる法的義務はなく，平成１９年３月期の決算策定後において，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行ったのは，工事が大幅に遅延し，納期までに完了させるためには下請業者による迅速な工事遂行への協力が不可欠となったからであって，平成１９年３月期決算時点において，かかる方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「鋼材価格高騰および追加工事に対する追加請求が業者から来ていた。」とし，「これらの工事では，業者との契約は固定価格契約で，原則として追加支払いは行なわないという条項があったため，この請求に対して平成１９年３月期決算で採用した総発生原価見通しには繰り込んでいなかった。しかし，平成１８年度下期以降，当該業者への支払いを行なわない場合には業者の協力を得られず，納期を守れなくなる恐れが出てきた。そのため，納期が守れない場合に想定される客先からの高額な損害賠償請求を避けるために，業者に対して施工を促す意味で一部の支払いを行なうことに，平成１９年度に入ってセクターとして方針を変更した。」，「平成１９年３月末時点において，既に建設工程の遅延が平成１９年度において解消できない程度に進行しており，同年同月においてこの状況を客観的に判断したとすれば，支払いに応ずる蓋然性が高かったと判断すべきものであるとみられることから，当委員会は，本件に対する方針の変更は平成１９年３月期決算に影響を及ぼすものと考えた。」としている。そして，検査報告書においても，「事業部管理部は，海外の下請業者が，その負担した追加工事や材料価格の高騰等による費用の増加をＩＨＩに請求してきた工事について，追加支払いは行わないとする固定価格契約を理由に，請求額を総発生原価見通しに繰り込まないこととしていた。しかしながら，環境・プラントセクターにおいて，その後，下請業者の協力なくしては納期を守れないおそれなどが生じ，納期を超える場合に想定される損害賠償請求額と求償額を比較考慮し，求償額の一部を支払うよう方針変更した３件の工事については，平成１９年３月末時点において，既に建設工事の遅延の原因となる事象が発生し，下請業者への支払いの蓋然性が高く，原価として認識すべきであったにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。これに伴い工事進捗率が上昇し売上高が過大に計上された。」と指摘されている。

この点について，被告は，平成１９年３月末の時点において，サブコン・クレームに応じる方向への方針変更の必要性が一切なかったことを示す客観的な証憑があったとまではいえないとする理由として，「平成１９年１月の時点で，Ｐ３５氏が，サブコン・クレームに応じた場合の工事原価への影響額を把握するため，サブコン・クレームの概要，及びサブコン・クレームに応じた場合の追加工事費用の額をまとめ，環境・プラントセクター管理部に対して報告していた」こと，「■の一部工程の遅延自体は，平成１９年３月末の時点で既に発生していた」こと，「大幅な工程遅延の根本的な原因は，現地における水張り試験用の水の調達の失敗を原因とする水張り試験の遅れにあるところ，水張り試験用の水が不足すること自体については，平成１９年１月の時点で懸念が浮上していた」ことを挙げているところ，これらの事実は，むしろ，平成１９年３月末時点で，下請業者からのサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行わざるを得ない具体的な兆候が存在したことを意味するというべきものである。

そうすると，上記のとおり，社内調査報告書及び検査報告書のいずれにおいても，平成１９年３月末時点では，既に建設工事の遅延の原因となる事象が生じ，平成１９年度において解消できない程度に建設工程の遅延が進行していたとされていることをも併せ考えると，被告において，同時点で，下請業者からのサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行わざるを得ない具体的な兆候が存在したというべきであるから，サブコン・クレーム対応費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔２〕■

被告は，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行ったのは，■に至り，パンチリスト（■又はエンジニアからクレームのあった工事部分をリスト化したリスト）記載の部分等の工事未了部分につき早急に対処して，更なる工程遅延が生じるのを避けるため，下請業者による迅速な工事遂行への協力が不可欠となったからであって，平成

１９年３月期決算時点において，かかる方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「業者の施工不具合から手直し工事が発生することになったが，業者からは手直し費用の請求が来ていた。」とし，上記〔１〕■と同様，「平成１９年３月末時点において，既に建設工程の遅延が平成１９年度において解消できない程度に進行していたとし，検査報告書においても，「平成１９年３月末時点において，既に建設工事の遅延の原因となる事象が発生し，下請業者への支払いの蓋然性が高く，原価として認識すべきであったにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった」などと指摘されているのである。

そして，被告においても，平成１９年３月末の時点において，サブコン・クレームに応じる方向への方針変更の必要性が一切なかったことを示す客観的な証憑があったとまではいえないとする理由として，「平成１９年３月より前の時点で，現場監督者から被告の環境・プラントセクターの管理部に対してサブコン・クレームにつき，将来発生する可能性のある費用として報告されていたこと」及び「■の一部工程の遅延自体は，平成１９年３月末の時点で既に発生していたこと」を挙げている。

そうすると，これらの事情を総合すれば，むしろ，被告において，平成１９年３月末時点で，下請業者からのサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行わざるを得ない具体的な兆候が存在したというべきであるから，同時点で，下請業者からのサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行わざるを得ない具体的な兆候が存在したというべきであるから，サブコン・クレーム対応費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔３〕■

被告は，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行ったのは，平成１９年７月に至り，サイロ欠陥の補修につきアンカー及び注入方式等を採用することで，工事の工期が１年間遅延することが判明し，■が工事から撤退することを防ぐためにはもはやサブコン・クレームに応じるほかないという事態に至ったからであって，平成１９年３月期決算策定時点においては，アンカー及び注入方式等を採用せざるを得ない事態には未だ至っておらず，被告がサブコン・クレームに応じるという方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書は，「業者の施工不具合から手直し工事が発生することになったが，業者からは手直し費用の請求が来ていた。」とし，上記２件の工事と同様，「平成１９年３月末時点において，既に建設工程の遅延が平成１９年度において解消できない程度に進行していたとし，検査報告書においても，「平成１９年３月末時点において，既に建設工事の遅延の原因となる事象が発生し，下請業者への支払いの蓋然性が高く，原価として認識すべきであったにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった」などと指摘されているのである。

そして，被告においても，平成１９年３月末の時点において，サブコン・クレームに応じる方向への方針変更の必要性が一切なかったことを示す客観的な証憑があったとまではいえないとする理由として，■の工程の遅延及びアンカー及び注入方式等を採用する原因となった本件サイロの欠陥自体は，平成１９年３月末の時点で既に発生していた」ことを挙げている。

そうすると，これらの事情を総合すれば，むしろ，被告において，平成１９年３月末時点で，下請業者からのサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行わざるを得ない具体的な兆候が存在したというべきであるから，サブコン・クレーム対応費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

カ　平成１９年４月以降に原価の増加が判明した工事（１８年９月中間期につき１件，平成１９年３月期につき５件）

〔９〕■

被告は，直接費用調整条項に基づく費用の増加分については，直接費用調整に係る作業が平成１９年４月以降に行われたものを含むものであり，また，平成１９年４月以降に行われた作業の金額の査定，交渉を経て初めて費用が確定したものであるため，平成１９年３月期決算時点においては，費用として発生するか否か，発生するとしてもどの程度の費用が発生するか全く不確定であった，また，人材派遣業者の人件費の増加分については，大部分が平成１９年４月以降に追加作業が行われたことに基づくものであり，平成１９年４月以降に行われた作業の金額の査定，交渉を経て初めて費用が確定したものであった上，人材派遣業者に対しては，実際に要した時間の単位で賃金を支払っていたところ，工事でトラブルが発生して作業が必要となる度に人材派遣業者を利用するため，どの程度の作業が必要となるかについて予め予想することは困難であったなどとして，平成１９年３月期決算時点においては総発生原価見通しが過少であったことを示す具体的な兆候は認識し得なかったと主張する。

しかしながら，検査報告書において，被告が「工事を委託したＩＨＩの海外子会社の決算確定作業の遅れ等により，原価の算定が平成１９年４月以降にずれ込んだ。このため，平成１９年３月期に原価増加の原因となる事象が既に存在していたにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった。」と指摘されて，被告が平成１９年３月期決算時点で認識していたにもかかわらず，これを決算に反映しなかったことが明確に認定されている。

そして，被告は，平成１９年３月期決算に反映することが不可能ではなかった理由として，「平成１９年３月期決算時点において既に工事が混乱した状況にあり，直接費用調整条項に基づく費用については，平成１９年３月期決算時点で既に追加費用に係る作業が行われているものが存在し，また，人材派遣業者の人件費については，平成１９年３月期決算時点では人材派遣業者への追加発注がある程度不可避だったという事情が存在した」ことを挙げるところ，これらの事実は，むしろ，平成１９年３月末時点で，原価増加の原因となる事象が既に存在していたことを裏付けるものということができる。

上記の事情を総合すれば，被告において，平成１９年３月末時点で，総発生原価見通しの増加の原因となる事象が既に存在していたというべきであって，これらの費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔１１〕■

被告は，■における過年度決算訂正は，平成１９年８月頃に判明した事項に基づいて総発生原価見通しの変更を平成１９年３月期決算に繰り込んだものであって，平成１９年３月期決算時点において，総発生原価見通しが過少であったことを示す具体的な兆候を認識し得なかったと主張する。

しかしながら，上記〔９〕■と同様，社内調査報告書は，「コスト増加の事象が平成１８年度中に存在したが，コストの算定が平成１９年４月～９月にずれ込んだ」としており，検査報告書においては，被告が「工事を委託したＩＨＩの海外子会社の決算確定作業の遅れ等により，原価の算定が平成１９年４月以降にずれ込んだ。このため，平成１９年３月期に原価増加の原因となる事象が既に存在していたにもかかわらず，これを認識せず，総発生原価見通しを過少に見積もった」と指摘されており，被告が平成１９年３月期決算時点で認識していたにもかかわらず，これを決算に反映しなかったことが明確に認定されている。

そして，被告は，平成１９年３月期決算に反映することが不可能ではなかった理由として，「平成１９年度に入ってからの利益計画総点検において，■の総発生原価見通しが，平成１９年３月期決算時の見通しから■増加することが明らかとなり」，被告は，かかる増加分から，平成１９年４月以降に生じた事由によりコストが増加したことが明らかなもののみを控除し，残額である■を決算訂正の対象とした」として，「ベストプラクティスの観点から」「被告自身に立証責任を課して」「決算訂正の対象とするという方針を採用した」と主張するが，それ自体，合理的な理由であるとするには瞠目を感じざるを得ない上，既に述べたとおり，被告は比較的早い段階から過年度決算訂正が必要となることを表明していたことや，一般に，会計上の見積りの変更の場合には過去に遡って処理しないことが我が国の公正なる会計慣行として定着していたというべきであることにも照らすと，かかる事情は，むしろ，平成１９年３月末時点では，原価増加の原因となる事象が既に存在したことを裏付けるものというべきである。

そうすると，上記のような事情を総合すれば，これらの費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔１３〕■

被告は，平成１８年１２月頃，下請工事を発注していたＩＰＣに対する工事の発注額の増加，及び工程の遅れを取り戻すための追加作業の発注による追加費用（以下「キャッチアップ費用」という。）が生じることが見込まれたが，平成１９年３月期決算時点においては，実際に費用として発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性をもって見積もることは不可能であったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書及び検査報告書の指摘は上記２工事と同様であって，検査報告書においては，被告が平成１９年３月期決算時点で認識していたにもかかわらず，これを決算に反映しなかったことが明確に認定されている。

そして，被告は，平成１９年３月期決算に反映することが不可能ではなかった理由として，「ＩＰＣ発注額の増加分については，平成１８年１２月にいったん発注がなされており，また，キャッチアップ費用については，平成１９年３月期決算時点では既にキャッチアップ施策に着手していた」ことを挙げるところ，これらの事実は，平成１９年３月末時点で，総発生原価見通しの増加の原因となる事象が既に存在していたこと，及びこれを被告が認識していたことを裏付けるものということができる上，被告自身も，ＩＰＣ発注額の増加分及びキャッチアップ費用見積額の織り込みによる総発生原価見通しの増加を平成１９年３月期決算に反映することが全く不可能であったわけではないと判断したと主張している。

そうすると，既に述べたとおり，一般に，会計上の見積りの変更の場合には過去に遡って処理しないことが我が国の公正なる会計慣行として定着していたというべきであることにも照らすと，むしろ，平成１９年３月末時点では，原価増加の原因となる事象が既に存在したと認めることができ，したがって，これらの費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔１４〕■

被告は，平成１９年３月頃の時点で，各種補機（電気集じん機，脱硫装置，脱硝装置等の大物部品）等について，発注者から，被告が平成１６年９月の実行予算策定時に想定していた仕様よりもコストのかかる仕様を要求されていたものの，同時点においては，実際に費用として発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性のある見積りはできなかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書及び検査報告書の指摘は上記３工事と同様であって，検査報告書においては，被告が平成１９年３月期決算時点で認識していたにもかかわらず，これを決算に反映しなかったことが明確に認定されている。

そして，被告は，決算書の過年度訂正の理由について，「各種補機等の調達費の増加分については，平成１９年３月期決算時点においていったん発注がなされていた」とし，証人Ｐ３４も，「平成１９年３月時点でお客様の方から仕様の変更が来ていた」にもかかわらず，「いわゆる発注予定価格をもって，・・・原価見通しに繰り込んだ」が，「やはり調達金額が超過を行った，超過をしていたという事実が出た」などと証言するところ，かかる事情は，平成１９年３月末時点で，総発生原価見通しの増加の原因となる事象が既に存在していたことを裏付けるものということができる。

そうすると，既に述べたとおり，一般に，会計上の見積りの変更の場合には過去に遡って処理しないことが我が国の公正なる会計慣行として定着していたというべきであることにも照らすと，かかる事情は，むしろ，平成１９年３月末時点では，原価増加の原因となる事象が既に存在していたものと認めることができ，したがって，これらの費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

〔１５〕■

被告は，■の完成後，今後発生することが見込まれる費用（■に設置していた現地事務所の閉鎖にかかる費用，下請業者に対する未払の下請代金や工事対象物の引渡しに際して発注者からクレームを受けた場合の対応にかかる費用等）の支払に充てるための引当金を計上していたところ，上記引当金を超える追加費用について，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算に遡及的に計上したが，かかる追加費用は，現地事務所作成の経理レポートに基づいてのみ被告の環境・プラント事業部の管理部において把握できるものであり，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点においては，同経理レポートの正確性に疑義が生じていたため，上記追加費用が発生していることを認識することはできなかったなどと主張する。

しかしながら，社内調査報告書及び検査報告書の指摘は上記４工事と同様であって，検査報告書においては，被告が平成１９年３月期決算時点で認識していたにもかかわらず，これを決算に反映しなかったことが明確に認定されている。

そして，被告は，決算書の過年度訂正の理由について，「平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，実際には引当金を超える追加費用は発生していた。そのため，被告は平成１９年１２月に平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算を遡って訂正するにあたり，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算時点以降に発生又は認識した全ての事情を平成１９年１２月の時点から事後的に振り返れば，平成１８年３月期決算において計上した引当金を超える追加費用の発生を，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算に反映することが全く不可能であったわけではないと判断した。」と主張するところ，証人Ｐ３４は，「平成１９年３月時点でどういう状況だったかといいますと，現地から送られてくる経理レポート・・・の中身について，ちょっと疑義が生じるような内容が入っていると，こういったことが生じておりまして」などと証言しているのであって，これらの事情を総合すると，平成１９年３月末時点で，総発生原価見通しの増加の原因となる事象が既に存在していたことが裏付けられるということができる。

そうすると，既に述べたとおり，一般に，会計上の見積りの変更の場合には過去に遡って処理しないことが我が国の公正なる会計慣行として定着していたというべきであることにも照らすと，むしろ，平成１９年３月末時点では，原価増加の原因となる事象が既に存在したと認めることができ，したがって，平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期決算時点において，これらの費用を総発生原価に繰り込まないとの被告の判断は合理的であったとはいえないことになる。

キ　以上の他，被告は種々の主張をするが，いずれも上記説示に照らし，採用することができない。

（６）上記のとおり，本件各報告書には「虚偽の記載」があったと認められるところ，これは，本件半期報告書においては，連結営業利益につき９８億２３００万円の過大計上，連結当期純利益につき，７２億７８００万円の過大計上，本件有価証券報告書においては，連結営業利益につき３０２億４３００万円の過大計上，連結当期純利益につき２０４億１８００万円の過大計上というものであって，連結損益計算書の連結営業利益や連結当期純利益という投資者の投資判断に与える影響として極めて重要な分野に属するものというべきであり，しかも，その金額も上記のとおり多額に及ぶものであるから，「重要な事項」について虚偽の記載があることが明らかである。

３　争点（２）（会社法３５０条の責任の有無）について

（１）原告らは，被告のエネルギー・プラント事業本部及び各事業部には適切な原価管理を期待し得るようなシステムが構築されておらず，被告本社財務部においても，リスク管理体制を十分に機能させていなかったとし，本件虚偽記載は，被告代表者が被告のリスク管理体制（内部統制システム）を十分に構築・改善していなかったこと，又は被告において構築されたリスク管理体制を有効に機能させていなかったことが原因であるなどと主張する。

（２）そこで検討すると，金商法２４条の４（旧証券取引法２４条１項）及び企業内容等の開示に関する内閣府令１５条は，上場会社等に定期的，継続的な有価証券報告書の提出を義務付け，投資者に対し，流通市場において有価証券を取得するに際して基本的な判断材料を提供させることとしており，また，有価証券の公平円滑な流通の確保及び投資者保護のため，有価証券報告書の記載内容は正確を期すべきことが要請されている（金商法２４条の４，１９７条１項１号参照）。

したがって，被告において，本件虚偽記載のような事態が生じないよう，被告のリスク管理体制（内部統制システム）を十分に構築・改善し，又はかかるリスク管理体制を有効に機能させるべき責務があることが当然というべきであるところ，被告が東京証券取引所等に提出した改善報告書においては，「（《１》）事業本部・事業部の利益目標達成に対する意識の問題」として「旧エネルギー・プラント事業本部においては事業本部が本社に対してコミットした利益目標値を守ることが，事業本部のマネジメントにとって何よりも優先されてきたと思われます。そのため，・・・本来会計的には慎重に取り扱わなくてはならない問題であるにも拘らず，慎重さを欠く，もしくは楽観的な解釈に基づく，事業本部の行きすぎた指導があったものと推察されます。」，「（《２》）エネルギー・プラント事業の原価管理部門の役割」として「各ライン部門と事業部管理部門，関係会社と事業部管理部門などプロジェクトの関係部門間の情報の伝達とその受入れ手続に不備があったためと思われます。さらに，工程の混乱などを端緒とした管理部門の混乱や，建設を担当する関係会社にも発生した同様の混乱が，各部門間の情報の授受と管理部門による評価の遅れに影響したと思われます。従い，当社は，以下の過年度決算訂正の原因については，工事進行基準対象工事の総発生原価見通しを算出しチェックするための必須情報が適時に利用可能な形で伝達されないなどの，必須情報を把握するプロセスが充分に機能していないおそれがあったと判断いたしました。」などと指摘しており，また，検査報告書においても，「不

適正な会計処理が発生した原因」として，「エネルギー・プラント事業本部及び各事業部の原価管理責任者が，慎重かつ客観的であるべき財務会計の重要性を十分に認識しないまま利益目標を優先した原価管理を実施したこと，及び，これらを是正するための本社部門及び事業本部内の統制機能が十分整備されていないもしくは運用されていなかったことが，このたびの不適正な会計処理を防止できなかった原因と認められる。」などと指摘されている。

（３）しかしながら，被告は，平成１９年１２月１２日に公表した社内調査報告書においても，平成１９年度業績予想の大幅修正についての原因として，上記と同様の問題点を「内部統制システム上の問題」として挙げているのであって，かかる指摘は，業績予想の下方修正の場合においても当てはまるものであり，本件虚偽記載が発生したことに対する「過失」を構成するものであるかどうか明らかであるとはいえない。しかも，原告らは，上記改善報告書や検査報告書の指摘内容を援用し，リスク管理体制構築・運用義務違反をいうものの，構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や，どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかということについて，具体的な主張，立証をしていないのであって，本件全証拠をみても，被告が「リスク管理体制を整備していた」とすれば本件虚偽記載を回避することができたということを認めるに足りる証拠はないというほかはない。

また，そもそも，会社法上，取締役らが善管注意義務の一内容として，本件虚偽記載を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても，かかる義務は会社に対する関係で負うものであるから，特段の事情がない限り，当該義務の違反が直接会社以外の第三者に対する関係で会社法３５０条の任務懈怠や民法上の不法行為を構成するということはできない。

したがって，原告らの上記主張は採用することができず，本件虚偽記載について，被告が会社法３５０条に基づく損害賠償責任を負うということはできない。

４　争点（３）（不法行為の成否）について

原告らは，〔１〕上場会社として適正な有価証券報告書を証券取引所に提出すべき義務があったにもかかわらず，これを怠り，虚偽の内容を含む本件各報告書を提出した，〔２〕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るなどと主張するが，被告が本件各報告書を作成し，提出する一連のプロセスにおいて具体的にいかなる注意義務違反があったのかについて具体的な主張，立証をしていないし，上記２の説示のとおり，リスク管理体制に関する原告らの主張は，本件虚偽記載が発生したことに対する「過失」を構成するものとは限らず，構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や，どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかということについて，具体的な主張，立証をしていないのであって，本件全証拠をみても，被告について，本件虚偽記載を発生させたことについての過失を認めるに足る証拠はないというほかはない。

５　争点（４）ア（本件虚偽記載後の取得株式と処分株式，保有株式等との同一性等）について

（１）ア　原告Ａ類型らについては，前記前提事実のとおり，別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ａ類型」の「株式取得日」欄記載の日に「取得株式数」欄記載の株式を「取得株価（一株当たり）」欄記載の価格（一株当たり）で取得したことが明らかであり，また，証拠（甲ハ，甲ハ〈２〉，甲ハ〈３〉）及び弁論の全趣旨によれば，同別紙の「売却株式日」欄記載の日に「売却株式数」欄記載の株式を「売却株価（一株当たり）」欄記載の価格（一株当たり）で売却したこと又は本件口頭弁論終結時に保有していることが認められ，取得日から，本件公表日及び売却日又は本件口頭弁論終結時までの間に新たに被告株式を処分したことをうかがわせる証拠はない（原告Ｐ３６（原告番号１０１７），原告Ｐ１４（同２０６１）及び原告Ｐ３７（同３００６）の株式売却日は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」の「株式売却日」欄の記載とは異なり，別紙「原告ら株式関係認定一覧Ａ類型」記載のとおりであると認められる。また，原告Ｐ３６（原告番号１０１７）の売却価格は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」の「売却株価（一株当たり）」欄記載の価格よりも低い価格であることを示す証拠があるが，損害額の主張に関わるものであることから，同原告の主張する限度で，同別紙記載のとおりの売却株価（一株当たり）と認定する。なお，原告Ｐ３８（原告番号４００２）及び原告Ｐ３（同５００９）は，売却したことを示す具体的な証拠を提出しないが，被告がこの点を積極的に争っていないことにも照らし，弁論の全趣旨により，上記原告らの「売却」の事実を認めることができる。他方，原告Ｐ３９（原告番号１００２），原告Ｐ４０（同１０１４），原告Ｐ４１（同１０２９），原告Ｐ４２（同１０３３），原告Ｐ４３（同２００３）及び原告Ｐ４４（同２００５）は，本件公表日後に売却したことを示す証拠（甲ハ〈３〉１００２の１・２，１０１４の１・２，１０２９の１・２，１０３３の１・２，２００３の１・２，２００５の１・２）に照らし，「保有」の事実を認めることはできない。）。

よって，上記原告ら（原告Ｐ３９（原告番号１００２），原告Ｐ４０（同１０１４），原告Ｐ４１（同１０２９），原告Ｐ４２（同１０３３），原告Ｐ４３（同２００３）及び原告Ｐ４４（同２００５）を除く。）について，本件公表日において当該株式を保有していたこと，及び当該株式を上記各売却日に売却処分したこと又は本件口頭弁論終結時に保有していたことを推認することができる。

イ　原告Ｂ類型らについては，前記前提事実のとおり，別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ｂ類型」の「株式取得日」欄記載の日に「取得株式数」欄記載の株式を一株当たり３９１円で取得したことが明らかであり，また，証拠（甲ハ，甲ハ（２），甲ハ（３））及び弁論の全趣旨によれば，同別紙の「株式売却日」欄記載の日に「売却株式数」欄記載の株式を「売却株価（一株当たり）」欄記載の価格（一株当たり）で売却したこと又は本件口頭弁論終結時に保有していることが認められ，取得日から，本件公表日及び売却日又は本件口頭弁論終結時までの間に新たに被告株式を処分したことをうかがわせる証拠はない（原告医療法人陽風会高台病院（原告番号１０５９）の株式売却日は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「株式売却日」欄の記載とは異なり，別紙「原告ら株式関係認定一覧　Ｂ類型」記載のとおりであると認められる。）。

よって，上記原告らについて，本件公表日において当該株式を保有していたこと，及び当該株式を上記各売却日に売却処分したこと又は本件口頭弁論終結時に保有していたことを推認することができる。

（２）被告は，原告Ｐ８（原告番号２０１８），原告Ｐ９（同２０７９），原告Ｐ１０（同３００３）及び原告Ｐ１１（同３０１０）については，本件虚偽記載より以前に既に被告株式を購入し，本件虚偽記載のある報告書が提出された後に売却した上で，再度被告株式を購入（買い直し）して本件公表日に保有していた場合には，虚偽記載前に取得した被告株式を継続して保有しているものと評価すべきである，あるいは，当該買い直し（再購入）は，虚偽記載以外の要因に基づくものであって，本件虚偽記載の情報は投資判断に影響を与えていないから，本件虚偽記載と株式取得との間には相当因果関係がないなどと主張する。

しかし，被告は，上記「買い直し」について，売却・再購入をすることなく保有し続けていれば，本件虚偽記載による損害は生じていなかったなどということを根拠とするにすぎず，被告株式を売却することも，その後再購入することも，いずれも独立の取引であることに変わりなく，これを一連の取引として評価すべき事情があるということはできないのであって，被告の上記主張は首肯し得ないことが明らかである。

したがって，上記原告らについても，本件虚偽記載の後に被告株式を購入した者であることに変わりはないというべきである。

６　争点（４）イ（デリバティブ取引による被告株式の「取得」）について

（１）原告ニッソウ（原告番号５００８）及び原告Ｐ３（同５００９）が，「当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に，当該書類の提出者が発行者である有価証券を取得した者」に該当するか否かについて検討するに，次の事実は当事者間に争いがない。

ア　原告ニッソウについて

（ア）原告ニッソウは，平成１９年４月９日，本件社債（他社株転換条項付ユーロ円建債券）を，発行額５０３５万円で購入した。

（イ）本件社債の取引においては，行使価格を約定時株価である４７５円，ノックイン価格を２８５円とし，観測期間（平成１９年４月９日から平成２０年４月１７日まで）の間に一度でもノックイン価格を下回った場合には，現物交付事由が発生し，償還日（平成２０年４月２４日）に，券面額（５０３５万円）を権利行使価格（４７５円）で除した数量（１０万６０００株）の被告株式の交付によって償還されるという約定（他社株転換条項）がある。

（ウ）平成１９年９月２８日付け適時開示（過年度）の公表の後，同年１０月１日には被告株式の株価の終値が２８１円になり，ノックイン価格を下回ったことから，上記約定により，原告ニッソウは，償還日である平成２０年４月２４日に，発行額５０３５万円を行使価格４７５円に換算した被告株式１０万６０００株の償還（現物交付）を受けた。

イ　原告Ｐ３について

（ア）原告Ｐ３は，平成１９年３月２９日，新光証券Ｐ１２店との間で，満期日を平成２０年３月２８日，対象銘柄を被告株式，ノックアウト価格を５３９円，オプション料を３３万８５４１円と定めた店頭エクイティオプション取引（本件オプション取引）を行った。

（イ）本件オプション取引は，満期日において被告株式の株価が権利行使価格（約定時株価を基準として定められた４９０円）を下回る場合には，新光証券が，原告Ｐ３に対し，約定金額１０２９万円を権利行使価格４９０円で換算した被告株式２万１０００株を売る権利（プット・オプション）を，被告Ｐ３が新光証券に対して売るという内容であった。

（ウ）９月２８日付け適時開示（過年度）の公表の後，満期日である平成２０年３月２８日の被告株式の終値は２００円であったことから，新光証券はプット・オプションを行使し，原告Ｐ３は，同年４月２日，被告株式を，約定金額１０２９万円を１株当たりの約定時株価である４９０円で換算した２万１０００株の交付を受けた。

なお，被告株式の株価（終値）は，平成１９年３月２９日が４９５円，同年４月９日が４８２円であり，同年３月から４月上旬にかけては，一時的に下落したことがあったものの，概ね４６０円から４８０円台で推移していた（乙３０６）。

（２）金商法２１条の２第１項が，有価証券報告書等が同項の規定により「公衆の縦覧に供されている間」に当該書類の提出者が発行者である有価証券を取得した者に対して虚偽記載等により生じた損害を賠償する責めに任ずる旨を規定しているのは，有価証券報告書等が公衆の縦覧に供されている間は，証券市場は，当該書類の記載内容を基礎として，その提出者の有価証券の価値や発行した企業の業績を評価し，投資者は，そのような市場の評価を前提として当該有価証券を取得するところ，虚偽記載等がある場合には，市場に虚偽の情報が流れ，その影響を受けた市場の評価が形成され，これを前提とした価格で有価証券を取得した者が損害を被ることになるからである。

上記の事実関係のとおり，原告ニッソウは，平成１９年４月９日に本件社債を購入し，平成１９年１０月１日に被告株式の株価の終値が２８１円になってノックイン価格を下回ったことから，上記約定（他社株転換条項）に基づき，償還日である平成２０年４月２４日に被告株式（行使価格４７５円換算）の現物交付を受けているところ，同原告は，平成１９年４月９日時点で形成されていた被告株式の株価に基づいて前記約定をしていたことは明らかであり，虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき，虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして，当該有価証券を取得しているというべきであって，本件公表や訂正報告書によって形成された市場価格の影響を受ける余地はない。そして，同原告は，平成２０年４月２４日に被告株式（行使価格４７５円換算）の現物交付を受けているものの，これは，平成１９年１０月１日に被告株式の株価の終値が２８１円になってノックイン価格を下回ったことから，上記約定（他社株転換条項）に基づいて交付を受けたものにすぎず，当該時点における同原告の意思によるものではない。

また，原告Ｐ３は，平成１９年３月２９日に本件オプション取引を行い，満期日である平成２

０年３月２８日の被告株式の終値が２００円であったことから，新光証券のプット・オプションの行使により，同年４月２日，被告株式（約定価格４９０円換算）の交付を受けているところ，同原告も，平成１９年３月２９日時点で形成されていた被告株式の株価に基づいて本件オプション取引を行ったことは明らかであり，虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき，虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして，当該有価証券を取得しているというべきであって，本件公表や訂正報告書によって形成された市場価格の影響を受ける余地はないし，平成２０年４月２日に被告株式（権利行使価格４９０円換算）の交付を受けているものの，これも，既に新光証券に対して売ったプット・オプションの行使の結果にすぎず，当該時点における同原告の意思によるものではない（前記のような本件オプション取引の約定に照らせば，新光証券が上記権利行使をするのは当然というほかはない。）。

したがって，上記原告らは，本件公表前に一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約し，本件公表後に現実の株式の交付を受けた者ではあるものの，前記のような金商法２１条の２第１項の趣旨に照らし，いずれも虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき，虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして当該有価証券を取得した者として，「公衆の縦覧に供されている間」に当該有価証券を「取得した者」に当たるというべきである（なお，上記原告らは，上記約定等によって被告株式を取得したのであって，金商法２１条の２第１項ただし書の「その取得の際虚偽記載等を知っていたとき」には該当しないというべきである。）。

７　争点（５）ア（ア）（本件虚偽記載と相当因果関係のある損害）について

（１）前記前提事実，証拠（乙２６３～２６８，２７０～２７５）及び弁論の全趣旨によれば，次の事実が認められる。

ア　被告の各事業の平成１８年９月中間期の総売上高は約５５４０億円，平成１９年３月期の総売上高は約１兆３０８３億円であり，このうち，エネルギー・プラント事業の売上高は，それぞれ約１４４１億円，約３５６９億円であって，全体の約２６．０１パーセント，約２７，２８パーセントを占めるにすぎず，その後の年度をみても，２割から３割弱の範囲にとどまっている。

イ　本件各報告書を公表した時点においては，被告の業績内容が，債務超過となっているか，あるいは被告の資金繰りが悪化し，債務を一般的・継続的に弁済できないような状況ではなかった。

ウ　本件虚偽記載の訂正により，被告は，連結ベースで，平成１８年９月中間期において約１０１億円の中間純損失，平成１９年３月期において約４６億円の純損失を計上することになったところ，上記訂正後の被告の純資産額は，連結ベースで，平成１８年９月中間期において約１６９９億円，平成１９年３月期において約２２７０億円の資産超過となっており，いずれも同年前期と比較して連結ベースの純資産は増大している。その後の事業年度においても，純資産額は，いずれも２０００億円を超える資産超過となっている。

エ　その他，自己資本比率，連結キャッシュフロー等を見ても，本件各報告書の公表当時において，被告が債務超過に陥っているとか，資金繰りに困窮しているような状況にはなかった。

オ　平成１６年３月期の損失計上は，エネルギー・プラント事業のみならず，船舶・海洋事業，機械事業における営業損失を計上したことによるものであり，エネルギー・プラント事業における営業損失のみを計上した平成１８年９月中間期及び平成１９年３月期とは原因となった事業の範囲が異なっている。

なお，平成１６年３月期の連結ベースの純資産額は約１５１６億円であり，その他利益剰余金，自己資本比率，営業キャッシュフロー等を見ても，平成１５年３月期に比べて，経営状態が特段悪くなっているとはいえない。

（２）以上の事実関係に加え，本件虚偽記載の内容は，上場廃止事由に該当していたことを隠すような類のものではなく，現に被告株式は上場廃止となっていないことをも併せ考慮すると，被告において，本件虚偽記載をしなかったとしても，又はこれを途中で訂正していたとしても，上場廃止となるような状況にあったとはいい難い。

そうすると，被告が，本件虚偽記載の事実が公表された後，平成１９年１２月１１日に，東京証券取引所において，上場廃止基準に該当するおそれがあると認められ，監理銘柄の指定を受けたこと，同指定は，平成２０年２月９日に解除されたものの，内部管理体制等について改善の必要性が高いとして，同日，東京証券取引所及び大阪証券取引所において，平成２１年４月１日，札幌証券取引所及び福岡証券取引所において，それぞれ特段注意市場銘柄の指定を受け，同指定は，平成２１年５月１２日に解除されるまで続いたこと等の事情を考慮したとしても，原告らについて，本件虚偽記載がなければ被告株式を取得することがなかったと認めることはできない。

よって，原告Ａ類型らにおいて，金商法２１条の２第１項に基づく請求として，被告株式の取得価額と処分価額等の差額を損害として請求することはできないことになる。

（３）上記の場合であっても，原告Ａ類型らについては，金商法２１条の２第１項に基づく請求として，取得価額と当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該株式の市場価額との差額（以下「取得時差額」という。）を損害として主張することができる。

しかしながら，同項の虚偽記載等と相当因果関係のある損害については，虚偽記載等がなかった場合の想定株価の主張，立証が必要であるのに，上記原告らは，具体的な価額やその理由について主張，立証をしておらず，損害算定の基礎となる上限価額が判明しないから，損害及び損害額の具体的な立証がないといわざるを得ない。

また，原告らは，上記の損害額を認定する上で必要がある場合には，民訴法２４８条が適用されるべきであると主張する。しかし，金商法２１条の２第２項において推定規定が設けられている趣旨に照らすと，民訴法２４８条によって算定すべき場合においても，原告らにおいて，上記の推定損害額を超える損害があったことを立証しない限り，これを超える額を「相当な損害額」と認定することはできないというべきところ，原告らにおいて，かかる立証が尽くされているとはいえないから，本件において，金商法２１条の２第２項が適用される原告らについては，同項の規定により損害額を算定することとする。

８　争点（５）ア（イ）ａ（公表日の特定）について

（１）金商法２１条の２第２項の「虚偽記載等の事実の公表」とは，有価証券報告書等の「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について，多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいう（同条３項）。そして，同条２項が「公表」をもって損害の額を推定する基準時としたのは，信頼性の高い情報を入手することのできる主体が「公表」をすることによって，当該有価証券に対する取引市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるものであると解されるから，同条３項の「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというためには，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引市場の評価の誤りを明らかにすることに足りる基本的事実について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である。

（２）これを本件についてみると，前記認定事実によれば，被告の公表した９月２８日付け適時開示（過年度）は，「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」との題名で，「エネルギー・プラント事業に係わる多額の損失見込み」として，「調査委員会では，平成１９年３月期決算に織り込まれたコストダウン施策を平成１９年９月の時点で再評価し，実現性の低いものを損失として算定したところ，その金額は約２８０億円になりました。一方，平成１９年３月時に作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ，見積等に甘いものがあり，その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性があり，したがって，約２８０億円の一部に平成１９年３月期決算に影響するものが含まれる可能性が出てまいりました。」との内容を公表するものであって，かかる情報の公表により，「可能性」との文言が用いられているものの，相当規模に及ぶ決算書類の過年度訂正が判明した事実を明らかにされたものということができる。

また，前記認定事実によれば，被告は，本件公表と同時に９月２８日付け適時開示（業績予想）も公表しており，その中で，「平成１９年５月１４日の決算発表時に公表した平成２０年３月期（平成１９年４月１日～平成２０年３月３１日）の業績予想について，下記のとおり修正しましたので，お知らせいたします。」として，「連結通期業績予想」だけでなく，「中間期連結業績予想」についても，「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性があり，これに伴い営業利益を最大で△９５０億円，経常利益を最大で△９９０億円，中間純利益を最大で△６６０億円に修正する可能性がある。」としている。

そして，被告株式の株価の推移をみると，前記認定のとおり，本件公表日直前の平成１９年９月２７日の終値は３７１円であったものが，直後の同年１０月１日の終値は２８１円となり，同月２日に２６４円に急落し，同月４日に３０３円まで上昇したものの，その後は２８０～２９０円台を推移し，同月２２日に２７７円となり，同月２５日に２６２円となっているのであって，上記のような情報が公表されたことにより株価に大きな影響があったことは明らかである。

（３）そうすると，本件公表（９月２８日付け適時開示（過年度））は，同時に公表された９月２８日付け適時開示（業績予想）をも併せ考慮すれば，市場において虚偽記載の事実を認識したと評価し得る内容が発表されたとみることができるのであって，上記情報は，被告株式に対する市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たるといえるものであるから，本件公表（９月２８日付け適時開示（過年度））をもって金商法２１条の２第２項の「虚偽記載等の事実の公表」があったというべきである。

９　争点（５）ア（イ）ｂ（公表日当日に被告株式を取得した原告らと金商法２１条の２第２項の適用）について

金商法２１条の２第２項は，「公表日前一月間の当該有価証券の市場価額・・・の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額」を虚偽記載等により生じた損害の額とすることができると規定しているところ，同項の「公表日前」及び「公表日後」に「公表日」を含まないことは，その文言上明らかである。

そして，同項を適用して損害の額を算定するためには，投資者が「公表がされた日・・・前１年以内」に当該有価証券を取得していることが必要であり，公表日に取得した有価証券について，同項を適用することが許されないことは，その文言上明らかである。

したがって，本件公表日当日に被告株式を取得した原告ら（原告Ｐ１３（原告番号１０４９）及び同Ｐ１４（同２０６１））については，金商法２１条の２第２項の適用ないし類推適用の余地はない。

なお，上記原告らは，本件公表（９月２８日付け適時開示（過年度））が，平成１９年９月２８日の株式市場が閉じた後に行われたこと（弁論の全趣旨）からすれば，本件公表を知らずに取得した者であると認められるのであるから，金商法２１条の２第１項の損害について，民訴法２４８条による「相当な損害額」の認定が問題となるが，前記７（３）と同様の理由で，金商法２１条の２第２項の損害額の検討と併せて検討することとする。

１０　争点（５）ア（イ）ｃ（デリバティブ取引により被告株式を取得した原告らと金商法２１条の２第２項の適用）について

原告ニッソウ及び原告Ｐ３は，前記のとおり，虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき，虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして，当該有価証券を取得した者として，「公衆の縦覧に供されている間」に当該有価証券を「取得した者」に当たるというべきところ，原告ニッソウは，平成１９年４月９日に本件社債を購入し，約定（他社株転換条項）に基づき，償還日である平成２０年４月２４日に被告株式（行使価格４７５円換算）の現物交付を受けており，また，原告Ｐ３は，平成１９年３月２９日に本件オプション取引を行い，新光証券からのプット・オプションの行使により，同年４月２日に被告株式（約定価格４９０円換算）の交付を受けているのであって，上記のような事情を踏まえれば，金商法２１条の２第２項の規定を類推適用し，本件社債の購入又は本件オプション取引をもって本件公表日前１年以内に当該有価証券を取得し，本件公表日において引き続き当該有価証券を所有する者に該当すると解するのが相当である。

１１　争点（５）ア（イ）ｄ（原告Ａ類型らの具体的損害額）について
　前記説示のとおり，金商法２１条の２第２項の「公表日」は平成１９年９月２８日であるから，同項の「当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額・・・の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額」（当該書類の虚偽記載等により生じた損害の推定額）は，前記前提事実のとおり，６９．６６円となる。
　そして，前記認定のとおり，原告Ａ類型らは，別紙「原告損害目録・請求目録　Ａ類型」の「株式取得日」欄記載の日（平成１８年１２月１６日以降）に「取得株式数」欄記載の被告株式を取得し，平成１９年９月２８日の本件公表日の時点でこれを保有していた者であるから，金商法２１条の２第２項の損害額は，それぞれ同別紙の「Ａ　２１条の２第１項による請求（２項による推定損害額）」の「損害金小計（×株式数）」欄記載のとおりとなる（各原告の合計は，同「当該原告小計（全取引）」欄記載のとおり。）。
　なお，上記原告らのうち，上記「損害金小計（×株式数）」欄が０円となっている者については，請求額を０円としているのであるから，その余の検討を要しない。
１２　争点（５）イ（原告Ｂ類型らの損害）について
（１）前記認定によれば，原告Ｂ類型らのうち，本件各報告書が公衆の縦覧に供されている間に取得した被告株式を本件公表後に処分した原告Ｐ４５（原告番号１０４７），原告Ｐ４６（同１０５２），原告医療法人陽風会高台病院（同１０５９）及び原告Ｐ４７（同２０８５。以下，上記４名の原告らを特定して「原告Ｂ類型４名」ということがある。）の損害額については，金商法１９条１項２号に基づき取得価額と処分価額との差額となり，各原告らの損害額は，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「Ａ　１８条，１９条１項による請求額」の「当該原告小計（全取引）」欄記載のとおりである。
　なお，原告Ｐ４８（原告番号１０４８）については，被告株式を本訴提起後に売却処分している（平成２５年５月２２日に１０００株を一株当たり４４５円で，また，同年７月１６日に２０００株を一株当たり４５７円で，それぞれ売却処分した。なお，取得価額は３９１円。）ところ，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「Ａ　１８条，１９条１項による請求額」欄記載のとおり，金商法１９条１項の規定に基づく請求額を０円としているから，その余の検討を要しない。
（２）本件各報告書が公衆の縦覧に供されている間に取得した被告株式を保有している原告ら（その余の原告Ｂ類型ら）の損害額は，金商法１９条１項１号に基づき，取得価額と「請求時の市場価額」すなわち本訴提起時の直近最終取引日の終値との差額から，金商法１９条２項の規定による減額（他事情値下がり分の控除）をした額となるが，上記原告らは，別紙「原告損害目録・請求目録　Ｂ類型」の「Ａ　１８条，１９条１項による請求額」欄記載のとおり，金商法１９条１項の規定に基づく請求額を０円としているから，その余の検討を要しない。
１３　争点（６）（金商法２１条の２第４項（原告Ａ類型ら）又は１９条２項（原告Ｂ類型ら）の他事情値下がり）について
（１）本件公表日までの株価の値下がり
ア　原告Ａ類型ら（金商法２１条の２第４項）
　金商法２１条２第４項の「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは，当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりというものと解するのが相当である。
　そこで，本件公表日前１か月間の被告株式の値動きについてみると，証拠（乙３０６）によれば，本件公表日１か月前である平成１９年８月２８日は３９０円であったものが，それ以降，同年９月１３日に３３１円となるまで，ほぼ一貫して下落し，同月１８日には３２６円となったものの，その後は上昇に転じ，本件公表前日である同月２７日には３７１円となっていたことが認められる。
　そうすると，前記前提事実のとおり，本件公表日前１か月の平均株価が３５４．１９円であることをも踏まえると，被告株式について，本件公表日前１か月の間に一定の値下がり傾向があったとはいえないし，本件公表日前の値下がりとして，金商法２１条の２第４項又は５項の規定によって減額すべきものがあるとは認められない。
イ　原告Ｂ類型４名（金商法１９条２項）
（ア）金商法１９条２項の「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは，前記と同様，当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりというものと解するのが相当である。
　また，金商法１９条１項は，有価証券届出書等に虚偽の記載がされていることを認識していたら，有価証券を取得しなかったとみるべき場合であることを前提とし，当該有価証券を取得したこと自体を損害としている（原状回復的な損害賠償）と解されるが，かかる場合においても，当該株式の取得価額と処分価額又は請求時の市場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，これを算定すべきものと解するのが相当である。
（イ）前記認定のとおり，原告Ｂ類型４名は，平成１９年１月２２日又は２３日に，一株当たり３９１円で被告株式を取得しており，また，本件公表直前の株価（平成１９年９月２８日の終値）は３６１円である（乙３０６）ところ，その差額（３０円）については，本件公表日前の値下がりというべきである。
（ウ）そこで，上記各被告株式の取得日頃から本件公表までの被告株式の値動きについてみると，前記各認定事実及び証拠（乙３０６）によれば，被告株式については，本件半期報告書の提出時である平成１８年１２月１５日の株価（終値）は３９７円であり，その後４００円台となった後に下降したが，平成１９年１月１１日に３７５円となった以降は上昇し，上記取得日である同月２２日及び２３日は，それぞれ４１０円，４２０円となるなど，同月１９日以降は４００円以上で推移し，本件有価証券報告書の提出時である同年６月２７日には４４７円となり，同年８月９日に４７７円まで上昇したが，その後は下降して，上下動を繰り返しながら，本件公表日前日である同年９月２７日には３７１円，当日である同月２８日（終値）は３６１円となったことが認められる。
（エ）一般的に，虚偽記載等が公表されていない間には虚偽記載等が市場価額に影響を与えることは少なく，虚偽記載等とは無関係な要因に基づくものであることが多いと考えられるところ，本件においても，本件虚偽記載に係る事情は，本件公表に至るまで何ら公表されていなかったのであるから，上記値下がりは，本件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ことが明らかである。原告らの主張する事情は，いずれも，短期間における一時的な株価の下降等を指摘するものであり，しかも，被告の業績の悪化に関するものであって，今後の業績の下方修正の見込みをいうものにすぎず，決算書類の過年度訂正に関する情報が開示されていたとみるべきものではないから，上記の値下がりについて，本件虚偽記載と相当因果関係があることを裏付けるものとはいえない。
（オ）したがって，上記値下がりについては，金商法１９条１項の規定によって算定される損害額から「他事情」として減額すべきである。
（２）市場要因又は業界要因による値下がり（類型〈１〉）及び暫定的な開示による値下がり（類型〈３〉）
ア　原告Ａ類型らについて
（ア）被告は，ＮＥＲＡ報告書をもとに，平成１９年９月２８日から同年１２月１９日までの期間における「市場に開示された情報（イベント）」が被告株式の株価に与える影響を分析し，「暫定的な開示による値下がり」（類型〈３〉）は３８．８円であるから，推定損害額６９．６６円からこれを減額すべきであると主張する。
（イ）ＮＥＲＡ報告書は，被告による情報の開示と株価変動の関係について，平成１９年９月２８日以前から被告の業績についてのリスクが懸念されていたところ，本件公表によって，本件虚偽記載の可能性と業績が更に悪化するリスクが懸念されたことにより株価が下落し，同年１２月１１日には，上場廃止懸念が高まったことで更に下落したが，同月１２日及び１４日の開示（本件第２開示）によって，真の情報が開示され，市場の懸念による株価下落が修正され，本件虚偽記載の訂正と業績予想修正に係る株価反応（１９．２円）のみが，一連の開示の影響として残ったとし，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落は，最大でも１９．２円（本件公表と同時に開示された業績予想の下方修正による下落を含む。）にすぎないとする（なお，原告は，金商法２１条の２第４項について，公表日後１か月を経過した後の株価の動きをもって減額を認めるべきではないと主張するが，被告の主張は，本件公表後の数日間の値下がりの中に「他事情」による値下がりが含まれているというものであって，本件公表日後１か月を経過した後の事情は，これを推認させる事情として主張しているものと解されるのであるから，原告の上記主張は前提を欠き失当である。）。
（ウ）そこで，本件公表日以降の被告株式の株価（終値）の推移をみると，証拠（乙３０６）によれば，本件公表日である平成１９年９月２８日は３６１円であり，本件公表日後１か月の推移については，別紙「公表日（平成１９年９月２８日）前後一月間の株価（終値）」のとおりであって，同年１０月１日に２８１円，同月２日２６４円と急落し，同月３日に２９２円，同月４日に３０３円と上昇したが，その後は概ね下降傾向が続き，同月２５日には２６２円となった。同月２７日以降の推移は，概ね別紙「株価グラフ」のとおりであり，同年１１月１日の２８１円まで上昇したが，同月１２日に２２５円となるまでほぼ下落し，一旦上昇した後，同月１９日に２２０円となり，その後２２０～２５０円台を推移したが，同年１２月１０日の２４４円から，同月１２日には２１６円に急落し，同月１３日は２０４円となり（本件第２開示），その後はやや上昇して同月２０日に２４２円，同月２１日に２５０円となったが，その後，平成２０年１月には２１０円台，さらには１８９円まで下落し，その後はほぼ１９０～２１０円程度の間を推移したことが認められる。
（エ）以上によれば，被告株式の株価は，本件公表日である平成１９年９月２８日以降，上昇下降を繰り返しながらも，概ね下降しているということができる。
　しかしながら，このような下降については，本件公表や９月２８日付け適時開示（業績予想）に加え，平成１９年１２月１２日から１４日にかけての本件第２開示の影響がなかったということは困難であり，しかも，証拠（甲ロ２８）によれば，被告と規模や業務内容が類似している７社（日揮株式会社，東洋エンジニアリング株式会社，千代田化工建設株式会社，三井造船株式会社，日立造船株式会社，三菱重工業株式会社，川崎重工業株式会社）の株価及び日経平均株価について，平成１９年９月２８日から同年１０月２６日までの推移には，一般的な下降傾向はみられず，日経平均株価の変動率も，同年１０月１９日までは１００％を超えており，同月２６日でも９８．３％に止まっているのであって，市場要因又は業界要因による値下がり（類型〈１〉）について，有意なものとして，本件虚偽記載とは無関係の値下がりであると認めることはできないというほかはない。
（オ）被告は，本件第１開示による値下がりが５８．１円に限定されることを前提としているところ，被告が依拠するＮＥＲＡ報告書は，「１０月５日以降もＩＨＩ株価は下降傾向にある」ことについて，ＴＯＰＩＸ等における株価変動率を基にした，統計的に有意な変動がないなどとして，「９月２８日の開示の影響が１０月５日以降に及んでいる結果とは断定できない。」，「次の開示がある１２月１１日までの期間には「虚偽記載」に係る開示はなく，市場に新たな情報が提供されていないことからも，１０月５日から１２月１０日までの期間の株価変動は「虚偽記載」に係る開示の影響に起因するものではないと確認できる。」，「１０月５日から１２月１０日までの期間の株価変動は，むしろ，市場や業界の一般的要因によるものである」などとしている。
　しかしながら，前記のとおり，平成１９年９月２８日から同年１０月２６日までの日経平均や類似７社の株価の推移について，一般的な下降傾向はみられないのであって，平成１９年１０月５日以降の被告株式の株価の下降傾向が，市場要因又は業界要因による値下がり（類型〈１〉）ということができない以上，これに依拠することは相当ではなく，同月５日以降の株価の下降に

ついて，本件公表の影響が全くないということはできない。
また，被告は，本件第２開示が完了する中で，市場は本件虚偽記載と本件業績予想の下方修正についての詳細情報を入手し，業績悪化リスク及び上場廃止リスクがほぼ消滅し，６７．４円の株価上昇が生じたとして，本件第１開示後の下落には，「平成２０年３月期の業績予想が更に下方修正されるのではないかというリスク（業績悪化リスク）」が認識されたことから生じたものが含まれており，かかるリスクが認識されたことによる値下がりは他事情値下がりであると主張する。
しかしながら，本件公表が確定的に本件虚偽記載の具体的な内容を全て明らかにしたものではない以上，これにより，市場が「平成２０年３月期の業績予想が更に下方修正されるのではないかというリスク（業績悪化リスク）」を認識することも十分に考えられることであり，現に，本件虚偽記載は，連結営業利益について３０２億４３００万円（連結当期純利益については２０４億１８００万円）の過大計上がされていたというものであって，本件第１開示の内容である「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性」を超えているのである。そして，本件第２開示前後の被告株式の株価の推移をみると，前記認定のとおり，平成１９年１２月１０日の２４４円から，同月１２日には２１６円に急落し，同月１３日は２０４円となり（本件第２開示），その後はやや上昇して同月２０日に２４２円，同月２１日に２５０円となったが，その後，平成２０年１月には２１０円台，さらには１８９円まで下降しているところ，本件第２開示後に一旦株価が上昇した後も下降傾向が見られる上，本件第２開示においては，被告におけるリスク管理体制の強化やプロジェクトを監査する新組織の立ち上げ等を含む今後の体制強化の方針が明らかにされており，これによって株価が上昇したとみることもできるのであって，これらの事情に照らすと，上記値下がりが「当初から訂正後の開示書類を提出していれば生じなかった」ものと認めるに足りない。しかも，前記認定のとおり，被告株式は，平成１９年１２月１１日，東京証券取引所において監理銘柄（審査中）の指定を受け，同年２月９日付けで監理銘柄（審査中）の指定を解除されたが，同日，東京証券取引所等において，内部管理体制等についての改善の必要性が高いと判断されて特設注意市場銘柄に指定されているところ，これらの事情について本件虚偽記載の影響がなかったということは困難であるから，本件第２開示直後に「６７．４円の株価上昇が生じた」としても，直ちに「真の情報が開示され，市場の懸念による株価下落が修正され」たと認めることもできない。
イ　原告Ｂ類型らについて
被告は，「市場要因又は業界要因による値下がり」については，原告Ｂ類型らについても，「暫定的な開示による値下がり」の中で考慮すべきであると主張するのみで，抗弁として具体的に主張してはいないから，これを考慮することはできないし，「暫定的な開示による値下がり」については，上記アの説示が当てはまるから，いずれにしてもこれらを「他事情」による値下がりとして考慮することはできない。また，本争点において問題となる原告Ｂ類型４名（原告Ｐ４５（原告番号１０４７），原告Ｐ４６（同１０５２），原告医療法人陽風会高台病院（同１０５９）及び原告Ｐ４７（同２０８５））は，いずれも，平成１９年１０月２日から同年１２月１２日までに被告株式を売却処分しており，仮に，これらの売却処分が，いわゆる「ろうばい売り」に該当するものであったとしても，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，他事情値下がりには当たらないというべきであるから，被告の主張はいずれにしても採用することができない。
なお，ＮＥＲＡ報告書は，平成１９年１０月２７日以降，同年１２月１０日までの被告株式の株価変動について，「ＴＯＰＩＸと競合企業指数」の変動率等を基に市場要因又は業界要因による値下がりがあったというが，これについては，本件虚偽記載による被告株式の下落が他の造船・機械業界等の株価を押し下げたとの見方もされているところであって（甲ロ２１～２３），上記時期における被告株価の下降傾向について，市場要因又は業界要因による値下がりと断ずることは困難である。
ウ　以上によれば，被告の主張する「市場要因又は業界要因による値下がり」（類型〈１〉）及び「暫定的な開示による値下がり」（類型〈３〉）について，これらを「他事情」と認めることはできないというべきである。
（３）公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差（類型〈４〉）
上記（２）の説示のとおり，「市場要因又は業界要因による値下がり」（類型〈１〉）及び「暫定的な開示による値下がり」（類型〈３〉）をもって「他事情」と認めることができない以上，これを前提として「公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差」があるとする被告の主張も採用することができないことは明らかである。
（４）業績予想の下方修正による値下がり（類型〈２〉）
ア　前記前提事実及び前記認定事実のとおり，被告は，平成１９年９月２８日に，９月２８日付け適時開示（過年度）とともに９月２８日付け適時開示（業績予想）を公表し，平成１９年３月期決算（過年度）の訂正の可能性の開示（本件公表）とともに，平成２０年３月期業績予想の下方修正（本件業績予想の下方修正）の開示を行っているところ，本件公表は，「長期大規模工事におけるコストダウンの施策の一部に，その効果が適切に評価されておらず，実現性が低いと想定されるものが約２８０億円あり，平成２０年３月期業績見通し公表値を修正すべきであることが確認されました。さらに，その一部は，平成１９年３月期決算時点にさかのぼって訂正を要する可能性のあることが判明しました。」などというものであり，また，本件虚偽記載は，平成１９年３月期において，連結営業利益が３０２億４３００万円（連結当期純利益は２０４億１８００万円）過大に計上されており，平成１８年９月中間期において，連結営業利益が９８億２３００万円（連結当期純利益は７２億７８００万円）過大に計上されていたというものであるのに対し，本件業績予想の下方修正の開示は，平成２０年３月期の通期連結業績予想について，連結営業利益が５７０億円下方修正されたこと，及びこれに加えて，「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性があり」，「営業利益を最大で△４５，０００百万円・・・に修正する可能性があ」

るなどというものである。
そして，本件公表日後の被告株式の値動きは，前記認定のとおり，本件公表日である平成１９年９月２８日は３６１円であり，同年１０月１日に２８１円，同月２日に２６４円と急落し，同月３日に２９２円，同月４日に３０３円と上昇したが，その後は上下しながらも下降傾向が続き，同月２５日には２６２円となっている。
一般に，株価は，その会社の業績予想の下方修正の公表によっても下降することがあり得るのであって，しかも，本件業績予想の下方修正は，連結営業利益が５７０億円も下方修正されるという内容のものであるから，本件虚偽記載との比較においても，本件公表日後の被告株式の値下がりは，９月２８日付け適時開示（過年度）（本件公表）と９月２８日付け適時開示（業績予想）（本件業績予想の下方修正の開示）とがあいまって生じたものとみるのが相当である。
イ　そこで，本件業績予想の下方修正の開示による値下がりについて，本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がりと評価することができるか否かについて検討すると，本件業績予想の下方修正の開示は，前記のとおり，平成２０年３月期の通期連結業績予想について，連結営業利益が５７０億円下方修正されたことに加えて「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性」があることを内容とするものであり，同日にされた本件公表において上記「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性」について過年度決算訂正の可能性を指摘しているところ，これは，連結営業利益が５７０億円下方修正されることに加えて本件虚偽記載の可能性があることをいうものであって（なお，本件虚偽記載に係る過年度決算訂正額（確定額）は約３０２億円，本件業績予想の下方修正に係る修正額（確定額）は約５５０億円（甲イ３，乙２９）），本件虚偽記載自体や，その事実の公表に起因して，営業利益の悪化ないし本件業績予想の下方修正がもたらされたわけではなく，また，本件虚偽記載がされなかった場合には，上記の下方修正がなかったという関係があるわけでもない。そうすると，本件公表ないし本件虚偽記載の公表と本件業績予想の下方修正の公表が，いずれも被告の業績の悪化に関係する点で共通するのみならず，被告のエネルギー・プラント事業に係る多額の損失見込みについて，主として工事進行基準適用工事における総発生原価見通しの甘さに端を発する点で，その主たる原因をも共通にするものであるとしても，本件業績予想の下方修正の開示による値下がりが，本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がりであると評価することはできない。
これに関し，原告らは，工事原価総額の見積りの見直しによる増加により，過年度の工事原価総額の見積りを遡って増額修正すれば，当期における工事原価総額の見積りもこれを引き継いで増額修正されるのが通常であるとして，業績予想の下方修正を行うことは本件虚偽記載により通常生ずべき事態であったと主張するとともに，業績予想の下方修正５７０億円の中には，過年度決算の訂正額１２１億円も含まれているから，本件業績予想の下方修正は，本件虚偽記載と不可分一体の関係にあったなどと主張する。
しかしながら，「工事原価総額の見積りの見直しによる増加により，過年度の工事原価総額の見積りを遡って増額修正すれば，当期における工事原価総額の見積りもこれを引き継いで増額修正される」ことが認められるとしても，前記のとおり，本件虚偽記載がなければ，本件業績予想の下方修正が行われなかったという関係にあったとは認められない上，平成１９年３月期決算に関する工事原価総額の増加により，平成２０年３月期決算に関する工事原価総額の増加が不可避であり，本件虚偽記載における訂正額が反映されるとしても，訂正後において，本件虚偽記載は，平成１９年３月期において，連結営業利益が３０２億４３００万円過大に計上されたというものであるのに対し，本件業績予想の下方修正は，平成２０年３月期の通期営業利益が５５０億円下方修正されるというものであって，本件虚偽記載がされなかった場合には，上記の下方修正が全くなかったということにはならないから，本件業績予想の下方修正が本件虚偽記載に起因するものということはできない。また，９月２８日付け適時開示（業績予想）において公表された業績予想の下方修正の額である５７０億円の中には，本件虚偽記載に係る過年度決算訂正分のうち１２１億円が含まれていたとしても，本件業績予想の下方修正が全くなかったということにならないことは，上記と同様である上，本件業績予想の下方修正は，結局のところ，平成１９年１２月１１日付け「業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況について」で公表されたとおり，９月２８日付け適時開示（業績予想）では「営業損失が最大で２８０億円加わる可能性」があるとされていた２８０億円のうち，約１８０億円については平成１９年３月期決算の遡及的訂正となり，残りの約１００億円は平成２０年３月期の業績予想の修正とされ，９月２８日付け適時開示（業績予想）では業績予想の営業損益の修正幅として認識していた５７０億円のうち約１２０億円については，平成１９年３月期決算の遡及的訂正となったものであって，過年度決算訂正２８０～３００億円とは別に下方修正５５０～５７０億円がされたことに変わりはなく，総発生原価見通しの見直しの結果として，過年度決算訂正と業績予想の下方修正が同時に必要になったというにすぎないものであるから，本件虚偽記載による値下がりとは別に本件業績予想の下方修正による値下がりがあったということができる。
したがって，本件業績予想の下方修正の開示による値下がりは，他事情値下がりに当たるというべきである。
ウ　もっとも，本件虚偽記載の一端を開示した本件公表と本件業績予想の下方修正の開示は，同日に行われたものであり，また，これらにおいて正確かつ確定的な数字が公表されたものでもないから，被告の主張するような事情から，平成１９年９月２８日の開示による株価変動のうち本件業績予想の下方修正の開示による影響部分（他事情）が約６７．１％であると認めることはできない。そして，上記「他事情」によって生じた値下がりの具体的な額（損害額）を証明することはその性質上極めて困難であることは明らかであるから，上記の具体的な額の認定については，後記のとおり，金商法２１条の２第５項等の規定によるのが相当である。
（５）本件有価証券報告書提出時までに取得した株式（類型〈５〉）
原告Ａ類型らのうち，本件半期報告書提出後，本件有価証券報告書提出までの間に被告株式を取得した者については，本件有価証券報告書に係る虚偽記載による株価の「かさ上げ」以前に取

得したことになることは明らかである。そして，前記認定のとおり，本件有価証券報告書に係る虚偽記載は，連結営業利益が３０２億４３００万円，連結当期純利益が２０４億１８００万円の過大計上であり，本件半期報告書においては，連結営業利益が９８億２３００万円，連結当期純利益が７２億７８００万円の過大計上であったところ，本件有価証券報告書において，本件半期報告書における虚偽記載しか存在しなかったとすれば，過大計上された額からみても，虚偽記載が判明したことに対する市場への影響は，より小さかったであろうと考えられるところである。

また，このことは，原告Ｂ類型らについても，本件半期報告書の提出後，本件有価証券報告書の提出までの間に被告株式を取得した点において変わりはない。

したがって，上記の原告らについては，本件有価証券報告書に係る虚偽記載による株価の値下がりは，他事情値下がりに当たるというべきである。

もっとも，上記（４）と同様，本件各報告書の虚偽記載の公表は同時に行われており，また，必ずしも，虚偽記載に係る過大計上等の金額と株価下落額が単純な比例関係を有するということはできないから，本件有価証券報告書に係る虚偽記載に対応する値下がりについて，これを本件各報告書における過大計上額の割合に応じて分けた額が他事情値下がりによって生じた損害額であると認めるに足りず，また，上記「他事情」によって生じた値下がりの具体的な額（損害額）を証明することはその性質上極めて困難であることが明らかであるから，上記の具体的な額の認定については，後記のとおり，金商法２１条の２第５項等の規定によるのが相当である。

なお，被告は，「虚偽記載と認められなかった部分に対する値下がり」（類型（５））をも主張するが，本件虚偽記載については前記認定判断のとおりであり，「虚偽記載と認められなかった部分」がない以上，検討を要しない。

１４　争点（７）（金商法２１条の２第５項又は民事訴訟法２４８条の適用（類推適用）の有無）について

（１）原告Ａ類型らについて

ア　本件業績予想の下方修正

前記認定のとおり，本件公表における平成１９年３月期連結決算の通期営業損益に係る過年度訂正の可能性は最大で約２８０億円，本件業績予想の下方修正の開示における平成２０年３月期通期連結営業利益の下方修正額は約５７０億円であり，また，本件虚偽記載に係る過大計上（確定時）は約３０２億円，平成２０年３月期通期連結営業利益の下方修正額（確定時）は，約５５０億円であったところ，本件虚偽記載を含めた下方修正額は約８５０億円となり，これに占める本件業績予想の下方修正額の割合は約３分の２となるから，仮にかかる事情のみによるとすれば，本件業績予想の下方修正の開示に起因する値下がり部分は，金商法２１条の２第２項の規定により算定される損害額の３分の２程度となる。

また，前記のとおり，工事進行基準を採用する工事のうち，平成１９年３月期決算の過年度訂正と平成２０年３月期の業績予想の下方修正の両方を要する工事について，「工事原価総額の見積りの見直しによる増加により，過年度の工事原価総額の見積りを遡って増額修正すれば，当期における工事原価総額の見積りもこれを引き継いで増額修正される」ことがあるところ（甲ロ２９，乙２６１），被告は，これを考慮して業績予想に対する過年度決算訂正の影響額を試算すると，営業利益ベースで約１２３億円（約１４４億円（修正後の業績予想）と約２１億円（修正前の業績予想）の差分）であり，過年度決算訂正（３０２億円）及び本件業績予想の下方修正（５５０億円）を同時に公表したことによる被告株式の値下がり分から，他事情値下がりとして控除する割合は，少なくとも５０．１％は存在することを，仮定的であれ自認しているところである。

他方，被告が提出した前記イベント分析（乙２１６・ＮＥＲＡ報告書）において，被告の「業績が悪化するリスクの一部が，９月２８日の開示以前に市場で予想されていた」，「５月１４日開示後の株価変動には，業績悪化のリスクを織り込んだことによる株価変動が含まれており，９月２８日の業績予想修正は，市場にとって全くのサプライズではなく，そのインパクトは額面よりも小さなものであったことが理解できる。」などと指摘されていることや，本件各報告書に係る虚偽記載の判明・公表ということ自体の市場に与える影響の大きさをも考慮する必要がある。

以上の事情を総合考慮すれば，本件業績予想の下方修正の開示に関し，金商法２１条の２第５項の規定によって減額すべき「損害の額」は，同条２項の規定により算定される一株当たりの損害額６９．６６円のうちの５割に相当する３４．８３円とし，これを控除した３４．８３円を一株当たりの損害額と認めるのが相当である。

イ　本件半期報告書

前記認定のとおり，本件有価証券報告書の虚偽記載は，連結営業利益が３０２億４３００万円，連結当期純利益が２０４億１８００万円の過大計上であり，本件半期報告書においては，連結営業利益が９８億２３００万円，連結当期純利益が７２億７８００万円の過大計上であったところ，これらを虚偽記載の金額で比較すると，本件半期報告書に係る金額は本件有価証券報告書に係る金額の３２～３５％程度となる。

もっとも，本件有価証券報告書の過年度訂正（虚偽記載）には，本件半期報告書の過年度訂正（虚偽記載）の影響が含まれていることに加え，虚偽記載の判明・公表ということ自体の市場に与える影響の大きさ，さらに，前記前提事実のとおり，被告は，本件半期報告書を参照書類とする有価証券届出書に基づいて一般募集・第三者割当による約６４０億円もの株式発行（増資）等をしているところ，本件半期報告書に虚偽記載がなく，一株当たりの当期純利益（中間利益）がマイナス３．４６円という数字であったら，増資をしていなかったと考えられること（乙６，証人Ｐ３４）や，本件半期報告書に係る情報の開示は，本件有価証券報告書に係る情報の開示に比較して，市場において相応の評価を得ていたことがうかがわれること（乙２１６）をも踏まえると，本件有価証券報告書の虚偽記載に係る値下がりに関し，金商法２１条の２第５項の規定によって減額すべき「損害の額」は，上記アで算定した３４．８３円のうちの４割に相当する１３．９３円（少数点以下３桁を四捨五入）にとどめ，これを控除した２０．９０円をもって，原告Ａ類型らのうち，本件半期報告書提出（平成１８年１２月１５日）から，本件有価証券報告書提出（平成１９年６月２７日）の前日（同月２６日）までの間に被告株式を取得した者についての一株当たりの損害額と認めるのが相当である。

ウ　原告Ａ類型らの損害額

以上によれば，上記原告らについての具体的な損害額は，それぞれ別紙「認容額等一覧表」の「取引別認容額（円）」記載のとおりとなる（なお，金商法２１条の２第２項の規定を用いて損害を算定する場合，まず同条４項，５項の規定による減額をした上で，認定された損害の額が同法１９条１項所定の限度額を超える場合には，その限度をもって損害の額とするのが相当であるところ，原告Ａ類型らについては，いずれも上記限度額の範囲で請求をしており，上記認定額が上記限度額を超えるものはない。）。

（２）原告Ｂ類型らについて

ア　前記のとおり，本件公表日前の値下がり額３０円については，金商法１９条２項の規定によって減額すべきものであるから，原告Ｂ類型４名については，まずは３６１円と処分価額との差額が損害となる。

イ　そして，金商法１９条２項の「他事情」による減額については，前記説示のとおり，同項が同法２１条の２第４項及び同５項とその趣旨において異なるものではないことに照らし，民事訴訟法２４８条の規定により，減額すべき損害額の算定をすることができると解するのが相当である。

原告らは，金商法１９条１項に基づく請求については，「原状回復」を根拠として損害額が法定されているから，同法２１条の２第５項のような裁量による控除額の算定の余地はないと主張するが，同法１９条２項と同法２１条の２第４項は，いずれもその文言に相違はなく，虚偽記載等と相当因果関係のある値下がり以外の事情によって生じた損害を控除する趣旨であることに変わりはないところ，同法１９条２項の「他事情」が立証された場合において，その損害の額の立証が極めて困難である場合があることは，同法２１条の２第４項の場合と何ら異なることはないのであって，同法１９条２項の場合に民事訴訟法２４８条の適用を否定する理由はない。

ウ　原告Ｂ類型４名は，いずれも本件半期報告書の提出後，本件有価証券報告書の提出の日の前日までに被告株式を取得した者であるから，前記（１）のとおり，上記アの額から，更に金商法１９条２項，民事訴訟法２４８条の規定によって，原告Ａ類型らの場合と同じ割合によって減額するのが相当であるところ，各原告の損害額は，３６１円から各原告の処分価額を控除した額の３割（×０．５×（１－０．４））となり，具体的には，別表「認容額等一覧表」の「取引別認容額（円）」欄記載のとおりである。

（３）本件公表日当日に被告株式を取得した原告らについて

原告Ｐ１３（原告番号１０４９）及び原告Ｐ１４（同２０６１）は，前記のとおり，本件公表日当日に被告株式を取得しており，金商法２１条の２第２項の適用ないし類推適用の余地はないものの，金商法２１条の２第１項に基づく損害賠償が認められ，かつ，その性質上損害額の立証が極めて困難であることは明らかであるから，民事訴訟法２４８条の規定によって「相当な損害額」を認定すべきであるところ，同原告らにおいても，金商法２１条の２第２項の推定損害額を超える損害があったことを立証していない以上，これを超える額を「相当な損害額」と認定することはできないというべきである。

そして，上記原告らについても，金商法２１条の２第４項及び同５項について検討する際の証拠等は共通するものではあるが，同条項の推定損害額を認定することができない以上，これと同額を上記原告らの「相当な損害額」とみることはできず，弁論の全趣旨及び証拠調べの結果を踏まえると，同条項の規定によって認定される損害額の７割をもって「相当な損害額」と認定するのが相当である。

そうすると，上記原告らは，本件有価証券報告書の提出後に被告株式を取得した者であるから，民事訴訟法２４８条により，金商法２１条の２第４項，同５項の規定によって算定される損害額３４．８３円（一株当たり）の７割に相当する２４．３８円（少数点以下３桁を四捨五入）をもって損害額と認定するのが相当である。

よって，上記原告らの具体的な損害額は，別紙「認容額等一覧表」の「取引別認容額（円）」欄記載のとおりとなる。

１５　争点（８）（損益相殺）について

（１）被告は，原告らのうち，平成１８年１２月１５日から平成１９年９月２８日までの間に，各「原告損害目録・請求目録」において主張する取引又はそれ以外の被告株式の取引において相応の売却益を得ている場合には，これらを損害から損益相殺すべきであると主張する。

被害者が不法行為によって損害を被ると同時に，同一の原因によって利益を受ける場合には，損害と利益との間に同質性がある限り，公平の見地から，その利益の額を被害者が加害者に対して賠償を求める損害額から控除することによって損益相殺的な調整を図る必要があると解される（最高裁昭和６３年（オ）第１７４９号平成５年３月２４日大法廷判決・民集４７巻４号３０３９頁）。

しかしながら，上記原告らは，本件虚偽記載という「不法行為」によって利益を受けたものではなく，損害と利益との間に同質性があるとはいえないことが明らかであるから，被告の主張する上記利益は損益相殺の対象とはならないというべきである。

（２）また，被告は，原告らのうち本件虚偽記載より以前に既に被告株式を購入して株主となっており，本件虚偽記載の後に売却した上で，同数の株式を購入した者については，本件虚偽記載の後に売却した価格と取得した価格との差額分の利益について損益相殺をすべきであると主張するが，これもまた，上記と同様，損益相殺の対象とならないことは明らかである。

１６　争点（９）（弁護士費用）について

金商法２１条の２第１項の「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ものと解されるとこ

ろ，同条２項は，同条１項を前提として，虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから，同条２項の「損害」もまた虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解するのが相当である（最高裁平成２２年（受）第７５５号・第７５６号・第７５７号・第７５８号・第７５９号同２４年３月１３日第三小法廷判決・民集６６巻５号１９５７頁参照）。そうすると，同項の「損害」として算定された推定額には，弁護士費用をも加えた全損害額が含まれていることになるのであるから，同額から他事情による値下がり分を控除した額に弁護士費用を加算することは相当ではない。

金商法１９条１項の場合においても，同法１８条１項の損害額について同法１９条１項の額とすると規定されているのであるから，上記と同様，同条１項の「損害」は，弁護士費用を含めた全損害をいうものと解するのが相当であって，上記「損害」の額から他事情による値下がり分を控除した額に弁護士費用を加算することは相当ではない。

１７　争点（１０）（遅延損害金の起算点）について

金商法２１条の２は，投資者の保護の見地から，一般不法行為の規定の特則として，その立証責任を緩和した規定と解されるから，同条所定の賠償債務は不法行為に基づく損害賠償債務の性質を有するというべきであり，このことは，同法１９条１項の規定に基づく損害賠償請求の場合であっても同様と解するのが相当である。

したがって，金商法２１条の２及び同法１９条２項の規定に基づく損害賠償債務は，損害の発生と同時に，かつ，何らの催告を要することなく，遅滞に陥るものと解するのが相当であり（最高裁昭和３４年（オ）第１１７号同３７年９月４日第三小法廷判決・民集１６巻９号１８３４頁，前掲最高裁平成２４年３月１３日第三小法廷判決参照），別紙「認容額等一覧表」記載の原告らは，それぞれの株式取得日（具体的な日は，別紙「認容額等一覧表」の「遅延損害金起算日」欄記載のとおり。）から遅延損害金の支払を請求することができるというべきである。

第４　結論

以上によれば，原告らの本件請求は，別紙「認容額等一覧表」の「原告名」欄記載の各原告について，同表「認容額」欄記載の各金員及びうち同表「取引別認容額」欄記載の各金員に対する同表「遅延損害金起算日」欄記載の各日から各支払済みまで年５分の割合による遅延損害金の支払を求める限度で理由があり，その余はいずれも理由がない。

よって主文のとおり判決する。

東京地方裁判所民事第３１部

裁判長裁判官　舘内比佐志　裁判官　小川弘持　裁判官　中田萌々

（別紙）当事者目録

原告（原告番号１００１）　Ｐ４９
原告（原告番号１００２）　Ｐ３９
原告（原告番号１００３）　Ｐ５０
原告（原告番号１００４）　Ｐ５１
原告（原告番号１００５）　Ｐ５２
原告（原告番号１００６）　Ｐ１７
原告（原告番号１００７）　Ｐ５３
原告（原告番号１００８）　Ｐ５４
原告（原告番号１００９）　Ｐ１８
原告（原告番号１０１０）　Ｐ５５
原告（原告番号１０１１）　Ｐ５６
原告Ｐ５７訴訟承継人（原告番号１０１２）　Ｐ５８
原告（原告番号１０１３）　Ｐ５９
原告（原告番号１０１４）　Ｐ４０
原告（原告番号１０１５）　Ｐ６０
原告（原告番号１０１６）　Ｐ６１
原告（原告番号１０１７）　Ｐ３６
原告（原告番号１０１８）　Ｐ６２
原告Ｐ６３訴訟承継人（原告番号１０１９）　Ｐ６４
原告（原告番号１０２０）　Ｐ６５
原告（原告番号１０２１）　Ｐ６６
原告（原告番号１０２２）　Ｐ６７
原告（原告番号１０２３）　Ｐ６８
原告Ｐ６９訴訟承継人（原告番号１０２４）　Ｐ７０
原告（原告番号１０２５）　Ｐ７１
原告（原告番号１０２６）　Ｐ７２
原告（原告番号１０２７）　Ｐ１９
原告（原告番号１０２８）　Ｐ７３
原告（原告番号１０２９）　Ｐ４１
原告（原告番号１０３０）　Ｐ７４
原告（原告番号１０３１）　Ｐ７５
原告（原告番号１０３２）　Ｐ７６
原告（原告番号１０３３）　Ｐ４２
原告（原告番号１０３４）　Ｐ７７
原告（原告番号１０３５）　Ｐ７８
原告（原告番号１０３６）　Ｐ７９
原告（原告番号１０３７）　Ｐ８０

原告（原告番号１０３８）　Ｐ８１
原告（原告番号１０３９）　Ｐ８２
原告（原告番号１０４０）　Ｐ８３
原告（原告番号１０４１）　Ｐ２０
原告（原告番号１０４２）　Ｐ８４
原告Ｐ８５訴訟承継人（原告番号１０４３）　Ｐ８６
原告（原告番号１０４４）　Ｐ８７
原告（原告番号１０４５）　Ｐ８８
原告（原告番号１０４６）　Ｐ２１
原告（原告番号１０４７）　Ｐ４５
原告（原告番号１０４８）　Ｐ４８
原告（原告番号１０４９）　Ｐ１３
原告（原告番号１０５０）　Ｐ８９
原告（原告番号１０５１）　Ｐ９０
原告（原告番号１０５２）　Ｐ４
原告（原告番号１０５３）　Ｐ９１
原告（原告番号１０５４）　Ｐ９２
原告（原告番号１０５５）　Ｐ９３
原告（原告番号１０５６）　Ｐ９４
原告（原告番号１０５７）　Ｐ２２
原告（原告番号１０５８）　Ｐ９５
原告（原告番号１０５９）　医療法人陽風会高台病院
同代表者理事長　Ｐ９６
原告（原告番号１０６０）　Ｐ９７
原告（原告番号２００１）　Ｐ９８
原告（原告番号２００２）　Ｐ９９
原告（原告番号２００３）　Ｐ４３
原告（原告番号２００４）　Ｐ１００
原告（原告番号２００５）　Ｐ４４
原告（原告番号２００６）　Ｐ１０１
原告（原告番号２００７）　Ｐ１０２
原告（原告番号２００８）　Ｐ１０３
原告（原告番号２００９）　Ｐ１０４
原告（原告番号２０１０）　Ｐ１０５
原告（原告番号２０１１）　Ｐ１０６
原告（原告番号２０１２）　Ｐ１０７
原告（原告番号２０１３）　Ｐ１０８
原告（原告番号２０１４）　Ｐ３２
原告（原告番号２０１５）　Ｐ１０９
原告（原告番号２０１６）　Ｐ１１０
原告（原告番号２０１７）　Ｐ１１１
原告（原告番号２０１８）　Ｐ８
原告Ｐ１１２訴訟承継人（原告番号２０１９）　Ｐ１１３
原告（原告番号２０２０）　Ｐ１１４
原告（原告番号２０２１）　Ｐ１１５
原告（原告番号２０２２）　Ｐ１１６
原告（原告番号２０２３）　Ｐ１１７
原告（原告番号２０２４）　Ｐ１１８
原告（原告番号２０２５）　Ｐ１１９
原告（原告番号２０２６）　Ｐ１２０
原告（原告番号２０２７）　Ｐ１２１
原告（原告番号２０２８）　Ｐ１２２
原告（原告番号２０２９）　Ｐ１２３
原告（原告番号２０３０）　Ｐ１２４
原告（原告番号２０３１）　Ｐ１２５
原告（原告番号２０３２）　Ｐ１２６
原告（原告番号２０３３）　Ｐ１２７
原告（原告番号２０３４）　Ｐ１２８
原告（原告番号２０３５）　Ｐ１２９
原告（原告番号２０３６）　Ｐ１３０
原告（原告番号２０３７）　株式会社エヌジェービービー
同代表者代表取締役　Ｐ１３１
原告（原告番号２０３８）　Ｐ１３２
原告（原告番号２０３９）　Ｐ１３３
原告（原告番号２０４０）　Ｐ１３４
原告（原告番号２０４１）　Ｐ１３５
原告（原告番号２０４２）　Ｐ１３６
原告（原告番号２０４３）　Ｐ１３７
原告（原告番号２０４４）　Ｐ１３８

原告（原告番号２０４５）　Ｐ１３９
原告（原告番号２０４６）　Ｐ１４０
原告（原告番号２０４７）　Ｐ１４１
原告（原告番号２０４８）　Ｐ１４２
原告（原告番号２０４９）　Ｐ１４３
原告（原告番号２０５０）　Ｐ２３
原告（原告番号２０５１）　Ｐ１４４
原告（原告番号２０５２）　Ｐ１４５
原告（原告番号２０５３）　Ｐ１４６
原告（原告番号２０５４）　Ｐ２４
原告（原告番号２０５５）　Ｐ２５
原告（原告番号２０５６）　Ｐ１４７
原告（原告番号２０５７）　Ｐ１４８
原告Ｐ１４９訴訟承継人（原告番号２０５８－１）　Ｐ１５０
原告Ｐ１４９訴訟承継人（原告番号２０５８－２）　Ｐ１５１
原告Ｐ１４９訴訟承継人（原告番号２０５８－３）　Ｐ１５２
原告（原告番号２０５９）　有限会社オリーブランド
同代表者代表取締役　Ｐ１５３
原告（原告番号２０６０）　Ｐ１５４
原告（原告番号２０６１）　Ｐ１４
原告（原告番号２０６２）　Ｐ１５５
原告（原告番号２０６３）　Ｐ１５６
原告（原告番号２０６４）　Ｐ２６
原告（原告番号２０６５）　Ｐ１５７
原告（原告番号２０６６）　Ｐ１
原告（原告番号２０６７）　Ｐ１５８
原告（原告番号２０６８）　Ｐ１５９
原告（原告番号２０６９）　Ｐ１６０
原告（原告番号２０７０）　Ｐ１６１
原告（原告番号２０７１）　Ｐ５
原告（原告番号２０７２）　Ｐ１６２
原告（原告番号２０７３）　Ｐ１６３
原告（原告番号２０７４）　Ｐ１６４
原告（原告番号２０７５）　Ｐ１６５
原告（原告番号２０７６）　Ｐ２
原告（原告番号２０７７）　Ｐ２７
原告（原告番号２０７８）　Ｐ２８
原告（原告番号２０７９）　Ｐ９
原告（原告番号２０８０）　Ｐ１６６
原告（原告番号２０８１）　Ｐ１６７
原告（原告番号２０８２）　Ｐ１６８
原告（原告番号２０８３）　Ｐ１６９
原告（原告番号２０８４）　Ｐ２９
原告（原告番号２０８５）　Ｐ４７
原告（原告番号２０８６）　Ｐ１７０
原告（原告番号２０８７）　Ｐ１７１
原告（原告番号２０８８）　Ｐ１７２
原告（原告番号２０８９）　Ｐ１７３
原告（原告番号２０９０）　Ｐ１７４
原告（原告番号３００１）　Ｐ１７５
原告（原告番号３００２）　Ｐ１７６
原告（原告番号３００３）　Ｐ１０
原告（原告番号３００４）　Ｐ１７７
原告（原告番号３００５）　Ｐ１７８
原告Ｐ１７９訴訟承継人（原告番号３００６）　Ｐ３７
原告（原告番号３００７）　Ｐ１８０
原告（原告番号３００８）　Ｐ１８１
原告（原告番号３００９）　Ｐ７
原告（原告番号３０１０）　Ｐ１１
原告（原告番号３０１１）　Ｐ１８２
原告（原告番号３０１２）　Ｐ１８３
原告（原告番号３０１３）　Ｐ１８４
原告（原告番号３０１４）　Ｐ１８５
原告（原告番号３０１５）　Ｐ１８６
原告（原告番号３０１６）　Ｐ１８７
原告（原告番号３０１７）　Ｐ３１
原告（原告番号３０１８）　Ｐ１８８
原告（原告番号３０１９）　Ｐ１８９
原告（原告番号４００１）　Ｐ１９０

原告（原告番号４００２）　Ｐ３８
原告（原告番号４００３）　Ｐ１９１
原告（原告番号４００４）　Ｐ１９２
原告（原告番号４００５）　Ｐ１９３
原告（原告番号４００６）　Ｐ１９４
原告（原告番号４００７）　Ｐ１９５
原告（原告番号４００８）　Ｐ１９６
原告（原告番号４００９）　Ｐ１９７
原告（原告番号４０１０）　Ｐ１９８
原告（原告番号４０１１）　Ｐ６
原告（原告番号４０１２）　Ｐ１９９
原告（原告番号５００１）　Ｐ２００
原告（原告番号５００２）　Ｐ３０
原告（原告番号５００３）　Ｐ２０１
原告（原告番号５００４）　Ｐ２０２
原告（原告番号５００５）　Ｐ２０３
原告（原告番号５００６）　Ｐ２０４
原告（原告番号５００７）　Ｐ２０５
原告（原告番号５００８）　株式会社ニッソウ
同代表者代表取締役　Ｐ２０６
原告（原告番号５００９）　Ｐ３
原告ら訴訟代理人弁護士　大川原栄
同　高柳孔明
同　近藤博徳
同　葛田勲
同　加藤幸
同　五十嵐潤
同　木村壮
同　塚田裕二
同　杉森洋平
同　深山麻美子
同　村上一也
原告ら訴訟復代理人弁護士　松尾文彦
同　田上潤
同　瀬川宏貴
同　田村優介
同　宇山慶喜
同　花垣存彦
同　桜井康統
被告　株式会社ＩＨＩ
同代表者代表取締役　Ｐ２０７
同訴訟代理人弁護士　江尻隆
同　木目田裕
同　道下崇
同　鈴木卓
同　勝部純
同　眞榮城大介
同　井浪敏史
同　田辺克彦
同　藤田耕三
同　中西和幸
同　市川佐知子
同　菱山泰男
同　貝塚光啓
同　吉峯耕平
同　太田洋
同　八木浩史
同　伊藤慎悟
同訴訟復代理人弁護士　鈴木俊裕
同　塚本健夫
同　高林勇斗
（別紙）認容額等一覧表
（別紙）原告損害目録・請求目録　Ａ類型
（別紙）原告損害目録・請求目録　Ｂ類型
（別紙）原告ら株式関係認定一覧　Ａ類型
（別紙）原告ら株式関係認定一覧　Ｂ類型
（別紙）個別工事に関する被告の主張
（訂正前の会計処理が会計的な真実に反するものではないとの被告主張）
〔１〕■

１　サブコン・クレームへの対応について
被告と下請業者との契約は固定価格契約であって，原則として下請代金の追加支払は行わないという条項があったため，被告にはサブコン・クレームに応じる法的義務はなかった。
平成１９年３月期の決算策定後において，被告は，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行っている。これは，■が大幅に遅延し，■を納期までに完了させるためには下請業者による迅速な工事遂行への協力が不可欠となったからである。もっとも，以下のとおり，平成１９年３月期決算策定時点において，かかる方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかった。
平成１９年３月時点において，多少の工程の遅れは存在していたものの，人員を増員する等のキャッチアップ施策を行ったことにより，納期までに工程の遅れを取り戻すことは十分可能な状態であったし，また，■が施工中のターミナル工事が大幅に遅れていたため，当時予想された■完成の遅れは全体のＬＮＧ液化設備オペレーション開始に影響を与えないと考えられていた。
工程遅延の根本的な原因である水張り試験の遅れは平成１９年５月以降に生じたものであり，また，同じく工程遅延の一因となったＬＮＧタンクの不具合の発生は平成１９年４月以降に顕在化し始めたものである。それらが相まって■全体の遅延が深刻な問題となったのは平成１９年９月の時点であり，平成１９年３月期決算策定時点においては，深刻な工程遅延は生じていなかった。
平成１９年３月期決算策定時点において，水張り試験用の水不足の懸念は存在していたものの，水供給につき支障がないことについての■の確約が存在しており，また，被告は以前の同様の工事において，■より支障なく水供給を受けていたことに照らすと，水張り試験用の水不足についても，これに関連して深刻な工程遅延が生じていたともいえないし，その具体的な兆候があったともいえず，平成１９年３月期の決算策定時点において，かかる事態を予見することも不可能であった。
サブコン・クレームに応じるかどうかは完全に被告が任意に決定することができる事項であった。そのため，サブコン・クレーム対応費用を総発生原価に繰り込むかどうかは被告の裁量に委ねられていたと考えられ，仮にサブコン・クレームの具体的な金額が確定しており，サブコン・クレーム対応費用を総発生原価に繰り込むことが可能であったとしても，繰り込まないとの判断をすることも被告の合理的な裁量の範囲内の判断であったといえる。
平成１９年度に入ってから顕在化した深刻な工事遅延という状況に鑑みて，被告は，平成１９年９月に下請業者による迅速な工事遂行への協力を促す目的で，サブコン・クレームに応じるという方針変更を任意に行ったものである。
２　ＶＥによるコストダウン活動の効果の見直しについて
被告は，平成１９年９月時点において，シュッドプラン（平成１７年度に策定された海外向けＬＮＧタンクのＶＥによるコストダウン活動。）によるコストダウン効果を見直して下方修正している。被告がかかるシュッドプランによるコストダウン効果の下方修正を行ったのは，■の影響を受けて材料費が増加したこと等が理由であるが，以下のとおり，平成１９年３月時点において，かかる■等の具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかった。
平成１９年３月時点において，被告は既に■の一部の発注はしていたものの，その時点で発注されていなかった一部の■の材料費については，代金額の算定基準となる■の相場価格の影響を受けて変動する余地があり，かかる段階において，全体としての材料費の上昇という具体的な兆候が存在していたわけではない。また，少なくとも，被告にとっては，全体としての材料費の確定した金額を見通すことはできなかったものであり，かかる■の上昇の具体的な兆候を認識し得なかった。
■の上昇の具体的な兆候をある程度認識して，全体としての材料費の概算額を見通すことができたと仮定したとしても，全体的な■の削減により材料費の削減を図るコストダウン効果については，■が大きく材料費の変動可能性が高いという事情もあり，原材料の調達が終了して材料費が確定した段階でかかるコストダウン効果の見積りの見直しを行うことにも合理的な理由があるといえ，他方，敢えて過小な総発生原価等の見積りを前提として期間損益の配分を行ったといった事情もなかった。
〔２〕■
被告と下請業者との契約は固定価格契約であって，原則として下請代金の追加支払は行わないという条項があった。下請業者によるサブコン・クレーム（下請業者による追加使用の支払請求）は，契約上の例外に該当しないものや■に関係のある費用であるかが不明なものであったため，被告にはサブコン・クレームに応じる法的義務はなかった。
被告は，■になって，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行っている。しかし，以下のとおり，平成１９年３月期決算策定時点において，かかる方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候が存在したわけではない。
被告がサブコン・クレームに応じるという方針変更を行ったのは，平成１９年９月に至り，パンチリスト（■又はエンジニアからクレームのあった工事部分をリスト化したリスト）記載の部分等の工事未了部分につき早急に対処して，さらなる工程遅延が生じるのを避けるため，下請業者による迅速な工事遂行への協力を得ることが必要となったことによるものであるが，平成１９年３月期決算策定時点においては，法的義務がないものに任意に応じる必要があるという程度まで大幅に工程遅延が生じていたわけではない。
■に，被告と■との間で開かれた会議において，■の引渡期限については，■とする合意が成立していたところ，平成１９年３月期決算策定時点において，被告は■の引渡しに向けて工事を進行させており，工事の完成に必要となる試運転前の段階で，■を原因とする若干の工期遅延が生じていたものの，■の引渡しには間に合う見通しが立っていた。
また，平成１９年９月時点で大幅な工程遅延が生じていたのは，■が，■までの期間に実施されたセメントプラントの試運転を性能試験として認めず，さらに，その後の追加試験の日程も，

■及びエンジニアの都合により，■までの期間とされたことを主たる原因とするものである。かかる大幅な工程遅延が生じた原因は，平成１９年３月期決算策定時点には存在しなかった。
大幅な工程遅延の主たる原因である，性能試験についての■の対応は，被告にとって，平成１９年３月期決算策定時点で予見不可能であった。すなわち，性能試験に関しては，実施方法について契約書に何らの規定もなく，被告は，試運転の実行にあたって，■に対して事前に連絡した。そのため，被告が試運転を実行した平成１９年７月の時点でも，■が性能試験の完了を認めず，大幅な工程遅延が発生することは想定できなかった。ましてや，平成１９年３月期の決算策定時点において，かかる事態を予見することも不可能であった。
被告は，平成２０年３月期に入ってから顕在化した深刻な工事遅延という状況に照らし，下請業者による迅速な工事遂行への協力を促すことを目的として，サブコン・クレームに応じるという方針変更を任意に行ったものである。かかるサブコン・クレームに応じる原因となった深刻な工程遅延は，平成１９年３月期決算策定時点においては存在せず，その具体的な兆候も存在しなかった。
〔３〕■
被告と下請業者との契約は固定価格契約であって，原則として下請代金の追加支払は行わないという条項があり，被告にはサブコン・クレームに応じるべき法的義務はなかった。
被告は，■になって，法的義務がないにもかかわらず，任意にサブコン・クレームに応じる旨の方針変更を行っているが，平成１９年３月期決算策定時点において，被告がかかる方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかった。また，仮に具体的な兆候が存在したとしても，被告には認識し得なかった。
被告がサブコン・クレームに応じるという方針変更を行ったのは，■に至り，本件サイロ欠陥の補修につきアンカー及び注入方式等を採用することで，■の工期が１年間遅延することが判明し，■が■から撤退することを防ぐためにはもはやサブコン・クレームに応じるほかないという事態に至ったからである。平成１９年３月期決算策定時点においては，アンカー及び注入方式等を採用せざるを得ない事態には未だ至っておらず，被告がサブコン・クレームに応じるという方針変更を行わざるを得なくなる具体的な兆候は存在しなかった。
平成１９年３月期決算策定時点において，被告は■の工事完了に向けて工事を進行させており，工程遅延自体は生じていたものの，本件サイロ欠陥の補修に伴う工期のさらなる延長は予定されていなかった。
また，平成１９年３月には，本件サイロ欠陥部分のうち，既に補修を行った箇所において，欠陥部分周辺のコンクリートを一旦削り取った上で手塗りした補修材と，元々の母材のコンクリートとがうまく接着せずに剥がれてしまう部分が発見されたが，この時点においては，補修方法を大幅に変更することは予定されていなかった。
■時点で大幅な工程遅延が生じたのは，本件サイロ欠陥につき，アンカー及び注入方式等による補修への工法の変更を余儀なくされたことにより，■全体の工程にさらに１年程の工程遅延が発生したからである。しかし，かかる大幅な工程遅延が生じた原因である，本件サイロ欠陥についてのアンカー及び注入方式等への補修方法の変更の必要性は，被告にとって，平成１９年３月期決算策定時点で予見不可能であった。
すなわち，〔１〕■は，■において建設工事に関する一定の評判を有する企業であったこと，〔２〕平成１８年１０月時点で被告が現地に派遣した調査会社によってもアンカー及び注入方式等への補修方法の変更が必要とは判断されなかったこと，〔３〕アンカー及び注入方式等による補修が必要であることは，実際に左官方式やハツリ・スプレー方式による補修作業を進めていく中でしか判明不能であったことから，早くとも■の段階に至るまで，本件サイロ欠陥につきアンカー及び注入方式等による補修方法への変更を行う必要性があり，それにより■全体の工程に１年間程の遅延が生じることは予見できなかった。ましてや，平成１９年３月期の決算策定時点において，かかる事態を予見することも不可能であった。
〔４〕■
１　コストダウンの見直しについて
平成１９年３月期決算時点において，種々のコストダウン施策■の達成が見込まれ，当該時点ではいずれも合理的なものであった。以下に述べるとおり，コストダウン施策■の達成が見込めなくなったのは，平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情による。

※ＴＫＣ編注：伏せ字等のため掲載不能。約２頁分。原本２０８頁から２１０頁。

２　追加工事部分について
被告の電力事業部の営業部の担当者が発注者から注文書（乙１０４）を受領した時点では最終的な受注金額の合意がなされておらず，その後も協議することとされていたため，追加工事部分を合わせた受注金額を確定できていなかった。工事進行基準による会計処理を行うためには，受注金額と総発生原価のいずれもが確定していることが必要であるところ，注文書（乙１０４）に基づく追加工事については，受注金額が確定しておらず，売上高等を合理的に見積もることができない状態であったことから，平成１９年３月期決算時点においては，当該追加工事については，受注金額や工事原価総額の算定に繰り込まなかったものである。
〔５〕■
〔６〕■
被告は，平成１９年９月時点において，シュッドプラン（平成１７年度に策定された海外向けＬＮＧタンクのＶＥによるコストダウン活動。）によるコストダウン効果を見直して下方修正している。
これは，シュッドプランにおけるコストダウン項目として予定していた，■などのいくつかの事項につき，工事の進行の結果，コストダウン手法として当初予定していた程の効果が見込めな

くなったこと，あるいは，発注者がコストダウン手法として採用しない態度を示したこと等が理由である。もっとも，平成１９年３月期決算策定時点においてはかかる具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかった。

■は，コストダウン手法として一般的なものであり，被告は，発注者の承諾を得て，鋼材量を削減することが可能であるとの認識に基づき，シュッドプランを策定していた。被告がコストダウン効果を見直したのは，平成１９年９月時点において工事が相当程度進行し，発注した鋼材の検収が進んでおり，当初予定していた程の鋼材量の削減が見込めなくなったことが理由であるところ，平成１９年３月時点においては，発注した鋼材の検収もそれ程進んでおらず，当初予定していた程のコストダウン効果が見込めなくなる具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかった。

■は，一般的なコストダウン手法であり，発注者にとっても受入れやすい性質のものであったため，被告は，平成１９年３月期決算策定時点において，発注者の承諾を得て，仕様を変更し，実施することが可能であると認識していた。被告がコストダウン効果を見直したのは，平成１９年度に入ってから，発注者がかかるコストダウン手法を採用しない態度を示したことが理由であるところ，平成１９年３月期決算策定時点においては，発注者はかかる態度を示していなかった。

平成１９年３月期決算の策定は，■についてコストダウンの見直しなくなされたものであったが，これは，当該工事が決算策定時点でシュッドプランの見直しを行うべき段階になかったためである。工事における進捗状況，発注者との交渉状況など，工事をめぐる状況は日々変わるものであるところ，かかる状況の変化を逐一反映して，既に策定したコストダウン活動の実現可能性や効果の見直しを行うことは現実的ではなく，詳細な設計が完了した段階，鋼材の調達が完了した段階及び据付建設工事が完了した段階という，工事の大きな節目の段階においてコストダウンの見直しを行うというシュッドプランの考え方は，合理的であった。

〔７〕■

平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，合理的な根拠に基づく種々のコストダウン効果が見込まれていた。これらのコストダウンの効果が見込めなくなったのは，以下に述べるように，平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情によるものであり，平成１９年３月期決算時点においては，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候は存在しなかったか，存在したとしても認識し得なかった。また，コストダウンの効果を見込んだことには，合理的な根拠があったといえ，合理的な理由なく過小な総発生原価見通しを前提として期間損益の配分を行ったといった事情は存在しなかった。

※ＴＫＣ編注：伏せ字等のため掲載不能。約２頁分。原本２１２頁から２１４頁。

〔８〕■

１　コストダウンの見直し

平成１９年３月期決算時点において，以下のとおり，被告の過去の実績等を参考に，過去に達成できたコストダウンの実績の範囲内で各コストダウン（据付費用，ボイラの調達費用，設計費用，工程管理費用）を見込んだのであって，合理的な根拠があった。被告は，この点につき決算の訂正を行っているが，コストダウンを見込んだ際，当該コストダウンが達成できることを確実に裏付けるものがなかったためである。

被告は，■にＵＮＩＯＮワーカーより賃金の低い労働者を利用させることにより，被告が■に支払う下請代金を削減するというコストダウン施策を作成した。具体的には，被告は，■に対し，■という■の工事請負会社に下請けさせ，■から工事現場の作業員を派遣してもらうことで，ＵＮＩＯＮワーカーの雇用数を減らすことを検討した。

■は，平成１９年２月末に２号機ボイラが完工予定であった，■における火力発電所の建設において被告が利用した会社である。また，平成１９年２月に着工予定だった同じく■における火力発電所の建設においても被告が利用しようとしていた会社である。被告は，■での経験から，■が，下請業務を確実にこなすことのできる会社であることを把握していた上，■を■の下請業者として利用した場合，どの程度のコストがかかるか把握していた。そして，■までの出張費等を含めたとしても，■を利用した方がＵＮＩＯＮワーカーを雇った場合よりもコストが低く抑えられると判断し，その差額分をコストダウン効果として見込んだ。

しかし，平成１９年４月から５月頃になって，■以外を雇用した場合の弊害が指摘されるようになった。その後，■を利用することのリスクを検討した結果，■の利用を断念した。被告電力事業部にとっては，■における初めての案件であり，ＵＮＩＯＮの問題がこのように深刻なものであることは，平成１９年３月期決算時点では全く認識していなかった。また，通常の工事において，より安い労働者を利用しようと検討することはよくあることであり，その際，本件のように，特定の労働組合に属する労働者が当該組合に属していない労働者が働いていることを理由に職場放棄をするおそれが生じるというようなことはなかったため，平成１９年３月期決算時点において，かかるリスクは予想困難だった。

既存の火力発電所の建設においてボイラの部品を■の会社である■から調達した実績があり，耐圧部品，非耐圧部の部品及び鉄骨の部品について，■から調達することで，コストダウンを見込んでいた。しかしながら，■からの調達は，同社の工場現場の監督人員を増やせることが前提となっていたところ，平成１９年４月以降になって，工場現場の監督者の人員を増やすことができない見込みとなった。すなわち，平成１９年４月以降になって，被告において，多数の工事が同時に行われる状態になり，複数の工事現場で混乱状態が生じたためである。被告は，平成１９年３月期決算時点において，平成１９年４月以降，複数の工事が行われることは認識していたものの，工事現場での混乱が生じることは予想していなかった。

■において，同種類の■に関し，仕様書の作成，設計のレビュー等を被告自らが行ったことがあったため，設計を■に依頼せず，被告自身で行うことで設計費用のコストダウンを見込んでいた。しかしながら，平成１９年４月以降に，工程混乱につながり，人件費の上昇につながり得る事情をできるだけ排除する必要が生じ，そのことの関係で，元発注者から■独自の慣行を理由に工事のやり直しを命ぜられる事態を避ける必要が生じたため，かかる事態を可能な限り回避するため，設計を自社ではなく■に依頼することとした。平成１９年３月期決算時点においては，かかる必要が生じることは被告には予見できなかった。

工程管理を■に依頼せず，■の発注先であるメーカーに据付工事も一括して請け負わせることで，工程管理費用のコストダウンを見込んでいた。被告は，■などにおいて，自らかかる業務を行い，特段の問題を生じることなく工事が進行していたという経験もあったため，■において，被告が自らかかる業務を行うこととしても，特段の問題は生じないと考えていた。

しかしながら，平成１９年７月頃，ボイラの工事が本格化した段階で，工事現場での工程管理業務が複雑多岐にわたることが判明し，工程管理も■に依頼せざるを得なくなった。工事現場での工程管理業務が当初想定していたよりも複雑なものとなったのは，〔１〕■のメーカーを中心とする■のメーカーの多くが工程に遅延するようになり，被告がそれらのメーカーに対して積極的に工程を守るように連絡をする必要が生じたこと，〔２〕水，電気等の供給の手配，供給状況の確認，それらの確認が取れたことの関係業者への連絡などの業務が増加したこと，〔３〕当初は想定していなかった■の慣例に基づく細かな行政対応をする必要があることが判明したことに起因する。被告は，平成１９年３月期決算時点において，多くの■のメーカーが工程に遅延するとは想定していなかったし，予想することもできなかった。また，水，電気等の供給の手配，供給状況の確認，それらの確認が取れたことの関係業者への連絡などの業務についても，遠因となったのは，■のメーカーの工程遅延であり，被告は，やはり平成１９年３月期決算時点には想定することはできなかった。さらに，平成１９年７月以降に判明した必要となる行政対応も，■独自の慣例に基づくものであり，被告には予想し得ないものであった。

２　■

■については，平成１９年３月期決算時点において見積もった■は，平成１９年３月期決算時点では合理的なものであり，平成１９年３月期決算時点において見積もった■を前提になした会計処理は会計的な真実に反するものではない。

被告は，平成１９年３月期決算時点において，十分なＶＥ活動が可能である時期であることや過去における■の実績などを考慮したうえで■を見積もったのであって，合理的な根拠があった。

しかし，平成１９年４月以降，複数の工事が同時並行的に進行する状態となり，複数の工事現場で混乱が生じた。そのため，被告は，かかる混乱状態に対処するため，それぞれの工事の混乱状態に対処するための人員を派遣せざるを得なくなった。そのため，■の■に係るＶＥ活動に十分な人員を割くことができなかった。

被告は，平成１９年３月期決算時点において，平成１９年４月以降，被告において，複数の工事が行われることは認識していたものの，工事現場での混乱が生じることは予想していなかった。被告としては，工事のコスト管理，工程管理等を担当するプロジェクト・マネージャーの教育，増員を行い，多くの工事が同時並行的に進行することに対する対策を講じていたが，突発的に生じる工事現場での混乱まで想定することは不可能であった。

〔９〕■

■においては，平成１９年３月期決算時の総発生原価見通しを■としていたが，最終的に平成１９年１２月時点では，総発生原価見通しを■とし（■と題する表（乙１３４）），総発生原価見通しが■分増加した。

本件では，直接費用調整条項に基づく費用の増加分については，直接費用調整に係る作業が平成１９年４月以降に行われたものを含むものであり，また，平成１９年４月以降に行われた作業の金額の査定，交渉を経て，初めて費用が確定したものであるため，平成１９年３月期決算時点においては，費用として発生するか否か，発生するとしてもどの程度の費用が発生するか全く不確定であり，総発生原価見通しの増加額を信頼性をもって見積もることが不可能であった。したがって，直接費用調整条項に基づく費用増加の具体的な兆候は存在せず，存在したとしても被告には認識し得なかった。

加えて，■における平成１９年３月期の決算は，■の経理部が，上記の状況の下，平成１９年３月期決算時において認識し得た証憑に基づき行ったものであるため，合理的な理由もなく過小な総発生原価等の見積りを前提として期間損益の配分を行ったといった事情も存在しない。

人材派遣業者の人件費の増加分については，大部分が平成１９年４月以降に追加作業が行われたことに基づくものであり，また，平成１９年４月以降に行われた作業の金額の査定，交渉を経て初めて費用が確定したものであった。加えて，人材派遣業者に対しては，実際に要した時間の単位で賃金を支払っていたところ，工事でトラブルが発生して作業が必要となる度に人材派遣業者を利用するため，どの程度の作業が必要となるかについて予め予想することは困難であった。とりわけ，■においては，数々のトラブルにより工事全体が混乱していたため，トラブルが発生するごとに人材派遣業者を利用しており，予めどの程度の作業が発生するかを把握することが困難であった。そのため，総発生原価見通しの増加額を信頼性をもって見積もることが不可能であった。したがって，平成１９年３月期決算時点において，人材派遣業者の人件費の増加の具体的な兆候は存在せず，存在したとしても認識し得なかった。

〔１０〕■

■についての決算訂正は，下請業者に関する追加費用を平成１９年３月期決算に遡って繰り込んだことによるが，これは，次の事情に基づくのであり，合理的な理由もなく過小な総発生原価等の見積りを前提として期間損益の配分を行ったという事情は存在しない。

当該下請事業者に関する追加費用については，平成１９年２月の時点で，一部の追加費用については被告の電力事業部の調達部と下請業者の間で被告が費用負担する機器，機材等及びその金

額に関する合意がなされていたが，残りの追加費用については平成１９年７月を目処に精算することが見込まれており，その費用負担につき未確定であったことから，追加費用の全体につき費用負担を具体的に確定するには更に交渉を行うことが必要であった。そして，平成１９年７月の時点で，残りの追加費用に関する合意もなされ，追加費用の全体につき金額が具体的に確定した。

平成１９年３月期決算時は，下請業者に関する追加費用につき，全体の追加費用につき費用負担を具体的に確定するための交渉がされていた段階であり，追加費用全体を確定的に算定することが困難であったため，電力事業部の管理部，そして決算を策定する財務部には下請業者に関する追加費用の情報が伝わっていない状況であった。

〔１１〕■

■についての決算訂正は，総発生原価見通しの変更を平成１９年３月期決算に遡って繰り込んだことによるが，被告は，平成１９年７月から９月にかけて行われた平成１９年度の利益計画総点検において，総発生原価見通しの変更の必要性を初めて認識したのであり，被告は連結財務諸表作成時において，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候を認識し得なかったのであり，また，合理的な理由もなく過小な総発生原価等の見積りを前提として期間損益の配分を行ったといった事情もない。

平成１９年３月期決算時点において，■に関する工事はそれほど進捗していない状況であり，■が当時認識していた平成１９年３月期決算時点における工事進捗度（平成１９年３月までの製造原価実績累計を，当初策定した実行予算における総発生原価見通しで割ったもの）は，■に過ぎなかった。

このように，平成１９年３月期決算時点において，工事進捗度が低かったことから，■は，平成１９年３月期決算において，総発生原価見通しを当初策定した実行予算どおりとして見積もり，■とした。その上で，工事損益については，工事進捗度が低く，工事の成果の見通しが不確定であったことから，実行予算を前提に工事進行基準を適用すれば，工事利益が生じることになるものの，■の現地会計監査法人である■とも協議の上，■の会計基準に基づき，平成１９年３月までの製造原価実績累計と同額の売上を立てることにより，平成１９年３月期の工事損益をゼロとして決算処理を行った。

被告は，かかる■の会計処理に依拠して，平成１９年３月期の連結決算を行った。連結財務諸表作成時においては，■から総発生原価見通しの変更を要するような事情は報告されておらず，また，■の会計監査を行っており，被告の会計監査法人である新日本監査法人もマレーシアの現地事務所に赴いて子会社監査を行ったが，■や新日本監査法人からもそのような指摘はなされなかった。

〔１２〕■

平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，種々のコストダウン（ＶＥ活動によるコストダウン，■への発注，鉄骨の歩留まりの改善，設計用役費の削減，請負金増額による利益改善）効果が見込まれていた。

以下に述べるとおり，ＶＥ活動によるコストダウン，■への発注，鉄骨の歩留まりの改善について，コストダウンの効果が見込めなくなったのは，平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情によるものである。

平成１９年３月期決算において，相生工場においてＶＥ活動を行うことにより，本件ボイラの耐圧部の製作にかかる加工費用及び材料費を削減することが見込まれていた。相生工場では，継続的にＶＥ活動に取り組んでおり，経験上達成可能なコストダウン額を見込んでいた。被告は，■に対して鉄骨を発注していたところ，平成１９年４月以降に，■の鉄骨の納期遅延，品質不良，欠品といった問題が顕在化し，混乱が発生した。工事の混乱によって，部品の組立ての順序等予定されていた手順によるボイラの据付工事ができなくなったことから，手順を変えるため，設計の変更を余儀なくされ，被告の設計担当部の作業負荷が高まった。一方，ＶＥ活動は，設計を変更してコストを削減する作業になるため，ＶＥ活動を行うには，設計変更が必要になるが，平成１９年４月以降，被告の設計担当部の作業負荷が高まっていたため，ＶＥ活動のための設計変更をする余裕がなくなった。そのため，ＶＥ活動によるコストダウン効果は見込めなくなった。

■の製造コストは，相生工場の製造コストよりも安かったことから，平成１９年３月期決算において，■への発注によるコストダウンが見込まれていた。しかし，平成１９年４月以降，■では，既に受注済みの鉄骨について，納入を間に合わせられないという問題が顕在化した。そのため，■は，鉄骨の納入遅延等の解消を優先しなければならず，追加の受注を受けられる状態ではなくなり，耐圧部の製作を■に発注することができなくなった。

平成１９年３月期決算において，カッティングプラン図を用いた発注先の指導によって，歩留まりを上げ，材料となる鋼板の量を削減することによるコストダウンが見込まれていた。歩留まりを改善するため，カッティングプラン図を検討し，鉄骨の発注先への指導を行うのは，被告の設計担当部の役割であるが，平成１９年４月以降，被告の設計担当部の作業負荷が高まっており，カッティングプラン図を検討する余裕がなくなった。そのため，鉄骨の発注先が作成したカッティングプラン図に基づいて，被告は鋼板を発注先に対して引き渡さざるを得なくなり，当初の見積りどおり歩留まりは■に留まることになった。

以下に述べるとおり，設計用役費の削減，請負金増額による利益改善について，コストダウンの効果を平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点で見込んだことには，合理的な根拠があったといえる。

被告における過去の同種の工事についての実績上，ボイラの据付工事後は設計を手直しする作業が発生するに過ぎないことが通常である。そして，設計用役費の削減は，かかる事情を前提として，被告における過去の実績に照らし，据付工事後に見込まれる設計の作業量から算出された人件費を基準として合理的に算出されたものであった。

平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，被告は発注者に対して，多数の仕様変更を提案していたことから，請負金の増額による利益を見込んだことには合理性が認められる。

〔１３〕■

被告は，■のうち据付工事の部分については，被告の子会社である石川島プラント建設株式会社（現ＩＨＩプラント建設株式会社，以下「ＩＰＣ」という。）に対して下請工事を発注することとしていた。平成１７年６月の■の実行予算作成時点では，被告は，ＩＰＣに対する発注額を■と見込んでいたが，平成１８年８月頃から，日本国内中で様々な建設工事が活況を呈しており，作業員の単価等が高騰したこと等が原因で，平成１８年１２月に行われた被告からＩＰＣに対する下請工事の発注額は■に増加することとなった（かかるＩＰＣに対する発注額の発注見込額からの増加分を以下「ＩＰＣ発注額の増加分」という。）。

ＩＰＣ発注額の増加分については，物量を削減すること，業務範囲の一部を他の下請業者に請け負わせること等によってＩＰＣに対する発注額が減額されることが見込まれていたため，平成１９年３月期決算時点においては，実際に費用として発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性をもって見積もることは不可能であった。

ボイラ建設工事は鉄骨を立てることから始まる。■で使用した■からの輸入鉄骨については，平成１８年８月頃以降，納期に重大な遅延が発生した上，当該鉄骨に不具合が多々発見され，そのため，これを補修する作業も多々必要となった。鉄骨材についてのこのような納期の遅延や不具合が発生したことにより，■の工程に混乱が生じていた。そこで，平成１８年１２月頃，被告は，ＩＰＣに対して，工程の遅れを取り戻すための追加作業を追加発注することとし，追加人員の投入，作業員の残業時間の追加，重機の追加等，工程の遅れを取り戻すためのキャッチアップ施策を実行するために必要な追加費用（以下「キャッチアップ費用」という。）が生じることが見込まれた。

キャッチアップ費用は，工程混乱により問題が生じ，追加作業や追加人員が必要となる都度に発生する費用であるため，キャッチアップ施策の途中段階であった平成１９年３月期決算時点においては，工程をキャッチアップするためにどの程度の作業・人員が必要となり，その結果，総額としてどの程度の費用が生じるかは全く不確定な状態であった。さらに，平成１９年３月期決算時点においては，かかるキャッチアップ費用の分担について，被告とＩＰＣの間で交渉が始まった段階であり，キャッチアップ費用を被告が負担すべきか，負担するとしてもどの程度負担すべきかについても全く決まっていなかった。そのため，平成１９年３月期決算時点においては，実際に費用として発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性をもって見積もることは不可能であった。

〔１４〕■

１　コストダウン効果の見直しについて

被告のエネルギー・プラント事業本部（具体的には，電力事業部プラントエンジニアリング部及び建設部）は，■について，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，費用の発生が確定していないコスト（以下「未確定コスト」という。）を削減するためのコストダウン活動（以下「本件コストダウン活動」という。）を行っていた。本件コストダウン活動によって達成されるコストとしては，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点で，それぞれ，当該時点の未確定コスト総額の■が見込まれていた。

本件コストダウン活動によって達成されるコスト削減額についての平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の各時点における見込みは，被告における過去の同種工事での実績や習熟効果などの合理的な根拠に基づいて算定されたものであった。

もっとも，本件コストダウン活動は，結果的に見れば，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の各時点における見込みどおりには達成することができなかった。その主たる原因としては，第一に，平成１９年４月以降になって，被告において，多数の工事が同時に行われる状態になり，複数の工事現場で想定以上の混乱状態が生じたため，被告全体において人員が不足していたことが挙げられ，第二に，被告の■の設計の見直し等に人員を集中的に割かざるを得ず，コストダウン活動に注力することができなかった点が挙げられる。これらの原因が発生することについては，以下に述べるとおり，被告が平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において予測することは事実上不可能であった。

第一の原因については，被告は，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の各時点において，平成１９年４月以降，複数の工事が行われることは認識していたものの，工事現場での混乱が生じることは予想できなかった。被告としては，工事のコスト管理，工程管理等を担当するプロジェクト・マネージャーの教育，増員を行い，多くの工事が同時並行的に進行することに対する対策を講じていたが，突発的に生じる工事現場での混乱まで予想することは事実上不可能であった。

第二の原因は，下請会社からの被告に対するタービンの設計図の提出が遅延したことによって生じた。かかる提出遅延は当該下請会社側の責めに帰すべき事情によって生じたのであるから，被告が予めこれを予見することは事実上不可能であった。さらに，かかる提出遅延により，■の設計の見直し等が決定的となった時期は平成１９年６月頃であったため，かかる設計の見直し等に被告の人員を集中的に割く必要があることを，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において予想することは不可能であった。

２　調達費増加の繰込み漏れについて

■においては，平成１９年３月頃の時点で，各種補機等につき，被告が平成１６年９月の実行予算策定時に想定していた仕様よりもコストのかかる仕様を発注者より要求されていた。被告調達部は，発注者との間で仕様変更を含めた各種補機等の条件等について交渉することを予定していたが，納期との兼ね合いから，ひとまず発注者の要求に合う仕様の各種補機等を各メーカーに発注した。そして，被告調達部が，平成１９年３月期決算時点において各種補機等の調達費を見

積もったところ，被告において特段の措置を講じなければ，実行予算策定時の見積りよりも■ほど増額した■となる見通しとなった（以下かかる調達費の増加分を「各種補機等の調達費の増加分」という。）。

しかし，いったん各種補機等を各メーカーに対して発注したものの，平成１９年３月期決算時点では，各種補機等の発注額は未だ確定しておらず，被告は，信頼性をもって各種補機等の調達費を見積もることができなかった。

すなわち，被告と各メーカーの間では，被告が各メーカーに発注した後に，発注額を含めた条件面の交渉が行われるのが通常であり，最初の発注の段階で最終的な発注額が決まるわけではない。例えば，■においては，当初■で発注していた電設材について，設計等の改善により，電設材の使用量を減少させることにより，発注額は最終的には■となり，■以上も減額されている（「■」と題する書面（乙１５５の１，２））。

■においても，被告は，平成１９年３月期決算時点において，被告と発注者との間でより低コストで済む仕様にすることを合意した上で，被告から各メーカーに対する発注額を減額することや，仕様とは関係なく，各メーカーと値段交渉等をすることにより発注額を減額することを予定していた。加えて，平成１９年３月期決算時点における各種補機等の調達費は，全額で■となることが見込まれていたが，このうち発注額が確定していたのは■分に過ぎず，残額の■分については未だ発注額が確定していなかったため，被告としては，未確定である各種補機等の調達費■ほどを減額することは十分可能であると考えていた。

このことに加え，各種補機等の調達費の増加分には，本来，発注者等が負担すべきものも含まれていたため，発注者等に対して求償等をすることにより，最終的には被告が費用負担せずに済むものもあると考えていた。

各種補機等の調達費の増加分については，各メーカーと交渉等をすることにより発注額を減額すること等によって各メーカーに対する発注額が減額されることが見込まれていたため，平成１９年３月期決算時点においては，実際に費用として発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性をもって見積もることは不可能であった。

〔１５〕■

■は平成１８年３月期に完成した工事であったことから，被告は，平成１８年３月期以降，■に設置していた現地事務所の閉鎖にかかる費用，下請業者に対する未払の下請代金や工事対象物の引渡しに際して発注者からクレームを受けた場合の対応にかかる費用といった，今後発生することが見込まれる費用の支払に充てるための引当金を計上していた。

平成１９年１２月に行った平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の訂正は，かかる引当金を超える追加費用（下請業者に対する追加の下請代金の支払などの費用）を，遡って平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算に計上したことによるものである。

計上すべき費用が適切に計上されているかは，疑念を差し挟むべき特段の事情のない限り，被告において現実に把握されていた情報を基準として判断すべきである。なぜなら，財務諸表の作成時に把握していなかった情報を基準とすべきであるというのは，法定開示書類の提出者である上場企業等に不可能を強いるものだからである。

以上を■について見ると，■では損失として計上すべき費用が適切に計上されていたかが問題となる。この点，被告の現地事務所で発生した■に関する引当金を超える追加費用は，現地事務所作成の経理レポートに基づいてのみ被告の環境・プラント事業部の管理部において把握できるものであった。しかし，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点においては，経理レポートの正確性に疑義が生じていたため，被告の環境・プラント事業部の管理部は，被告の現地事務所で■に関する引当金を超える追加費用が発生していることを認識することはできなかった。また，■の完成後に発生することが見込まれる費用については，平成１８年３月期決算において引当金を計上していたのであるから，被告の環境・プラント事業部の管理部が決算処理の前提とした情報について，疑念を差し挟むべき特段の事情も存在しなかった。

〔１６〕■

■についての決算訂正は，平成１９年７月から９月にかけて行われた平成１９年度の利益計画総点検において，調達部材である■の費用の一部並びに■に係る費用（合計■）が，平成１９年３月期決算時点の総発生原価見通しに織り込まれなかったことにつき，当該費用相当額を平成１９年３月期の総発生原価見通しに遡って織り込むことにしたことによる。

■の費用については，平成１９年７月から９月頃に実施された利益計画総点検の際に，総発生原価に織り込まれていなかったことがはじめて発覚したのであり，被告財務部は，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候を認識していなかった。また，被告財務部は，平成１９年３月期の財務諸表作成時に入手し得る情報に基づいて合理的に会計処理を行っていたのであって，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候を認識し得なかった。

■に係る費用が総発生原価に織り込まれなかった原因は，総発生原価を取り纏め，集計を行った電力事業部管理部の集計漏れであって，被告財務部は，平成１９年３月期決算策定時において，当該費用の増加の見込みについて認識していなかった。もっとも，■に係る総発生原価見通しを含む決算情報は，財務部に伝達された時点で発注書等の証憑と突き合わせてチェックするなど決算数値の適正を図るための措置が施された数値となっていた上，財務部においても，独自の観点からレビューを行った上で決算情報を確定していたのであり，上記費用の増加の見込みを認識することができなかったことはやむを得ないといえ，また，財務部において，当該見込みの存在について疑念を差し挟むべき特段の事情は存在しなかった。

耐火材については，平成１９年７月に初めて発注がなされたものであり，平成１９年３月期の財務諸表作成時においては，費用として実際に発生するか否か，また発生するとしてもどの程度の費用が発生するかは不確定であり，信頼性をもって見積もることは不可能であった。そのため，平成１９年３月期の財務諸表作成時において，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候が存在せず，あるいは存在したとしても認識し得なかった。

〔１７〕■

■についての決算訂正は，平成１９年３月期決算時点において見込んだコストダウン効果を見直したことによるが，本件コストダウン活動の効果が見込めなくなったのは，平成１９年４月以降に，■における混乱が顕著になり，その結果，■用の耐圧部の部品の製作について同社が追加の受注を受けられる状態ではなくなったためである。かかる事情は，平成１９年３月期決算時点より後に発生した事情であり，平成１９年３月期決算時点においては，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候は存在しないか，存在したとしても認識し得なかった。

■用の耐圧部の部品の製作に関し，被告の相生工場の製造コストは１トン当たり■であったのに対し，■の製造コストは１トン当たり■と，相生工場の製造コストよりも格段に安くなることが明らかになっていた。そこで，被告は，平成１９年３月時点において，コストダウン活動の一環として，平成１９年４月から同年１０月までの期間に必要となる■用の耐圧部の部品について，相生工場で製作することを予定していた耐圧部の部品の量を減らし，■に発注する耐圧部の部品の量を増加させることを計画した。

しかし，平成１９年４月以降，■における混乱，すなわち，同社において製作していた鉄骨の納期遅れや品質不具合に起因する混乱が顕著になった。そのため，同社において，まずは鉄骨の製作に注力し，鉄骨の納期遅れや品質不具合による同社の混乱を優先して解決する必要が生じたため，耐圧部の製造能力を前記の見込みどおりに増加することができなくなった。その結果，平成１９年３月期決算後，被告は，本件コストダウン活動の達成に必要な量の■用の耐圧部の部品を■に発注することができなくなり，本件コストダウン活動による効果を見込むこともできなくなった。

〔１８〕■

工事の見積り総原価が請負金額を超える可能性が高く，かつ，その金額を合理的に見積もることができる場合には，重要性の乏しいものでない限り，引当金繰入額を連結損益計算書に計上しなければならない。しかし，上記の要件に該当しない場合には，引当金繰入額を連結損益計算書に計上しないという会計処理は，一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に反するものであるとはいえない。

■については，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，本件請負金額を超過総発生原価見込額と同程度増額できる可能性が高いとの被告の判断に合理性が認められるのであれば，引当金繰入額を連結損益計算書に計上しなかったことは，一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従ったものであるといえる。

この点，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点において，被告が，本件請負金額を超過総発生原価見込額と同程度増額できる可能性が高いと判断したことについては，以下の理由から，合理性が認められる。

まず，暫定請負金額は，平成１８年３月末日までに暫定的にでも本件請負金額を決定するという必要性に基づいて，暫定的なものであるとの共通理解を確認した上で決定されたものであり，もともと増額に向けた交渉が行われることが予定されたものであった。また，暫定請負金額を決定するのと同時に，被告から本件元請会社に対して，今後の請負金増額の交渉の対象となる超過総発生原価見込額の内容をまとめた本件見積書（乙１６９）が提出されており，具体的に請負金増額の対象となる金額も明確にされていた。

そして，何より重要なことは，本件見積書（乙１６９）を本件元請会社が受領し特段の異議を述べていなかったこと，また，元請金額の増額に関する見積書についても，同様に，本件発注者が受領し特段の異議を述べていなかったことである。これは，それぞれの見積書に基づく請負金増額の請求について，真摯に検討する姿勢の表れであり，被告が本件見積書（乙１６９）を本件元請会社に提出した時点で，請負金増額の達成可能性が十分にあると判断したことには合理性が認められる。

そして，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の策定時においても，本件発注者は，引続き，元請金額の増額に関する見積書を検討しており，本件元請会社も，本件発注者が応じる限り，本件請負金額の増額に応じる旨約束していた。

被告は，以上のような事情を総合的に勘案し，超過総発生原価見込額分について，請負金増額が可能であると判断したのであり，被告が，請負金増額が可能であると判断したことには合理性が認められる。

〔１９〕■

■についての決算訂正は，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点においてそれぞれ見込んだコストダウン効果を見直したことによる。

被告は，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点においては，以下の根拠に基づき，未確定コストの総額の■を削減するという本件コストダウン活動の目標は，達成できる可能性が高いものであると判断した。

第一の根拠は，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点の各時点においては，工事が未だほとんど進捗していなかったこともあって，その後に設計自体を見直す機会も残されていたし，また，未だ発注すらしていない調達品も多く存在しており，客観的にも，ボイラ建設に使用する鋼材等の物量や調達費の削減によるコストダウンの余地が広く残されていたことである。第二の根拠は，被告が過去に行った，■と同じ構造及び原理を有する汎用型のボイラ工事（具体的には，■におけるコストダウン達成見込みとの比較である。第三の根拠は，■と同種のボイラ工事に基づく習熟効果（過去に同種の工事を行ったことがあれば，その経験に基づき，より効率的に，低コストで工事を行うことができることをいう。）である。

本件コストダウン活動が見込みどおりに達成できなかったのは，〔１〕多数の工事が同時進行したことによる工程の混乱及び〔２〕外注品の品質不良・納期遅延という事象に起因する。

まず，〔１〕多数の工事が同時進行したことによる工程の混乱の点については，被告は，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の各時点において，平成１９年４月以降，複数

の工事が行われることになること自体は認識していたものの，工事現場での混乱が生じることまでは予見できなかった。被告としては，工事のコスト管理，工程管理等を担当するプロジェクト・マネージャーの教育，増員を行い，多くの工事が同時並行的に進行することに対する対策を講じていたが，かかる対策は，突発的に生じる工事現場での混乱についてまで対処できるものではなかった。また，〔２〕外注品の品質不良・納期遅延については，いずれも平成１９年５月以降に発覚した事情であり，かつ，外注先の責めに帰すべき事情によって生じたのであるから，平成１８年９月中間期決算及び平成１９年３月期決算の各時点において，被告が，これに起因して本件コストダウン活動が所期の見込みどおりには達成できなくなることを予見することは事実上不可能であった。

したがって，平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点においては，総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候は存在していなかったといえるし，仮に存在したと評価されるとしてもこれを認識し得なかった。

〔２０〕■

■に関する被告の決算訂正は，被告がその完全子会社である石川島プラント建設株式会社（現ＩＨＩプラント建設株式会社，以下「ＩＰＣ」という。）に対して発注をしていた下請工事（以下「本件据付工事」という。）の追加工事部分（以下「本件追加工事」という。）の代金（以下「本件追加下請代金」という。）相当額を訂正するものであった。

一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行は，財務諸表作成者に不可能や不合理を強いるものではない。費用認識に関しても，当該会計処理がなされた時点で合理的に入手可能な情報に基づいてこれを行えば足りると当然に考えられるのであって，客観的には費用が発生していた場合であっても，財務諸表作成者がこれを認識し得なかったときには，かかる費用を認識しなかったとしても，当該会計処理は不適正であるとはいえない。

平成１８年９月中間期決算時点及び平成１９年３月期決算時点においては，被告は，ＩＰＣから本件追加工事が工事内容に含まれることが具体的に記載された見積書等の交付を何ら受けておらず，また，被告とＩＰＣとの間で本件追加下請代金の支払の要否に関する協議すら未だ全く行われていなかった。

したがって，上記の客観的な状況に鑑みれば，被告にとっては，平成１８年９月中間決算時点及び平成１９年３月期決算時点において本件追加下請代金相当額の工事原価の発生を認識することは全く不可能であったと合理的に評価できるのであるから，本件追加下請代金相当額の工事原価の発生を認識していなかった本件決算訂正前の被告における会計処理が不適正であったとはいえない。

〔２１〕■

■に関する被告の過年度決算訂正は，工事進行基準が採用されていた工事のすべてを対象として平成１９年１２月まで実施された被告社内調査委員会における過年度決算訂正の要否の検討（本社内調査）の過程で，同工事の調達部材である触媒に係る費用の一部（本触媒費用。合計■）が，平成１９年３月期に係る訂正前の総発生原価見通し（本総発生原価見通し）に織り込まれていなかったことが判明したため，本触媒費用相当額を平成１９年３月期の総発生原価見通しに遡って織り込むことにしたことによる。

本触媒費用は，本社内調査の過程で，本総発生原価見通しに織り込まれていなかったことが初めて発覚したのであり，財務部は，平成１９年３月期決算時点において，本総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候を認識していなかった。

本触媒費用が本総発生原価見通しに織り込まれなかった原因は，本総発生原価見通しを取り纏め，集計を行った被告電力事業部管理部の集計漏れであって，被告財務部は，平成１９年３月期決算策定時においては，本触媒費用の発生の見込みについて認識していなかった。

もっとも，本総発生原価見通しを含む決算情報は，財務部に伝達された時点で，中間原価資料（電力事業部管理部において総発生原価見通しの管理を目的として作成した資料）等と突き合わせて検証するなど決算数値の適正を図るための措置が施された状態となっていた上，財務部においても，独自の観点からレビューを行った上で当該決算情報を確定したのであるから，平成１９年３月期決算時点において本触媒費用の発生の見込みを認識することができなかったことは，やむを得ないといえる。また，平成１９年３月期決算時点においては，本触媒費用が発生する可能性が存しないことについて，財務部において疑念を差し挟むべき特段の事情も存在しなかった。したがって，財務部は，平成１９年３月期の財務諸表作成時に入手し得る情報に基づいて合理的に会計処理を行っていたのであって，本総発生原価見通しが過小であったことを示す具体的な兆候を認識し得なかった。

以上

（別紙）被告作成原告損害目録　Ａ類型
（別紙）被告作成原告損害目録　Ｂ類型
（別紙）公表日（平成１９年９月２８日）前後一月間の株価（終値）
（別紙）株価グラフ

Copyright (C) 1999 TKC Corporation All Rights Reserved.
LEX／DBインターネットに関する知的所有権その他一切の権利は株式会社TKCおよび情報提供者に帰属します。

更したことが認められる（乙二）。

(ｳ) 以上の検討によれば、原告の上記主張は採用することができない。

ウ 取消事由三・四について

原告は、本件の需要者は取引者及び服飾事情に通じた者に限られるから混同が生じない（取消事由三）、需要者が服飾事情に通じない者であっても、そのような者はもともと被告のバックポケットの形状ないし引用商標一に馴染みはないから、混同を生ずるおそれはない（取消事由四）と主張する。

しかし、本件で想定される取引者ないし需要者及びその注意力を基準とした場合に被告商品等と混同を生ずるおそれがあることについては上記(3)で認定したとおりである。原告の上記主張は採用することができない。

エ 取消事由五について

(ｱ) 原告は、原告商品に使用される本件商標は、「カモメステッチ」ないし「シーガルステッチ」と呼ばれており、引用商標一の「アーキュエットステッチ」とは別異のものとされているから混同は生じないと主張し、それに沿う証拠として甲一五三～一五九を提出する。「シーガル（seagull）」は、英語で「海カモメ、カモメ」を意味する（竹林滋編著代表「新英和大辞典」二〇〇二年三月第六版第一刷発行、二二六頁、甲一六〇）ところ、甲一五三～一五九のウェブサイトを印刷したものの内容は、以下のとおりである。

・ 甲一五三（http://denim-mhp.pinkoseek.co.jp/ss0512bc-01.html、平成二一年一月八日のもの）には、本件商標と類似するジーンズのバックポケットの写真とともに、「サムライジーンズ初のステッチ入りモデル。カモメに形状が似ているからカモメステッチとかシーガルステッチと呼ばれています。…」と記載されている。

・ 甲一五四（http://ji-e-a-n-s.net/cgi-bin/item/Al/al-128.html、平成二一年一月八日のもの）には、「ポケットはカモメステッチ（シーガルステッチ）を施しています！…」と記載されている。

・ 甲一五五（http://www.kaizoku-pirates.com/SHOP/5634XX-Al.html、平成二一年一月八日のもの）には、「ポケットにはカモメステッチ。」と記載されている。

・ 甲一五六（http://item.rakuten.co.jp/moveclothing/j203/、平成二一年一月一九日のもの）には、「細身のブーツカット…バックポケットには影武者ステッチ！…ステッチ跡が影となり、カモメステッチの形が浮き彫りとなって残る。…サムライジーンズのこだわりです！」と記載されている。

・ 甲一五七（http://auction.jp.msn.com/item/j103131651、平成二一年一月八日のもの）には、「…ヒップポケットにはサムライカモメステッチ型にペンキプリントを施した。…」と記載されている。

・ 甲一五八（http://hatlog.jugem.jp/?eid=330、平成二一年一月八日のもの）には、「…世にも珍しい鮮しカモメステッチ（バックポケット内にカモメステッチ型の刺繍を入れたスレーキを張り、ジーンズの経年による色落ち・アタリで、飾りステッチを表現する独自のポケット仕様）仕様のポケットなど、…」と記載されている。

・ 甲一五九（http://www.amebon.com/tiendetail.php?id=VSJ10008、平成二一年一月八日のもの）には、「◆ヒップポケット サムライカモメステッチ型ペンキプリント」と記載されている。

(ｲ) しかし、一九九八年から二〇〇八年までの「ジーンズ白書」ないし「カジュアル白書」（乙一五～一二五）の売上げランキング（二〇〇八年は二九位まで）には、原告商品は入っておらず、一般消費者の間で原告ジーンズのステッチが「カモメステッチ」ないし「シーガルステッチ」と称されているとまで認めるべき証拠もない。さらに、上記のとおり甲一五三によれば最近のウエブサイト（上記のとおり平成二一年一月八日印刷のもの）に「サムライジーンズ初のステッチ入りモデル。」とされ、甲一五七・一五九のバックポケットの中央部のステッチも、ポケットの外周をかなりはみだして左右に延びており、本件商標ともかなり異なる印象のものとなっている。

以上によれば、原告のジーンズのステッチが「カモメステッチ」ないし「シーガルステッチ」と称される場合があることから被告のジーンズのステッチと区別しうるものとは認められない。

また、本件商標と引用商標一又は被告バックポケットの具体的形状が近似することについては、上記(3)で認定したとおりである。原告の上記主張は採用することができない。

オ 取消事由六について

原告は、審決が、近似するとする形状は多数存在する（群生する）ことを主張して混同を生ずるおそれがないことを主張したにもかかわらず、混同を生ずるかどうかは個別具体的に判断されるものであるとして被請求人である原告の主張を斥けたのは誤りであると主張する。

しかし、本件商標につき、被告の商品等と混同を生ずるおそれがあることについては上記(3)で認定したとおりであるから、被請求人である原告の上記主張を斥けた審決の判断に誤りはない。原告の上記主張は採用することができない。

(ｳ) 以上のとおりであるから、原告主張の取消事由はいずれも理由がない。

よって、原告の請求を棄却することとして、主文のとおり判決する。

（裁判長裁判官 中野哲弘 裁判官 今井弘晃 真辺朋子）

別添 審決写し《略》

商事

◎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され、株主が損害を被ったことにつき、会社の代表者に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ないとされた事例

（損害賠償請求事件、最高裁平二〇(受)一一六〇、二号、平21・7・9一小法廷判決、破棄自判、裁判集民事登載予定）

（一審東京地裁平一八(ワ)一二八二〇号・平19・11・26判決、二審東京高裁平二〇(ネ)二八〇号・平20・6・19判決）

一 本件は、ソフトウェア開発及び販売等を業とするY社（東証二部上場）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、Y社の有価証券報告書に不実の記載がされていたところ、その後不正行為が発覚し、Y社が同事実を公表した結果、Y社の株価が下落したことについて、公表の数か月前にY社の株式を購入したXが、Y社の代表者Aに従業員らの不正行為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などと主張して、Y社に対し、会社法三五〇条に基づく損害賠償請求をした事案である。

二 本件の事実経緯の概要は以下のとおりである。

1 Y社の事業はソフトウェア事業とパッケージ事業に大別され、大学向け事務ソフト等の開発販売を行うパッケージ事業本部の下にGAKUEN事業部が設置されていた。

2 GAKUEN事業部には、事業部長が部長を兼務する営業部のほか、注文書等の形式面の確認を担当するBM課、事務ソフトの稼働の確認を担当するCR部が設置されていて、事務手続等の概要は、①GAKUEN事業部の営業担当者が顧客（以下「販売会社」という。）から受領した注文書をBM課に送付し、BM課は検収依頼書を作成した上、営業担当者を通じて販売会社に検収を依頼する、②CR部担当者が、販売会社の担当者と共に、大学等に納品された事務ソフトの検収を行う、③BM課は、販売会社から検収書を受領した上、財務部に売上報告をし、財務部が注文書及び検収書を確認して売上げとして計上するというものであった。

3 GAKUEN事業部長兼営業部長に就任したBは、業績を挙げるため、平成二一年九月以降、営業社員らに対し、後日正規の注文が獲得できる可能性の高い取引案件について、正式な注文がない段階で注文書を偽造するなどして実際に注文があったかのように装い、売上げとして架空計上する扱い（以下「本件不正行為」という。）をするよう指示した。

4 営業社員らは、偽造印を用いて販売会社名義の注文書を偽造してBM課へ送付し、BM課から受領した検収依頼書を販売会社に交付することなく、検収済みとされたように検収書を偽造した上でBM課に返送した。BM課では、偽造に気付かず財務部に売上げの報告をし、財務部は、偽造された注文書及び検収書に基づき売上げを計上していた。毎年九月に財務部が、毎年三月にY社と監査契約を締結していた監査法人が、それぞれ販売会社宛に売掛金残高確認書の用紙を郵送して確認を求めていたが、営業社員らは、販売会社の担当者に対し、送付ミスであるから開封せずに持っていてほしいなどと申し向け、同用紙を販売会社から回収した上、金額等を記入し、販売会社の偽造印を押捺するなどして、偽造した売掛金残高確認書を財務部又は監査法人に返送していた。

5 財務部は、売掛金債権の存在について特に疑念を抱かず、監査法人も、Y社の財務諸表等につき適正意見を表明していた。

6 平成一六年一二月ころ、本件不正行為が発覚し、Y社は、同事実を公表した上、同一七年三月期の業績予想を修正するなどした。東証は、同年二月一〇日、上場廃止基準に抵触するおそれがあるとして、Y社の株式を監理ポストに割り当てた。これらの事実が報道された後、Y社の株式は大幅に下落した。

三 一審（本誌一九九八・一四一）、二審ともに、本件不正行為当時、事業部長らが企図すれば容易に本件不正行為を行い得るリスクが内在していたのに、Y社の代表取締役Aは、組織体制や事務手続を改変するなどの対策を講じなかったものであり、Aには各部門の適切なリスク管理体制を構築すべき義務を怠った過失があるなどと判断し、会社法三五〇条（平成一七年法律第八七号による改正前の商法二六一条三項、七八条二項が準用する平成一八年法律第五〇号による改正前の民法四四条二項と同趣旨の規定）に基づくY社の責任を認めた。

四 Y社の上告受理申立てに対し、本判決は、Y社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得る程度の管理体制は整えていたこと、本件不正行為は、事業部長らが共謀して行った、通常容易に想定し難い巧妙な方法によるものであったこと、財務部としては売掛金債権に疑念を抱くべ

き事情がなく、監査法人もY社の財務諸表につき適正意見を表明していたことなどの事情の下では、Y社の代表取締役Aに事業部長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はいえないと判断して、原判決中、Y社敗訴部分を破棄し、Xの請求を棄却する旨の判決をした。

五1　本件では、従業員らによる架空の売上げ計上の結果、有価証券報告書に不実の記載がされているが、いわゆる粉飾決算の事例とは異なり、取締役が会社の業績を良く見せるなどのため故意に有価証券報告書に不実記載をしたとか、取締役において有価証券報告書の不実記載を看過したこと自体について過失（相当の注意を用いれば有価証券報告書に記載された売上額等が事実と異なることを知り得たはずであるのにこれを見落としたこと）が問題とされたものではない。

本件で問題となったのは、代表取締役において、従業員による不正行為を防止するための適切なリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失があったか否かである。取締役につき右のようなリスク管理体制構築義務違反の有無が争われた事案としては、①大和銀行ニューヨーク支店で従業員の無断取引等により巨額の損失が発生した事件に関し、取締役らに対する株主代表訴訟において、担当取締役らに内部統制システム構築に関する善管注意義務、忠実義務違反を認めた大阪地判平12・9・20本誌一七二一・三、②雪印食品牛肉偽装事件に関し、当時の取締役らに対する株主代表訴訟において、当該取締役らの監視義務違反等を否定した東京地判平17・2・10本誌一八八七・一三五、③雪印牛乳食中毒事件に関し、会社が解散し、解雇された従業員から代表取締役に対する平成一七年法律第八七号による改正前の商法二六六ノ三に基づく損害賠償請求において、当該取締役の重過失による任務懈怠を認めた名古屋高金沢支判平17・5・18本誌一八九八・一三〇、④ダスキン肉まん事件に関し、取締役らに対する株主代表訴訟において、当該取締役らに未認可添加物が混入しないようなリスク管理体制を構築すべき義務の違反がないとした大阪高判平18・6・9本誌一九七九・一一五（ただし、同事実を公表すべき義務の違反があるとして任務懈怠を認めた）等がある。本判決は、事業部長をはじめとする複数の従業員らが共謀して通常の想定の範囲を超えるような巧妙な偽装工作を行っていたという本件の特殊性を考慮して、Y社の代表取締役にリスク管理体制構築義務違反があったとはいえないと判断したものと考えられる。

2　もっとも、取締役に任務懈怠が認められる場合でも、それが直ちに第三者との関係で不法行為法上の過失を構成するわけではない。いわゆる粉飾決算や欠陥商品の販売のように当該不正行為が直接第三者の権利等を侵害するような場合と異なり、従業員による架空売上げの計上や無断取引、横領等の不正行為を防止するための管理体制を構築すべき義務は、取締役の会社に対する善管注意義務の内容を構成するものというべきはできても、当該義務の違反（任務懈怠）が直接会社以外の第三者に対する関係で不法行為を構成するか否かについては議論の余地があるところと考えられる。しかし、本判決は、そもそもY社の代表取締役にXが過失として主張するようなリスク管理体制構築義務違反があるとはいえないと判断したため、右の点については特に判示しなかったものと解される。

3　なお、平成一六年の金融商品取引法改正（平成一六年法律第九七号）により、有価証券報告書に重要な事項につき虚偽の記載があった場合等における有価証券を取得した者に対する発行者の損害賠償責任に関する規定が新設された（金融商品取引法二四条の四が準用する二一条の二）。同条に規定する発行者の責任は無過失責任とされているから、同条に基づく請求であれば代表者の過失の有無を論ずる必要はないが、同条は、右改正法施行日（平成一六年一二月一日）より前に提出された有価証券報告書には適用されないため（改正附則五条）、本件には同条の適用がなかったものである。

六　本判決は、事例判断ではあるが、株式会社の代表取締役が負うべき従業員らの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

《参照条文》会社法三五〇条
《当事者》上告人　乙山株式会社
同代表者代表取締役　丙川松夫
同訴訟代理人弁護士　上甲悌二
同　清水良寛
同訴訟復代理人弁護士　髙島志郎
被上告人　甲野太郎

【主文】原判決を破棄し、第一審判決中上告人敗訴部分を取り消す。

前項の部分につき、被上告人の請求を棄却する。

訴訟の総費用は被上告人の負担とする。

【理由】上告代理人上甲悌二、同清水良寛の上告受理申立て理由第三ないし第七について

一　本件は、上告人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上、有価証券報告書に不実の記載がされ、その後同事実が公表されて上告人の株価が下落したことについて、公表前に上告人の株式を取得した被上告人が、上告人の代表取締役に従業員らの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などと主張して、上告人に対し、会社法三五〇条に基づき損害賠償を請求する事案である。被上告人は、商法（平成一七年法律第八七号による改正前のもの）二六一条三項、七八条二項が準用する民法（平成一八年法律第五〇号による改正前のもの）四四条一項に基づく請求をするが、会社法の制定により、同法にこれと同内容の規定である三五〇条が設けられ、同法の施行前に生じた事項にも適用されるものとされた（会社法附則二項）ので、同法施行後は同法三五〇条に基づく請求をするものと解される。

二　原審の適法に確定した事実関係の概要は、次のとおりである。

(1)　上告人は、ソフトウェアの開発及び販売等を業とする株式会社であり、平成一五年二月に東京証券取引所（以下「東証」という。）第二部に上場した。丙川松夫は、上告人設立以降現在まで上告人の代表取締役の地位にある。

(2)　被上告人は、平成一六年九月一三日及び翌一四日、証券会社を通じて上告人の株式を取得した者である。

(3)　上告人の事業は、注文に応じてソフトウェアの受託開発等を行うソフトウェア事業と大学向けの事務ソフト等の既製品を開発し販売するパッケージ事業に大別され、パッケージ事業本部にはGAKUEN事業部が設置されている。

(4)　丁原竹夫は、平成一二年四月に上告人のGAKUEN事業部の部長に就任した。当時、GAKUEN事業部には、丁原が部長を兼務する営業部のほか、注文書や検収書の形式面の確認を担当するBM課（ビジネスマネージメント課）及び事務ソフトの稼働の確認を担当するCR部（カスタマーリレーション部）が設置されていた。また、当時の上告人の職務分掌規定によれば、財務部の分掌業務は、資金の調達と運用・管理、債権債務の管理等とされ、GAKUEN事業部の分掌業務は、営業活動、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。）等とされていた。

(5)　上告人のパッケージ事業は、上告人が、顧客である日本アイ・ピー・エム株式会社ほか一社（以下、二社を単に「販売会社」という。）に事務ソフト等の製品を販売し、販売会社がエンドユーザーである大学等に更にこれを販売するというものである。平成一二年当時のパッケージ事業における事務手続（以下「本件事務手続」という。）の流れは、以下のとおりであった。

ア　GAKUEN事業部の営業担当者が販売会社と交渉し、合意に至ると販売会社が注文書を営業担当者に交付する。営業担当者は、注文書をBM課に送付し、同課は受注処理を行った上、営業担当者を通じて販売会社に検収を依頼する。

イ　CR部の担当者が、販売会社の担当者及びエンドユーザーである大学の関係者と共に、納品された事務ソフトの検収を行う。

ウ　BM課は、販売会社から検収書を受領した上、売上処理を行い、上告人の財務部に売上報告をする。財務部は、BM課から受領した注文書、検収書等を確認し、これを売上げとして計上する。

(6)　丁原は、高い業績を達成し続けて自らの立場を維持するため、平成一二年九月以降、GAKUEN事業部の営業担当者である部下数名（以下「営業社員ら」という。）に対し、後日正規の注文が獲得できる可能性の高い取引案件について、正式な注文がない段階で注文書を偽造するなどして実際に注文があったかのように装い、売上げとして架空計上する扱い（以下「本件不正行為」という。）をするよう指示した。丁原の指示を受けて行われた本件不正行為の手法は、次のとおりであった。

ア　営業社員らは、偽造印を用いて販売会社名義の注文書を偽造し、BM課に送付した。

イ　BM課では、偽造に気付かず受注処理を行って検収依頼書を作成し、営業社員らに交付した。しかし、検収依頼書は販売会社に渡ることはなく、営業社員らによって検収済みとされたように偽造され、BM課に返送された。実際には大学に対して製品は納品されておらず、CR部担当者によるシステムの稼働の確認もされていなかったが、丁原及び営業社員ら（以下「丁原ら」という。）は、納品及び稼働確認がされているかのような資料を作成した。

ウ　BM課では、検収書の偽造に気付かず売上処理を行い、財務部に売上げの報告をした。財務部は、偽造された注文書及び検収書に基づき売上げを計上した。

エ　財務部は、毎年九月の中間期末時点で、売掛金残高確認書の用紙を販売会社に郵送し、確認の上返送するよう求めていた。また、毎年三月の期末時点には、上告人との間で監査契約を締結していた監査法人も、売掛金残高確認書の用紙を販売会社に郵送し、確認の上返送するよう求めていた。ところが、営業社員らは、丁原の指示を受けて、販売会社の担当者に対し、上告人等から封書が郵送される可能性があるが、送付ミスであるから引き取りにいくまで開封せずに持っていてほしいなどと申し向け、これを販売会社から回収した上、用紙に金額等を記入し、販売会社の偽造印を押捺するなどして販売会社が売掛金の残高を確認したかのように偽装し、財務部及び監査法人は、偽造された売掛金残高確認書において上告人の売掛金額と販売会社の買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。

(7)　丁原らは、当初は契約に至る可能性が高い案件のみを本件不正行為の対象としていたが、次第に可能性が低い案件についても手を付けざるを得なくなり、売掛金の滞留残高は増大していった。

(8)　財務部は、回収予定日を過ぎた債権につき、GAKUEN事業部から売掛金滞留残高報告書を提出させていたが、丁原らは、回収遅延の理由として、大学においてシステム全体の稼働が延期されたことや、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が期末に集中する傾向が強いことなどを挙げていた。財務部は、これらの理由が合理的であると考え、また、販売会社との間で過去に紛争が

報告し、反した過失があり、その結果被上告人が損害を被ったなどと主張して、上告人に対し、会社法三五〇条に基づき損害賠償を請求する事案である。被上告人は、商法（平成一七年法律第八七号による改正前のもの）二六一条三項、七八条二項が準用する民法（平成一八年法律第五〇号による改正前のもの）四四条一項に基づく請求をするが、会社法の制定により、同法にこれと同内容の規定である三五〇条が設けられ、同法の施行前に生じた事項にも適用されるものとされた（会社法附則二項）ので、同法施行後は同法三五〇条に基づく請求をするものと解される。

二　原審の適法に確定した事実関係の概要は、次のとおりである。

(1)　上告人は、ソフトウェアの開発及び販売等を業とする株式会社であり、平成一五年二月に東京証券取引所（以下「東証」という。）第二部に上場した。西川松夫は、上告人設立以降現在まで上告人の代表取締役の地位にある。

(2)　被上告人は、平成一六年九月一三日及び翌一四日、証券会社を通じて上告人の株式を取得した者である。

(3)　上告人の事業は、注文に応じてソフトウェアの受託開発等を行うソフトウェア事業と大学向けの事務ソフト等の既製品を開発し販売するパッケージ事業に大別され、パッケージ事業本部にはGAKUEN事業部が設置されている。

(4)　丁原竹夫は、平成一二年四月に上告人のGAKUEN事業部の部長に就任した。当時、GAKUEN事業部には、丁原

生じたことがなく、売掛金残高確認書も受領していると認識していたことから、売掛金債権の存在について特に疑念を抱かず、直接販売会社に照会等をすることはしなかった。また、監査法人も、平成一六年三月期までの上告人の財務諸表等につき適正であるとの意見を表明していた。

(9)　上告人は、監査法人から売掛金残高の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、代表取締役である丙川が販売会社と売掛金残高について話をしたところ、双方の認識に相違があることが明らかになり、平成一六年一二月ころ、本件不正行為が発覚した。

(10)　上告人は、平成一七年二月三日付けで丁原を懲戒解雇処分とし、その後刑事告発した。丁原は、有印私文書偽造・同行使の罪で起訴され、有罪判決を受けた。

(11)　上告人は、平成一七年二月一〇日、複数年度にわたり丁原らによる本件不正行為が行われていたこと、それにより同一六年九月ころまでの上告人のパッケージ事業の売上高に影響が生ずること、そのためパッケージ事業については多額の損失計上を余儀なくされるが、上告人グループの売上高の約八〇%を占めるソフトウェア事業については影響はないことなどを公表し、同一七年三月期の業績予想を修正した。東証は、上告人から過去の有価証券報告書を訂正する旨の報告を受け、同年二月一〇日、上場廃止基準（財務諸表に虚偽記載があること）に抵触するおそれがあるとして、上告人の株式を監理ポストに割り当てることとした。これらの事実が新聞報道された後、上告人の株価は大幅に下落した。

三　原審は、次のとおり判断して、被上告人の請求を一部認容すべきものとした。

(1)　本件不正行為当時、GAKUEN事業部は幅広い業務を分掌し、BM課及びCR部が同事業部に直属しているなど、上告人の組織体制及び本件事務手続には丁原らが企図すれば容易に本件不正行為を行い得るリスクが内在していたにもかかわらず、上告人の代表取締役である丙川は、上記リスクが現実化する可能性を予見せず、組織体制や本件事務手続を改変するなどの対策を講じなかった。また、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もので、このことは、丙川が財務部によるリスク管理体制を機能させていなかったことを意味する。したがって、丙川には、上告人の代表取締役として適切なリスク管理体制を構築すべき義務を怠った過失がある。

(2)　上告人の代表取締役である丙川の上記過失による不法行為は、上告人の職務を行うについてされたものであるから、上告人は、会社法三五〇条に基づき、被上告人に生じた損害を賠償する責任を負う。

四　しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

前記事実関係によれば、本件不正行為当時、上告人は、①職務分掌規定等を定めて事業部門と財務部門を分離し、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課及びソフトの稼働確認を担当するCR部を設置し、それらのチェックを経て財務部に売上報告がされる体制を整え、③監査法人との間で監査契約を締結し、当該監査法人及び上告人の財務部が、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としていたというのであるから、上告人は、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得る程度の管理体制は整えていたものということができる。そして、本件不正行為は、GAKUEN事業部の部長がその部下であるBM課の担当者を欺いて財務部に架空の売上報告をさせたというものであり、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確認書の用紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押捺した同用紙を監査法人又は財務部に送付し、見掛け上は上告人の売掛金額と販売会社の買掛金額が一致するように巧妙に偽装するという、通常容易に想定し難い方法によるものであったということができる。

また、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、上告人の代表取締役である丙川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な事情も見当たらない。

さらに、前記事実関係によれば、売掛金債権の回収遅延につき丁原らが挙げていた理由は合理的なもので、販売会社との間で過去に紛争が生じたことがなく、監査法人も上告人の財務諸表につき適正であるとの意見を表明していたというのであるから、それらのチェックを経て財務部に売上報告がされた体制を整え、③監査法人及び上告人の財務部が、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としていたというのであるから、上告人は、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得る程度の管理体制は整えていたものということができる。そして、本件不正行為は、GAKUEN事業部の部長がその部下であるBM課の担当者を欺いて財務部に架空の売上報告をさせたというものであり、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確認書の用紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押捺した同用紙を監査法人又は財務部に送付し、見掛け上は上告人の売掛金額と販売会社の買掛金額が一致するように巧妙に偽装するという、通常容易に想定し難い方法によるものであったということができる。

また、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、上告人の代表取締役である丙川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な事情も見当たらない。

さらに、前記事実関係によれば、売掛金債権の回収遅延につき丁原らが挙げていた理由は合理的なもので、販売会社との間で過去に紛争が生じたことがなく、監査法人も上告人の財務諸表につき適正であるとの意見を表明していたというのであるから、それらのチェックを経て財務部に売上報告がされた体制を整え、③監査法人及び上告人の財務部が、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としていたというのであるから、上告人は、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得る程度の管理体制は整えていたものということができる。そして、本件不正行為は、GAKUEN事業部の部長がその部下であるBM課の担当者を欺いて財務部に架空の売上報告をさせたというものであり、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確認書の用紙を未開封のまま回収し、金額を記入して偽造印を押捺した同用紙を監査法人又は財務部に送付し、見掛け上は上告人の売掛金額と販売会社の買掛金額が一致するように巧妙に偽装するという、通常容易に想定し難い方法によるものであったということができる。

また、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、上告人の代表取締役である丙川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な事情も見当たらない。

さらに、前記事実関係によれば、売掛金債権の回収遅延につき丁原らが挙げていた

労働

団体交渉の議題を一括して取り上げるという連名方式による団体交渉を拒否しているのに、使用者が連名方式による団体交渉に固執して実質的な交渉に入れなかった場合には、使用者が当該組合支部との間の団体交渉を実質的に拒否したものと評価できるとされた事例

（不当労働行為救済命令取消請求事件、東京地裁平一九(ウ)五一四号、平21・6・25民一九部判決、一部取消し、一部棄却）

一　中央労働委員会は、X労、X労、Zからの平成一五年一月六日付け団体交渉申入れにおける団体交渉議題のうち、Xの東京支店に係る組織再編に関する事項について、同申入れから平成一六年一月二六日までの間、X労の提案する団体交渉の方式に固執して、Zとの団体交渉に実質的に応じなかったことは、労働組合法七条二号に該当する不当労働行為であるとして、Xに対して、Zに対し、中央労働委員会において右のとおり認定されたこと、今後このような行為を繰り返さないようにするとの趣旨を記載した文書を交付するよう命じた。

本件は、Xが、前記中央労働委員会の命令を不服として、その取消しを求めた事案であり、①団体交渉申入事項のうち東京支店に係る組織再編に関する事項は義務的団体交渉事項か、②Zがその申し入れた連名方式による団体交渉に応じないことは、Xが同事項について団体交渉を拒否することの正当な理由となるかが争われた。

二(1)　本判決判示事項に関係する事実関係は、以下のとおりである。

X労の組織再編に伴い、複数の株式会社が設立され、各会社が業務を分担することとなったが、従業員に対する告知文書等で、組織再編に伴う業務の分担、従業員が所属することになる会社等につき一定の説明がされたものの、従業員が組織再編後に雇用関係に関して不交付を受けた各種書類には、作成名義人会社が異なるものがあった。登記された法人Z（組合東京支部）は、X労に対し、東京支店における労働条件等の決定権限はZの会社にあるのか、従業員の身分は出向か派遣か等を明らかにするよう求める団体交渉申入れをしたが、X労が、組合本部及び組合各支部が提示した団体交渉の議題を一括して取り上げるという連名方式による団体交渉を申し入れたため、X労とZとの間の団体交渉は、Z限りの団体交渉なのか連名方式による団体交渉なのかをめぐり、具体的な交渉に入らないまま終了した。

(2)　本判決は、争点①につき、Zによる団体交渉申入れの交渉事項は、Xの組織再編に伴う東京支店における組織再編に関する事項を内容とするものであり、組織再編後の同支店の従業員の労働条件その他の待遇や人事に関する事項として、Z労とX労との間の義務的団体交渉事項であるとした上で、組合支部のような単位労働組合の下部組織についても、当該組合支部限りの交渉事項に当たるものについては、組合本部の統制に服するものの、独自に団体交渉を行う権限があると解され、右団体交渉事項は、Z限りの交渉事項であり、組合本部がZの団体交渉権限に制約を加えていたとは考え難いとして、Zは右団体交渉事項につき団体交渉権限を有していないとのX労の主張を排斥した。

(3)　本判決は、争点②につき、X労は、Z限りの交渉事項について、個別の団体交渉に応じる義務があるとこ ろ、Zが組合本部及び組合各支部の提示する団体交渉事項を一括して取り上げるという連名方式を拒否することを明らかにしていたのに、なおX労において連名方式による団体交渉を提案して実質的な交渉に入ることができなかったことにつき、X労が連名方式による団体交渉を行うことに固執して団体交渉をZ以外の組合本部及び組合各支部からZの申し入れた交渉事項と重複する交渉事

上告代理人上田悌二、同清水良寛の上告受理申立て理由《略》

資料６

○損害賠償請求事件

（平成２２年（受）第７５５～７５９号 一部破棄自判
同24年３月13日第三小法廷判決 一 部 棄 却）

【上 告 人】 被控訴人
控 訴 人 被 告 株式会社ＬＤＨ

代理人 志 賀 剛 一 ほか

【被上告人】 控 訴 人
被控訴人 原 告 日本マスタートラスト信託銀行株式会社
ほか ５名 代理人 齋 藤 尚 雄 ほか

【第 １ 審】 東京地方裁判所 平成２０年６月１３日判決
【第 ２ 審】 東京高等裁判所 平成２１年１２月１６日判決

○ 判 示 事 項

１ 検察官は金融商品取引法２１条の２第３項にいう「当該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」に当たるか

２ 金融商品取引法２１条の２第３項にいう「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」の意義

３ 金融商品取引法２１条の２第５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り」の意義

４ 虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券につき，投資者がこれを複数回にわたってそれぞれ異なる価額で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ける，上記投資者が金融商品取引法２１条の２に基づき請求することのできる額の算定方法

５ 金融商品取引法２１条の２に基づく損害賠償債務が遅滞に陥る時期

○ 判 決 要 旨

１ 検察官は，金融商品取引法２１条の２第３項にいう「当該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」に当たる。

2　金融商品取引法２１条の２第３項にいう「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」とは，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする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りる基本的事実をいう。

3　金融商品取引法２１条の２第５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り」とは，投資者が虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券を取得するに当たって実際に支払った額と当該取得の時点において当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該有価証券の市場価額との差額に相当する分の値下がりに限られず，有価証券報告書等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。

4　虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券につき，投資者がこれを複数回にわたってそれぞれ異なる価額で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，個々の取引ごとの取得と処分との対応関係の特定並びに取得価額及び処分価額の具体的な主張，立証がされていないときは，裁判所は，当該有価証券の取得価額の総額と処分価額の総額との差額をもって金融商品取引法２１条の２第１項にいう「第１９条第１項の規定の例により算出した額」とした上で，当該差額と同法２１条の２第２項によって推定される損害額の総額とを比較し，その小さい方の金額をもって，上記投資者が同条に基づき請求することのできる額とするという算定方法によることができる。

5　金融商品取引法２１条の２に基づく損害賠償債務は，損害の発生と同時に，かつ，何らの催告を要することなく，遅滞に陥る。

（３につき補足意見及び反対意見がある。）

【参照】（１～５につき）金融商品取引法２１条の２　第２５条第１項各号（第５号及び第９号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに，重要な事項について虚偽の記載があり，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重要な事実の記載が欠けているときは，当該書類の提出者は，当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第１２号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第２４条の７第１項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し，第１９条第１項の規定の例により算出した額を超えない限度において，記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし，当該有価証券を取得した者がその取得の際虚偽記載等を知っていたときは，この限りでない。

2　前項本文の場合において，当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは，当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）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する者は，当該公表日前１月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは，処分推定価額。以下この項において同じ。）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額の平均額を控除した額を，当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。

3　前項の「虚偽記載等の事実の公表」とは，当該書類の提出者又は当該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より，当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実について，第２５条第１項の規定による公衆の縦覧その他の手段により，多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいう。

4　第２項の場合において，その賠償の責めに任ずべき者は，その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が，当該書類の虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明したときは，その全部又は一部については，賠償の責めに任じない。

5　前項の場合を除くほか，第２項の場合において，その請求権者が受けた損害の全部又は一部が，当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことが認められ，かつ，当該事情により生じた損害の性質上その額を証明することが極めて困難であるときは，裁判所は，口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき，賠償の責めに任じない損害の額として相当な額の認定をすることができる。

（５につき）民法４１２条　債務の履行について確定期限があるときは，債務者は，その期限の到来した時から遅滞の責任を負う。

2　債務の履行について不確定期限があるときは，債務者は，その期限の到来したことを知った時から遅滞の責任を負う。

3　債務の履行について期限を定めなかったときは，債務者は，履行の請求を受けた時から遅滞の責任を負う。

○主　　文

1　原判決中，主文第３項及び第６項を次のとおり変更する。

(1)　被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社の第３事件についての控訴に基づき，第１審判決主文第３項及び第８項を次のとおり変更する。

ア　上告人は，被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社に対し，９億３５７１万８９８５円及びこれに対する平成１８年１月２６日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。

イ　被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社の第３事件についてのその余の請求を棄却する。

(2)　被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社の第７事件についての控訴に基づき，第１審判決主文第７項及び第８項を次のとおり変更する。

ア　上告人は，被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社に対し，１億７８５４万７９００円及びこれに対する平成１８年１月２６日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。

イ　被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社の第７事件についてのその余の請求を棄却する。

2　上告人のその余の上告を棄却する。

3　第１項に関する訴訟の総費用は，これを１０分し，その１を被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社の負担とし，その余を上告人の負担とし，前項に関する上告費用は上告人の負担とする。

○理　　由

平成２２年（受）第７５５号上告代理人志賀剛一，同飯田藤雄，同岡田卓巳及び同第７５６号ないし第７５９号上告代理人北原潤一，同黒田薫の各上告受理申立て理由（ただし，排除されたものを除く。）について

1　事案の概要

本件は，上告人の株式を取引所市場において取得した被上告人らが，上告人が提出し，公衆の縦覧に供された有価証券報告書に，連結決算において，実際には約３億円の経常赤字であったのに約５０億円の経常黒字である旨の虚偽記載があったことにより損害を被ったと主張して，金融商品取引法（平成１８年法律第６５号による改正前の法律の題名は証券取引法。以下，同改正の前後を通じて「金商法」という。）２１条の２に基づき，上告人に対し損害賠償を求める第１事件ないし第７事件が併合審理されている事案である。

2　事実関係の概要等

原審の適法に確定した事実関係の概要等は，次のとおりである。

(1)　上告人は，平成８年４月２２日に設立された株式会社であり，平成１８年当時，「株式会社ライブドア」の商号で，インターネット関連の各種事業等を営んでいた。Ａは，上告人の筆頭株主で，上告人

の設立時から同年１月２４日までの間，その代表者の地位にあった。

(2) 上告人の株式（以下「ライブドア株」という。）は，平成１２年４月６日から平成１８年４月１３日までの間，東京証券取引所マザーズに上場されていた。

(3) 上告人は，その設立後，積極的に合併や企業買収を繰り返し，株式分割によりその株価の上昇を図るなどして，企業規模を急速に大きくし，企業グループを拡大させていった。上告人は，ＩＴ分野におけるベンチャー企業の代表格であると評されるようになり，上告人ないしＡの動向は，マスメディアにもしばしば取り上げられていた。

(4) 上告人の完全子会社であった株式会社ライブドアマーケティング（平成１７年５月３１日までの商号はバリュークリックジャパン株式会社。以下，上記の商号変更の前後を通じて「ライブドアマーケティング」という。）は，平成１６年１０月２５日，実際には既に買収済みであった株式会社マネーライフ社につき，株式交換比率を１対１とする株式交換により同社を完全子会社化することを取締役会で決議し，株式交換契約書を締結した旨発表した。上記株式交換比率は，マネーライフ社の企業価値が実際には１億円であったにもかかわらず，これを４億円と過大評価して決定されたものであった。

(5) 上告人は，Ａの指示ないし了承の下，平成１６年１２月２７日，同年９月期（第９期）の連結会計年度（平成１５年１０月１日から平成１６年９月３０日まで）について，実際には約３億１２７８万円の経常赤字であったのに，売上計上が認められないライブドア株の売却益３７億６６９９万６０００円，株式会社ロイヤル信販に対する架空売上７億円及び株式会社キューズ・ネットに対する架空売上８億８０００万円をそれぞれ売上高に含めるなどして，経常利益を５０億３４２１万１０００円と記載した内容虚偽の連結損益計算書を掲載した有価証券報告書（以下「本件有価証券報告書」という。）を関東財務局長に提出したところ，本件有価証券報告書は，公衆の縦覧に供された（以下，本件有価証券報告書における上記の内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。）。

(6) 東京地方検察庁は，平成１８年１月１６日夜，Ａを含む上告人の役員らについて，金商法違反（偽計・風説の流布）の容疑があるとして強制捜査に着手し，同月２３日，Ａらを逮捕した（以下，Ａらに対する強制捜査を「本件強制捜査」という。）。

(7) 東京地方検察庁検察官（以下「本件検察官」という。）は，平成１８年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，上告人が，平成１６年９月期決算（単体）において，上告人の傘下にあったロイヤル信販及びキューズ・ネットの預金等を付け替えることで，約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，その頃その旨の報道がされた（以下，本件検察官が上記記者らを通じて上記の情報を開示した行為を「本件開示」といい，本件開示がされた平成１８年１月１８日を「本件開示日」という。）。

(8) 東京証券取引所は，ライブドア株につき，平成１８年１月２１日，開示注意銘柄に指定し，さらに同月２３日，上場廃止基準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旨を決定した。

(9) Ａは，平成１８年１月２４日，上告人の代表取締役を解任された。

(10) ライブドア株の株価は，本件強制捜査が開始される直前の平成１８年１月１６日には終値が６９６円であったが，翌１７日には終値が制限値幅下限の５９６円にまで急落した。翌１８日には個人投資家による売り注文が殺到したため，東京証券取引所が株式全銘柄の取引を停止する事態となった。その後もライブドア株は６営業日連続で制限値幅下限まで値下がりを続け，同月２４日には終値が１７６円にま

で暴落した。

(11) 本件強制捜査着手以後，連日にわたって，上告人が本件有価証券報告書の経常利益を粉飾していたことや，マネーライフ社の買収に関し虚偽の発表をしていたことなど，上告人ないしライブドアマーケティングにつき金商法違反（有価証券報告書の虚偽記載，偽計・風説の流布）の疑いがあること，ライブドア株につき上場廃止に向けた動きがあること，ライブドア株が値下がりを続け，取引所市場が混乱に陥っていることなどが，マスメディアにより広く報道された。

(12) ライブドア株の終値は，本件開示日前１か月間の平均が７２０円，本件開示日後１か月間の平均が１３５円であり，その差額（金商法２１条の２第２項によって推定される１株当たりの損害の額。以下「推定損害額」ということがある。）は５８５円である。

(13) 東京証券取引所は，平成１８年３月１３日，ライブドア株を整理ポストに割り当てる旨を決定し，ライブドア株は，同年４月１４日に上場廃止となった。

(14) 被上告人ら及びバークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行株式会社（以下「バークレイズ」という。）は，取引所市場において，第１審判決別紙２Ａないし○記載のとおり，平成１７年５月２５日から平成１８年１月１３日までの間に，複数回にわたってそれぞれ異なる株価でライブドア株を取得し，同月１７日から同月３１日までの間に，複数回にわたってそれぞれ異なる株価でその保有していたライブドア株を全部売却した。

(15) バークレイズは，日本郵政公社から信託を受け，第１審判決別紙２Ｆ記載のとおりライブドア株に投資し（第３事件関係），また，独立行政法人中小企業基盤整備機構から信託を受け，同○記載のとおりライブドア株に投資していたが（第７事件関係），上記各事件の第１審係属中に上記各信託に係る受託者の地位を被上告人日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（以下「被上告人日本トラスティ」という。）に譲渡し，これにより上記各信託に係る信託財産を取得した被上告人日本トラスティが上記各事件に係る訴訟を承継した。

３ 原審の判断

原審は，前記事実関係の下において，上告人は，金商法２１条の２第１項に基づき，被上告人らに対し，本件虚偽記載によって生じた損害を賠償する責任を負うとした上で，上告人が賠償すべき損害の額について，有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合に流通市場で当該有価証券を取得した者は，当該虚偽記載等と相当因果関係のある損害につき，その賠償を求めることができるのであって，本件では，同条２項により推定される損害の額５８５円のうち本件虚偽記載と相当因果関係があるとはいえない事情による値下がり分は，その１割にとどまるというべきであるから，同条５項により，上記のとおり推定される損害の額の１割を賠償の責めに任じない損害の額とするのが相当であると判断するなどして，被上告人らの請求を一部認容すべきものとした。

４ 金商法２１条の２第２項にいう「公表」について

(1) 論旨は，金商法２１条の２第２項にいう「虚偽記載等の事実の公表」とは，有価証券報告書等の「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」（同条３項），すなわち有価証券報告書等に本来記載すべきであった真実の情報を開示することをいうものと解すべきであるのに，本件検察官による本件開示では，本件有価証券報告書に記載すべきであった約３億円の経常赤字という真実の情報が開示されていないにもかかわらず，本件開示をもって「虚偽記載等の事実の公表」があったとした原審の判断には，同条２項，３項の解釈適用を誤る違法があるというのである。

(2) 検察官は，有価証券報告書等の虚偽記載等の犯罪につき刑訴法

に基づく種々の捜査権限を有しており，その権限に基づき，有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報や有価証券報告書等に記載すべき正確な情報を入手することができるのであって，その情報には類型的に高い信頼性が認められる。したがって，検察官は，金商法２１条の２第３項にいう「当該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」に当たるというべきである。

要旨１

(3) そして，金商法２１条の２第２項にいう「虚偽記載等の事実の公表」とは，有価証券報告書等の「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について，多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいうのであって（同条３項），その文理からすれば，「虚偽記載等の事実の公表」があったというためには，単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置がとられたのでは足りないことは明らかであるが，有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない。なぜなら，取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる情報が開示され，その結果当該有価証券が大きく値下がりしたにもかかわらず，真実の情報が明らかにされないことをもって「公表」がないものとし，同条２項の推定規定を適用することができないのでは投資者の保護に欠け，相当ではないからである。むしろ，同項が「公表」をもって損害の額を推定する基準時としたのは，信頼性の高い情報を入手することのできる主体が「公表」をすることによって，当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるものであると解され，また，評価が誤っていたかどうかは，当該「公表」の時点で既に明らかになっている事実を考慮に入れて判断されるべきことであるから，同条３項にいう「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというためには，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする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りる基本的事実について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である。

要旨２

(4) これを本件についてみると，前記事実関係によれば，東京地方検察庁は，Ａらによる金商法違反の容疑につき捜査を行い，本件検察官は，その過程で得られた証拠等に基づき，司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らを通じて，上告人が，平成１６年９月期決算（単体）において，上告人の傘下にあったロイヤル信販及びキューズ・ネットの預金等を付け替えることで約１４億円の経常黒字へと粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨の情報を一般公衆に開示したというのである。本件虚偽記載は，上告人が実際には約３億円の経常赤字であったのに約５０億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券報告書に掲載したというものであるところ，これはロイヤル信販及びキューズ・ネットに対する合計１５億８０００万円の架空売上を計上するなどして行われたものであって，これらの事情に照らせば，上記情報は，ライブドア株に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たるものということができ，これを開示することにより多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというべきであるから，本件開示をもって金商法２１条の２第２項にいう「虚偽記載等の事実の公表」があったというべきである。原審の判断は正当として是認することができる。論旨は採用することができない。

５　金商法２１条の２第５項にいう「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」について

(1) 論旨は，投資者が虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券を取得した場合における推定損害額とは，上記投資者が当該有価証券を取得するに当たって実際に支払った額

（以下「取得価額」という。）と，上記投資者が当該有価証券を取得した時点において当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該有価証券の市場価額との差額（以下「取得時差額」という。）が現実化した分であって，金商法２１条の２第５項もこれを前提として解釈すべきであるから，取得時差額の現実化以外の損害は同項の適用によって賠償の責めに任じないものとすべきであるのに，これと異なり，Ａらに対する本件強制捜査，Ａの代表取締役解任，ライブドア株の上場廃止に向けた動き，取引所市場の混乱，これらをめぐるマスメディアの報道，上告人の信用失墜といった，取得時差額以外のライブドア株の値下がりをもたらした原判決（編注：本号２１８６頁１４行目ないし２６行目）１２頁２１行目ないし１３頁７行目記載の①ないし⑪の事情（以下「本件各事情」という。）によって生じた損害につき，同項による減額を認めず，本件開示後のライブドア株の値下がりには，ライブドアマーケティングがマネーライフ社の完全子会社化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による値下がり分が含まれていることのみを理由に，賠償の責めに任じない損害の額を推定損害額の１割にとどめた原審の判断には，同項の解釈適用を誤る違法があるというのである。

(2) 有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資者は，民法７０９条など一般不法行為の規定に基づき損害賠償を請求することが可能であるところ，金商法２１条の２は，上記投資者の保護の見地から，一般不法行為の規定の特則として，その立証責任を緩和した規定であると解される。そして，同条１項においては，投資者が請求することのできる額については，同法１９条１項の規定の例により算出した額（以下「１９条１項限度額」という。）が上限とされているほかは，何ら限定されていないことからすれば，同法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ものと解されるところ，同条２項は，同条１項を前提として，虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから，同条２項にいう「損害」もまた虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解するのが相当であって，これを取得時差額に限定すべき理由はない。

要旨３ そして，金商法２１条の２第５項が同条２項を前提とした規定であることからすれば，同条５項にいう「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」とは，取得時差額相当分の値下がりに限られず，有価証券報告書等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。仮に，これを取得時差額相当分の値下がりに限られるものと解すると，有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資者は，同条２項の推定規定を用いずに，一般不法行為の規定に基づき，あるいは同条１項に基づき，損害賠償を請求する場合には，取得時差額に限らず虚偽記載等と相当因果関係のある損害の全てについて賠償を受けることができるのに，同条２項の推定規定を用いる場合には，取得時差額の賠償しか受けられないことになり，投資者保護の見地から損害の額を推定した同項の趣旨が没却されかねず，相当ではないというべきである。

(3) これを本件についてみると，前記事実関係によれば，本件開示後のライブドア株の値下がりには，本件各事情に起因する分も含まれていることがうかがわれるところであるが，本件虚偽記載は，上告人の代表者であったＡの指示ないし了承の下，上告人が実際には約３億円の経常赤字であったのに約５０億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券報告書に掲載したというものであって，このような重大な犯罪行為を行えば，強制捜査が行われ，Ａが上告人の代表取締役を解任され，ライブドア株が上場を廃止されることなどはもちろん，上告人が成長性の著しい企業と目され，上告人ないしＡの動向

がマスメディアによって注目されていたことなども考慮すると，上告人や同種ベンチャー企業等に対する取引所市場の評価が大きく損なわれ，個人投資家による売り注文が殺到するなどして取引所市場に混乱がもたらされることや，こうした事態をめぐりマスメディアが報道をすることも，全て通常予想される事態であったということができる。

そして，ライブドア株が多数の投資者によって株式が保有されることが想定されている上場株式であることからすれば，本件虚偽記載及びその発覚によって本件各事情が生じ，ひいてはこれによって売り注文が殺到してライブドア株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から，本件各事情によるライブドア株の値下がりは，本件虚偽記載と相当因果関係があるというべきである。したがって，上記値下がりを理由に金商法２１条の２第５項に基づき賠償の責めに任じない損害の額を認定することは許されない。そして，マネーライフ社の完全子会社化をめぐる報道によるライブドア株の値下がりを理由に，同項に基づき，推定損害額の１割を賠償の責めに任じない損害の額とした原審の判断は，その裁量の範囲内にあるものとして是認することができる。論旨は採用することができない。

６　投資者が金商法２１条の２に基づき請求することのできる額の算定方法について

(1)　論旨は，被上告人ら及びバークレイズは複数回にわたってそれぞれ異なる価額でライブドア株を取得し，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のであり，このような複数回にわたる取引が行われた場合，個々の取引ごとに，１９条１項限度額と推定損害額とを算出し，両者を比較して，被上告人らが金商法２１条の２に基づき上告人に請求することのできる額（以下「請求可能額」という。）を算定すべきであるのに（以下，このような算定方法を「個別比較法」という。），これと異なり，取得価額の総額と処分価額の総額との差

額をもって１９条１項限度額とした上で，これと推定損害額（ただし，同法２１条の２第５項によって賠償の責めに任じない損害の額を控除したもの。以下同じ。）の総額とを比較し，その小さい方の金額をもって被上告人らの請求可能額とした（以下，このような算定方法を「総額比較法」という。）原審の判断には，同法２１条の２の解釈適用を誤る違法があるというのである。

(2)　投資者が，複数回にわたり，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券の取引を行った場合においても，理念的には個々の取引ごとに上記虚偽記載等に起因する損害が生じているとみることができるから，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は，裁判所が個別比較法によって請求可能額を算定することを否定する理由はない。

しかしながら，金商法２１条の２において１９条１項限度額が請求可能額の上限とされているのは，同法２１条の２所定の責任が無過失責任であることとの均衡上，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者が過大な賠償義務を負うことのないよう，有価証券の値下がり分の限度で上記提出者に賠償責任を負わせる趣旨によるものと解されるのであって，総額比較法によって請求可能額を算定することが必ずしも上記趣旨に反するものとはいえない。そして，投資者による有価証券の取引は複数回にわたることが通例であるのに，同条の下では投資者が公表日において保有している有価証券の全部について賠償を請求することが認められており，個々の取引ごとに請求可能額を算定すべきことをうかがわせる文言は存しないこと，複数回にわたって取引が行われた場合には取得と処分との対応関係の特定が困難なことも少なくないとみられることも併せ考慮すると，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

要旨４

れぞれ異なる価額で処分した場合においても，上記の主張，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と解するのが相当である。

したがって，上記の主張，立証がされたことがうかがわれない本件においては，原審が被上告人らの請求可能額を算定するに当たって総額比較法によったことに違法があるとはいえない。論旨は採用することができない。

7　バークレイズが行った取引による損害と被上告人日本トラスティが自ら行った取引による損害の区分について

(1)　論旨は，第３事件及び第７事件につき，被上告人日本トラスティが行った取引とバークレイズが行った取引とを区別して請求可能額を算定すべきであるのに，これを区別することなく総額比較法によって請求可能額を算定し，第３事件については９億４６２４万１７６６円及び遅延損害金の限度で，第７事件については１億７９８８万３０６９円及び遅延損害金の限度で，被上告人日本トラスティの請求を認容した原審の判断には，金商法２１条の２の解釈適用を誤る違法があるというのである。

(2)　第３事件及び第７事件における被上告人日本トラスティの請求については，被上告人日本トラスティが自ら取引をして被った損害に係る部分と，バークレイズが取引をして被った損害で，被上告人日本トラスティがバークレイズと日本郵政公社（第３事件）又は中小企業基盤整備機構（第７事件）との間の信託契約に基づくバークレイズの受託者の地位の譲渡を受け，その信託財産を取得したことにより承継したものに係る部分とが存するところ，上記各取引によって被上告人日本トラスティないしバークレイズが被った損害の額は，上記各取引の終了時において客観的に確定しており，これが受託者の地位の譲渡によって変動するものではないから，被上告人日本トラスティが行った取引とバークレイズが行った取引とを区別することなく１９条１項限度額の総額及び推定損害額の総額をそれぞれ算出し，両者を比較して請求可能額を算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。論旨はこの限度で理由がある。

そして，前記事実関係によれば，第３事件については，被上告人日本トラスティが行った取引の推定損害額は１２億８７４０万９３８３円，１９条１項限度額は６億９０１４万２５３７円であり，バークレイズが行った取引の推定損害額は２億４５５７万６４４８円，１９条１項限度額は２億５６０９万９２２９円であり，第７事件については，被上告人日本トラスティが行った取引の推定損害額は２億３９７０万１７６１円，１９条１項限度額は１億４６３８万１３８２円であり，バークレイズが行った取引の推定損害額は３２１６万６５１８円であり，１９条１項限度額は３３５０万１６８７円となることが計算上明らかである。これらの推定損害額と１９条１項限度額とをそれぞれ比較して，小さい方の金額が請求可能額となるから，第３事件及び第７事件に係る被上告人日本トラスティの各請求は，第３事件については９億３５７１万８９８５円（被上告人日本トラスティが行った取引につき６億９０１４万２５３７円，バークレイズが行った取引につき２億４５５７万６４４８円）及び遅延損害金の限度で，第７事件については１億７８５４万７９００円（被上告人日本トラスティが行った取引につき１億４６３８万１３８２円，バークレイズが行った取引につき３２１６万６５１８円）及び遅延損害金の限度で理由がある。

8　金商法２１条の２に基づく損害賠償債務の遅滞時期について

(1)　論旨は，金商法２１条の２に基づく損害賠償債務は不法行為責任とは異なる法定責任であるから，民法４１２条３項により履行請求時から遅滞に陥ると解すべきであるのに，上告人が履行の請求を受ける前の平成１８年１月２６日（ただし，一部の被上告人らについては

同月２７日又は同年２月１日）から遅延損害金を付すべきものとした原審の判断には，金商法２１条の２の解釈適用を誤る違法があるというのである。

(2)　5(2)に説示したとおり，金商法２１条の２は，投資者の保護の見地から，一般不法行為の規定の特則として，その立証責任を緩和した規定と解されるから，同条所定の賠償債務は不法行為に基づく損害賠償債務の性質を有するというべきである。

要旨５　したがって，金商法２１条の２に基づく損害賠償債務は，損害の発生と同時に，かつ，何らの催告を要することなく，遅滞に陥るものと解するのが相当である（最高裁昭和３４年（オ）第１１７号同３７年９月４日第三小法廷判決・民集１６巻９号１８３４頁参照）。原審の判断は正当として是認することができる。論旨は採用することができない。

９　結論

以上のとおりであるから，原判決中，第３事件及び第７事件に関する部分を主文第１項のとおり変更し，上告人のその余の上告を棄却することとする。

よって，判示５につき裁判官岡部喜代子の反対意見があるほか，裁判官全員一致の意見で，主文のとおり判決する。なお，判示５につき裁判官田原睦夫，同寺田逸郎の各補足意見がある。

判示５についての裁判官田原睦夫の補足意見は，次のとおりである。

私は，多数意見に与するものであるが，岡部裁判官の反対意見が存するところから，その点をも踏まえて以下に若干の補足意見を述べる。

１　有価証券の発行会社による有価証券報告書の虚偽記載の後に流通市場で当該会社の株式を取得した株主の不法行為に基づく損害について

有価証券の発行会社が，重要な事項について虚偽の事実を記載等（以下「虚偽記載等」という。）した有価証券報告書を提出して公衆の縦覧に供するときは，その提出行為自体が流通市場において当該会社の有価証券を取得する者に対する関係で不法行為を構成することについては，今日広く肯認されていると言える（いわゆる西武鉄道事件についての最高裁判所平成２１年（受）第１１７７号同２３年９月１３日第三小法廷判決・民集６５巻６号２５１１頁参照）。

かかる有価証券が株式であるときには，流通市場で虚偽記載等の後に当該株式を取得した株主は，①虚偽記載等の事実がなく，事実が適正に記載されていれば当該株式を取得しなかったと認められる場合には，取得自体を損害（以下「取得自体損害」という。）として主張することができることについては多くの学説も認めているところである。また，②かかる株主が，その取得前に虚偽記載等がなされていることを知っていたならば，当該株式を取得することがなかったと認められる場合においても，同様に取得自体損害を主張することができると解される。他方，③かかる株主が，虚偽記載等の有無に拘わらず当該株式を取得していたと認められる場合には，取得価額と当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該株式の市場価額との差額（以下「取得時差額」という。）を損害として主張することができることは，一般に認められているところである。

そのうち，①及び②の株主の被る損害は，原則として取得価額－処分価額（又は口頭弁論終結時の評価額）として算定され，その処分価額に虚偽記載等の事実が公表された後の狼狽売り等による市場株価の下落部分が含まれていても，それも相当因果関係が肯認されるべきものである（前掲最判参照）。こうして算定される損害は，虚偽記載等がなされたこと自体によって，その後に株式を取得した買主に直接もたらされる損害と評価されるものである（なお，岡部裁判官は，西武鉄道事件の法廷意見に賛成されているところ，同事件は，虚偽記載が

なければ当該株式は上場廃止とされるべきものであったのに対し，本件は虚偽記載の公表によって上場廃止となったのであって事案を異にするとされる。しかし，被上告人らは虚偽記載等がなければ本件株式を取得することはなかったと主張しているのであって，西武鉄道事件における原告らの主張と本件被上告人らの主張との間に基本的な点において径庭は存しない。また，本件被上告人らが，虚偽記載等が存しても本件株式を取得したであろうと認めるべき事情は，本件記録上認められない。）。また，③の株主が被る損害が，虚偽記載等によって直接もたらされる損害であることについては異論はないと思われる。

ところで，岡部裁判官は，その反対意見において，虚偽記載等公表後の市場株価の下落は，虚偽記載等によって会社の信用が失われたことによって惹き起こされる会社自体に生じる損害であり，株主はそれにより間接的に損害を被っているものということができ，直接に損害を被ってはいないのであって，株主が民法７０９条により会社に対して求めることができる損害は直接損害に限られるから，株価下落にかかる損害を主張することはできないとされる。

しかし，虚偽記載等の後に取得した①及び②の株主が株価下落によって被る損害は，上記のとおりその取得それ自体によってもたらされる損害であって，会社の信用失墜を通じて間接的にもたらされるものではない（虚偽記載等の公表によって会社の信用は毀損されるが，虚偽記載等の公表による株価の下落は，多数意見にて述べるとおり，狼狽売りも含めて種々の要因によってもたらされるのであって，その下落額の総額が即会社の信用毀損に伴い会社が被る損害と評価されるものではない。）。

また，岡部裁判官は，株価下落損害を間接損害として評価すべき理由として，それは全株主が被っている損害であることを強調されるが，虚偽記載等がなされる以前からの株主は，虚偽記載等との関係で不法

行為の直接の当事者となるものではないのであって，虚偽記載等という不法行為の後に流通市場で株式を取得することによって，その不法行為の直接の当事者となる株主と同列に論じるのは相当ではないというべきである。

２　金商法２１条の２について

(1)　金商法２１条の２第１項について

金商法２１条の２第１項は，多数意見にて指摘するように，流通市場における投資者保護の見地から定められた一般不法行為の特則であり，その適用対象について何らの制限も設けられていないから，虚偽記載等の後に流通市場で株式を取得した者は，取得自体損害あるいは取得時差額損害の何れの主張をする場合においても，同項の適用を主張することができるものというべきである。

岡部裁判官は，同条は取得時差額損害の賠償を前提とした規定であるとされるが，同条の条文自体にはそのように解すべき根拠はなく，また，同条の立法過程に関する資料等をみても，同条につき岡部裁判官の意見の如く解すべき論拠は見出し難い。

それ故，同項は取得自体の損害を主張する場合にもその適用があると解すべきものである。岡部裁判官の意見は，立法論としては参考に値する議論ではあり得るが，現行法の解釈論として採ることはできないと考える。

(2)　金商法２１条の２第２項について

岡部裁判官は，その反対意見において，金商法２１条の２第２項は，原則として取得時差額損害を推定する規定と解すべきであり，同項によって推定される損害額に取得時差額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項によって控除されなければならないとされる。

しかし同条２項の「損害」の推定規定は，多数意見にて指摘すると

おり，取得時差額損害に限定して適用されるべき理由はなく，虚偽記載等と因果関係のある損害全てを含めて適用されるべきものであり，また，同項によって推定される損害に取得時差額損害以外のものが含まれている場合に，同条４項又は５項によってそれを控除するべき法文上の根拠を見出すことはできない。

同条２項の立法過程に関する資料等によれば，同項の規定は，取得時差額にかかる損害の推定に親和的な規定振りであることは否めないものの，同項それ自体は取得時差額損害に限定することを直接定めてはいないこと，前記のとおり同条１項の規定が取得時差額損害に限定して適用されるものではないこと，多数意見にて指摘するとおり，同条５項の規定との関係や，同条が投資者保護の見地から設けられた規定であること等からすれば，同条２項をもって取得時差額損害に限って適用すべきものであると解することはできないといわざるを得ない。

(3) 被上告人らの主張する損害について

被上告人らは，本件株式を取得したこと自体が損害であると主張して，本訴において取得価額と処分価額の差額を損害として主張している。

一般に流通市場において株式を取得する者は，投資目的（株価の上昇又は配当に対する期待）で取得するのであるから，発行会社が虚偽記載等のない経常赤字の有価証券報告書を公表していた場合に，特段の事情のない限り虚偽記載等が公表されていない場合と同様にその株式を取得することは通常あり得ず，また同社が虚偽記載等を行っていて同社の公表資料の信用性に疑念が存することが予め判っている場合に，そのような株式を投資目的で取得する者など存しないといえる。従って，一般に，虚偽記載等の後，その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は，虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったものと推認されるのであって，それらの株主にあっては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その点において，それらの株主と前掲の西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はないのであって，虚偽記載等の後に流通市場で発行会社の株式を取得した株主の損害を，岡部裁判官が説かれるように取得時差額に限定すべき理由を見出すことはできないと考える。

殊に，被上告人及び被上告人の被受継者らは，機関投資家又は機関投資家から委託を受けて投資目的で上告人の株式を取得した者であることからすれば，その投資活動において求められる善管注意義務からして，虚偽記載等をなしている発行会社の株式を取得することなど有り得ないのであって，被上告人らにとっては，本件株式を取得したこと自体が損害に当たるものというべきものである。

したがって，その損害の算定は，本件株式の取得価額－処分価額でもってなしたうえで，金商法２１条の２により算定される限度で認容されるべきものである。

判示５についての裁判官寺田逸郎の補足意見は，次のとおりである。

１　本判決中の判示５で論じられ，岡部裁判官がその意見中で反対論を展開されている問題は，本来は金商法２１条の２の規定の適用に関するものであるが，同裁判官の見解は，その前段階として民法の不法行為における損害賠償の範囲について論ずるところから出発している。そこで，この点を中心に若干の補足をしておきたい。

(1) 多数意見は，本件事実関係の下で，上告人の当時の代表取締役らが経常赤字とすべきところを経常黒字として記載した連結損益計算書を有価証券報告書に添付して提出したことが損害賠償責任の原因たる行為に当たると認めた原審判断を前提とした場合に，その有価証券報告書の縦覧期間中にライブドア株を市場で取得した投資者に賠償す

べき「損害」の範囲を，同株式の取得価額と，虚偽記載がなく，本来の正しい記載がされていた場合に想定される価額との差額（取得時差額）に限定することなく，そのような虚偽記載が公になった後に生じた代表取締役らに対する刑事捜査，マスメディアの報道や会社に対して証券取引所がとった措置等の諸事情（本件各事情）を通常想定されるなりゆきであるとみて，これによって生じた株価の下落による損失部分を含めたものとして捉える立場をとるのであるが，これは，当該行為が民法上の不法行為に当たるとしたときにとられてきている相当因果関係により損害額の範囲を画する原則に依拠したもので，その枠から外れたものではない。

これに対して，岡部裁判官は，上記の立場に反対され，本件虚偽記載のように実際には存在しない利益を計上することを内容とする虚偽記載によって生ずる損害について賠償すべき対象は上記取得時差額に限られるべきであり，本件虚偽記載が公になった後の本件各事情によって生じた株価の下落による損失部分を賠償すべき損害の範囲に加えるべきではないと論じられるが，その理由とするところは，一般の不法行為に関する議論として，会社に損害が生じた結果株主が株価の下落という形で損失を被った場合には，その損害が会社の執行機関の執行行為として行われた行為によって生じたものであっても，会社の所有者ともいうべき立場にある株主としては，会社に直接に損害賠償請求をする形で損失を回復させることは許されず，株主代表訴訟によって会社の財産を回復させるという手段で自らの損失を回復することに甘んずるべきであるというにある。

(2) 確かに，概念的にいえば，株主が株式の価額に関して損害賠償を求めるについては，損害を被るのが会社という独立の法主体に止まるとみて，株主に対する不法行為の成立を否定すべき場合があり，また，これを会社に求めるについては，他の株主との関係や損害算定の基礎と考えられる物が責任を負う主体の価値を反映しているという特殊な関係までもが見られるわけであるから，それらのことを念頭に置き，賠償の対象たるべき損害に当たるかどうかの判定をするについてそれなりの考慮が必要となることは否定できない。しかし，だからといって，市場における投資家らの会社への視線が厳しくなった結果として株式の価額が下落した場合に，この下落部分をその原因に依拠して株主となった者に会社として賠償すべき損害の範囲からシャットアウトするのは，行き過ぎた立論のように思える。不法行為の基本要素たる違法性の内容からみて，投資家に対するものとして不法行為が成立し，その損失が保護されるべき対象であるとみることができる場合には，これを損害賠償の対象から除外すべき理由はなく，これにつき会社が責任を負うについての民法，会社法上の要件が充たされるのであれば，会社の責任を否定する理由もやはりないといわざるを得ないであろう。

より一般的な具体例で考えてみると，会社の代表者が単に会社財産を横領したという場合には，これによる株価の下落があっても，株主が会社に直接にその分の損害賠償を請求することができるとの結論にはなるまい。この限度では岡部裁判官の指摘はもっともである。しかし，他方，対立する大株主との関係で劣勢に立った会社の代表者が，大株主に損害を与えることをねらって，その地位を利用し，会社財産を毀損する行為をはたらいた場合に，いかに損失が一義的には会社に生じていて，すべての株主がこれにより株価の下落という形で損失を被っているからといって，その大株主が，代表者のこの行為について，代表者個人の賠償責任を問うことについてはもちろん，会社法３５０条に基づく責任を会社に求めることについても，これを許さないものとすることはできないであろう。両者の分水嶺がどこにあるかを判定するにはいくつかのアプローチがあろうが，私としては，不法行為と

される代表者の行為に違法性を見出す根拠と発生した損失との結びつきが十分かどうかが決め手になるのではないかと考える。大株主に損失を与えることをねらって会社財産の毀損をはかる行為を違法視するゆえんは，意図的な財産毀損からその財産の権利者を守るとの考え方によっているといってよい。そうすると，侵害された財産的権利がそこで意図された範囲に含まれるとみることができる限りは賠償対象として捉えられて然るべきである。そう考えることによって，上記の例における保有株式の価額の下落についても賠償対象に含まれるものとすることが是認されることになり，単に会社の財産を横領し，会社に損失を生じさせた場合との差を説明できるように思える。そして，このような考え方をとる以上は，株価の下落分のうち損害賠償の対象とすべき範囲についても，毀損された会社財産の価額の株主としての持分的割合に相当する部分に止まるのではなく，代表者が財産毀損をはたらいたことによる市場の評価としての株価の下落分が意図されたところとみられる限りは，その下落分に相当する部分を損害と捉えるべきこととなろう。会社が負うべき責任についても全く同様にいえるかには議論の余地はあろうが，上記のとおり，不法行為法上の責任要件が充たされている以上はこれを肯定するほかなく，一般的に考えても，代表者の意図的な行為を可能にする立場を与えていた以上，そこまでの責任を負うべきことを是認することに分があるように思われる。

(3) 故意によるにせよ過失によるにせよ，有価証券報告書の重要事項に関する虚偽記載を会社の執行機関が行った場合に，これに違法性を見出す根拠は，それが市場で開かれた形で価格形成がされる株式という取引対象の実像を損ない，投資家の判断を誤らせ，市場の機能を損なわせる行為であるというところにほかならない。そうであるとすると，虚偽記載に違法性を見出す以上は，投資家の判断を誤らせることによって生じた損失から投資家を保護すべきであると考えることが合理的であり，価格形成とは関わりない形で株式を保有する株主はともかく，そうでない株主が被る株価に係る損失は，虚偽記載に違法性を見出した根拠から見て保護対象とすべき領域方向にあるといえよう。ここで問題となっているのは，株式を新たに取得した者との関係であるが，本来は，保有していた株式を処分し損なった者に対する関係ですら，そういえるように思われる（ただし，株式を保有していた者については，損失の発生を防ぐことができる余地のある立場にあったといえなくもないことをどう評価するかの問題が別にある。）。

他方，虚偽記載が公になった後に生じた代表取締役らに対する刑事捜査等の本件各事情による株価の下落に目を向けると，これは会計書類に虚偽記載があった場合に生じ得る出来事としては特別のものではなく，岡部裁判官は，この下落分を会社の信用が失われた結果会社に生じた損害の反映と捉えておられるが，むしろ，その多くは投資家に生じた不信感が市場で株式の評価として現れた結果でもあるというべきであるし，そうでない部分も市場における実像を損なわせたことが導いた結果としての性格を色濃く持つものであって，この下落分の損失と上に記したところの虚偽記載の違法性とに強い結びつきを見ることにさしたる困難はない。

そう考えると，本件各事情による株価の下落としての損失部分を執行機関の書類の虚偽記載により会社が一定の株主に賠償すべき損害の対象に含めることとしても，決して無理がある立論とはいえまい（厳密にいうと，本件各事情のうち，フジテレビ幹部による上告人との提携見直しの可能性の示唆及び東証のシステムダウンには別の側面があるように思われるが，全体の結論を損なうほどの意味はないといえよう。）。

(4) 岡部意見の中には，上記のような損失が株主に生じたとしても，一義的には会社に生じた損害として株主代表訴訟によって会社財産を

回復する方法に委ねられるべきとの部分もあるが，株主代表訴訟を提起することができるのは，原則として６か月間株式を保有し，現在も保有している株主に限られるのであって（会社法８４７条。会社法制定前の商法においても同趣旨の一定の制限があった。），株主となった者すべてがそのような訴訟を提起することができるわけではないことも，立論に当たって留意しておく必要がある。

(5) 岡部裁判官は，多数意見の上記のような結論に反駁し，本件各事情による株価の下落による損失につき株主間に会社に対して損害賠償を請求することができる者とそうでない者との差が生ずるのは相当でなく，会社が破綻した場合に会社債権者との関係でも問題が生ずると指摘されるが，虚偽記載のある有価証券報告書の示す情報下にある市場で株式を取得した者とそうでない者との間にこの点で差が生ずることには十分な理由があり，また，会社債権者との関係に調整を要するとするのであれば，それは債権の倒産法制上の順位づけについて政策的な配慮を求める余地があるというにすぎず，債権の存在自体を否定する理由にはならないであろう。

2(1) 金商法２１条の２第１項の規定は，上記のような民法上の損害の範囲に関する考え方を前提にした上で，重要な事項についての虚偽記載がある有価証券報告書の縦覧期間中に株式を流通市場で取得した者に対する会社の損害賠償責任を無過失責任化したもので，その点で民法の不法行為規定の特則と考えられている。同項における賠償範囲は，「虚偽記載等により生じた損害」とされているところ，同条における虚偽記載等のある有価証券報告書を縦覧に供したことを違法視する根拠は上記１(3)で民法上の不法行為におけるものとして論じたところと基本的に変わりはないと考えられるから，賠償対象を取得時差額に限るべきものとする立論には根拠がないというべきであろう。同条が無過失責任とされているからといって，そこで対象とされる虚偽

記載という行為の違法性が視野に入れて捉えようとする保護対象をここでの法的枠組みから放擲する理由はなく，違法性の根拠によって広がりを計った上記１(3)に示した損害賠償の範囲をことさらに限定すべき要素を見出すことはできない。同項が損害賠償額につき金商法１９条１項の規定の例により算出した額（取得価額から処分価額を差し引いた残額等）を上限とするとの仕組みをとることもこの理解を裏書きする。また，金商法２１条の２が制定されるについては，平成１６年の改正前の証券取引法において，有価証券届出書に虚偽記載等がされた場合につき，発行市場における株式取得者に対しては会社が無過失責任による損害賠償をすべきことが規定され（１８条），流通市場における株式取得者に対しても発行者の役員らが無過失による損害賠償責任を負うことが規定されていた（２４条の４，２２条）にもかかわらず，流通市場における株式取得者に対する会社の責任については，特別の措置がとられておらず，一般の不法行為による規律に委ねられていた状況が問題視されてきたことから，上記法改正において，上記の規定にならった規定が広く流通市場における株主の損害を念頭に置いた規定として挿入されたという経緯があり，この改正が実施されたにもかかわらず，流通市場で取得した株式につき虚偽記載を理由とする損害賠償を不法行為によって会社に求めることができる立場にある者に過失の証明の負担を負わせずに同等の損害賠償を求める道を認めず，一部をあえて閉ざしたままにしておいたとは，到底思えない。

(2)ア もっとも，金商法２１条の２第２項，４項及び５項の規定だけを取り出し，これらを一体的にみるならば，同条２項は，そこで損害額とされるところが虚偽記載等によって生じたという，いわゆる損害範囲における因果関係を立証する負担を取り除く趣旨であることは明らかであり，かつ，上記「取得時差額」の理念的な額を近似値としてとらえたところを内容としていると解し得ないわけではないから，

これを賠償額たるべき取得時差額の原型を定めたものとし，同条４項及び５項は，これを取得時差額へと純化させるためにこれと無関係な要素による損失額を特定して削り込んでいくための規定であるとみることもできる。この見方をとると，同条１項の規定により請求することができる損害の範囲を上記のように虚偽記載等と相当因果関係のある損害全部であると解するとしても，請求者が２項の規定の適用を主張する場合には，４項，５項の規定で修正を受けた２項による取得時差額としての額を損害額とすることができるにすぎないと解することになる。このように解すると，１項の規定を根拠として取得時差額を超える損害額を請求することができる株式取得者が，損害額につき２項の規定の適用を主張したとたんに，取得時差額を超える損害額については１項の規定による無過失責任による賠償を請求することすら許されず，その部分は民法の不法行為による損害賠償にたちかえって請求を構成せざるを得なくなるという不利益を被ることとなるが，それは２項の規定により与えられる利益を選択したことの帰結であるといい得るから，不合理であるとも言い難い。

イ　しかし，他方，法文構成の上から見ると，同条２項は，同条１項本文を受けて，そこにおける「虚偽記載等により生じた損害の額」の定型化された選択肢として規定されており，虚偽記載が示す情報に依拠して株式を取得した者を含めて，虚偽記載のある有価証券報告書の示す情報下にある市場で株式を取得した者らが，その損害賠償請求をするに当たって，上記因果関係の証明を断念し，同条２項による損害額を「虚偽記載等により生じた損害の額」とすることを認めないものであるとは解し得ず，その場合には，そこで損害額の算定において定型化されている額も，あくまで「虚偽記載等により生じた損害」という性格づけから外れたものではなく，同条２項を受けた同条４項及び５項における「当該書類の虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じた」損害というのも，同条１項との関係という枠組みから外れたものとすることはできないから，このような形式面からみると，これを「虚偽記載等により生じた損害以外の損害」と解することに分があるように思われる。

ウ　いずれの立場にもそれなりの合理性があり，明らかな決め手に欠けることを隠しようもないが，アのような工夫のある仕組みをとったのであれば，立法時にその趣旨が明らかにされるものであろうと考えられるにもかかわらず，そのようなことをうかがわせる根拠を見出せないこと，多数意見のような解釈による解決がアによる解決より有利である点は，取得時差額を超える損害額について請求をする投資者が，一定の限度で，相当因果関係の立証責任が逆転された形で賠償責任の追及をすることが認められるようになることにすぎないのに対して，アによる解決の下では，この部分の請求については上記のように無過失責任を追及する利益を失うことになって，請求者にはかなりのハンディを課すことになるから，これにより同条２項の規定を設けたにもかかわらず利用されないおそれが強まることなどを考慮し，結論としては，多数意見のような解釈が相当なのではないかと考えるのである。

(3)　なお，金商法２１条の２の規定による会社の責任は，発行市場における虚偽記載による会社の責任のように会社が資金調達という利益を得たという場合についてのものではなく，しかも無過失責任とされていることを考慮すると，投資者に対する賠償範囲を上記で論じたようなところまで広げるのは行き過ぎではないかという議論には傾聴に値するところがある。しかし，これは解釈論の域を超えた議論と評すべきものであろう。

判示５についての裁判官岡部喜代子の反対意見は，次のとおりである。

私は，多数意見中，判示５（金商法２１条の２第５項にいう「虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り」について）以外の点については賛同するが，判示５に関して，これと考え方を異にするので以下述べる。

１　金商法２１条の２が，民法７０９条の特則としてその立証責任の緩和等を図った規定であると解する点については多数意見と同様である。

そこで，まず，民法７０９条の定める要件に沿って検討する。本件における有価証券報告書の虚偽記載は，経常利益を実際の利益より多額に記載したというものである。このような場合に，流通市場において株式を取得した株主が，その虚偽記載によりどのような利益を侵害されたかということを検討してみると，それは正当な交換価値で株式を取得する法的に保護された利益であるということができる。そして，実際の利益が公表されていれば会社資産の持分である株式の価値はいわゆる想定価額(A)であるところ，より多額の利益が記載されたためにAよりも高額の市場価額(B)が形成され，株主はその価額で株式を購入したのであるから，上記流通市場において取得した株主の利益が害される。それによる損害は，差額説により，B－A＝C という差額（取得時差額といわれるもの）となる。その額の立証が困難であるために金商法はこれを推定する規定を設けている（同法２１条の２第２項）。そして，流通市場における株主の損害額は上記差額で確定しているのである（以下，便宜上「高値取得損害」という。）。この高値取得損害は株主の直接損害である。株式の取得自体が流通市場における株主の直接損害である場合を否定するものではないが，流通市場で想定価額の価値ある株式を取得した場合でも，なお株式の取得自体が損害となる特別の事情を主張立証する必要がある（以下，便宜上「取得自体損害」という。）。

２　次に，本件においては，虚偽記載が公表されたことによって株価が下落して株主が損害を被っている。この場合，株主はいかなる利益を侵害されているのであろうか。上記株主の損害は，株価下落によるものであり，その下落は，検察官による本件虚偽記載の公表及びその後の報道，東京証券取引所による開示注意銘柄指定，監理ポスト割当決定，Aの代表取締役解任，逮捕等々，本件虚偽記載が判明したことによる一連の事態によって株式の売り注文が殺到する一方，買い手が付かなくなり市場における通常の売買が成り立たなかったために生じたものである。そして，このような事態は，本件虚偽記載によって生じたものではあるので，本件虚偽記載と株価が下落したことによる損害との間に因果関係はあるのである。しかし，上記株主の損害がどのような法的に保護された利益の侵害によって生じたのであるかを考えてみるならば，それは，虚偽記載によって会社の信用が失われたことによって惹き起こされた損害であることがわかる。すなわち，本件虚偽記載によって会社の信用という法的に保護された利益が侵害され，それによって売りが殺到して買い手が付かずに株価が下落したのである。直接に利益を侵害されたのは会社であって株主ではない。とはいえ，その利益侵害によって株主にも損害が生じているのであるから，株主は間接的に損害を被っているものということができる（以下，会社の信用毀損による株主の間接損害を便宜上「株価下落損害」という。）。この損害は株主であることによって全株主が被る損害である。株価下落損害の賠償請求権は，利益虚偽記載という高値取得損害を生じさせた事実と同一の事実によって生じたものではあっても，被侵害利益が異なるのであって，高値取得損害の賠償を求める権利とは異なるのである。

株価下落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。少なくとも会社法はこれを認める制度を採用しておらず，株主代表訴訟によって会社財産の充実を図るべきであるという考え方に立っている。株主は会社の構成員であり，その資産を実質的に有している者であることからすれば，会社財産の増減，会社の信用の上昇，毀損に伴って株価が高下することは当然のことである。また，株主は債権者に対して有限責任を負うものであって，上記解釈によって会社財産が株主に流れて会社債権者を害する結果を防ぐことが可能となり，結果としても妥当である。仮に会社が破綻して何らかの配当の手続を行わなければならない事態に立ち至った場合を想定すれば，株価下落損害の賠償請求を株主に認めることの問題性はより明確となる。

3　以上の民法７０９条に関する解釈は金商法２１条の２についても妥当する。

金商法は，発行市場と流通市場を分けてその損害賠償の要件と効果に関して民法の特別規定を定めている。すなわち，金商法２１条の２による流通市場における会社の責任の成立要件は，ア　有価証券報告書等の公衆縦覧期間中に有価証券を取得した者であること，イ　同法２５条１項各号に掲げる書類のうち重要な事項について虚偽記載等があること，ウ　取得者が虚偽記載等を知らなかったこと，エ　取得者が上記虚偽記載等によって損害を被ったことである。このうちウは立証責任が転換され，エについては同法２１条の２第２項により損害額の推定規定が設けられ，また，故意過失の立証が求められないという点で，民法７０９条に比べて要件が緩和されている。

以上の金商法の規定からすると，同法２１条の２は，発行市場，流通市場の区別を持たない株価下落損害の賠償請求権については触れていないと解すべきである。立法としては株価下落損害のうち虚偽記載等によるものについては会社の責任を認めるという立場もあり得たであろうが，同条による賠償請求の要件は，上述したとおり，虚偽記載等を知らずに，有価証券報告書等の公衆縦覧期間中に有価証券を取得した者とされていることからしても，同条は，高値取得損害の賠償を前提とした規定であって，同条２項は原則として高値取得損害を推定する規定と解すべきである。したがって，同項によって推定される損害額に高値取得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項によって控除されなければならない（なお，同条は，その文言上，取得自体損害の賠償についてもその適用を排除していないので，株主は，株式の取得自体が損害となる特別の事情を立証した上，同条２項の推定規定を用いて算出される金額が取得自体損害に当たるとして，その賠償を請求することも許されるものと解されるが，その場合には，同条４項又は５項により，取得自体損害以外の損害が控除されることになる。）。

しかし，間接損害である株価下落損害の賠償については適用することはできない。虚偽記載等を知らずに株式を取得した者のみに民法７０９条の原則を超えて株価下落損害までの賠償請求を認める条文上の根拠もなく，その趣旨もうかがえないからである。

このように金商法２１条の２の規定の適用範囲を原則として高値取得損害に限る解釈は，沿革に忠実であるとともに上記民法７０９条の解釈にも適合している。そして，結果の妥当性も備えていることは，民法７０９条について述べたところと同様である。

4　ところで，私は最高裁平成２１年（受）第１１７７号同２３年９月１３日第三小法廷判決・民集６５巻６号２５１１頁（いわゆる西武鉄道事件）において，株主が流通市場において株式を取得した者であるにもかかわらず取得自体が損害であるとの考え方に立っているので，この点について補足して述べておきたい。

西武鉄道事件は，金商法２１条の２の規定が設けられる前の事案で

あって，その損害賠償請求は民法７０９条に基づくものである。私は，民法７０９条によって会社に賠償を求めることができるのは，流通市場で有価証券を取得した場合においては，上記のとおり原則として高値取得損害に限られると解するものである。ただ，西武鉄道事件における虚偽記載の内容は，本件と異なり，株式の大口保有者に関するものであって，虚偽記載がなければ当該株式が上場廃止とされるべきものであった（本件における上場廃止は，虚偽記載が判明したことによる措置であって，いわば西武鉄道事件と現象としては逆である。）。西武鉄道事件の原告らには，虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったという特別の事情が存在した。西武鉄道事件の原告らは取得自体損害という直接損害を被ったのである。これによる株主の損害は差額説により通常は取得価額そのものとなる。しかし，経済情勢，市場動向，当該会社の業績等，株主が本来負担すべき，虚偽記載と無関係な要因に基づく株価の下落分は会社には請求できない筋合いであるから，相当因果関係のない損害としてこれを差し引くとしたものであって，上述してきたところの考え方と矛盾するものではない。西武鉄道事件は間接損害としての株価下落損害を認めたものではない。利益を粉飾したという虚偽記載による株主の直接の損害が高値取得損害となり，大口株主記載をしなかったという虚偽記載による株主の直接の損害が取得価額となるのは，虚偽記載の内容，すなわち，不法行為に該当する事実が異なることから導かれる結果である。したがって，西武鉄道事件と本件とは事案を異にするのであって，その結論を異にすることに矛盾はない。

５　以上のとおりであるから，金商法２１条の２によって認められる損害を虚偽記載と相当因果関係のあるすべての損害とし，本件各事情による株価下落分を損害として認め，マネーライフ社の完全子会社化をめぐる報道による下落分のみ相当因果関係が認められないとして推定損害額から１割を差し引いた金額を損害額としてその賠償請求を認容した原審判断は相当ではない。

したがって，原判決中，上告人敗訴部分を破棄し，推定損害額から控除すべき本件各事情による下落分（株価下落損害）がどの程度であったかについて改めて審理を尽くさせるために，本件を原審に差し戻すべきである。

（裁判長裁判官　大谷剛彦　裁判官　那須弘平　裁判官　田原睦夫　裁判官　岡部喜代子　裁判官　寺田逸郎）

《全 文》

【文献番号】２５５２５４８８

損害賠償請求事件
東京地方裁判所平成２５年（ワ）第１７７９４号
平成２７年３月１９日民事第４９部判決
口頭弁論の終結の日　平成２７年１月８日

判　　決

原告　Ｚ１
同訴訟代理人弁護士　星出光俊
被告　オリンパス株式会社
同代表者代表取締役　Ｚ２
同訴訟代理人弁護士　檜山聡
同　犬塚暁比古
被告補助参加人　Ｚ３
同訴訟代理人弁護士　星野健秀
被告補助参加人　Ｚ４
同訴訟代理人弁護士　内野経一郎
同　内野令四郎
同　田渕朋子
同　若山由佳
同　樫村ありさ

主　　文

１　被告は，原告に対し，４８１８万円及びこれに対する平成２３年１１月８日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
２　原告のその余の請求を棄却する。
３　訴訟費用は，これを５分し，その２を被告の負担とし，その余を原告の負担とする。
４　この判決は，１項に限り，仮に執行することができる。

事実及び理由

第１　請求
　被告は，原告に対し，１億１１７７万２００９円及びこれに対する平成２３年１１月８日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
第２　事案の概要
　本件は，被告株式１０万株を金融商品市場（以下「市場」という。）において取得した原告が，虚偽記載のある四半期報告書の提出者である被告に対し，金融商品取引法（以下「法」という。平成２４年８月１日法律第５３号による改正前のもの。以下同じ。）２１条の２に基づき，１億１１７７万２００９円の損害賠償金及びこれに対する損害発生後（被告が虚偽記載の事実を発表した日）である平成２３年１１月８日から支払済みまで民法所定年５分の割合による遅延損害金の支払を求める事案である。
１　前提事実（当事者間に争いがない事実，後掲証拠又は弁論の全趣旨により容易に認定することができる事実）
（１）当事者
　被告は，顕微鏡，写真機，精密測定器，その他光学機械の製造販売等を目的とする株式会社で，被告株式は，平成２３年当時から現在に至るまで継続して東京証券取引所に上場されている。
（２）四半期報告書の虚偽記載
　被告は，平成２３年８月１１日，同年６月３０日時点の純資産合計額につき実際には１０１７億５１００万円であったにもかかわらず１５１１億４７００万円と記載した第１４４期第１四半期（平成２３年４月１日から同年６月３０日まで）に係る四半期報告書（以下「本件四半期報告書」という。甲２の１）を関東財務局長に提出したところ，同報告書は，同年８月１１日から公衆の縦覧に供された（以下，本件四半期報告書における上記内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。）。
（３）原告による被告株式１０万株の取得
　被告の代表取締役及び社長執行役員・ＣＥＯであったＺ５（以下「Ｚ５」という。）が平成２３年１０月１４日に上記各役職から解任されたところ，原告は，同日から同月１８日までの間，取引所市場において，被告株式の現物売買を複数回にわたって行い，合計１０万株の被告株式（以下「本件株式」という。）を合計１億５５３７万０８０９円で取得した（甲３）。
（４）過去の損失計上先送りに関する情報開示
　被告は，平成２３年１１月８日，緊急記者会見を開催し，平成２年ころから有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っていたことなどを発表するとともに，「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」と題するプレスリリースにてその旨を開示した（以下「本件開示」という。甲７）。
（５）原告による被告株式１０万株の売却処分
　原告は，平成２３年１１月１１日，被告株式合計１０万株を合計４３５９万８８００円で売却処分した（ただし，上記売却処分された合計１０万株の被告株式が本件株式と同一であるかについては当事者間に争いがある。甲３）。
２　争点及び争点に関する当事者の主張
　本件の争点は，本件虚偽記載と相当因果関係のある原告損害額である。
（原告の主張）
（１）原告は本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しておらず，取得価額と処分価額の差額である１億１１７７万２００９円の損害を被った。
　被告は，平成２年ころから有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っていた。この損失計上の先送りに伴い，平成２３年６月１日時点の被告の実際の純資産額は，本件虚偽記載のされた本件四半期報告書における値よりも４９３億９６００万円も低く，これは同期の純利益の８４．７倍に相当する損失であった。本件虚偽記載がなければ，被告は倒産必至であったといえ，上場廃止される危険性が極めて高かったから，原告が本件虚偽記載の存在を知っていたならば，被告株式を取得することはなかった。また，原告が本件株式を購入した時点では被告株式の株価がＺ５解任により下落していたが，原告は，被告株式の株価下落はＺ５解任による一時的なものであってその後に株価が反騰することは必至であると見込んでいたからこそ，本件株式を割安と判断して購入したのである。ところが，実際には，原告が被告株式を取得し終えた３日後の平成２３年１０月２１日から，被告の不明朗な会計処理があるとの報道が具体的にされ始めたことで被告株式の株価は下落し続け，ついには同年１１月８日に本件開示により被告が巨額の粉飾決算を自認するに至って，被告株式の株価は暴落した。本件虚偽記載がなければ，原告が，被告株式の株価反騰を合理的に期待することはできなかったから，被告株式を取得することはなかった。
　原告は，平成２３年１０月１４日から同月１８日までにかけて合計１億５５３７万０８０９円で取得した本件株式を同年１１月１１日に合計４３５９万８８００円で売却処分した。上記のとおり，原告は，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得することはなかったから，本件株式の上記取得価額から上記処分価額を控除した１億１１７７万２００９円が損害額となる。
（２）仮に本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえない場合であっても，原告は，１億１１７７万２００９円の，少なくとも９７３８万円の損害を被った。
　被告は，Ｚ５が損失計上の先送りに関わる被告の過去の不明朗な買収問題に疑惑を持ち徹底的な究明をしようとしたため，損失計上先送りひいては本件虚偽記載の事実を隠蔽するために，平成２３年１０月８日，Ｚ５を代表取締役等から解任したにもかかわらず，上記解任理由が経営の方向性・手法に関する乖離の存在にあるとするプレスリリースをした。しかし，このような被告の隠蔽行為にもかかわらず，Ｚ５の解任以降，被告有価証券報告書等の虚偽記載の疑惑が浮上し，同疑惑が濃厚化していく中で，Ｚ５解任に伴い下落した被告株式の株価はさらに下落し，本件開示によって損失計上先送りの存在が判明するに至って暴落した。Ｚ５の解任理由が被告のプレスリリースのとおりであったならば，被告株式の株価下落は一時的なものにすぎず，その後の反騰が期待できるものであったところ，実際には，上記経過のとおり，本件虚偽記載とその隠蔽行為であるＺ５解任によって，反騰すべき被告株式の株価はさらに下落したのであるから，Ｚ５解任以降の株価下落分は全て一体として本件虚偽記載と相当因果関係のある損害とみるべきである。
　したがって，本件開示がされた平成２３年１１月８日以降の株価下落分のみならず，本件開示に先立つＺ５解任以降である本件株式各取得時から同月７日までの株価下落分についても，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害に含まれるというべきである。結局，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえないとしても，原告は，本件株式の取得価額から処分価額を控除した１億１１７７万２００９円の損害を被った。
　仮に，被告の考え方に則った場合であっても，日本経済新聞（以下「日経新聞」という。）により被告有価証券報告書等の開示状況調査に関する報道が行われた平成２３年１０月２８日の被告株式の株価下落はその１００％が本件虚偽記載の寄与によるものであり，また，第三者委員会の調査状況を理由とする決算発表延期がされた平成２３年１１月４日及び休日明け７日の被告株式の株価下落も，同様に，本件虚偽記載の寄与度が１００％である。よって，原告損害額は，少なくとも９７３８万円を下らない。
（３）法２１条の２第２項によれば，原告には８４００万円の損害が生じたと推定される。
　本件開示がされた平成２３年１１月８日が法２１条の２第２項にいう「公表日」に当たる。そうすると，上記公表日前１月間（同年９月２２日から同年１１月７日までの３０取引日）における被告株式の株価（終値）の平均値は１７９１．９円であり，上記公表日後１月間（同年１１月９日から同年１２月２１日までの３０取引日）における被告株式の株価（終値）の平均値は９５０．９円であるから，同条項による１株当たりの推定損害額は８４０円（一の位以下切捨て）となる。したがって，同条項により算出された原告損害額は，８４００万円（＝８４０円／株×１０万株）となる。
（被告の主張）
（１）本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえないから，本件虚偽記載により本件株式を取得したこと自体により，１億１１７７万２００９円の損害を被った旨の原告の主張は，以下のとおり，その前提を欠き失当である。
　被告は，本件虚偽記載が発覚してから現在まで，倒産していないどころか，その具体的なおそれすらなかったし，本件虚偽記載がなかったとしても，被告は上場廃止基準に当たる債務超過には陥ってはおらず，被告株式が直ちに上場要件を満たさなくなるものではなかった。このことは東京証券取引所が平成２４年１月２０日に被告株式について上場維持を決定したことからも明らか

資料７

156

である。そうすると，原告を始めとする投資者は，本件虚偽記載がなかったとしても，市場において被告株式を取得することが可能であった。
また，本件虚偽記載の内容が被告の事業価値とは直接関連しない連結純資産額を粉飾したにすぎないものであることや本件虚偽記載発覚後にも個人を含む多数の投資者が本件虚偽記載の存在を認識しながら被告株式を取得していたことなどからすれば，本件虚偽記載がなく真実の情報が開示されていたとしても，被告株式を取得した投資者は多数存在していたはずである。殊に原告は，粉飾決算の疑惑や上場廃止の懸念のある株式をあえて積極的に取得する投資傾向を有し，本件虚偽記載が明らかとなり被告株式の株価反騰を合理的に期待できない可能性が高い状況になっていた平成２３年１１月８日以降も，同月９日から同月１７日までの間に合計３５万株の被告株式の信用取引を行うとともに，同月１１日から同月２２日までの間に合計２５万株の被告株式の現物取引を行うことによって，合計８６０９万２６０６円もの利益を上げていた。このような原告の投資傾向に照らせば，原告が，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとは到底いえない。
（２）仮に本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえない場合にも，１億１１７７万２００９円の，少なくとも９７３８万円の損害を被った旨の原告主張には合理性がなく失当である。
本件虚偽記載がなければ原告が本件株式を取得しなかったとはいえない場合における原告の損害とは，当該株式を真実の価額よりも高値で取得したことによるものであるから，その損害額は，当該株式の取得価額と本件虚偽記載がなかったとした場合の想定市場価額との差額（いわゆる取得時差額）相当額である１８５１万円に限定されるべきである。
仮に，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえない場合における原告損害額が，いわゆる取得時差額相当額に限られず，本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がりの全てを含むとしても，原告の主張には合理性がない。すなわち，試みに，統計分析の枠組みを用いて，あるイベント（情報開示等）と株式等の価格変動との関連性を定量的に分析する手法によれば，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害は５８８６万円（保守的に見れば７１０３万円）にとどまり，原告の主張額には大きくとどかないのである（なお，被告は上記試算額の損害を認める趣旨ではない。）。
また，原告は，Ｚ５解任以降の被告株式の株価下落分全てが本件虚偽記載と相当因果関係のある損害であると主張するが，いずれも本件虚偽記載と相当因果関係がなく失当である。すなわち，Ｚ５解任に起因する被告株式の株価下落は，経営効率化の面でＺ５の手腕に期待していた投資家が落胆したとともに，市場が被告の経営上の混乱を懸念したことによるものであって本件虚偽記載と相当因果関係はない。また，アメリカ大株主による第三者機関の設置要求，被告代表取締役の異動，第三者委員会の設置，第三者委員会の調査を原因とする決算発表の延期に起因する被告株式の株価下落は，いずれも，被告経営陣による私的流用等の背任行為，反社会的勢力関与に関する疑惑に起因ないし関連するものであって本件虚偽記載と相当因果関係はない。そもそも，Ｚ５の解任決議において，Ｚ５解任に賛成した被告取締役１２名のうち９名は本件虚偽記載の存在を認識しておらず，かつ，当該９名はＺ５が代表取締役等としての適性に欠けると判断してその解任に賛成したのであるから，被告は損失計上先送りの事実の隠蔽を目的としてＺ５を解任したものではない。
（３）法２１条の２第２項の適用に関する原告主張には誤りがある。
原告は，本件開示がされた平成２３年１１月８日を法２１条の２第２項の「公表日」としているが，本件開示においては，被告が計上を先送りしていた損失の規模については，解消された含み損の規模についても，明らかにされていなかったから，同日をもって同条項の「公表日」とすることはできない。また，原告は，前同日の前後１月間ではなく前後３０取引日の株価（終値）を用いており，このような計算は法２１条の２第２項の規定に反する。
仮に，平成２３年１１月８日を公表日とみても，同日前後においては，Ｚ５の解任や反社会的勢力の関与等といった本件虚偽記載とは関係のない報道による被告株式の株価下落も生じているから，それらを控除する必要がある。同条項により算出された推定損害額から，上記損害分を控除していくと，控除後の金額は１８５１万円となる。
また，原告は，本件虚偽記載が明らかとなった平成２３年１１月８日以降，同月９日から同月２２日までの間，被告株式の現物取引及び信用取引により，８６０９万２６０６円もの利益を上げており，この利益は本件虚偽記載により獲得し得た利益であって，原告が本件虚偽記載により被った損害は同一の原因により発生したものといえるから，原告損害額から損益相殺されるべきである。
第３　当裁判所の判断
１　事実関係
証拠（甲１～５，７～１１（枝番を含む。以下，特に枝番を挙示しない限り同じ。），１３，１５，１６，２３，２４，乙１～６，１０～２０，３０，３１，４１，４５，５３，５４，５８～６０，６５～６８，７０～７２）及び弁論の全趣旨によれば，前提事実を含め，以下の事実が認められる。
（１）当事者
原告は，個人投資家である。
被告は，顕微鏡，写真機，精密測定器，その他光学機械の製造販売等を目的とする株式会社で，被告株式は，平成２３年当時から現在に至るまで継続して東京証券取引所に上場されている。
（２）東京証券取引所における上場廃止基準の概要
東京証券取引所においては，平成２３年当時，概要以下のア及びイを含む上場廃止基準が定められていた（甲２３，２４，乙３１）。
ア　上場会社がその事業年度の末日に債務超過の状態である場合において，１年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。ただし，当該上場会社が事業再生等を行うことにより，当該１年を経過した日から起算して１年以内に債務超過の状態でなくなることを計画している場合には，２年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。
イ　上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合であって，直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であると東京証券取引所が認めるとき。
（３）本件虚偽記載に至る概要等
ア　被告は，昭和６０年以降の急速な円高によって大幅に営業利益が減少したことを受け，当時隆盛となりつつあったいわゆる財テクを重要な経営戦略と位置づけ，金融資産の積極的運用に乗り出した。
しかし，平成２年にバブル経済が崩壊して以降，被告において金融資産の運用による損失が増大し始めたため，被告は，その損失を取り返そうと有価証券投資，デリバティブ取引等を行った結果，かえって金融資産の運用損は飛躍的に膨れあがり，平成７年ころには多額の損失を抱えることになった。
イ　被告は，上記損失の計上を先送りするため，平成１２年３月期以降，被告の連結決算の対象から外れるファンド（以下「受け皿ファンド」という。）に含み損の生じた金融商品等を簿価で買い取らせて，連結貸借対照表から当該含み損を分離する方策を考案し，実行した。その際，被告は，受け皿ファンドが上記金融商品等を購入できるように，被告の預金等を担保に銀行から受け皿ファンドに融資をさせたり，被告において事業投資ファンドを設立し，当該事業投資ファンドから受け皿ファンドに資金を流したりすることにより，上記含み損を実質的に負担していた（以下，受け皿ファンドに資金を流すために利用していた預金等及び事業投資ファンドへの出資金を「特定資産」という。）。
なお，含み損の分離に伴って必要になった特定資産は，平成１９年以降における複数の子会社（株式会社アルティス，ＮＥＷＳ　ＣＨＥＦ株式会社及び株式会社ヒューマラボ（以下「国内新事業三社」という。））の買収資金及びＧｙｒｕｓ　Ｇｒｏｕｐ　ＰＬＣ（以下「ジャイラス社」という。）の買収に際しファイナンシャル・アドバイザーに支払った報酬や優先株の買戻資金を受け皿ファンドに流し込むことにより返済された。
以上につき甲２の２，乙４１
ウ　被告は，上記損失が被告から分離されたことを前提に本件四半期報告書を作成した結果，本件四半期報告書には，平成２３年６月３０日時点の純資産合計額について，実際には１０１７億５１００万円であったにもかかわらず１５１１億４７００万円と内容虚偽の記載（本件虚偽記載）がされることになった（甲２の２，乙４１）。
（４）本件四半期報告書の提出
被告は，平成２３年８月１１日，本件虚偽記載のある本件四半期報告書を関東財務局長に提出したところ，同報告書は，同日から公衆の縦覧に供された。
（５）本件開示に至るまでの経緯
ア　Ｚ５は，被告が子会社化した英国企業やその他の被告関連企業の代表取締役等を歴任後，平成２０年６月に被告執行役員に就任し，平成２３年７月３０日の時点では被告代表取締役及び社長執行役員・ＣＥＯに就任していた。
Ｚ５は，同年７月３１日，知人から，「オリンパス『無謀Ｍ＆Ａ』巨額損失の怪」と題する情報誌「ＦＡＣＴＡ」８月号の翻訳記事を入手し，これにより被告の過去における国内新事業三社の取得額及びジャイラス社買収に係るアドバイザーへの報酬額について疑問を抱いた。Ｚ５は，当時の被告経営陣に対して上記記事の真相を問いただすなどしていく中で，被告における不適切な会計処理等の疑念を確信にまで高め，同年１０月１１日，当時の被告代表取締役らに対して退任を求める手紙を送付した。
以上につき甲１５の１
イ　被告は，平成２３年１０月１４日開催の取締役会において，Ｚ５を代表取締役及び社長執行役員・ＣＥＯから解任することなどを決議し，同日午前９時３０分，上記解任をプレスリリースした（甲４，１５の１，乙５８）。上記プレスリリースにおいては，Ｚ５と他の経営陣との間に，経営の方向性や手法に関して大きな乖離が生じ，経営の意思決定に支障を来す状況になったことが上記解任の理由として挙げられており，この時点では，新聞等の報道において，被告有価証券報告書等の虚偽記載に関する疑惑等について問題提起がされることはなかった（甲４，乙５８，５９）。
なお，上記取締役会においてＺ５の代表取締役等の解任に賛成した取締役１２名のうち９名は，被告における過去の損失計上先送りの存在について認識しておらず，自らの経験又は伝聞情報から，Ｚ５の社長としての資質に疑問をもったために解任に賛成した（乙６０）。
ウ　被告株式の株価は，平成２３年１０月以降，概ね２２００円台から２４００円台までの間で推移していたが，Ｚ５解任に伴い，上記解任前日の同年１０月１３日時点で１株２４８２円であった被告株式の株価（終値）は，同月１４日には１株２０４５円に下落し，翌日１５日には１株１５５５円にまで下落した後も続落し，同月２１日には１株１２３１円となった（甲１３）。
エ　原告は，平成２３年１０月１４日から同月１８日までの間，東京証券取引所市場において，被告株式の現物売買を別紙１記載のとおり，複数回にわたって行い，合計１０万株の被告株式（本件株式）を合計１億５５３７万０８０９円で取得した（甲３）。
なお，原告は，本件株式取得当時，本件虚偽記載の存在を知らなかった。
オ　被告は，平成２３年１０月１９日，Ｚ５解任理由やジャイラス社買収等について一部報道機関において不正確あるいは誤解を招くおそれのある内容の報道がされているとして，監査役会全員一致の見解として，ジャイラス社買収におけるアドバイザーへの報酬等の支払並びに国内新事業三社の買収及びその後の減損処理に関して，被告の取引自体に不正・違法行為は認められず，被告取締役の善管注意義務違反及び手続的瑕疵は認められないとの結論をプレスリリースした（甲５）。

カ　平成２３年１０月２１日，日経新聞において，ジャイラス社買収時のアドバイザーへの支出の妥当性や国内新事業三社の買収額の妥当性等に関する被告の従前の公表内容を疑問視したアメリカ大株主が，被告の粉飾決算等の疑惑について第三者機関による調査を要求したことが報道された（甲１０の１）。これを受けた被告は，同月２４日，プレスリリースにて，被告の決算手続は適切に行われているとの見解を示した（甲１１の１）。

また，同月２８日，日経新聞において，証券取引等監視委員会が被告の有価証券報告書等の開示状況調査を進めるに当たって焦点となるのは，被告が過去に実施した企業買収の会計処理に関する有価証券報告書への虚偽記載の有無であることなどが報道された（甲１０の２）。これを受けた被告は，同年１１月１日，被告における過去の買収案件に関して不正ないし不適切な行為等があったか否かを調査するために，被告と利害関係のない弁護士等で構成される第三者委員会を設置した（甲１１の３）。また，被告は，同月４日，被告の過去の買収案件等について第三者委員会による調査が開始されているため，平成２４年３月期第２四半期決算発表予定日を延期することをプレスリリースした（甲１１の４）。

キ　被告の株価（終値）は，平成２３年１０月２４日に１株１０９９円に下落し，その後同年１１月７日まで１株１０００円台から１３００円台までの間で推移した（甲１３）。

（６）本件開示

被告は，平成２３年１１月８日，緊急記者会見を開催し，同会見の席上で，被告の当時の代表取締役社長であるＺ６が，被告が１９９０年代ころから有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っており，ジャイラス社の買収に際しファイナンシャル・アドバイザーに支払った報酬及び優先株の買戻資金，並びに国内新事業三社の買収資金は，複数のファンドを通すなどの方法により，損失計上の先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明したことなどを発表した。また，被告は，同日，「過去の損失計上先送りに関するお知らせ」と題するプレスリリースにて上記情報を開示した（甲７）。

本件開示に伴い，同日の被告の株価（終値）は７３４円に下落した（甲１３）。

（７）本件開示後の経緯

ア　被告は，平成２３年１１月１０日，損失計上先送りに関する第三者委員会の調査結果報告を受領した上で，平成２４年３月期第２四半期報告書の適正を確認し，四半期レビュー報告書を会計監査人から受領する予定であることから，法２４条の４の７に定める提出期限である同月１４日までに平成２４年３月期第２四半期報告書を提出できない見込みとなったことをプレスリリースにて開示した（甲８）。

これを受けた東京証券取引所は，平成２３年１１月１０日，被告が四半期報告書を上記提出期間経過後１か月以内（同年１２月１４日まで）に提出しなかった場合には被告株式が上場廃止となることから（有価証券上場規程施行規則第６０５号第１項第１３号ａ），被告株式を監理銘柄（確認中）に指定し，被告株式が上場廃止となるおそれがあることを投資者に対して注意喚起した（甲９）。

被告株式の価格（終値）は，同年１１月８日以降も続落し，同月１１日の時点で１株４６０円となったものの，同日以降，１４日に１株５４０円，１５日に１株６４０円，１６日に１株７４０円と上昇していき，２４日には１株１０１９円となった（甲１３，乙１）。

イ　原告は，平成２３年１１月１１日，本件株式全て（合計１０万株）を，同日の被告株式の始値である１株４３６円にて売却した（甲３，１３）。なお，被告は，上記売却の対象となった合計１０万株の被告株式のうち５万株については，原告が同日に合計２３６２万７４００円で新たに取得した被告株式５万株（下記ウ）である可能性があると主張するものの，これを認めるに足りる証拠はなく，上記認定のとおり，同日に売却された被告株式１０万株は本件株式であると認められる。

ウ　原告は，被告株式に関して，平成２３年１１月９日に，同月１６日を売約定日とした合計７万５０００株の信用取引を行い，同月１１日には，同日を売約定日とした合計５万株の信用取引，同月１６日を売約定日とした合計２万５０００株の信用取引，同月１７日を売約定日とした合計２０万株の信用取引をそれぞれ行っており，同月９日以降の上記合計３５万株の信用取引によって合計８５４７万９６０６円の利益を得た。

また，原告は，被告株式に関して，同月１１日に合計５万株を合計２３６２万７４００円で，同月１７日に合計２０万株を合計１億５２２７万８６００円でそれぞれ購入する一方で，同月１６日から同月２２日までにかけて上記合計２５万株を合計１億７６５１万９０００円で売却しており，同月１１日以降の上記合計２５万株の現実売買によって合計６１万３０００円の利益を得た。

以上につき乙６５

エ　被告は，平成２３年１２月６日，第三者委員会から受領した調査報告書の内容を踏まえ，有価証券報告書等の訂正報告書を提出する予定であることを開示した。

これを受けた東京証券取引所は，同日，その訂正内容が重要と認められる相当の事由があり，虚偽記載に関する上場廃止基準に該当するおそれがあると判断して，被告株式を監理銘柄（審査中）に追加指定した。

以上につき乙３０

オ　被告は，平成２３年１２月１４日，平成１９年３月期から平成２４年３月期までの有価証券報告書及び平成２１年３月期第３四半期から平成２４年３月期第１四半期までの四半期報告書の訂正報告書を提出し，本件四半期報告書における平成２３年６月３０日時点の純資産合計額を１５１１億４７００万円とする記載が虚偽であることを自認し，正しい数値は１０１７億５１００万円であると訂正した（乙３０，４５）。

上記訂正報告書作成に当たって平成１３年３月期まで遡って実施された訂正作業においては，訂正報告書提出期間の期首である平成１８年４月１日時点で，被告の連結貸借対照表に損失を負担していた受け皿ファンドを連結することにより，当該時点の損失１億１８３５万２０００円が期首連結利益剰余金から減額されるなどしたが，この訂正作業の結果，被告において，過年度における債務超過状態は確認されなかった（乙４５）。

カ　東京証券取引所は，平成２３年１２月１５日，被告が有価証券報告書の訂正報告書等を上記オのとおり提出したことから，同日付けで被告株式につき監理銘柄（確認中）の指定を解除した（乙３０）。

キ　東京証券取引所は，平成２４年１月２０日，本件虚偽記載の内容については財務諸表への影響が長期間に及んでいたものの，被告の事業規模を踏まえれば，その利益水準や業績トレンドを継続的に大きく見誤らせるものであったとまではいえず，被告の本業における経営成績をよりどころとした市場の評価を著しくゆがめたものであったとまでは認められないとして，上場廃止が相当であるとする程度まで投資者の投資判断が著しくゆがめられていたとは認められないと判断し，被告株式につき監理銘柄（審査中）の指定を解除して上場を維持した。ただし，東京証券取引所は，被告に対して上場違約金の支払を求めるとともに，被告の内部管理体制等については改善の必要性が高いとして，被告株式を特設注意市場銘柄に指定した。（乙３０）

（８）被告株式の主な株価変動

被告株式の株価（終値）は，本件四半期報告書が提出日された平成２３年８月１１日，本件開示がされた同年１１月８日，及び原告が本件株式全てを売却した同月１１日を含む，同年８月１１日から同年１２月１４日までの間，おおむね以下のアないしナのとおり推移した。なお，被告株式の株価（終値）の詳しい推移状況は別紙２に記載のとおりである。（甲１３，乙１）

ア	平成２３年８月１１日（本件四半期報告書提出日）	２２２１円
イ	平成２３年８月３０日	２２７０円
ウ	平成２３年９月１２日	２０９３円
エ	平成２３年９月２９日	２４４８円
オ	平成２３年１０月４日	２２７２円
カ	平成２３年１０月１３日	２４８２円
キ	平成２３年１０月１４日（Ｚ５解任日）	２０４５円
ク	平成２３年１０月１７日	１５５５円
ケ	平成２３年１０月１９日	１３８９円
コ	平成２３年１０月２１日	１２３１円
サ	平成２３年１０月２６日	１０９９円
シ	平成２３年１０月３１日（第三者委員会設置日）	１２１０円
ス	平成２３年１１月４日	１１１８円
セ	平成２３年１１月８日（本件開示日）	７３４円
ソ	平成２３年１１月９日	５８４円
タ	平成２３年１１月１１日（本件株式売却日）	４６０円
チ	平成２３年１１月１７日	７４７円
ツ	平成２３年１１月２４日	１０１９円
テ	平成２３年１１月２８日	９９０円
ト	平成２３年１２月６日	１１９０円
ナ	平成２３年１２月１４日（訂正報告書提出日）	１３１４円

（９）原告が過去に行った株取引の一部

ア　原告は，平成１８年１２月１日から平成１９年５月３１日までの間に，株式会社シグマ・ゲイン（現在の商号は株式会社サンライズ工業。以下「シグマ・ゲイン」という。）の株式を合計２６３７株取得した（乙１１）。シグマ・ゲインは，平成１７年７月１日以降，不適当な合併等を理由として大阪証券取引所において上場廃止猶予期間に入っており（乙１６），同年９月ころには６９０円ないし４２６円で推移していた同社株式の株価も平成１８年から１９年にかけては１００円台に下落していた（乙１９）。

イ　原告は，平成１８年１２月３１日から平成１９年６月３０日までの間に，株式会社モック（以下「モック」という。）の株式を合計１４００株取得した（乙５３の１・２）。モックは，平成１８年６月期の有価証券報告書添付の監査報告書及び平成１９年６月期半期報告書添付の中間監査報告書において，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ていた（乙５４の１・２）。

ウ　原告は，平成１９年４月１日から同年９月３０日までの間に，株式会社オーベン（現在の商号は株式会社Ｔｒｉｐｌｅ　Ｒｅａｃｈ。以下「オーベン」という。）の株式を合計２７５７株取得した（乙２，３）。オーベンは，平成１９年３月期に約６６億円の連結売上高に対して約２０億円の連結経常損失及び約８５億円の連結純資産損失を計上し（乙２），平成１９年３月期中間期には監査法人から継続企業の前提に関する重要な疑義が存在するなどの指摘を受け（乙４），平成１８年１月には２６万９０００円ないし１４万２０００円で推移していた同株式の株価は平成１９年４月には９９９０円ないし７２５０円に下落していた（乙６）。

エ　原告は，平成２３年１０月１８日から同月２６日までの間に，株式会社ゲオ（現在の商号は株式会社ゲオホールディングス。以下「ゲオ」という。）の株式３００株を２２５６万８９５０円で取得した（乙６５）。ゲオは，連結子会社において不適切な取引が行われた可能性があることが判明したとして，同年３月２８日に外部調査委員会を設置し（乙６６），同委員会の調査によって同年５月１９日には循環取引等の不正取引の存在が明らかになったほか（乙６７），同年９月２０日には他の不明朗な会計処理の疑惑があるなどの報道がされていた（乙６９の１・２）。

オ　原告は，平成２３年１１月１４日から同年１２月６日までの間に，エルピーダメモリ株式会社（現在の商号はマイクロンメモリジャパン株式会社。以下「エルピーダメモリ」という。）の株式５５万８２００株を１億９８５１万１９３６円で取得した（乙６５）。エルピーダメモリは，同年４月１日から同年９月３０日までに５７９億５０００万円の経常損益を計上しており

（乙７０），同年１１月１１日には生き残りをかけた重要な局面にある旨の報道がされた後（乙７１），平成２４年２月２７日に会社更生手続開始の申立てをするに至った（乙７２）。

２　本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったことにより，取得価額と処分価額の差額である１億１１７７万２００９円の損害を原告が被ったか否かについて

（１）上記１の認定事実によれば，被告は，有価証券投資，デリバティブ取引等により生じた多額の損失の計上を先送りするため，平成１２年３月期以降，被告の連結決算の対象から外れる受け皿ファンドに含み損の生じた金融商品等を簿価で買い取らせて，被告の連結貸借対照表から当該含み損を分離しており，このような損失計上の先送り処理を前提に有価証券報告書等を作成していたものの，東京証券取引所の上場廃止基準では，事業年度の末日に債務超過の状態にある上場会社が１年以内に債務超過の状態でなくならなかったときには原則として当該会社の株式は上場廃止となるところ，平成１３年３月期まで遡って実施された有価証券報告書等の訂正作業の結果，被告の過年度における債務超過状態が確認されることはなく，また，東京証券取引所の上場廃止基準においては，有価証券報告書等に虚偽記載を行った上場会社のうち，直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であると東京証券取引所が認める場合に限って上場廃止となるところ，東京証券取引所は上場廃止が相当であるとする程度まで投資者の投資判断が著しくゆがめられていたとは認められないと判断し，被告株式につき監理銘柄（審査中）指定を解除して上場を維持した。

そうすると，仮に，本件株式を原告が取得する以前に，被告が，平成１２年３月期以降継続してきた損失計上の先送りに関する虚偽記載をやめ，あるいはその虚偽記載を訂正していた場合であっても，被告が債務超過ないし虚偽記載に係る各上場廃止基準に該当していた蓋然性は極めて低く，原告が本件株式を取得した平成２３年１０月当時において被告株式につき上場廃止の措置が採られていた蓋然性は極めて低かったということができる。

原告が，本件株式を取引所市場で取得した当時，本件虚偽記載がなければ，本件株式を取得することができなかったとはいえない。

（２）また，上記１の認定事実によれば，被告が平成２３年１１月８日に本件開示を行い，平成２年ころからの有価証券投資等に係る損失計上の先送りが明らかになったことにより，１株１０００円以上あった被告株式の株価は，同日に１株７３４円に急落し，その後も下落を続ける中でさらに，同月１０日，被告が平成２４年３月期第２四半期報告書を提出期限までに提出できない見込みとなった旨を開示したことを受け，東京証券取引所が被告株式につき監理銘柄（確認中）に指定して上場廃止になるおそれがあることを投資者に対して注意喚起したことなどに伴い，被告株式の株価は，同日時点で１株４６０円にまで下落した。ところが，上記１の認定事実によれば，このような状況であるにもかかわらず，原告は，平成２３年１１月９日に，同月１６日を売約定日とした合計７万５０００株の被告株式の信用取引を行い，同月１１日には，同日を売約定日とした合計５万株の信用取引，同月１６日を売約定日とした合計２万５０００株の信用取引，同月１７日を売約定日とした合計２０万株の被告株式の信用取引をそれぞれ行うとともに，合計５万株の被告株式を合計２３６２万７４００円で現物購入している。そしてまた，上記１の認定事実によれば，同月１１日以降に被告株式の株価が上昇していく中で，原告は，上記信用取引によって合計８５４７万９６０６円の利益を得るとともに，同月１７日に合計２０万株の被告株式を合計１億５２２７万８６００円で現物購入し，同月１８日以降，同月１１日及び１７日に現物購入した上記合計２５万株の被告株式を全て売却し，合計６１万３０００円の利益を得ている。

以上に加え，上記１（９）で認定した原告の投資傾向に鑑みれば，原告は，本件開示により被告の過去の損失計上先送りが明らかになり，東京証券取引所が被告株式につき上場廃止の注意喚起を行い，被告株式の株価が下落を続けていた状況の中でも，その後の反騰を狙って，あえて被告株式の購入を継続していたであろうことが推認される。そうすると，原告が，本件虚偽記載がなければ，本件株式の取得を避けたということはできない。

原告は，本件株式を購入したのはＺ５解任に伴い一時的に下落した被告株式の株価が反騰することを期待していたからであって，本件虚偽記載がなければ被告株式の株価反騰を合理的に期待することはなかったと主張するが，以上の認定判断に照らして採用することができない。

（３）したがって，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったことを前提とし，原告が本件虚偽記載により本件株式を取得したこと自体により１億１１７７万２００９円の損害を被った旨の原告の主張は失当である。

３　仮に本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえない場合であっても，原告が１億１１７７万２００９円少なくとも９７３８万円の損害を被ったか否かについて

（１）まず，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ものと解するのが相当であるから（最高裁平成２２年（受）第７５５号～第７５９号同２４年３月１３日第三小法廷判決・民集６６巻５号１９５７頁参照），本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえない場合における原告損害額が，本件株式の取得価額と虚偽記載がなかったとした場合の想定市場価額との差額に限定されるとの被告主張は採用することができない。

（２）上記１の認定事実によれば，被告株式の株価（終値）は，本件四半期報告書が提出された平成２３年８月１１日以降，１株２０００円台から２４００円台の間で推移し，Ｚ５解任の前日である同年１０月１３日には１株２４８４円であったものの，Ｚ５が解任された同月１４日には１株２０４５円に下落し，その後も，同月１５日には１株１５５５円，同月２１日には１株１２３１円，同月２４日には１株１０９９円と下落を続けた後，同日以降本件開示の前日である同年１１月７日までの間，１株１０００円台から１３００円台までの間を推移していたところ，本件開示により１株７３４円に下落し，原告が本件株式を売却した同月１１日には１株４６０円にまで下落した。

原告損害額が１億１１７７万２００９円になるとの原告主張は，要するに，Ｚ５解任以降の株価下落分は全て本件虚偽記載と相当因果関係にある損害に含まれるというものである。

ところで，上記１の認定事実によれば，被告が，平成２３年１０月１４日開催の取締役会において，Ｚ５を代表取締役等から解任することを決議しプレスリリースした後，同月１９日ころから一部報道機関において被告によるジャイラス社の買収等に関する報道が行われ，同月２１日にアメリカ大株主が粉飾決算等の疑惑について第三者機関による調査を要求したことが報道された後，同月２８日には被告の有価証券報告書への虚偽記載の有無を焦点として証券取引等監視委員会による開示状況調査が行われることなどが報道され，これらに対する対応として，被告は，ジャイラス社の買収等に関する一部報道に対しては同月１９日に不正・違法行為は認められないとのプレスリリースをし，アメリカ大株主による調査要求に関する報道に対しては２４日に被告決算手続は適切に行われているとの見解を示していたものの，同年１１月１日に至って，被告の過去の買収案件に関して不正ないし不適切な行為等があったか否かを調査するための第三者委員会を設置し，同月４日には，平成２４年３月期第２四半期決算発表予定日を延期することをプレスリリースしている。このように，Ｚ５解任以降の被告に関する報道内容は，当初，被告が過去に実施した企業買収に関する疑惑にすぎなかったものの，徐々に有価証券報告書への虚偽記載の有無に関して具体化していき，これに伴い，当初，決算手続は適切であったと説明していた被告も，第三者委員会を設置して過去の買収案件について調査を開始し，平成２４年３月期第２四半期決算発表予定日を延期するに至ったということができる。以上からすれば，Ｚ５解任以降，被告による過去の企業買収等に関する有価証券報告書等の虚偽記載の疑惑が徐々に信ぴょう性を増していったといえ，これが被告株式の株価下落に一定程度の影響を与えていたことは否定することができない。

しかし，他方で，上記１の認定事実によれば，Ｚ５が解任された平成２３年１０月１４日の時点では，新聞等の報道において，虚偽記載の疑惑等についての問題提起がされることはなく，同月１５日の時点においても，Ｚ５解任に至った経緯は必ずしも明確ではなく，上記解任で市場には被告の経営の先行き懸念が広がり，被告株式の株価が大幅に下落しているとの報道や，Ｚ５解任により外国人投資家などの失望売りが出たことなどの報道がされていたこと（乙５９の１・２）が認められることに加え，被告の虚偽記載等の疑惑が徐々に信ぴょう性を増していたとはいえ，被告における過去の損失計上先送りの存在は本件開示によって初めて明らかになったのであって，それ以前に上記事実の漏洩等があった事情もないことが認められることからすると，本件開示に先立つＺ５解任以降の被告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と見ることはできない。

また，原告は，Ｚ５の解任は被告による損失計上先送りの隠蔽行為であったから，Ｚ５解任と本件虚偽記載とを一体視すべきとも主張するようであるが，上記１の認定事実によれば，Ｚ５解任に賛成した１２名の取締役のうち９名は，損失計上先送りの事実や有価証券報告書等の虚偽記載については認識しておらず，自らの経験又は伝聞情報から，Ｚ５の社長としての資質に疑問をもったために上記解任に賛成したのであり，Ｚ５解任が，損失計上先送りなどについての被告の隠蔽行為とまで評価することはできず，Ｚ５解任と本件虚偽記載とを一体視することもできない。

（３）以上によれば，Ｚ５解任以降の被告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とは認められない。

また，原告は，Ｚ５解任以降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とはいえず，被告の損害額算定の手法に則ったとしても，原告損害額は少なくとも９７３８万円を下らないとも主張するが，具体的な立証はなく，原告主張の損害額を認めるに足りる証拠はない。

結局，仮に本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかったとはいえないとしても，１億１１７７万２００９円少なくとも９７３８万円の損害を被った旨の原告主張はいずれも失当である。

４　法２１条の２第２項によれば，原告損害額は８４００万円であると認められるか否かについて

（１）原告は，本件開示がされた平成２３年１１月８日を法２１条の２第２項の「公表日」として推定計算をしているところ，被告は，同日は同条項の「公表日」に当たらないと主張している。

法２１条の２第２項にいう「虚偽記載等の事実の公表」とは，「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について，多数の者の知り得る状態に置く措置が採られたことをいうところ（同条３項），上記２項所定の「虚偽記載等の事実の公表」があったというためには，単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在していることのみについて上記措置が採られたのでは足りないが，有価証券報告書等に記載すべき真実の情報の全てにつき上記措置が採られたことまでも要するものではなく，虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする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りる基本的事実について上記措置が採られれば足りると解するのが相当である（最高裁平成２２年（受）第７５５号～第７５９号同２４年３月１３日第三小法廷判決・民集６６巻５号１９５７頁）。

上記１の認定事実によれば，平成２３年１１月１日，被告と利害関係のない弁護士等で構成された第三者委員会が設置され，同委員会によって，被告の過去の買収案件に関して不正ないし不適切な行為等があったか否かについて調査等が行われ，その過程で判明した内容として，被告は，平成２３年１１月８日に開催した緊急記者会見及び同日のプレスリリースを通じて，平成２年ころから有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っていたことなどの情報を一般公衆に開示した。本件虚偽記載は，被告の平成２３年６月３０日時点の純資産額合計額が実際には１０１７億５１００万円であったのに１５１１億４７００万円であると記載したものであるところ，これは，被告が，有価証券投資等により生じた多額の損失の計上を先送りするために，平成１２年３月期以降，含み損の生じた金融商品等を被告の連結決算の対象から外れる受け皿ファンドに買い取らせ，被告の連結貸借対照表から当該含み損を分離させたことにより生じたものであること

に照らせば，上記緊急記者会見及びプレスリリースにより開示された情報は，被告株式に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たり，これを開示することにより多数の者の知りうる状態に置く措置が採られたといえるから，本件開示をもって法２１条の２第２項所定の「虚偽記載等の事実の公表」があったということができる。

したがって，本件開示がされた平成２３年１１月８日が法２１条の２第２項所定の「公表日」であって，これと異なる被告の上記主張は採用することができない。

（２）次に，原告は，公表日である平成２３年１１月８日の前後３０取引日を元に推定損害額を算出しているが，法２１条の２第２項所定の「公表日前１月間」及び「公表日後１月間」とは，それぞれ公表日前後の暦に従って１か月間を計算すべきであるから，この点に関する原告の計算方法は採用することができない。同項にいう「公表日」が平成２３年１１月８日である本件においては，「公表日前１月間」とは同年１０月８日から同年１１月７日までを指し（ただし，同年１０月８日は土曜日，同月９日は日曜日，同月１０日は国民の祝日であって，市場取引が行われていないから，同月１１日から同年１１月７日までの市場価額の平均額を算出すべきこととなる。），「公表日後１月間」とは同年１１月９日から同年１２月８日までを指す。

そうすると，上記公表日前１か月間（同年１０月８日から同年１１月７日までの３０日間）の株価（終値）の平均値は１４７１．７円（小数点第２位以下切捨て）であり，上記公表日後１か月間（同年１１月９日から同年１２月８日までの３０日間）の株価（終値）の平均値は８６９．５円（小数点第２位以下切捨て）であるから，同条項により算出される推定損害額は，１株当たり６０２．２円となる。

（３）もっとも，上記３の判断，説示のとおり，Ｚ５解任が被告株式の下落に一定程度の影響を与えていたことは否定できない一方で，Ｚ５解任以降の被告株式の株価下落分の全てを本件虚偽記載と相当因果関係を有する損害と認めることもできないのであって，Ｚ５解任以降の株価下落分のうち一定部分は，上記推定損害額から控除，減額すべきである。

この点について被告は，法２１条の２第２項により算出された推定損害額から，本件虚偽記載とは関係のない報道等に起因する損害分を控除すると，結局，被告が主張する本件株式の取得価額と虚偽記載がなかったとした場合の想定市場価額との差額である１８５１万円と一致することになると主張する。しかし，被告が採用する具体的手法である，回帰分析を用いて，対象株式株価の変動を予測するマーケットモデルを構築した上で超過的（株価）変動率を求めてする手法と，虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むとする考え方とは，その内容を異にするというべきであるから，被告が提出する乙第３７号証及び同第３８号証を考慮しても，これを認めるに十分ではない。

本件開示日以前の被告株式の株価下落のうち一定部分は本件虚偽記載等によって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認められるものの，上記事情によって生じた損害額を具体的に証明することはその性質上極めて困難である。そこで，同条５項を適用して，上記１の認定事実をはじめ，本件に顕れた一切の事情を総合考慮し，同条２項により算出される推定損害額のうち，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（小数点第２位以下切捨て）を認定し，これを原告損害額から減額するのが相当である。

（４）以上によれば，法２１条の２第２項及び５項により算出される本件虚偽記載により原告に生じた損害額は，４８１８万円となる。

なお，被告は，原告が本件開示直後の被告株式に係る現物取引及び信用取引により得た利益相当額を原告損害額から損益相殺すべきであると主張するが，本件株式の取得と本件開示後にされた上記被告株式の取得とは別個の行為であって損益相殺の前提を欠くから，被告の上記主張は採用することができない。

５　結論

以上の次第で，原告の請求は，４８１８万円及びこれに対する損害が発生した後の平成２３年１１月８日から支払済みまで民法所定年５分の割合による遅延損害金の支払を求める限度で理由があるからこれを認容し，その余は理由がないから棄却することとして，主文のとおり判決する。

東京地方裁判所民事第４９部

裁判長裁判官　佐久間健吉　裁判官　飯持淳子　裁判官　伊藤渉

別紙１

別紙２

Copyright (C) 1999 TKC Corporation All Rights Reserved.
LEX／DBインターネットに関する知的所有権その他一切の権利は株式会社TKCおよび情報提供者に帰属します。

別紙１

約定日	銘柄	銘柄コード	市場	取引	期限	預り	課税	約定数量	約定単価	手数料/諸経費等	税額	受渡日	受渡金額/決済損益
2011/10/14	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	10000	2040	1152	57	2011/10/19	20,401,209
2011/10/17	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	3600	1639	824	42	2011/10/20	5,901,266
2011/10/17	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1565	1143	57	2011/10/20	7,826,200
2011/10/17	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	1400	1638	319	15	2011/10/20	2,293,534
2011/10/17	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	10000	1545	1143	57	2011/10/20	15,451,200
2011/10/17	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1575	1143	57	2011/10/20	7,876,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	2800	1404	642	33	2011/10/21	3,931,875
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1455	1143	57	2011/10/21	7,276,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	1500	1403	342	17	2011/10/21	2,104,859
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	1700	1549	129	6	2011/10/21	2,633,435
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	700	1402	159	7	2011/10/21	981,566
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	13300	1550	1014	51	2011/10/21	20,616,065
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1425	1143	57	2011/10/21	7,126,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	10000	1375	1143	57	2011/10/21	13,751,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1487	1143	57	2011/10/21	7,436,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1509	1143	57	2011/10/21	7,546,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	5000	1355	1143	57	2011/10/21	6,776,200
2011/10/18	オリンパス	7733	東証	株式現物買	—	—	—	10000	1544	1143	57	2011/10/21	15,441,200
							平均単価		1553.7			現物買合計	155,370,809
2011/11/11	オリンパス	7733	東証	株式現物売	—	—	申告	100000	436	1143	57	2011/11/16	43,598,800
												損失額	111,772,009

別紙２

日付	始値	高値	安値	終値
2011年6月1日	2,513	2,523	2,497	2,516
2011年6月2日	2,466	2,472	2,434	2,452
2011年6月3日	2,447	2,476	2,433	2,433
2011年6月6日	2,437	2,448	2,415	2,434
2011年6月7日	2,430	2,452	2,416	2,437
2011年6月8日	2,434	2,484	2,422	2,481
2011年6月9日	2,492	2,545	2,483	2,544
2011年6月10日	2,584	2,633	2,568	2,614
2011年6月13日	2,614	2,679	2,593	2,656
2011年6月14日	2,660	2,672	2,638	2,655
2011年6月15日	2,652	2,692	2,634	2,688
2011年6月16日	2,653	2,683	2,629	2,657
2011年6月17日	2,750	2,761	2,654	2,673
2011年6月20日	2,710	2,793	2,708	2,787
2011年6月21日	2,815	2,835	2,767	2,798
2011年6月22日	2,799	2,822	2,762	2,783
2011年6月23日	2,733	2,739	2,700	2,714
2011年6月24日	2,715	2,734	2,665	2,688
2011年6月27日	2,690	2,709	2,647	2,686
2011年6月28日	2,725	2,744	2,713	2,727
2011年6月29日	2,720	2,739	2,689	2,728
2011年6月30日	2,729	2,730	2,695	2,701
2011年7月1日	2,702	2,714	2,676	2,698
2011年7月4日	2,730	2,753	2,695	2,743
2011年7月5日	2,744	2,746	2,712	2,731
2011年7月6日	2,732	2,732	2,690	2,729
2011年7月7日	2,738	2,764	2,731	2,740
2011年7月8日	2,789	2,789	2,736	2,743
2011年7月11日	2,716	2,724	2,704	2,717
2011年7月12日	2,687	2,700	2,657	2,660
2011年7月13日	2,647	2,661	2,618	2,623
2011年7月14日	2,624	2,649	2,610	2,629
2011年7月15日	2,630	2,641	2,613	2,633
2011年7月19日	2,630	2,668	2,626	2,635
2011年7月20日	2,674	2,692	2,664	2,685
2011年7月21日	2,699	2,700	2,670	2,692
2011年7月22日	2,730	2,767	2,721	2,760
2011年7月25日	2,729	2,739	2,705	2,711
2011年7月26日	2,736	2,764	2,730	2,744
2011年7月27日	2,719	2,727	2,697	2,721
2011年7月28日	2,722	2,745	2,697	2,718
2011年7月29日	2,733	2,752	2,721	2,745
2011年8月1日	2,746	2,773	2,744	2,753
2011年8月2日	2,729	2,729	2,702	2,711
2011年8月3日	2,661	2,662	2,607	2,638
2011年8月4日	2,639	2,653	2,582	2,610
2011年8月5日	2,523	2,558	2,518	2,543

別紙２（続き１）

2011年8月23日	2,184	2,213	2,151	2,207
2011年8月24日	2,236	2,246	2,184	2,189
2011年8月25日	2,222	2,246	2,208	2,224
2011年8月26日	2,206	2,226	2,183	2,224
2011年8月29日	2,212	2,240	2,177	2,224
2011年8月30日	2,268	2,274	2,245	2,270
2011年8月31日	2,253	2,257	2,209	2,218
2011年9月1日	2,255	2,288	2,249	2,268
2011年9月2日	2,242	2,263	2,216	2,230
2011年9月5日	2,202	2,218	2,163	2,174
2011年9月6日	2,187	2,189	2,154	2,178
2011年9月7日	2,214	2,250	2,203	2,250
2011年9月8日	2,272	2,280	2,252	2,258
2011年9月9日	2,241	2,260	2,223	2,226
2011年9月12日	2,149	2,165	2,093	2,093
2011年9月13日	2,110	2,127	2,101	2,116
2011年9月14日	2,131	2,154	2,017	2,025
2011年9月15日	2,097	2,117	2,068	2,072
2011年9月16日	2,170	2,230	2,159	2,225
2011年9月20日	2,200	2,221	2,184	2,193
2011年9月21日	2,206	2,303	2,199	2,287
2011年9月22日	2,278	2,296	2,211	2,226
2011年9月26日	2,250	2,290	2,203	2,272
2011年9月27日	2,317	2,419	2,310	2,390
2011年9月28日	2,400	2,439	2,390	2,415
2011年9月29日	2,403	2,455	2,388	2,448
2011年9月30日	2,442	2,495	2,416	2,417
2011年10月3日	2,367	2,371	2,261	2,306
2011年10月4日	2,251	2,281	2,208	2,272
2011年10月5日	2,288	2,335	2,248	2,275
2011年10月6日	2,319	2,363	2,314	2,358
2011年10月7日	2,365	2,446	2,343	2,416
2011年10月11日	2,465	2,465	2,415	2,423
2011年10月12日	2,386	2,387	2,333	2,373
2011年10月13日	2,492	2,526	2,472	2,482
2011年10月14日	2,482	2,483	2,032	2,045
2011年10月17日	1,795	1,810	1,545	1,555
2011年10月18日	1,562	1,591	1,281	1,417
2011年10月19日	1,357	1,417	1,323	1,389
2011年10月20日	1,364	1,436	1,306	1,321
2011年10月21日	1,300	1,342	1,230	1,231
2011年10月24日	1,227	1,239	1,012	1,099
2011年10月25日	1,100	1,209	1,072	1,189
2011年10月26日	1,165	1,189	1,060	1,099
2011年10月27日	1,189	1,388	1,170	1,355
2011年10月28日	1,258	1,290	1,188	1,217
2011年10月31日	1,131	1,249	1,131	1,210
2011年11月1日	1,202	1,231	1,194	1,206
2011年11月2日	1,220	1,229	1,200	1,200

別紙２（続き２）

2011年11月18日	717	759	612	625
2011年11月21日	705	725	684	725
2011年11月22日	788	873	770	869
2011年11月24日	936	1,019	912	1,019
2011年11月25日	1,199	1,276	1,030	1,107
2011年11月28日	1,017	1,099	958	990
2011年11月29日	1,000	1,059	981	1,003
2011年11月30日	980	1,029	873	1,025
2011年12月1日	1,002	1,120	1,001	1,049
2011年12月2日	1,101	1,126	1,040	1,067
2011年12月5日	1,090	1,099	1,067	1,091
2011年12月6日	1,120	1,255	1,111	1,190
2011年12月7日	1,130	1,172	1,081	1,128
2011年12月8日	1,179	1,190	1,152	1,178
2011年12月9日	1,153	1,219	1,141	1,206
2011年12月12日	1,250	1,350	1,238	1,300
2011年12月13日	1,315	1,407	1,313	1,370
2011年12月14日	1,410	1,415	1,104	1,314

資料８

○損害賠償請求事件（平成２１年（受）第１１７７号 一部破棄差戻し／同23年９月13日第三小法廷判決 一部破棄自判）

【上告人】 控訴人 原告 鈴木和夫 ほか６名
控訴人 被控訴人 原告 新崎盛由 ほか４名
被控訴人 原告 岡村惇二 ほか１０１名
代理人 竹橋正明 ほか

【被上告人】 被控訴人 控訴人 被告 西武鉄道株式会社 ほか５名
代理人 田口和幸 ほか

【第１審】 東京地方裁判所 平成２０年４月２４日判決

【第２審】 東京高等裁判所 平成２１年２月２６日判決

○判示事項

１ 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しなかった場合における，上記投資者に生じた当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額

２ 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しなかった場合における，当該虚偽記載の公表後のいわゆるろうばい売りによる上場株式の市場価額の下落による損害と当該虚偽記載との相当因果関係

○判決要旨

１ 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，上記投資者に生じた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，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）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。

2　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，当該虚偽記載が公表された後のいわゆるろう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による損害は，当該虚偽記載と相当因果関係がないとはいえない。

（1につき補足意見及び意見がある。）

【参照】（1，2につき）民法709条　故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は，これによって生じた損害を賠償する責任を負う。

○主　　文

1　原判決中，別紙1記載の上告人らの被上告人A及び同Bに対する請求並びに別紙2記載の上告人らの被上告人Y_3に対する請求に関する部分を除く部分につき，上告人らの敗訴部分を破棄する。

2　前項の破棄部分のうち，別紙3記載の上告人らの請求並びに別紙4記載の上告人らの被上告人A及び同Bに対する請求に関する部分につき，本件を東京高等裁判所に差し戻す。

3　第1項の破棄部分のうち，前項の部分を除く部分につき，被上告人らの控訴を棄却する。

4　前項の部分に関する控訴費用及び上告費用は，被上告人らの負担とする。

○理　　由

上告代理人竹橋正明ほかの上告受理申立て理由（ただし，排除されたものを除く。）について

1　本件は，東京証券取引所に上場されていた被上告人西武鉄道株式会社の株式（以下「西武鉄道株」という。）を取引所市場において取得した者又はその相続人である上告人らが，株式会社コクド等の少数特定者が所有する西武鉄道株の数の割合が東京証券取引所の定める上場廃止事由に該当するという事実があったにもかかわらず，被上告人西武鉄道が有価証券報告書及び半期報告書（以下「有価証券報告書等」という。）に虚偽の記載をして上記事実を隠蔽し，また，コクドが西武鉄道株の大量保有報告書に過少な数を記載するなどして上記事実の隠蔽に協力したことにより，損害を被ったと主張して，被上告人西武鉄道，コクドを吸収合併した被上告人株式会社プリンスホテル，被上告人西武鉄道及びコクドの代表取締役であった被上告人Y_1等に対し，不法行為等に基づく損害賠償を求める事案である。上記の不法行為により上告人らに生じた損害の額が争点となっている。

2　原審が確定した事実関係の概要は，次のとおりである。

(1)　西武鉄道株は，昭和24年に東京証券取引所に上場され，昭和40年8月から平成16年12月16日まで継続して市場第一部に上場されていた。

(2)　東京証券取引所においては，遅くとも昭和57年10月1日には以下の上場廃止事由が定められ，これは平成16年まで継続されていた（株券上場廃止基準2条1項，昭和57年10月1日改正付則3項，5項）。

ア　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及び役員が所有する株式等の総数をいう。）が上場株式数の８０％を超えている場合において，１年以内に８０％以下とならないとき（以下「少数特定者持株数基準」という。）

イ　上場会社が財務諸表等又は中間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（以下「財務諸表等虚偽記載基準」という。）

ウ　公益又は投資者保護のため，東京証券取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合（以下「公益等保護基準」という。）

(3)　被上告人西武鉄道は，関東財務局長等に対して提出した昭和３２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おいて，コクドが所有する西武鉄道株の数につき，コクド名義で所有する株式（以下「コクド名義株」という。）の数のみを記載し，他人名義で所有する株式（以下「他人名義株」という。）の数を記載せず，また，コクド名義株と他人名義株を合わせればコクドが被上告人西武鉄道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（以下，被上告人西武鉄道の有価証券報告書等における上記の内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。）。

(4)　他方，コクドは，平成２年の証券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及びその変更報告書において，その所有する西武鉄道株の数を過少に記載し，後記(7)の公表までの間，正確な数を記載した大量保有報告書及びその変更報告書を提出しなかった。

また，コクドは，平成７年以降，その所有する西武鉄道株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，相対取引で西武鉄道株を売却した際，コクド名義株を売却した上でその分の他人名義株をコクド名義に書き換えるという処理をして，他人名義株を減少させた。

(5)　被上告人西武鉄道の代表取締役であった被上告人Y_1（昭和４０年１１月就任，平成１６年４月１４日退任）及びC（同月８日就任）並びに被上告人西武鉄道の取締役総務部長を経て代表取締役となったY_2（昭和５１年６月取締役就任，平成８年６月代表取締役就任，平成１６年４月８日代表取締役辞任）は，上記の各在任期間中，本件虚偽記載の事実を認識しながら，その訂正を指示等することなく，これを継続することを容認し，また，被上告人Y_1は，コクドの代表取締役（昭和３２年１０月就任，平成１６年１０月１３日辞任）としても，コクドが所有する他人名義株の存在や本件虚偽記載を認識しながらこれを公表しなかっただけでなく，上記(4)の本件虚偽記載の隠蔽に積極的に関与した。

(6)　被上告人西武鉄道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昭和５７年１０月１日以降，平成１６年３月末まで継続して上場株式数の８０％を超えていた。しかし，本件虚偽記載のある有価証券報告書等の記載の上では，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。

また，コクドの所有する西武鉄道株の数が被上告人西武鉄道の発行済株式総数に占める割合は，昭和３２年３月末以降，常に過半数であったが，本件虚偽記載により，有価証券報告書等の記載上の上記割合は，常に半数以下にとどまるものとされていた。

(7)　被上告人西武鉄道は，平成１６年１０月１３日，関東財務局長に対し，コクド等の所有する他人名義株の存在が判明したとして，公衆縦覧期間中である平成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，コクド等の所有する西武鉄道株の数及び所有割合を訂正し，コクドの表示を「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提出し，その旨を公表した（以下「本件公表」という。）。

(8) 東京証券取引所は，平成１６年１０月１３日，西武鉄道株を少数特定者持株数基準に係る猶予期間入り銘柄（その期間は同年４月１日から１年間）としたことを公表するとともに，西武鉄道株について，財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するおそれがあるとして，その該当の有無を認定する日まで監理ポストに割り当てることを決定し，その旨を公表した。

東京証券取引所は，同年１１月１６日，西武鉄道株について，財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するとして，同年１２月１７日に上場廃止とする旨を決定し，上記決定内容及び同月１６日まで西武鉄道株を整理ポストに割り当てる旨を公表した。

西武鉄道株は，同月１７日，上場廃止となった。

(9) 西武鉄道株の東京証券取引所における終値は，本件公表の日（なお，本件公表前に同日の取引は終了していた。）である平成１６年１０月１３日が１株１０８１円，上場廃止決定のあった同年１１月１６日が１株２６８円，最終取引日である同年１２月１６日が１株４８５円であった。

その後，平成１８年２月に被上告人西武鉄道の会社分割など関係企業の再編が行われ，被上告人西武鉄道の株主は，その所有していた西武鉄道株１株につき株式会社西武ホールディングスの株式（以下「西武ホールディングス株」という。）１株を所有することとなった。上記の企業再編の際，西武鉄道株は，１株９１９円と評価されて譲渡されるとともに，被上告人西武鉄道は，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。

西武ホールディングスは，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。

(10) 上告人ら（ただし，本件訴訟係属中に承継が生じた者については第１審原告らを指す。以下，承継前の時点における事実をいうときは同じ。）は，一般投資家であり，第１審判決別紙「損害等一覧表」の「取得時期」欄記載の日（平成４年１２月１０日から平成１６年１０月１３日まで）に取引所市場において「持ち株数」欄記載の数の西武鉄道株を「取得価格」欄記載の１株当たりの価額で取得した（ただし，上告人伊藤雅和〔同表記載の原告番号２４５〕が平成１６年１１月２日に売却した１０００株を除く。）。

上告人らは，本件公表の時点で，上記一覧表の「持ち株数」欄記載の数の西武鉄道株を保有しており，「売却時期」欄に年月日が記載されている株式（以下「処分株式」という。）については当該年月日に「売却価格」欄記載の１株当たりの価額でこれを売却し，また，「売却時期」欄に「保有」と記載されている株式については西武鉄道株に代わり同数の西武ホールディングス株（以下「保有株式」という。）を所有している。

(11) コクドは，平成１８年２月１日，被上告人プリンスホテルに吸収合併された。

Ｃは，平成１７年２月１９日死亡し，その相続人である被上告人Ｙ３は，限定承認をした。

３ 上告人らは，本件虚偽記載により上告人らに生じた損害の額について，要旨次のとおり主張している。

(1) 主位的主張

本件虚偽記載がなければ上告人らが西武鉄道株を取得することはなかったから，西武鉄道株を取得させられたこと自体が損害であり，対価として支出した取得価額の全額が損害額となる。

(2) 予備的主張1

上告人らは，本件虚偽記載によって，本来は上場を維持し得ない株式である西武鉄道株を上場株式としての付加価値（以下「上場プレミアム」という。）が上乗せされた対価で取得させられたから，上場プレミアム相当分が損害であり，取得価額と取得時点での本来あるべき価額（想定価額）との差額が損害額となる。

(3) 予備的主張2

本件虚偽記載がされた結果，西武鉄道株は本件公表後に市場価額が大幅に下落して上場廃止となったから，本件公表後の株価下落分が損害となり，処分株式については本件公表の日の終値と処分価額との差額が，保有株式については上記終値と事実審の口頭弁論終結時の価額との差額が損害額となる。

4 原審は，前記事実関係の下において，① 被上告人西武鉄道，同プリンスホテル及び同Y_1は，全ての上告人らに対し，② Y_2は，同人が代表取締役を辞任した後に有価証券報告書が提出された日の前日である平成16年6月28日までに西武鉄道株を取得した上告人らに対し，③ 被上告人Y_3は，Cから相続した財産の限度において，Cが代表取締役に就任した後に有価証券報告書が提出された日である同月29日以降に西武鉄道株を取得した上告人らに対し，それぞれ本件虚偽記載につき不法行為責任を負うとした上で，本件虚偽記載により上告人らに生じた損害の額について次のとおり判断して，上告人らのうち本件公表後に西武鉄道株を売却した者の請求を一部認容し，その余の上告人らの請求を棄却すべきものとした。

(1) 主位的主張について

上告人らの主位的主張は，取得した西武鉄道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，

西武鉄道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，上告人らは，その取得時点で取得価額に相応した価値を有する西武鉄道株を取得したものといわざるを得ないし，また，上告人らの取得行為自体に瑕疵はないから，西武鉄道株の取得自体を損害とみることはできず，主位的主張は理由がない。

(2) 予備的主張1について

上告人らの主張する上場プレミアム相当分の損害は，上告人らが西武鉄道株を取得した時点では未発生といえなくもない上，その額を数額的に把握することは困難であり，その主張に係る額を認めるに足りる証拠もないから，予備的主張1は理由がない。

(3) 予備的主張2について

本件公表により西武鉄道株の市場価額が急落するという事態は，本件虚偽記載が判明することによって生ずべき減価が現実化したものということができる。

しかし，上告人らのうち本件公表後に西武鉄道株を売却した者については，本件公表後いつの時点で西武鉄道株を売却するかは当該株主が諸般の事情を考慮して決断すべき事柄であること，虚偽記載の公表直後はいわゆるろうばい売りが集中し，その市場価額が客観的株価より過大に下落する傾向が見られること，本件虚偽記載は被上告人西武鉄道の財務状況や企業価値そのものに関するものではなかったことなどに照らすと，本件公表後の西武鉄道株の売却行為及びそれによる損失の発生が，全て本件虚偽記載から通常生じ得る結果であるとまではいえない。本件虚偽記載により上記の上告人らに生じた損害の額は，

本件公表後の西武鉄道株の市場価額の推移やその後の関係企業の再編の際における西武鉄道株の評価額等を総合勘案し，民訴法２４８条を適用して，処分株式１株につき１６０円と認定するのが相当である。

他方，上告人らのうち本件公表後も西武鉄道株を売却せず，代わりに西武ホールディングス株を取得した者については，原審口頭弁論終結時において，その保有する西武ホールディングス株の価額が，西武鉄道株の本件公表の日の終値である１株１０８１円を下回っているとは認められないから，株価下落による損害を被ったとはいえない。

５　しかしながら，原審の上記判断は是認することができない。その理由は，次のとおりである。

(1) 前記事実関係によれば，西武鉄道株に関しては，昭和３２年３月期以降本件虚偽記載が継続され，上場廃止事由として少数特定者持株数基準が定められた昭和５７年１０月１日以降継続して同基準に該当しており，現に，東京証券取引所は，本件公表後，同基準に係る猶予期間の経過を待つことなく，財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するとして本件公表後１か月余にして上場廃止を決定したというのであるから，仮に，被上告人西武鉄道が上告人らによる西武鉄道株の取得より前に継続してきた本件虚偽記載をやめ，あるいは本件虚偽記載を訂正していた場合には，その後速やかに西武鉄道株につき上場廃止の措置が執られていた蓋然性が高く，少数特定者持株数基準に該当する事実の解消に向けた行動が取られたとしても，コクド等の持株数に照らして上場廃止を回避するまでに至った可能性は極めて乏しかったとみるべきである。そうであれば，一般投資家であり，西武鉄道株を取引所市場で取得した上告人らにおいては，本件虚偽記載がなければ，取引所市場の内外を問わず，西武鉄道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みることが相当である。その限りにおいて，上告人らの主位的主張は理由がある。

要旨１

(2) このように，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。

すなわち，上記投資者が上記株式を処分するまで又は事実審の口頭弁論終結時までに上記株式の市場価額が種々の要因によって変動することは通例であるところ，一般投資家である上記投資者は，当該虚偽記載がなければ上記株式を取得することはなかったとしても，取得した株式の市場価額が経済情勢，市場動向，当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することは当然想定した上で，これを投資の対象として取得し，かつ，上記要因に関しては開示された情報に基づきこれを処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったということができる。このことからすると，上記投資者が自らの判断でその保有を継続していた間に生ずる上記要因に基づく市場価額の変動のリスクは，上記投資者が自ら負うべきであり，上記要因で市場価額が下落したことにより損失を被ったとしても，そ

の損失は投資者の負担に帰せしめるのが相当である。したがって，経済情勢，市場動向，当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は，当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして，上記差額から控除されるべきである。

以上の理は，虚偽記載の公表の前後を問わず当てはまるところであ
旨2 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。

(3) 前記事実関係によれば，上告人らは，取引所市場において西武鉄道株を取得した一般投資家であり，西武鉄道株の市場価額が虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することを承知の上でこれを取得し，その後，開示された情報に基づき西武鉄道株を処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったものということができる。

そして，上告人らが西武鉄道株を取得してから本件公表までの間の西武鉄道株の市場価額の下落については，一般的には，虚偽記載が公表されていない間には虚偽記載が市場価額に影響を与えることは少なく，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考えられるものの，前記事実関係によれば，本件公表前にコクドが本件虚偽記載に係る他人名義株を売却するなどして本件虚偽記載が一部解消されていたというのであり，その頃本件虚偽記載に起因して西武鉄道株の市場価額が下落していた可能性がある。他方，前記事実関係によっても，本件公表後の西武鉄道株の市場価額については，上場廃止までの間に本件虚偽記載と無関係な要因による下落があったことはうかがわれないし，また，その後保有株式の価額が原審の口頭弁論終結時までに更に下落したことはうかがわれない。

そうすると，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，被上告人西武鉄道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。

6 以上と異なる原審の判断には，判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。論旨は，この趣旨をいうものとして理由があり，原判決中，本件上告の対象となっている請求に係る上告人らの敗訴部分は破棄を免れない。そして，別紙３記載の上告人らの請求並びに別紙４記載の上告人らの被上告人Ａ及び同Ｂに対する請求に関しては，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額について更に審理を尽くさせる必要があるので，上記破棄部分のうち上記各請求に関する部分につき，本件を原審に差し戻すこととする。また，以上に説示したところによれば，上記各請求以外の請求に関しては，被上告人らの賠償すべき金額は，第１審判決が認容し，上告人らが不服を申し立てていない金額を下回ることはないと認められるから，上記破棄部分のうち同請求に関する部分につき，被上告人らの控訴を棄却することとする。

よって，裁判官全員一致の意見で，主文のとおり判決する。なお，

裁判官田原睦夫の補足意見，裁判官寺田逸郎の意見がある。

裁判官田原睦夫の補足意見は，次のとおりである。

本件につき主位的主張を採用すべきことについては，全裁判官の意見は一致しており，多数意見と寺田裁判官の意見の相違点は，本件における損害の捉え方である。私は，多数意見に与する立場から，その点につき補足して意見を述べる。

1　虚偽記載公表までの株価の変動について

(1) 虚偽記載に関係しない株価の変動について

証券市場に上場されている株式は，多数意見にて指摘するとおり，我が国全体の経済情勢，市場動向，当該会社を取り巻く業界の状況，当該会社の業績等虚偽記載とは無関係な経済要因に基づいて変動する。

上告人らは，西武鉄道株（以下「本件株式」という。）を株価が上記のように変動するものとして取引所市場を通じて取得したものであり，虚偽記載が公表されるまでは，虚偽記載がないものとしての市場株価でもって，随時市場で売却することができたのであり，それに伴い利益を得あるいは損失を被ることがある立場にあった。

ところで，上告人らの主位的主張の論理をそのまま貫くと，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得することはなかったのであって，取得価額に相当する金員を支出したこと自体が損害であり，事実審口頭弁論終結時までに本件株式を処分しているときには，取得価額と処分価額の差額が損害額となる。

そうすると，本件虚偽記載公表までに，市場で取得した本件株式の全部を処分して損失を被った者も，本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかった以上，その損失相当額を損害として主張できることとなる。また，仮に一部の上告人らが，市場で取得した本件株式の一部を本件虚偽記載公表までに市場で売却して売却損を被り，あるいは売却益を得ていた場合には，その売却損相当額も，本件虚偽記載公表後に処分したことに伴う損害に付加して請求することができ，他方売却益相当額については損益相殺すべきことになる。

しかし，かかる結論が導かれることについては，大方の理解を得ることは困難であろう。多数意見は，主位的主張の論理を貫くことによる上記の不合理を是正する法律的説明として，相当因果関係の法理によったものと理解することができる。

このように，虚偽記載公表までの市場株価での処分による損失相当額が，本件株式取得による損害との間に相当因果関係が認められない以上，その処分による損失の前提となる取得価格から虚偽記載公表直前の市場価格までの下落金額相当額についても，同様に相当因果関係が否定されてしかるべきである。

以上述べたところを纏めると，上告人らが本件株式を取得した後，虚偽記載公表までの間に生じた虚偽記載に関係しない株価の変動を除外した上で算定される上告人らの損害額は，取得価額から処分価額を差し引いて算出した一応の損害額から，取得価格から虚偽記載公表直前の市場価格までの下落金額（ただし，市場価格が取得価格を上回るときは零になる。）相当額を差し引いた金額が，損害額として一応算定されることになる。

以上述べたところは，上告人らが本件事実審口頭弁論終結時に本件株式を保有している場合には，処分価額に代えて同時点における評価額をもって算定されることとなるが，その算定手法は処分価額の場合と同様である。

(2) 虚偽記載に関係する株価の変動について

虚偽記載が公表されるまでの株価の変動のうち，公表前に有価証券

報告書等の記載に変更を加えて虚偽記載を一部解消させたり，虚偽記載の解消目的等をもって大量の株式を売却するなどすることにより，株価が通常の市場変動以上に下落することがあるが，これらの行為による株価の変動に関しては虚偽記載により投資家に正確な情報が開示されていないのであるから，それによる下落金額相当額につき会社が責めを負うべきことは当然である。

そして本件では，多数意見にても指摘するとおり，コクドは平成７年以降本件虚偽記載に係る他人名義株を売却するなどし，また，平成１２年以降に相当量の本件株式を売却しているのであって，それに起因して本件株式の市場価格が下落していた可能性が認められる。しかし，かかる下落について，市場における一般的な株価変動の影響と分離してその下落への寄与部分を算定することは著しく困難であると推認されるから，民訴法２４８条により相当な損害額を認定すべきである。

(3) 小括

以上述べたところは，多数意見５(3)にて述べているところを解析したものであるが，それを算式で表すと以下のとおりとなる。

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

２　虚偽記載公表後の本件株式処分について

前項に述べた損害額の算定に当たり，株式の処分が適正になされているべきことはいうまでもない。そして，上場株式を市場で処分することは，原則として適正な処分方法であるといえる。

また，多数意見にて指摘するとおり，虚偽記載公表後の株価の変動のうち，明らかに経済情勢の変動や市場動向等によると認められる変動部分は，本件虚偽記載との相当因果関係が否定されるが，そうでない限り，いわゆる狼狽売りをも含めて，本件虚偽記載の公表を踏まえた会社に対する市場の評価によってもたらされた変動と解されるのである。

そして，上告人らの本件株式の処分は，何れも市場で行われたものであり，その処分方法につき不適切な点は認められず，また，本件虚偽記載公表後上告人らが処分するまでの間に，本件株価に変動をもたらすような経済情勢の変動等は認められない。したがって，上告人らの損害額は，上告人らが実際に処分した価額を，上告人らが本件株式を取得した価額から差し引いた上で，１につき検討した方法によって算定するのが相当である。

なお，本件株式を処分した上告人らのうち，本件上場廃止後事実審口頭弁論終結までの間に本件株式を処分した者は存しないが，仮に上場廃止後に本件株式を処分する場合においても，それは適正な価額でなされるべきことは当然である。

そして，上場廃止後は，株価の適正さを担保する市場は存しないから，実際の処分価額が適正であるか否かは，次項で述べる上場廃止後の処分見込額の算定と同様の方法に基づいて算定すべきものである。

３　保有株式の評価について

上告人らが事実審口頭弁論終結時に本件株式を保有している場合，多数意見にて指摘するとおり，その評価額を取得価額から差し引いた上で，１で述べたところに従ってその損害額を算定することになる。

その評価額は，事実審口頭弁論終結時までに処分した場合の価額に対応するものであることからして，事実審口頭弁論終結時に処分するとした場合の適正な評価額（処分見込額）であり，清算に伴う評価額ではない。

原判決は，事実審口頭弁論終結時に株式を保有していた上告人らについては，本件株式の上場廃止後の西武グループの企業再編時に，被上告人西武鉄道が会社分割に反対する株主からの株式買取請求に応じていた金額やＤＣＦ法あるいは修正純資産法による評価額，また企業再編後の西武ホールディングスが単元未満株の買取りに応じている金額等と対比して，同上告人らには損害がないと判示するが，原判決は，事実審口頭弁論終結時の処分見込額を算定することなく，同上告人らに損害が生じたことを否定している点において相当ではない。

上記の処分見込額は，原判決が本件株式の口頭弁論終結時の評価額の算定に用いた手法を含む，一般的に非上場株式の財産としての評価の際に用いられている方法に基づいて算定した上で，非上場株式としての一般的な換価の難易（困難性）及び本件株式固有の換価の難易（困難性）を考慮して，その評価をなすべきである。

裁判官寺田逸郎の意見は，次のとおりである。

私も，原判決中本件上告の対象となっている請求に係る上告人らの敗訴部分を破棄すべきとする結論においては多数意見と考えを同じくし，また，多数意見が理由とするところに与することができる部分も少なくない。ただ，実質のある一部において多数意見とは見解を異にするので，これにつき論じておきたい。

1(1)　本件事実関係の下において，本件虚偽記載がなければ上告人らが西武鉄道株を取得することはなかったとみるべきこと，有価証券報告書等に虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかったとみるべき場合に，当該虚偽記載と相当因果関係がある損害の額は，その投資者が当該虚偽記載の公表後，当該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，当該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

当該株式の市場価額との差額をそれぞれ基礎として算定すべきこととすることなどの判断においては，多数意見と見解を同じくする。

(2)　また，虚偽記載公表後の株式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による損失については，有価証券報告書等に虚偽記載がされ，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ることから，これを当該虚偽記載と相当因果関係がない損害とみてその分を損害額から控除することは相当でないとする点においても，多数意見の見解に異論はない。

(3)　しかし，多数意見が，取得した株式の市場価額が上記(2)以外の経済情勢，市場動向，当該会社の業績等虚偽記載とは無関係な要因に基づき下落したことによって投資者に損失が生じた場合に，投資者はそのような価額の変動を市場参加者として想定しておくべきであり，そのリスクは自ら負うべきであるとして，これをすべて投資者の負担に帰せしめ，それらの要因に基づく株式の市場価額の下落分による損失一般につき相当因果関係を欠くものとして上記(1)の差額から控除されるべきであると結論付ける部分には賛成することができない。

多数意見のこのような考え方は，虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することがなく，これに要した資金が供出されることはなかったという前提の下で，資金が投資されている間のリスクをすべて免れてそのまま投資時の原状で回復されるべきこととするストレートな結論をとることへの違和感からくるものであろう。この違和感には共感できるところがなくはない。継続的株式投資という環境に置かれた運用資金に係る損害賠償としての性格に鑑みると，究極的には当該株式への投資を行った後（事実審の口頭弁論終結時まで）の事情を考慮に入れて損害額の算定を行うことがより実情に即した判断につながると考えられるからである。しかし，その具体的な内容については慎重に

見ていく必要がある。

2(1) 問題となる虚偽記載の公表後，投資者が保有していた株式を取引所市場において処分した場合につき検討するに，上記1(1)の立論のとおり，実際には株式を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て，本件虚偽記載の結果取得価額に相当する金員を支出して虚偽記載に係る株式を取得したことにより損害を被ったとし，取得価額と処分価額の差を損害額算定の基礎とすると考える場合に，「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」という前提と矛盾なく理解できる次の範ちゅうの損失については，その額を，上記基礎損害額から相当因果関係を欠くものとして控除することを是認する余地があろう。

(ア) 投資者として，当該株式を保有していた期間中，仮にこれを取得することがなかったとしても受けたであろう損失

(イ) 虚偽記載の公表後も投資者が漫然と株式を保有し続けた結果生じた損失

多数意見が上記1(3)で挙げる損失のうち，一般的な経済情勢，株式市場の動向により株価一般に下落が生じた場合に受けたであろう損失は，上記(ア)に当たることがあり得る。投資者が恒常的に市場で株式投資をしている投資家であることが認められるのであれば，虚偽記載のある株式への投資をしていなくてもその資金はそれ以外の株式を保有することに用いられていたに違いないから，市場における株式一般の価額下落による損失を被っていたはずであるといえるのであって，そのような証明ができるのであれば，その分については相当因果関係を否定されても不当とはいえないからである。また，例えば，当該投資者が継続的に鉄道株に限って投資を続けているなど特定の投資パターンがあると認められる場合には，その対象株に共通する価額の下落の影響を被ったはずであるといえるから，その下落による損失分についてもやはり相当因果関係がないものとして損害額から控除することが考えられる。このような処理は，「虚偽記載がなければあったであろう状態」を「原状」よりは広くとらえて，資金拠出後に免れるはずがなかった損失を資金拠出がなかったこととすると免れたことにしてしまう部分をも考慮に入れて判断することにほかならず，このようにすることによって損害額の算定の現実的妥当性が高まるように思われる。

(2) これに対し，会社の業績不振による株式価額の下落など当該株式に特有の価額下落による損失を相当因果関係なしとして損害額から控除することには無理があると思われる。投資者が当該株式を取得することはなかったとの前提をとって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，その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と考えるからである。多数意見は，この下落分につき相当因果関係を否定するのに，当該株式を取得した以上はその価額が変動することは当然想定すべきであると説くが，それは会社側の不法行為がなければ当該株式を取得することはなかったとされる立場の投資者にとっては受け入れ難い立論であろう。

もとより，多数意見が説くとおり，会社の業績不振による下落額で，当該虚偽記載と直接関係がないものがあることは否定できない。そこで，会社の価値を持分的に表している株式は上場資格があろうがなかろうが本質的に同一のもの（ただ，上場ができなくなるリスクがあることによる減価があり得る。）であって，現に市場で取引が行われている以上本来上場資格を欠くものでもそれ相応の取引対象なのであるから，「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」という前提から離れて相当因果関係による損害を求めることとするア

プローチが許されないわけではなく（現に，本件においても，上告人らは予備的主張としてそのような構成を試みている。），もし，本件でも，そのように前提を別にとって損害の額を求めようというのであれば，当該虚偽記載と関係がある下落による損失かそうでない下落による損失かによって相当因果関係の有無を判定するとしても不相当ではないといえるであろう。しかし，いったん両者を別物と考え，「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」という前提から出発することとした以上は，このような立論は無理ではないかと考えるのである。言い換えれば，いったん株式の取得価額と処分価額の差を基礎として損害額を算定するという立論をしながら，その差の間に存する当該株式の価額の下落につき分析し，ひとつひとつ虚偽記載がもたらしたものかどうかを検討し，関係がないとみられるものは除外していくというのであれば，もともと何を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みて損害の範囲を決めるのと実体においては等しいのであって，多数意見のような構成は，「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」との立場から株式の取得価額と処分価額との差を基礎として損害額を算定するとした意味を大きく損なうものであるといえるのではあるまいか。

虚偽記載が公表されるまではそれなりの価額で処分することができたところ，その間に価額の下落が生じたとしてもその下落には虚偽記載による影響はないとし，あるいは，その間のリスクは投資者が負うべきと考えて因果関係を否定する考え方も，同様に，会社側の不法行為がなければ当該株式を取得しなかったとの立場にあると認められる投資者にとっては受け入れ難い立論であるように思われる。虚偽記載が公表されるまでに株式が処分された場合にその処分価額が損害額から控除されるのは，損害を減ずべき現実の利得があったからにすぎないと考えるべきものであろう。

多数意見に沿った構造を有する規定が金融商品取引法に存する。証券発行市場において虚偽記載のある有価証券を取得し，その後処分した投資者に対する発行会社の損害賠償責任を定めた同法１８条の規定を受けて賠償額につき定める同法１９条は，①取得価額から処分価額を控除した額を賠償額としつつ，②投資者が受けた損害額の全部又は一部が虚偽記載によって生ずべき証券価額の下落以外の事情により生じたことを発行会社が証明した場合においては，その全部又は一部については，賠償の責めに任じない旨定めているのである。しかし，この規定は，虚偽記載がなければ投資者が有価証券を取得しなかった場合の損害賠償責任の追及という場面に焦点を合わせて置かれたものではなく，むしろ，損害塡補と併せて不実開示の抑止による証券市場の公正さの確保を目的として発行会社に対して無過失責任を追及することを可能にし，その場合における投資者側の損害賠償額の立証の負担を軽減する趣旨でいわば政策的に規定されたもので，取得そのものを損害とすることを出発点にしつつ，様々な事情に応じてこれを減ずるという方式を採用することによって，多様な場面に対応しつつその目的を図ろうとする，新しい立法ならではの構造を有しているとみるべきものである。したがって，証券流通市場において虚偽記載のある有価証券を取得し，その後処分した投資者に対する発行会社の損害賠償責任については，賠償額についても虚偽記載の公表前後の有価証券価額の差を基準とする別のスキームの規定が置かれている（同法２１条の２第１項，２項）。そして，上記の規定は，いずれも損害賠償を請求しようとする者にそれぞれ新たな選択肢を与えるものであって，これによらず一般の不法行為責任を追及することは妨げられないとされ

ているのである。いずれにせよ，虚偽記載がなければ有価証券を取得することはなかったと認められる投資者が一般の不法行為責任として求める損害賠償の賠償額について，上記の規定がその立論のあり方を左右するものではないし，同様のスキームを民法の解釈で実現しようというのであれば，無理があるというほかない。

(3) なお，上記(1)イ)のとおり，投資者が虚偽記載の公表後も株式を長く持ち続け，いわゆるろうばい売りなど当該虚偽記載の公表による市場価額の変動が収束したとみられる時期以後も当該株式を処分しなかったときは，「公表があれば取得しなかった」という前提との一貫性から，もはやその後の価額下落による損失については当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして扱うべきものとしてよいであろう。虚偽記載という事実を知らされたからには，以後は通常どおり投資者としてのリスクを負って株式を保有している状態とみてよく，あるいは，投資者に損害拡大回避義務があるということで説明することもできるところと考えられる。

ただ，多数意見に示されたとおり，本件公表後の西武鉄道株の市場価額については，いわゆるろうばい売りなど当該虚偽記載の公表による市場価額の変動が収束したとみられる時期以後上場廃止までに更に株式価額の下落が生じたと認めるべき事情がないので，ここでは，これ以上論じない。

3 以上，投資者が当該虚偽記載の公表後，その保有する株式を取引所市場において処分した場合について上記2で論じたところは，投資者が上記株式を事実審の口頭弁論終結時まで保有し続けた場合にも等しく当てはまるところである。したがって，結論として，本件においては，本件虚偽記載と相当因果関係がある損害の額は，上告人らのうち，虚偽記載の公表後，西武鉄道株を取引所市場において処分した者について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者について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評価額との差額をそれぞれ基礎とし，上記2(1)で示した限度での株式価額の下落による損失についてはこの基礎損害額から控除すべき余地があるものとして更なる立証の機会を与える一方，上記2(2)で示した株式価額の下落による損失についてはこの基礎損害額からの控除の対象とはしない扱いをすべきものであると考えるのである。

(裁判長裁判官 那須弘平 裁判官 田原睦夫 裁判官 岡部喜代子 裁判官 大谷剛彦 裁判官 寺田逸郎)

(別紙1)

原告番号	氏　　名
19	小林　則一
28	小林　俊広
63	神崎　長造
65	大石　和久
84	藤井　健二郎
93	江上　マサ代
99	松山　テル
107	伊藤　きぬ子
110	山本　高義
118	田中　新二
132	渡邉　誠

157	渡辺　康子
179	山﨑　亮三
183	渡邉　敬子
186	梅堀　憲一
199	松島　務
214	橋本　政一
215	伊藤　信彦
217	村松　誠
223	石川　隆史
240	網野　喜美子
255	竹馬　正昭
259	武川　泰子
268	中森　基雄

（別紙２）

原告番号	氏　　名
21	新崎　盛由
49	鈴木　和夫
89	斎藤　廣一
123	関谷　年男
187	小松　啓造
252	斉藤　繁

（別紙３）

原告番号	氏　　名
21	新崎　盛由
49	鈴木　和夫
62	澤井　政夫
89	斎藤　廣一
101	中村　勇
107	伊藤　きぬ子
123	関谷　年男
187	小松　啓造
231	吉本　貞吉
252	斉藤　繁
268	中森　基雄
286	間澤　謙二

（別紙４）

原告番号	氏　　名
3	田辺　明
9	川口　武
17	伊藤　守
40	木村　貴美江
52-1	樋口　三枝子

52-2	樋口　明日香
52-3	樋口　舞
79	西原　時安
119	江畑　宮子
125	品川　公太郎
127	和田　庫治
185	金浦　和子
190	小川　靖宏
211	影山　丈夫
212	影山　圭子
226	小本　小笛
254	片岡　和美
274	町田　俊久
275	羽賀　和子

上告代理人竹橋正明ほかの上告受理申立て理由

（ただし，排除されたものを除く。）

－目次－

第1　はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2541
第2　本件が法令解釈の「重要」な事項を含むこと・・・・・・・2541
1　控訴審判決について・・・・・・・・・・・・・・・・・・2541
2　上告受理理由について・・・・・・・・・・・・・・・・・2543
3　「法令の解釈が当該事件を超えて一般的に広く影響する問題に関連」すること・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2543
4　「法令解釈の統一のために必要であること」（同事案での裁判例における様々な判断内容）・・・・・・・・・・・・・・・・・2544
（1）地方裁判所における裁判例・・・・・・・・・・・・・・2544
（2）高等裁判所における裁判例・・・・・・・・・・・・・・2547
（3）まとめ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2547
5　小括・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2548
第3　主位的主張について・・・・・・・・・・・・・・・・・2548
1　はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2548
2　関係する控訴審判旨・・・・・・・・・・・・・・・・・・2548
3　当該判示が高度の蓋然性を伴う経験則違反，民法416条1項の解釈適用の誤りを含むものであること・・・・・・・・・・・2550
4　原告らの主位的主張と同様の主張を認容した裁判例について・2552
5　原告らの主位的主張が正当であるとする学説・・・・・・・2554

《全 文》

【文献番号】２５５４０７１８

損害賠償請求事件
大阪地方裁判所平成２４年（ワ）第３２８７号（甲事件），平成２５年（ワ）第６２７６号（乙事件）
平成２７年７月２１日第２０民事部判決
口頭弁論終結日　平成２７年３月２３日

判　　決

原告（番号３）　Ｚ１（以下「原告Ｚ１」という。）
原告（番号４）　Ｚ２（以下「原告Ｚ２」という。）
原告（番号５）　Ｚ３（以下「原告Ｚ３」という。）
原告（番号６）　Ｚ４（以下「原告Ｚ４」という。）
原告（番号７）　Ｚ５（以下「原告Ｚ５」という。）
原告（番号８）　Ｚ６株式会社（以下「原告Ｚ６」という。）
同代表者代表取締役　Ｚ７
原告（番号９）　株式会社Ｚ８（以下「原告Ｚ８」という。）
同代表者代表取締役　Ｚ７
原告（番号１０）　Ｚ９（以下「原告Ｚ９」という。）
原告（番号１１）　Ｚ１０（以下「原告Ｚ１０」という。）
原告（番号１２）　Ｚ１１（以下「原告Ｚ１１」という。）
原告（番号１３）　Ｚ１２（以下「原告Ｚ１２」という。）
原告ら訴訟代理人弁護士　加藤真朗
同　伊勢田道仁
同　太井徹
同　池田聡
同　吉田真也
同　坂野真一
同　松原弘幸
同　中山務
同　濱田佳志
同　新井教正
同訴訟復代理人弁護士　佐野千誉
同　金子真大
同　坂本龍亮
被告　オリンパス株式会社
同代表者代表取締役　Ｚ１３
同訴訟代理人弁護士　宮野勉
同　古田啓昌
同　渡邉剛
同　山口大介
同　元芳哲郎
同　齋藤宏一
同　渋谷武宏
同　吉田瑞穂
同　別府里紗（ただし，乙事件は訴訟復代理人）
同訴訟復代理人弁護士　磯山海
同　田中良
同　田中聡美
同　菊川聡史
同　加納さやか
同　森崎航
被告補助参加人　Ｚ１４
同訴訟代理人弁護士　内野経一郎
同　内野令四郎
同　田渕朋子
同　若山由佳
同　樫村ありさ
同　奥冨昌吾
被告補助参加人　Ｚ１５
同訴訟代理人弁護士　星野健秀
（原告番号３～１１は甲事件の原告，原告番号１２及び１３は乙事件の原告であり，被告及び被告補助参加人らは両事件共通である。以下，事件毎に区別せず，かつ，番号で略称することがある。）

178

資料９

主　　文

１　被告は，原告Ｚ１に対し，１００万６７２０円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
２　被告は，原告Ｚ２に対し，１５３万８２４０円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
３　被告は，原告Ｚ３に対し，７３２万６２６４円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
４　被告は，原告Ｚ４に対し，２６８万９７６４円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
５　被告は，原告Ｚ５に対し，３６３万２２００円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
６　被告は，原告Ｚ６に対し，３３万０２２０円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
７　被告は，原告Ｚ８に対し，３３万０２２０円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
８　被告は，原告Ｚ９に対し，３０万６６２５円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
９　被告は，原告Ｚ１０に対し，１６万７１０３円及びこれに対する平成２４年４月１０日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
１０　被告は，原告Ｚ１１に対し，１６４万１７７２円及びこれに対する平成２５年６月２２日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
１１　被告は，原告Ｚ１２に対し，１８８万１４４０円及びこれに対する平成２５年６月２２日から支払済みまで年５分の割合による金員を支払え。
１２　原告らのその余の請求をいずれも棄却する。
１３　訴訟費用のうち，補助参加によって生じた費用は，甲事件及び乙事件を通じて８分し，その３を原告らの負担とし，その余を補助参加人らの負担とし，その余の費用は，甲事件及び乙事件を通じて８分し，その３を原告らの負担とし，その余を被告の負担とする。
１４　この判決は，主文１～１１項に限り，仮に執行することができる。

事実及び理由

第１　請求
被告は，別紙損害等一覧表の「氏名」欄の各原告に対し，別紙損害等一覧表の「請求額」欄の各金員及び原告番号３～１１の「請求額」欄の各金員に対しては平成２４年４月１０日から，原告番号１２及び１３の「請求額」欄の各金員に対しては平成２５年６月２２日から各支払済みまで年５分の割合による金員をそれぞれ支払え。
第２　事案の概要（甲事件，乙事件共通。以下同じ。）
本件は，被告の株式（以下「オリンパス株式」という。）を取得した原告らが，被告において提出し，公衆の縦覧に供された平成１３年３月期～平成２４年３月期第１四半期に係る各有価証券報告書及び四半期報告書（以下「本件有価証券報告書等」という。）に，連結純資産額について約５００億円～約１２００億円を嵩上げする等の虚偽記載（以下「本件虚偽記載」という。）があったことにより損害を被ったと主張して，民法７０９条又は原告Ｚ３〈番号５〉及び原告Ｚ１１〈番号１２〉が平成２３年５月以降に取得したオリンパス株式については金融商品取引法（平成１８年法律第６５号による改正前の法律の題名は証券取引法。以下，同改正の前後を通じて「金商法」という。）２１条の２による損害賠償請求権に基づき，別紙損害等一覧表の「請求額」記載の各金員及び同各金員に対する各訴状送達日の翌日から支払済みまで民法所定の年５分の割合による遅延損害金の支払を求める事案である。
第３　前提事実（当事者間に争いがないか，各項記載の証拠等により認定できる。）
１　当事者等
（１）原告ら（甲３９の１～甲４７の２，甲５５～甲６０）
原告らは，別紙損害等一覧表の「株式取得日」欄の年月日にオリンパス株式を取得し，同「株式売却日」欄の年月日にオリンパス株式を売却した者である。
（２）被告（甲１）
被告（平成１５年１０月１日の変更以前の商号は「オリンパス光学工業株式会社」。以下，商号変更以前も併せて「被告」という。）は，顕微鏡，写真機，その他光学機械の製造販売等を業とし，その発行する株式（オリンパス株式）を東京証券取引所市場第一部に上場している株式会社である。
（３）被告補助参加人（甲３，甲６５）
被告補助参加人Ｚ１６は，経営に関するコンサルティング業務等を目的とする株式会社グローバル・カンパニーの代表取締役であった者であり，被告補助参加人Ｚ１５は，有価証券の売買等を目的とするアクシーズ・ジャパン証券株式会社の取締役であった者である。両名は，いずれも被告による後記損失隠しへの関与が問題とされている。
２　本件虚偽記載（甲２，甲３，甲１０～甲３５，甲６５，乙１２，乙１９〈ｐ２０〉）
被告は，下記のとおり，連結純資産額について約５００億円～約１２００億円分を過大に記載した虚偽記載のある本件有価証券報告書等を関東財務局長に提出し，その書類は公衆の縦覧に供された。
（１）本件虚偽記載の内容（以下，金額は概数。）

ア　平成１７年３月期以前
　本件有価証券報告書等には，平成１３年３月期（平成１２年４月１日～平成１３年３月３１日）の半期報告書（提出日平成１２年１２月１８日）以降，金融商品投資等の失敗による被告の含み損を被告の連結決算対象外の受け皿ファンドに簿価で譲渡する一方で，受け皿ファンドには被告が譲受資金を供給するという方法で，含み損を被告の連結純資産額に反映させず，結果として被告の連結純資産額を過大に記載するという虚偽記載があり，その過大記載額は，平成１５年には１１７７億円，それ以降は数百億円～１０００億円であった（甲２，甲３〈ｐ１１４），弁論の全趣旨）。
イ　平成１８年３月期（平成１７年４月１日～平成１８年３月３１日）（甲２，甲２３，乙６）
【真実の連結純資産額】　１７２４億７６００万円
【虚偽の連結純資産額】　２９０６億５６００万円
【過大記載額】　１１８１億８０００万円
【虚偽の連結純資産額に過大記載額が占める割合】　４１％
ウ　平成１９年３月期（平成１８年４月１日～平成１９年３月３１日）（甲２，甲１０，甲２３）
【真実の連結純資産額】　２２４９億５１００万円
【虚偽の連結純資産額】　３４４８億７１００万円
【過大記載額】　１１９９億２０００万円
【虚偽の連結純資産額に過大記載額が占める割合】　３５％
エ　平成２０年３月期（平成１９年４月１日～平成２０年３月３１日）（甲２，甲１１，甲２４）
【真実の連結純資産額】　２４４２億８１００万円
【虚偽の連結純資産額】　３６７８億７６００万円
【過大記載額】　１２３５億９５００万円
【過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合】　３４％
オ　平成２１年３月期（平成２０年４月１日～平成２１年３月３１日）（甲２，甲１２，甲２５）
【真実の連結純資産額】　１１０９億０７００万円
【虚偽の連結純資産額】　１６８７億８４００万円
【過大記載額】　５７８億７７００万円
【過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合】　３４％
カ　平成２２年３月期（平成２１年４月１日～平成２２年３月３１日）（甲２，甲１３，甲２６）
【真実の連結純資産額】　１６３１億３１００万円
【虚偽の連結純資産額】　２１６８億９１００万円
【過大記載額】　５３７億６０００万円
【過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合】　２５％
キ　平成２３年３月期（平成２２年４月１日～平成２３年３月３１日）（甲２，甲１４，甲２７）
【真実の連結純資産額】　１１５５億７９００万円
【虚偽の連結純資産額】　１６６８億３６００万円
【過大記載額】　５１２億５７００万円
【過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合】　３１％
ク　平成２４年３月期の第１四半期（平成２３年４月１日～平成２３年６月３０日）（甲２，甲２２，甲２８）
【真実の連結純資産額】　１０１７億５１００万円
【虚偽の連結純資産額】　１５１１億４７００万円
【過大記載額】　４９３億９６００万円
【過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合】　３３％
（２）本件虚偽記載の経緯（甲２，甲３，弁論の全趣旨）
　被告は，平成８年頃までに，いわゆるバブル経済の崩壊や金融商品投資の失敗により，金融資産の含み損を９００億円抱えていたところ，平成１３年３月期より，金融商品の時価会計基準が導入され，含み損を評価損として計上しなければならなくなった。被告は，その損失記載を先送りするため，平成１２年３月期以降，海外の簿外ファンドや特別目的会社に損失を付け替えるいわゆる「飛ばし」などの方法で含み損を隠ぺいし，純資産の過大計上を行った。
　被告は，その後も，海外ファンド等を利用した損失隠しを続けたが，その維持費用がかさんだことや更なる投資の失敗等により，平成１５年頃には簿外損失が１１７７億円に上っていた。
　被告は，海外ファンドを利用した損失隠しが次第に難しくなってきたことなどから，平成１７年頃～平成２０年の間，海外ファンドを通じて投資した３つの国内の会社（以下「本件国内３社」という。）について，海外ファンドが取得した本件国内３社の株式を被告が著しい高額で買い取ることにより，海外ファンドに付け替えた損失の解消を図るとともに，本件国内３社の純資産額と買取価格との差額を架空の「のれん代」として資産計上し，のれんの償却等を通じて含み損の解消を図った。
　被告は，平成１９年，英国の医療機器メーカーであるジャイラス社を買収した際，Ｍ＆Ａの仲介を依頼した者に対し，そのＦＡ（フィナンシャルアドバイザー）報酬として株式オプション等を付与し，後にこの株式オプションに代わる配当優先株を高額で買い戻すなどして，簿外損失の穴埋めをするとともに架空の「のれん代」を資産計上し，のれんの償却等を通じて含み損の解消を図った。
　このように，本件虚偽記載は，被告における金融商品の運用損失に端を発した約２０年間にわたる損失隠しとして行われたものである。
３　本件虚偽記載の発覚
（１）Ｚ１７の解職（甲４，甲５）
　被告の取締役会は，平成２３年１０月１４日，当時の被告代表取締役兼社長執行役員（以下「代表取締役兼社長」という。）Ｚ１７（以下「Ｚ１７」という。）を代表取締役兼社長から解職した。
（２）被告のプレスリリース及び記者会見（甲９，乙４５，弁論の全趣旨）
　被告は，平成２３年１１月８日，プレスリリース及び記者会見において，〔１〕有価証券投資等に係る損失計上の先送りが行われていたこと，〔２〕ジャイラス社の買収に際して支払ったＦＡ報酬，優先株の買戻しの資金及び本件国内３社の買収資金が，複数のファンドを利用するなどの方法により，損失計上の先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことを公表した（以下「本件発表」という。）。ただし，本件虚偽記載の規模（先送りされていた損失及び解消された含み損の規模）は，この日のプレスリリース及び記者会見のいずれにおいても明らかにされなかった。
（３）第三者委員会による調査報告書（甲３）
　被告は，平成２３年１２月６日，第三者委員会作成の調査報告書（以下「第三者委員会報告書」という。）を発表し，この中で，被告が複数のファンドを利用することや，本件国内３社を買収することなどにより損失を費用計上して処理を先送りした仕組み及び処理を先送りした損失額を明らかにした。
（４）訂正報告書の提出（甲２）
　被告は，平成２３年１２月１４日，本件有価証券報告書等について，平成１９年３月期～平成２４年３月期第１四半期の有価証券報告書及び四半期報告書の内容を訂正し，公表した。
４　東京証券取引所によるオリンパス株式の上場廃止の審査（乙１０～乙１２，弁論の全趣旨）
（１）東京証券取引所においては，上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行い，かつ，その影響が重大であると認めた場合には，上場廃止事由となることが定められていた（東京証券取引所・有価証券上場規定第６０１条１項（１１）ａ）。また，上記の影響の重大性の審査は，有価証券報告書等における虚偽記載の内容，当該虚偽記載が行われた経緯，原因及びその情状その他の事情を総合して行うものとされていた（東京証券取引所・上場管理等に関するガイドライン）。
（２）被告は，平成２３年１２月６日，東京証券取引所に対し，第三者委員会報告書の内容を踏まえ，本件有価証券報告書等の訂正報告書を提出する予定であることを開示した。
　東京証券取引所は，同日，その訂正内容が重要と認められる相当の事由があり，オリンパス株式について，虚偽記載に関する上場廃止基準に該当するおそれがあると判断して，監理銘柄（審査中）に指定した。
　東京証券取引所は，平成２４年１月２１日，本件虚偽記載の影響の重大性について検討した上で，不適切な会計処理は，被告の売上高や営業利益には概ね影響しておらず，本件虚偽記載の内容は，被告の事業規模を踏まえれば，被告の利益水準や業績動向を大きく見誤らせるものであったとまではいえず，被告の本業の経営成績を拠り所とする市場の評価を著しく歪めたとまでは認められないため，オリンパス株式について上場廃止が相当であるとまではいえないと判断し，監理銘柄（審査中）の指定を解除し，特設注意市場銘柄に指定することとした。
５　株式交換（甲５１，甲５２，弁論の全趣旨）
　被告及びアイ・ティー・エックス株式会社（以下「ＩＴＸ」という。）は，平成２３年２月１８日，被告を完全親会社，ＩＴＸを完全子会社とする株式交換（以下「本件株式交換」という。）を行うため，本件株式交換契約を締結した。
（１）先行する公開買付
　被告は，ＩＴＸを子会社化するため，平成２２年１１月１１日～同年１２月２７日，被告が既に所有するＩＴＸ株式を除くＩＴＸ株式全てを対象とする公開買付（以下「本件公開買付」という。）を実施した。公開買付価格は，ＩＴＸ株式１株につき６万０５００円であり，本件公開買付によって被告は，ＩＴＸの発行済み株式の９２．５４％を取得するに至った。
（２）交換比率
　本件株式交換の交換比率は，ＩＴＸ株式１株に対してオリンパス株式２５株を割当交付することとされた。
（３）交換比率の算定根拠
　被告及びＩＴＸは，独立した第三者算定機関である野村證券株式会社（以下「野村證券」という。）及びみずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」という。）に本件株式交換の交換比率の算定を依頼した。
　野村證券は，オリンパス株式については，被告は上場しており，市場株価（市場価額）が存在することから，市場株価平均法（諸条件を勘案し，平成２３年２月１７日を算定基準日として，東京証券取引所市場第一部におけるオリンパス株式の基準日の終値，同月１４日から基準日までの直近１週間の終値の平均値，同年１月１８日から基準日までの直近１か月間の終値の平均値及び平成２２年１１月１８日から基準日までの直近３か月間の終値の平均値）を採用して計算した。また，ＩＴＸ株式については，ＩＴＸが上場していることから市場株価平均法を採用するとともに，類似会社比較法及びディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（ＤＣＦ法）をそれぞれ採用して交換比率を計算した。
　みずほ証券は，オリンパス株式については，市場株価基準法（諸条件を勘案し，平成２３年２月１７日を基準日として，東京証券取引所市場第一部におけるオリンパス株式の基準日の終値，同月１４日から基準日までの直近４営業日の終値の平均値，同年１月１８日から基準日までの直近１か月間の終値の平均値，本件公開買付けの結果公表の翌営業日である平成２２年１２月２９日から基準日までの期間の終値の平均値及び平成２２年１１月１８日から基準日までの直近３か

月間の終値の平均値）を採用して計算した。また，ＩＴＸ株式については，本件公開買付けにおける公開買付価格を基準として検証を行い，市場株価基準法を採用するとともに，類似企業比較法及びＤＣＦ法をそれぞれ採用して交換比率を計算した。
（２）の交換比率は，野村證券及びみずほ証券の上記交換比率の計算結果に基づいて定められた。
６　被告従業員持株制度（以下「持株制度」という。）の仕組み（乙３６，弁論の全趣旨）
（１）持株制度への参加
持株制度の管理，運営は，被告従業員持株会（以下「持株会」という。）が行う。
持株制度に参加できる者は，被告の従業員及びこれに準ずる者（以下「被告の従業員等」という。）である。
被告の従業員等は，原則として毎年１回，持株会に申し出て持株制度に参加することができる（平成１７年１０月までは毎年４月に申し出て翌５月から参加し，それ以降は毎年１１月に申し出て翌年１月から参加することとされていた。）。
（２）持株制度参加者（以下「参加者」という。）による積立及び持株会によるオリンパス株式の買付け
ア　参加者は，給与及び賞与から控除する方法によって，あらかじめ申し出た一定口数（１口１０００円）の月次積立及び賞与積立を行う。なお，参加者は，積立金の５％に相当する金額の奨励金を被告から受け取ることができる（ただし，奨励金制度が導入された平成１７年１２月以降に限る。）。
イ　持株会は，全参加者の積立金及び奨励金の合計金額をもって，原則として毎月２３日（休日のときは前営業日）に，同日のオリンパス株式の始値でオリンパス株式を買い付ける。ただし，賞与積立による買付けは，原則として賞与支給日の当日に行う。
１単元（１００株）のオリンパス株式を買い付けることができない残余金（以下「繰越金」という。）は，次回の買付代金に繰り越される。
こうして，持株会が買い付けたオリンパス株式は，下記の持分割合に従って参加者の共有となる。
持分割合＝買付株式総数×各参加者の資金の合計（＝今回の株式買付資金＋前回繰越金）÷全参加者の資金の合計（＝今回の株式買付資金＋前回繰越金）
なお，参加者の共有に係る株式につき配当金が支払われた場合には，当該配当金は持株会による株式買付資金とされ，これにより買付けた株式は，会社の決算日時点及び中間配当金基準日時点における各参加者の持分に応じて持分計算を行い，各参加者の持分に加える。
（３）持株制度脱退者に対する持分の返還
参加者は，被告の従業員等の身分を喪失したときは，その翌月に自動的に持株制度を脱退する。参加者が持株制度を脱退する場合，脱退者は参加者台帳に登録されたオリンパス株式の持分（登録株式持分）及び繰越金の返還を受ける。ただし，脱退者は，１単元（１００株）未満の登録株式持分については，選択により，登録株式持分を市場価額で売却して現金で清算する等の措置を受ける。
７　原告らの株式の取得及び売却の経緯等
（１）市場取引により取得した者（以下「原告カテゴリー〈１〉」という。）
ア　原告Ｚ１〈番号３〉（甲３９の１・２）
原告Ｚ１は，平成１４年３月７日，金融商品取引所（平成１９年９月３０日の変更以前の名称は「証券取引所」。以下，名称変更以前も併せて「金融商品取引所」という。）に上場されていたオリンパス株式１０００株を合計１５８万円（１株単価１５８０円。なお，手数料等を除く。以下同じ。）で購入した。
原告Ｚ１は，平成２３年１１月１１日，オリンパス株式１０００株を合計４３万６０００円（１株単価４３６円）で売却した。
イ　原告Ｚ２〈番号４〉（甲４０の１・２）
原告Ｚ２は，平成１９年２月２８日，金融商品取引所に上場されていたオリンパス株式１００００株を合計３９６万円（１株単価３９６０円）で購入した。
原告Ｚ２は，平成２３年１１月８日，オリンパス株式１０００株を合計７３万４０００円（１株単価７３４円）で売却した。
ウ　原告Ｚ１２〈番号１３〉（甲６０）
原告Ｚ１２は，平成１３年９月１７日，金融商品取引所に上場されていたオリンパス株式２０００株を合計３０１万円（１株単価１５０５円）で購入した。
原告Ｚ１２は，平成２３年１１月１１日，オリンパス株式２０００株を合計８７万２０００円（１株単価４３６円）で売却した。
（２）市場取引及び本件株式交換により取得した者（以下「原告カテゴリー〈２〉」という。）
ア　原告Ｚ３〈番号５〉（甲４１の１～７）
原告Ｚ３は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式２００株との本件株式交換によって，オリンパス株式５０００株を取得した。
原告Ｚ３は，平成２３年１０月２１日，金融商品取引所に上場されていたオリンパス株式１００株を合計１２万８７００円（１株単価１２８７円）で購入した。
原告Ｚ３は，平成２３年１１月９日，オリンパス株式５１００株を合計２９７万８４００円（１株単価５８４円）で売却した。
イ　原告Ｚ１１〈番号１２〉（甲５５～甲５９）
原告Ｚ１１は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式４３株との本件株式交換によって，オリンパス株式１０７５株を取得した。
原告Ｚ１１は，平成２３年５月１２，金融商品取引所に上場されていたオリンパス株式４００株を合計９２万０４００円（１株単価２３０１円）及び２５株を合計５万７０２５円（１株単価２２８１円）でそれぞれ購入した。
原告Ｚ１１は，平成２３年１１月２８日，オリンパス株式５００株を合計５０万３５００円（１株単価１００７円），１００株を合計１０万１０００円（１株単価１０１０円）及び９００株を合計９０万９９００円（１株単価１０１１円）でそれぞれ売却した。
（３）本件株式交換により取得した者（以下「原告カテゴリー〈３〉」という。）
ア　原告Ｚ４〈番号６〉（甲４２の１～５）
原告Ｚ４は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式７４株との本件株式交換によって，オリンパス株式１８５０株を取得した。
原告Ｚ４は，平成２３年１１月９日，オリンパス株式１８００株を合計１０５万１２００円（１株単価５８４円）で，平成２３年１１月１４日，オリンパス株式５０株を合計２万７０００円（１株単価５４０円）でそれぞれ売却した。
イ　原告Ｚ５〈番号７〉（甲４３の１～５）
原告Ｚ５は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式１００株との本件株式交換によって，オリンパス株式２５００株を取得した。
原告Ｚ５は，平成２３年１１月９日，オリンパス株式２５００株を合計１４６万円（１株単価５８４円）で売却した。
ウ　原告Ｚ６〈番号８〉（甲４４の１・２）
原告Ｚ６は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式１０株との本件株式交換によって，オリンパス株式２５０株を取得した。
原告Ｚ６は，平成２３年１１月８日，オリンパス株式２５０株を合計１８万３５００円（１株単価７３４円）で売却した。
エ　原告Ｚ８〈番号９〉（甲４５の１・２）
原告Ｚ８は，平成２３年３月２３日，所有していたＩＴＸ株式１０株との本件株式交換によって，オリンパス株式２５０株を取得した。
原告Ｚ８は，平成２３年１１月８日，オリンパス株式２５０株を合計１８万３５００円（１株単価７３４円）で売却した。
（４）持株会を通じて取得した者（以下「原告カテゴリー〈４〉」という。）
ア　原告Ｚ９〈番号１０〉（甲４６の１・２，乙８１，乙８２，弁論の全趣旨）
原告Ｚ９は，平成１７年４月に持株会に申し出て，同年５月から持株制度に参加し，同月以降，その積立金が持株会によるオリンパス株式の取得に使用された。
原告Ｚ９の月次積立口数は，平成１７年５月～平成１９年１２月の間は５口（５０００円），平成２０年１月～平成２２年８月の間は７口（７０００円）であり，賞与積立口数は，平成１７年１２月～平成２０年６月の間は１０口（１万円），平成２０年７月～平成２２年８月の間は２０口（２万円）であった。
原告Ｚ９は，平成２２年９月に持株制度を脱退し，同月２７日，オリンパス株式２００株（参考単価２１８６円，平均買付価格２６９２．１８円）を取得し，１単元未満の登録株式持分については，当時の市場価額で売却し，現金で清算された。
なお，平均買付価格は，持株制度の脱退時点において，（会員の積立金総額＋奨励金総額＋配当金総額－次回繰越金）÷持株会を通じて取得した総株式数という計算式により計算され，原告Ｚ９についての具体的計算式は（５３４０００円＋２４４５０円＋１０５１０円－４６円）÷２１１．３２１株となる。
原告Ｚ９は，平成２３年１１月１１日，オリンパス株式２００株を合計９万６８００円（１株単価４８４円）で売却した。
イ　原告Ｚ１０〈番号１１〉（甲４７の１・２，乙８，乙３７，乙３８，乙５４，弁論の全趣旨）
原告Ｚ１０は，平成元年４月に持株会に申し出て，同年５月から持株制度に参加し，同月以降，その積立金が持株会によるオリンパス株式の取得に使用された。
原告Ｚ１０の総積立額は，平成９年１月には６３万７０００円，平成１３年９月には７９万５０００円，平成２１年６月には９９万円であったから，原告Ｚ１０の月次積立口数は，平成９年１月時点においては５口（５０００円），平成１２年１２月～平成１７年１１月の間は１口（１０００円），平成１７年１２月～平成１９年１２月の間は３口（３０００円），平成２０年１月～平成２１年５月の間は４口（４０００円）であり，賞与積立口数は，平成２０年７月及び１２月に１口（１０００円）であった。
原告Ｚ１０は，平成２１年６月に持株制度を脱退し，同年７月９日，オリンパス株式８００株（平均買付価格１３２６．９８円。具体的計算式は（９９００００円＋７２５０円＋１７６０８６円－２４円）÷８８４．１９８株）を取得し，１単元未満の登録株式持分である８４株については，同年６月２３日に市場価額で売却し，現金（１株単位２１０５円）で清算された。
原告Ｚ１０は，平成２３年１１月９日，オリンパス株式８００株を合計４６万７２００円（１株単価５８４円）で売却した。
第４　争点
１　本件の争点は，原告らが民法７０９条又は原告Ｚ３〈番号５〉及び原告Ｚ１１〈番号１２〉が平成２３年５月以降に取得したオリンパス株式については金商法２１条の２に基づき被告に賠償を請求することのできる損害額がいくらかである。
上記争点を判断する上での個別的な争点は，以下のとおりである。
２　民法７０９条に基づく請求
（１）主位的主張（全原告共通）（争点１）
ア　理論的説明（損害の内容，発生時点，相当因果関係等）
イ　平成２３年１０月１４日～同年１１月７日のオリンパス株式の株価下落は，本件虚偽記載と相当因果関係があるか

ウ　平成２３年１１月８日以降のオリンパス株式の株価下落のうち，本件虚偽記載と相当因果関係があるのはどこまでか
（２）予備的主張
ア　市場取引により取得した原告ら（原告カテゴリー〈１〉及び〈２〉）の損害（争点２）
（ア）取得自体損害
（イ）高値取得損害及び安値売却損害（原告Ｚ３〈番号５〉以外）
イ　株式交換により取得した原告ら（原告カテゴリー〈２〉及び〈３〉）の損害（争点３）
（ア）取得自体損害
ａ　本件株式交換の違法を不法行為とする主張
ｂ　本件虚偽記載をしたことを不法行為とする主張
（イ）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害
ウ　持株会を通じて取得した原告ら（原告カテゴリー〈４〉）の損害（争点４）
（ア）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害
（イ）本件虚偽記載がされる前に取得したオリンパス株式に係る損害（原告Ｚ１０〈番号１１〉のみ）
（３）弁護士費用（争点５）
３　金商法２１条の２に基づく請求（原告Ｚ３〈番号５〉，原告Ｚ１１〈番号１２〉のみ）
（１）金商法２１条の２による推定損害額（争点６）
（２）弁護士費用（争点７）
第５　当事者の主張
１　争点１（主位的主張）について
（原告らの主張）
（１）原告らの主張の概要
ア　原告らの主張は，本件虚偽記載がなかったとしても，オリンパス株式を取得しなかったとはいえない場合（以下「高値取得ケース」という。）を前提としたものであり，最高裁平成２４年３月１３日第三小法廷判決・民集６６巻５号１９５７頁（以下「ライブドア事件最高裁判決」という。）に依拠したものである。
高値取得ケースにおいて，被告が賠償すべき損害は，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害であり，その損害額は次のとおりである。
損害額＝［（虚偽記載によって株価が下落を開始する時点の市場価額）－｛処分価額（又は口頭弁論終結時の評価額）｝］×株式数
イ　本件では，本件虚偽記載がされた結果，本件虚偽記載やこれに関連する事実（Ｚ１７の解職，解職理由の虚偽発表，損失解消スキームに関する情報を含む。）が明らかになった後に，オリンパス株式の市場価額が大幅に下落した。よって，原告ら全員について，オリンパス株式の取得時期及び取得価額にかかわらず，上記情報が明らかになった日（平成２３年１０月１４日）の前日である平成２３年１０月１３日の終値２４８２円に株式数を乗じたものと処分価額との差額が損害額となる。
なお，原告Ｚ３〈番号５〉は，平成２３年１０月２１日，金融商品取引所に上場されていたオリンパス株式１００株を取得したところ，これらの株式については，取得価額（１２８７円）と処分価額（５８４円）との差額が損害額となる。
（２）理論的説明
ア　虚偽記載によって生じる株価の下落
一般に，虚偽記載やこれに関連する事実が明らかになることによって生じる株価の下落は，大きく，〔１〕虚偽記載により企業価値が過大評価されていたところ，虚偽記載の発覚によって過大評価分が減少ないし消滅することによる株価の下落，〔２〕虚偽記載やこれに関連する事実の発覚によりそうばい売りが発生すること等による株価の下落の３つの要素からなる。そして，ライブドア事件最高裁判決によれば，これら〔１〕～〔３〕の要素に基づく株価の下落は，いずれも虚偽記載と相当因果関係のある損害に当たる。
また，上記のように虚偽記載やこれに関連する情報が明らかとなった後の株価の下落全てを損害と捉えることは，不法行為における差額説とも整合する。
イ　損害の発生時点
本件虚偽記載後株式を取得した時点で損害が発生し，平成２３年１０月１４日以降，オリンパス株式の株価が下落したことで，損害が顕在化した。
ウ　取得価額から処分価額を控除した金額を超える損害も賠償の対象となること
（ア）金商法２１条の２第１項は，無過失責任であることとの均衡上，過大な損害額が認められることのないように請求可能額をあえて制限しているにすぎず，民法７０９条に基づく場合の請求可能額は，取得価額から処分価額を控除した額に限定されず，因果関係が認められる限り認められる。ライブドア事件最高裁判決も虚偽記載と因果関係のある株価の下落について損害賠償を請求できることを認め，請求可能額を限定していない。
（イ）虚偽記載の後にそれとは無関係に株価が上昇した場合，虚偽記載がなかったと仮定した場合の株価も上昇するのであり，仮定的利益状態と現実の状態の差を考えるに当たっては，上昇した株価に基づく仮定的利益状態が保護されることは当然である。
（ウ）最高裁平成２３年９月１３日第三小法廷判決・民集６５巻６号２５１１頁（以下「西武鉄道事件最高裁判決」という。）によれば，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は損害から控除されるところ，本件虚偽記載に起因しない株価の上昇分が全く保護されないとすることは均衡を失するというべきである。また，実質的にみても，虚偽記載がされた後に株式を取得し，その後インフレ等の景気の変動によって，物価が２倍，貨幣価値が２分の１になった場合を考えれば，株価が２倍に上昇しているのは当然であって，このような場合に上昇分が保護されなければ，損害が填補されたといえないことは明らかである。
エ　まとめ
以上のとおり，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価の下落を損害とし，本件虚偽記載後の株価の上昇分についても保護の対象とされるべきである。
（３）平成２３年１０月１４日～同年１１月７日のオリンパス株式の株価下落は，本件虚偽記載と相当因果関係があること
平成２３年１０月１４日のＺ１７の解職は，本件虚偽記載の発覚防止策の一部である。かかる事実が明らかにされると，経営効率化の面でＺ１７の手腕に期待していた市場参加者の落胆や経営上の混乱への懸念は通常生じ得ることであるから，これらを原因とする株価の下落は，本件虚偽記載と相当因果関係がある。また，Ｚ１７の解職理由の虚偽発表及び高額なＦＡ手数料の支払や本件国内３社の買収は，発覚防止策や損失解消策の一部である。これらの事実が明らかにされると，市場において被告が違法又は不正なこと（反社会的勢力の関与や経営陣による私的流用を含む。）を行っているのではないかという疑念が生じるのが通常である。したがって，同月１７日にこれらの事情が明らかになり，上記疑念が生じた結果発生したオリンパス株式の株価の下落も本件虚偽記載と相当因果関係がある。
したがって，平成２３年１０月１４日～同年１１月７日のオリンパス株式の株価の下落は，本件虚偽記載の公表の前であっても，本件虚偽記載に起因するというべきである。
なお，平成２３年１０月１３日以前１か月の日経平均株価の終値の平均が８６２７円５５銭であるのに対し，同月１４日以後１か月の日経平均株価の終値の平均が８７６４円６９銭と上昇していること，この間に被告が業績悪化の発表を行ったなどの事情もないことからすれば，同月１４日～同年１１月７日の株価の下落は，経済情勢，市場動向又は被告の業績悪化に起因するものとはいえない。さらに，オリンパス株式の株価に対する反社会勢力の関与や経営陣による私的流用の報道はほとんどないから，かかる報道は，被告株式の株価の下落に影響していない。
（４）平成２３年１１月８日以降のオリンパス株式の株価下落は，本件虚偽記載と相当因果関係があること
被告は，〔１〕同年１０月１９日には，ジャイラス社の買収に際して支払われたＦＡ報酬が２億４０００万ドル（約２４０億円），優先株の買取りのための費用が約４億４０００万ドル（約４４０億円），本件国内３社の買収資金が合計７３４億円といずれも巨額であったことを発表していたところ，これに加えて，〔２〕平成２３年１１月８日の本件発表により，損失計上の先送りがあったことを公表した。そうすると，本件発表によって，市場参加者は，虚偽記載の程度が巨額に上ること及びオリンパス株式の上場廃止の可能性をも認識したことになる。よって，本件発表は，本件虚偽記載の重要部分を明らかにするもので，これによりオリンパス株式の株価が下落したから，平成２３年１１月８日以降のオリンパス株式の株価の下落は，本件虚偽記載に起因するというべきである。
なお，平成２３年１１月７日以前１か月の日経平均株価の終値の平均が８８００円１８銭であるのに対し，同月８日以後１か月の日経平均株価の終値の平均が８４９１円４８銭とほとんど変化がないことからすれば，同年１１月８日以降の株価の下落は，経済情勢や市場動向に起因するものとはいえない。また，被告が業績悪化の発表を行ったなどの事情もないことからすれば，同年１１月８日以降の株価の下落は，被告の業績悪化に起因するものともいえない。
（被告の主張）
（１）前提となる差額説との不整合
賠償の対象となるべき損害とは，違法行為がなかったと仮定した場合のあるべき利益状態と，違法行為によって作出された利益状態との差であると解されている。そして，平成２３年１０月１３日のオリンパス株式の株価は，本件虚偽記載の存在を前提として形成された株価であり，虚偽記載がなかったと仮定した場合の利益状態ではない。原告らの主張は，自ら設定した虚偽記載がなかった場合という仮定と相容れない事実関係を前提としており，破綻している。
（２）本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落について
ア　Ｚ１７の解職と本件虚偽記載との間には相当因果関係がないこと
平成２３年１０月１４日に開催された被告取締役会において，Ｚ１７が代表取締役兼社長から解職されたところ，解職決議に賛成した取締役１２名のうち，本件虚偽記載を認識していたのは３名（Ｚ１８，Ｚ１９及びＺ２０。以下，姓のみでいう。）のみであり，その他の取締役（以下「非認識取締役」という。）９名は本件虚偽記載の存在を認識していなかった。このような非認識取締役らがＺ１７の解職に賛成した理由は，〔１〕Ｚ１７の代表取締役兼社長としての適性に疑問を持ったこと，〔２〕雑誌が掲載した疑惑についてＺ１７が独断で調査し，独自調査に基づきＺ１８らに対して強硬な辞任要求するなどの対応に疑問を感じたことにある。〔１〕は本件虚偽記載とは無関係であるし，〔２〕は通常想定し難いもので，本件虚偽記載から想定される通常の因果の流れから逸脱するものである。したがって，本件虚偽記載と相当因果関係を有する事由によってＺ１７が解職されたものではない。
また，Ｚ１７を代表取締役兼社長から解職したところで，取締役の地位を有するのであり，その追及が収まるとは考え難いから，非認識取締役がＺ１７による疑惑の追及を阻止する目的で解職に賛成したとは考えられない。
よって，Ｚ１７の解職と本件虚偽記載との間には相当因果関係はない。
イ　Ｚ１７解職後のオリンパス株式の株価下落は本件虚偽記載と相当因果関係がないこと
平成２３年１０月１４日のＺ１７の解職報道後のオリンパス株式の株価下落の要因は，〔１〕経営効率化の面でＺ１７の手腕に期待していた市場参加者が落胆したこと，〔２〕平成２３年４月に就任したばかりの代表取締役兼社長の解職という事態から，市場参加者が被告の経営上の混乱を懸念したこと，〔３〕Ｍ＆Ａに関わる過大支払に関して，経営陣による私的流用や反社会的勢力との関わりがあるとの報道がされ，市場参加者がこれを理由とするオリンパス株式の上場廃

止や被告の破綻の懸念を抱いたことにある。代表取締役兼社長の解職による株価下落も，経営陣による私的流用や反社会的勢力関与の疑惑による株価下落も，有価証券報告書等に虚偽記載がされたことに通常伴うような性質のものではない。よって，これらの事情による株価下落は，本件虚偽記載により通常生じる株価下落とはいえないから，本件虚偽記載と相当因果関係はないというべきである。

ウ　平成２３年１１月８日以降のオリンパス株式の株価下落には，本件虚偽記載と相当因果関係のないものが含まれていること

被告は，平成２３年１１月８日の本件発表によって，有価証券投資等に係る損失計上の先送りが行われていたことを公表した。これにより，市場参加者は，被告の本件有価証券報告書等に虚偽記載があることを認識したが，本件発表の時点では，被告が先送りした損失の正確な金額は公表されていなかったのであるから，正確な金額が公表される同年１２月６日以前の株価下落は，本件虚偽記載と相当因果関係がないというべきである。また，同年１１月８日以降の株価下落には，同年１２月１４日（取引時間終了後）の業績悪化による特別損失の計上等，本件虚偽記載に起因しないものも含まれている。

（３）原告の主張に対するその余の反論

ア　原告らの主張は，原告らがオリンパス株式を取得した時点の過大記載額と平成２３年１０月１４日時点の過大記載額が同額であったことを前提に，本件虚偽記載がなかった場合の仮定的利益状態を主張している。しかし，過大記載額は，オリンパス株式の取得時期によって異なるから，原告らの主張は成り立たない。

イ　原告らに生じた現実の損害は，現実に支出した取得価額から処分価額を控除した額の限度であるから，それを超えた金額を賠償対象とすべきではない。すなわち，平成２３年１０月１３日の終値と処分価額の差額を全て損害として認めてしまうと，それは，被告が，株主に対し，平成２３年１０月１３日の終値の市場価額によって処分した場合の利益を保証することになるが，自己責任を原則とする株式取引の本質に照らし，不当である。

２　争点２（市場取引により取得した原告ら〔原告カテゴリー〈１〉及び〈２〉〕の損害）について

（原告らの主張）

（１）取得自体損害

下記のとおり，本件虚偽記載がなければ，原告らがオリンパス株式を取得できなかったから，オリンパス株式を取得したこと自体が損害であり，取得価額と処分価額の差額が損害額となる。

ア　原告らは，そもそもオリンパス株式を取得できなかったこと

被告は，平成１３年３月期の有価証券報告書等において虚偽記載を行っていなければ倒産していたと考えられるから，原告らは，オリンパス株式を取得できなかった。

イ　仮に上記アのように，被告が倒産していなかったとしても，原告らは，その投資基準に照らして，オリンパス株式を取得しなかったこと

（ア）被告が平成１３年３月期の有価証券報告書等において虚偽記載を行っていなければ，その後の被告の経営状況や財務状況は全く異なる内容であり，原告らがオリンパス株式を取得した時点において，その経営規模等において全く別の会社になっていたというべきであるから，原告らは，オリンパス株式を取得しなかった。

（イ）原告らがオリンパス株式を取得した時点と直近の有価証券報告書等に虚偽記載がなければ，その記載によって過去の有価証券報告書等に虚偽記載がされていたことが明らかになるから，原告らは，オリンパス株式を取得しなかった。

（２）高値取得損害及び安値売却損害（ただし，原告Ｚ３〈原告５〉を除く。）

ア　高値取得損害

原告らは，本件虚偽記載によりオリンパス株式を本来あるべき価額（想定価額）よりも嵩上げされた価額で取得させられたから，高値で購入したことが損害であり，取得価額と取得時点での本来あるべき価額（想定価額）との差額が損害額となる。

オリンパス株式は，本件虚偽記載によりこれがなかった場合に想定される株価よりも２．６５７倍程度高額となっていたから，本件虚偽記載がされたことによって形成されていた市場価額を２．６５７で除した価額が，本件虚偽記載がなかった場合の想定価額となる。

すなわち，市場価額は，本件虚偽記載がなかった場合の想定価額を算定する上で適切な指標になり，また，市場における偶然的要素による株価の変動については，約１か月の市場価額の平均値を用いることによって排除できる。そして，真実が公表されて株式の価額が下落した場合，当該下落額は，取引時のあるべき市場価額と実際の市場価額との差額に近似するものである。したがって，本件虚偽記載による株価の影響を算定するためには，本件虚偽記載による株価の下落が生じる前の１か月間の市場価額の平均値と公表後１か月間の市場価額の平均値を基準として算定するのが適切である。

本件では，平成２３年１０月１４日から本件虚偽記載による株価の下落が生じているから，本件虚偽記載による株価の下落が生じる前の１か月間の市場価額の平均値については，平成２３年１０月１３日以前の１か月間のオリンパス株式の平均値を用いるが相当である。

他方で，争点１で主張したとおり，平成２３年１１月８日の本件発表は，被告が本件有価証券報告書等の連結純資産等につき巨額の粉飾を行っていたことを認識させる情報であって，取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実を多数の者の知り得る状態に置く措置に当たるものであるから，本件虚偽記載の事実の「公表」に当たる。

したがって，本件虚偽記載による嵩上げ率は，（同年１１月９日以後１か月間のオリンパス株式の平均株価）÷（同年１０月１３日以前１か月のオリンパス株式の平均株価）＝約２，６５７倍となる。

イ　安値売却損害

原告らは，本件虚偽記載の発覚によって，被告の上場廃止や経営危機等（以下「上場廃止等」

という。）によりオリンパス株式が無価値となる危険を感じて，オリンパス株式を安値で売却せざるを得なくなったから，オリンパス株式を喪失したことが損害であり，口頭弁論終結時のオリンパス株式の市場価額と処分価額の差額が損害額となる。

そして，本件虚偽記載がなければ，原告らがオリンパス株式を売却せず，現在まで保有していたことは，原告らのオリンパス株式の保有目的及び保有期間等から明らかである。また，時の経過によりろうばい売りの影響がなくなれば，市場価額への虚偽記載の影響はなくなることから，現実の市場価額は，虚偽記載がなかったと仮定した場合の想定価額と一致する。

ウ　上記アとイの関係

原告らは，本件虚偽記載がなければ，オリンパス株式を高値で取得することがなく，かつ，売却することもなかったから，高値取得損害（上記ア）及び安値売却損害（上記イ）が併せて損害額となる。両損害は，互いに両立するものであり，両損害を認めることは差額説に反するものではない。

（被告の主張）

（１）取得自体損害について

原告らは，主位的主張（争点１）において，本件では，いずれの原告も，本件虚偽記載がなければオリンパス株式を取得しなかったとはいえないとするところ，被告はこの事実を認める。したがって，取得自体損害の主張はその前提を欠くというべきである。

（２）高値取得損害及び安値売却損害（ただし，原告Ｚ３〈番号５〉を除く。）について

ア　高値取得損害について

（ア）高値取得損害（嵩上げ額）が損害となること自体は争わないが，嵩上げ額については，次のようにして算出すべきである。

本件虚偽記載は，投資有価証券等の非事業用資産に係る損失を簿外処理するためのものであるから，本件虚偽記載のオリンパス株式の株価への影響は，本件有価証券報告書等の訂正前後の純資産の差額として把握できる。すなわち，本件虚偽記載による株価の嵩上げ額は，原告らがオリンパス株式を取得した時期の被告の連結貸借対照表上の純資産額の嵩上げ額を被告の発行済株式総数から被告の自己株式の数を除いた株式数で割ったものであり，１株当たり約１８５円～約４８９円である。取得時期と１株当たりの損害額との対応関係は，別紙「取得時期に対応した１株当たりの損害額」のとおりである。

（イ）原告らの主張する想定価額についての反論

ａ　金商法２１条の２第２項のような特別の明文規定に基づかず，一定期間の株価の平均値を基準として算定した金額を損害額とみなすことは認められない。

ｂ　原告らは，高い方の株価平均値については「本件虚偽記載による株価の下落が生じる前の１か月間の市場価額の平均値」であるとして，「下落が生じた日」を基準とするのに対し，低い方の株価平均値については「公表後１か月間の市場価額の平均値」であるとして，「本件虚偽記載の公表日」を基準とするものであって，論理一貫性を欠く。

ｃ　本件虚偽記載の「公表」があったというためには，資産の過大計上の規模や債務超過に陥っていたかなどの本件虚偽記載の規模が公表される必要があるというべきところ，平成２３年１１月８日の本件発表の時点では，本件虚偽記載の規模は明らかにされていなかったから，平成２３年１１月８日を「公表日」とみることはできない。

イ　安値売却損害について

安値売却損害は，高値取得損害と両立するものではなく，同時に請求することはできない。すなわち，高値取得損害は，原告らがオリンパス株式を取得した時に発生し確定したと解すべきものであって，その後に原告らがオリンパス株式を処分したことによって利益を得る機会を失ったとしても，それは原告らの投資判断に帰すべきものであって，本件虚偽記載による損害とは評価できない。

また，本件虚偽記載がなかった場合に原告らがオリンパス株式を口頭弁論終結時まで保有し続けていたことも認められなければ，口頭弁論終結時のオリンパス株式の市場価額と本件虚偽記載がなかったと仮定した場合の同時点のオリンパス株式の想定価額とが同じであるということも認められない。

ライブドア事件最高裁判決は，「処分価額と想定価額との差額」が損害額となると認めたものではなく，原告らの主張は，これと異なる独自の見解である。

ウ　高値取得損害及び安値売却損害共通

争点１で主張したとおり，原告らが現実に支出した取得価額から処分価額を控除した額を超えた金額の賠償を認めるべきではない。

３　争点３（株式交換により取得した原告ら〔原告カテゴリー〈２〉及び〈３〉〕の損害）について

（原告らの主張）

（１）取得自体損害

ア　ＩＴＸ株式の喪失

本件株式交換に際し，被告は備置きが要求される書面につき，本件虚偽記載を行っていることを開示しておらず，かつ，備置きされた被告の計算書類も本件虚偽記載がされたものであったから，本件株式交換は，会社法７８２条１項３号，同条３項，７９４条１項，３項，同法施行規則１８４条１項１号，２号，４号，同条６項，１９３条１～３号に反する違法なものである。

オリンパス株式を株式交換で取得した原告らにとっては，このような違法な本件株式交換によって，ＩＴＸ株式を喪失させられたこと自体が損害であるから，「ＩＴＸ株式の価値（本件公開買付価格である６万０５００円とすべきである。）×株式数とオリンパス株式の処分価額との差額」が損害額となる。

イ　本件公開買付に応じる機会又は株式買取請求の機会の喪失

本件虚偽記載が公表されていれば，原告らは本件公開買付に応じていた（又は株式買取請求を

していた）から，本件公開買付に応じる機会（又は株式買取請求の機会）を喪失したことが損害であり，「本件公開買付価格（６万０５００円）×ＩＴＸ株式の株式数とオリンパス株式の処分価額との差額」が損害額となる。
ウ　まとめ
よって，ＩＴＸ株式の喪失（上記ア）又は本件公開買付に応じる機会若しくは株式交換請求の機会の喪失（上記イ）のいずれかが損害となり，損害額はいずれによっても同様である。
（２）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害
ア　オリンパス株式の追加取得損害
本件虚偽記載がなければ，原告らは，本件株式交換により，現に取得したオリンパス株式の株式数よりも多数のオリンパス株式を取得することができたから，取得することができなかったオリンパス株式が損害であり，かつ，それらのオリンパス株式は口頭弁論終結時まで保有していたはずであるから，「取得できなかったオリンパス株式の現在価値（取得できたはずの株式数×口頭弁論終結時の終値）」が損害額となる。
具体的には，争点２で主張したとおり，本件虚偽記載がなければ，原告らは，本件株式交換により，現に取得した株式数の１．６５７倍（２．６５７－１）のオリンパス株式を追加で取得できたことから，「（実際に取得した株式×１．６５７）×口頭弁論終結時の終値」が損害額となる。
イ　安値売却損害
原告らは，本件虚偽記載の発覚によって，被告の上場廃止等によりオリンパス株式が無価値となる危険を感じて，オリンパス株式を安値で売却せざるを得なくなったから，本件株式交換で取得したオリンパス株式を喪失したことが損害であり，「口頭弁論終結時のオリンパス株式の市場価額と処分価額の差額」が損害額となる。
そして，本件虚偽記載がなければ，原告らがオリンパス株式を売却せず，現在まで保有していたことは，原告らのオリンパス株式の保有目的及び保有期間等から明らかである。また，時の経過によりろうばい売りの影響がなくなれば，市場価額への本件虚偽記載の影響はなくなることから，現実の市場価額は，本件虚偽記載がなかったと仮定した場合の想定価額と一致する。
ウ　上記アとイの関係
原告らは，本件虚偽記載がなければ，本件株式交換でより多数のオリンパス株式を取得することができ，かつ，それらを売却することもなかったから，オリンパス株式の追加取得損害（上記ア）及び安値売却損害（上記イ）が併せて損害額となる。両損害は，互いに両立するものであり，両損害を認めることは差額説に反するものではない。
（被告の主張）
（１）取得自体損害について
原告らは，主位的主張（争点１）において，本件では，いずれの原告も，本件虚偽記載がなければ，〔１〕本件株式交換に応じなかったとはいえないし，〔２〕本件公開買付に応じていた又は株式買取請求をしていたとはいえないから，オリンパス株式を取得しなかったとはいえないとするところ，被告はこの事実を認める。したがって，取得自体損害の主張はその前提を欠くというべきである。
（２）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害について
ア　オリンパス株式の追加取得損害について
原告らの主張する想定価額は失当である以上，その想定価額を前提に計算されている本件株式交換により追加で取得できたオリンパス株式の株式数の主張も失当である。
本件株式交換の効力発生当時（平成２３年３月２３日）のオリンパス株式の市場価額は２２３５円であったところ，当該市場価額は１９０．８円だけ嵩上げされていたから，オリンパス株式の本来あるべき価額は，２０４４．２円（＝２２３５円－１９０．８円）であったことになる。この２０４４．２円に，原告らが追加で取得したであろうオリンパス株式の数（原告らがそれぞれ保有していたＩＴＸ株式数に２を乗じた数）を乗じて算出される価額が，原告らの損害額となる。
イ　安値売却損害について
争点２で主張したとおり，安値売却損害はアの損害と両立しない。また，原告らの主張の前提となる株式保有や株価推移についての蓋然性は認められない。
ウ　追加取得損害及び安値売却損害共通
争点１で主張したとおり，原告らが現実に支出した取得価額から処分価額を控除した額を超えた金額の賠償を認めるべきではない。
４　争点４（持株会を通じて取得した原告ら〔原告カテゴリー〈４〉〕の損害）について
（原告らの主張）
（１）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害
ア　オリンパス株式の追加取得損害
本件虚偽記載がなければ，原告らは持株制度によって，現に取得したオリンパス株式よりも多数のオリンパス株式を取得することができた。
具体的には，争点２で主張したとおり，本件虚偽記載がなければ，原告らは，持株会を通じて，現に取得した株式数の１．６５７倍（２．６５７－１）のオリンパス株式を追加で取得できた。
原告Ｚ９は，平均価額を基礎として１０万円程度の利益が出るまで，オリンパス株式を売却する意思がなかったことから，「（実際に取得した株式数×１．６５７）×１２０２円（平均取得価額１０１４円を基礎として，１０万円の利益が出ることとなる市場価額）」が損害額となる。
原告Ｚ１０は，本件虚偽記載がなければ，オリンパス株式を売却せず，口頭弁論終結時まで保有していたことが，その保有目的等から明らかであるから，「虚偽記載により取得できなかったオリンパス株式の現在価値（取得できたはずの株式数（虚偽記載後に持株会を通じて取得した株式数×１．６５７）×口頭弁論終結時の終値）」が損害額となる。
イ　安値売却損害
原告らは，本件虚偽記載の発覚によって，被告の上場廃止等によりオリンパス株式が無価値になる危険を感じ，オリンパス株式を安値で売却せざるを得なくなった。そして，原告Ｚ９は，平均取得価額を基礎として１０万円程度の利益が出るまで，オリンパス株式を売却する予定はなかったことから，予定よりも安値で売却したことが損害となり，原告Ｚ１０についてはオリンパス株式を売却する予定がなく，口頭弁論終結時まで保有していたことから，オリンパス株式を喪失したことが損害となる。
原告Ｚ９については，１２０２円と処分価額の差額が損害額となる。
原告Ｚ１０については，持株会を通じて取得したオリンパス株式の口頭弁論終結時の市場価額と処分価額の差額が損害額となる。
ウ　上記アとイの関係
原告らは，本件虚偽記載がなければ，持株会を通じてより多数のオリンパス株式を取得することができ，かつ，それらを売却することもなかったから，オリンパス株式の追加取得損害（上記ア）及び安値売却損害（上記イ）が併せて損害額となる。両損害は，互いに両立するものであり，両損害を認めることは差額説に反するものではない。
（２）本件虚偽記載がされる前に取得したオリンパス株式に係る損害（原告Ｚ１０〈番号１１〉のみ）
原告Ｚ１０は，本件虚偽記載の発覚によって市場のろうばい売りが発生し，被告の信用低下による株価下落の損害を被ったから，「本件虚偽記載がなかった場合の想定価額８６９円（平成２３年１１月９日以後１か月間のオリンパス株式の平均株価）と処分価額の差額」が損害額となる。
（３）損益相殺の抗弁に対する反論
原告Ｚ１０が損害賠償の対象としているオリンパス株式と本件虚偽記載公表前に売却された８４株のオリンパス株式とは，全く別の株式である以上，上記８４株の売却によって得た利益が，本件訴訟における損害賠償との関係で損益相殺の対象となる余地はない。
また，原告Ｚ１０は，オリンパス株式を処分する際，利益あるいは損失をその時の価額で確定させるという判断を行っている以上，後に本件虚偽記載が明らかとなったからといって，原告Ｚ１０に対し，売却当時に確定させたはずの利益を減少させ，あるいは損失を拡大させるという不利益を課すことは公平ではない。さらに，原告Ｚ１０は，本件虚偽記載が公表される前は，その存在を知ることなく通常の市場取引を行っていたから，売買による差益が損益相殺の対象になる余地はない。
（被告の主張）
（１）オリンパス株式の追加取得損害及び安値売却損害について
ア　オリンパス株式の追加取得損害について
原告らの主張する想定価額は失当である上，その想定価額を前提に計算されている本件虚偽記載がなければ持株会を通じて追加で取得できたオリンパス株式の株式数の主張も失当である。
イ　安値売却損害について
争点２で主張したとおり，安値売却損害はアの損害と両立しない。また，原告らの主張の前提となる株式保有や株価推移についての蓋然性は認められない。
ウ　追加取得損害及び安値売却損害共通
争点２で主張したとおり，原告らが現実に支出した取得価額から処分価額を控除した額を超えた金額の賠償を認めるべきではない。
（２）本件虚偽記載がされる前に取得したオリンパス株式に係る損害（原告Ｚ１０〈番号１１〉）について
ア　本件虚偽記載と相当因果関係がないこと
原告Ｚ１０は，平成１３年３月期の半期報告書が公衆の縦覧に供された日（平成１２年１２月１８日）までにオリンパス株式の持分を約７５４株分保有していたものと推測される。同日以前に原告Ｚ１０が取得したオリンパス株式の持分については，本件虚偽記載の影響がない状況の株価で取引されたものであり，このような株式について，本件虚偽記載と相当因果関係のある損害は認められない。
イ　損益相殺
原告Ｚ１０は，平成２１年６月に持株制度を脱退した際，保有持株約８８４株のうち８００株を取得し，その余の約８４株（単元未満株式）については，同年６月２３日，１株２１０５円で売却し，対価を受領する方法で持分の返還を受けている。
このように，原告Ｚ１０は，本件虚偽記載前に取得したオリンパス株式約８４株を本件虚偽記載により嵩上げされた価額で売却したことで嵩上げ額相当の利益を得たのであり，この利益は，不法行為（本件虚偽記載）と同一原因によるもので，損益相殺の対象になる。したがって，４万０７１４円（＝嵩上げ相当額４８４．７円×８４株）については，損害額から控除されるべきである。
５　争点５（弁護士費用）について
（原告らの主張）
民法７０９条に基づく請求については，一般事案と同様に，弁護士費用は損害額の１０％とするのが相当である。
（被告の主張）
争う。有価証券報告書等の虚偽記載を理由とする損害賠償においては，弁護士費用を１０％とするのは相当ではない。
６　争点６（金商法２１条の２による推定損害額）について（原告Ｚ３〈番号５〉，原告Ｚ１１〈番号１２〉のみ）

（原告らの主張）
本件における金商法２１条の２第２項の「公表日」は，平成２３年１１月８日である。
すなわち，被告は，平成２３年１１月８日，１９９０年代頃から有価証券投資等に係る損失計上の先送りを行っており，ジャイラス社の買収に際しＦＡに支払った報酬，優先株の買戻しの資金及び本件国内３社の買収資金が，複数のファンドを通す等の方法により，損失計上先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことが判明したことを公表した（本件発表）。
また，本件発表までに，ジャイラス社の買収に際しＦＡに支払った報酬が約２億４０００万ドル（約２４０億円），優先株の買取りのための費用が約４億４０００万ドル（約４４０億円）であり，かつ，本件国内３社の買収資金が合計約７３４億円と，いずれも巨額であったことも公表されていた。これらの事前情報も併せると，平成２３年１１月８日の本件発表により，市場参加者は，被告が連結純資産等につき巨額の粉飾を行っていたことを認識できることが明らかである。
したがって，本件発表は，虚偽記載のある有価証券報告書等の提出者が発行する有価証券について，取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実を多数の者の知り得る状態に置く措置に当たるから，金商法２１条の２第２項の「公表」に当たる。
（被告の主張）
金商法２１条の２第２項の「公表日」は，平成２３年１２月１４日であり，金商法２１条の２第２項に基づく推定損害額は０円となる。
すなわち，金商法２１条の２第２項の「公表日」がいつであるかは，同規定の立法趣旨に照らして解釈する必要があり，投資者に有利になることを目的に，同規定の解釈を操作することは適切でない。金商法２１条の２第２項の損害額の推定は，虚偽記載について真実が公表された場合には，その虚偽記載の市場価額への影響が排除され，本来あるべき価額に回復したと考えられ，その公表による変動額は，類型的に有価証券取得時における逸失利益と等しくなると考えられることを基礎とする。
この趣旨からすれば，同項を適用するには，有価証券の市場価額が本来あるべき価額に回復したと考えられる程度の事実の公表，すなわち，虚偽記載がなかった場合の企業価値を市場が株価に適正に繰り込んだといえるだけの事実の公表が必要である。そのためには，単に取引市場の評価が何らかの意味で誤っていたことを明らかにするだけでは足りず，どの程度誤っていたかを明らかにするに足りるものでなければならない。虚偽記載が財務諸表に係るものである場合には，虚偽記載の規模が公表されなければ，市場評価の誤りの程度が明らかにならないから，少なくとも虚偽記載の大まかな規模（数十億円の規模か，数百億円の規模か）さえ明らかにならないようでは，事実の公表があったとはいえない。したがって，金商法２１条の２第２項の「公表」があったというためには，少なくとも虚偽記載の規模が開示される必要がある。しかるに，被告が平成２３年１１月８日の本件発表によって明らかにした事実によっては，計上を先送りにしていた損失の額は，その大まかな規模さえも明らかにされなかった。
したがって，平成２３年１１月８日時点で公表があったとはいえず，平成２３年１２月１４日の訂正報告書の提出時点まで，金商法２１条の２第２項の「公表」があったとみることはできない。
７　争点７（弁護士費用）について（原告Ｚ３〈番号５〉，原告Ｚ１１〈番号１２〉のみ）
（原告らの主張）
金商法２１条の２第１項に基づく請求における「損害」には，一般不法行為に基づく損害と同様，虚偽記載と相当因果関係のある損害すべてが含まれるから，弁護士費用も含まれる。
（被告の主張）
争う。金商法２１条の２第１項に基づく請求においては，弁護士費用に係る損害の賠償を求めることはできない。
第６　当裁判所の判断
１　事実経過
前記第３の前提事実に加え，後掲の証拠等によれば，下記のとおり認められる。
（１）Ｚ１７による疑惑の指摘からＺ１７の解職，第三者委員会の立上げに至る経緯等（甲３，甲４，甲６，甲６９の１～４，甲８７，甲８９，乙１４の１～３，乙４８，乙８６，乙８７）
ア　Ｚ１７は，被告が子会社化した英国企業やその他の被告関連企業の代表取締役等を歴任後，平成２０年６月に被告の執行役員，平成２３年４月に社長執行役員，同年６月に代表取締役兼社長執行役員・ＣＯＯに就任した。
Ｚ１７は，平成２３年７月３１日，知人より「□□□□□□□□□□□」と題する◎◎◎◎◎○月号（○年○月○○日発行）の記事を入手し，これにより本件国内３社の買収金額及びジャイラス社の株式取得に係るＦＡ報酬額等について疑念を抱いた。
イ　Ｚ１７は，代表取締役兼社長として上記アの疑念につき十分な説明を受ける必要があるとして，被告の取締役であったＺ１８（取締役在任期間は平成５年６月２９日～平成２３年１１月２４日。なお，平成１３年６月２８日～平成２３年１０月２６日は代表取締役であった。）及びＺ１９（取締役在任期間は平成１８年６月２９日～平成２３年１１月２４日。）らに◎◎◎◎◎の記事の真相を問いただしたが，十分な説明は受けられなかった。
ウ　Ｚ１７は，平成２３年９月２０日頃，「◇◇◇◇◇◇◇◇◇」と題する◎◎◎◎◎●●月号（●年●月●●日発行）の記事を読んだ。
エ　Ｚ１７は，平成２３年９月２３日～２８日の連日，Ｚ１９又はＺ１８に対し，Ｅメールにより，上記ウのＭ＆Ａの疑惑に関する質問や資料提出要請をし，Ｚ１９又はＺ１８がこれに応答した。Ｚ１７は，自ら又はＺ１９らを通じて，これらのＥメールを，他の役員や日本，欧州及び米国の会計事務所にも送信した。
オ　Ｚ１７は，平成２３年９月２９日，Ｚ１８及びＺ１９と対談した上，同月３０日，被告の定例の取締役会に出席した。
同取締役会において、Ｚ１８から，〔１〕同年１０月１日付でＺ１７をＣＥＯに任命すること（また，取締役会議長は従前どおりＺ１８が務めること。），〔２〕第１階層及び第２階層の人事に関する取締役会への提案権をＺ１７に与えること，〔３〕同日以降の経営執行会議にはＺ１８は出席しないことが提案され，全員異議なく承認可決された。
そして，Ｚ１７は，同取締役会において，〔１〕代表取締役として◎◎◎◎◎が指摘している内容を確認したいというのが上記Ｅメールのやり取りの理由であること，〔２〕昨日（同年９月２９日），Ｚ１８及びＺ１９と話し合ったたことで，非常に建設的な理解に達したこと，〔３〕被告社内の関係者が誰も個人的な利益を得ていないことは確認できたので，前向きに未来に目を向けていくつもりであることを述べた。
カ　Ｚ１７は，平成２３年１０月３日，Ｚ１９とのやり取りで入手した資料をＰｒｉｃｅｗａｔｅｒｈｏｕｓｅＣｏｏｐｅｒｓ　Ｌｅｇａｌ　ＬＬＰ（以下「ＰｗＣ」という。）に渡して調査を依頼し，同月１１日，ＰｗＣより，次のような内容の中間報告書（平成２３年１０月１１日付け）を入手した。
〔１〕現在までに実施したレビューに基づくと，我々は不適切な行為が行われたと確信することはできないが，支払われた総報酬金額と今までになされたいくつかの非通例的な意思決定を考慮すると，現段階では不適切な行為が行われた可能性を排除することはできない。
〔２〕オリンパス社にとって重要なのは，ジャイラス社の買収やオリンパス社とＡＸＥＳ社・ＡＸＡＭ社間で行われた合意，例えばマネーロンダリングのような広範囲に及ぶ規制違反があったかどうか，もしあったのであれば，どのようなアクションと矯正段階がとられるべきかについて十分な調査を行い，理解するために適切な段階を踏むことである。
〔３〕Ｂｒｉｂｅｒｙ　Ａｃｔ　２０１０を考慮すると，オリンパス社はこの法令に関連する潜在的な影響を考慮すべきである。なぜなら，ジャイラス社の買収が行われたのは２００８年に遡るが，本件取引への対応はオリンパス社のリスク管理や手続について疑問を呈する可能性があり，それは関連する規制当局や検察当局による調査にもつながる可能性があるからである。
〔４〕さらに，不適切な会計処理や財務アドバイス，取締役の忠実義務違反を含む，他の違法行為の可能性もある。
キ　Ｚ１７は，上記中間報告書を読み，平成２３年１０月１１日，Ｚ１８に対し，書簡で，次のとおり伝えるとともに，この書簡と上記中間報告書を，Ｚ１８を含む全ての役員及び日本，欧州及び米国の会計事務所に送信した。
〔１〕ジャイラス社買収に関するＰｗＣの報告書に明らかなとおり，非常に多くの悲惨な誤り，そして並外れてお粗末な判断力，これらが重なって，国内３社の買収は１３億米ドルというショッキングな額にのぼる株主への損失となりました。これは，ロンドンの悪徳トレーダーによって多大な損失が生じた近年のＵＢＳスキャンダルと似ています。私の見解では，ジャイラス社をはじめ，実質的に価値のない企業を買収したという問題は，オリンパスの下級職員ではなく，最上級管理職員によって取引が行われたことから，更に悪い事態だと言えます。
〔２〕現状に至ってはもはや擁護できない事態であることが明白であり，これから前向きに進む上での対策として，Ｚ１８及びＺ１９が役員会を辞任することが必要です。このアプローチで現状の手立てを慎重に扱うことが可能となり，オリンパス社及びあなた方自身の評判悪化を最小限に抑えることができます。もし，あなたに辞任の意思がないということであれば，私の代表取締役の責務として，当社のガバナンスに関して私が持つ基本的な懸念をしかるべき団体に提起することとなります。
〔３〕あなたとＺ１９さんには，金曜日（同月１４日）にお目にかかって，今後の具体的な対応を話合いたいと思います。
ク　これを受けて，Ｚ１８は，Ｚ１７以外の取締役に招集をかけ，平成２３年１０月１３日夜，出席できない者を除く大半の取締役を集め，取締役らに対し，これまでの経緯を説明し，「（同年）９月３０日の取締役会では一緒に前を向いてやっていこうというようなことで終わったと思っていたのに，社長とはいえ，独断でＰｗＣに資料を持ち込んで調査を依頼しておりけしからん。」「独断専行に過ぎ，社長として任せておくことは問題だ。」という趣旨のことを伝え，明日（同年１０月１４日）の臨時取締役会でＺ１７を代表取締役兼社長から解職する予定であることを告げた。
ケ　被告は，平成２３年１０月１４日午前９時から，臨時取締役会を開催した。海外にいた取締役２名は欠席した。
当日，議題が，前日（同月１３日）のＥメールでの招集通知に記載された議題（過去のオリンパスの買収案件について）から，次のとおり変更され，特別利害関係者であるＺ１７を除く出席者全員の賛成で可決された。
〔１〕当社とＺ１７との契約（Ｓｅｒｖｉｃｅ　Ａｇｒｅｅｍｅｎｔ）解除の件
〔２〕Ｚ１７について代表取締役及び社長執行役員・ＣＥＯ解職の件
〔３〕Ｚ１８を社長執行役員・ＣＥＯに選定の件
〔４〕Ｚ１７を子会社及び関連会社の役員から解任する件
コ　これを受けて，Ｚ１７は，平成２３年１０月１４日夜，イギリスに戻り，その後，イギリスのＳｅｒｉｏｕｓ　Ｆｒａｕｄ　Ｏｆｆｉｃｅ（金融犯罪に関する捜査機関）に対し，ジャイラス社の件についての調査依頼をし，各国の捜査当局に相談等を行う一方で，マスメディアに対し，Ｍ＆Ａ疑惑について公表した。
他方，被告は，同日，Ｚ１７と他の経営陣の間で，経営の方向性及び手法に関して大きな乖離が生じ，経営の意思決定に支障を来す状況になったこと，Ｚ１７の下での経営体制では「グローバル化のネクストステージへ」という経営基本計画の実現が困難であることを理由に，Ｚ１７を代表取締役兼社長から解職したことを公表し，同月１９日，上記理由を再度確認するとともに，Ｚ１７が外部機関に対して中間報告書の作成を依頼したことや他の取締役に辞任要求したこと

は，解職の直接の理由ではなく，Ｚ１７の独断的な行為の一つに過ぎず，Ｚ１７が取締役の立場であるにもかかわらず，経営の混乱を招き，企業価値を損ねたことは遺憾であり，必要に応じて法的措置も検討したいと考えていると公表した。
サ　日本の新聞各紙も，平成２３年１０月１７日頃より，Ｚ１７のコメント（上記コ）を報道するようになり，被告への批判が高まった。上記コの公表以降，オリンパス株式の市場価額は急落し，株主から被告に対し，Ｚ１７が指摘した疑惑に関する質問がされたため，第三者委員会による十分な調査が要請された。
シ　上記コ，サの経過から，被告の取締役会内においても，Ｚ１８の辞任要求が強まった。Ｚ１８は，平成２３年１０月２６日，代表取締役会長兼社長執行役員を辞任し，後任にＺ２１（以下「Ｚ２１」という。）取締役が就任した。
ス　平成２３年１１月１日，第三者委員会が正式に立ち上がり，調査が開始された。
セ　その後，Ｚ１９及びＺ２２（取締役在任期間は平成１５年６月２７日～平成２３年６月２９日。なお，平成２３年６月２９日～同年１１月２４日は監査役に就任。以下「Ｚ２２」という。）が，本件損失先送りの事実を認めるに至り，本件発表がされた平成２３年１１月８日に，Ｚ１９は副社長執行役員から解職され，Ｚ２２は監査役辞任の意向を表明し，同月２４日，Ｚ１８及びＺ１９が取締役を，Ｚ２２が監査役を，それぞれ辞任した。
（２）本件虚偽記載に関する被告の公表の経過等
ア　平成２３年１０月１９日時点
　被告は，平成２３年１０月１９日，〔１〕ジャイラス社の買収に際してＦＡに対して支払った金額が合計６億８７００万米ドル（このうち，ワラント，オプション，優先株の買取りに充てられた金額は６億７０００万米ドル）であったこと，〔２〕本件国内３社の買収資金が７３４億１９００万円であったこと，〔３〕被告としてはいずれの金額も相当であると認識していることを公表し，同月２７日，ジャイラス社及び本件国内３社の買収の経緯等について追加公表をし，この時点でもジャイラス社の買収及び本件国内３社の買収に違法，不当な点はないと公表していた（甲６，甲８）。
イ　平成２３年１１月８日時点
　被告は，平成２３年１１月８日，プレスリリース及び記者会見において，〔１〕有価証券投資等に係る損失計上の先送りが行われていたこと，〔２〕ジャイラス社の買収に際してＦＡに支払った金額のうち優先株の買戻し等の資金及び本件国内３社の買収資金が，複数のファンドを通す等の方法により，損失計上の先送りによる投資有価証券等の含み損を解消するためなどに利用されていたことを公表するという本件発表を行った。
　ただし，被告の代表取締役兼社長執行役員であったＺ２１は，本件発表の際，本件虚偽記載の規模（先送りされていた損失及び解消された含み損の規模）について，その規模が１００億という程度か，５００億という程度か，１０００億円以上という程度かと問われても，その規模及び金額は判明していないとして，公表しなかった。（甲９，乙４５，弁論の全趣旨，前記第３の３（２））
ウ　平成２３年１２月６日時点
　被告は，平成２３年１２月６日，第三者委員会報告書を公表し，この中で，複数のファンドを利用し損失計上の先送り及び本件国内３社の買収による損失の費用計上の仕組みを明らかにした。また，被告が計上を先送りした損失額は，平成１１年，１２年頃においては９６０億円であり，平成１５年においては１１７７億円であったこと，その後，損失分離先のファンドにおける新たな投資の失敗，損失隠しの協力者への報酬支払，ファンド運営費用等により損失が更に拡大したこと，結果として，上記アの本件国内３社買収資金７３４億１９００万円のうち７１６億円がファンドに流出し，これに上記アのジャイラス社買収の際支出された６億８７００万米ドルのうち，ワラント，オプション，優先株の買取りに充てられた６億７０００万米ドル（当時の円貨で６３２億円）を併せた合計１３４８億円が先送りした損失額１１７７億円等に充当されて処理されたことを明らかにした（甲３，前記第３の３（３））。
エ　平成２３年１２月１４日時点
　被告は，平成２３年１２月１４日，本件有価証券報告書等について，平成１９年３月期～平成２４年３月期第１四半期の有価証券報告書及び四半期報告書の内容を訂正した訂正報告書（甲２）を公開し，平成２３年１２月１５日に訂正の事実を公表した。
　このとき公表した訂正後の本件有価証券報告書等のうち，平成１９年３月期から平成２３年３月期までのもの及び平成２４年３月期の第１四半期のもののうち，連結貸借対照表の連結純資産額の訂正に関しては，第３の２（１）のとおりである。
　他方，同期間の連結損益計算書の連結当期純利益額の訂正に関しては，次のとおりである。
（ア）平成１９年３月期
【訂正前の連結当期純利益額】　４７７億９９００万円
【訂正後の連結当期純利益額】　４６９億６２００万円
【差額】　８億３７００万円
【差額が訂正前の連結当期純利益額に占める割合】　２％
（イ）平成２０年３月期
【訂正前の連結当期純利益額】　５７９億６９００万円
【訂正後の連結当期純利益額】　５４６億２５００万円
【差額】　３３億４４００万円
【差額が訂正前の連結当期純利益に占める割合】　６％
（ウ）平成２１年３月期
【訂正前の連結当期純損失額】　１１４８億１０００万円
【訂正後の連結当期純損失額】　５０５億６１００万円
【差額】　６４２億４９００万円

【差額が訂正前の連結当期純利益に占める割合】　５６％
（エ）平成２２年３月期
【訂正前の連結当期純利益額】　４７７億６３００万円
【訂正後の連結当期純利益額】　５２５億２７００万円
【差額】　－４７億６４００万円
【差額が訂正前の連結当期純利益に占める割合】－１０％
（オ）平成２３年３月期
【訂正前の連結当期純利益額】　７３億８１００万円
【訂正後の連結当期純利益額】　３８億６６００万円
【差額】　３５億１５００万円
【差額が訂正前の連結当期純利益に占める割合】　４８％
（カ）平成２４年３月期の第１四半期
【訂正前の連結四半期純損失額】　２１億５４００万円
【訂正後の連結四半期純損失額】　１４億２３００万円
【差額】　７億３１００万円
【差額が訂正前の連結当期純利益に占める割合】　３４％
（３）オリンパス株式の株価（市場価額）及び日経平均株価の推移（甲１０４の１１・１２，甲１０５の３～５，乙１４の１～３，乙１６）
ア　オリンパス株式の市場価額（終値）は，平成２３年１０月３日～平成２４年１月３１日の間，下記のとおり推移した。詳細は，別紙被告株価の推移表のとおりである。
（ア）平成２３年１０月１２日，２３７３円であり，同月１３日，２４８２円に上昇した。
（イ）Ｚ１７の解職が公表された平成２３年１０月１４日に，２０４５円まで急落した。
（ウ）その後，平成２３年１０月１７日には１５５５円，同月１８日には１４１７円，ジャイラス社と本件国内３社の買収に当たって支出した金額について被告から公表があった同月１９日には１３８９円と下落を続け，Ｚ１８が被告の代表取締役会長等を辞任した同月２６日には１０９９円となった。
　第三者委員会が立ち上がった同年１１月１日には１２０６円であったが，被告が本件発表をした同月８日には７３４円，同月９日には５８４円となり，同月１１日には上記期間中の最安値となる４６０円になった。
（エ）その後は，平成２３年１２月上旬までは概ね上昇し，第三者委員会報告書が公表された同月６日には１１９０円となった。本件有価証券報告書等の訂正がされた同月１４日には１３１４円であったのが，翌１５日には１０４１円と大幅に下落し，その後は平成２４年１月３１日まで，概ね９００円～１３００円の間で推移した。
（オ）オリンパス株式の出来高は，平成２３年９月１日から同年１０月１３日までは，１日当たり約７０万株から約３１０万株で推移していたのが，Ｚ１７の解職報道がされた同月１４日には約３６００万株と大幅に増加し，同月１５日から同月３１日以降も１日当たり約２０００万株から７４００万株と解職報道前と比較すると大幅に増加した状態が続いた。
イ　日経平均株価（終値）は，平成２２年１月～平成２４年１２月の間，下記のとおり推移した。
（ア）平成２２年１月～同年１２月は，８８２４円（同年８月３１日）～１万１３３９円（同年４月５日）の間で推移した。
（イ）平成２３年１月～同年９月は，月間平均８７００円（同年９月）～１万０６２４円（同年２月）の間で推移した。
（ウ）平成２３年１０月は月間平均８９８８円，同年１１月は月間平均８４３４円，同年１２月は月間平均８４５５円であった。
（エ）平成２４年１月～同年１２月は，８２９５円（同年６月４日）～１万０３９５円（同年１２月２８日）の間で推移した。
（４）持株会を通じて取得した原告Ｚ９〈番号１０〉の取得価額及び取得株式数等（前記第３の６（２）イ，甲４６の１・２，甲１０４の６，甲１０７，甲１０９の１・２及び４，乙８１，乙８２）
ア　原告Ｚ９の積立金等（月次積立金，奨励金（月次），賞与積立金，奨励金（賞与），配当金。以下同じ。）及び取得株式数は，別紙「原告Ｚ９〈番号１０〉の積立金等及び取得株式数」のとおりである。
イ　取得株式数の合計
２１１．３２１株
ウ　平均買付価格
２６９２．１８円
（５）持株会を通じて取得した原告Ｚ１０〈番号１１〉の取得価額及び取得株式数等（前記第３の６（２）イ，甲１０３，甲１０４の１～９，甲１０６，甲１０７，甲１０９の１・２及び４，乙８，乙３７～乙４０）
ア　本件虚偽記載後～持株制度脱退時の支出額の合計と取得株式（持分）数
（ア）取得株式数（甲１０３，乙８）
　原告Ｚ１０は，平成１２年１１月までに，オリンパス株式７５０．８５８株を取得した。
　原告Ｚ１０は，平成２１年６月（持株制度脱退時），オリンパス株式８８４．１９８株を取得した。
　したがって，原告Ｚ１０は，平成１２年１２月１９日（平成１３年３月期半期報告書提出日翌日）～平成２１年６月（持株制度脱退時），１３３．３４株を取得した。
（イ）積立金等（甲１０３，甲１０６，乙８）
　原告Ｚ１０は，平成１２年１２月１９日（平成１３年３月期半期報告書提出日翌日）～平成２

１年６月（持株制度脱退時），２０万５０００円の月次積立金及び賞与積立金を支出し，奨励金の合計額は７２５０円，配当金の合計額は１３万３７６５円であった。
なお，平成２０年１２月分の配当金については，平成２１年６月（持株制度脱退時）における配当金の総額が１７万６０８６円であること，平成２０年７月までの配当金の総額が１６万０７０７円であることから，その差額の１万５３７９円と算出した。
イ　上記ア（ア）及び（イ）を踏まえれば，原告Ｚ１０の積立金等及び取得株式数は，別紙「原告Ｚ１０（番号１１）の積立金等及び取得株式数」のとおりである。
ウ　平均買付価格
１３２６．９８円（本件虚偽記載の開始前も含む平均買付価格）
２５９４．８０円（本件虚偽記載開始後の平均買付価格）
（計算式）（３４万６０１５円（上記ア（イ））－２４円（脱会時の次回繰越金。乙８））÷１３３．３４株（上記ア（ア））＝２５９４．８０円
２　本件における虚偽記載等の事実の公表について
（１）金商法２１条の２第２項，第３項にいう「虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項」について多数の者の知り得る状態に置く措置とは，虚偽記載等のある有価証券報告書の提出者等を発行者とする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ことに足り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とられれば足りると解するのが相当である（ライブドア事件最高裁判決）。
（２）上記１（２）ア，イのとおり，被告は，平成２３年１０月１９日にジャイラス社の買収に際してＦＡに支払った金額のうち優先株等の買戻しに充てられた金額及び国内三社の買収額が合計１３４８億円であることを公表し，その上で，同年１１月８日の本件発表において，被告が１９９０年代頃から有価証券投資等に係る損失の先送りを行っていたこと，ジャイラス社の買収に際して優先株等の買戻しに充てられた金額及び本件国内３社の買収の買収資金が被告の投資有価証券等の含み損の解消に用いられたことを明らかにした。そうすると，本件発表により，被告が損失先送りを行い，その額が最大で１３４８億円に達する可能性があるという，オリンパス株式に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにする基本的事実が多数の者の知り得る状態に置かれたということができるから，本件発表をもって「虚偽記載等の事実の公表」がされたものと認めるのが相当である。
この点，上記１（２）ウのとおり，被告が先送りした損失の正確な金額が公表されたのは，被告が第三者委員会報告書を公表した平成２３年１２月６日時点であり，本件発表の時点では，上記の正確な金額までは公表されていない。しかし，金商法２１条の２第２項が「虚偽記載等の事実の公表」をもって虚偽記載等による損害額を推定する基準時とした趣旨は，当該公表があれば，市場参加者が虚偽記載等による有価証券に対する評価の誤りを認識し，株式の市場価額が変動し始めることを考慮したものである。そうすると，上記公表があったといえるためには，市場参加者の評価の誤りを明らかにするに足りる程度の基本的事実が多数の者の知り得る状態に置かれれば足りると解され，本件においても，被告が先送りした損失の正確な金額の公表までは必要でないというべきであるから，本件発表の時点をもって「虚偽記載等の事実の公表」とするのを妨げるものではない。
３　本件虚偽記載が不法行為に当たるか（民法７０９条に基づく請求）
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記載をしないように配慮すべき注意義務を負い，これを怠ったため，その重要な事項について虚偽記載をした場合には，虚偽記載のある有価証券報告書等が公表されている間に当該株式を取得した株主に対し，民法７０９条の不法行為責任を負うと解するのが相当である。なぜなら，当該株式を取得した株主は，会社からの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えるからである。
これを本件についてみると，前記第３の２（１）及び（２）のとおり，被告は，連結純資産額という投資判断に当たって重要な事項について，平成１３年３月期～平成２４年３月期第１四半期という長期にわたり，最大１２００億円余りも過大に記載するという本件虚偽記載をしたのであり，過大記載額が虚偽の連結純資産額に占める割合も最大約４０％に及んでいる。したがって，被告は，本件有価証券報告書等の中の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ものと評価できるから，本件虚偽記載のある本件有価証券報告書等が公表されている間にオリンパス株式を取得した者に対し，民法７０９条の不法行為責任を負うというべきである。
４　本件虚偽記載による損害額について（民法７０９条に基づく請求）
（１）取得自体損害について
本件において，原告らは，主位的主張として，いずれの原告も，本件虚偽記載がなければオリンパス株式を取得しなかったとはいえない旨主張し，被告はこれを認めている。したがって，原告らが，本件虚偽記載がなかったとしても，なおオリンパス株式を取得していたことについては当事者間に争いがない。
よって，本件が，本件虚偽記載がなければオリンパス株式を取得しなかったといういわゆる取得自体損害ケースであることを前提とする原告らの損害主張（前記第５の２及び３）は，その余について判断するまでもなく理由がない。
（２）高値取得ケースにおける損害
ア　本件は，原告らが，各株式取得時点において，オリンパスの株式を取得するために本件虚偽記載がなかった場合の株式の価値を超える余分な金銭等を支出したことによって損害を被ったといういわゆる高値取得ケースである。高値取得ケースにおける株主は，虚偽記載がなかった場合の株式の価値を超える余分な金銭等の支出を強いられることで損害を被ったといえるから，高値取得ケースにおける株主の損害額は，当該株主が現に支出したものを前提に考えるべきであり，当該株式取得のために実際に支出した金銭等の額（ａ）と虚偽記載がなかったとした場合の取得時点での当該株式の価値（ｂ）との差額が損害となるというべきである（以下，（ａ）－（ｂ）の額を「高値取得額」という。）。
なお，虚偽記載がなかったとした場合の取得時点での当該株式の価値（ｂ）とは，取得時点での市場価額から，虚偽記載によって取得時点で嵩上げされた株式の価値（以下「嵩上げ額」という。）自体を控除するのみならず，虚偽記載がされた株式を取得したことによって将来被るおそれのある価額下落（虚偽記載の発覚に伴う会社の信用毀損，ろうばい売り等）のリスクを取得時点で金銭評価した額をも控除した金額であると解すべきである。これを計算式で表すと，以下のとおりとなる。
取得時点での株式の価値（ｂ）
＝取得時点での市場価額－（取得時点での嵩上げ額＋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）
そうすると，当該株式の高値取得額を計算式で表すと，以下のとおりとなる。
当該株式の高値取得額
＝支出した金銭等の額（ａ）－｛取得時点での市場価額－（取得時点での嵩上げ額＋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評価額）｝（ｂ）
イ　なお，原告らは，高値取得ケースの損害として，安値売却損害（前記第５の２～４）も含まれると主張する。しかし，安値で売却せざるを得ないリスクは，既に高値取得額において，将来被るおそれのある価額下落として考慮済みであることに加え，これによる損害は，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。原告らは，本件虚偽記載の発覚をもって不法行為と捉えて主張しているとも考えられるが，本件虚偽記載の発覚が不法行為になると解することはできない。よって，原告らの上記主張は採用できない。
ウ　ところで，上記アの高値取得額の計算式のうち，取得時点での嵩上げ額及び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（ｂ）（以下，これらを併せて「嵩上げ額及びリスク部分」という。）については，当該株式の取得時点においては顕在化しておらず，虚偽記載が発覚して株価が下落することで反映されるものであるから，嵩上げ額及びリスク部分（並びにこれらを前提とする高値取得額。以下同じ。）を直接認定することはできず，虚偽記載の公表前後の市場価額の下落幅等を参考にして推計するほかない。
そして，これらの推計方法としては，マーケット・モデルの利用（虚偽記載発覚後の株価が算式の上に乗るような回帰式をつくり，その回帰式を適用する形で，取得日における当該株式の客観的価値を算出する方法）のほか，コンスタント・ダラー方式（虚偽記載公表時の株価下落分をそのまま取得時の差額に相当させる方法）やコンスタント・パーセンテージ方式（虚偽記載公表時の株価の下落率をもって，取得時の嵩上げ率に相当させるという方法）等，様々な方法が存在するものの，確立した方法は存在しない。
したがって，当裁判所としては，嵩上げ額及びリスク部分を推計するに際し，上記のいずれかの推計方法に依拠することなく，本件の事実関係及び証拠等に照らして合理的と考えられる方法を検討して行うのが相当であると考えるところ，その検討に際しては，本件虚偽記載の公表前後の株価下落部分のうち，嵩上げ額及びリスク部分が反映された部分を確定する必要がある。
そこで，〔１〕まず，本件事実関係（前記第３及び上記１）に即して，本件虚偽記載の公表前後の株価下落部分のうち，嵩上げ額及びリスク部分が反映されたと認められる範囲を検討し，〔２〕次に，その検討を踏まえて，どのような方法によって嵩上げ額及びリスク部分を認定すべきかを検討する。
５　本件虚偽記載の公表前後の株価下落部分のうち，嵩上げ額及びリスク部分が反映された部分の検討（民法７０９条に基づく請求）
（１）嵩上げ額及びリスク部分の反映部分の検討及び虚偽記載と相当因果関係のある株価下落部分の一般論について
上記３のとおり，虚偽記載は，株式の市場価額を歪めるものであり，虚偽記載のある有価証券報告書等が公表されている間に投資家により取得された当該株式の市場価額にも影響を与えるものであるところ，嵩上げ額及びリスク部分は，虚偽記載公表前後の株価下落部分のうち，〔１〕虚偽記載が公表されたことに起因する株価下落部分に反映され，〔２〕会社の業績悪化や経済状況の悪化等の虚偽記載とは無関係な要因に起因する株価下落部分には反映されないというべきである。したがって，嵩上げ額及びリスク部分の反映部分の認定は，虚偽記載とは無関係な要因に基づく株価下落部分を排除して，虚偽記載と相当因果関係のある株価下落部分を認定することに他ならない。
ところで，虚偽記載公表前後の株価下落の要因は，大きく４つに分類できる。１つ目は，真実の情報の反映（以下「要因〔１〕」という。）による株価の下落であり，２つ目は，虚偽記載の発覚に伴う信用毀損等（以下「要因〔２〕」という。）による株価の下落であり，３つ目は，投資家が虚偽記載という事実の発覚に対して過剰反応（いわゆるろうばい売り等）すること（以下「要因〔３〕」という。）による株価の下落であり，４つ目は虚偽記載とは無関係な要因（以下「要因〔４〕」という。）による株価の下落である。
そして，要因〔１〕～要因〔３〕による株価の下落は，いずれ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ものであることから，虚偽記載と相当因果関係のある株価下落というべきである（ライブドア事件最高裁判決参照）。他方，株主が株式を取得してから，虚偽記載の事実が市場に公表される前までの間に生じた株価の下落については，多くの場合，虚偽記載に関係しない無関係な要因（要因〔４〕）による株価の下落というべきであって，原則として虚偽記載と相当因果関係がない株価下落と考えることができるが，株価下落を招いた要因，当該虚偽記載及び市場参加者の認識並びにそれらの関連性等を検討した結果，虚偽記載に起因する株価下落と認められる場合には，虚偽記載と相当因果関係がある株価下落に含めることができるというべきである。
（２）本件虚偽記載と相当因果関係がある株価下落の始期について

ア　Ｚ１７の解職報道による株価下落
上記２で検討したとおり，本件において虚偽記載の事実が市場に公表されたのは，平成２３年１１月８日であるが，上記１（３）アのとおり，これに先立つＺ１７の解職報道の日である同年１０月１４日から同年１１月６日までの前後，オリンパス株式の株価は，同年１０月１２日には２３７３円であり，同月１３日には２４８２円に上昇したのが，Ｚ１７の解職報道がされた同月１４日には２０４５円に下落し，その後も下落を続け，同年１１月７日には１０３４円まで下落した。
上記１（３）ア（オ），同イのとおり，上記期間のオリンパス株式の株価の下落は，日経平均株価の動向から推測される市場全体の動きと大きく乖離していること，被告の業績不良に関する報道や市場環境の悪化等があった事実は認められないこと，Ｚ１７の解職報道がされた同年１０月１４日以降，１日当たりのオリンパス株式の出来高が従前に比べて大幅に増加していることからすれば，上記期間のオリンパス株式の株価の下落は，Ｚ１７の解職報道に起因するものと認められる。
イ　アの株価下落と本件虚偽記載との相当因果関係
そこで次に，Ｚ１７の解職報道と本件虚偽記載との相当因果関係について検討する。
確かに，一見すると，Ｚ１７の解職は，本件虚偽記載の公表前の事情であるから，本件虚偽記載と無関係な要因であるようにも思える。しかし，上記１（１）ア～ケのとおり，Ｚ１７は，当時の代表取締役であったＺ１８らに対し，◎◎◎◎◎で指摘された疑惑を指摘して説明を求めたところ，Ｚ１８らは，Ｚ１７の行った調査等を問題視し，被告の取締役会においてＺ１７を解職するよう主導したものと認められ，このような解職に至る経緯及び解職を主導したＺ１８らの意図からすれば，被告の取締役会は，Ｚ１７からの上記疑惑の指摘を受けて，本件虚偽記載の発覚を防ぐ目的でＺ１７を解職したものと推認することができる。よって，Ｚ１７の解職報道による株価下落は，本件虚偽記載公表前であっても本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落に含めることができるというべきである。
ウ　被告の主張の検討
（ア）被告は，Ｚ１７の解職報道後の株価下落は，市場参加者が本件虚偽記載の事実を認識・推測したことによるものではなかったから，本件虚偽記載と相当因果関係があるとはいえないと主張する。
確かに，上記１（２）ア及び同イ並びに証拠（甲９０の３（原告Ｚ３の陳述書），乙３４の４（反社会勢力の関与の疑念に関する報道））によれば，Ｚ１７の解職の事実だけでは，市場参加者は本件虚偽記載の有無及びその規模を認識することはできなかったものと認められ，上記期間におけるオリンパス株式の株価下落は，これらの事実が市場に知られたことを前提として形成されたものと考えることはできない。しかし，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落であるかを判断するに当たって，市場参加者が本件虚偽記載の事実を認識していることは必ずしも必要ではないから，被告の上記主張は採用できない。
（イ）また，被告は，Ｚ１７の解職は，代表取締役兼社長としての適性がなかったこと等が主たる理由であるから，Ｚ１７の解職報道後の株価下落と本件虚偽記載との間には相当因果関係がないとも主張する。
確かに，Ｚ１７の解職については，本件虚偽記載の発覚防止以外の理由があった可能性は否定し難いものの，上記１（１）ア～コの事実によれば，Ｚ１８らが主導して行ったＺ１７解職の主たる目的は本件虚偽記載の発覚防止にあったと認められるから，他の理由が併存したとしても，上記相当因果関係は否定されないというべきである。
エ　まとめ
以上によれば，本件虚偽記載の公表前であるものの，Ｚ１７解職報道の日である平成２３年１０月１４日以降のオリンパス株式の株価変動は，本件虚偽記載と相当因果関係を有するとみるのが相当である。
（３）本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落の終期について
原告らは，保有していたオリンパス株式を，いずれも本件発表の日である平成２３年１１月８日～同月２８日に売却したところ，本件発表の日と各売却日との間は１か月以内であり，本件虚偽記載によってオリンパス株式に対して形成されていた市場の誤った評価が修正される過程であったと考えることができるから，本件発表の日から原告らの各売却日までのオリンパス株式の株価変動も本件虚偽記載と相当因果関係を有するとみるのが相当である。
（４）小括－本件虚偽記載と相当因果関係のある株式下落の範囲
以上によれば，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落は，Ｚ１７解職報道の日である平成２３年１０月１４日から原告らの各売却日までのオリンパス株式の株価下落であり，１株当たりの金額としては平成２３年１０月１３日のオリンパス株式の終値である２４８２円と各原告の売却額との差額がそれに当たるということになる。
ただし，〔１〕取得時点におけるオリンパス株式の市場価額が２４８２円（上記株価下落の開始時点）より低い株式については，Ｚ１７の解職報道の時点以降の株価下落分のうち，２４８２円から取得時点の市場価額までの下落分は，本件虚偽記載と無関係に上昇していた価額が下落したにすぎず，取得時の高値取得額が反映されたものとはいえないから，取得時点の市場価額と処分価額との差額が本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落となる。
また，〔２〕取得時点におけるオリンパス株式の市場価額が２４８２円（上記株価下落の開始時点）より高い株式については，取得時点の市場価額と２４８２円との差額は本件虚偽記載と相当因果関係のない株価下落であり，Ｚ１７の解職報道の時点以降から原告らが売却した時点までの株価下落分が本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落であるから，２４８２円から処分価額を控除して算出される額が，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落となる。
これらを算式で表すと，次のとおりである。
〔１〕取得時点におけるオリンパス株式の市場価額＜２４８２円の株式
相当因果関係のある株価下落＝取得時点における市場価額－処分価額
〔２〕取得時点におけるオリンパス株式の市場価額≧２４８２円の株式
相当因果関係のある株価下落＝２４８２円－処分価額

187

６　本件における嵩上げ額及びリスク部分の推計方法
（１）本件の証拠関係
上記５における本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落の範囲の検討を踏まえ，本件において，どのような方法で嵩上げ額及びリスク部分を認定すべきかを検討する。
この点について，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額を前提に，真実の情報が市場に反映された日の株価を基にして算式をつくり，その算式でもって取得時点の当該株式の価値を想定するという回帰分析の手法によって嵩上げ額及びリスク部分を計算する，いわゆるマーケット・モデルを用いることが有力な推計方法と考えられている。
しかし，マーケット・モデルの有効性については疑問を容れる余地がある上（乙４２参照），本件では，上記推計方法に基づく計算結果を示す証拠も，真実の情報が市場に完全に反映された日を認定するに足りる証拠も提出されていないことからすれば，上記推計方法によって嵩上げ額及びリスク部分を認定することはできない。
（２）民訴法２４８条の適用
嵩上げ額及びリスク部分は，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額に反映されるものの，理論上は株式取得時に発生するものであって，その時点におけるリスクの金銭評価を問題とするものであるから，これが時点を異にして発生する本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額にそのまま等しく反映されるとはいえない。
また，嵩上げ額及びリスク部分が本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落額に一定の割合で反映されると考えても，その割合は，株式取得時期，株式取得時期において本件虚偽記載が被告の真実の計算書類に影響を及ぼす程度，株式取得時から本件虚偽記載の公表までの期間の長短等の事情によって異なる上，各株主が各取引毎に取得した株式について，それぞれの売却時期の違い等を踏まえた調整も必要となるから，それぞれの反映される割合を前方視的に正確に認定することは極めて困難である。
したがって，本件は，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立証することが極めて困難であるときに当たるから，民訴法２４８条を適用して相当な損害額（嵩上げ額及びリスク部分並びにこれを前提とする高値取得額）を認定するのが相当である。
（３）嵩上げ額及びリスク部分の検討
そこで検討するに，〔１〕被告は，成長が続く内視鏡市場において圧倒的に優位な地位を占めており，医療事業における成長に陰りは見られないなどと評価されるように（乙１９（ｐ１１）），本業の業績は順調であって，高い技術力を有する優良企業であると評価されていたこと，〔２〕前記第３の２のとおり，本件虚偽記載は，被告の連結貸借対照表の純資産額を平成１３年３月期～平成２４年３月期第１四半期という長期にわたり，最大１２００億円余りを嵩上げするものであり，真実の純資産額と虚偽の純資産額との対比でも最大約４０％に及ぶ大規模なものであったものの，前記第３の４の東京証券取引所がオリンパス株式の上場の廃止を相当であるとは認められないと判断した際の理由においても述べられているとおり，被告の連結損益計算書の純利益額についての虚偽記載ではなかったため，被告の本業での利益水準や業績動向に基づく市場の評価を誤らせるようなものではなかったこと，〔３〕にもかかわらず，本件虚偽記載の内容や規模の大きさに加えて，Ｚ１７の解職が大衆の関心を惹くものであったこともあり，多数の報道機関により大きく報道されたことも相まって，平成２３年１０月１３日に２４８２円であったオリンパス株式の株価が平成２４年１月３１日までの間に概ね９００円～１３００円にまで大きく下落したことなどを総合考慮すると，本件虚偽記載と相当因果関係のある株式下落部分には，株式取得時点で想定されていた価格下落リスクを超える下落分も一定程度含まれているものと認められ，その割合を２割とみて，これを控除するのが相当である。
したがって，本件における嵩上げ額及びリスク部分は，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分の８割に相当する額であると認定するのが相当である。
以下，これを前提に，各原告の損害額（高値取得額）を算定する。
７　高値取得額の推計方法
（１）高値取得ケースにおける損害額
上記４（２）で述べたとおり，高値取得ケースにおいて，株主の被った損害は，当該株式取得のために実際に支出した金銭等の額（ａ）と，取得時点での当該株式（オリンパス株式）の価値（虚偽記載がなければ本来有したであろう価値）（ｂ）との差額（高値取得額）である。
（２）市場取引で取得した場合
市場取引でオリンパス株式を取得した原告ら（原告カテゴリー〈１〉及び〈２〉）については，支出した金銭等の額（ａ）は，市場における取得価額であり，取得時点での株式の価値（ｂ）は，取得時点における｛取得価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝となる。
そこで，これらの原告らにつき，当該株式に関する高値取得額を算式で表すと，以下のとおりとなる。
当該株式の高値取得額
＝取得価額（ａ）－｛取得価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）
＝嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額（嵩上げ額及びリスク部分）
＝約　本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落×８０％
（３）株式交換で取得した場合
本件株式交換でオリンパス株式を取得した原告ら（原告カテゴリー〈２〉及び〈３〉）については，支出した金銭等の額（ａ）は，本件株式交換に供したＩＴＸ株式の価値（市場価額又は公

開買付価格）であり，当該株式の価値（ｂ）は，本件株式交換で支出したＩＴＸ株式に対応して取得したオリンパス株式の合計数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝となる。

そこで，上記の原告らにつき，オリンパス株式１株に関する高値取得額を算式で表すと，以下のとおりとなる。

当該株式の高値取得額

＝ＩＴＸ株式２５分の１株の価値（市場価額又は公開買付価格）（ａ）－本件株式交換で取得したオリンパス株式１株の｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）

そして，前記第３の５（１）～（３）のとおり，本件株式交換の比率は，オリンパス株式とＩＴＸ株式の市場価額を参照して算出されているから，本件株式交換に供したＩＴＸ株式の価値は，本件株式交換で取得したオリンパス株式の取得時点における市場価額をもって置き換えることができる。

上記４（２）の検討をも踏まえて，これらの原告らの高値取得額の合計額を算式で表すと，以下のとおりとなる。

原告らの高値取得額の合計

＝本件株式交換で支出したＩＴＸ株式の合計数×価値（市場価額又は公開買付価格）（ａ）－本件株式交換で取得したオリンパス株式の合計数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）

＝約　取得したオリンパス株式の合計数×市場価額（ａ）－取得したオリンパス株式の合計数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）

＝取得したオリンパス株式の合計数×（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額＝嵩上げ額及びリスク部分）

＝約　取得したオリンパス株式の合計数×本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落×８０％

（４）持株会を通じて取得した者

ア　持株会を通じてオリンパス株式を取得した原告らについて，株式取得時点並びに（ａ）及び（ｂ）をいつの時点で捉え，その内容をどのように考えるべきかについて検討する。

イ（ア）まず，株式取得時点については，前記第３の６（２）ア及びイ並びに同（３）のとおり，持株会が毎月２３日又は賞与支給日に買い付けたオリンパス株式は，持分割合に従って参加者の共有となり，持株制度を脱退する場合，脱退者は参加者台帳に登録されたオリンパス株式の持分（登録株式持分）及び繰越金の返還を受けることになっている。

確かに，持分の返還を受ける前の時点では，参加者の持分は抽象的な権利にすぎないとも言い得るが，上記４（２）のとおり，参加者は，持株会が株式を取得する時点において，当該株式の共有持分を取得するために当該株式の共有持分の価値を超える余分な金銭等を支出したという損害を被ったと考えられることからすれば，持株会が参加者の支出した金額等によりオリンパス株式を買い付けた毎月２３日又は賞与支給日時点に高値取得額としての損害が発生しているとみるのが相当である。

（イ）次に，支出した金銭等の額（ａ）には，月次積立金及び年次積立金のほか，奨励金及び配当金も含まれるというべきである。

なぜなら，前記第３の６（２）ア及びイのとおり，奨励金は積立金の５％に相当する金額を被告から受け取る（ただし，平成１７年１２月以降に限られる。）ところ，実質的には原告らが奨励金を受けて，これを当該株式の購入に充てた場合と同視できるし，配当金は，持株会による株式買付資金とされ，これにより買付けた株式は，会社の決算日及び中間配当金基準日現在における各参加者の持分に応じて持分計算を行い，各参加者の持分に加えるため，実質的には当該株式の購入に原告らの受領した配当金を充てた場合と同視できるからである。

（ウ）当該株式（オリンパス株式）の価値（ｂ）は，各取得時点（毎月２３日又は賞与支給日）において，持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝となる。

（エ）そうすると，これらの原告らの高値取得額を算式で表すと，以下のとおりとなる。

高値取得額

＝各月の拠出金額（月次積立金，年次積立金，奨励金及び配当金）の合計額（ａ）－持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）（ｂ）｝

ウ（ア）上記イの検討に加え，上記４（２）の検討をも踏まえれば，これらの原告らの高値取得額の合計を算式で表すと，以下のとおりとなる。

高値取得額の合計

＝各取得時点（毎月２３日又は賞与支給日）における〔各月の拠出金額（ａ）－持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）〕の合計額

＝（月次積立金，年次積立金，奨励金及び配当金）の総合計額（ａ）－各取得時点における〔持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）〕の合計額

（イ）そして，各取得時点における｛持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）｝の合計額は，持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数（ただし，本件虚偽記載開始後に取得したものに限る。以下同じ。）×｛本件虚偽記載後に取得した株式の平均取得価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝に置き換えることができ，平均買付価格は，（積立金総額＋奨励金総額＋配当金総額－繰越金）÷持株会を通じて取得した総株式数という計算式で計算されること（前記第３の７（４）ア）を併せれば，次のとおりとなる。

高値取得額の合計

＝各取得時点における〔持株会を通じて取得したオリンパス株式の株式数×｛市場価額－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）〕の合計額

＝約　持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数×｛平均買付価格－（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝

＝（月次積立金及び年次積立金の総額＋奨励金総額＋配当金総額－繰越金）－持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数×（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）

エ　そうすると，上記４（２）の検討を踏まえて，原告らの高値取得額を算式で表すと，以下のとおりとなる。

高値取得額の合計

＝（月次積立金，年次積立金，奨励金及び配当金）の総合計額（ａ）－｛（月次積立金及び年次積立金の積立金総額＋奨励金総額＋配当金総額－繰越金）－持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数×（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）（ｂ）｝

＝持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数×（嵩上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額＝嵩上げ額及びリスク部分）

＝約　持株会を通じて取得したオリンパス株式の合計数×本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分×８０％

８　争点２（市場取引により取得した原告ら〔カテゴリー〈１〉及び〈２〉〕の損害額）並びに争点３（株式交換により取得した原告ら〔カテゴリー〈２〉及び〈３〉〕の損害額）について

以上の検討を踏まえれば，原告カテゴリー〈１〉～〈３〉の原告らの損害は，次のとおりとなる。

（１）原告Ｚ１〈番号３〉について

ア　市場取引

取得価額　１株単価　１５８０円（平成１４年３月７日）

処分価額　１株単価　　４３６円（平成２３年１１月１１日）

株式数　　１０００株

イ　損害額

１１４４円×１０００株×８０％＝９１万５２００円

（２）原告Ｚ２〈番号４〉について

ア　市場取引

取得価額　１株単価　３９６０円（平成１９年２月２８日）

公表前の株価　　２４８２円（平成２３年１０月１３日）

処分価額　１株単価　　７３４円（平成２３年１１月８日）

株式数　　１０００株

イ　損害額

１７４８円×１０００株×８０％＝１３９万８４００円

（３）原告Ｚ３〈番号５〉について

原告Ｚ３については，Ｚ１７の解職報道があった後の平成２３年１０月２１日，市場取引でオリンパス株式を購入している。この場合，本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落が始まった時点でオリンパス株式を取得しているので，高値取得額をどのように捉えるかが問題となる。

確かに，同原告が取得した時点においては，すでに株価下落が始まっていたから，高値取得額がオリンパス株式の株価下落にある程度反映しつつある段階であったと評価できるが，他方で，まだ本件虚偽記載の事実は公表されていなかったから，本件虚偽記載によって歪められたオリンパス株式の株価を前提にして投資判断をせざるを得なかったということができ，不法行為によって損害を被ったということができる。したがって，取得した当該オリンパス株式について，高値取得額の損害はなお認められるというべきであり，他の株主と同様の推計方法によって，計算するのが相当である。

ア　本件株式交換による取得

取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値〈本件株式交換時〉）

処分価額　１株単価　　５８４円（平成２３年１１月９日）

株式数　　５０００株

イ　市場取引

取得価額　１株単価　１２８７円（平成２３年１０月２１日）

処分価額　１株単価　　５８４円（平成２３年１１月９日）

株式数　　１００株

ウ　損害額

｛１６５１円×５０００株（ア）＋７０３円×１００株（イ）｝×８０％＝６６６万０２４０円

（４）原告Ｚ４〈番号６〉について

ア　本件株式交換による取得

（ア）取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値〈本件株式交換時〉）

（イ）処分価額　１株単価　　５８４円（平成２３年１１月９日）

　　株式数　　１８５０株

（ウ）処分価額　１株単価　　５４０円（平成２３年１１月１４日）

　　株式数　　５０株

イ　損害額

｛（１６５１円×１８００株）＋（１６９５円×５０株）｝×８０％＝２４４万５２４０円

（５）原告Ｚ５〈番号７〉について

ア　本件株式交換による取得

取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値（本件株式交換時））
処分価額　１株単価　　５８４円（平成２３年１１月９日）
株式数　　２５００株
イ　損害額
１６５１円×２５００株×８０％＝３３０万２０００円
（６）原告Ｚ６〈番号８〉について
ア　本件株式交換による取得
取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値（本件株式交換時））
処分価額　１株単価　　７３４円（平成２３年１１月８日）
株式数　　２５０株
イ　損害額
１５０１円×２５０株×８０％＝３０万０２００円
（７）原告Ｚ８〈番号９〉について
ア　本件株式交換による取得
取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値（本件株式交換時））
処分価額　１株単価　　７３４円（平成２３年１１月８日）
株式数　　２５０株
イ　損害額
１５０１円×２５０株×８０％＝３０万０２００円
（８）原告Ｚ１１〈番号１２〉について
　原告Ｚ１１については，時期を異にして取得したオリンパス株式をいつ，どれだけ処分したかという対応関係が明らかではない。
　しかし，原告Ｚ１１が取得したオリンパス株式の合計数についての高値取得額の合計額は，下記の算式のとおりである。
原告Ｚ１１の高値取得額の合計
＝各株式の取得時点における〔取得価額（ａ）－｛取得価額－（崖上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額）｝（ｂ）〕の合計額
＝各株式取得時点における（崖上げ額＋虚偽記載を有する株式を取得したリスクの評価額＝崖上げ額及びリスク部分）の合計額
＝約　本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落分の総額×８０％
　そして，上記５（４）のとおり，本件においては，相当因果関係のある株価下落は，取得に要した費用の総額－処分によって得た金員の総額により算出すべきであるから，対応関係が明らかでなくとも，下記のとおり，その損害額を計算することができる。
ア　本件株式交換による取得
取得価額　１株単価　２２３５円（平成２３年３月２３日終値（本件株式交換時））
株式数　　１０７５株
イ　市場取引〔１〕
取得価額　１株単価　２３０１円（平成２３年５月１２日）
株式数　　４００株
ウ　市場取引〔２〕
取得価額　１株単価　２２８１円（平成２３年５月１２日）
株式数　　２５株
エ　処分〔１〕（平成２３年１１月２８日）
処分価額　１株単価　１００７円
株式数　　５００株
オ　処分〔２〕（平成２３年１１月２８日）
処分価額　１株単価　１０１０円
株式数　　１００株
カ　処分〔３〕（平成２３年１１月２８日）
処分価額　１株単価　１０１１円
株式数　　９００株
キ　相当因果関係のある株価下落分
（２２３５円×１０７５株＋２３０１円×４００株＋２２８１円×２５株）－（１００７円×５００株＋１０１０円×１００株＋１０１１円×９００株）
＝３３８万００５０円－１５１万４４００円
＝１８６万５６５０円
ク　損害額
１８６万５６５０円×８０％＝１４９万２５２０円
（９）原告Ｚ１２〈番号１３〉について
ア　市場取引
取得価額　１株単価　１５０５円（平成１３年９月１７日）
処分価額　１株単価　　４３６円（平成２３年１１月１１日）
株式数　　２０００株
イ　損害額
１０６９円×２０００株×８０％＝１７１万０４００円
９　争点４（持株会を通じて取得した原告ら（原告カテゴリー〈４〉）の損害額）について
（１）持株会を通じて取得した原告ら（原告カテゴリー〈４〉）の損害は，次のとおりとなる。
ア　原告Ｚ９〈番号１０〉について
　上記４（２）で述べたとおり，高値取得額は，株式取得時点において観念されるものであるところ，原告Ｚ９については，別紙「原告Ｚ９〈番号１０〉の積立金等及び取得株式数」の「取得株式数」欄の「合計」欄記載の２１１．６８株について，それぞれ高値取得額を観念し得る。しかし，原告Ｚ９が，持株会脱退時に実際に取得し，また，本件虚偽記載発表後に処分したオリンパス株式はいずれも２００株であるところ，前記第３の７（４）アのとおり，単元未満株である１１．６８株（この点は，前記１（４）イの１１．３２１株の方が正確であると思われるが，誤差として捨象する。）は，現金で清算されている。そして，このように現金で清算された単元未満株式については，損害は顕在化しなかったことになるから，原告Ｚ９の損害とはならないというべきである。もっとも，現金で清算された単元未満株式と各時点の取得株式との対応関係は明らかではなく，割合的に計算せざるを得ない。
　そこで，
別紙「原告Ｚ９〈番号１０〉の積立金等及び取得株式数」の「取得価額又は２４８２円×取得株式数」の各欄記載の金額（小数点第３位以下は切捨て。）を合計した額×（２００株÷２１１．６８株）－４８４円（処分価額）×２００株
の計算式によって算出される金額が，相当因果関係のある株価下落分となる。
　なお，同別紙の「取得価額又は２４８２円」の欄は，〔１〕取得価額＜２４８２円の場合には取得価額を記載し，〔２〕取得価額≧２４８２円の場合には２４８２円の額を記載した上で網掛け部分としている。
（ア）相当因果関係のある株価下落分
４７万１２４０円×（２００株÷２１１．６８株）－９万６８００円
＝４４万５２３８円－９万６８００円
＝３４万８４３８円
（イ）損害額
３４万８４３８円×８０％＝２７万８７５０円
イ　原告Ｚ１０〈番号１１〉について
　原告Ｚ１０については，別紙「原告Ｚ１０〈番号１１〉の積立金等及び取得株式数」の「取得株式数」欄の合計数は１２４．９２６株となり，実際の取得株式数である１３３．３４株（前記１（５）ア（ア））と誤差が出ているため，この差である８．４１４株については，本件虚偽記載後の平均買付価格２５９４．８０円で取得した場合と近似する２４８２円（本件虚偽記載後の平均買付価格≧２４８２円である。）を用いて，上記８．４１４株に関する相当因果関係のある株価下落分を計算する。
　また，前記第３の７（４）イのとおり，原告Ｚ１０は，持株会退会時に，単元未満株式である８４株を現金で清算しているところ，本件虚偽記載後に取得したオリンパス株式１３３．３４株のうち，現金で清算された単元未満株式については損害が顕在化しなかったことになるから，原告Ｚ１０の損害とはならないというべきである。もっとも，１３３．３４株中，どれだけの株式が現金で清算されたかは明らかではなく，８８４株中に対して８４株が現金で清算されたという割合を参考にして算出せざるを得ない。
したがって，
１３３．３４株×（８４株÷８８４株）＝１２．６７株
の計算式により，本件虚偽記載後に取得したオリンパス株式１３３．３４株に対して１２．６７株が現金で清算されたものと推認されるから，本件虚偽記載発覚後に処分された株式数は，１３３．３４株－１２．６７株＝１２０．６７株となる。
　そして，上記アで述べたとおり，清算された単元未満株式と各時点の取得株式との対応関係は明らかではなく，割合的に計算せざるを得ないから，
（別紙「原告Ｚ１０〈番号１１〉の積立金等及び取得株式数」の「取得価額又は２４８２円×取得株式数」の各欄記載の金額を合計した額＋２４８２円×８．４１４株）×（１２０．６７株÷１３３．３４株）－５８４円（処分価額）×１２０．６７株
の計算式によって算出される金額が，相当因果関係のある株価下落分となる。
（ア）相当因果関係のある株価下落
（２６万６８１６円＋２万０８８３円）×（１２０．６７株÷１３３．３４株）－７万０４７１円
＝２６万０３６１円－７万０４７１円
＝１８万９８９０円
（イ）損害額
１８万９８９０円×８０％＝１５万１９１２円
（２）損益相殺の主張について
　被告は，原告Ｚ１０〈番号１１〉が本件虚偽記載前に取得し，本件虚偽記載後かつ発覚前に売却したオリンパス株式８４株については，４万０７１４円（売却時点の崖上げ額４８４．７円×８４株）が，損益相殺により控除されるべきであると主張する。
　しかし，上記３のとおり，本件虚偽記載が不法行為性を有する根拠は，同記載後に株式を取得した株主が，個々の投資判断の際に，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くなる点にあるところ，上記売却は，本件虚偽記載後の株式取得とは別の機会に，別個の投資判断に基づいて行われたものであって，当該不法行為によって利益を得たという関係にはなく，また，上記売却によって得た利益をもって，本件虚偽記載後の他のオリンパス株式取得による損害を填補させるのが公平であるとも解されないから，上記主張の点について損益相殺を認めることはできない。
１０　争点５（弁護士費用）について
　本件事案の内容，本件訴訟の経過等からすれば，弁護士費用は，原告らが被った本件虚偽記載による損害額の１０％をもって相当と認める。
１１　争点６（金商法２１条の２による推定損害額）について（原告Ｚ３〈番号５〉，原告Ｚ１

１〈番号１２〉のみ）
（１）金商法２１条の２第２項による損害額（公表日は平成２３年１１月８日）の推定額は，下記のとおりである（乙１６）。
推定額
＝公表日前１月間（平成２３年１０月８日～同年１１月７日の市場価額（終値）の平均額－公表日後１月間（平成２３年１１月９日～平成２３年１２月８日）の市場価額（終値）の平均額（ただし，土日祝日は除く。）
＝１４７１．７３－８６９．５７円
＝６０２．１５円
（２）以上によれば，金商法２１条の２第２項による推定損害額は，１株当たり６０２．１５円であり，上記７で認定した原告Ｚ３〈番号５〉及び原告Ｚ１１〈番号１２〉の民法７０９条に基づく請求に係る損害額よりも少額となるから，原告らの金商法２１条の２に基づく請求を容れる余地はない。
　よって，争点７について判断するまでもなく，原告らの金商法２１条の２に基づく請求は理由がない。
１２　小括（各原告の損害額）
　以上によれば，各原告が請求できる額は，下記（１）～（１１）のとおりである。
（１）原告Ｚ１〈番号３〉
ア　損害額　　９１万５２００円
イ　弁護士費用　　９万１５２０円
ウ　合計　　１００万６７２０円
（２）原告Ｚ２〈番号４〉
ア　損害額　　１３９万８４００円
イ　弁護士費用　　１３万９８４０円
ウ　合計　　１５３万８２４０円
（３）原告Ｚ３〈番号５〉
ア　損害額　　６６６万０２４０円
イ　弁護士費用　　６６万６０２４円
ウ　合計　　７３２万６２６４円
（４）原告Ｚ４〈番号６〉
ア　損害額　　２４４万５２４０円
イ　弁護士費用　　２４万４５２４円
ウ　合計　　２６８万９７６４円
（５）原告Ｚ５〈番号７〉
ア　損害額　　３３０万２０００円
イ　弁護士費用　　３３万０２００円
ウ　合計　　３６３万２２００円
（６）原告Ｚ６〈番号８〉
ア　損害額　　３０万０２００円
イ　弁護士費用　　３万００２０円
ウ　合計　　３３万０２２０円
（７）原告Ｚ８〈番号９〉
ア　損害額　　３０万０２００円
イ　弁護士費用　　３万００２０円
ウ　合計　　３３万０２２０円
（８）原告Ｚ９〈番号１０〉
ア　損害額　　２７万８７５０円
イ　弁護士費用　　２万７８７５円
ウ　合計　　３０万６６２５円
（９）原告Ｚ１０〈番号１１〉
ア　損害額　　１５万１９１２円
イ　弁護士費用　　１万５１９１円
ウ　合計　　１６万７１０３円
（１０）原告Ｚ１１〈番号１２〉
ア　損害額　　１４９万２５２０円
イ　弁護士費用　　１４万９２５２円
ウ　合計　　１６４万１７７２円
（１１）原告Ｚ１２〈番号１３〉
ア　損害額　　１７１万０４００円
イ　弁護士費用　　１７万１０４０円
ウ　合計　　１８８万１４４０円
第７　結論
　以上によれば，原告らは，被告に対し，民法７０９条による損害賠償請求権に基づき上記第６の１２の各合計欄の金員及び同各金員に対する不法行為日の後である各訴状送達日の翌日から支払済みまで民法所定の年５分の割合による遅延損害金の支払をそれぞれ求めることができるから，原告らの各請求を上記の限度で認容し，その余は理由がないからいずれも棄却することとし，訴訟費用のうち，補助参加によって生じた費用の負担については民訴法６６条，６４条本文，６５条１項本文，６１条を，その余の費用の負担については同法６４条本文，６５条１項本文，６１条をそれぞれ適用し，仮執行宣言につき同法２５９条１項を適用して，主文のとおり判決する。
大阪地方裁判所第２０民事部
裁判長裁判官　野田恵司　裁判官　黒木宏太
裁判官松本展幸は，転補のため署名押印することができない。
裁判長裁判官　野田恵司

（別紙）損害等一覧表
別紙　取得時期に対応した１株当たりの損害額
（別紙）被告株価の推移表
（別紙）原告■〈番号１０〉の積立金等及び取得株式数
（別紙）原告■〈番号１１〉の積立金等及び取得株式数

Copyright (C)1999 TKC Corporation All Rights Reserved.
LEX／DBインターネットに関する知的所有権その他一切の権利は株式会社TKCおよび情報提供者に帰属します。

LEX／DBインターネット TKC法律情報データベース 26/26 ページ
http://lex.lawlibrary.jp/lexbin/PrintContents.aspx?pf=1&zb=25540718 2015/08/25

と形式的に相容れないこととなる旨判示する（原判決七七ページ）。

しかし、法が採った立法政策は前記五で述べたとおりであって、法二五条及び上記の施行規則の各規定は、当該立法政策の結果としてのものであり、上記各規定は、当該立法政策の下で整合的に説明できるものである。原判決の上記判示部分は、当該立法政策を看過し、上記各規定をそれぞれ独立に比較して不整合であるというものであり、比較の方法において実質的に相当でなく、その結果としての結論も相当ではない。

(2)　原判決は、法全体の解釈として、第一類・第二類医薬品について一律に郵便等販売を禁止する趣旨まで含んでいるとは解されないとする根拠として、法三六条の六第四項が情報提供義務が免除される場合のあることを規定していることを挙げている（原判決六三ページ）。

しかしながら、法三六条の六第四項は、同条一項により対面での情報提供が原則であることを前提に、購入者から説明を要しない旨の意思が表明がされる場合は、薬剤師が購入者の状態を対面で確認した上、使用歴があって効能効果や副作用について一定の知識を有するなど、類型的に問題がないと判断できる場合が多いため、情報提供義務が免除されているものにすぎない。この対面での確認は、飽くまで法の趣旨に沿って、専門家が購入者（使用者）による医薬品の適正使用の観点から問題がないことを確認するために必要とされるものであり、同項は、原判決が指摘するような購入者の意に反して情報提供を強要する事態（原判決六三ページ）を避けることだけをその趣旨とするものではない。

そもそも法三六条の六は、比較的危険性の高い医薬品について情報提供を重点的に行えるようにすることによって、副作用等の健康被害を防止しようとする趣旨に基づくものであるから、危険性が乏しいと判断される事例について、例外的に情報提供義務が免除される場合があるからといって、そのことから直ちに同条が一般的に対面での情報提供を義務付けておらず、第一類・第二類医薬品について一律に郵便等販売を禁止する趣旨まで含むものではないとの解釈が導かれるものでもない。法が、医薬品の副作用等の危険性の程度に着目して、対面での販売と情報提供を義務付けており、第一類医薬品に比べれば危険性の低い第二類医薬品について情報提供が努力義務とされていることは、法三六条の六第二項に照らせば、第二類医薬品について購入者側が第一次的な選択を行って購入することは許容されており、これに応じた医薬品の陳列等も考慮されているところである。

(3)　原判決は、法全体の解釈として、第一類・第二類医薬品について一律に郵便等販売を禁止する趣旨まで含んでいるとは解されないとする根拠として、第二類医薬品については、薬剤師又は登録販売者を配置するなどの条件を満たす限り、コンビニエンスストアにおいても販売が可能であり、購入者側の選択で専門家の情報提供を受けることなく購入することが認められていることを挙げている（原判決六三、六四ページ）。

しかし、第二類医薬品についても、飽くまで薬剤師等の専門家を店舗に配置し、構造設備基準を満たした店舗において対面販売がされることを前提に、情報提供が努力義務とされているとの趣旨に照らして、購入者（使用者）による医薬品の適正な使用を確保するための情報提供が可能な体制を整えることが必要とされていることに変わりはない。第二類医薬品について、情報提供が努力義務とされており、購入者側の選択の余地が大きいからといって、第二類医薬品について、法が対面販売の対象外としており、郵便等販売を許容する趣旨であると解することもできない。

(4)　原判決は、法全体の解釈として、第一類・第二類医薬品について一律に郵便等販売を禁止する趣旨まで含んでいるとは解されないとする根拠として、二七条が販売できる一般用医薬品の範囲、品目等を何ら制限していないことを挙げている（原判決六五ページ）。

しかし、法二七条は、店舗販売業者が、一般用医薬品以外の医薬品を販売し、授与し、又は販売若しくは授与の目的で貯蔵し、若しくは陳列してはならない旨規定するものであり、これは、店舗販売業者に対し、一般用医薬品以外の医薬品（例えば医療用医薬品）の販売等を禁止した趣旨の規定であって、この規定を根拠として、第一類・第二類医薬品について郵便等販売を許容する趣旨であると解することはできない。

(5)　原判決は、法二五条により、一般用医薬品が「薬剤師その他の医薬関係者から提供された情報に基づく需要者の選択により使用されること」が目的とされているもの」と定義づけられたことを根拠として、購入者側の選択を前提とする幅広い情報提供の方法が考えられるように規定文言を解釈すべきであるとも判示する（原判決六四ページ）。しかし、法は、薬剤師等の専門家から対面販売を通じて即時に必要な情報提供を受けられる販売体制が備わることにより、購入者側の選択を前提とする幅広い情報提供の方法が考えられるように規定文言を解釈すべきであるとも判示する（原判決六四ページ）。しかし、法は、薬剤師等の専門家から対面販売を通じて即時に必要な情報提供を受けられる販売体制が備わることにより、購入者側の選択と適正な使用が確保されるとの立法政策を採っているのであり、購入者側の選択の余地が幅広く認められるべきことを偏重して、法が郵便等販売を広く許容する趣旨を含むものであると解することは相当でない。

第五　結論

以上のとおり、原判決は、法三六条の五及び三六条六の委任の範囲に関する法令解釈を誤ったものであり、その誤りは判決に影響を及ぼすことが明らかである。そして、本件が法令の解釈に関する重大な事項を含む事案であることも明らかであるから、本件を上告審として受理した上、原判決中申立人敗訴部分を破棄し、更に相当な裁判をすることを求める。

判決録

民事

◎一　株式会社が、臨時報告書及び有価証券報告書の虚偽記載等の事実の公表をするとともに、同日、再生手続開始の申立てをした場合において、金融商品取引法二一条の二第二項の規定により損害の額を算定するに当たり、同条四項又は五項の規定による減額を否定した原審の判断に違法があるとされた事例（①事件）

二　臨時報告書に虚偽記載等がされている上場株式を取得した投資者が当該虚偽記載等がなければこれを取得しなかった場合における、上記投資者に生じた当該虚偽記載等と相当因果関係のある損害の額（②事件）

①
再生債権査定異議事件、最高裁平二三(受)三九二号、平24・12・21二小法廷判決、破棄差戻、裁判集民事二四二号登載予定
一審東京地裁平二二(ワ)一四五〇〇号、平22・3・9判決、二審東京高裁平二三(ネ)二三九号ほか、平22・11・24判決

②
再生債権査定異議事件、最高裁平二三(受)一二〇七号、平24・12・21二小法廷判決、破棄差戻、裁判集民事二四二号登載予定
一審東京地裁平二二(ワ)一三一一〇五号、平21・10・28判決、二審東京高裁平二(ネ)五八〇二号、平22・3・17判決

一　はじめに

本件は、東証一部上場企業であった株式会社アーバンコーポレイション（以下「アーバン」という。）の株式（以下「アーバン株」という。）を取引所市場で取得した個人投資家らが、アーバンの提出した臨時報告書等に虚偽記載等があったことを理由として、アーバンの再生手続において、金融商品取引法（以下「金商法」という。）二一条の二に基づく損害賠償債権につき再生債権として届出をしたところ、アーバンがその全額を認めなかったため、個人投資家らとアーバンとの間で上記債権の存否及び額について争われた査定異議訴訟である。

二　事実関係の概要等

本件の事実関係の概要等は、次のとおりである（なお、月日は全て平成二〇年である。）。

(1)　アーバンは、市場の冷え込み等により新たな借入れや借換えが困難となり、資金調達に困難を来すようになっていたことから、六月二六日、B社に発行総額三〇〇億円の転換社債型新株予約権付社債（以下「本件CB」という。）を発行する旨の取締役会決議をし、七月一一日に払込金の支払を受けた。ところが、アーバンは、これと並行してB社との間でスワップ契約を締結しており、本件CBの発行によってアーバンが得た払込金は即座にB社に還流されることとなっていた。にもかかわらず、アーバンは、六月二六日に提出した臨時報告書（以下「本件臨時報告書」という。）等において、本件CB発行の資金の使途として、債務の返済に使用する予定である旨を記載したのみで、上記資金が上記スワップ契約に基づく支払金に充てられることについて何ら記載しなかった（以下「本件虚偽記載等」という。）。

(2)　その後、アーバンは、業務・資本提携交渉を進めていた米国大手投資銀行M社からTOBを拒絶され、八月一三日、本件虚偽記載等の事実を公表するとともに（以下、この日を「本件公表日」という。）、再生手続開始の申立てをした（以下「本件再生申立て」という。）。なお、アーバンは同月一八日に再生手続開始の決定を受けている。）。

(3)　アーバン株は、本件公表日前からほぼ一貫して値下がりを続けていたところ、本件公表日の翌日から大幅に値下がりし、九月一四日に上場廃止となった。

(4)　そこで、本件公表日前にアーバン株を取引所市場で取得していた個人投資家であるX_1（①事件）及びX_2（②事件）が、本件虚偽記載等によって損害を被ったと主張して、それぞれ金商法二一条の二に基づき損害賠償債権につき再生債権として届出をしたところ、アーバンはその全額を認めなかった。

三　訴訟の経緯

(1)　①事件

ア　一審（東京地判平22・3・9本誌二〇八三・八六）は、金商法二一条の二第二項によって損害額を推定した上、同推定額（以下「二項推定損害額」という。）には本件虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情によっても生ずべき値下がり以外の事情によるものも含まれているとして、まず二項推定損害額に同法一九条一項の制限を適用し、次いで同法二一条の二第五項によってその二割を減額して、一株当たりの損害額を約四七・九八円と

近年、有価証券報告書等の虚偽記載等を理由として、個人投資家ないし機関投資家が発行会社等に対し民法又は金商法に基づき損害賠償を求める訴訟が頻繁に提起されるようになっている。主要なものを挙げると、以下のとおりである。

(1)　西武鉄道事件

西武鉄道株式会社の株式を取得した投資家が、同社が有価証券報告書に親会社の持株数等について虚偽の記載をして上場廃止事由に該当する事実を隠蔽していたとして、不法行為に基づく損害賠償を求めた事件である。

西武鉄道事件判決は、上記の虚偽記載がなければ投資家らが西武鉄道株を取得することはなかったとした上で、このような場合の投資家の損害は、取得価額と処分価額の差額を基礎として、当該虚偽記載に起因しない下落分を上記差額から控除して算定すべきであると判断した。

(2)　ライブドア事件

株式会社ライブドアの株式を取得した投資家が、同社が有価証券報告書に実際は経常利益が赤字なのに黒字と偽った虚偽記載をしていたとして、金商法二一条の二に基づく損害賠償を求めた事件である。同事件においては、同条二項によって損害額を推定する場合において投資者が請求することのできる賠償額が、いわゆる取得時差額（取得価額と想定価額の差額）に限られるのか、虚偽記載等と相当因果関係のある損害全てを含むのかが争われた（前者の考え方によれば、二項推定損害額のうち取得時差額を超える分は同条四項又は五項によって減額すべきこととなる。）。

ライブドア事件判決は、金商法二一条の二第二項にいう「損害」とは虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものであって、これを取得時差額に限定することはできないとして、同条五項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、取得時差額に限られず、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と判断した。

(3)　アーバンコーポレイション事件

ア　アーバンによる臨時報告書等の虚偽記載等について、個人投資家が金商法二一条の二に基づく損害賠償権の存在を主張した査定裏議訴訟が多数提起された。最高裁に係属したものとしては、(A)東京地判平21・10・28、東京高判平22・3・17（本件②事件、(B)東京地判平22・3・9、東京高判平22・11・24（本件①事件）、(C)東京地判平22・1・13公刊物未登載、東京高判平22・12・24公刊物未登載、(D)東京地判平23・2・7判タ一三五三・二一九、東京高判平23・6・16公刊物未登載、(E)東京地判平22・3・26金法一九〇三・一〇二、東京高判平23・12・20公刊物未登載、(F)東京地判平22・1・12判タ一三一八・二二四、東京高判平23・12・20公刊物未登載、(G)東京地判平23・1・26証券取引被害判例セレクト四二・七〇、東京高判平24・3・29消費者法ニュース九二・二八三、(H)東京地判平23・8・29公刊物未登載、東京高判平24・6・21公刊物未登載、(I)東京地判平23・4・11公刊物未登載、東京高判平24・6・7公刊物未登載がある（以下、上記裁判例を引用する場合は、例えばA事件の一審判決を「A―1」などと表記する。）。

イ　上記裁判例では、金商法二一条の二第二項の損害額推定規定を用いるか否かでまず大きく判断が分かれた。A―1、2では、本件虚偽記載等がなければ個人投資家がアーバン株を取得することはなかったと認定され、同項を用いずに、すなわち同条一項に基づき個人投資家が請求することのできる損害額が認定された。

ウ　これに対し、その余の裁判例は、いずれも金商法二一条の二第二項を用いて損害額が推定され、同条四項又は五項によって減額することの可否や減額割合が判断の中心となった。

圧倒的多数の裁判例は、二項推定損害額には本件虚偽記載等による値下がり以外の分が含まれているとして、金商法二一条の二第五項により、二項推定損害額の一部を減額している。その額については、多くの裁判例は、五割強（C―1、2）ないし約八割（F―1、2）という大幅な減額を認めている。中には取得価格の一一・四一％を超える額について減額を認めているものもある（H―2、I―2。両判決は、個人投資家らが被った損害がいわゆる高値取得損害（取得価格と想定価格の差額）であることを前提に、本件虚偽記載等の影響によって引き上げられた価格は値幅制限（ストップ安）の八〇円を超えないとして、本件臨時報告書の提出日の翌日における想定価格を二六四円（＝前日の株価三四四円―八〇円）と算定し、これと実際の株価（二九八円）との差額（三四円）が実際の株価の約一一・四一％であることなどから、取得価格の一一・四一％が高値取得損害に当たるとしたものである。）。

他方で、B―2及びG―1は、アーバン株の値下がりによって生じた個人投資家の損害は全て本件虚偽記載等に起因するものであるとして、二項推定損害額から一切の減額を認めておらず、下級審裁判例の判断が分かれていた。

五　本判決

(1)　①事件

ア　本判決はB―2の上告審判決であり、二項推定損害額からの減額の可否が争われた。本判決は、ライブドア事件判決で示された一般論を引用した上、本件公表日前後一箇月間のアーバン株の値下がりについて、本件公表日前と後とに分けて検討している。

まず、本件公表日後の値下がりについて、本判決は、①上記値下がりは、本件虚偽記載等の公表と本件再生申立てとがあいまって生じたものであるところ、本件再生申立ては、かねてから継続していたアーバンの資金繰りの悪化によるものであって、本件虚偽記載等の公表によって資金繰りが悪化したわけではないこと、②アーバンは、M社との業務・資本提携交渉を開始しており、TOBも見込まれていたなど、倒産状態であったとはいえないことなどから、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりということはできないと判断した。

次に、本件公表日前の値下がりについて、本判決は、アーバン株のほぼ一貫した値下がりには、アーバンの経営状態など本件虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていることは否定できないとして、この値下がりにも本件虚偽記載等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まれているとして、金商法二一条の二第四項又は五項の規

査定した。

イ　これに対し、原審（東京高判平22・11・24本誌二一〇三・二四）は、アーバンが六月末には破綻状態にあり、再生手続開始の申立ては必然的であったから、アーバン株の値下がりが本件再生申立てによって生じたものとは認められないなどとして、二項推定損害額からの減額を一切認めず、金商法一九条一項の制限内で一株当たりの損害額を約五九・九七円と査定した。

ウ　アーバンが上告受理申立てをしたところ、第二小法廷は本件を受理し、最三判平24・3・13民集六六・五・一九五七、本誌二一四六・三三（以下「ライブドア事件判決」という。）を引用して、金商法二一条の二第四項及び五項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりをいうところ、アーバン株の値下がりによってX_1が受けた損害の一部には本件虚偽記載等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まれているというべきであるとして、これを否定した原判決を破棄し、本件を原審に差し戻した。

(2)　②事件

ア　一審（東京地判平21・10・28公刊物未登載）及び原審（東京高判平22・3・17公刊物未登載）は、本件虚偽記載等がなければX_2がアーバン株を取得することはなかったものと認定した上、X_2に生じた損害は、取得価額と想定価額（アーバン株の取得時において本件虚偽記載等がなかったならば想定される価額）との差額であるなどとして、X_2の損害額を二六一五万円（一株当たり約七四・七一円）と査定すべきものとした。

イ　アーバンが上告受理申立てをしたところ、第二小法廷は本件を受理し、最三判平23・9・13民集六五・六・二五一一、本誌二一三四・三五（以下「西武鉄道事件判決」という。）を引用して、臨時報告書に虚偽記載等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、当該虚偽記載等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、当該虚偽記載等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等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等の公表後、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基礎とし、経済情勢、市場動向、当該上場株式を発行する会社の業績など当該虚偽記載等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として、これによらなかった原判決を破棄し、本件を原審に差し戻した。

四　有価証券報告書等の虚偽記載等を理由とする損害賠償請求訴訟の動向

前と後とに分けて検討している。

まず、本件公表日後の値下がりについて、本判決は、①上記値下がりは、本件虚偽記載等の公表と本件再生申立てとがあいまって生じたものであるところ、本件再生申立ては、かねてから継続していたアーバンの資金繰りの悪化によるものであって、本件虚偽記載等の公表によって資金繰りが悪化したわけではないこと、②アーバンは、M社との業務・資本提携交渉を開始しており、TOBも見込まれていたなど、倒産状態であったとはいえないことなどから、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりということはできないと判断した。

次に、本件公表日前の値下がりについて、本判決は、アーバン株のほぼ一貫した値下がりには、アーバンの経営状態など本件虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていることは否定できないとして、この値下がりにも本件虚偽記載等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まれているとして、金商法二一条の二第四項又は五項の規定による減額を一切否定した原審判断には違法があると判断した（なお、第二小法廷は、G―2についても、本判決と同旨の理由により原判決を破棄する旨の判決を言い渡している。）。

イ　原判決と本判決とで判断が分かれたのは、(ア)本件公表日後に生じた本件再生申立てに起因する値下がりについて、これが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりといえるか否かについて、その評価が分かれたこと、(イ)本件公表日前の値下がりについて原判決は何ら考慮しなかったのに対し、本判決はこれを考慮すべきものとしたことによるものと考えられる。

(ア)については、原判決は、本件臨時報告書が提出された時点でアーバンが既に倒産状態にあったという前提に立って、これを積極に解した。これに対し、本判決は、M社によるTOBも見込まれていたなど本件の事情に照らせば、本件臨時報告書の提出時においてアーバンが既に倒産状態であったとはいえないとして、原判決の上記前提自体を否定した（この点につき、単なる経営難と経営破綻とは異なるとして、法廷意見を敷えんする須藤裁判官の補足意見が参考となろう。）。そして、ほかに本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりであると評価すべき事情は見当たらないとして、本件再生申立てによる値下がりを二項推定損害額から控

除すべきであるとした。本件とは異なり、倒産のおそれのなかった会社が極めて悪質な虚偽記載等を行い、これが明るみに出たことによって会社の信用が失墜して倒産に至った場合や、会社が既に倒産状態であったのに、虚偽記載等のある有価証券報告書等を提出することによってこれを隠蔽し、あたかも倒産のおそれが全くないかのような印象を市場に与えていた場合であれば、会社が倒産し、あるいは倒産状態であることが明らかになったことによる株価の下落分についても、当該虚偽記載等と相当因果関係のある損害という余地もあるように思われるが、本件はこのような事案ではなく、本件再生申立てによる値下がりを本件虚偽記載等による値下がりと評価することには無理があろう。前記の下級審裁判例のほとんどは金商法二一条の二第五項による減額を肯定しており、本判決もこうした下級審裁判例の大勢に従ったものである。

また、(ｲ)については、本件公表日前の値下がりについては、本件虚偽記載等の事実が公表されていない以上は、同事実が一部関係者に漏えいしていたなど特段の事情のない限り、上記値下がりは本件虚偽記載等に起因して生じたものとはいえないであろう（なお、本件ではそのような漏えいの事実は認定されていない。）。そして、アーバン株が本件公表日前一ヵ月間に本件虚偽記載等とは無関係な要因によって一貫して値下がりしているとすれば、本件公表日前一ヵ月間の平均株価をそのまま用いて二項推定額を算出すれば、損害額が過大に算定されることになる（例えば、公表日一ヵ月前の株価が二〇〇円、公表日直前の株価が一〇〇円、公表日前一ヵ月間の平均株価が一五〇円であった場合、公表日前の値下がりが虚偽記載等とは無関係な要因によって生じたものだとすれば、二〇〇円から一〇〇円への下落は投資家が甘受すべきものであって、一五〇円を基礎に損害額を計算するのは不当である。）。本件公表日前一ヵ月間の値下がりがきわめて大きくないのであれば格別、アーバン株は、本件公表日一ヵ月前には二〇〇円であったところ、ほぼ一貫して値下がりを続け、本件公表日前日には六三円まで値下がりしているのであって、これを無視して損害額を認定することは許されないと思われる。前記下級審裁判例においても、本件公表日前の値下がりを理由に減額を肯定するものが大部分を占めている（B－1、C－1、2、D－1、2、E－1、2、F－2、G－1、H－1、2、I－1、2）。本判決も、こうした下級審裁判例の大勢に従い、本件公表日前一ヵ月間の値下がりについても減額すべき分が含まれているものと判断したものである。

ウ　本判決は、二項推定損害額から控除すべき額については判断を示さず、差戻審の審理に委ねている。アバンコーポレイション事件では、下級審によって控除額に幅があられたところであるが、第二小法廷は、G事件を破棄したほかは、第一小法廷と同様に、H事件については平成二五年二月一日付けで、I事件については同年三月一日付けで、いずれも棄却・不受理決定をしており、この点について判断を統一することはしなかった。控除額の認定判断は、第一次的には事実審の裁量の問題であることから、法律審である上告審が積極的に介入することはしなかったものと思われる。この問題については、今後の学説・判例の積み重ねが期待される（なお、H－2及びI－2で示された前記の算定方法は、本件のように取得時期も取得価格も異なる投資家が多数存する場合には、個々の投資家の取得価格に応じた損害額の認定を可能にし、投資家間の公平にも適うというメリットがあるように思われ、一つの採り得る合理的な算定方法として参考になろう。）。

エ　なお、本判決は、金商法二一条の二第二項にいう「公表日前」、「公表がされた日…前」の解釈適用に関する原審判断の誤りについて職権で採り上げている。法文上「〇〇前」という文言が用いられた場合、「前」には基準時点を含まないものとされているから（法制執務研究会編・新訂ワークブック法制執務六六七）、「公表日前」には公表日を含まないことは明らかである（これに対し、虚偽記載等が市場取引終了後に公表された場合など、公表日の株価が虚偽記載等の影響を受けていない場合には、「公表日前」に公表日を含めてよいとの解釈も考えられなくもないが、公表日の株価が虚偽記載等の影響を受けているか否か微妙な場合もあり得ることなどを考慮すると、あえて文言を無視した解釈をする合理性があるとは思われない。）。本判決は、法令解釈の基本事項について、改めて実務に対する注意喚起をしたものであろう。

(2)　②事件

本判決は、A－2事件の上告審判決であり、金商法二一条の二第二項の損害額推定規定を用いない場合の損害額の認定が問題となった。

本判決は、本件虚偽記載等がなければXらがアーバン株を取得することはなかったという原審認定を前提に、取得価額と想定価額の差額が損害となるとした原審判断が西武鉄道事件判決で示された法理に反することを理由に、原判決を破棄した。本判決の判断は、西武鉄道事件判決を踏まえれば当然のものであるが、アーバンの上告受理申立て理由のうち上記原審認定を争う部分については、受理決定において排除され、本判決では判断されなかった。虚偽記載等がなければ投資家が当該株式により金融機関の不動産業界に対する融資姿勢が厳格化したため、新たな借入れや借換えが困難となった。上告人は、平成二〇年二月末から同年七月末までの五箇月間に約五〇〇億円の借入金を返済せざるを得ない状況にあったが、同年三月には、上告人が反社会的勢力と関わりがあるとの風評が広まって信用が低下し、その資金調達は一層困難となった。上告人は、同年六月末までに約二〇〇億円の借入金や約一二三億円の法人税等を支払う必要があったが、同月四日には、格付機関によって、上告人の社債の格付けが投機的水準とされる「BB＋」に引き下げられるなどして、金融機関や市場からの資金調達はますます困難となっていった。こうした状況の下、上告人は、同年五月末頃から再生手続開始の申立てを行うについて検討するようになった。

(3)　他方で、上告人は、平成二〇年六月初めから、米国の大手投資銀行であるメリルリンチ・アンド・カンパニー・インクないしその子会社（以下「メリルリンチ」という。）との間で業務・資本提携の交渉を開始し、その結果、同月中には、上告人が保有する物件等の売却により約一六九億円の資金を調達することに成功し、これを債務の返済に充てた。また、メリルリンチが同年八月にも上告人に対する株式の公開買付け（以下「TOB」という。）を実施することが見込まれるようになり、上告人は、同年六月一九日、再生手続開始の申立ての検討を一旦中止した。同年七月には、メリルリンチから、上告人に対し、T

を取得することがなかったといえるか否かは、第一次的には、当該投資家の属性や投資経緯、当該取引の内容、当該虚偽記載等の内容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ものと思われる。

六　金商法一九条一項と同法二一条の二第五項の適用順序

なお、本判決では触れられていないが、アーバンコーポレイション事件では、金商法二一条の二第二項の規定を用いて損害額を推定する場合、同法一九条一項所定の限度額（取得価額と市場価額ないし処分価額との差額。以下「一九条一項限度額」という。）による制限と、同法二一条の二第五項による減額の適用順序が争われたので、補足しておきたい。この点については、①二項推定損害額の算出→五項による減額→一九条一項限度額による制限という適用順序（以下「一九条一項先適用説」という。）があり得るところであるが、アーバンコーポレイション事件における下級審裁判例をみると、一審判決の一部（B－1、C－1、F－1）に一九条一項先適用説に立ったものもみられたものの、高裁レベルでこの点について明示的に判断したものをみる限り、一九条一項後適用説で統一されている（C－2、D－2、F－2）。最高裁も、ライブドア事件において自判するに当たり、一九条一項後適用説に立つことを前提にして認容額を算定している（なお、アーバンは、一九条一項後適用説に立った前記各高裁判決に対し、一九条一項先適用説が相当であると主張して上告受理申立てをしたが、不受理に終わっている。）。学説も、この問題について論じたものをみる限り、いずれも一九条一項後適用説を支持している（潘阿憲「判批」ジュリ一四一九・一四三（F－1の評釈）及び松尾健一「判批」リマークス四四・七四（B－2の評釈）参照）。

七　まとめ

本判決は、下級審で判断が分かれていたアーバンコーポレイション事件につき、最高裁が西武鉄道事件判決及びライブドア事件判決を踏まえて判断を統一したものであり、今後増加が見込まれるこの種の事件の処理に当たって参考となろう。

（一部仮名）

《参照条文》　一につき、金融商品取引法二一条の二
二につき、金融商品取引法二一条の二I

《当事者》　別紙当事者目録記載のとおり

――――――――①――――――――

【主文】　原判決を破棄する。

本件を東京高等裁判所に差し戻す。

【理由】　上告代理人中村直人、同倉橋雄作の上告受理申立て理由（ただし、排除されたものを除く。）について

一　本件は、上告人を再生債務者とする再生手続において、被上告人が届出をした再生債権につき、その額を〇円と査定する旨の決定がされたことから、これを不服とする被上告人がその変更を求める異議の訴えである。被上告人は、上告人が提出し、公衆の縦覧に供された臨時報告書及び有価証券報告書に金融商品取引法（以下「金商法」という。）二一条の二第一項にいう虚偽記載等があったため、上告人の株式を取引所市場で取得した被上告人が損害を被ったと主張して、同条に基づく損害賠償債権等につき、再生債権として届出をしている。

二　原審の確定した事実関係の概要等は、次のとおりである。

(1)　上告人は、不動産に関するコンサルティング業務等を目的とする株式会社であり、その株式（以下「アーバン株」という。）は、平成一四年から平成二〇年九月までの間、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。

(2)　上告人は、その事業資金を金融機関からの借入金で調達していたが、平成一九年末頃から、不動産投資市場の冷え込み等

ことを公表した（以下、上告人が本件虚偽記載等の事実を公表した日を「本件公表日」という。）。併せて、上告人は、同日、東京地方裁判所に再生手続開始の申立てをして（以下「本件再生申立て」という。）、その旨を公表し、同月一八日、再生手続開始の決定を受けた。

(9) アーバン株は、本件公表日の平成二〇年八月一三日には、その市場価格が六二円（終値）であったが、翌日以降大幅に値下がりし、同年九月一四日、上場廃止となった。

(10) 被上告人は、アーバン株に投資していた個人投資家であり、取引所市場において、平成二〇年八月一二日に三二〇〇株を二二万〇八〇〇円で、同月一三日に一〇〇株を六八〇〇円で購入し、本件公表日後の同月一五日、上記三三〇〇株を二万九七〇〇円で売却した。

(11) 被上告人は、平成二〇年九月一〇日、上告人の再生手続において、本件虚偽記載等を理由とする商法二一八条の二に基づく損害賠償債権及びその不履行による損害金債権につき、再生債権として、その額を四一万〇八五〇円及びこれに対する同年八月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員とする届出をしたところ（以下、この届出に係る債権を「本件債権」という。）、上告人は、その全額を認めない旨の公表をしたところ、東京地方裁判所は、本件債権につき、その額を〇円と査定する旨の決定をしたため、被上告人は、これを不服として本件訴えを提起した（なお、被上告人は、本件債権の額を一五万八三〇〇円及びこれに対する同月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、その額を一九万七九〇〇円及びこれに対する同日から支払済みまで年五分の割合による金員とすることを求める限度で附帯控訴をしている。）。

三　原審は、上記事実関係の下において、本件虚偽記載等により被上告人に生じた損害の額につき、金商法二一条の二第二項の規定により算定した上、同条四項又は五項の規定による減額の可否につき、次のとおり判断して、本件債権の額を一九万七九〇〇円及びこれに対する平成二〇年八月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、被上告人の控訴を棄却した。

破綻状態にあり、そのことが市場にも明らかであったことからすると、アーバン株の価格は、本件公表日の平成二〇年八月一三日の時点で、資金調達の見込みがなければ、再生手続開始の申立てをしなければならない状況にあり、本件再生申立ては、本件虚偽記載等の事実の公表に伴って必然的に採らなければならない対応であったから、アーバン株の値下がりが本件再生申立てによって生じたものと認めることはできない。したがって、アーバン株の値下がりは、全て本件虚偽記載等

(6) ところが、上告人が平成二〇年六月二六日及び同年七月八日、BNPパリバとの間で、要旨、①上告人が、同月一一日、BNPパリバに対し、当初支払金として三〇〇億円を支払い、②BNPパリバが、同年六月二七日から平成二二年七月七日までの間を計算期間として、上告人に対し、アーバン株の平均市場価格に応じて計算された金額を変動支払金として支払うなどという内容の契約（以下、併せて「本件スワップ契約」という。）を締結した。

本件CBの発行に併せて本件スワップ契約が締結されたことにより、本件CBの発行によって上告人がBNPパリバから受領した上記払込金が、本件スワップ契約に基づき、即座にBNPパリバに当初支払金として支払われることとなったのに対し、その後上告人が得る変動支払金は、アーバン株の市場価格によって変動し、その市場価格が一定額を下回って推移した場合には、上記変動支払金が支払われない可能性もあった。

ところが、上告人が平成二〇年六月二日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された本件CB発行に係る臨時報告書（以下「本件臨時報告書」という。）には、本件CBの「手取金の使途」として、「本件取引による調達する資金につきましては、財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。」とのみ記載されており、本件CBの発行による払込金が本件スワップ契約における当初支払金に充てられることはもちろんのこと、本件スワップ契約の存在そのものについても何ら記載されていなかった。また、上告人が同月三〇日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された有価証券報告書（以下「本件有価証券報告書」という。）にも、本件CBの発行の「資金の使途」として、「債務の返済」とのみ記載されており、本件スワップ契約については何ら記載されていなかった（以下、本件臨時報告書及び本件有価証券報告書における上記の内容の記載等を「本件虚偽記載等」という。）。本件虚偽記載等は、金商法二一条の二第一項にいう虚偽記載等に当たる。

(7) メリルリンチは、平成二〇年八月六日、上告人に対し、TOBの実施を見送る旨通知した。

(8) 上告人は、平成二〇年八月一三日、関東財務局長に対し、本件臨時報告書の訂正報告書を提出した上、本件虚偽記載等の事実を公表するとともに、本件スワップ契約により五八億円の営業外損失が発生したことを公表した（以下、上告人が本件虚偽記載等の事実を公表した日を「本件公表日」という。）。併せて、上告人は、同日、東京地方裁判所に再生手続開始の申立てをして（以下「本件再生申立て」という。）、その旨を公表し、同月一八日、再生手続開始の決定を受けた。

(9) アーバン株は、本件公表日の平成二〇年八月一三日には、その市場価格が六二円（終値）であったが、翌日以降大幅に値下がりし、同年九月一四日、上場廃止となった。

(10) 被上告人は、アーバン株に投資していた個人投資家であり、取引所市場において、平成二〇年八月一二日に三二〇〇株を二二万〇八〇〇円で、同月一三日に一〇〇株を六八〇〇円で購入し、本件公表日後の同月一五日、上記三三〇〇株を二万九七〇〇円で売却した。

(11) 被上告人は、平成二〇年九月一〇日、上告人の再生手続において、本件虚偽記載等を理由とする商法二一八条の二に基づく損害賠償債権及びその不履行による損害金債権につき、再生債権として、その額を四一万〇八五〇円及びこれに対する同年八月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員とする届出をしたところ（以下、この届出に係る債権を「本件債権」という。）、上告人は、その全額を認めない旨の公表をしたところ、東京地方裁判所は、本件債権につき、その額を〇円と査定する旨の決定をしたため、被上告人は、これを不服として本件訴えを提起した（なお、被上告人は、本件債権の額を一五万八三〇〇円及びこれに対する同月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、その額を一九万七九〇〇円及びこれに対する同日から支払済みまで年五分の割合による金員とすることを求める限度で附帯控訴をしている。）。

三　原審は、上記事実関係の下において、本件虚偽記載等により被上告人に生じた損害の額につき、金商法二一条の二第二項の規定により算定した上、同条四項又は五項の規定による減額の可否につき、次のとおり判断して、本件債権の額を一九万七九〇〇円及びこれに対する平成二〇年八月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、被上告人の控訴を棄却した。

破綻状態にあり、そのことが市場にも明らかであったことからすると、アーバン株の価格は、本件公表日の平成二〇年八月一三日の時点で、資金調達の見込みがなければ、再生手続開始の申立てをしなければならない状況にあり、本件再生申立ては、本件虚偽記載等の事実の公表に伴って必然的に採らなければならない対応であったから、アーバン株の値下がりが本件再生申立てによって生じたものと認めることはできない。したがって、アーバン株の値下がりは、全て本件虚偽記載等

の事実の公表により生じたものと認められ、それ以外の事情により生じたとは認められないから、金商法二一条の二第四項又は五項の規定による減額をすることはできない。

四　しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

(1) 金商法二一条の二第四項又は五項の規定による減額の可否について

ア　金商法二一条の二第四項及び五項にいう「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりをいうものと解するのが相当である（最高裁平成二二年㈼第七五五号ないし第七五九号同二四年三月一三日第三小法廷判決・民集六六巻五号一九五七頁参照）。

イ　これをまず本件公表日後一箇月間のアーバン株の値動きについてみると、本件公表日においては、本件虚偽記載等の事実とともに、本件再生申立ての事実についても公表されていることに照らすと、本件公表日後のアーバン株の値下がりは、上記両事実があいまって生じたものとみるのが相当である。

そして、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりと評価することができるか否かについて検討すると、次のとおりである。上告人が本件再生申立てに至ったのは、前記事実関係のとおり、平成一九年末頃から継続していた金融機関の融資姿勢の厳格化等に伴う資金繰りの悪化によるものである。本件虚偽記載等の事実の公表によって上告人の信用が低下した面があることは否定できないとしても、本件虚偽記載等や、その事実の公表に起因して、上記資金繰りの悪化がもたらされたわけではない。また、前記事実関係によれば、アーバン株の市場価格次第では、本件スワップ契約による資金調達が見込めないわけではなかったのみならず、仮に本件CBないし本件スワップ契約による資金調達が実現しなかったとしても、上告人は、平成二〇年六月初めからメリルリンチとの間で業務・資本提携の交渉を開始しており、実際にも多額の資金を調達することに成功して、これを債務の返済に充てていたほか、メリルリンチによるTOBが同年八月に実施されることも見込まれ、同年六月一九日には上告人が再生手続開始の申立ての検討を一旦は中止していたというのであって、本件虚偽記載等がされなかった場合に、こうしたメリルリンチとの提携交渉までもが頓挫したことが確実であることをうかがわせる事情は見当たらない。そうすると、本件虚偽記載等がされた当時、上告人が倒産する可能性があったことは否定できないものの、上告人が既に倒産状態又は近々倒産することが確実な状態であったということはできず、本件虚偽記載等によってそのことが隠蔽されていたということもできない。そして、ほかに本件再生申立てによるアーバン株の値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりであると評価すべき事情は見当たらない。

以上によれば、本件公表日後一箇月間にアーバン株の値下がりは、本件虚偽記載等の事実と本件再生申立ての事実があいまって生じたものであり、かつ、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりについては、本件虚偽記載等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とはできないから、本件再生申立てによる値下がりについては、本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がり以外の事情による金員とする届出をしたところ（以下、この届出に係る債権を「本件債権」という。）、上告人は、その全額を認めない旨の公表をしたところ、東京地方裁判所は、本件債権につき、その額を〇円と査定する旨の決定をしたため、被上告人は、これを不服として本件訴えを提起した（なお、被上告人は、本件債権の額を一五万八三〇〇円及びこれに対する同月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、その額を一九万七九〇〇円及びこれに対する同日から支払済みまで年五分の割合による金員とすることを求める限度で附帯控訴をしている。）。

三　原審は、上記事実関係の下において、本件虚偽記載等により被上告人に生じた損害の額につき、金商法二一条の二第二項の規定により算定した上、同条四項又は五項の規定による減額の可否につき、次のとおり判断して、本件債権の額を一九万七九〇〇円及びこれに対する平成二〇年八月一八日から支払済みまで年五分の割合による金員と査定した第一審判決に対し、被上告人の控訴を棄却した。

破綻状態にあり、そのことが市場にも明らかであったことからすると、アーバン株の価格は、本件公表日の平成二〇年八月一三日の時点で、資金調達の見込みがなければ、再生手続開始の申立てをしなければならない状況にあり、本件再生申立ては、本件虚偽記載等の事実の公表に伴って必然的に採らなければならない対応であったから、アーバン株の値下がりが本件再生申立てによって生じたものと認めることはできない。したがって、アーバン株の値下がりは、全て本件虚偽記載等

契約締結以前からアーバン株がほぼ一貫して値下がり傾向にあったことなどに照らすと、本件公表日前の値下がりに本件虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていることは否定できないというべきである。

したがって、本件公表日前一箇月間のアーバン株の値下がりには、本件虚偽記載等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分が含まれているのであるから、この分について金商法二一条の二第四項又は五項の規定によって減額すべきものである。

エ　以上によれば、アーバン株の値下がりによって被上告人が受けた損害の一部には、本件虚偽記載等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まれているというべきであるのに、これを否定して、被上告人が受けた損害の全部が本件虚偽記載等により生じたものであるとして、金商法二一条の二第四項又は五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。論旨はこの趣旨をいうものとして理由がある。

(2) 金商法二一条の二第二項の適用について

ア　金商法二一条の二第二項は、「公表日前一月間の当該有価証券の市場価額…の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額」を虚偽記載等により生じた損害の額とすることができると規定しているが、同項にいう

「公表日前」及び「公表日後」に「公表日」を含まないことは、その文言上明らかである。したがって、同項にいう「公表日」が平成二〇年八月一三日である本件においては、「公表日前」一箇月間とは同年七月一三日から同年八月一二日までを指すものである（ただし、同年七月一三日は日曜日であって、市場取引が行われていないから、同月一四日から同年八月一二日までの市場価額の平均額を算出すべきこととなる。）。

しかるに、原審は、本件公表日である平成二〇年八月一三日を「公表日前」一箇月間に含め、同年七月一四日から同年八月一三日までの市場価額（終値）の平均額をもって金商法二一条の二第三項所定の損害の額を算定する基礎としているのであるから、原審の判断中この部分にも判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。

イ　また、金商法二一条の二第二項を適用して損害の額を算定するためには、投資者が「公表がされた日・前一年以内」に当該有価証券を取得していることが必要であり、公表日に取得した有価証券について、同項を適用することが許されないことは、その文言上明らかである。

しかるに、原審は、本件公表日である平成二〇年八月一三日に被上告人が取得したアーバン株一〇〇株についても、金商法二一条の二第二項を適用して損害の額を算定しているのであるから、原審の判断中この部分にも判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。

(3)　結論

以上の次第であるから、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り、原判決は破棄を免れない。そして、被上告人に対する損害賠償の額について更に審理を尽くさせるため、本件を原審に差し戻すこととする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり判決する。なお、裁判官須藤正彦の補足意見がある。

裁判官須藤正彦の補足意見は、次のとおりである。

私は法廷意見に賛同するものであるが、所論に鑑み、アーバン株の本件再生申立てによる市場価額の値下がりと本件虚偽記載等との関係につき、なお少し敷衍しておきたい。

一　法廷意見のとおり、上告人は、本件臨時報告書、本件有価証券報告書提出の頃、経営が危ぶまれる状態（以下「経営難」という。）にあったが破綻状態にあったわけではない。破綻状態とは、当該企業が単に格付機関による格付けが「ＢＢ＋」に引き下げられたことや多額の負債を抱えているなどの状態にあるだけでなく、支払不能、債務超過又は事業の継続に著しい支障を来すことなく債務を弁済することができないといった状態に陥っていることを指すといえる（破産法一六条、民事再生法二一条、会社更生法一七条参照）。一般に企業の経営難は、組織再編や事業上あるいは財務上の対応策が講ぜられることによって事業の継続がなされ打開され得る。この意味で、経営難が状態はいわばそのような対応策が求められている状態であり、破綻状態とはいわばそれらの対応策が尽きて事業の継続が著しく困難になった状態であるということも可能である。本件臨時報告書、本件有価証券報告書提出の頃も、上告人は、法廷意見のとおり、経営難に陥ってはいたが、メリルリンチとの業務・資本提携などの対応策が実行の途次にあり、かつ、この後にその一部の実行をみたもので、その意味で事業の継続に著しい支障を来すという状態にあったというわけではないから、破綻状態に至っていたということはできないのであって、本件公表日の直近に至り、それらの対応策が結局奏功しないなどにより資金繰りが行き詰まり破綻状態に陥ったというものである。

二　次に、本件虚偽記載等は、経営難にある上告人が講じている財務上の対応策の内容につきその重要な一部に関して虚偽記載等を行っているというものであって、資本市場（株式市場）の信頼を甚だしく損ないその健全な成長を妨げるものではあるとしても、破綻状態にあることを隠蔽した記載等を行っているとはいえない。もっとも、本件臨時報告書等において、本件ＣＢ発行に際してのスワップ契約などの仕組みについても過不足なく開示されたならば、上告人の資金調達について何らかの疑念を招き得、上告人にとって好ましくない風評も市場に流れるであろうことは容易に予想され、その結果、一時的な混乱は避け難いであろうが、だからといって上記の業務・資本提携などの対応策が挫折しあるいは破綻状態に至ることが確実であることをうかがわせる事情は見当たらない。むしろ、このような一時的混乱は適宜の対応措置が講ぜられれば早晩解消され得るともいえるから、虚偽記載等が行われないのであれば確実に破綻状態となり再生申立てを行うに至るまではいえないというべきである。

三　上告人は、虚偽記載等の公表日当日に本件再生申立てをも行ったものである。それは資金繰りが行き詰まって破綻状態となったからであるが、そのような事態は、本件虚偽記載等及びその公表という事実によるものではなく、前記のとおり、本件公表日の直近時に前記の業務・資本提携等などの打開策が功を奏さなかったからである。更には、本件虚偽記載等の公表自体が上告人を必然的に破綻状態にさせ、再生申立てに至らしめるという性質を有することをうかがわせる事情は見当たらず、したがって、本件虚偽記載等と本件再生申立てとを一体視することもできない。

四　結局、本件虚偽記載等は、本件臨時報告書等の提出及びその公表のいずれの段階においても上告人の破綻状態とは有意の結びつきは認められず、本件再生申立てによるアーバン株の値下がりは本件虚偽記載等と相当因果関係ある値下がりとは評価され得ない。再生申立て後の当該株式の市場価額の暴落は経験則上明らかで、このことは原審も認めるところ、それは虚偽記載等と相当因果関係ある値下がり以外の事情によるものとして上告人により主張立証されることで、金商法二一条の二第二項を適用して推定される金額から同条四、五項により減額されるべきものである。

（裁判長裁判官　竹内行夫　裁判官　須藤正彦　千葉勝美　小貫芳信）

別紙　当事者目録

上告人　株式会社アーバンコーポレイション

同代表者代表取締役　平井　眞

同訴訟代理人弁護士　中村直人

倉橋雄作

被上告人　甲野太郎

同訴訟代理人弁護士　荒井哲朗

島　幸明

青木知巳

石岡良子

白井晶子

太田賢志

佐藤顕子

五反章裕

同訴訟復代理人弁護士　浅井淳子

上告代理人中村直人、同倉橋雄作の上告受理申立て理由

第一、第二〈略〉

第三　損害額について

一　原審判決の骨組み

本件では、平成二〇年六月二六日に本件臨時報告書を提出した後、株価は下落傾向を続け、八月一三日に民事再生手続開始申立を行い、その翌日一四日以降、株価は暴落している。そこで相手方が被った損害の原因は何であるかが主たる争点の一つとなっている。それは、金商法二一条の二第二項の推定の反証という趣旨と、同条四項五項の適用の問題である。

原審判決の構造は、要約すれば次の通りである。

①申立人は六月末の時点で既に破綻状態であった。

②本件ＣＢとメリルリンチとの提携という両方がなければ株価はゼロであった（両方必須論）。

③本件スワップを本件臨時報告書で開示していれば申立人は破綻していた。

④したがって、相手方の処分価格九円を超える損害は、全額虚偽記載等に起因する損害である。

⑤八月一四日以降の株価下落は虚偽記載等が発覚したことによる信用低下が原因であって、民事再生申立による株価の下落分はゼロである。

⑥民事再生の申立は、虚偽記載等の開示によって倒産してしまうため民事再生の申立をしたものであって、スワップの開示に伴うものである。

⑦よって、金商法二一条の二第四項、第五項の適用はない。

二　申立人の主張

これに対して、申立人の主張の骨子は以下の通りである。

①申立人は六月末の資金繰りはメリルリンチへの物件売却によって手当てできていた（破綻状態ではなかった）。

②メリルリンチとの資本提携によってそれ以降の信用補完がなされる見込みであった。

③そのため本件ＣＢがなくても破綻に至ることはない状況になっていた（両方必須論ではない）。

④破綻原因は八月六日にメリルリンチとの資本提携が中止となったことである。

⑤八月一四日以降株価が下落したのは民事再生申立をし、それを公表したことが原因である。

⑥よって、八月一四日以降の株価下落の原因は虚偽記載等以外の原因によるものであって、金商法二一条の二第四項又は第五項の適用がある。

⑦八月一三日までの株価の下落は、虚偽記載等の公表をしていないから、虚偽記載等に起因する下落ではない。

⑧よって、八月一三日までの下落も、虚偽記載等以外の原因であるから、金商法二一条の二第四項又は第五項の適用がある。

三　六月末に破綻状態であったか

原審判決が、相手方に生じた株価下落による損失額の全額を虚偽記載等による損害と見る根拠は、申立人はもともと六月末に破綻状態であって、本件スワップを本件ＣＢとともに開示していれば株価はゼロになっていたはずだから、ということにあった（判決書一〇頁一行目以下、第一審判決二三頁一〇行目以下）。

しかしまず第一に、この六月末破綻状態という事実認定は明らかに誤っている。

申立人は、五月頃から万一に備えて民事再生申立を検討開始していたが、その検討を中止したのは六月一九日である。このことは原審判決も事実として認定している（判決書一七頁下から五行目、第一審判決書二二頁下から六行目）。六月一九日に検討を中止したのは、メリルリンチへ物件売却ができる見込みとなったからである（乙七三、七四）。原審判決も、判決書一七頁一四行目以下で、三五四億円の物件売却で、その物件に付された担保の借入金の返済を行ったあとの余剰資金約一九億円を六月中の借入金の返済に充てたと認定している。

なお、本件スワップによる最初の入金日は六月三〇日であって、六月末の資金繰りには使えない（乙六一、甲二一、取引開始が六月二七日なので次の営業日六月三〇日が最初の支払日である。三〇日の何時に着金するか分からない当日の資金繰りには使えない。）。したがって、現実的にも本件ＣＢによる調達資金は六月末の資金繰りに使用されていない。

さらにメリルリンチとの資本提携の見込みも高まり、八月にはメリルリンチによってＴＯＢがなされることが想定される状況になっていた。そのことは原審判決も認定している（判決書一七頁下から六行目）。

つまり、原審判決の認定事実によっても、六月末は破綻状態ではなかったのである。だから六月一九日に申立の検討すら中止したのである（それ以降、六月末までに検討を再開してもいない。）。

したがって、一方で①六月一九日に民事

再生申立の検討を中止し、②物件売却により六月の資金繰りの手当てをし、③メリルリンチとの資本提携も想定されるようになったと事実認定しておきながら、他方で「六月末に破綻状態であった」と認定するのは、明らかに矛盾するものであって、重大な法令解釈の誤り、経験則違反というほかない。

申立人では、六月末の支払のため、各種の方策を併行して検討、実行していたが、その中の一つがメリルリンチへの物件売却であり、本件CBであり、メリルリンチとの資本提携であり、それ以外にもいくつかの選択肢を検討していた。したがって、検討開始当初は、本件CBも、六月ないそれ以降の資金繰りのため重要性があったのであるが、六月一九日に物件売却ができる見込みとなり、それによって六月末を含めた当面の資金繰りが整ったので、その時点で本件CBは六月末の資金繰りのためには必須ではなくなったのである（それ以降の資金繰りについては、メリルリンチと資本提携によって抜本的に解決する見込みであった。判決書一七頁下から六行目もそのように認定している。もちろん資本と資金がより充実することは望ましいので本件CBの発行もそのまま行ったが、その発行を決議した時点（六月二六日）では、既に本件CBは必須ではなかったのである。

これは上述の通り、重大な法令解釈の誤りであり、かつ、上記の諸事実があるにも拘わらず六月末が破綻状態であると認定したことは経験則に反するものであって、民訴法二四七条に違反するものである。

また、本件スワップは、株価に対してマイナスの材料ではないから、開示を行ったとしても株価は低下などしない。その点を措き、仮に原審判決がいうように本件スワップの開示により、直ちには三〇〇億円が手に入らないということになったとしても、それは申立人の財務内容が現状より悪化するという情報ではない。三〇営業日前後で、株価次第で、三〇〇億円程度の資本が手に入る可能性があるという情報であるから、いずれにしてもプラスの情報なのである。

したがって、いずれの点からも、「本件スワップを当初から開示していたら申立人が倒産していた」という原審判決の認定は、六月一九日に検討を中止した事実や現に六月末の資金繰りを物件売却で手当てした等の認定事実と矛盾し、重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反というほかない。

第四に、原審判決には、基本的な誤解がある。原審判決は、日本格付研究所による格付けの投機的水準までとされるまでの引き下げなど、控訴人の破綻状態が市場にも明らかであった」などと認定している（判決書二〇頁二行目以下）。この投機的水準というのは、原審判決が認定するとおり、「BB＋」のことなのであるが、これは破綻状態という意味ではない。「投機的水準」という語感から、これが破綻状態だと思い込んでしまったのかも知れないが、それはまったく間違いである。

資本市場において社債などを発行して広く個人投資家などから資金を吸収する場合には、一般にBBB以上の格付けが適切であると言われている。そのためBB＋はそこには達していないということになる。しかしたとえば銀行などの金融機関の貸出先の格付けというのは、有力な上場会社くらいである。BB＋というのは、格付けのランク表によれば、おおむね中程度の信用である。信用リスクが高いのはシングルC以下であり、破綻状態はDである（乙八一）。

原審判決はこの誤解に基づいて六月末には破綻状態であったと認定しているが、BB＋の格付けで破綻状態という推定はできないから、明らかに経験則違反である。

四　両方必須論について

原審判決は、①本件CBと、②メリルリンチとの資本提携の両方がなければ、破綻を免れなかったと認定している（いわば両方必須論と言える。）（判決書一八頁一五行目以下、一九頁下から九行目以下）。

しかしこれは誤りである。上記の通り、本件CBは、六月二六日の時点では既に必須ではなくなっている。②メリルリンチとの提携があれば十分である。両方が必須だったのではない。したがって、この認定も、六月一九日に検討を中止した事実や六月末の資金繰りを物件売却によって手当てした事実等の認定事実と矛盾し、重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反である。

原審判決が、両方必須だとする根拠、正

確には本件CBが必須だとする根拠は、わずかに一つだけである。それは法人税等の納付を分割する根拠に、本件引当による資金調達が予定されていたから（乙七一）、ということである（判決書一八頁二行目以下、一四行目以下）。

しかしこれは本件CBが必須であるという認定の根拠とはまったくならない。既に原審判決も認定しているとおり、当時、メリルリンチとの資本提携が進行していたのである。それが実現すれば、申立人の信用は抜本的に解決され、既存の借入金の借り換えや、新規の融資を獲得できることは言を待たない。広島国税局に提出した分割納税の誓約書には、七月以降一一月まで五か月は毎月一三億円あまり、一二月に五六億円あまりを支払う旨記載されているが、これは八月にメリルリンチとの資本提携が実現すれば、まったく問題なく支払が可能である。本件CBによって資金調達する必要はない。資金の原資として、CBが記載されているというのも、その時点で申立人は当然本件CBによって資金が獲得できると考えており、その資金があるからその通り書いただけのことである。「それがなければ他に支払いようがない」、という意味ではない。原審判決は、支払原資としてCBが書いてあるから、CBがなければ支払ができなくなる、という認定をしているのであるが、この証拠からそのような事実は認定できない。要するに、メリルリンチとの資本提携ができれば、その後の資金繰りはまったく問題ないのである。

更に言うならば、そもそも税金の債務を一時的に延滞したからといって、会社が倒産するわけでもない。税金債務の支払ができなければ、その弁済期に破綻する、という認定自体、経験則に違反するものである。

また原審判決は、「七月一〇日の本件CBの発行が予定どおり行われることが報じられて控訴人の株価が一時高騰していることからすると、本件CB発行による資金調達及びメリルリンチとの業務提携の見通しがあったことによって、六月末から八月中旬までのほぼ破綻状態にあった控訴人の株価を維持することができた」と認定している（判決書一九頁下から九行目以下）。

しかしこれは何重にも間違いを重ねた判示である。まず、最も根本的な誤りとして、「メリルリンチとの業務提携の見通しが株価維持の材料になった」、ということは絶対にあり得ない。なぜなら、メリルリンチとの業務提携、資本提携については、まったく開示されていないからである。市場の投資家は誰も知らないことである。だからそれが株価の維持の材料になったということはあり得ない。これは勘違いであろうが、あまりに極端に経験則に違反する認定である。

また七月一〇日に株価が高騰したとしているが、七月九日の終値二〇七円と七月一〇日の終値二四八円の差を指しているのであろうが、それが本件CBの発行によるものであるとするならば、何故またその翌日の七月一一日に二一四円まで下がったのか説明が付かない。七月一二日以降も下がり続けている。もちろん本件CBは予定どおり発行されているのであって、中止になったりしていない。

そもそも本件CBで株価が高騰したというのは予盾する判示である。なぜなら、最初に本件CBの発行が報じられた直後の六月二七日の株価は、逆に三四四円から二九八円に大幅に低下しているのである。もし本件CBが株価を不当に高騰させたというのであれば、この事実をどう説明するのであろうか。明らかに重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反である。

さらに、本件CBによって株価が高騰したという根拠として、七月一〇日に四一円上がった事実を指摘するのであれば、本件CBによって上がった価格は、その四一円だけということになるはずである。原審判決は、本件CBがなければ株価はゼロになるという判示をしているのであるが、本件CBがなくても二〇七円の株価があることをどう説明するのであろうか。この点も重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反である。

以上の通り、本件CBによって株価が維持されていたという認定は、本件CBがなければ株価はゼロになっていたという認定と予盾するのであって、重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反というほかない。

また原審判決は、八月六日にメリルリンチとの交渉が終了したのに、株価が急激に低下したのは八月二四日からであって、したがって八月一四日以降の株下落の原因は、メリルリンチの交渉の終了の影響によるものではない旨判示している（判決書一九頁下から四行目以下）。

しかしこれも全くの勘違いである。八月六日にメリルリンチとの資本提携交渉は終了してしまったのであるが、終了したという事実は公表されていないのである。公表されていないのであるから、八月六日に株価が下落するはずがないのである。だから八月六日に株価が下がらなかったからといって、八月一四日以降の株価下落の原因がメリルリンチとの交渉の終了ではないなどと認定することはできないのである。これも早とちりではあろうが、あまりに極端な経験則違反の違法である。

以上のとおり、原審判決は、六月末時点で、①本件CBと、②メリルリンチとの資本提携が両方ともなければ申立人は倒産する状態であったという、両方必須論を柱に据えているのであるが、それが重大な法令解釈の誤り、審理不尽、経験則違反であることは明らかである。

五　八月一四日以降の株価下落原因

以上の判示の結果、原審判決は、八月一四日以降の株価の下落は、虚偽記載等が公表されたからであるとし、民事再生手続き開始の申立が原因ではないと判示しているのであるが（判決書二〇頁一行目以下）、それも誤りである。

まず、その前提となる、六月末破綻状態論も両方必須論も、いずれも成立しない。

原審判決は、八月一四日以降の株価の下

落の原因は、虚偽記載等があったことが公表されたことで、控訴人の信用が喪失し、今後の控訴人の資金調達の見込みが失われたことにあるなどとしているが、そのような証拠はまったく存在しない。経験則違反、自由心証主義違反（民訴二四七条）である。原審で相手方もそのような主張はしていないから、弁論主義違反でもある。

八月一四日以降の株価の下落は、民事再生申立の公表にあることは明らかである。それは原審判決自身が認めるとおりであって、民事再生の申立をすれば株価が暴落することは経験則である（第一審判決書二一頁下から二行目以下）。したがって、原審判決は、一方では倒産しても株価の下落要因とはならないとし、他方では暴落するのが経験則といっているのであって、まったく矛盾する認定をしているのであって、重大な法令解釈の誤り、審理不尽でもある。

したがって、八月一四日以降の株価の下落について、本件虚偽記載等だけの原因によるとした判示は明らかに誤りである。

六　八月一三日までの株価下落

原審判決は、八月一三日までの株価の下落原因について、継続的な値下がり傾向にあったというだけでは、他の原因によって生じたことの証明にはならないとする（第一審判決書二四頁二行目以下）。

しかしながら、前項までに述べたとおり、六月末時点で破綻状態ではなく、その時点で本来の株価がゼロであるとはいえない以上、この判示もまったく根拠のないものとなる。

虚偽記載の公表までの間に一方的に株価が下落していた場合には、それは別の要因によるものであることが明らかである。何故ならば、虚偽記載であることが公表されていないのであるが、虚偽記載が原因となるはずがないからである。このような場合には、金商法二一条の二第二項の推定は破られる。この点は、控訴理由書一三頁以下に詳述したとおりである。

したがって、八月一三日までの株価下落分について、虚偽記載等以外の原因であるものとして金商法二一条の二第四項又は第五項を適用しなかったことは、明らかに法令の解釈を誤り、若しくは経験則に違反して事実を認定したものというほかない。

七、八〈略〉

第四〈略〉

――――②――――

〈当事者〉　上告人　株式会社アーバンコーポレーション

同代表者代表取締役　平井　眞

同訴訟代理人弁護士　中村直人

倉橋雄作

乙山松夫

被上告人

〔主文〕　原判決を破棄する。

本件を東京高等裁判所に差し戻す。

〔理由〕　上告代理人中村直人、同倉橋雄作の上告受理申立て理由（ただし、排除されたものを除く）について

一　本件は、上告人を再生債務者とする再生手続において、被上告人が届出をした再生債権につき、その額を二八一五万円及びこれに対する平成二〇年八月一八日から支払済まで年五%の割合による金員と査定する旨の決定（以下「本件査定決定」という。）がされたことから、これを不服とする上告人がその変更を求める異議の訴えである。

二　原審の確定した事実関係の概要等は、次のとおりである。

(1)　上告人は、不動産に関するコンサルティング業務等を目的とする株式会社であり、その株式（以下「アーバン株」という。）は、平成一四年三月から平成二〇年九月までの間、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。

(2)　上告人が平成二〇年六月二六日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された臨時報告書（以下「本件臨時報告書」という。）には、上告人が発行する転換社債型新株予約権付社債によって調達する資金の使途等について、金融商品取引法二一条の二第一項にいう虚偽記載等があった（以下、本件臨時報告書における上記の虚偽記載等を「本件虚偽記載等」という。）。

(3)　上告人は、平成二〇年八月一三日、関東財務局長に対し、本件臨時報告書の訂正報告書を提出した旨、本件虚偽記載等の事実を公表した。併せて、上告人は、同日、東京地方裁判所に再生手続開始の申立てをし、同月一八日、再生手続開始の決定を受けた。

(4)　アーバン株は、平成二〇年八月一四日以降、大幅に値下がりし、同年九月一四日、上場廃止となった。

(5)　被上告人は、平成二〇年八月一一日、取引所市場において、アーバン株三五万株を二九六五万円で購入し、上記公表後の同月一五日、その全部を三五〇万円で売却した。

(6)　被上告人は、平成二〇年九月一七日、上告人の再生手続において、本件虚偽記載等を理由とする金融商品取引法二一条の二に基づく損害賠償債権及びその不履行による損害金債権につき、再生債権としての額を四五五〇万円及びこれに対する同年八月一八日から支払済まで年五%の割合による金員とする届出をしたところ、上告人は、その全額を認めなかった。そこで、被上告人が査定の申立てをしたところ、東京地方裁判所が上記各債権につき本件査定決定をしたため、上告人は、これを不服として本件訴えを提起した。

三　原審は、上記事実関係の下において、本件虚偽記載等がされていなければ、被上告人がアーバン株を購入することはなかったと認定した上で、本件虚偽記載等により被上告人に生じた損害の額につき、次のとおり判断して、本件査定決定を認可すべきものとした。

被上告人に生じた損害は、アーバン株の取得価額である二九六五万円から取得当時のアーバン株の本来有したものと想定される価額（想定価額）を差し引いたものというべきである。そして、被上告人がアーバン株を取得した時点の想定価額は、その処分価額である三〇万円を超えるものではないと推認するのが相当であるから、上記損害の額は二六一五万円と認められる。

四　しかしながら、原審の上記判断は是

認することができない。その理由は、次のとおりである。

臨時報告書に虚偽記載等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、当該虚偽記載等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、当該虚偽記載等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等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等の公表後、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基礎とし、経済情勢、市場動向、当該上場株式を発行する会社の業績など当該虚偽記載等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（最高裁平成二一年(受)第一一七七号同二三年九月一三日第三小法廷判決・民集六五巻六号二五一一頁参照）。

これと異なる原審の判断には、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。論旨はこの趣旨のものとして理由があり、原判決は破棄を免れない。そして、本件虚偽記載等と相当因果関係のある損害の額について更に審理を尽くさせるため、本件を原審に差し戻すこととする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり判決する。

（裁判長裁判官　竹内行夫　裁判官　須藤正彦　千葉勝美　小貫芳信）

上告代理人中村直人、同倉橋雄作の上告受理申立て理由〈略〉

○中学三年生が私営プールで逆飛込みをして頸髄損傷の傷害を負った場合に、プールの経営会社の安全配慮義務を否定し、かつ、そのプールが通常備えるべき安全性に欠けるものとはいえないとして民法七一七条に基づく損害賠償請求も棄却された事例

（損害賠償請求控訴事件、名古屋高裁平二四(ネ)三一六号・平24・10・4民三部判決、控訴棄却、追加請求棄却（確定）、一審岐阜地裁多治見支部平二(ワ)二六六号・平24・2・9判決）

一　X（平成五年生）は、小学五年生ころから、毎年二、三回、Yの設置する本件プールなどを利用していたが、平成二〇年八月一八日、本件プールで逆飛び込みをしたため、頸髄損傷などの傷害を負った。

そこで、Xは、本件プールを設置しているYとしては、本件プールを利用していたXに対する安全配慮義務の違反があったとして、債務不履行に基づき、八〇〇〇万円の損害賠償を請求した。

二　一審岐阜地多治見支判平24・2・9（本誌二一四七・九三）は、Yとしては、本件プールの周囲に「飛込禁止」の看板を設置していたし、監視員二名を配置していたので、安全配慮義務の違反はないなどと判断し、Xの本訴請求を棄却した。

Xは、一審判決を不服として控訴し、一審判決の取消しと五〇〇〇万円の支払を求め、一審主張の安全配慮義務の違反のほか、本件プールに設置・保存の瑕疵があるとして、民法七一七条に基づく損害賠償を追加請求した。

三　本判決は、(一)Xは、飛込禁止であることを知りながら、同禁止に違反して逆飛び込みをしたのであるから、Yに安全配慮義務の違反はないとした上、(二)Xは、あえて逆飛び込みという通常の用法でない方法により本件プールを使用したのであるから、そのような飛び込みに危険があったとしても、本件プールが、通常備えるべき安全性に欠けるものということはできないと判断して、Yの民法七一七条の責任を否定し、Xの本件控訴を棄却し、追加請求をも棄却した。

四　プールの設置者と利用者との間においても安全配慮義務が適用されると解されるが（大阪地判昭50・9・30本誌八一五・七〇、高知地判昭60・2・21本誌一一七四・一二八など参照）、本件では、一、二審とも、「飛込禁止」の看板を設置し、監視員を二名配置していたことなどから、安全配慮義務違反を否定したものであり、相当であろう。

また、民法七一七条にいう「瑕疵」とは、工作物が通常有すべき安全性に関する性状または設備を欠くことをいうのであって、通常の用法に即しない行動の結果によって生じた事故につき、その設置者としての責任を問うことはできないと解されている（最三判昭53・7・4民集三二・五・八〇九、本誌九〇四・五二、四宮和夫・不法行為七三三、七三七参照）。

本件のようなプールでの特殊な飛び込みをした事故について、その瑕疵を否定した先例として大阪地判昭44・11・27本誌五八四・八八があり、学校プールにおける飛び込みの際の事故に関する裁判例も散見されるが（喜多明人「学校プールの事故」現代裁判法大系(9)二一一以下参照）、本件は、実務上参考になるものとして紹介する。

（一部仮名）

〈参照条文〉　民法四一五条・七〇九条・七一七条

〈当事者〉　控訴人　甲野一郎

同法定代理人親権者父　甲野太郎

同法定代理人親権者母　甲野花子

同訴訟代理人弁護士　冨田武生

鈴木亨

被控訴人　株式会社クアリゾート湯舟沢

金融商品取引法研究会名簿

（平成 27 年 9 月 9 日現在）

会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授･弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋藤馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌塚正人	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山内公明	日本証券業協会執行役
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響」　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一　金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家･一般投資家について―自主規制業務を中心に―」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および　2008 年４月
集団投資スキーム持分等の開示制度―」
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年７月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 3 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反　2011 年 6 月
―利益相反管理体制の整備業務を中心として―」
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治　ＳＭＢＣ日興証券　法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」　2012 年 2 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」　2012 年 6 月
報告者　山田剛志　成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」　2012 年 7 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」　2012 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 39 号「デリバティブに関する規制」　2012 年 11 月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」　2013 年 1 月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任　2013 年 3 月
―虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に―」
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 43 号「相場操縦の規制」　2013 年 8 月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」　2013年10月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一　日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2014 年 6 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局企画課長

第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任　2014 年 9 月
―「新規な説明義務」を中心として―」
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 47 号「投資者保護基金制度」　2014年10月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 49 号「継続開示義務者の範囲―アメリカ法を中心に―」　2015 年 3 月
報告者　飯田秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金　2015 年 5 月
―金融商品取引法と預金保険法の交錯―」
報告者　山田剛志　成城大学大学院法学研究科教授

第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」　2015 年 7 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」2015 年 8 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ http://www.jsri.or.jp/ にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 53 号

証券訴訟を巡る近時の諸問題―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―

平成 27 年 10 月 23 日

定価（本体 500 円＋税）

編　者　　金融商品取引法研究会
発行者　　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内　　〒 103-0025
電話　03（3669）0737 代表
URL: http://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-669-3 C3032 ¥500E