

**有価証券報告書等の虚偽記載に係る投資者の高値取得損害の意義と損害額の算定方法  
(オリンパス事件)**

- 【文献種別】 判決／大阪地方裁判所  
【裁判年月日】 平成27年7月21日  
【事件番号】 平成24年(ワ)第3287号、平成25年(ワ)第6276号  
【事件名】 各損害賠償請求事件  
【裁判結果】 一部認容、一部棄却(控訴)  
【参照法令】 民法709条、金融商品取引法(平成18年法律第65条による改題前は「証券取引法」、平成26年5月30日法律第44号による改正前)21条の2、民事訴訟法248条  
【掲載誌】 金判1476号16頁

LEX/DB 文献番号 25540718

**事実の概要**

Yは光学機械の製造販売等を目的とする株式会社であり、その株式は東京証券取引所第一部に上場されていた。Yは、平成13年3月期から平成24年3月期第1四半期に係る有価証券報告書等において、金融商品の運用損失を隠蔽するため、連結純資産額を約500億円から約1,200億円過大に記載する虚偽記載を行った(本件虚偽記載)。

Aは、平成23年6月にYの代表取締役役に就任したが、同年10月14日に解職された。Yは、同日、Aと他の経営陣との間で経営の方向性や手法に大きな乖離が生じたことがその理由であると公表した。他方、Aは、イギリスへの帰国後、Yが行った企業買収に関する疑惑を公表し、日本の新聞各紙は同月17日頃よりAの声明を報道するようになった。Yは、同月19日、企業買収の際の支払額は合計1,348億円であり、不当な点はないと公表した。しかし、Yは、同年11月8日に、企業買収の際の支払いが金融商品の運用損失の計上の先送りに係る含み損の解消等のために利用されていたと発表した(公表日)。Yは、同年12月6日に計上を先送りした運用損失の正確な金額を明らかにし、同月14日に訂正報告書を公開した。Yの株価は、Aの解職が公表された10月14日に約18%下落して2,045円となり、その後も概ね下落を続け、11月11日には460円となった。そして、12月上旬までは概ね上昇して同月14日には1,314円となったが、翌15日には1,041円に下落し、翌年1月31日まで概ね900円から1,300円の間で推移した。

平成14年3月以後にY株式を取得し、平成23年11月8日以後に売却したXらは、本件虚偽記載によって損害を被ったとして、民法709条等に基づいてYに損害賠償を請求した。本件の争点はXらの損害額であり、本件虚偽記載がなければY株式を取得しなかったとはいえない点に争いはなかった。

**判決の要旨**

一部認容。

**1 高値取得損害の意義と損害額の算定方法**

「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……、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。「(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。」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(「嵩上げ額及びリスク部分」)は、虚偽記載の発覚時の株価下落により顕在化するため、虚偽記載の公表前後の市場

価額の下落幅等を参考に推計するほかない。

「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、……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」るため、「[その反映部分]」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。」

虚偽記載公表前後の株価の下落の要因は、①真実の情報の反映、②信用毀損等、③投資者の過剰反応（ろうばい売り等）、④虚偽記載と無関係な要因に大別され、①～③による株価下落は、虚偽記載の判明により通常生ずることが予想されるものであるため、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落といえるが、「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、……〔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。」

## 2 本件虚偽記載と相当因果関係のある 株価下落

10月14日のAの解職報道から公表日である11月8日までに生じた株価下落は解職報道に起因すると認められ、そして、Aの解職は本件虚偽記載の発覚を防ぐ目的のものと推認されるため、当該株価下落は本件虚偽記載と相当因果関係を有する。XらのY株式の売却は公表日から1ヶ月以内という株価の修正過程でなされているため、売却日までの株価下落も相当因果関係を有する。したがって、10月14日から売却日までの株価下落は相当因果関係を有しており、10月13日の終値2,482円（取得価額が2,482円より低額の株式に関しては取得価額）と処分価額の差額が相当因果関係のある株価下落となる。

## 3 嵩上げ額及びリスク部分の推計方法

「嵩上げ額及びリスク部分は、……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、その推計方法は確立されておらず、証拠に鑑みても本件では種々の方法は採用できない。「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。」

Yの本業の業績は好調であり、また本件虚偽記載は本業での利益水準等に基づく市場の評価を誤らせるものではなかったにもかかわらず、本件虚偽記載の内容や規模の大きさに加えて、Aの解職が関心を惹き、大きく報道されたことも相まって、10月13日に2,482円であった株価が1月31日までの間に概ね900円から1,300円にまで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。」

以上のように判示して、本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落の8割を損害額と認定した。

## 判例の解説

### 一 本判決の意義

本判決は、有価証券報告書等における本件虚偽記載がYの不法行為に当たるとした上で、本件虚偽記載による高値取得損害の額を民訴法248条によって認定した裁判例である。有価証券報告書等の虚偽記載によって投資者が被る損害については、西武鉄道判決（最判平23・9・13民集65巻6号2511頁）、ライブドア判決（最判平24・3・13民集66巻5号1957頁）、アーバンコーポレイション判決（最判平24・12・21判時2177号51頁）において重要な判断が示されているが、本判決は、高値取得損害を被ったという原告の主張を前提として、第1に、高値取得損害の意義及び損害額の算定方法を一連の最高裁判決後に示した点、第2に、本件事案についてXらの被った損害の額を認定した事例判断という点で意義を有するものである。

## 二 高値取得損害の意義及び損害額の算定方法

### 1 判例及び学説

学説上、有価証券報告書等の虚偽記載によって投資者が被る損害を取得自体損害（取得価額と処分価額の差額が損害額）と高値取得損害（取得時点における嵩上げ額〔取得時差額〕が損害額）に二分する考え方が有力であった。これに対して、西武鉄道判決は、民法709条の解釈として、「虚偽記載がなければ〔株式〕を取得することはなかったとみるべき場合」における虚偽記載と因果関係のある損害の額は、「取得価額－処分価額（または事実審口頭弁論終結時評価額）」から「経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分」を控除した額であり、また、ろうばい売りの集中による過剰な株価下落は虚偽記載の判明により通常生じることが予想される事態であるため虚偽記載に起因するものといえと判断し、前述の二分論とは合致しない考え方を示した。また、ライブドア判決は、「虚偽記載なければ取得なし」を投資者が立証していない事案において、金商法21条の2第1項及び第3項の「損害」は取得時差額に限られず、民法709条に基づく損害賠償請求と同様に虚偽記載と相当因果関係を有する損害の全てが含まれ、さらに、虚偽記載の発覚によって信用毀損等が生じること及びそれによって株価が下落することは通常予想される事態であるから、信用毀損等による値下がりとは相当因果関係を有すると判断し、やはり二分論とは合致しない考え方を示した。

### 2 本判決の位置付け

本判決が前提とする高値取得損害は、株価が虚偽記載によって実体的価値以上に嵩上げされることによって生じると考えられてきた（本判決における「嵩上げ額」に相当し、「真実の情報の反映」によって顕在化する）。これに対して本判決は、虚偽記載がな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リスク（信用毀損等や投資者の過剰反応といった要因による株価下落のリスク）の評価額（リスク部分）に関しても、取得時点では株価に反映されていないため投資者は余分な支出を強いられると指摘して、高値取得損害の内容に含めており、高値取得損害という枠組み自体は維持しつつも、その内容については西武鉄道判決やライブドア判決の考え方を取り入れている

（いわば修正取得時差額説）。また、両判決と同様に、虚偽記載と株価下落の相当因果関係の有無について、虚偽記載の判明により通常生じることが予想されるか否かを判断基準としている。

本判決の興味深い点は、損害額を算定するにあたって「虚偽記載と相当因果関係を有する株価下落部分」から2割減額している点である。これは、「嵩上げ額及びリスク部分」は「虚偽記載と相当因果関係を有する株価下落部分」に反映されるが、前者が後の時点で生じる後者に等しく反映されるわけではないという考えに基づくものである。ライブドア判決は、民法709条や金商法21条の2に基づいて賠償を請求できる「損害」は「虚偽記載と相当因果関係を有する損害の全てが含まれる」と判示したが、本判決は、「損害額」＝「嵩上げ額及びリスク部分」は「虚偽記載と相当因果関係を有する株価下落」に等しく反映されるわけではないと判示したものであり、ライブドア判決に直接は抵触していないと解される（ライブドア判決は「損害」の内容に関する判断であり、本判決の上述の判示は虚偽記載と相当因果関係のある損害の「額」の評価に着目するものである）。高値取得損害においては、理論上取得時に損害額が確定しており、虚偽記載公表前後の株価下落は損害額を推計するための素材に過ぎないという点がまさに現れた判断であるように思われる。

このように本判決は、西武鉄道判決やライブドア判決による二分論の否定後に、両判決の考え方を高値取得損害概念に取り入れた裁判例であるが、後述のように幾つかの問題点を有する。

## 三 本件虚偽記載と相当因果関係のある株価下落の認定

### 1 本判決の判断構造

本判決は、「嵩上げ額及びリスク部分」は直接認定することができないため、虚偽記載の公表前後の株価の下落幅等から推計するのが妥当であるとし、それらは虚偽記載と相当因果関係を有する株価下落部分に反映されるとした（公表前の下落に関しては、株価下落の要因、虚偽記載の内容、市場参加者の認識及びそれらの関連性等の観点から相当因果関係が判断されるとした）。そして、相当因果関係を有する株価下落の始期と終期を検討し、10月13日から売却日までの下落全額について相当因果関係があるとした。

## 2 本判決の問題点

本判決は、Yの企業買収に関する疑惑の新聞報道は10月17日頃以降になされたと認定しており、10月14日のAの解職報道は同疑惑の存在を市場に伝達するものではなかったと評価したものと解されるが、「解職報道と本件虚偽記載は相当因果関係がある」（本件虚偽記載の発覚を防ぐために解職がなされた）と認定し、解職報道による株価下落は本件虚偽記載と相当因果関係があると評価している。あるイベントが虚偽記載に関する情報の開示と近接的にあるいは同時に生じ、かつ、株価が下落した場合に、当該イベントによる下落が虚偽記載と相当因果関係を有するといえるかはアーバンコーポレイション判決で問題となったが、同判決は虚偽記載の事実の公表とイベント（民事再生申立て）の関連性を検討し、虚偽記載やその公表に起因して民事再生申立てが行われたわけではないとして、それに起因する株価下落は虚偽記載と相当因果関係を有しないとした。この判断に鑑みれば、Aの解職は本件虚偽記載に起因したのではなく裁量的になされた事柄と評価できるため、例えば、10月17日の新聞報道までの株価下落は本件虚偽記載と相当因果関係を欠くといったように判断されるべきであったと思われる。そして、むしろ本件においては、本判決も一応指摘はしているが、「市場参加者の認識」を基準に判断されるべきであったと思われる<sup>1)</sup>。市場参加者が虚偽記載の事実ないし内容を認識していなかったのであれば、虚偽記載に起因する株価下落は基本的に生じ得ないからである<sup>2)</sup>。

本判決はまた、取得価額が2,482円より低額の株式について、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落は2,482円と処分価額の差額であるとした。これは、株価下落のうち取得価額相当額までの下落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過ぎないという判断としない理由に拠るものである。高値取得損害においては、虚偽記載の事実等の漏れ出しや真実の情報の価値の変動等がない限り取得時差額は投資者によって異ならず、また、株価下落として取得時差額が顕在化する段階においては虚偽記載の事実や内容が株価に漸次的に反映されるため処分日に応じて損失額が異なり得るだけであって、取得価額それ自体は損害額と無関係であるため、上述の処理には疑問がある。さらに、取得価額から処分価額を控除

する形で損害額を算定する場合には、虚偽記載の公表までに株価が取得価額より上昇していた事案では損害額が減じられることになるが、投資者の投資判断の成果をそのような形で無にすることは不当と思われる点でも、本判決には疑問がある<sup>3)</sup>。

## 四 「嵩上げ額及びリスク部分」の推計

本判決は、虚偽記載と相当因果関係のある株価下落部分には「嵩上げ額及びリスク部分」を超える下落分が含まれているとして減額を行ったが、その理由は端的に言えば虚偽記載の内容に比して株価下落が過剰であるというものである。この点に関しては、「虚偽記載と相当因果関係のある株価下落」の認定の段階で、市場参加者の認識等の観点から株価下落が生じた理由を検討し、下落の一部は相当因果関係を欠くとして減額処理すべきであったと思われる。

### ●—注

- 1) Yの四半期報告書の虚偽記載に関する別訴に係る東京地判平27・3・19判時2275号129頁は、市場参加者の認識という観点から解職報道以降の株価下落を検討し、Aの解職によって経営の先行き懸念が市場に広まったことや虚偽記載の疑惑は徐々に信憑性を増していったことなどを認定し、解職報道から公表日までの株価下落の一部は本件虚偽記載と相当因果関係を有しないと判示している。
- 2) 西武鉄道判決は虚偽記載の公表前になされた名義株の売却による株価下落、アーバンコーポレイション判決は公表前になされた新株予約権の行使によって取得した株式の売却による株価下落について虚偽記載との相当因果関係を肯定しているが、これらは虚偽記載の解消効果を有するものであり、Aの解職報道とは区別される。
- 3) これは西武鉄道判決が内在する問題でもある（渡辺宏之「判批」金判1443号2頁、4頁参照。また、中村さとみ「判解」法時66巻6号170頁、188～189頁参照）。同判決は経済情勢等に関しては開示情報に基づき投資判断が可能であるからそれらによる株価変動リスクを投資者は負担すべきとしたが、経済情勢等に関する投資判断によるリターンは享受できないのであれば均衡を欠くことになる点で同判決には疑問がある。

\*本稿はJSPS 科研費26780069の助成を受けた研究成果の一部である。

西南学院大学准教授 藤林大地