

実質株主による損害賠償請求が認められなかった事例

- 【文献種別】 判決／東京地方裁判所
【裁判年月日】 令和5年12月21日
【事件番号】 平成28年（ワ）第20446号、平成29年（ワ）第10989号
【事件名】 損害賠償請求事件（第1事件）、損害賠償請求事件（第2事件）
【裁判結果】 一部認容、一部棄却（控訴）
【参照法令】 金融商品取引法21条の2第1項、民法709条
【掲載誌】 資料版商事480号122頁
◆ LEX/DB 文献番号 25598472

名古屋学院大学教授 坂東洋行

事実の概要

X（原告）らは海外の機関投資家等の104名であり、Y（被告）は東京証券取引所プライム市場に上場する電気機械等の製造業等を営む株式会社である。Xらのうち振替株式であるY株式を証券取引所で取得する際、振替口座簿上の増加記録を自己名義では取得せず、委託したカストディアンの名義で取得した者（以下「名義株主」とする）が大多数である。XらはYの有価証券報告書および四半期報告書における虚偽記載、それらの虚偽記載にかかわらず財務報告に係る内部統制が適正であると判断した内部報告書における虚偽記載等を理由とし、Yに対して自己決定権の侵害等の不法行為（民法709条）、金融商品取引法（以下「金商法」とする）21条の2第1項に基づく損害賠償を請求した。

判決の要旨

一部認容・一部棄却（名義株主の請求のみ一部認容）。

「社債等振替法は、株式を発行する会社が現在の株主を把握し、株主の権利行使という集団的法律関係を画一的に処理することを可能とするため、振替株式についての権利の帰属は振替口座簿の記載又は記録により定まるものとし（社債等振替法128条1項）、…当該株式に係る振替口座簿上の増加記録を譲渡の効力発生要件と定め（社債等振替法140条）、振替口座簿上の増加記録を受

けていない場合、株式譲渡の効力は発生しないこととしている。そうすると、振替株式の譲渡がされた場合、これに対応する振替口座簿上の増加記録を受けていない者が当該振替株式を取得したとの効力は生じず、当該譲渡について自己の振替口座簿に増加記録を受けた者こそが法的な効力をもって当該振替株式を取得するということになる。金商法21条の2第1項は、同項の適用対象となる者について、『有価証券を…取得した者』と規定しており、この文言に照らすと、振替株式の譲渡に対応する振替口座簿上の増加記録を受けた者すなわち名義株主が、金商法2条2項により有価証券とみなされる有価証券表示権利を取得した者として、これに当たると解することが、社債等振替法の規律を踏まえた自然な文理解釈というべきである。」

「そして、金商法21条の2は、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家の保護の見地から、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り（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）、同条の適用範囲は安易に拡大すべきではない。以上のことからすれば、自己の振替口座簿に増加記録を受けた名義株主が上記『取得した者』に当たると解するのが相当である。」

「…振替株式の価値の毀損が生じたことによって直接的に損害を被るのはあくまでその所有者である…名義株主である。そもそも、非名義株主原告と名義株主との契約関係が信託であれば…、被

告に対して損害賠償請求権を行使し得る権利者が受託者である名義株主であることは明らかである（信託の受益者である非名義株主原告は、信託スキームの内部関係において名義株主に対する請求をすることができるにすぎない。）が、非名義株主原告と名義株主との契約関係が信託でない場合であっても、名義株主が株主権を有し、上記（直接的な）損害についての被告に対する損害賠償請求権を有するのであって、本件において名義株主に帰属する同じ債権が非名義株主原告にも帰属するとする法的根拠は見いだせない。」

「…振替口座簿の増加記録を受けていない場合、株式譲渡の効力は発生しないことを定めているから、市場で購入された振替株式である被告株式の法的な所有者（金商法上の「所有者」の意。株主権を有する者）は、名義株主であって、その背後にいる実質的な投資家である非名義株主原告ではないというべきであり、それにもかかわらず本件において非名義株主原告を被告株式の法的な所有者とすべき特段の事情は認められない。すなわち、本件において、振替株式である被告株式の譲渡人から当該株式を購入取得したのは、名義株主であって、非名義株主原告ではないというべきである。」

判例の解説

判旨に賛成する。

一 本判決の意義

本事案は、カストディアンを経由して振替株式を保有する機関投資家等（非名義株主、以下「実質株主」とする）が、有価証券報告書等の虚偽記載を起因とした株価下落による損害を発行会社に請求した事例である。裁判所は、原告らのうち振替口座簿に記載された4名の名義株主による請求を認めたが、その余の実質株主の請求を棄却した。本事案は、損害賠償請求における実質株主の当事者適格が争われた事例であり、公刊物で確認できる唯一の裁判例となる。

わが国では、実質株主の透明性確保が金商法および会社法改正の検討事項となり¹⁾、実質株主の権利等は上場会社および機関投資家の関心が高い事案であることから、本事案での有価証券報告書等の虚偽記載による不法行為等の事実認定および

損害額の推定等については他に譲り²⁾、本稿では本事案において裁判所が明らかにした実質株主の論点について専ら評価するものとする³⁾。

二 実質株主が有価証券を「取得した者」に該当するか

1 カストディアンによる株式の管理

海外の機関投資家等が上場会社の株式を保有する際は、グローバル・カストディアン（銀行等金融機関）を選定し、さらにグローバル・カストディアンは日本国内に所在する金融機関をサブ・カストディアンとして選定し（以下これらを総称して「カストディアン」とする）、保有株式の決済、保管、会計処理、時価等評価、議決権行使等の管理を委託している⁴⁾。機関投資家とカストディアンの法的関係については、代理、委任、寄託、信託が構成されるとの議論がある⁵⁾。

本事案では、Xらは当事者の関係を寄託または委任契約にあると主張するが、まず寄託関係にある場合、受寄者は目的物となる財産を使用することができず名義移転が生じない⁶⁾。しかし、カストディアンを受寄者としても目的物を管理・運用する消費寄託の形態を外形的にとるため、目的物の所有権を取得することになり⁷⁾、財産に損害が発生した場合は、カストディアンが損害賠償を請求する責任を負うことになる。

また、委任・任意代理の場合は、委任者・本人に対象となる財産の所有がとどまるが、その権限については委任者・受任者、本人・代理人間で競合することになる⁸⁾。つまり、本事案において、Xらとカストディアンの関係を委任・代理契約と解釈した場合、実質株主および名義株主の双方が損害賠償請求することが可能となる。

この点、本事案においては、裁判所は当事者の関係を信託契約と積極的にとらえていることが判旨からうかがえる（その判断を避けたり留保したりしたわけではない）。信託契約においては、財産は委託者から受託者へ移転し信託財産となり、受託者は排他的に信託財産の管理・運用を行うため、委託者（および受益者）と受託者の権限は競合しない⁹⁾。信託財産に滅失等が発生した場合、その損害賠償請求権は信託財産に帰属するが¹⁰⁾、損害賠償請求は受託者のみが行う¹¹⁾。

本事案における裁判所の判断にもある通り、同一の損害に対し、実質株主と名義株主の双方に損

害賠償請求を認めてしまうと、どちらが損害賠償請求権者となるか峻別は難しく二重払いのリスクが生ずること、上場会社等の株式会社の株式の取引数および株主数は膨大であり、上述の通り、機関投資家とカストディアンとの契約態様は多様であること、機関投資家の背後には資金を拠出した投資家が更に存在すること、資金の出捐や資金の流れについては無数のパターンがあり得ることなど実質株主の判断（資金の出捐をした者や投資判断をした者が誰かという判断を含む）を的確に行うこと自体も困難である。

したがって、本事案の当事者の関係が信託契約にある場合は、損害賠償請求者は当然にして受託者であるカストディアンであること、また、たとえ信託契約でなかったとしても名義株主が株主権を有し、直接的な損害についてのYに対する損害賠償請求権を有するのであって、名義株主に帰属する同じ債権が実質株主にも帰属するとする法的根拠は見いだせないとする裁判所の判断は妥当である。

2 株主・振替株式取得者の認定

株式会社は基準日において株主名簿に記載・記録された株主をその権利を行使できる者、つまり株主として扱えばよい（会社法124条1項）。上場会社は社債等振替法による振替株式を発行する株式会社であるため、振替株式の権利の帰属は振替口座簿の記載・記録により定まり（社債等振替法128条1項）、株主名簿は、基準日等に振替機関から会社に対し総株主通知がなされることにより名義書換が行われる（同151条）。したがって、振替口座簿への記載・記録が会社に対して株主としての対抗要件を有することになり¹²⁾、振替株式においては総株主通知がなされない限り、会社は権利移転の存在を知っていても、株主名簿上の株主（名義株主）を株主として扱えばよい（確定的効力）。膨大な株主を有する上場会社においては、株主一人ひとりの属性や契約・権利・出資関係を調査し、実質株主・名義株主を把握することは現実的ではなく、株主名簿による集団的法律関係の画一的処理が認められるべきであることに議論の余地はない¹³⁾。

この点、金商法21条の2第1項は、同項の適用対象を「有価証券を…取得した者」としていることから、振替株式の譲渡に関し振替口座簿上

の増加記録を受けた名義株主が振替株式を取得した者に該当する（社債等振替法140条）ことに疑いはない。

三 実質株主が不法行為に基づく損害賠償請求権を有するか

ここまで述べた通り、実質株主には損害賠償請求権がないと解することが相当であるが、それにもかかわらず本事案においてXらは名義株主はカストディアンの名称として、機関投資家本人から署名や委任状を得ることなく円滑かつ迅速に大量の取引やこれに伴う事務処理を行うこととしたものであり、実質株主は自らの資金と投資判断により、カストディアン名義でY株式を取得しており、XらはYの実質株主であって、Y株式から生ずる全ての損益は実質株主に帰属し、権利または法律上保護された利益を侵害されたのは実質株主であるから、Xらは実質株主による損害賠償請求を認めるべきである旨主張する。

つまり、株式の売買について何ら判断を行っていないカストディアンにはY株式取得に係る自己決定権の侵害は生じておらず、その自己決定権の侵害は実質株主に生じ、権利または法律上保護される利益を侵害されたのはXら実質株主であるとのことである。しかし、本事案の損害賠償請求は、株式を高値で取得させられた損害および取得した株式の株価が下落した損害の賠償を請求するものであって、本件で認めるべき被害利益は財産権とみるのが相当であり、機関投資家がカストディアンを通じて業として株式投資を行っている中で生じた本件のような純然たる経済的事案において自己決定権の侵害による損害賠償請求権を認めることは困難であり、Y株式を取得した者は名義株主であり、それに係る損害が帰属するのは名義株主であって実質株主ではないから、本事案の損害賠償請求権が実質株主に帰属しないとの裁判所の判断は妥当である¹⁴⁾。

四 おわりに

1 カストディアン契約の補完について

本事案において、保有株式の日常の煩雑な管理は名義株主となるカストディアンに任せ、投資先企業に問題が発生したときに訴訟当事者としての原告適格を実質株主に認めさせることを要求することは明らかに法の衡平上、問題がある。名義株

主であるカストディアンは、信託財産が滅失・毀損するような事案に際しては、損害賠償を請求する善管注意義務等の受託者責任を負う。株式会社にとって、振替口座簿ないし株主名簿上の振替株式の所有者ないし株主、つまり名義株主の背後の権利関係や出資関係を捕捉することは不可能であり、名義株主を株主として扱うことは妥当である。したがって、虚偽記載等により保有株式に損害が発生した場合、名義株主であるカストディアンが会社に対して損害賠償を請求する旨を特約とするなど¹⁵⁾、実質株主・名義株主間であらかじめ合意することが今後求められる。

2 実質株主透明化の今後の行方

本事案により露見したことは、株式会社が対峙する株主には、名義株主と実質株主の二者が存在することである。法令上、会社は名義株主を株主として扱えばよいにしても、投資判断や議決権行使を操る実質株主を軽視することは実務上、会社には困難である。しかしながら、会社が実質株主を把握できる手段は現行法上ない。議決権行使割合が5%を超えると、実質株主の把握が可能とする見解もあるが¹⁶⁾、大量保有報告制度による保有者の定義が複雑であり、また、大量保有報告義務を怠ってもその制裁は軽微であり、必ずしも同制度により実質株主が確実に開示されるわけではない¹⁷⁾。

実質株主の透明化に関しては、今後の会社法改正により実質株主確認制度が導入される見込みであるが¹⁸⁾、その実質株主情報は投資家・会社間の情報共有にとどまり、市場に開示されるわけではない。さらに、実質株主確認制度は、会社に一方的な調査権を認めるものであり、会社が実質株主を把握した場合の実質株主の取扱については検討されていない。株主総会出席、配当受領、議決権行使等の株主権はもちろんのこと、本事案のように保有株式に会社事由で損失が発生した場合の損害賠償請求権を実質株主に認めるかどうかを合わせて検討しなければ、会社・株主間の利害関係につき著しく法的均衡を欠くことになる。

●—注

- 1) 坂東洋行「談論・実質株主開示の今後の行方」経理情報 1740号 (2025年) 1頁。
- 2) 満井美江「判批」比較法制研究 47号 (2024年) 167

頁。Yへの他損害賠償請求事案として(東京地判令3・5・13判タ1498号180頁)、満井美江「判批」金判1658号(2023年)2頁、野上信泰「判批」ジュリ1576号(2022年)146頁ほか。本事案では、裁判所は、有価証券報告書等の一部の虚偽記載を認め、Yが虚偽記載がないように配慮すべき注意義務を怠ったとして、民法709条に基づく損害賠償責任を認めたが、内部統制報告書の虚偽記載、適時開示義務違反による不法行為責任は否定した。損害額については、高値取得部分および狼狽売りから生ずる損害とし、市場要因等の虚偽記載等と無関係な部分を控除した損害額が妥当とし、会計年度の対象期間に応じてさらに調整して算出している。

- 3) 同視点として、高橋陽一「判批」資料版商事 482号(2024年)122頁。
- 4) 南條隆「グローバル・カストディについて」金融研究 10巻1号(1991年)19頁。
- 5) 道垣内弘人「保管受託者(custodian trustee)を用いた信託とその法的諸問題」金融研究 21巻2号(2002年)251頁、杉浦宣彦=渋谷彰久「カストディ業務発展に向けての法的課題について」FSAリサーチ・レビュー2号(2005年)3頁、上田純子「多階層保有証券に関する一覚書」法政 83巻3号(2016年)313頁ほか。
- 6) 新井誠『信託法〔第4版〕』(有斐閣、2014年)109頁。
- 7) 加藤雅信『新民法大系IV 契約法』(有斐閣、2007年)449頁。
- 8) 坂東洋行『信託法とその社会的役割』(中央経済社、2023年)20頁。
- 9) 新井・前掲注6)107頁。
- 10) 坂東・前掲注8)79頁。
- 11) 前出東京地判令3・5・13においても、受託者である国内の信託銀行が損害賠償をYに対して請求している。
- 12) 江頭憲治郎『株式会社法〔第9版〕』(有斐閣、2024年)178頁。
- 13) 江頭・前掲注12)208頁。
- 14) 自己決定権と財産権の分析について、松尾健一「虚偽記載等による投資者の損害」久保大作ほか編『企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020年)393頁、加藤貴仁「高値取得損害/取得自体損害二分論の行方」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石』(有斐閣、2014年)817頁ほか。
- 15) カストディアンの料率は国内の信託報酬に比べれば相応に高く、実質株主等の顧客がカストディアンに損害賠償請求の履行を求める余地は十分ある。
- 16) 野崎彰ほか「金融審議会『公開買付制度・大量保有報告制度ワーキング・グループ』報告の概要」商事 2351号(2024年)10頁、渡辺論「商事法制に関する展望」商事 2379号(2025年)16頁ほか。
- 17) 大量保有報告制度による実質株主開示の可能性について、坂東洋行「大量保有報告制度による実質株主開示のあり方」名学 61巻2号(2024年)65頁。
- 18) 坂東・前掲注1)1頁。