

2024年3月号

証券訴訟における請求主体等に係る裁判例
(東京地裁民事第8部令和5年12月21日判決)

I. はじめに

II. 事案の概要

III. 主要な争点

IV. 裁判所の判断

V. おわりに

森・濱田松本法律事務所

パートナー 藤津 康彦

TEL. 03 6212 8326

yasuhiko.fujitsu@mhm-global.com

パートナー 太子堂 厚子

TEL. 03 5220 1810

atsuko.taishido@mhm-global.com

パートナー 金丸 由美

TEL. 03 6266 8797

yumi.kanamaru@mhm-global.com

シニア・アソシエイト 宇田川 翔

TEL. 03 6213 8168

sho.udagawa@mhm-global.com

I. はじめに

東京地方裁判所民事第8部は、2023年12月21日、多数の海外機関投資家が提起した総額約572億円の証券訴訟（以下「本事件」といいます。）において、自己名義の振替口座簿に株式の増加記録を受けた者（以下「名義株主」といいます。）である原告についてのみ、その請求の一部である約1億円を認容し、名義株主ではない原告（以下「非名義株主原告」といいます。）の請求を棄却する判決（以下「本判決」といいます。）を言い渡しました¹。

本稿執筆者を含む当事務所の弁護士らは、本事件及び多数の関連事件について被告である発行者を代理して訴訟追行していますが、本判決は、社債、株式等の振替に関する法律（以下「社債等振替法」といいます。）の下では、発行者に対して有価証券報告書等の虚偽記載に基づく損害賠償請求をすることができる主体は名義株主に限られる等の重要な判断を初めて示した裁判例であり、今後の実務に重要な影響を及ぼすものであるため、本ニュースレターにおいてご紹介するものです。

¹ 資料版/商事法務 480号 122頁。

II. 事案の概要

A社は、2015年4月3日、一部インフラ関連の工事進行基準適用案件に係る会計処理について調査を必要とする事項が判明したとして、特別調査委員会の設置を公表しました。その後、同年5月8日には、A社は、一部インフラ関連の工事進行基準案件において工事原価総額が過少に見積もられ、工事損失が適時に計上されていないなどの事象が判明し、また、工事進行基準案件以外にも調査を必要とする事項が判明したとして、第三者委員会の設置を公表しました。同年7月20日には第三者委員会による調査結果が公表され、同年9月7日には2008年度（第170期）第1四半期報告書から2014年度（第176期）第3四半期報告書までの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」と総称します。）の訂正報告書並びに2008年度（第170期）から2013年度（第175期）までの内部統制報告書の訂正報告書が提出されました。

また、A社は、上記の過年度決算訂正とは別に、2015年11月13日、買収した海外の子会社グループでは2012年及び2013年に多額の減損損失を計上していたが、A社の連結全体では減損損失を計上していないため適時開示をしていなかったこと等を公表しました。

発行者であるA社に対しては、国内外の投資家から、これらの開示に関して、金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）及び民法上の不法行為に基づく証券訴訟が提起されました。本事件は、これらの証券訴訟のうち、多数の海外機関投資家を原告とする集団訴訟の一つです。

III. 主要な争点

本事件の争点は多岐にわたりますが、主要な争点は以下のとおりです。

- ① 非名義株主原告が有価証券を「取得した者」（金商法21条の2第1項）に該当するか
- ② 非名義株主原告が不法行為に基づく損害賠償請求権を有するか
- ③ 有価証券報告書等の虚偽記載による不法行為責任等の成否（具体的には以下の論点が含まれます。）
 - 重要な事項についての虚偽記載の範囲
 - 減損損失の虚偽記載該当性
 - 逆粉飾の重要な事項についての虚偽記載該当性
 - 虚偽記載の重要性
- ④ 内部統制報告書の虚偽記載による不法行為責任等の成否
- ⑤ 適時開示義務違反による不法行為責任の成否
- ⑥ 損害額（具体的には以下の論点が含まれます。）
 - 信用毀損・ろうばい売り

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

- 相当因果関係のある株価下落の範囲（終期）
- 取得後の虚偽記載に起因する株価下落分
- 損害賠償請求の対象となる株式の特定方法
- 遅延損害金の起算点

これらのうち、争点①及び②については、原告である海外機関投資家の多くが、国際的な証券投資をする際には、株主としての権利行使の便宜等のために、直接に自身の名義では株式を取得せず、グローバル・カストディアンを選定し、グローバル・カストディアンが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、社債等振替法上の振替口座簿上において増加記録をする名義は当該サブ・カストディアン（又はその指定する名称）になっているという構造にあるため、そのような場合に発行者に対して金商法及び不法行為に基づき損害賠償を請求できる者は名義株主なのか、その背後にいる実質的な投資者であるのかが争われたものであり、裁判所による初の判断が示されたものです。

IV. 裁判所の判断

1. 請求主体性について（争点①及び②）

(1) 非名義株主原告が有価証券を「取得した者」（金商法 21 条の 2 第 1 項）に該当するか

原告らは、投資家保護という金商法の目的に照らし、A 社の株式を実質的に取得した原告（下記(2)(iii)も参照）も有価証券を「取得した者」として損害賠償請求権を有すると主張しましたが、本判決は、「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」として、原告らの主張を排斥しました。

金商法 21 条の 2 第 1 項は、不実開示事案における一般不法行為法の特則²として、「有価証券を…取得した者」が損害賠償請求権を有すると定めています。そして、本件で問題となる上場株式については、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要請から、株式に係る権利の帰属は振替口座簿の記載又は記録により定められ（社債等振替法 128 条 1 項）、株式の譲渡は振替口座簿上の増加記録によってのみ効力が生じるとされています（社債等振替法 140 条）。金商法の文言及び株式振替制度の仕組みに鑑みれば、本判決が判示するとおり、株式を適法に「取得」したといえるのは、振替口座簿上で自己名義で取引を行った名義株主だけであり、自ら取引を行っていない背後者は「取得した者」に当たらないと解するのが自

² 最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 卷 5 号 1957 頁（ライブドア事件最高裁判決）参照。

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

然な解釈と考えられます。また、本判決は、このような文理解釈に忠実であるべき理由として、「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（引用略）、同条の適用範囲は安易に拡大すべきではない」こと³も挙げています。

(2) 非名義株主原告が不法行為に基づく損害賠償請求権を有するか

非名義株主原告は、自らが実質的に A 社株式を取得した投資者であり、一般不法行為法上の権利侵害や損害を受けた者であるとして、損害賠償請求権を有すると主張しました。これに対し、本判決は、主に以下(i)から(v)の点の検討を行い、非名義株主原告は一般不法行為法に基づく損害賠償請求権も有しないと判示しました。

(i) 振替株式に係る権利の帰属

原告の上記主張に対し、本判決は、「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（株主権を有する）名義株主である」と述べ、名義株主が直接の権利侵害及び損害を被っていることを明らかにしました。加えて、原告に代わり名義株主に株式を取得させるという取引形態を採った以上、「非名義株主原告ではなく名義株主が被告に対して剰余金配当請求や議決権行使を行うことになる」、すなわち名義株主が名実ともに株主権を有しこれを行使するという実態を踏まえ、株式の取得に伴う損害も「名義株主に帰属すると解するのが自然である」と指摘しています。また、本判決は、名義株主が株主権及び損害賠償請求権を有する以上は、「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」、「同一の損害について同時に複数の者が上記の損害賠償請求権を有し、これらが連帯債権になるなどといった法律上の根拠を見いだすことはできない」と判示しました（下記(iii)も参照）。

上記(1)のとおり、株式を適法に取得したのが背後者ではなく名義株主であるという社債等振替法からの帰結は、本争点との関係でも重要な要素となります。開示書類における不実記載は、虚偽の情報により市場における投資判断を歪め、かかる誤った評価に基づいて有価証券を取得させて経済的損害を与えるという不法行為であるため、このような権利侵害を受け、発行者に対する損害賠償請求権を

³ 金商法 21 条の 2 は、不法行為法の総則に対し、一部の要件について主張立証責任を転換するという強力な例外を定めた特則であり、その適用範囲は、法効果とのバランスを慎重に衡量して規定されています。例えば、2014 年の金商法改正においては、不実開示により株価が本来あるべき価格よりも低く見せかけられたケースを想定し、金商法 21 条の 2 第 1 項の請求者に「有価証券を...処分した者」を追加する変更が加えられましたが、このような投資者は、同条 3 項以下のような損害額の推定規定の対象とはされませんでした。これは、改正過程における議論の中で、「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」とされたためです（金融庁「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方に関するワーキング・グループ報告（平成 25 年 12 月 25 日）」（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf）22 頁参照）。

有するといえるのは、株式を法的に取得した名義株主であると考えられます。

(ii) 信託法理からの帰結

A社は、非名義株主原告に損害賠償請求権が帰属しない理由の一つとして、名義株主（カストディアン）と原告との間のカストディ契約は、名義株主が株式の法的な所有者として原告のために株式の保持・管理を行う点で信託としての性質を有すること⁴、信託の法律関係の下では、委託者や受益者ではなく、受託者（本件では名義株主）だけが信託財産に対する損害についての損害賠償請求権を有すること⁵を主張しました。

本判決は、信託法理の適否にかかわらず原告が権利侵害ないし損害を受けたとはいえないと判断したため（上記(i)及び下記(iii)参照）、原告のカストディ契約が信託であるか否かについては「その可能性を排斥しきれていない」と述べるにとどまりました。もっとも、信託と解される場合には「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。）」と述べており、信託の法律関係の下で、信託財産に関する損害賠償請求権が信託受託者にのみ帰属することを確認した点でも重要な意義を有します。

(iii) 名義株主であることを判断基準とすることの合理性

非名義株主原告は、株主権の行使や事務処理の便宜上、形式的に名義株主に株式を取得させたにすぎず、実際に株式の取得資金を支出し、取引損益が帰属し、投資判断を行っているのは原告であるから、原告が「実質的な株主」として損害賠償請求権を有すると主張しました⁶。これに対し A社は、「実質的な株主」と評価するための要素はより多岐に亘り、その認定自体が困難である上、原告は「実

⁴ 前記 1 のとおり、社債等振替法の下では、振替口座簿上で自己名義で取引を行った名義株主が株式を法的に取得することとなります。振替株式についてのカストディ契約が信託と解されるか、それとも事務の委託（いわゆる常任代理人）と解されるかについては、「主なポイントとしては、有価証券の名義が、常任代理人の場合には投資家名義になり、信託の場合には信託名義となる」と考えられています（神田秀樹監修『株券電子化 ―その実務と移行のすべて―』（きんざい、2008年）397～399頁）。

⁵ 能見善久『現代信託法』（有斐閣、2004年）236頁。

⁶ なお、日本以外の法域においては、実質株主に損害賠償請求権を認める法制度や実務が存在する場合があります。例えば米国では、Uniform Commercial Code (UCC) Article 8: Investment Securities (1994)において、実質株主が、決済機関に預託された株式に対して割合的な物権的権利を獲得し、自ら株主権を行使し得るという法制度を採用しています。もっとも、このような制度の下では、株主権を有している実質株主の特定自体が容易ではなく、同一の株式について複数の権利行使が生じてしまう紛争事例も発生しています（著名な例として、上場企業であった Dole Food Co.の非公開化取引においては、株式総数 3,700 万株に対し、4,900 万株分の和解金の請求が行われました。日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会『会社法・証券法における分散台帳の利用—デラウェア州会社法改正などを参考として』（金融商品取引法研究会研究記録 71号、2019年）16～18頁〔小出篤報告部分〕参照）。我が国の株式振替制度は、このように株主権の行使が錯綜し得る制度とは異なり、振替口座簿上の増加記録を株式譲渡の効力発生要件とし（振替法 140 条）、名義株主だけを株式の権利者と扱うことで、権利の二重行使の余地を排除し、法律関係の明確化に寄与しています。名義株主だけが株主としての損害賠償請求権を行使することができるという本判決の解釈は、このような株式振替制度の趣旨にも合致すると考えられます。

質的な株主」と評価するに足る要素を十分に主張立証していないこと等を主張しました。

本判決は、「国際的な株式投資で用いられる重層的な投資スキームにおいては、株主としての実質的な機能（資産の管理、投資運用の判断、議決権行使の判断等）が分属しているものや収益の分配が複雑なものが含まれる上、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からして、原告らの主張する実質株主の判断（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。）を的確に行うことは著しく困難であり、基準として機能し難い」とし、また、仮に実質株主からの損害賠償請求を認めるという見解を採った場合には、その判断のために「全体として多大なコスト」を生じさせることや、発行体にとっての判断の困難性について懸念を指摘し、さらに、証券訴訟においては「会社法の秩序に沿った集団的法律関係の画一的処理の要請が実質的に認められることは明らかであり（これを軽視すると、收拾が付かずに混乱する事態が生じたり、社会経済的に膨大なコストを生じさせたりするおそれがあり、かえって効率的な被害者救済を妨げるおそれがある。）」と指摘し、むしろ「実質的にみても、名義株主か否かによって損害賠償請求権者か否かを判断することに合理性がある」と判示しました。

本判決は、有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被ったと主張する投資家による多数の類似訴訟が生じ得る証券訴訟の性質に鑑みて、紛争解決制度としての安定性・効率性を重視し、明確な基準によることが合理的と判断したものと考えられます。

なお、「実質的な株主」からの損害賠償請求を認めるための理論構成としては、(a)名義株主に生じた損害に派生して間接的な損害を被ったことに基づく損害賠償請求（いわゆる間接損害）や、(b)原告が名義株主に対して有する取引上の債権が侵害されたことに基づく損害賠償請求権（いわゆる債権侵害）として捉えるということも一応考えられますが、本判決はそのような理論構成の余地も否定しました⁷。

(iv) 二重払いの危険性

A社は、名義株主を一律に損害賠償請求権者と解することで法律関係を明確に

⁷ まず、(a)間接損害に基づく損害賠償請求は、基本的に、直接の被害者には生じていない独自の損害を間接被害者が被ったケースで、間接被害者が直接の被害者と経済的に一体をなすとみられるような事情がある場合には、これを相当因果関係のある損害として賠償請求を認める法理です（最判昭和43年11月15日民集22巻12号2614頁等参照）。本判決は、「非名義株主原告において、直接の被害者である名義株主には生じない独自の損害（いわゆる間接損害）が発生したとしようがわからない」と判示し、間接損害の法理が妥当する場面ではないと結論付けています。また、(b)債権侵害に基づく損害賠償請求では、一般に、加害者において債権者を害する故意があることが要件となると解されていますが（東京地判平成27年4月13日平24（ワ）26327号等参照）、上場株式の発行体は通常、名義株主の背後の法律関係や取引関係者の存在等を覚知する立場にありません。本判決もこのような理解に立ち、「本件における被告による侵害態様や、被告が非名義株主原告の名義株主に対する債権を害する故意を有していたとは認められないこと、社債等振替法を含む会社法の秩序等を併せて考慮すると、被告が非名義株主原告の債権を侵害する不法行為をしたと認めることもできない」と判示しました。

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

し、損害賠償の二重払いのリスクが生じないようにすべきと主張しましたが、原告は、名義株主は形式的な名義人にすぎず損害賠償請求をすることは考えられないので、二重払いは生じ得ないと主張しました。本判決は、名義株主が権利侵害及び損害を被った主体であること（上記(i)）や、「実質的な株主」という概念の曖昧さ（上記(iii)）を踏まえ、「被告にとって、名義株主が損害賠償請求権者になる場合と原告らが主張する実質株主が損害賠償請求権者になる場合との峻別は困難であって、二重払いのリスクがある」と判示しました⁸。

(v) 適法な権利行使ルートの存在

本判決は、名義株主のみに損害賠償請求権が帰属すると解したとしても、「名義株主が非名義株主原告の指示等を受けて被告に対して損害賠償請求権を行使したり、非名義株主原告が名義株主から当該債権の譲渡を受けたりすることは可能」であり、非名義株主原告らにおいてこのような措置を行うことが「困難であったことをうかがわせる事情は認められないから、非名義株主原告の権利保護に欠けるところはない」と判示しました。

(3) 小括

上記(1)及び(2)のとおり、本判決は、証券訴訟の請求主体は、その根拠法条を問わず、自己の名義で振替口座簿の増加記録を受けた名義株主であると判断しました。

本判決の請求主体性についての判断は、社債等振替法の適用の帰結のみによるものではなく、我が国の株式振替制度の制度趣旨を踏まえ、証券訴訟の紛争解決制度としての安定性・効率性を重視し、他方で、実質的な投資者の権利保護（適切な権利行使ルートの存在）も勘案した上で、不法行為法の適用範囲が争われた限界事例について初の判断を示したものであり、先例的価値の高いものであると考えられます。また、カストディ契約の条項やファンドのストラクチャー等について、実務的な影響を及ぼすと思われる。

2. 責任論について（争点③～⑤）

(1) 重要な虚偽記載の範囲

原告らは、A社による訂正内容及び第三者委員会の調査報告書に基づいて、本件有価証券報告書等の訂正部分の記載の全てが重要な虚偽記載であり、①工事進行基準、②映像事業における経費計上、③PC事業における部品取引等、④半導体事業における在庫の評価等、⑤A社自らが行った自主チェック等、⑥上記各修正に派生する減損及びこれに伴う減価償却費の会計処理に違法性がある旨主張しましたが、

⁸ なお、原告らは、本件においては既に損害賠償請求権の消滅時効期間が経過しているため、名義株主以外の者からの損害賠償請求を認めても二重請求が生ずる余地はないと主張しましたが、本判決は、「損害賠償請求権者の判定に係る問題は、まずは時効完成前の段階で問題となる」として、消滅時効の成否にかかわらず、複数の損害賠償請求権が生じないようにするための解釈の必要性を示しました。

本判決は、A社が積極的には争そわなかった2009年度（第171期）、2011年度（第173期）及び2012年度（第174期）の有価証券報告書の連結財務諸表における当期純損益（下記(2)の減損損失の追加計上を除きます。）についてのみ重要な虚偽記載を認めました。

本事件も含めて、証券訴訟においては、原告側は、問題となる会計事象、適用されるべき会計基準、その結果としてのあるべき会計処理を具体的に主張立証することなく、発行者が自らした訂正の内容や第三者委員会の調査報告書に依拠して、重要な虚偽記載がある旨の主張立証をしようとするケースが多いところですが、本判決は、虚偽記載該当性は「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に違反した会計処理によってなされたか否かに基づき判断すべき」であり、本事件ではA社が積極的に争わなかった上記以外の点に会計処理の違法性があったことを的確に裏付ける証拠はないと判断しました。また、本判決は、有価証券報告書の提出者は自発的な訂正が可能であること、より保守的な会計処理に基づき記載を訂正した可能性が排斥できないことから、訂正がされたことをもって直ちに虚偽の記載があったと断ずることはできないとも判示しました。

複数の関連事件においても同様の判断が示されており⁹、裁判例は、決算訂正や第三者委員会の調査等の一定の事実可依拠するだけでは虚偽記載の主張立証として不十分と判断する傾向にあるものと思われ¹⁰。

(2) 減損損失の不計上の虚偽記載該当性

A社は、決算訂正に際して、減損損失を遡って追加計上したところ、原告らは、訂正前の有価証券報告書等においてかかる減損損失を計上していなかったことが虚偽記載である旨主張しました。これに対して、A社は、決算訂正に際して許容される範囲で簡便かつ保守的に減損損失を追加計上したに過ぎず、訂正前の各決算時点において減損損失を認識すべきであったことを理由として追加計上したわけではないので、各決算時点において減損損失を計上していなかったことは虚偽記載ではないと主張しました。

本判決は、減損損失の不計上が虚偽記載に該当するためには、「当初の本件有価証券報告書等の作成時におけるキャッシュフローの見積りが不合理であり、当時の本来のキャッシュフロー見積りの合計額が帳簿価格を下回っていたと認められる必要がある」ところ、的確な立証がないとして、虚偽記載とは認められないと判断しました。

決算訂正に際して、訂正後の数値を基礎として減損判定をやり直し、遡って減損損失を計上するということは実務上よく行われています。本判決が判示するとおり、各決算期において減損損失を計上しなければならなかったかどうかは、当該各決算

⁹ 福岡地判令和4年3月10日金融・商事判例1642号23頁（関連事件福岡地裁判決）、高松地判令和5年3月28日2023WLJPCA03289002（関連事件高松地裁判決）。

¹⁰ 藤津康彦＝金丸由美＝吉田瑞穂＝兼松勇樹「重要な事項についての虚偽記載の意義」（旬刊商事法務2350号（2024）4頁）。

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

期におけるキャッシュフローの見積りに基づく判断ですが、実際の決算訂正の場面では、すでに実績値が明らかになっている中で、過去の決算期においてどこまで見積りに織り込むことが合理的であったか、どこからが当該決算期では予測が困難であったか等の判断をすることが難しく、そのような検証を精緻に行う時間もないことから、実績値を基礎として簡便かつ保守的に減損損失を追加計上していることが多いと思われます。本判決は、こうした実務を踏まえて判断したものと思われます¹¹。

(3) 逆粉飾の重要な事項についての虚偽記載該当性

A社の決算訂正にはいわゆる期ズレの訂正が多く含まれていたため、2010年度及び2013年度については、訂正内容はむしろ当期純利益を増加させるものとなっており、いわゆる逆粉飾の状態になっていました。原告は逆粉飾であっても虚偽記載に該当すると主張しましたが、本判決は、「利益を過小に記載していたとされる場合には、株式の取得者に虚偽記載と相当因果関係のある損害が生ずるとは認め難い。そうすると、上記の当期純利益を増加させる訂正部分については、被告株式を取得した者との関係では、重要な事項についての虚偽記載に当たらないと解するのが相当である」と判断しました。

逆粉飾については、取得者との関係でも重要な事項についての虚偽記載に該当するとした上で損害との相当因果関係の問題として整理する裁判例もありますが¹²、典型的に相当因果関係が認められない以上は、本判決のように取得者との関係では端的に重要な事項についての虚偽記載に該当しないとすることが合理的と思われる¹³。

(4) 虚偽記載の重要性

A社の2008年度(170期)は、訂正前は当期純損失3,435億5,900万円、訂正後は3,988億7,800万円でしたが、本判決は、「訂正比率が16%に留まり、純損失額が3,435億5,900万円か3,988億7,800万円かによって、投資者の被告株式への投資判断が重大な影響を受けるとは考え難い」とし、また、虚偽記載による訂正には該当しない減損損失の追加計上による影響額(247億6,800万円)を控除すると「訂正比率は約9%にとどまることから、投資者の被告株式への投資判断に対する影響が軽微であることは一層明らか」として、虚偽記載の重要性を否定しました。

また、本判決は、売上高については、修正が必要とされた売上高は最大で845億円であるところ、訂正前の売上高が5兆8,000億円であり、その占める割合(約1.4%)は小さいとして、重要性を否定しました。

虚偽記載の重要性については一般的に質的重要性と量的重要性に基づく総合判断

¹¹ 関連事件福岡地裁判決及び関連事件高松地裁判決も同様の判断をしています。

¹² 東京地判令和3年5月13日金融法務事情2175号54頁(関連事件東京地裁民事第44部判決)。

¹³ 関連事件福岡地裁判決も同旨。

になると考えられていますが、本判決は、財務情報の中でも質的重要性は高いと考えられる当期純損益の虚偽記載であっても、機械的に重要性を認定せず、訂正の比率や当該時点の状況を踏まえて、投資判断が重大な影響を受けるか否かを実質的に判断したものとと言えます。複数の関連事件でも同様のアプローチがとられています¹⁴。

(5) 内部統制報告書の虚偽記載と不法行為責任

原告らは、A社が訂正前の2008年度（170期）から2013年度（175期）の内部統制報告書において財務報告に係る内部統制は有効であると判断した旨を記載していたのを、訂正報告書において財務報告に係る内部統制は有効でないと判断した旨に訂正したため、訂正前の記載は重要な虚偽記載に該当すると主張しました。これに対して、A社は、内部統制報告書は客観的な内部統制の有効性ではなく内部統制の評価を記載する報告書であるから、当時において内部統制は有効であると判断したことが事実であれば虚偽記載ではない、また、相当因果関係のある損害は認められないと反論しました。

本判決は、虚偽記載該当性については判断することなく、「内部統制報告書において、内部統制に不備がない旨を記載していたとしても、同記載を投資家は殊更重視しているとはいえず、それによって株式の価格形成に影響があるとは認められない」ため、いずれにしても相当因果関係のある損害が発生したとは認められないとして、原告の主張を排斥しました。

内部統制報告書は金商法上の損害賠償請求の対象となる法定開示書類の一つではありますが、本判決によれば、仮に内部統制報告書に重要な虚偽記載があったとしても、損害との間の相当因果関係が認められるのは、投資者が内部統制報告書の記載を殊更に重視している状況にある場合などに限定されるものと思われます。

(6) 適時開示義務違反と不法行為責任

原告らは、A社は子会社グループにおいて減損損失を計上した時点で適時開示すべきであったのにこれを怠ったことにより損害を被った旨主張しましたが、本判決は、「適時開示義務は、証券取引所の自主規制として取引所と発行会社との間の関係を規律する上場規程により定められたものであるから、当該義務違反があるからといって、直ちに投資者との関係で不法行為上違法となるものではなく、投資者に重要な情報を適時に伝えるという適時開示規制の趣旨を踏まえ、適時開示の対象となった情報の性質・内容、適時開示義務違反の態様、経緯等の諸般の事情を総合考慮して違法性を判断することが相当」という規範を示した上で、適時開示義務違反があったか否かは判断せず、本事件では子会社グループの減損損失がA社の連結決算に影響を及ぼしたとはいえないことを考慮すれば、A社が子会社グループの減損損失を適時開示しなかったことについて、投資者との関係で不法行為上違法という

¹⁴ 関連事件福岡地裁判決及び関連事件高松地裁判決。

ことはできないと判示しました。

減損の判定は子会社ないし子会社グループ及び連結の各階層において行われますが、各階層により減損判定の前提となる資産グルーピングは異なり得るため、本事件のように、子会社グループでは減損損失を計上する必要があっても、連結ベースでは減損損失を計上する必要がないという事態は生じ得ます。そのような場合、投資者の投資判断に直結するのは連結決算であるため、連結決算に影響がない以上は投資者との関係では違法とはならないという本判決の判断は合理的と考えられます。

3. 損害論について（争点⑥）

(1) 信用棄損・ろうばい売りによる株価下落の損害

証券訴訟における損害の範囲は、金商法及び不法行為のいずれの請求についても、重要な虚偽記載と相当因果関係のある損害であるといえるか否かの基準により判断されます（前掲注2ライブドア事件最高裁判決参照）。

そして、原告らは、虚偽記載の発覚後における発行会社の信用毀損やろうばい売り等により生じた株価の下落分について、賠償の対象となる損害の対象に含まれると主張しました。これに対し、A社は、原告らは、虚偽記載がなければ株式を取得しなかった（以下、このような場合を「虚偽記載なければ取得なし」といいます。）とはいえない投資者であり、当該投資者は、虚偽記載の有無にかかわらず当該会社の株式を取得していたところ、虚偽記載による信用毀損やろうばい売りによる株価下落は、会社の事故や業績の悪化等による株価下落と同様に、株主が一般的にその地位に基づいて被る損失に他ならず、このような株価下落のリスクは、企業の所有者であるところの株主が本来負担すべきものであること等を理由に、損害には含まれないと主張しました。

そして、本判決は、虚偽記載が発覚したことで、信用毀損等が生じ、投資家が保有する株式を売却する行動に出ることは、A社には予見可能性があり、このようなろうばい売り等から生ずる株価の下落についても虚偽記載という不法行為によって通常生ずる損害というべきであるとして、信用毀損・ろうばい売りにより生じた株価の下落分について、賠償の対象となる損害の対象に含まれると判示しました。

前記ライブドア事件最高裁判決後の下級審判例には、「虚偽記載なければ取得なし」とは認められない事案について、本判決と同様に、信用毀損・ろうばい売りによる株価下落は、虚偽記載等の事実の公表によって通常生じる事象であること等を理由に、虚偽記載等との相当因果関係を認めるものが散見されます。一方、本事件の関連事件の裁判例には、原告が「虚偽記載なければ取得なし」とは認められないことを前提に、会社の信用毀損やろうばい売りによる株価の下落は、株式の取得の経緯や時期にかかわらず、全株主が被るべきものであることを理由に、信用毀損・ろうばい売りによる株価下落による損害について相当因果関係を否定するものがあ

ります¹⁵。このように、下級審判例の判断は分かれており、今後、本論点についての裁判例の動向が注目されます¹⁶。

(2) 相当因果関係のある株価下落の範囲（終期等）

原告らは、虚偽記載の発覚後、A社株式の株価が底打ちした2016年2月12日から3か月を経た同年5月11日までには、A社の株価は虚偽記載及び適時開示義務違反に関わる情報を織り込まれたといえるとして、同日までの株価下落が、虚偽記載及び適時開示義務違反と相当因果関係のある株価下落であると主張しました。これに対し、A社は、同社が本件有価証券報告書等の訂正報告書を公表し、訂正の全容が明らかとなった2015年9月7日から約1か月後までに、当該訂正報告書の公表による影響が株価に織り込まれたものと考えられるとして、虚偽記載と因果関係がある株価下落の終期は同年10月9日であると主張しました。

本判決は、A社が訂正報告書を提出した2015年9月7日の時点で虚偽記載の全容が明らかになった後、同月29日まで株価が下落し、同年10月9日までに株価が回復していることから、同年9月29日には虚偽記載の影響が一応市場に反映し尽くされて株価に織り込まれたと考えるのが相当であると判示しました。

一般に、投資者の投資判断に影響を及ぼす事実が公表された場合、投資者は速やかにその公表事実を踏まえた投資判断を行うため、その公表事実に対する投資者の評価が速やかに株価に反映され、遅くとも、事実の公表から約1か月が経過すれば、その公表事実を十分に織り込んだ株価が形成されると考えられます。金商法21条の2第3項が、「当該虚偽記載等の事実の公表がされた日」の後1か月間の当該有価証券の市場価額の平均額に基づいて、いわゆる推定損害額を算定するものと定めているのも、虚偽記載の事実の公表が株価に影響するのは1か月程度であることを前提としていると理解されます¹⁷。本事件において、原告らは虚偽記載の株価への影響が長期間にわたり継続したと主張しましたが、本判決は、1か月を超える虚偽記載の影響を認定しなかったとの評価が可能と考えられます。

このほか、本判決は、虚偽記載部分と相当因果関係のある株価下落の範囲（A社が特別調査委員会の設置を公表した2015年4月3日から同年9月29日までの期間の株価下落）のうち、虚偽記載部分とは無関係な市場要因による下落分として、A社と事業規模・構造等が類似している会社の株価下落を含む市場全体の傾向による下落分30%を認定し、この部分は虚偽記載と相当因果関係のある損害とは認めないのが相当であるとして、損害額から控除しています¹⁸。

¹⁵ 関連事件高松地裁判決及び東京地判令和6年3月22日判例集未掲載（関連事件東京地裁民事第7部判決）。

¹⁶ 太子堂厚子＝吉田瑞穂＝宇田川翔「虚偽記載等と相当因果関係のある損害の範囲」（旬刊商事法務2352号（2024）42頁）。

¹⁷ 裁判例においても、東京地判平成27年8月28・判例体系／判例ID29013240は、発行会社による粉飾の公表から1か月後までの市場価額の変動を、公表に起因するものと認定しています。

¹⁸ 関連事件においては、虚偽記載部分と相当因果関係のある株価下落の範囲のうち、虚偽記載部分とは無関係な市場要因による下落分が6割、信用毀損・ろばい売りによる下落分が2割として、合計8割を損害額から控除しているものもあり（関連事件高松地裁判決及び関連事件東京地裁民事第7部判決）。

(3) 取得後の虚偽記載に起因する株価下落分

本事件では、原告らは、複数の期間の有価証券報告書等に重要な虚偽記載があり、A社株式を取得した後の虚偽記載に関しても損害賠償請求が認められるべきであると主張しました。これに対し、A社は、株式の取得後にされた虚偽記載に起因する株価下落は損害賠償の対象ではないと主張しました。

本判決は、「株式を取得した後は、株主として、株式会社の構成員たる地位にあるのであって、自らが構成員となっている会社が行った不正会計に係る不法行為について、社外の者と同様に、当該会社に対して損害賠償請求をすることは、株式会社の構造に照らして認めがたい。」とした上で、「株主が株式を取得した後に、会社が虚偽記載を行った場合、これによって株価が下落したとしても、株主は会社に対して直接にその下落分の損害賠償請求をすることはできないと解するのが相当」とありと判示し、虚偽記載公表後の株価下落分から、株式取得後の虚偽記載に起因する株価下落分を控除しました。

有価証券報告書等の虚偽記載を理由とする損害賠償請求においては、株式の取得時点における重要な虚偽記載が違法行為を構成し得るのであり、取得後になされた虚偽記載は無関係であるから、株式取得後の虚偽記載に起因する株価下落については損害賠償請求することはできないという本判決の判断は合理的と考えられます。複数の関連事件¹⁹においても同様の判断が示されています。

(4) 損害賠償の対象となる株式の特定方法

有価証券報告書等の虚偽記載を理由とする損害賠償請求において損害賠償請求の対象となる株式（算定対象株式）は、虚偽記載のある有価証券報告書等の開示時点以降に取得され、虚偽記載の事実の発覚時点において未処分であった株式です。そのため、原告らが、虚偽記載のある有価証券報告書等の開示時点において既に株式を保有し、かつ、当該開示後にも株式を取得し、その後虚偽記載の事実の発覚前に株式の一部を処分し、他の一部は未処分であった場合、算定対象株式を特定する必要があります。

算定対象株式の特定方法について、原告らは先入先出法を主張し、A社は総平均法と同様の方法によるべきであると主張しました。

本判決は、A社株式は「振替株式であり、株券が発行されず、数量のみによって把握されており（社債等振替法 128 条参照）、没個性的な株主たる地位の割合的単位にすぎ」ないとした上で、「このような振替株式の性質からすれば、個々の取得と処分とを紐付けせず、一定期間内の取得と処分を割合的にとらえて棚卸資産の取得価額を算定するという総平均法の考え方を算定対象株式の特定に用いることが相当である」と判示しました。

この点の事実認定が損害額に大きく影響を与えるといえます。

¹⁹ 関連事件東京地裁民事第 44 部判決、福岡高判令和 6 年 2 月 15 日判例集未登載（関連事件福岡高裁判決）及び関連事件高松地裁判決等。なお、太子堂厚子＝高田和佳＝宇田川翔「株式の取得時期と虚偽記載等による法的責任」（旬刊商事法務 2353 号（2024）25 頁）参照。

振替株式に関する取引においては、有体物の取引とは異なり、どの時点で取得したものを処分してかという対応関係を観念することはできず、ましてや、先入先出法が想定するような先に取得したのから先に処分するという流れはおよそ想定できません。これに対して、総平均法は、株式振替制度の下では、株式の取得と処分の紐づけを観念できないという振替株式の性質に合致しており、算定対象株式の特定方法について、総平均法の考え方をを用いるとした本判決の判断は合理的と考えられます。複数の関連事件²⁰においても同様の判断が示されています。

(5) 遅延損害金の起算点

本判決は、遅延損害金の起算点について、「不法行為による損害賠償債務は、損害の発生と同時に遅滞に陥るものと解するのが相当である」とした上で、「原告らが被った本件虚偽記載部分に係る損害は、本件公表後、被告株式を処分して初めて現実化して発生したといえるから、損害の発生は処分時であるというべきである。」として、遅延損害金の起算点は株式の処分時であると判示しました。

遅延損害金の起算点については、株式の取得時に損害が発生するとして株式の取得時を起算点とする裁判例もありますが²¹、投資者が株式を取得した時点では、現に市場において嵩上げされた価額で株式は取引されていますので、投資者には何の不利益も生じていません。虚偽記載等が発覚して虚偽記載等による株価下落が生じた後、投資者が低い価額で株式を処分してはじめて、投資者に不利益が生じるのであるから、損害の発生は処分時であるとして遅延損害金の起算点を株式の処分時であるとした本判決の判断は合理的と考えられます。同様の判断を示した関連事件もあります²²。

IV. おわりに

本判決は、社債等振替法の下での証券訴訟の請求主体について初の判断を下しました。本事件は控訴されており、高裁での判断が待たれますが、いずれにしても、本判決を踏まえれば、カスタディ契約を利用している海外機関投資家は、証券訴訟を提起する際にはカスタディアンから債権譲渡を受ける等の実務になるものと思われます。

また、本判決は、責任論及び損害論の多くの点については関連訴訟の判決と軌を一にする判断を示しており、裁判所は虚偽記載該当性や重要性は慎重に認定する傾向にあるといえそうです。

²⁰ 関連事件東京地裁民事第 44 部判決、関連事件福岡地裁判決及び関連事件高松地裁判決等。なお、金丸由美＝兼松勇樹＝近藤武尊「損害賠償請求の対象株式の特定と遅延損害金の起算点」（旬刊商事法務 2354 号（2024）34 頁）参照。

²¹ 関連事件福岡地裁判決及び関連事件高松地裁判決等。

²² 関連事件東京地裁民事第 44 部判決。なお、金丸＝兼松＝近藤・前掲注 20）36 頁参照。

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

セミナー情報

- セミナー 『Governance by Innovation (第3回アジャイル・ガバナンス シンポジウム)』

開催日時 2024年4月7日(日) 12:30~13:45

講師 御代田 有恒

主催 京都大学法政策共同研究センター、信州大学社会基盤研究所
【協賛】NPO 法人軽井沢先端学術センター、長島・大野・常松法律事務所

- セミナー 『第5347回金融ファクシミリ新聞社セミナー「海外子会社における不祥事発生時の初動対応と予防策～贈賄などの具体的なケーススタディを交えながら～」』

開催日時 2024年4月10日(水) 13:30~15:30

講師 御代田 有恒

主催 株式会社FNコミュニケーションズ

- セミナー 『セキュリティ・トークン・オファリング(STO)の法律実務の最新動向～不動産STO・社債STOでの活用を中心に～』

開催日時 2024年4月15日(月) 10:00~12:00

講師 石橋 誠之

主催 株式会社金融財務研究会

- セミナー 『営業秘密漏洩対応と予防策—元検事が刑事告訴の実務も詳細に解説—』

開催日時 2024年4月16日(火) 13:00~16:00

講師 今泉 憲人、宇賀神 崇(宇賀神国際法律事務所)

主催 株式会社R&D支援センター

- セミナー 『公務員との関わり方における企業の留意事項とコンプライアンス—「渡す」・「受けとる」の勘所から、刑事対応まで—』

開催日時 2024年4月24日(水) 14:00~17:00

講師 今泉 憲人

主催 株式会社新社会システム総合研究所

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

- セミナー 『第5359回金融ファクシミリ新聞社セミナー「これから始める「ビジネスと人権」－日本政府ガイドラインに基づき体系的に理解する』』

開催日時 2024年4月26日（金）13:30～15:30

講師 塚田 智宏

主催 株式会社FNコミュニケーションズ
- セミナー 『人事・コンプラ部門必見！役職員不正対応の勘所～実効的な調査手法、役職員処分、公表から民事刑事対応まで～』

開催日時 2024年5月7日（火）14:00～17:00

講師 今泉 憲人、宇賀神 崇（宇賀神国際法律事務所）

主催 一般社団法人企業研究会
- セミナー 『今求められる「ビジネスと人権」の基礎と実務～日本政府ガイドライン立案担当者が基礎から解説～』

開催日時 2024年5月15日（水）14:00～16:00

講師 塚田 智宏

主催 一般社団法人企業研究会
- セミナー 『営業秘密漏洩対応と予防策－元検事が刑事告訴の実務も詳細に解説－』

開催日時 2024年5月16日（木）14:00～17:00

講師 今泉 憲人、宇賀神 崇（宇賀神国際法律事務所）

主催 株式会社新社会システム総合研究所
- セミナー 『企業における公務員との関わり方とコンプライアンス～「渡す」・「受けとる」の勘所～』

開催日時 2024年5月31日（金）14:00～17:00

講師 今泉 憲人

主催 一般社団法人企業研究会 セミナー事業グループ

文献情報

- 雑誌 「シンガポールのAIガバナンスとルール整備の最新動向」

掲載誌 みずほアジアゲートウェイレビュー Vol.167

著者 毛阪 大佑

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

- 論文 「責任追及を見据えた従業員不正の対処法 第3回 従業員による不正書き込み」
 掲載誌 ビジネス法務 Vol.24 No.3
 著者 木山 二郎、今泉 憲人、加瀬 由美子（共著）
- 論文 「上場投資法人のスポンサーによる投資口の取得・処分について」
 掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.77
 著者 尾登 亮介、村田 陽祐、松井 佑樹（共編著）
- 論文 「責任追及を見据えた従業員不正の対処法 第4回 営業秘密の侵害」
 掲載誌 ビジネス法務 Vol.24 No.4
 著者 木山 二郎、蔦 大輔、兼松 勇樹（共著）
- 論文 「会社・株主間の合意、コベナンツ 「重要な契約」 開示義務見直しの実務ポイント」
 掲載誌 旬刊経理情報 No.1703
 著者 熊谷 真和、平川 諒太郎（共著）
- 論文 「改正法への対応は万全？内部通報体制と運用に関する見直しのポイント」
 掲載誌 企業会計 Vol.76 No.4
 著者 金山 貴昭（単著）
- 本 『「ビジネスと人権」基本から実践まで』
 出版社 株式会社商事法務
 著者 塚田 智宏

NEWS

➤ 横浜オフィス開設のお知らせ

今般、当事務所は、横浜オフィスを開設することといたしましたので、お知らせいたします。

当事務所は、東京をはじめとする国内各拠点においてリーガル・サポートを提供しておりますが、このたび、国内有数の経済規模を誇る神奈川県において、クライアントの皆様により密接な立場からきめ細やかなサポートを提供させていただくため、神奈川県横浜市にオフィスを開設することといたしました。

横浜オフィスには、会社法関連業務、訴訟・紛争、M&A、スタートアップ等にお

CAPITAL MARKETS/CORPORATE/CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

いて豊富な経験を有するパートナーである河島 勇太 弁護士及びアソシエイト弁護士が所属いたします。

横浜オフィスは、他の国内拠点（東京、大阪、名古屋、福岡、高松及び札幌）及び海外拠点（北京・上海・シンガポール・バンコク・ヤンゴン・ホーチミン・ハノイ・ジャカルタ・ニューヨーク）、並びにその他の国の提携法律事務所等と密に連携をとりながら、会社法関連業務・訴訟紛争・M&A・スタートアップ・事業承継・危機管理・ファイナンス・事業再生・クロスボーダー取引をはじめとする幅広い分野において最先端のリーガル・サポートを提供し、神奈川県の実業発展に微力ながら寄与して参る所存です。

横浜オフィスの開設については、開設に必要となる諸手続を経た上、2024 年夏頃のスタートを目指しております。開設日・開設場所等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。

※横浜オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として開設する予定です。

▶ ジャカルタオフィス代表電話番号変更のお知らせ

森・濱田松本法律事務所 ジャカルタオフィスは、代表電話番号を下記の通り変更いたしましたのでご案内いたします。

ご迷惑をおかけいたしますが、何卒ご理解のほど宜しくお願い申し上げます。

・ 新電話番号

+62-21-3021-2222（代表）（旧番号：+62-21-3020-0222）

※住所に変更はございません。