

# 有価証券報告書等の虚偽記載に基づく 発行会社に対する損害賠償請求

——損害論に関する理論・裁判実務の到達点——

遠藤 元一

## 1. はじめに

有価証券報告書等の虚偽記載により損害を被った投資家は<sup>1)</sup>、民法上の不法行為責任、金融商品取引法（以下「金商法」又は「法」という）が定める虚偽記載の関与者（有価証券報告書等を提出した株式発行会社およびその役員等、公認会計士又は監査法人、売出人・元引受証券会社、目論見書を使用した者等）の対投資家責任を追及することが考えられる<sup>2)</sup>。これらの請求権は請求権競合の関係にあり、民法の不法行為責任に基づく損害賠償請求とともに、金商法に

---

1) 本稿では、有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書、内部統制報告書、自己株式買付状況報告書、親会社等状況報告書等、公衆縦覧の対象となる開示書類から有価使用権報告書・四半期報告書の記載内容に係る確認書（金商法 25 条 1 項 5・9 号）を除いた書類を「有価証券報告書等」といい、これらの対象書類について、重要な事項について虚偽の記載があること、記載すべき重要な事項が欠けていること、もしくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けていることを「虚偽記載」という。

2) 会社法上の責任追及規定として、有価証券報告書等の提出会社に対する会社法 350 条の損害賠償責任の、役員等に対する会社法 429 条の損害賠償責任に係る規定の定めがあり、いずれも重要な手法であるが、紙幅の関係等から本稿では省略する。

基づく損害賠償請求を行うことも可能である。実際、周知のとおり、平成 16 年証券取引法改正で 21 条の 2 の導入・施行後、虚偽記載のある有価証券報告書等を提出した発行会社に対する損害賠償請求訴訟が相当数提起されている。

もっとも金商法は、投資家が有価証券を募集・売出に応じて取得した発行市場での虚偽記載の場合と流通市場で流通する有価証券を取得（処分者も含む）した場合とに区分した上で、虚偽記載の関与者（責任主体）ごとに、具体的には発行会社および役員等、公認会計士又は監査法人、売出人・元引受証券会社、目論見書を使用した者に責任の性質や主張立証責任、損害賠償額に関する規定、消滅時効等、異なる内容の規定を定めている。本稿は、有価証券報告書等の虚偽記載により損害を被った投資家が有価証券報告書等の発行会社に対して損害賠償を請求するケースを検討対象とするが、このようなケースで適用されうる規定が金商法 21 条の 2 である。金商法 21 条の 2 は、金商法上の虚偽記載に関する他の民事責任規定と同様に、虚偽記載により損害を被った投資家の損害を填補すること及び開示書類の発行会社に厳格な損害賠償責任を課すことにより虚偽記載を抑止することを目的とし、当該目的達成のため民法上の不法行為責任の主観的要件や損害等の立証責任の緩和等を定める趣旨との説明がされているものの<sup>3)</sup>、適用外となる行為があり<sup>4)</sup>、適用が可能でも同条で適用できる損害賠償額は金商法 19 条 1 項の規定の例により算出した額を超えない限度（19

---

3) 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成 15・12・24）17 頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【改訂版】〔第 1 巻〕定義・情報開示規制』（金融財政事情研究会、2021）354～355 頁 [加藤貴仁]（以下「加藤・コメ」）として引用）、黒沼悦郎・太田洋編『論点体系 金融商品取引法 1 定義、情報開示、公開買付け』（第一法規、2022）163 頁 [荒達也]。

4) 適時開示や自主的な IR で虚偽記載を開示する場合が典型例である。連結子会社の貸借対照表、損益計算書に虚偽記載がある場合、連結子会社は、親会社の株式を取得した者に不法行為に基づく損害賠償責任を負うとした裁判例（東京高判平成 24・4・13 金判 1374 号 30 頁）がある。

条1項限度額)という制限があること(金商法19条1項、21条の2第1項)、推定損害額を超える損害の賠償を請求するときは投資家の側で虚偽表示と超過部分の損害との因果関係を立証しなければならない反面、推定規定を用いても、因果関係のない下落分の減額を被告が主張立証できるため、単純な算出とはならず(金商法21条の2第3項)、因果関係の反証がある場合の賠償の免責や裁判所による裁量減額(金商法21条の2第5、6項)等、投資家側にとって常に有利あるいは使い勝手がよいとはいえない面があるなど、民法の不法行為責任を請求するほうが投資家に有利な(あるいはそれほどの差がない)場合もある。有価証券報告書等の虚偽記載を理由に発行会社に対して民法の不法行為に基づく損害賠償請求する場合に主張・立証すべき要件事実は、①有価証券報告書等に金商法に違反する虚偽記載がなされたこと、②当該虚偽記載に関する有価証券報告書等の発行会社の故意・過失、③損害の発生(損害額)、④虚偽記載と損害との相当因果関係であるが<sup>5)</sup>、金商法の規定振りからすると、実際の訴訟では金商法の特則規定に依拠するのではなく、民法の不法行為に基づく損害賠償請求を行うことも多い。損害賠償訴訟の裁判実務という視点から見ると、民法上の不法行為に基づく損害賠償請求を基底とした主張立証を想定しつつ、金商法上の規定については、当該事案に関して金商法の規定が使い勝手がよいか、効果的にワークするかを検討・想定して金商法の規定を活用するか否かを決定することが実践的でもある。

本稿は、上記のような問題意識に基づき、理論的にも実務的にも、最も重要な要件である損害論(上記の要件のうち③損害の発生・損害額と必要な範囲で④相当因果関係)を取り上げて、投資家が発行会社に対して損害賠償を請求するケースを前提として、損害論に関する主要な論点について、判例・裁判例および実務でどのような議論がされているかを素描して、現在の到達点を示したい。

---

5) 司法研修所編『紛争類型別の要件事実〔4訂版〕』(法曹会、2023)59頁、田中豊『論点精解 改正民法』(弘文堂、2020)59頁。

## 2 損害論一般に関する学説と判例・裁判例を踏まえた基本的な方針

### (1) 学説および判例・裁判例の到達点

有価証券報告書等の虚偽記載により投資家が被った損害は、虚偽記載がなかったと仮定した場合の被害者の利益状態と、虚偽記載があったことによって被害者が現実におかれている利益状態との差額（差額説）に基づき解釈されている（東京地決平成 21・3・31 金判 1316 号 22 頁等）が、証券訴訟における損害論は、民法の一般不法行為に基づく損害賠償論を出発点としつつも、金商法 21 条の 2 のような金商法の規定がある上に、米国の証券訴訟に関する理論や実務の影響も受けるため、民法の一般法理を貫くことは困難であり<sup>6)</sup>、考え方が分かれている。

学説は、現在の最高裁判例、すなわち、金商法 21 条の 2 に関するライブドア事件最判（最判平成 24・3・13 民集 66 巻 5 号 1957 頁）、アーバンコーポレーション事件最判（最判平成 24・12・21 判時 2177 号 51 頁）、民法上の一般不法行為（民法 709 条）に関する西武鉄道事件最判（最判平成 23・9・13 民集 65 巻 6 号 2511 頁）が登場する前は、虚偽記載がなかったと仮定した場合の被害者の状態として、大別して、取得自体損害説と高値取得損害説（ないし取得時差額説。以下「高値取得損害説」として引用）とが提唱されていた。

取得自体損害説は、もし虚偽記載がなかったならば、投資家は当該有価証券を所得しなかったであろうという状態を被害者の仮定的な状態として想定し、「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は、当

---

6) 能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』（有斐閣、2009）312 頁。鬼頭季郎＝内藤和道「虚偽記載等開示による株主のキャピタルロスと会社の損害賠償責任額について」判時 2097 号（2011）11～15 頁も参照（ただし最高裁判例が登場する前の論考）。

該有価証券を取得したこと自体が損害であり、これを取得しなかった状態への原状回復的な損害賠償、つまり取得価額から処分価額を控除する（ただし保有しているときは現在価額）」と捉える見解である。これに対して、高値取得損害説は、虚偽記載がなかったと仮定しても、投資家は当該有価証券を取得していたであろうが、当該有価証券をもっと低い価格でしか取得しなかったであろうという状態を被害者の仮定的な状態として想定し、「虚偽記載がなければ当該有価証券をより低い価額で取得していたと認められる場合は、虚偽記載がなければ形成されていたであろう市場価額（想定価額）より高値で取得したことが損害であるとして、取得価額と想定価額との差額を損害賠償として認める」と捉える見解である<sup>7)</sup>。

さらに、総体的財産損害説、すなわち虚偽記載があった有価証券を取得したために取得者の保有する財産の総体が現実に置かれている状態と、虚偽記載があった有価証券を取得しなかったならば取得者の保有する財産の総体が置かれているであろう仮定的状態との差を損害とする見解もあった<sup>8)</sup>。また、最高裁判例が出る前の下級審裁判例では、取得が虚偽記載の前か後かで株主間に不公平が生じることになるため損害の範囲を限定的に解すべきとの価値判断を背景として、高値取得損害説を採用する裁判例が多く登場していた<sup>9)</sup>。

しかし、最高裁は、学説や下級審裁判例と異なり、取得自体損害、高値取得

---

7) 取得自体損害説、高値取得損害説の定義につき、中村さとみ「判解」『最高裁判所判例解説民事篇平成23年度（下）』593～594頁、加藤・コンメ360～361頁。なお中村・同594頁が上記の他に掲げる公表後下落損害説は高値取得損害説の1面として整理可能と考えられる（潮見佳男「有価証券報告書等の不実表示に関する責任について」法セミ2012年12月号18～19頁参照）。

8) 潮見佳男「不法行為における財産的損害の『理論』-実現主義・差額説・具体的損害計算」法曹時報63巻1号（2011）1頁。

9) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020）243頁注81（以下「黒沼・金融商品取引法」として引用）。

損害の対立ではなく、それとは別の判断枠組みを示した<sup>10)</sup>。すなわち、西武鉄道事件最判は、取得自体損害説を意味する原状回復的な損害賠償である、取得価額から処分価額又は保有株式の口頭弁論終結時の市場価額を控除した金額を損害額とするのではなく、さらに「経済事情、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」（虚偽記載により生ずべき値下がり以外の事情を以下「他事情」ということがある）を控除した金額が損害額になるとし、また、ライブドア事件最判は、金商法 21 条の 2 第 3 項の損害につき、一般不法行為に基づく損害賠償請求の場合と同様、取得時差額に限らず、虚偽記載と相当因果関係のある損害の全てを損害とすると判示して、高値取得損害説を退けた。つまり、最高裁は損害論に関する取得自体損害説、高値取得損害説のいずれもそのままでは採用しないことを示した。

もっとも、取得自体損害説は、取得自体が損害とはいえなくても、さらに「経済事情、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」を控除することで（他事情減額）相当因果関係のある損害を限定すれば、その基本的な考え方は維持できると考えられる（西武鉄道事件最判は、虚偽記載公表後のいわゆるろばい売りが集中することによる株価下落分は、虚偽記載と相当因果関係がないとはいえないとして損害を肯定。このような考えを以下「修正取得自体損害説」という）。高値取得損害説も、取得時差額ではなく、相当因果関係のある損害を含むと修正すれば、その基本的な考え方は維持される（ライブドア事件最判も虚偽記載公表による会社の信用失墜やろばい売りによる株価下落分は、虚偽記載と相当因果関係があるとして損害として肯定。このような考えを以下「修正高値取得損害説」という）。そのため、このような修正ないし留保を付ければ、いずれの見解も判例の考え方と整合性をとるこ

---

10) 加藤貴仁「高値取得損害／取得自体損害二分論の行方」落合誠一先生先生古稀記念論文集『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014）817 頁以下、飯田秀総『金融商品取引法』（新世社、2023）172 頁（以下「飯田・金融商品取引法」として引用）。

とが可能であり（最高裁判例後も、従前の学説と同じく、虚偽記載がなければ有価証券を取得しなかったといえる事案か否かを区別する下級審裁判例が多く登場している）<sup>11)</sup>、このように考えると、両説の相違は立証責任の内容と所在にとどまり、表裏の関係と捉えうるとの見解が示されている<sup>12)</sup>。また、総体的財産損害説は判例の判断枠組みと発想が共通しており、親和的であるとの見解も示されている<sup>13)</sup>。

どのように考えるべきかであるが、虚偽記載と相当因果関係のある損害を賠償させるという考え方が最高裁の判断枠組みに適っており<sup>14)</sup>、事案に応じて修正取得自体損害説、高値取得損害説を使い分ければ足りよう。

## (2) 訴訟における損害に関する主張・立証に係る基本的な考え方

上記のとおり考えられるとすると、重要なのは、修正取得自体損害説と高値取得損害説とをそれぞれどのような事案で用いるかである。

第1に、修正取得自体損害説に馴染む、次に掲げる類型については修正取得

- 
- 11) 松尾健一「虚偽記載等による投資家の損害—最高裁判決後の裁判例の動向」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本上の法規制』（商事法務、2020）393頁以下。
  - 12) 区別の実益は乏しいのではないかとの疑問も含め、神田秀樹「不実開示と投資家の損害」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、323～324頁、松尾・前掲注11）399頁。中村・前掲注7）602頁、武藤貴明「判解」『最高裁判所判例解説民事篇平成24年度（下）』365頁、高橋陽一「判批」商事法務2313号（2022）54頁、飯田・金融商品取引法172～173頁も参照。
  - 13) 潮見・前掲注7）20、21頁、中村・前掲注7）594～595頁、青木浩子「虚偽記載による損害の回復、特に株式回復した場合について」ディスクロージャー&IR・21巻（2022）14頁（以下「青木a」として引用）。松岡啓祐「虚偽の情報開示を巡る会社及び役員等の責任—金商法の継続開示違反を中心に」青竹正一先生古稀記念『企業法の現在』（信山社、2014）361頁。
  - 14) 松岡啓祐「流通市場の虚偽記載に基づく発行会社の民事責任」ビジネス法務2016年3月号121頁、飯田・金融商品取引法172～173頁。

損害説を採ることが妥当である<sup>15)</sup>。具体的に述べると、(a) 発行会社が破綻もしくはそれに近い状態に陥るケース（アーバンコーポレイション事件）、(b) 虚偽記載がなければ上場していないケース（西武鉄道事件）では、取得自体が損害であるとして株式の取得時点と処分価額との差額を損害とすることについては実務上もコンセンサスが得られやすい<sup>16)</sup>。また、(c) 原告の投資性向や取得経緯から虚偽記載がなければ取得していないことが直接証明できる場合も、これに準じて考えることができる<sup>17)</sup>。さらに、(d) 虚偽記載のある有価証券報告書等が継続して提出されている場合で、株式取得の直前に提出された有価証券報告書等に虚偽記載がなければ、それ以前に提出された有価証券報告書等に虚偽記載があることが明らかになるケース（ニイウスコー事件）は<sup>18)</sup>、ライブドア事件最判の田原裁判官補足意見が掲げる要件を満たし、取得前に虚偽記載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該当するため、取得自体損害説をとることが可能と考えられる<sup>19)</sup>。

第 2 に、金商法 21 条の 2 は高値取得損害説と親和性があり<sup>20)</sup>、上記以外の

---

15) 西武鉄道事件最判は、当該事案以外のどのような場合に「虚偽記載がなければ有価証券を取得しなかったとみられる」かの判定基準を示していないため、取得自体損害説の適用範囲は解釈論に委ねられている。

16) 青木浩子「流通市場での虚偽記載による損害賠償請求中の株価回復」千葉法学論集 37 巻 1 号（2022）3 頁注 6（以下「青木 b」として引用）。

17) 機関投資家は自社の運用方針を書面で詳細に作成していることがあり、有価証券取得当時の自社の投資方針を立証できる場合がある。森・濱田松本法律事務所編『証券訴訟—虚偽記載』（中央経済、2017）89 頁（以下「森・濱田松本・証券訴訟」として引用）。

18) ニイウスコー事件（最判平成 25・3・26 判例集未登載、東京高判平成 23・4・13 金判 1374 号 30 頁）。批判として、梅本剛正「判批」リマックス 45 号（2012）66 頁。

19) 加藤真郎編著『有価証券報告書等虚偽記載の法律実務』（日本加除出版、2015）110 頁。

20) 金商法 21 条の 2 の立案担当者解説は同条が高値取得損害説を基礎とすると解しうるとされる。潮見・前掲注 7）20 頁。投資家が情報に基づく取引ではなく、市場価格を信頼して取引を行うインデックス投資家の取引では高値取得損害説が有用である。



ケースで金商法 21 条の 2 を用いる場合、まずは高値取得損害説を基調とすべきである。(e) 財務基盤自体は、貸借対照表は毀損したが損益計算書は健全であり、発行会社が存続して虚偽記載の公表後、短期間で株価が回復する、あるいはその見込みのケース（オリンパス事件、リソー教育事件等）<sup>21)</sup> では高値取得したことが損害であると捉えることができ、また、(f) 虚偽記載の期間が複数期に跨がる間に投資家が複数回の取引で株式を取得し、株価推移も下落一辺倒ではない事案等のケース（東芝事件）は、5 で検討するとおり、地裁レベルのいくつかの裁判の判断枠組みが高値取得説を採用しているため、高値取得損害説を採るべきである。

第 3 に、上記 (a) ～ (f) 以外のケースについては未だ判例・学説で確立しているとはいえない。（本稿のような場合分けをした上での議論ではないが）、実務では、原告となる投資家の側としては、主位的請求として修正取得自体損害説を、予備的請求として修正高値取得損害説を主張するという主張の立て方を行っていることが参考となる<sup>22)</sup>。なぜなら、次に述べるとおり、このような主張の立て方は合理的で、投資家にとって有利かつ実践的と考えられるからである。

すなわち、(1) 投資家にとっては、取得自体損害、すなわち「虚偽記載がなければ株式を取得しなかった」という取得価額－処分価額又は口頭弁論終結時価額を起点とするほうが、たとえ、同価額より、「経済事情、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」が控除され、あるいは金商法 21 条の 2 第 5、6 項にいう「当該書類の虚偽記載等」による減額がされうるとしても、これらの他事情減額に係る事情が、発行会社（被告）の側

---

21) オリンパス事件（大阪高判平成 28・6・2 金判 1499 号 20 頁。以下「オリンパス事件大阪高判」という）、リソー教育事件（東京高判平成 29・9・25 金判 1530 号 12 頁、東京地判平成 29・3・28 金判 1517 号 23 頁）。

22) 森・濱田松本・証券訴訟 121 頁。

が証明責任を負う事情であり、発行会社が常に証明できるとは限らないことを考えると、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定式により高値取得損害を損害と捉える<sup>23)</sup>、高値取得損害説にたつて虚偽記載がなければ形成されていたであろう市場価額 (想定価額) を算出して取得価額と想定価額との差額を損害としての起点とするよりも<sup>24)</sup>、賠償額が一般的に高額となる可能性が高いと考えられる<sup>25)</sup>。また、(2) 高値取得損害説は、マーケットモデルを用いて算出した修正株価を金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定や、同 5 項の他事情増減の局面で活用することを想定しているが、そのような意図で鑑定意見を裁判所に申請しても、裁判所がそれを証拠として採用するのは極めて限られており<sup>26)</sup>、想定価額の立証が著しく困難であるため、金商法 21 条の 2 第 6 項や民訴法 248 条により裁量的に損害が認定される事例が多く見られる。そうだとすると、修正取得自体損害説を主張することが合理的である。そこで、(3) 取得自体損害が認められない場合あるいは株価回復により原状回復請求が困難になった場合でも、予備的請求である修正値高値取得損害説に依拠することで損害賠償が認められうる。

ただし、以上のように整理しても残された問題がある。例えば、虚偽記載が

---

23) 松尾直彦『金融商品取引法 [第 6 版]』(商事法務、2021) 223 頁、加藤・コンメ 36 頁。

24) 高値取得損害説の難点は、①想定価額を算出することが困難であること、②不法行為に基づく差額説と整合的ではないとの指摘がある。梅本剛正「判批」金法 1955 号 (2012) 59 頁、63 頁。

25) 青木 a) 14 頁、青木 b) 10 頁。

26) マーケットモデル分析は、理論的な「正解」がないことが多いにもかかわらず、技術的で限界もあるため、本筋とは異なる争点が増える可能性が懸念される。オリンパス事件大阪高判は、マーケットモデルは、①変数の選択、②イベントの仕分け、③影響の独立性の点で説得力が欠けると判示し、裁判実務でマーケットモデルが活用されることは予測し難い。青木 b) 12 頁注 31、32、13 頁、森田果「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」東北ローレビュー 3 号 (2016) 29 頁、同「証券訴訟における損害算定」ジュリ 1578 号 (2022) 53 ~ 55 頁も参照。

五月雨式に公表される場合、修正取得自体損害説で相当因果関係に含まない「経済事情、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」（他事情）という枠組み自体からはどの範囲の事情が含まれるのか<sup>27)</sup>、高値取得損害説も、どの範囲が相当因果関係のある損害に該当するのか、また、総体的財産損害説を採っても、実際の市場で上下する株価のうちどの範囲が損害に該当するかは一義的に決まらず、別途に検討して判断されることを要する。

さらに、流通市場での虚偽記載に基づく投資家の損害を有価証券報告書の発行会社に賠償を認めることは、①損害賠償請求をした投資家（株主）と請求をしない（あるいはできない）投資家（株主）とが存在する場合、前者に対して賠償請求が認められると、本来、後者にも持分に応じて平等に帰属するはずの取り分が実質的に前者に移転することになるため、株主間で利益の移転が生じることになる、また、②流通市場での虚偽記載は経営状態が悪化している局面での粉飾決算が要因であることが多く、投資家（株主）の損害賠償請求を認めることは、他の取引債権者や不法行為債権者との間における利益衝突を招くおそれもあること等<sup>28)</sup>、流通市場における損害賠償の在り方から、賠償が認められる範囲は慎重に検討する可能性があるので、投資家側、会社側の代理人とともに上記①②が裁判所の判断に影響を与えうることを考慮して対応策に留意する必要がある。

---

27) ライブドア事件で会社（被告）が虚偽記載と因果関係がないとして減殺すべきと主張した事由である①偽計・風説の流布、②強制捜査、③過剰報道、④提携解消示唆、⑤上場廃止示唆報道、⑥マネックス・ショック、⑦東証システムダウン、⑧東証による上場廃止可能性の示唆、⑨粉飾決算疑惑の報道、⑩経営幹部逮捕、⑪監理ポスト割当て、⑫代表取締役解任が、当該事案では虚偽記載と因果関係があると判断されたことは、他事情に該当するか否かの判断に際して参考となる。青木 b) 14 頁注 37。

28) 加藤貴仁「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 11 巻 (2011) 308、309～310 頁及び同 310 頁注 17 引用の文献、伊藤浩紀「流通市場における不実開示に対する民事責任と発行会社の『過失』について」同志社法学 70 巻 2 号 (2018) 269 頁。

### (3) 損害に関する具体的な主張立証

では、取得自体損害を主張する場合の当事者はどのような主張立証をするのか。

投資家（原告）は、虚偽記載の内容または投資家の投資傾向・取得の経緯等から、虚偽記載がなければ株式を取得することがなかったことを主張し、(a) 当該株式取得に係る取引履歴（虚偽記載に係る事実の公表後に当該株式を取得していない事実を示す取引履歴等）、(b) 機関投資家の場合は、運用基本方針や運用ガイドラインを投資対象とする有価証券を明確に定めている場合は当該運用方針を記載した資料等を証拠として提出することが通常である<sup>29)</sup>。

これに対し、被告（発行会社）は、①虚偽記載の内容または投資家（原告）の投資傾向や取得の経緯から、虚偽記載がなければ取得していないとはいえないこと、また、②投資家（原告）が主張する損害には、虚偽表示と無関係な株価の下落部分（他事情による下落）が含まれていることを主張し、①の主張との関係では、(a) 投資家（原告）が虚偽記載に係る事実が公表された後も当該株式を購入している場合はその取引力を示す資料を証拠として提出する、(b) 虚偽記載が問題となっている当該株式以外の銘柄で、虚偽記載が公表され、あるいは継続企業の前提の注記がされているリスクが高い銘柄を投資家（原告）が株価の反騰を狙って購入していることを基礎付ける資料として、他の銘柄の取引履歴を証拠として提出する、(c) 投資家（原告）が株式を大量に取引しているような場合は、投資家（原告）の投資傾向に関する証拠として有価証券報告書等を提出することも考えられる。また②の主張との関係では、(a) 経済情勢、市場動向に基づく株価の下落を裏付けるものとして、投資家（原告）が主張する値下がりが生じている期間における、日経平均株価・東証株価指数（TOPIX）等の値動きに関する資料、被告（発行会社）が属する業界動向に関

---

29) 森・濱田松本・証券訴訟 122～124 頁。

するレポート、同業他社の株価の状況を示す資料を提出することが考えられ、(b) 被告（発行会社）の業績に基づく下落を裏付けるものとして、業績の実績値及び予想値に関する資料、業績予想の下方修正に関する取引所に提出した開示資料（プレスリリース）等を提出することも考えられる<sup>30)</sup>。

### 3 虚偽記載の存在可能性の公表後に取得した株式に係る損害の有無

発行会社が有価証券報告書等の虚偽記載の可能性がある旨を公表した後に、株式を取得した場合に、株価下落が損害にあたるかという点も発行会社（被告）側にとっては重要な争点となる<sup>31)</sup>。

従前の裁判例は損害には当たらないとするが、その理由につき、大別して、1) 有価証券報告書等に虚偽記載の可能性があり第三者委員会等を設置したとの適時開示情報の公表により、投資家は過年度の有価証券報告書等の記載に誤りがある疑いを認識することができる状態になったといえ、それ以降の株式取得者は、投資家の自己責任による取得であり、株価の反転上昇を期待してあえて株価下落のリスクを引き受けたというべきと認めることができるので、虚偽記載との因果関係のある損害と認定できないとする裁判例（東京地判平成 29・3・28 金判 1517 号 23 頁リソー教育事件及び控訴審である東京高判平成 29・9・25 金判 1530 号 12 頁、福岡地判令和 4・3・10 金判 1642 号 23 頁東芝事件。以下「福岡地判令和 4 年東芝事件」という）と、2) 虚偽記載の可能性の適時開示情

---

30) 森・濱田松本・証券訴訟 124～128 頁。門口正人「有価証券届出書の虚偽記載・金融商品取引法に基づく損害賠償」金法 2106 号 (2019) 61 頁は、第三者の意見書も、評価に重点を置くものよりも、当該業界の状況や同種業態の株価の動きとの比較など客観的なものが重要だとする（ただし民訴法 248 条の適用に関しての記述）。

31) 学説では、虚偽記載の可能性が公表された後の株式の取得について、①投資家が悪意（金商法 21 条の 2 第 1 項但書面）といえるか、②権利を侵害されたといえるか、③虚偽記載と損害との間に因果関係があるのか、④大幅な過失相殺を行うべきかなどの点が問題となることが指摘されている。黒沼・金融商品取引法 244 頁。

報だけでなく、虚偽記載の規模に関する情報を一定程度開示した後に株式を取得した者について、適時開示情報や株価が上昇することを期待して株式を購入したとして、株価下落のリスクを引き受けていたとして損害を否定する裁判例（大阪地判令和 2・3・27 判例時報 2455 号 56 頁、東京地判令和 3・5・13 金法 2175 号 54 頁 [確定]。以下各々「大阪地判令和 2 年東芝事件」「東京地判令和 3 年東芝事件」という）とがある<sup>32)</sup>。

自己責任原則あるいは株価下落のリスクの引受けを正当化するには、虚偽記載の可能性が公表されただけでは十分とはいえ<sup>33)</sup>、発行会社による適時開示の内容が、株価に与える影響の有無および程度を認識できる状態と評価するに足りる情報、すなわち、おおよそ有価証券報告書の虚偽記載の基本事実（粉飾等により影響を受ける項目）とそのおおよその規模の開示を要するというべきである<sup>34)</sup>。有価証券報告書の虚偽記載事件では、虚偽記載に係る情報が徐々に段階的に開示される場合が少なからずある。このような虚偽記載の情報が段階的に開示される場合、虚偽記載の基本事実とそのおおよその規模を認識できる状態と評価することができるに足りるだけの情報がどの時点かを適正に把握し、立証することが肝要である。

---

32) 東京地判令和 3 年東芝事件は、公表の適時開示情報を認識していたことや、同社の株価が上昇することを期待して株式を購入した旨を認定しているのに対し、東芝事件福岡地判令 4 年は、公表の適時開示情報を認識していたか否か、および株価上昇を期待していたか否かまでの認定はしていない。この点、公表の適時開示情報を認識していたか、株式取得の意図につき、個別の認定が必要であったとの批判がある（藤林大地「判批」資料版商事法務 461 号 96 頁）が、自己責任の観点からは、個別の認識や株式取得の意図を認定するまでもなく、虚偽記載と損害との因果関係は否定されよう。東芝事件福岡地判令 9 年については、満井美江「判批」比較法制研究 45 号（2022）125 頁。

33) この段階で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に足りる基本的事実の公表を認めてよいとの見解（三原秀哲「判批」ジュリ 1532 号（2019）99 頁）もある。

34) 温笑侗「判批」ジュリ 1532 号（2019）97 頁、萬澤陽子「判批」リマークス 57 号（2018）84 頁、黒沼悦郎「判批」金法 2169 号（2021）54 頁、湯原心一「判批」リマークス 63 号（2022）84 頁。

## 4 高値分（高上げ額）、ろうばい売り等による損害

虚偽記載の発生後に株式を取得し、発覚（＝公表）時まで継続保有していた投資家が、虚偽記載が公表され<sup>35)</sup>、市場が過剰反応してろうばい売り等により株価が一次的に急落した場合（クラッシュ効果）<sup>36)</sup>、株価下落相当額は虚偽記載と相当因果関係がある損害にあたるとして賠償請求を認めるのが判例・裁判例の考え（西武鉄道事件最判、ライブドア事件最判、オリンパス事件大阪高判、福岡地判令和4年東芝事件）である<sup>37)</sup>。

これに対して、虚偽記載の発生前に株式を取得し、公表時まで保有していた者がろうばい売り等による株価下落について損害にあたるかについては裁判例が分かれている。

オリンパス事件大阪高判は、虚偽記載後に株式を取得した時点で損害が発生した（安値売却損害）との原告（投資家）の主張を前提として、ろうばい売り等による損害として考慮すべき損害は、「虚偽記載という誤った情報提供で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

---

35) 有価証券報告書等の提出会社の内部者ではない投資家にとって、虚偽記載の発覚時＝公表時点であることが通常であると考えられるため、以下では、投資家が虚偽記載を知り得る時期については公表時と表記する。

36) 黒沼・金融商品取引法 240 頁、同『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2006) 151 頁。

37) もっとも、ろうばい売りを含む、クラッシュ型、オーバーシュート型といわれる損害は、内生的な要因で生じる財務計算書類上の粉飾と異なり、外生的かつ一次的な反応に留まることが多く、相当因果関係が認められない「経済事情・市場動向・業績」に近い性質ともいえる。そこで、株価が下落した後、相当程度回復した場合は、保有を継続していた投資家・株主との関係では、相当因果関係が認められる損害とは扱わないとすべきとの指摘がされている。青木浩子「虚偽記載による損害賠償請求における株価回復の扱い」NBL1222号（2022）30頁（以下「青木c」として引用）。

為と結びつく損害とはいえない」として相当因果関係のある損害とは認めなかった<sup>38)</sup>。他方、福岡地判令和 4 年東芝事件は、虚偽記載判明後の株価下落によりその資産を毀損されたことによる損害として相当因果関係のある損害と認めた<sup>39)</sup>。

従来、虚偽記載という不法行為による損害は、観念的には有価証券の取得時点に発生するとの理解が前提とされており<sup>40)</sup>、これと対比して、虚偽記載の発生前に取得した者にろうばい売り等による株価下落につき損害を認めるには、損害の発生時点を有価証券報告書等に虚偽記載のあることを公表した時点とし、損害の発生原因（加害行為）を虚偽記載のあることを公表したこととする法的構成が考えられるが、虚偽記載の公表を加害行為と捉えることはコンセンサスが得られにくく、また、5 で検討する、虚偽記載が複数期に跨がり行われ、投資家がその間に複数回の株式売買を行ったケースにおける損害の取扱いに窮しかねない。

現在の判例・学説は、基準となる数値や時点を客観化して損害を固定・限定しようとする（かつての）考え方ではなく、一定時点以降に発生・拡大・減少しうる損害のうち、どこまでの損害を相当因果関係のある損害と認めるべきかという観点での考え方にシフトし、理解が確立している<sup>41)</sup>。このような観点からは、虚偽表示の発生（開始）後に株式を取得した投資家だけでなく、その発生前に株式を取得した投資家についても、有価証券報告書等の虚偽記載は、

---

38) 争点とされていないが、東芝令和 3 年東京地判も損害を否定する立場に立つ。

39) 東京地判平成 26・10・21 LEX/DB 25522401（粉飾決算の事案）、東京地判平成 28・12・20 判タ 1442 号 136 頁（募集・売出時点で有価証券の市場価額がなくなっていたと評価できる事案）も損害を肯定。加藤・コンメ・404 頁注 27 も参照。

40) ライブドア事件最高裁判決に係る田原睦夫裁判官の補足意見も、虚偽記載等より前から株主は、虚偽記載等との関係で不法行為の直後の当事者となるものでないとする。

41) 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）619、620 頁。青木 b) 2、14 頁。



それが発覚し、公表されるとろばい売りによる株価の下落による損害をもたらす違法行為であり、虚偽記載がないように配慮すべき注意義務を負う発行会社が注意義務に違反して虚偽記載に及んだことを加害行為と捉え<sup>42)</sup>、ろばい売による株価下落の損害と当該行為との間に相当因果関係を認めることは可能であり、そのような処理がされるべきである。

そもそも西武鉄道事件最判は、虚偽記載の公表の前後を問わず、虚偽記載に起因しない市場価値の下落分については損害から控除すべきとしつつ、ろばい売りによる株価の急激な下落も虚偽記載と相当因果関係のある損害に含まれると判示し、論理的には虚偽記載の公表前に株式を取得した者もろばい売り等による株価下落について損害が認められることを否定していないと評価する。したがって、ろばい売り等による株価下落は、虚偽記載の発生前に取得した者にも、損害をもたらすものとして相当因果関係を認めた上で、後は民法248条を適用して相当な額を認定することで妥当な解決を図るべきである。

## 5 株価の回復のケース（下落後に回復した後にさらに反転する等）

さらに、虚偽記載の公表後、比較的短期間のうちに公表前の水準に回復し、その後反転するような（株価が予想し難い経路を辿り株価が上下する）ケースや、虚偽記載が複数期に跨がりその間に投資家が株式の売買を繰り返したケースでの損害額をどのように算定するかという難問も検討する必要がある。

理論的には、(a) 取得時に損害を被るのであるから、それが実現した段階以

---

42) 東京高判平成21・3・31（西武鉄道事件）、オリンパス事件高判、福岡地判令和4年東芝事件の説示参照。なお、この法的構成は会社（法人）の不法行為を肯定することが前提となる。紙幅の関係等で本稿では検討しないが、筆者は、危険責任・報償責任を定める法人の不法行為の性質に照らし、開示書類の作成・承認・公表に関して一定の権限を有する役員等に故意・過失がある場合に不法行為責任を肯定してよいと考える。さしあたり、伊藤・前掲注28）342～346頁参照。

降は、たとえ株価が上昇しても、それを損害額には反映させない（損害から控除しない）とする考え方と、(b) 上昇した場合には損害が減少し、取得価額まで達した時点で損害は零となるとする対極的な考え方があり、その中間に、上昇の事情によって損害に反映させるか or 反映させないかを区分すべきとの考え方等もありうるが<sup>43)</sup>、学説は結論・理由づけとも区々であり、確立した理論や判断枠組み等は確立していない。また、裁判例で争点として争われたものは殆どなかった<sup>44)</sup>。

しかし、当該争点に対して東京地判令和 3 年東芝事件とそれを参照して判断枠組みを提示したと思われる福岡地判令和 4 年東芝事件が一定の判断枠組みを示したことが注目される。

東京地判令和 3 年東芝事件は、損害論につき、(1) 一般論として、①損害につき差額説をベースとして、賠償額の算定時、すなわち口頭弁論締結時から回顧して、対象となる期間中の取引を総体として評価として、虚偽記載と相当因果関係にあるものとする、②虚偽記載があったとしても株式を取得していた蓋然性が高い場合、虚偽記載と相当因果関係がある損害は、基本的には高値分（高上げ額）とろうばい売り等から生じる損害であるが、③正確な認定が困難なので民訴法 248 条を適用する、(2) 虚偽記載の発覚前後の株価の下落のうち、虚偽記載と相当因果関係のある株価の下落の範囲は、虚偽記載に起因する株価下落の期間内における下落と近似するので、当該下落分を把握するが、①取得価額につき虚偽記載と無関係な要因につき修正する（虚偽記載の始期の株価より取得価額が低い場合は低い額による）必要があるほか、②損害は差額説の見地から、賠償額算定時＝口頭弁論締結時から回顧して把握する、③投資家が虚偽記載により被った損害は賠償額算定時＝口頭弁論締結時から回顧して把握すべ

---

43) 青木 b) 4 頁注 8～10 で引用する文献。

44) 従前の下級審裁判例は、損害額算定の過程で上記の問題に間接的に触れる例が幾つかあるに留まっていた。青木 c) 27 頁注 4 の裁判例を参照。

きであるから、処分価額が虚偽記載に起因する株価下落の終期価額より高い場合、処分価額を基準に損害とする(処分価額>終期価額の場合は処分価額)、(3)市場要因による株価の下落分、下落期間の後に生じた要因による下落は、高値分とろうばい売り等から生じる損害の認定には考慮しない、(4)虚偽記載は、最新の有価証券報告書等に係るものに限られず、以前の有価証券報告書等にかかるものも含まれ、取得時期からどの程度前のものか、虚偽記載の内容・程度により影響度は変わり得るので、取得時期等に応じた調整を行うという枠組みを判示した。

福岡地判令和4年東芝事件も、損害論につき、(1)一般論として(差額説には言及せずに)、高上げ額とろうばい売り等から生じる損害は、虚偽記載と相当因果関係があるとし、(2)虚偽記載と因果関係が認められる高上げ額とろうばい売り等から生じる損害は、虚偽記載が発覚して株価が下落の過程で間接的に把握されるとし、虚偽記載の発覚前後の株価下落のうち、高上げ額およびろうばい売り等の額が範囲されたと認められる期間(始期と終期)を設定し、①その後、虚偽記載部分と相当因果関係のある株価の下落期間内で、虚偽記載と無関係の要因で下落した分の有無を考慮(損害額に不参入)すべきであるが、②高上げ額とろうばい売り等から生じる損害がどの程度反映されるかを正確に把握することは性質上極めて困難であるため、民訴法248条を適用して相当な損害額を認定する、③取得価額が始期の価額よりも高額な場合は、差額は虚偽記載と無関係に上昇し、始期の価額よりも低額な場合も虚偽記載と無関係に下落したものであるから、いずれも、虚偽記載と相当因果関係のある損害ではない、また、④原告の損害は口頭弁論終結時を基準に現実化したものに限られるから、処分価額>終期価額の場合は処分価額を基準として損害額を算定する、(3)虚偽記載と無関係に下落した部分については、類似業種企業の株価推移の共通性・その株価の下落率を参考にした修正をし、(4)損益の逆転をもたらす程度の虚偽記載ではなく、直近の財務情報のほうが株価に与える影響が大きいことを考慮して取得時期に応じた調整を行うという枠組みを判示した。

東京地判令和 3 年東芝事件と福岡地判令和 4 年東芝事件とで共通する基本的な判断枠組みは、(1) 損害の一般論につき高値取得損害説に立って、(2) 始期と終期とを定めてその期間内の下落を虚偽記載と因果関係を認めて損害と認定し (因果関係の認められる期間の決定)<sup>45)</sup>、(3) (2) で認定される損害から、虚偽記載に起因する株価の上昇分や<sup>46)</sup>、虚偽記載と無関係な要因による下落分を控除し (他事情による減殺)、さらに (4) 複数期にまたがって株式を取得しているケースでは、株式を取得した時期に応じた調整を行い (取得時期に応じた調整)、損害を認定する手法と整理・要約することができる。相当因果関係論に整合的な総体財産損害説に親和的で説明がしやすく、他事情減額も取得時期に応じた調整も含めて全体を相当因果関係という観点から認識するというアプローチと理解することができよう<sup>47)</sup>。

もっとも、このような判断枠組みは、①相当因果関係が認められる範囲を、高値損とろうばい売り等に限定して始期と終期を定めた期間に限定することの適否、②相当因果関係概念と、差額説や損益相殺等の民法の基本概念的との関係が明確ではないため、当事者の主張次第で同じ内容が別個のものとして重複して評価される等、区々になる可能性がある等、基本的な点で疑問があり<sup>48)</sup>、同判断枠組みを踏襲する場合も、これらの問題を精査することが求められる。また、同判断枠組みを採るとしても、相当因果関係の期間である終期を過年度決算訂正作業の終了と有価証券報告書等の公表時とするか、さらに一定期間を

---

45) 大阪高判平成 28・6・29 金判 1499 号 20 頁、大阪地判平成 27・7・21 判時 2283 号 92 頁、東京地判平成 29・2・24LEX/DB25553647 (セラーテムテクノロジー事件判決) も同じ枠組みを採る。青木 c) 29 頁。

46) 虚偽記載と相当因果関係のある値上がりは、逆粉飾や、ろうばい売りを除くと比較的稀とされる。

47) 青木 c) 30 頁。

48) 取得自体損害説、高値取得説を相当因果関係で各々修正した際も、これと通底する趣旨の指摘がされていた (神田・前掲注 12) 313 頁)。

付加するか<sup>49)</sup>（過年度決算訂正作業の終了の公表および有価証券報告書等を公表すれば、その影響が市場価格に直ちに織り込まれると捉えるか、さらに一定の期間を要するかと捉えるか<sup>50)</sup>、市場要因での控除割合、取得時期ごとの控除割合をどのように合理的に説明できるかを精査し、かつ投資家、会社の各々の立場で有利になりうる主張を組立てるべきである。

## 6 複数の売買を行う場合における賠償対象となる株式の特定方法（又は損害賠償の範囲の画定）

虚偽記載の発生前と発生後の双方に跨がり複数回の取引で株式を取得した投資家が、虚偽記載の発覚・公表前に株式の一部を処分していた場合、虚偽記載の発覚・公表時に保有していた株式の内訳をどのように特定するか<sup>51)</sup>。株式の取得価額が異なり、株主は公表前に取得した株式の一部を売却する場合等に、株主が売却した株式の原価や公表時点で保有している株式の取得価額を算定する上で問題となる。

損害賠償の対象となる株式の特定方法として、大別して、1) 個々の取引ごとの損害の有無・損害額を評価する立場を採り、原則として個々の取引の取得と処分の対応関係を立証すべきであるが、それが困難な場合は、先入先出法（早い時期に取得した株式から順に処分したものとして擬制して賠償対象となる株

---

49) これらが公表されるとその影響が市場価格に直ちに織り込まれると捉えるか否かである。

50) 虚偽記載に係る公表事実の市場への織込みは、①金商法 21 条の 2 第 3 項が 1 か月と規定していることや、②オリンパス事件大阪高判、東京地判平成 27・3・19 判時 227 号 129 頁等を参考として、1 か月程度を目安とすることも考えうる。

51) (a) 虚偽記載の発生後であるが発覚・公表前と、(b) 虚偽記載の公表後とに株式を取得し、公表後に一部の株式を処分し、残りは口頭弁論終結時まで保有していたところ、口頭弁論終結時には株価が回復して賠償が否定される場合に、処分された株式が (a)、(b) のいずれの株式かも問題となりうる。藤林・前掲注 32) 96 頁。

式を特定する方法) を採るとする見解があり、これとは別に、2) 個々の取得と処分の対応関係ではなく、一定期間内の取引を総体として把握して損害の有無・損害額を評価する立場を採り、総平均法 (損害賠償請求の対象期間の末日時点の保有株式数について、同期間の期首時点の保有株式数と同期間中の取得株式数で案分することにより算定対象株式の数量を求める方法)、あるいは移動平均法 (株式を取得する度に直前に取得した株式と新規に取得した株式との合計で平均を算定することにより賠償対象となる株式を特定する方法) を用いる見解とがあると考えられる。訴訟実務では原告が先入先出法を、被告が総平均法を主張することが多い。

先入先出法を採用した裁判例として、東京地判平成 24・6・22 金判 1397 号 60 頁 (アーバンコーポレイション事件)、東京地判平成 29・2・24LEX/DB25553647 (セラーテムテクノロジー事件)、東京地判平成 30・2・19 判時 2374 号 56 頁 (プロデュース事件) 等がある。

取得者にとって、個々の取引毎に損害が生じているとみることができ、先入先出法を前提に取得株式と処分株式又は保有株式との個別の対応関係が主張立証されている場合は<sup>52)</sup>、当該対応関係を前提として損害を算定するというのが 1) の論拠である。

総平均法を採用した裁判例として、東京地判令和 3 年東芝事件、福岡地判令和 4 年東芝事件がある。東京地判令和 3 年東芝事件は、総平均法を採用する論拠として、取得および処分が持分割合の増減として把握されるにすぎないという振替株式の性質を重視し、福岡地判令和 4 年東芝事件は、両当事者ともに株式特定方法に関する主張をしていない事案で裁判所が民訴法 248 条に基づく相当な損害の認定に際して総平均法を採用した。

---

52) 虚偽記載の公表まで株価が上昇傾向の場合は先入先出法、株価が下落傾向の場合は先入後出法を投資家に認めることは投資家側にとっては有利であるが、恣意的に損害の算定方法を選択的に認めることに繋がりがねないことに留意が必要である。

先入先出法も総平均法も、個々の株式の取得と処分を厳密に対応させることができない場合の擬制的な特定手法であるという意味で共通し、どちらの方法にも合理性があると考えられるが、取得および処分が持分割合の増減として把握されるにすぎないという振替株式の性質を重視するならば<sup>53)</sup>、総平均法が適正であろう。もっとも、裁判所は民訴法 248 条を適用して相当な損害額を認定する際に、裁量でどちらの方法を採用してもよいと解される。

なお、金商法 19 条 1 項の額を限度額とする同法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償請求が可能な額は、同条 3 項の額について損害賠償請求がなされた場合、5 項又は 6 項に基づく減額後の額が限度額を上回っているかの判断を経て決定されると解されているが<sup>54)</sup>、有価証券の取得・処分を複数回行っている場合、5 項又は 6 項に基づく減額後の額が限度額を上回っているかを判断する際に、限度額につき、投資家が行った各取引について算出して判断する方法（個別比較法）と投資家が行った複数の取引を総合して限度額を算出して判断する方法（総額比較法）とがあり<sup>55)</sup>、ライブドア事件最判（平成 24・3・13 前掲）は、①総額比較法により請求可能額を算定することは発行者に過大な賠償義務を負わせることにはならないこと、②投資家による有価証券の取引は複数回にわたりことが通例であるのに、金商法 21 条の 2 の下では、投資家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、個々の取引ごとに請求可能額を算定すべきことを窺わせる文言がないこと、③複数回にわたり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

---

53) 振替株式制度では個別取引は帳簿上の口座振替にすぎず、個々の取得と処分とを紐付けて対応させることは振替株式の性質とは適合しないか、あるいは殆ど意味がない。武藤・前掲注 12) 370 頁。

54) このような解釈が通説とされている。黒沼・太田・掲注 16) 174 頁 [荒達也]。加藤・コンメ 381 頁注 70。

55) 加藤・コンメ 381～383 頁、飯田・金融商品取引法 169 頁。

とも少なくないと見られること等を理由に、「個々の取引ごとの取得と処分との対応関係が特定され、取得額及び処分額につき具体的な主張立証」がなされていない場合には、総額比較法による算定をすることを認めている。

上記のような、有価証券の取得・処分を複数回行っているケースで金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償請求が可能な額を算出する場合の総額比較法の判断枠組みを参照することも考えられよう。

## 7 金商法 21 条の 2 第 5・6 項の減額抗弁

有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償請求においては発行会社の責任の成立を一般的に制限することはこれまでの判例・裁判例の趨勢に照らすと認め易いとはいえない。そこで発行会社の側としては、損害額がいったん認定されることを見据えて、そこから金商法 21 条の 2 第 5、6 項による減額の抗弁により巻き返すことが堅実で手堅い防御方法であり（他方、投資家側は減額の抗弁の成立を阻害する立証活動が必要となる）<sup>56)</sup>、さらに損益相殺又は過失相殺による減額を重ねて主張することも有用であろう。

金商法 21 条の 2 第 3 項を前提とする同条第 5、6 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以外の事情」とは、虚偽記載と相当因果

---

56) 減額抗弁を主張するに先立ち、(1) 虚偽記載の「重要事項」を争うこと—具体的には、(a) 内部者取引等での軽微基準に該当する内容は公表しないことが認められており、これに係る虚偽記載は投資家保護をする必要がない、(b) 財務比率分析で重要性を決定するのではなく、財務諸表から合理的に推測される企業の健全性のイメージと実態とのズレの程度が決定的とはいえない場合、赤字を黒字のように見せかける場合は重要だが、黒字の程度を大きく見せかけるだけなら重要とはいえない、(c) 虚偽記載が行われた態様という主観的事由は重要性の認定には考慮すべきではない、(d) 訂正報告を要する内容は金商法 21 条の 2 の重要性よりも広く、訂正広告があったことだけで虚偽記載と認定すべきではない等を主張立証して重要事項の認定を妨げることを優先し（詳細は本稿では扱わない）、(1) の次にあるいは (1) と合わせて (2) 減額抗弁を主張立証するのが有用であろう。



関係のない事実をいう。一般的な経済状況の変動や発行会社の業績の悪化により市場価格が下落したと発行会社が立証できた場合は、当該発行会社の虚偽記載と相当因果関係のない下落に該当するから控除の対象になると解される<sup>57)</sup>。逆にいうと、「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」は、高値取得損害説の値下がりに限られず、有価証券報告書の虚偽記載と相当因果関係のある値下がりすべてを含み、虚偽記載の発覚後に通常予想される事態によって生じた値下がりは含まれるとされる（西武鉄道事件最判。ライブドア最判も参照）。

また、金商法 21 条の 2 第 3 項によらない場合（民法の不法行為責任に基づく損害賠償請求の事案）でも、同条は、民法の不法行為責任の特則として、金商法が規定する開示義務に違反して開示書類に虚偽記載をした者が有価証券を取得した者に対して負う損害賠償責任を規定しており、3 項によらない場合でも民訴法 248 条の適用は妨げられないから<sup>58)</sup>、民訴法 248 条を適用して減額が認められうる。

金商法 21 条の 2 第 5 項が規定する減額の抗弁が認められるためには、①虚偽記載によって生ずべき値下がり以外の事象の存在、②当該事情と損害との因果関係、③当該損害の額をいずれも賠償義務者（発行会社）が立証する必要がある<sup>59)</sup>。①は具体的には、⊖損害額の推定の基礎となる期間中に生じた事由による業績悪化を反映した下落額、⊖虚偽記載の対象となった有価証券と日経平均等の指標や発行者が属する業界全体に影響を与える事実と関連して生じた

---

57) 飯田・金融商品取引法 152 頁、黒沼・金融商品取引法 241 頁。加藤・コンメ 311 頁は、法 19 条 2 項の減額は、請求権者が全額の賠償を受けることが抑止機能の政策目的を劣化させるほど、不当であると評価される場合に限り認めるべきとする。

58) III 事件最判（最判平成 30・10・11 民集 72 卷 5 号 447 頁）の深山裁判官補足意見を参照。

59) 民訴法 248 条を適用する場合も他事情により値下がりが生じたことの本証は発行会社側にあり、立証責任の所在が変わるわけではない。得津晶「判批」金法 2121 号（2019）62 頁（ただし金商法 19 条に関する記述）。

下落額、㊦虚偽記載と同時に公表された事実による下落額等である。株価下落に他の事情も寄与している事案で、㊥の他事情と損害との因果関係の要件を立証するには、虚偽記載の「重要事項」の判断における争い方と同様の観点から検討することが有用と考えられる。

金商法 21 条の 2 第 6 項の減額の抗弁は、5 項の抗弁の要件事実である㊥を証明することは困難なことが多いと考えられることから、当事者間の公平を図るため、5 項の反証に完全には成功しなかった場合でも、㊥㊦を賠償義務者（発行会社）が立証した場合に、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、裁判所が相当な額の認定ができる旨の規定である<sup>60)</sup>。

従前の裁判例で減額を認めた主要な裁判例として、㊥東京地検の強制捜査、社長等の逮捕、東証社長による上場廃止の可能性の示唆等がされた事例で、原審の判断を是認したライブドア事件最判（原審・東京高判平成 21・12・16 金判 1332 号 5 頁は強制捜査など一連の事情は、大規模粉飾決算には通常起こりうる事態であり減額すべき事情に当たらないが、新聞報道の中には、有価証券報告書の虚偽記載に関するもの以外のものがあって、その部分は「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」と認めることが相当であるが、どの程度損害が生じたかを認定する証拠がないとして 6 項により 1 割を減額。1 審・東京地判平成 20・6・13 判時 1297 号 42 頁は 3 割を減額した<sup>61)</sup>、㊦虚偽記載の事実の公表と民事再生手続開始申立てが同日に行われた事例で、当該民事再生手続開始申立てによる株価の下落につき減額を認めたアーバンコーポレイション事件最判（原審・東京高判 22・11・24 金判 1409 号 25 頁は

---

60) 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）37 頁、160 頁。なお、加藤・前掲注 27）341～342 頁、加藤・コンメ 372 頁も参照。

61) その他、東京地判平成 21・5・21 判時 2047 号 36 頁、東京地判平成 21・6・18 判時 2049 号 77 頁は 3 分の 2 を各々減額。

減額を否定、1審・東京地判平成22・3・9金判1409号32頁は2割を減額した)<sup>62, 63)</sup>、③虚偽記載の事実の公表日の前1か月以内に代表取締役が解任された事例で、当該代表取締役の解任による株価の下落につき2割の減額を認めた、オリンパス事件（東京地判平成27・3・19判時2275号129頁）、④虚偽記載の事実と業績予想の下方修正が同日に公表された事例で、当該業績予想の下方修正による株価の下落につき5割の減額を認めたIHI事件（東京高判平成29・2・23資料版商事法務402号61頁）がある<sup>64)</sup>。

## 8 結びに代えて

有価証券報告書等に虚偽記載がある場合に投資家による発行会社に対する損害賠償請求訴訟での損害論に関する主要な争点について、まだ流動的な部分はあるものの、現在の判例・裁判例および実務の状況は以上のとおり整理される。

ところで、近年、コーポレートガバナンスやESG要素を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティ）に注目が集まり、有価証券報告書等で開示すべき事項が充実する中で、非財務情報（記述情報）に関する虚偽記載の有無に

---

62) 民事再生手続を申立てし（その後破産手続きに移行して破産）、上場廃止となった影響につきプロデュース事件は、虚偽記載の公表日から値幅制限撤廃までに約99.5%下落したことを指摘し、公表日から最終取引日における日経平均株価の下落率が35.8%であることを対比して、虚偽記載と株価の評価額が零になったこととの間の相当因果関係を認めた。

63) その他、東京地判平成22・1・12判タ1318号214頁は8割、東京地判平成22・3・26金判1903号115頁は7割を減額。

64) 加藤・コンメ378～379頁。虚偽記載と業績予想の修正との間には、因果関係があるとは考えられず、どこまで具体的に減額できるかは理論的根拠が薄弱であるが、虚偽記載のみの影響を測ることは極めて困難であるため、裁判所が相当な金額を認定することは是認できるとされる。日本取引所金融商品取引所研究10号（2018）飯田秀総105頁、湯原心一「判批」金判1573号（2019）6頁。

も注目が集まり、証券取引等監視委員会が、非財務情報である開示布令による「コーポレート・ガバナンスの状況」に関する情報に関して、虚偽記載があるとして課徴金納付命令の勧告を発出した事例<sup>65)</sup>や、役員区分ごとの報酬等の総額開示だけでなく、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類の報酬等の額の個別開示が義務付けられている中で、未払報酬額を記載しないことが虚偽記載に該当するとした裁判例（東京地判令和 4・3・3 資料版商事法務 458 号 123 頁）も登場しており<sup>66)</sup>、非財務情報の虚偽記載も関係者の関心を集めている。財務情報の虚偽記載と異なり、非財務情報には様々な異なるレベルの情報が含まれている。

企業内容等ガイドラインでは<sup>67)</sup>、「サステナビリティに関する考え方及び取組」や「コーポレート・ガバナンスの概要」の記載に際して、有価証券届出書に記載した上で、当該記載事項を補完する詳細な情報について、提出会社が公表した他の書類を参照する旨の記載を行うことができること、また、参照先の書類に虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があっても、当該書類に明らかに重要な虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があることを知りながら参照していた場合等当該書類を参照する旨を記載したこと自体が有価証券届出書の虚偽記載等になり得る場合を除き、直ちに有価証券届出書に係る虚偽記載等の責任を負うものではないことが書かれており（ガイドライン 5-16-4）、少なくとも、「サステナビリティに関する考え方及び取組」や「コーポレート・ガバナンスの概要」の記述それ自体に虚偽記載がある場合と、参照先の情報に虚偽記載があった場合とで異なる取扱いが求められることは明白である。これらを含めて、どのような基準で虚偽記載を判断するのか、改めて理論面での検討が求められるであろう。今後の研究課題として検討していきたい。

---

65) 証券取引等監視委員会令和 2 年度版「開示検査事例集」（2020. 8. 7 公表）[事例 8]。

66) 課徴金納付命令の勧告の発出につき、前掲注 65) [事例 9]

67) 2023 年 1 月 31 日公布・施行された改正「企業内容等の開示に関する内閣府会」