

## 論 説

## 西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について

黒 沼 悦 郎

- I はじめに
- II 事実の概要と判決の結論
- III 判決の検討
- IV おわりに

## I はじめに

有価証券報告書の虚偽記載に基づいて形成された市場価格で当該有価証券を取得した投資者が、有価証券の発行者やその役員に対して、金融商品取引法違反または不法行為を理由として損害賠償を請求する訴訟が増えている。平成16年10月に有価証券報告書等の虚偽記載が発覚し同年12月に上場廃止となった西武鉄道株式会社については多数の訴訟が提起されており、損害額の認定について地裁レベルでは、虚偽記載の事実の公表の直前の市場価格と各投資者の売却価格との差額を損害額とするもの<sup>(1)</sup>と、投資者の取得価格と売却価格との差額を損害額とするもの<sup>(2)</sup>に分かれていた。

---

(1) 東京地判平成20年4月24日金判1293号42頁、東京地判平成21年1月30日金判1316号34頁。

(2) 東京地判平成21年1月30日金判1316号52頁、東京地判平成21年3月31日金判1316号22頁。

そのようななか、東京高等裁判所は、損害額を虚偽記載の事実の公表の直前の市場価格の15パーセントに限定する注目すべき判決を平成21年2月<sup>(3)</sup>26日および同年3月31日<sup>(4)</sup>に下した(以下、それぞれ第1事件、第2事件という)。筆者は、第1事件の1審判決について判例研究を公表しているが、東京高裁の両判決は、当該判例研究では論じなかった問題点を指摘して新判断を示している。両判決は、部および裁判官が異なるにもかかわらずほぼ同様の判断を示しており、今後の裁判の方向性を決定づける影響力があるものと思われる。そこで本稿は、これらの判決(以下、「本判決」という)に検討を加えることを目的とする。

なお本稿では、問題点を明確にするため、虚偽記載と因果関係のある損害とはなにか、その損害をどのように金銭評価するかという損害賠償理論に関する部分に限って検討することとし、各被告の責任の有無を判断した部分は検討の対象から除外している。

## II 事実の概要と判決の結論

### 1 事実の概要<sup>(5)</sup>

西武鉄道(被告)は、その発行する株式を昭和24年以来、東京証券取引所に上場していたが、昭和32年3月以降に提出した有価証券報告書および半期報告書(以下、有価証券報告書等という)以降、平成16年3月期まで、コクドが所有する西武鉄道株式の数について、コクドが自社名義で所有する株式の数のみを記載しコクドが他人名義で所有する株式(名義株)を除外し、過少に虚偽の記載をしていた。その結果、真実は、コクドが西武鉄道の発行済株式総数の過半数を有していた親会社であったにもかかわらず

---

(3) 東京高判平成21年2月26日金判1313号26頁。

(4) 東京高判平成21年3月31日金判1316号2頁。

(5) 以下では、第1事件・第2事件判決で認定された事実の概要を、本稿の関心(虚偽記載と因果関係のある損害)に関する限りで要約して紹介する。

ず、有価証券報告書等の上ではコクドの所有割合は50%を下回って記載されていた。また、西武鉄道は、平成12年3月期から平成16年3月期までに提出した有価証券報告書等においても、プリンスホテル（被告）が所有する西武鉄道株式の数について、プリンスホテルが自社名義で所有する株式の数のみを記載し、名義株を除外することにより虚偽の記載をしていた。

東京証券取引所は、昭和57年10月1日、株券上場廃止基準を改正して、少数特定者持株数が上場株式の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という少数特定者持株基準を設けた。しかし、西武鉄道は、上記のように有価証券報告書等を記載していたため、実際には、少数特定者持株数が、平成16年3月末まで、一貫して上場株式数の80%を超えていたのに、有価証券報告書等の記載に基づき計算した場合には常に80%を下回っていた状況にあった。

その後、株券不発行制度が導入されると名義株の存在や有価証券報告書等の虚偽記載を明らかにせざるを得なくなることが西武鉄道の社内で問題となり、最終的に、西武鉄道は、平成16年10月13日、関東財務局長に対し、コクドおよびプリンスホテルの名義株の存在が判明したとして、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訂正報告書を提出した。

これを受けて東京証券取引所は、同日、西武鉄道の株式分布状況を審査したところ、上場廃止基準2条1項2号a(a)関係（少数特定者持株数が80%を超えたため）に該当することが判明したとして西武鉄道株式を猶予期間入り銘柄とし、同株式が同項11号a（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）の前段に該当し、かつ、同第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）に該当するおそれがあるとして、同株式を監理ポスト（上場廃止となるおそれがある銘柄についてその事実を投資者に周知させるため割り当てられるもの）に割り当ててことを決定、公表した。

東京証券取引所は、平成16年11月16日、西武鉄道株式が上場廃止基準2

条 1 項11号 a および同項16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し、同株式は、同日、上場廃止となった。西武鉄道株式の東京証券取引所における株価は、有価証券報告書等の虚偽記載が公表された平成16年10月13日が 1 株1081円（当該公表前に同日の取引は終了していた）、上場廃止決定のあった同年11月16日が 1 株268円、最終取引日の同年12月16日が 1 株485円であった。

その後、西武鉄道を含むグループ企業の再編において、平成18年 2 月 1 日に西武鉄道がその事業の一部をプリンスホテルに承継させる会社分割、同月 2 日に西武鉄道がプリンスホテルの完全子会社となるための株式交換、同月 3 日にプリンスホテルが西武ホールディングスの完全子会社となるための株式移転が行われたことから、西武鉄道の株主は、その所有していた西武鉄道株式 1 株について西武ホールディングスの株式 1 株を所有することとなった。

## 2 訴訟の経緯

第 1 事件の原告は、昭和60年 3 月から平成16年10月13日までの間に西武鉄道株式を取得した一般投資家であり、第 1 事件の被告は、西武鉄道、プリンスホテルのほか、両社の代表取締役であった A、西武鉄道の代表取締役であった B、および同じく代表取締役であった者の相続人である C である。第 2 事件の原告は、昭和62年 5 月から平成16年10月 7 日までの間に、信託財産として西武鉄道株式を取得し、同月13日の時点で保有していた同株式全部を、同株式の上場廃止までに売却した機関投資家である。

第 1 事件の 1 審判決は、原告のうち西武鉄道株式の上場廃止までに同株式を売却した者<sup>(6)</sup>（処分原告）との関係において、西武鉄道、プリンスホテル、代表取締役 A～C の不法行為責任を認め、1 株につき虚偽記載の事実の公表直前の市場価格である1081円と売却価格との差額分の損害につい

---

(6) 東京地判平成20年 4 月24日金判1293号42頁。

て、被告らに損害賠償を命じた（Cについては賠償責任を負うべき原告の範囲を限定）。原告のうち西武鉄道株式を売却せず口頭弁論終結時において西武ホールディングス株式を所有している者（保有原告）については、口頭弁論終結時において西武ホールディングス株式の価格が1株1081円を下回っているとは認められないとして、請求を棄却した。第1事件では、原告・被告の双方から控訴がなされた。

第2事件の1審判決は、原告がその主張するよう<sup>(7)</sup>な損害を被ったとは認められないとして請求を棄却したので、原告が控訴した。

### 3 判決の結論

第1事件判決は、1審判決を変更し、処分原告との関係において1株につき160円の損害額を認定し各被告に損害賠償を命じたが、保有原告の請求は棄却した。第2事件判決は、1審判決を変更し、1株につき1081円の15%の範囲で請求を認容した。

なお、判旨はⅢ（判決の検討）に適宜掲げることとする。

## Ⅲ 判決の検討

### 1 取得自体損害説の否定

#### （1）差額説との関係

西武鉄道の有価証券報告書の虚偽記載の内容は、長年に亘り大株主の所有株式数を過少に記載していたというものであり、もし当初より真実の情報を開示していたら、原告投資者が西武鉄道株を取得するよりも前に、同株式が上場廃止となっていた可能性が高いという点で、特殊な事案である。このように、虚偽記載がなければ投資者が当該有価証券を取得していなかったであろうと認められるときは、不法行為における財産的損害につ

---

(7) 東京地判平成20年4月24日金判1293号70頁。

いての通説である差額説の帰結は、当該有価証券を取得しなかった利益状態と当該有価証券を取得した利益状態の差であるから、差額説による損害は、有価証券の取得価格と現在の価格、もしすでに処分している場合は処分価格との差額となると考えられる<sup>(8)</sup>。すなわち、有価証券の取得自体が虚偽記載と因果関係のある損害であり、原告を有価証券を取得する前の状態へ復旧させるように原状回復的な損害賠償が原告に与えられるべきであると筆者は考えている<sup>(9)</sup>。

西武鉄道事件においてこのような原状回復的な損害賠償を認めたのが、東京地判平成21年1月30日(金判1316号52頁)および東京地判平成21年3月31日(金判1316号22頁)である。1月30日判決は、原告の資産を運用する信託銀行は西武鉄道の有価証券報告書等に虚偽の記載がされていることが明らかになっていれば、上場廃止となるような同株式の買入れを事務受託者に指図することはなく、受託者が同株式を買入れることもなかったと認められるから、その代金相当額の損害を被ったものと認められるとする。そして、信託銀行の指図に基づき事務受託者が平成16年11月1日から同月11日までの間に西武鉄道株式を売却して得た売却代金は損害から控除すべきであるが、不法行為がなければ西武鉄道株式を買入れることはなく、したがって、買入価格から1081円までの株価の下落分の損失を被ることもなかったのであるから、この下落分を損害から控除すべきものとはいえないとする。3月31日判決は、原状回復的な損害賠償と差額説との関係を、より明快に、次のように述べている。

「不法行為に基づく損害賠償において、賠償の対象となるべき損害は、その不法行為がなかったと仮定した場合の利益状態と、不法行為があった

---

(8) 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討(中)」商事法務1839号23頁(2008年)。

(9) 黒沼・前掲(注8)24頁。原告の保有有価証券の現在の価格または売却価格を損害から控除すべきことは当然であるので、誤解を避けるために拙稿では「取得自体損害説」という語は用いず、「原状回復的な損害賠償」という語を用いたが、両者は同じ意味である。

ことによる現実の利益状態との差であると解するのが相当である。

これを本件についてみると、仮に、被告西武鉄道の有価証券報告書等に上記虚偽記載がなく、コクド所有の西武鉄道株の数が有価証券報告書等に正確に記載されていれば、西武鉄道株は上場廃止となっていたはずであり、したがって、原告らが西武鉄道株の株価変動結果を甘受すべき地位に立たされることはなかったはずである。」

同判決は、差額説に立つことを明らかにしつつ取得自体損害説を否定した第1事件1審判決と著しい対照をなしている。

## （2）本判決の考え方

これに対し、本件判決は取得自体損害説を否定した。第1事件判決は次のようにいう。

「西武鉄道株式は、昭和24年に東京証券取引所に上場されて以来平成16年12月17日に上場廃止されるまで継続して上場され、昭和57年に少数特定者持株数基準が導入され、以後上場廃止基準に抵触する状態になったとしても、長年にわたり株式市場で売買され流通してきたものであり、かつ、有価証券報告書等の虚偽記載事項は、株主の構成に関するものとどまり、貸借対照表や損益計算書等の会社の収支や資産価値に直接かかわるものではなかったのであり、虚偽記載公表後、虚偽記載行為の発覚により生じることのあるべき減価が生じるまでは、それによる影響を受けることなく処分することも可能であったというべきであるから、1審原告らは、支出に相応した西武鉄道株式を取得したものといわざるを得ないのであり、これは西武鉄道株式取得時の利益状態とみるのが相当であり、また、1審原告らは、市場取引を通じて西武鉄道株式を取得したものであって、取得行為自体に瑕疵があったものでもないから、取得自体を損害と解することはできない。」

判旨が、西武鉄道株式取得時の利益状態は支出に相応した株式を取得した状態であるとしているのは、差額説を前提として取得時に差額説による

損害が生じていないことを説明しようとするものであろう。第 2 事件判決も、取得に相応した株式を取得したことが株式取得時の利益状態であり、損害賠償理論における差額説の立場において、違法行為の前と後における各利益状態に有意な差異を見出すことはできないとしている。

しかし、虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったであろうという原告の主張を退けるためには、虚偽記載がなくても原告が当該有価証券を取得したであろうことを認定しなければならないのであって、そもそも、取得時に支出に相応した株式を取得したことを示すだけでは足りないのではないだろうか。さらに、本判決も、(第 2 事件判決の用語法によれば)西武鉄道株式会社には発現すれば所有者に損害を被らせるような減価事由が内在していたと認定しているのであり、そのような減価事由を内在した株式を取得したことが「支出に相応した株式を取得した」とはいい難いのではないだろうか。

つぎに判決は、①虚偽記載が会社の収支や資産価値に直接かかわるものでないこと、②虚偽記載が公表されるまでは虚偽記載に影響を受けずに処分することが可能であったこと、および③取得行為自体に瑕疵がなかったことを、取得自体損害説を否定する根拠としている。第 2 事件判決も同旨である。本判決が、①～③のすべてが充たされないと取得自体損害説が否定されないと考えているのか、いずれかが充たされれば足りる(否定される)と考えているのかは、明らかでない。①は西武鉄道株事件に特有の事情であり、①が充たされないと取得自体損害説が否定されないのであれば、本判決の射程は狭い。

判旨が挙げる個別の根拠について検討を加えると、①については、虚偽記載によって生じた損害の賠償を考える際に重要なことは、証券の価値の判断に影響を与える情報について虚偽記載がされたか否かであって、それが会社の収支や資産価値に直接かかわるか、本件のように株式の流動性の程度にかかわるかは、全く関係がない<sup>(10)</sup>。②については、虚偽記載公表前に高値で処分可能だったことは、「取得時に支出に相応した株式を取得した」



ことと同じではなく、本件では取得時に支出に相応した株式を取得したとはいえないことは、上に述べた通りである。③は取得行為自体に詐欺による取消しや錯誤による無効の瑕疵がなかったことをいうものと解されるが、証券会社の従業員の説明義務違反により投資者に不法行為に基づく損害の賠償が認められる場合には、取得自体（取得価格—売却価格または現在価格）が損害とされるが、このとき説明義務違反によって取得行為が瑕疵を帯びていることが損害賠償の要件とされているわけではない。

このように本判決は、取得自体損害説を退ける理由を十分に説明できていないと思われ<sup>(11)</sup>る。

## 2 取得時差額説の否定

有価証券報告書等の虚偽記載がなかったら投資者が当該有価証券を取得しなかったとまではいえない場合には、差額説による損害は、実際の取得価格と虚偽記載がなかったとしたら形成されていたであろう市場価格（想定価格）との差額（取得時差額）となるはずである<sup>(12)</sup>。これを取得時差額説<sup>(13)</sup>と呼ぶ。そのような主張に対し第2事件判決は次のように答えた。

---

(10) 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〕」商事法務1869号18頁（2009年）も、株主の構成に関する情報と経理情報とを峻別することに合理的な理由はないとする。

(11) 石塚・前掲（注10）20頁は本件で取得自体損害の賠償を認めることができたとしつつ、次のような鋭い指摘をされている。すなわち、本件で取得自体損害の賠償を認めると法外な損害賠償金額のように感じられるとしても、それは、本件が長期的に株価が下落しているなか、長期間にわたって虚偽記載を継続していた事案だからであり、逆に株価が長期的に上昇している場合には、このような感覚は生じないはずである。このような全体的な株価の傾向に引きずられて損害額の算定方法の採否を決することは妥当でない。

(12) 黒沼・前掲（注8）23頁。東京地判平成19年8月28日金判1280号10頁、東京地判平成19年10月1日判タ1263号331頁、および東京地判平成19年11月26日金判1321号43頁は、一般論としてこの旨を述べる。

(13) 取得時差額という呼称は、ライブドア事件に係る東京地判平成21年5月21日金判1318号14頁が用いるものである。同判決は、有価証券報告書の提出後にライブド

「西武鉄道株式は、本件取得期間を含め本件上場廃止までの間、長年にわたり東証の市場第 1 部の上場株式として流通し、通常の方法による取引が可能であったこと、控訴人らもこれを上場株式として流通市場で形成された価格で取得しており、その後も、その判断で随時売却することが可能であったものと認められること、上記の期間において、その株価は本件減価事由とは直接関わりのない極めて多数の事由により変動していたものと推認されることにかんがみると、本件減価事由が内包されていたがために取得費用として支出する必要がなかった金員部分を含んでいたとしても、そのことだけで直ちに控訴人らがその部分の取得価額相当額を控除したものが想定価格であるとして両者の差額がその時点における控訴人らに生じた損害であるとするには余りに不明瞭な利益状態にあるというべきであって、なお損害が生じたものとは認めがたい。(傍点筆者)」

有価証券報告書等に虚偽記載がされた場合、投資者は当該有価証券の取得時に取得時差額分の損害を被ったと把握すべきか(取得時差額説)、当該虚偽記載の公表後に株価が下落することにより市場価格の下落分の損害を被ったと把握すべきか(市場下落説)は、それ自体、理論的な検討を要する問題である。本判決のように市場下落説を採用するのであれば、取得時差額説を否定するのは当然であり、それに対しては理論的な検討を要するが(筆者は別稿を執筆する予定である)、ここでは本判決の論理に従って取得時差額説を否定する論拠を検討しておきたい。

第 2 事件判決は、原告が、西武鉄道株式を流通市場で形成された価格で随時売却することが可能であったこと、およびその株価は本件減価事由とは直接関わりのない多数の事由により変動していたことから、原告の取得時点における取得価格と想定価格の差額がその時点で生じた損害であると

---

ア株式を取得した原告らは、潜在的には、当該株式の取得時点において、本来あるべき市場価格と現実の市場株価(取得株価)の差額(取得時差額)相当の損害を被ったということができると判示する。筆者が前掲(注 8) 25 頁において「高値取得損害」と呼んだのは取得時差額に等しい。

するには余りに不明瞭な利益状態であるとする。しかし、「余りに不明瞭な利益状態である」ことだけで取得時差額説を否定する論拠になるのか疑問であるうえ、虚偽記載の事実が公表されるまでは、当該有価証券を真実の情報を反映しない価格で売却できるのは当然であり、そのことは、むしろ取得時に想定価格と取得価格との間に差が生じていたことを裏付けるものである。第2事件判決は、後述のように、西武鉄道株式に内包されていた減価事由が、虚偽記載の事実の公表により現実化したものが損害であると明言しており、取得時差額説を、取得時に取得時差額が潜在的な損害として生じており虚偽記載の事実の公表によりその損害が現実化したと捉えるのであれば<sup>(14)</sup>、東京高裁が採用する市場下落説は取得時差額説とそれほど変わらないことになる。筆者には、東京高裁のこのような判示に、取得時差額説を否定し去ることに対する躊躇が窺えるように思える。

第1事件判決に至っては、「上記の支出する必要がなかった金額というのが観念できるとしても、1審原告らの株式取得時点では損害としては未発生といえなくもないし、それを数额的に把握することは困難であるとも考えられるが、念のため、進んで（傍点筆者）」と述べ、原告の主張する想定価格が合理的でないことを理由にその請求を斥けている<sup>(15)</sup>。取得時差額説を否定するには余りに不明瞭な論拠といわざるを得ない。

### 3 市場下落説の採用

#### (1) 本判決の考え方

本判決は、虚偽記載の事実が公表されて西武鉄道株式の市場価格が下落したことが損害であるとした。この点については、第1事件の1審判決も

(14) 前掲（注13）、黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討（下）」商事法務1840号42頁（2008年）参照。

(15) 本文に引用した判示は第1事件判決がその1審判決の理由に付加した部分であり、どの理由をもって取得時差額説に基づく請求を斥けているのかも不明確である。

同様の考え方に立っており、第 1 事件判決は 1 審判決を引用している。第 2 事件判決は、次のように述べる。

「本件虚偽記載がなければ、東証において、西武鉄道株式会社につき、本件公表により上場廃止となる原因事実が判明して監理ポストに割り当てられ、その株価が急落し、本件上場廃止に至ることがなかったのは明らかであるので、かかる事態の推移及びその結果は、本件減価事由が顕れ発現したことにより惹起された減価の現実の姿であると認められる。したがって、被控訴人らは、このように現実化した減価のうち本件違法行為と相当因果関係のある損害を賠償する義務を負わなければならない。」

前述のように、取得時差額説を採るか市場下落説を採るかは理論的検討を要する問題であるが、筆者は、市場下落説を採る 1 つのメリットは、有価証券を取得した投資者が虚偽記載の事実の公表後に避け得なかった損害分も賠償の対象にする点にあると考えている。<sup>(16)</sup> これに対して本判決では、むしろ、虚偽記載の事実の公表後に投資者が避け得なかった損害分を賠償額から控除するために市場下落説が用いられていることに注意すべきである。

## (2) Dura 判決

本判決は引用していないが、市場下落説を採用する判旨には、米国連邦最高裁判所 2005 年の Dura 判決<sup>(17)</sup>の影が看取れる。Dura 判決は、投資者が虚偽記載（不実表示）と損害との間の因果関係（損害因果関係）を訴答し（plead）、証明するためには、虚偽記載が株価を高騰させていたことを主張・立証するだけでは足りないとして、一部の控訴裁判所が採用していた高騰価格説を斥けた。取得時差額説は高騰価格説と同じ論拠に立つものである。

もっとも、Dura 判決は、虚偽記載の訂正情報が市場価格の下落をもた

(16) 黒沼・前掲（注14）43頁。

(17) Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo, 544 U. S. 336, 125 S. Ct. 1627 (2005).

らしたことが損害因果関係の要素であるという主張も採用せず、市場価格の下落を示す以外の方法で損害因果関係が訴答・証明される余地を残した。そこで、投資者は何をどのような方法で訴答・証明したらよいか、米国で議論を巻き起こすことになった。

Dura 判決およびこれをめぐる米国の議論については別稿で紹介したところに譲るが、<sup>(18)</sup>Dura 判決は、必ずしもわが国における市場下落説を支える根拠にならないというべきであろう。その理由は、第1に、Dura 判決は、虚偽記載の発覚時の市場価格の下落幅が虚偽記載と因果関係のある損害額であるとするものではなく、取得時差額があることを示すだけでは訴答要件を満たさないとしたものには過ぎないからである。第2に、Dura 判決は、虚偽記載の発覚時に株価が下落しなかったことをもって因果関係を否定するものではなく、虚偽記載の発覚時に株価が上昇したが、虚偽記載がなかったら株価はもっと上昇していたであろうことを示せば因果関係を証明できることを示唆している。これは、市場下落説よりも緩やかな因果関係の立証を許すものであり、結論としては取得時差額説に近いといえる。第3に、Dura 判決は、虚偽記載の発覚時に株価が全く下落しない場合でも、証券クラスアクションが提起され、訴答要件が満たされると、訴訟はただちに和解で終了することがほとんどであるという特殊なアメリカの状況を背景として下されたものであり、事情の異なるわが国に安易に移植すべきではないからである。

#### 4 損害額の認定

##### (1) 本判決の考え方

市場下落説を採用する裁判例のうち第1事件の1審判決は、西武鉄道株式を所有していた処分原告らが、上場廃止によって投下資本の回収が困難になることを回避するために西武鉄道株式を売却するという選択をしたこ

---

(18) 黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 Dura Pharmaceuticals 判決について」『石山先生・上村先生還暦記念論文集』（成文堂、近刊）。

とは、投資家の行動として十分理解することができ、不合理なものということとはできないとして、公表直前の市場価格と各売却価格との差額が違法行為から「通常生ずべき」損害であるとした。このため1審判決では、民事訴訟法248条に基づく損害額の認定をする必要がなかった。これに対し、第1事件判決は次のようにいう。

「一般的に虚偽記載が公表され、上場廃止が予定されると、当該株価が急落することが通常みられるところ、この場合、一層下落することを憂って損失の拡大を防止するために株式を売却するか、売却するにしてもいかなる時点で売却するか、それともその後の株価の上昇を期待して株式を保有し続けるかは、当該株主が諸般の事情を考慮して決断すべきことである。そして、虚偽記載及び上場廃止が発表されると、狼狽売りが集中して客観的株価より過大に下落する傾向が見られる反面、本件における虚偽記載は、コクドの保有株式数を過小に記載し、少数特定者持株数基準に抵触したというものであり、しかも、コクドが第1の大株主であることには何ら変わりがなかったものであるから、粉飾決算がなされた場合等とは異なり、1審被告西武鉄道の財務状況や企業価値そのものに影響を与えることが少なかったものといえ、現に上場廃止後の西武鉄道株式の株価（評価額）は回復し、前記のとおり本件口頭弁論終結時点において1株1081円を下回っていたとはいえない状況にある。そのため、虚偽記載及び上場廃止の公表を受けて西武鉄道株式を売却した株主も少なくなかった反面、西武鉄道株式の株主の中には、虚偽記載の公表、株価の下落、上場廃止の経過の中にあっても、西武鉄道株式を売却せず、これを保有し続けた者が7割余もいたのであり、保有1審原告らもその中の一部であり、また、1審原告らのうち30名（うち処分1審原告らが20名）は、上記の経過の中で新たに西武鉄道株式を取得するに及んでいる。

以上のような事情に照らすと、処分1審原告らの西武鉄道株式の売却行為及びそれによる損失の発生は、投資家としての1つの選択行為及びその結果であるということではできても、上記虚偽記載及び上場廃止から通常生

じ得る結果であるとは認め難いといわざるを得ない。また、西武鉄道株式を売却した者に1株1081円と個別の売却価格との差額をすべて損害と認めることは、結果的に最悪の売却選択をした株主に最大の損害賠償を認めることとなり、あたかも1審被告西武鉄道が、株主に対し、虚偽記載公表前の株価1株1081円を保証し、損失補填を認めたような結果を招来し、株式取引の本質に反する結果をもたらすともいえる。

そうすると、有価証券報告書等の虚偽記載が公になることによって処分1審原告ら保有の西武鉄道株式の評価が一定程度下落したことは認められるとしても、その価額を、処分1審原告らの個別の判断による売却時期の処分価格と1株1081円との差額と評価することは相当ではなく、合理性を有するものとも認め難いというべきである。」

そして、具体的な損害額の認定については次のように述べる。

「虚偽記載公表以降の現実の株価の変動、推移や平成18年1月から2月にかけて行われた西武鉄道を含むグループ企業の再編において西武鉄道株式は1株919円と評価されて譲渡され、1審被告西武鉄道は、会社分割に反対する株主からの株式買取請求に対しても1株919円の買取に応じたこと、もともと虚偽記載の内容は、コクドの保有株式数を過小にしたものであり、しかも、コクドが第1の大株主であることに何ら変わりはなく、1審被告西武の財務状況や企業価値そのものに対する影響は少なかったものと考えられること等を総合勘案すると、民事訴訟法248条を適用して1株につき160円（平成16年10月13日の虚偽記載公表直前の株価1081円の約15パーセント相当額）と認定するのが相当である。」

第2事件判決もほぼ同様の判示をしているが、1株について160円ではなく、1081円の15パーセントを損害額としている。

## （2）相当因果関係

第1事件の1審判決が、虚偽記載、虚偽記載の公表、および原告による株式の売却の間に因果の連鎖を認めたのに対し、第1事件判決は、原告の

売却行為およびそれによる損失の発生は虚偽記載および上場廃止から通常生じうる結果であるとまでは認めがたいとした。第 2 事件判決は、虚偽記載の事実の公表と個別の処分行為により生じた結果との間の因果関係を直接論ずることは当を得ないとも述べている。

このように本判決は、虚偽記載の事実の公表と株式売却による損失の発生の上に相当因果関係を認めないようにも読める。虚偽記載の事実の公表と投資者の損害との間には投資者による売却という投資判断が介在しているから因果関係が中断しているというのだろうか。他方で第 1 事件判決は、保有原告の請求を斥けるに当たって、「保有株式の売買による損益は株式売却により現実化するものであり、何時の時点で売却するかは株主の選択判断によるものといえることができる。」とも述べている。

もしそうだとすると、投資者が保有している株式については売却しないと損害の発生が認められず、売却すると因果関係が中断されて損害賠償請求が認められないこととなり、虚偽記載によって生じた損害の回復はおおよそ否定されることになりはしないであろうか。もちろん本判決は投資者の売却によって因果関係が中断すると判断したものではなく、損害の一部については因果関係が認められるが、一部については認められないというものである。しかし、そうだとすると、損害額の金銭的評価をする前に、投資者が受けた損害のどの部分が虚偽記載と因果関係のある損害であるかを判断すべきであるのに、本判決ではその判断が欠落している<sup>(19)</sup>。

### (3) 自己責任原則との関係

第 1 事件判決は、処分原告に虚偽記載公表直前の株価と売却価格との差額をすべて損害と認めると「株式取引の本質」に反するという。「株式取引の本質」が「自己責任の原則」を指していることは、第 2 事件判決の判

---

(19) 筆者は、(3) で述べるように、投資者の自己責任原則の成立時期を基準として相当因果関係のある損害の範囲を画するのが市場下落説と整合的であると考えている。



旨から明らかである。それでは、本件で虚偽記載の公表直前の株価と売却価格との差額を損害と認めることは、本当に、損失補填を認めることに等しく、自己責任の原則に反するのであろうか。

証券取引において投資者が自己の投資判断の結果である投資上の損益を負担べきことを意味する「自己責任の原則」は、開示された情報に基づいて行われた投資判断の結果を市場に集約して公正な価格形成を行わせることが、資源の効率的な配分という法の目的（それは資本市場の目的でもある）に資するからである。自己責任の原則が成り立つには、開示された情報に虚偽や不足がないことが前提であり、開示情報に虚偽や不足がある場合には当該情報に基づく投資判断によって投資者が被った損害を回復してやらなければ、法の目的は達せられない。本件のように有価証券報告書等に重大な虚偽記載がある場合には自己責任原則が成立する前提を欠いているから、損害全額の賠償を認めたとしても株式取引の本質に反することにはならない。<sup>(20)</sup>証券会社の従業員により、説明義務に違反する勧誘や適合性の原則に反する勧誘がなされたために投資者が投資決定を行い取引上の損失を被った場合、その損失の回復を認めることを誰も損失補填とはいわないし、自己責任の原則に反するともいわない。仲介者が詐欺をした場合と発行者が詐欺をした場合とで区別をする理由があるだろうか。

判旨は、また、処分原告に1株1081円との差額をすべて損害と認めることは、結果的に最悪の売却選択をした株主に最大の損害賠償を認めることになることと批判する。たしかに、市場下落説に立つときは、虚偽記載の事実の公表後に投資者が株式を売却したか否か、いつ売却したか等により、賠償されるべき損害の額が異なるという問題が生じる。これは市場下落説の<sup>(21)</sup>理論的欠点の1つである。判旨は、原告の株式売却時期によって賠償額が

(20) 石塚・前掲（注10）22頁。

(21) 取得時差額説によれば、こういった問題は生じない。黒沼・前掲（注14）42頁。ただし、取得時差額説には、虚偽記載の事実の公表後に投資者が避け得なかった損害の賠償を直ちに導けないという実際上の難点もある。この難点への対処方法

異ならないように、相当因果関係の範囲を限定しようとしたのかも知れない。しかし、賠償額を均一にするために、投資判断の善し悪しを事後的に判定するのであれば、それは後知恵との非難を免れないし、次に述べるように却って自己責任の原則に反することになりかねない。

自己責任の原則は真実の開示を前提としているから、市場価格が真実の情報を反映した後は自己責任の原則が妥当する。いま、虚偽記載の事実の公表直前 (t1) の株価が X、虚偽記載の事実の公表により株価が下落し真実の情報を完全に反映した時 (t2) の株価が Y、その後に株価が下がり続け (または上昇して)、現在 (t3) Z になったとする。市場下落説を前提とする場合、虚偽記載の後に株式を取得し t1~t2 に売却した者に自己責任を問うことはできないから、その 1 株当たりの損害額は X と売却価格との差額となる。t2~t3 に株式を売却した者には自己責任を問うことができるから、1 株当たりの損害額は  $X - Y$  であり、その額は当該株式の売却価格に左右されることはない。t2 以降の株価の変動は自己責任の原則により投資者が負担すべきだからである。もし  $Z > X$  のときは、当該株式を現在保有する投資者は利益を得ていることになるが、それは自己責任の原則により正当に享受してよい利益であるから損害額の認定において控除されるべきでない<sup>(22)</sup>のである。この意味で、保有原告の請求を棄却した第 1 事件判決の結論こそ自己責任の原則に反するといえよう<sup>(23)</sup>。

本件において、いつ市場価格が真実の情報を完全に反映したと認めるべ

については、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〕」商事法務1872号24頁(2009年)を参照。

(22) 保有原告の請求が棄却されるべきでない理由として、筆者は、虚偽記載公表後の株価の上昇は、株式を保有し続けるという投資判断をした投資者が享受すべき正当な利益であると述べたが(黒沼・前掲(注14)42頁、同旨、松嶋隆弘「判批」判例評論600号191頁(2009年))、本文は同じことを自己責任の原則と表現したものである。

(23) したがって、このように自己責任を無視して決定した保有原告の利益状況を基準として処分原告の賠償額を制限することも、やはり自己責任の原則に反するといえるのではないだろうか。

きかは、事実認定の問題であるから、ここでは詳細な検討を避けるが、虚偽記載と上場廃止決定を一体の事実とみることができる本件では、上場廃止決定が下された平成16年11月16日を  $t_2$ 、これを受けて形成された同日終値の1株268円を  $Y$  と考えることもできよう。<sup>(24)</sup>

#### （４） 狼狽売り等の評価

判旨は、市場下落の全額を虚偽記載と因果関係のある損害と認めることはできないと判断した事情として、①虚偽記載および上場廃止が発表されると狼狽売りが集中して客観的株価より過大に下落する傾向が見られること、②本件の虚偽記載が粉飾決算とは異なり西武鉄道の財務状況や企業価値そのものに影響を与えることが少なかったこと、および③西武鉄道株式を売却せず保有し続けた者が7割余もいたことを挙げる。

これらの事情のうち②については、1（2）で述べたように、虚偽記載の内容が証券の価値の判断に影響を与えるものである限り、その性質は問われるべきでない。①③については、これらの認定により裁判所が処分原告の投資判断が不合理であったことを示そうとするものであれば、それは結果論に過ぎず、また、保有株主が7割いたとしても、監理ポスト入りした西武鉄道株式は思惑買いも含めて活発に取引されていたのであり、その結果として形成された市場価格が西武鉄道株式の客観的価値を反映していないとする裁判所の態度は理解しがたいものである。<sup>(25)</sup><sup>(26)</sup>

#### （５） 損害額の具体的認定

虚偽記載の事実の公表後の市場価格の下落に、当該事実と無関係の要因

(24) 11月16日に西武鉄道株式の上場廃止が決定されることは、同日の朝に報じられていた（日本経済新聞同日付朝刊参照）。

(25) 石塚・前掲（注10）22頁。

(26) 石塚・前掲（注10）22頁も、当該時点で、客観的に過度に低い価格であるか否かは誰も判断できないはずであるとする。

が影響を及ぼしているときは、そのような要因による株価の変動を差し引いて損害額を認定する必要が生じる。ただし、虚偽記載の事実(真実)が市場価格に反映するまでの間は、投資者の自己責任を問うことができないから(上述(3))、その間の株価変動を投資者に負わせるのは適当でないとも考えられる。この問題は市場下落説の理論的な難点の一つであるが、本件判決は、投資者が西武鉄道株式を売却した局面において、虚偽記載の事実の公表以外の事情が株価の下落に影響を与えたことを指摘していない<sup>(27)</sup>ので、本稿では立ち入らないこととする。

それでは、虚偽記載に係る事実以外の事情が生じていなかったにもかかわらず、本判決は、なぜ公表直前の市場価格からみて85パーセントに相当する大幅な減額をしたのであろうか。

推測するに、西武鉄道株式の上場廃止後の取引例における1株の評価額が919円であり、1081円と919円の差額が162円であるところから、本判決は1株あたりの損害額を160円と定め、これを1081円の約15パーセントに当たると説明したに過ぎないように思われる。つまり、本判決は、非上場株式としての西武鉄道株式の価値を919円、上場株式としての同株式の価値を1081円とみて、その差額を虚偽記載の事実が公表されたことによって「本来生ずべき下落」と考えているものと思われる。とくに第2事件判決は、西武鉄道株式には「上場廃止事由の該当性が判明すれば上場廃止に至る可能性が固着して継続的に存在していたという潜在的要素それ自体が上場株式としての減価事由として内在していた」のであり、「本件減価事由の顕れ発現することにより本来生じ得べき減価が損害とされるべき」であ

---

(27) 第1事件判決は、取得時差額の賠償請求を斥ける文脈において、平成16年11月16日の終値である1株268円を、一時的な市場心理を反映した極端な価格下落場面における価格であることは否定できないと認定し、第2事件判決も同様の判示をしているが、これらは虚偽記載の事実の公表から生じた事情であって、裁判所は、これらを虚偽記載に係る事実以外の事情とは見ていないようである。本件の虚偽記載が上場廃止原因に係るものであり、真実の情報が開示された後も上場廃止原因への抵触という事情は払拭されていないから、このような見方は当然であろう。

るとしているところから、「本来生じ得べき減価」を客観的に認定できると考えていることがわかる。

また、第1事件判決は、虚偽記載公表以降の現実の株価の変動を勘案するとしているが、1株当たり160円の損害額の認定が上記の過程によるものだとすると、市場価格はほとんど勘案していないと思われる。第2事件判決に至っては、上場廃止後の西武鉄道株式の評価額・買取額しか斟酌していない。市場価格の著しい軽視が本判決の特徴である。

このような判旨の態度および損害額の認定に対しては、次のような批判が当てはまるであろう。

第1に、市場価格をまったく無視して株式の客観的価値を求めることは理論的に正当化されないということである。株式は、それを誰が保有するかによって価値が基本的に変化することのない財産であるから、多くの投資者の投資判断を集約して決定される株式の市場価格は、開示された情報を反映した株式の客観的な価値を表示するものであるといえる。株価が刻々変化することは、市場価格が株式の真の価値を反映していないことを意味するのではなく、反対に、市場価格が株式の真の価値に最も近似していることを意味するのである。この点で、本件の裁判所は証券市場に対する理解が十分でないと思われる。

第2に、仮に市場価格が株式の真の価値を反映していないとしても、現実の市場価格を無視して損害額を認定することは、投資者を法の保護の外に放り出すことになる。一般の投資者も機関投資家も市場価格に依拠して株式の取引をせざるを得ないのであり、たとえ客観的な価値が919円である株式を有していても、市場においてその値段で売却できなければ価値を実現することができない。本件で、虚偽記載の事実の公表後の西武鉄道株式の市場価格（終値）の推移を見ると、公表翌日の終値が1株881円であり、以後、最終取引日まで881円を超えたことはない。したがって、上場廃止までの間に西武鉄道株式を売却した投資者は誰でも、1株当たり160円の賠償を得たところで、受けた損害の全部を回復することができないの

<sup>(28)</sup>である。この点で、1株当たり160円の賠償額は当事者間の公平に著しく反している。

第3に、上場廃止後の西武鉄道株式の取引例を参考にすることにも問題がある。本件で、有価証券報告書等の虚偽記載の事実が公表されたのは平成16年10月13日、西武鉄道株式の上場が廃止されたのが同年12月17日であるのに対し、裁判所が参考にした同株式の取引例は平成18年1月から2月にかけてのものである。上場廃止後1年以上が経過し、西武鉄道の再建の目処が立った段階での取引価格は、上場廃止前の時期における西武鉄道株式の本来あるべき価格よりも相当高いと思われる。1株919円という値は、西武鉄道の再建の見通しに関する良い情報を反映した高い価格であり、虚偽記載の事実の公表後の本来あるべき価格を算定するうえで参考に適しない。上場廃止前の時期においては、西武鉄道のグループ再編がなされるかどうか、それが成功するかどうかについては、誰も予想すらつかなかったのであり、1株919円が適正な価格であるというのは、後知恵によるものに過ぎない。

#### IV おわりに

本稿は、西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について、判決の論理に従ってできるかぎり内在的な批判を試みた。本稿は取得時差額説による本件事案の解決を示していないが、その理由の第1は、すでに前稿において試みているからであり、<sup>(29)</sup>理由の第2は、筆者自身、本件事案の特殊性から本件では取得自体損害説が妥当すると考えるからである。また、筆者は、粉飾決算のような典型的な虚偽記載事件について取得時差額説と市場下落説

---

(28) 平成16年10月14日の西武鉄道株式の市場価格は値幅制限いっぱいまで下落し、終了時に取引が成立しており、投資者が1株881円を超える価格で同株式を売却することは不可能か、極めて困難であった。

(29) 黒沼・前掲(注14)39~41頁。

のいずれが優れているかを理論的かつ实际的に検討する必要性を感じており、それについては別稿を期したいと考えている。

平成16年の証券取引法改正により、虚偽記載に関する発行者の責任について損害額を推定する21条の2（現行金融商品取引法21条の2）が創設されたが、同規定が適用されない発行者の役員の責任や、同規定が適用されない投資者が損害賠償を請求する場合に、本判決はなお先例としての意義を有する。本件は上告されており、いずれ最高裁の判断が下されることになるが、本判決に対する現時点での筆者の考えを明らかにすることにもまた意義があると考えている。