

また、(a)～(c)のいずれの損害概念を基本にするかは別に、虚偽記載以外の要因により株価が下落している可能性もある。たとえば、市場全体で株価が下落している場合には、不法行為(虚偽記載)によって株価が下落しているとは一概にはいえない。できず、株価下落の全部を損害と認めることはできない。

このように、原告(投資家)にとって、損害額の証明には困難な面があるといえる。もっとも、民事訴訟法248条は、損害額の証明が極めて困難な場合は、裁判所が「相当な損害額」を認定できると規定している。

② 金商法

前述のような損害の証明の困難を克服して投資家の救済を容易にするために、金商法は、特別なルールを規定している。

金商法21条の2は、流通市場で株式を取得した株主を対象とした規定である。まず、対象となる粉飾決算は、有価証券報告書等の重要事項の虚偽記載や不記載<sup>(1)</sup>に限定され、虚偽記載によって生じた損害の賠償が認

められる(金商法21条の2①)。そして、虚偽記載の事実が公表された日(公表日)を基準にして、前後1カ月の平均株価の差額(以下、「平均株価差額」という)を損害額とすることができる(同条③)。これは、前述の公表後下落損害に近い損害概念といえる<sup>(2)</sup>。

もっとも、この金額は仮の数字に過ぎない。被告(会社)は、当該金額のうち「虚偽記載等によって生ずべき……値下り以外の事情により生じた」こと(以下、「他事情値下り」という)を証明することで、損害を減額することができる(同条⑤)。また、民事訴訟法248条と同様に、減額する額の証明が極めて困難な場合は、裁判所は相当な額を認定できる(同条⑥)。

次に、発行市場で株式を取得した投資家については、金商法18条・19条が適用され、21条の2とほぼ同様のルールとなっているが、取得自体損害が出発点となっている点が異なる。

(1) 記載すべき重要事項や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指す。以下、特に断らない限り、これらの不記載も含めて虚偽記載と呼ぶ。

(2) 金商法21条の2の立案担当者は、高値取得損害(取得時差額)を前提に、平均株価差額が高値取得損害の近似値になるとして「(三)井井秀範編著『簿記検定』と民事賠償責任 条説証券取引法(金融財政事情研究会、2005年)37頁」。

① 西武鉄道事件<sup>(3)</sup>

西武鉄道事件は、流通市場で株式

を取得した投資家が、不法行為に基づき損害賠償を請求した事案である(詳細は後述する)。

原告は、主位的主張として取得自体損害、予備的主張として公表後下落損害および高値取得損害を主張した。これに対し、最高裁は、本件では「当該虚偽記載がなければこれ(引用者注…株式)を取得することはなかったとみるべき場合」だったとしたうえで、取得価額と処分価額との差額(株式を保有し続けている場合は取得価額と事実上の口頭弁論終結時の市場価額<sup>(5)</sup>の差額)を損害算定の基礎とすべきと判断した。虚偽記載がなければ株式を取得することはなかった場合には、基本的に、取得自体損害を採用したのである。

もっとも、取得自体損害から「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」を控除して、損害を算定するとした。この減額は、前述の金商法21条の2第5項や19条2項と同様の考え方と位置づけられるので、以下では、同様に「他事情値下り」と呼ぶことにする。

② ライブドア事件

金商法21条の2の事案で、損害賠償の範囲について、高値取得損害に限らず虚偽記載と相当因果関係にある全損害の賠償を請求できると判断

した。もっとも、取得自体損害と公表後下落損害のいずれを採用するかについては判断を示していないし、高値取得損害に限られる場合があり得ることも否定していない。

そして、具体的な事案の処理としては、平均株価差額(金商法21条の2③)を出発点として、子会社の完全子会社化に関する報道による株価下落を理由に平均株価差額から1割の減額を認めた原審の判断を是認している。

③ まとめ

民法・金商法のいずれを理由にする請求でも、取得自体損害や平均株価差額を出発点に、他事情値下りによる損害額の減額を認めるのが判例の立場であるといえる。

そして、他事情値下りについて、経済分析に関する専門家意見書が提出され、具体的な判断がなされた事案としては、西武鉄道事件差戻審判決とオリンパス事件<sup>(6)</sup>があるので、項を改めて解説する。

(3) 最判平成23年9月13日民集65巻6号261頁

(4) 金商法21条の2が主張されなかったのは、同条の改正が施行される前の事案だったためである。

(5) 上場廃止の場合には、非上場株式としての評価額

(6) 共著者のうち矢野および石垣が属するNERAエコノミックコンサルティングは、同事件に関与している。本稿に記す内容は、判決、訴訟記録等において公表された情報に基づく記述であることに注意された。

# 西武鉄道事件差戻審とオリンパス事件にみる有報虚偽記載に関する損害算定の考え方と留意点(上)

上場企業の粉飾決算(具体的には有価証券報告書等の虚偽記載)が発覚した場合、当該会社や経営者はさまざまな責任を負うことになるが、近年、株価下落によって損失を被った株主が、発行会社に対して損害賠償を請求するケースが増えている。実際の訴訟においては、日々の株価変動から、適切な損害を切り取ることが難しい問題となっている。

本稿では、有価証券報告書の虚偽記載についての損害賠償請求において、損害算定の基本的なルールを解説したうえで、損害額の算定について具体的な判断が示された2つの事例(西武鉄道事件、オリンパス事件)を検討する。

NERAエコノミックコンサルティング  
矢野 智彦  
田辺総合法律事務所  
弁護士  
吉峯 耕平  
NERAエコノミックコンサルティング  
石垣 浩晶

## 損害算定の基本ルール

### (1) 損害賠償の根拠

粉飾決算を理由とした損害賠償請求は、その法的根拠という観点から、主に2つに分類できる。民法上の不法行為と、金融商品取引法(以下、「金商法」という)に基づく請求である。

#### ① 不法行為

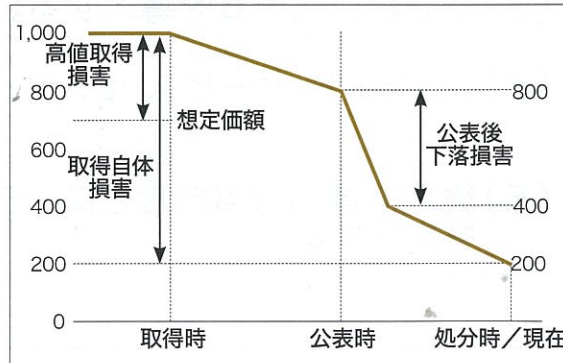
民法709条は不法行為の一般的なルールを規定した条文である。これによると、①権利侵害、②故意・過失、③因果関係のある損害、という3つの要件を満たす場合に、損害賠償が認められることになる。

一般不法行為による請求で特に問題になるのは、前記のうち、いかなる金額が因果関係のある損害③と認められるかである。以下、具体例に即して説明する。

#### 具体例

Xは、A社株式1株を1,000円で購入したが、その時点で、A社の有価証券報告書には虚偽記載があった。その後、800円まで株価が下落したところで、A社は虚偽記載の事実を公表し、その直後に株価は400円になった。Xは、その後、

(図表) 3つの損害概念



XがAにいくら損害を請求できるかについて、大きく分けて3つの考え方がある(図表)。

200円になったところで、株式を処分した。

- (a) 取得自体損害  
取得時の株価と処分時の株価(処分していない場合は現在の株価)の差額すべてを損害とする。事例では、1,000円-200円=800円。
- (b) 公表後下落損害  
虚偽記載を公表した直後の株価下落を損害とする。事例では、800円-400円=400円。
- (c) 高値取得損害  
取得時に虚偽記載がなかった(真実

## 西武鉄道事件

### (1) 事案の概要

西武鉄道(株)が、昭和57年から平成16年までの有価証券報告書等において、親会社(株)コクドが保有する株式を過少に記載した虚偽記載が問題となった事件である。コクドは、かつては西武鉄道の発行済株式総数の80%を超える株式を保有しており(ただし、後に株式を売却して、保有割合を下けている)、西武鉄道は、上場廃止基準に該当していた。平成16年10月13日、西武鉄道は、コクド等の所有する西武鉄道株の数を訂正する訂正報告書を提出して虚偽記載を公表し、その後、西武鉄道は上場廃止となった。

### (2) 最高裁の判断と差戻し

前述のとおり、最高裁判決は、取得自体損害から他事情値下りを控除して損害を算定するとの一般論を述べた。また、取得自体損害を前提として、「いわゆるろばい売りが集中することによる過剰な下落は、有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それが判明することによって通常生ずることが予想される事態であって、これを当該虚偽記載とは無関係

な要因に基づく市場価値の変動である」ということはできず」として、ろばい売りによる過剰な株価下落を損害から控除することはできないと判断した。

そのうえで、西武鉄道事件では、公表日後には「虚偽記載と無関係な要因による下落があったこと」はどうか「がわれない」として、取得自体損害から公表日前の他事情値下りを控除して損害を算定すべきだと判断したうえで、損害の算定について審理をさせるために控訴審に差し戻した。

差戻審では2件の高裁判決が公開されており、他事情値下りについて判断している。その具体的な争点は、株価下落のうち、コクドによる西武鉄道株式売却(以下、「本件株式売却」という)によって生じた部分(これは虚偽記載による損害と考えられている)がどの程度かというものである。

(7) 西武鉄道事件については、5件の最高裁判決が出ており、いずれもおおむね同様の判断を示している。

### (3) イベント分析の概要

前記2件の高裁判決ではイベント分析が重要な役割を果たしている。ここで、イベント分析について簡単に解説しておきたい。

イベント分析とは、経済学、主に

ファイナンスの分野において用いられる統計的分析手法であり、株価に影響する事象(イベント)が生じた場合の、当該事象に起因する株価変動の有無およびその程度を評価する方法である。イベント分析は、米国の証券損害賠償訴訟ではほとんど必ず用いられる経済分析であり、日本の同種事件では、ライブドア事件以降、イベント分析に基づく経済分析が意見書として提出されることが多くなっている。

損害額の算定においては、株価下落のうち、虚偽記載によって生じた部分とそうでない部分を切り分ける必要がある。一般に株価は、(A)市場要因・業界要因、(B)当該銘柄の固有要因によって変動する。また、固有要因は、(B)虚偽記載以外の固有要因、(B)虚偽記載に分類される。イベント分析は、(A)と(B)を切り分けるために、マーケットモデルの回帰分析と呼ばれる統計的手法<sup>(8)</sup>を利用して、市場要因・業界要因による株価変動(想定株価変動)を算定する。そして、実際の株価変動から想定株価変動を控除して、超過変動(異常リターンなどとも呼ばれる)を算定する。この超過変動が、(A)市場要因・業界要因による影響を排除した、(B)固有要因のみによる株価変動である。

実際の訴訟では、さらに、(B)と(B)②を切り分ける必要があり、事案に応じたさまざまな分析が実施される。

(8) 石垣・矢野・吉峯「株式取得価格決定におけるマーケットモデルを用いた回帰分析の具体的な方法論」(レックス事件を題材に)「商事法務」2017年1号28頁を参照。

### (4) 差戻審高裁判決①…東京高判平成26年1月30日<sup>(9)</sup>

判決①では、被告側専門家による経済分析の意見書が提出されている。

意見書は、平成8年から公表日に至る期間について、マーケットモデルを用いて固有要因による株価下落(超過変動)を算定する(A)と(B)の切分け)。そして、超過変動の原因については(B)①と(B)②の切分け)、本件株式売却以外の固有要因(高水準の負債比率、収益力低下、リストラの遅れ等)を列挙して(B)①の存在を示し、マーケットモデルとイベント分析を用いて、(i)株式売却のあった日はなかった日と比べて平均的に株価が下落しているといえない、(ii)株式売却の数量が多いほど株価が下落するといえない、(iii)本件株式売却があった日に統計的に有意な株価下落が発生する傾向にあるとはいえない、との分析を示して、本件株式売却の影響は皆無だ(B)②は存在しない」と結論づけている。

裁判所は、「(被告側専門家)は、商取引や金融市場の分野におけるこうした分析についての専門家である」と認められるから、特段の事情がない限り、その分析、検討は十分尊重に値するものと解される。」としたうえで、本件株式売却の影響は限定的なものであり、諸事情を勘案して最大限1割を超えることはないとして、公表前の株価下落から9割を控除して損害額を算定した。前記意見書にほぼ全面的に依拠し、最後に「1割」という微調整を加えた判断といえる。

(9) 判時2222号105頁、金判1437号20頁

### (5) 差戻審高裁判決②…東京高判平成26年3月27日<sup>(10)</sup>

判決②では、判決①で紹介したのと同様の被告側意見書に加えて、原告側がファイナンス理論の研究者による意見書を提出した。

原告側意見書も、イベント分析により超過変動を算定し、そのうえでいくつかの要因によって回帰分析を行った結果、超過変動の少なくとも35%が本件株式売却によって生じたとしている。また、マーケットモデルの変数選択によつては、23%38%という結論が生じることも附記している。

裁判所は、両意見書について、専門家の作成したものであり、手法や

結論に、参考に値しないほど「重大な欠陥や誤りがある」とは認められない(原告側意見書)、「不合理な点がある」とは認められない(被告側意見書)と評価した。そして、「上記の各意見書は、それぞれの作成者の高度な専門的知見に基づいて理論的・実証的分析を行った結果であり、その手法や結論に相違はあるものの、いずれにも明らかに不合理といえる点は認められず、結局は見解の相違に帰着するものといわざるを得ない。そこで、上記各意見書の存在を踏まえ、これらを参考にしながら、具体的事実関係に基づいて関係下落分を検討することとする。」として、以下のとおり損害額を算定した。

まず、被告側意見書に依拠して、株式下落のうち60%が固有要因によるものと認定した。そして、固有要因による株価下落のうち本件株式売却によつて生じた部分の特定については、被告側意見書によつて、株式売却以外の要因の影響は「極めて大きい」としたうえで、原告側意見書の23%38%という数字より「少なめ」の25%が本件株式売却によると認定した。

以上の結果、本件株式売却による株価下落は、15%(=60%×25%)と結論づけ、公表前の株価下落から85%を控除して損害額を算定した。

(10) 判時2230号102頁

### (6) 検討

被告側のみが専門家意見書を提出した判決①は、ほぼ当該意見書のみを依拠して損害を算定したのに対し、双方が専門家意見書を提出した判決②は、双方の意見書を斟酌している。いずれにしても、両判決は専門家による経済分析を重視して損害額を算定したのであり、分析者の専門的な知見・経験を理由に、原則として専門家意見を尊重する態度を取っているといえる。もちろん、専門家意見の内容に不合理な点があれば重視されない余地はあるし、特に、双方当事者から専門家意見書が提出された場合には、裁判所はいずれが相対的に合理的かという観点から、専門家意見の内容にまで踏み込んで評価することになる。

両判決は、イベント分析を含む統計的証拠を正面から損害額算定の根拠としており、これは有価証券報告書の虚偽記載に関わる損害賠償事件においては、おそらく初めての判断である。最高裁判決が法的基準を明確にしたことで損害額認定に統計的証拠を活用する土俵が整ったところであり、今後は、経済分析の有無・合理性によつて結論が左右される事例が増加する可能性があるだろう。

石垣 浩晶(いしがき・ひろあき)  
NERAエコノミックコンサルティング  
証券金融/一般商事/独禁/知財/規制産業の紛争/訴訟/規制対応支援、価値/損害額/リスク評価、戦略立案支援を行う実務家経済学者。証券分野では虚偽記載、株式買取請求、インサイダー取引、デリバティブ等に関する鑑定意見書の執筆経験を有する。  
立命館大経済学部助教授、公取委企業結合調査官主査を経て、現在NERAエコノミックコンサルティング東京事務所代表/マネジングディレクター。企業法務の経済分析の講演・著作多数。

吉峯 耕平(よしみね・こうへい)  
田辺総合法律事務所 弁護士  
平成17年第一東京弁護士会登録(修習58期)、東京大学経済学部出身。ライブドア事件、IHI事件などで経済分析の専門家と協同して意見書を裁判所に提出する経験を多く積んでいる。第一東京弁護士会総合法律研究所IT法研究会副部長、一般財団法人保安通信協会調査研究会デジタル・フォレンジック分科会委員、国立埼玉病院受託研究(治験)審査委員会・倫理委員会委員。著作として「株式取得価格決定におけるマーケットモデルを用いた回帰分析の具体的な方法論—レックス事件を題材に—」(商事法務2071号28頁、2015、共著)など。

矢野 智彦(やの・ともひこ)  
NERAエコノミックコンサルティング  
ウイスコンシン大学経済学博士。証券分野(虚偽記載に伴う損害賠償請求事件、株式取得価格決定事件、デリバティブ性を有する資産の価値が争われた事件等)、独占禁止法分野(カルテルにおける損害賠償請求事件、企業結合審査等)における経済分析の専門家として、意見書を裁判所および競争当局に提出した豊富な経験を持つ。  
著作として『ミクロ経済学』(東京大学出版会、2008年、奥野正寛らと共著)などがある。