

## 西武鉄道事件

2012年3月23日

同志社大学 伊藤靖史

### I はじめに

西武鉄道事件（これに関連する公表判決等は、【別紙1】にまとめたとおり。個々の事件・判決は、「⑤事件」「①地裁判決」というように記す）  
＝証取法21条の2（金商法21条の2）施行前の事件

主な争点＝損害額

#### 事案の普遍性

虚偽記載にもとづく損害額の算定の難しさ  
→判例・裁判例で採用されなかつたものを含め多様な考え方

#### ⇒事案の特殊性

虚偽記載のあった事項は、会社の株式がそもそも上場株式たりうるかということに影響するもの、そして、そのような虚偽記載が長期にわたって継続  
＝本来は上場されなかつた株式が長期にわたって上場され、投資家によって取引

\* 本件虚偽記載のあった事項は西武鉄道の企業価値に関係しない？<sup>1</sup>

主要株主の構成、親会社の存在についての情報  
＝当該会社がそのような株主による私的便益の引き出しをどの程度受けるかを示す情報  
＝まさに企業価値に関係する情報なのでは？

\* いずれにしても、重要なのは、虚偽記載のあった事項が「会社の収支や資産価値に直接かかるもの」（⑤高裁判決。判時2046号48頁参照）なのかどうかではなく、証券の価値の判断に影響を与えるかどうか<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> たとえば、近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任〔下〕」商事法務1953号（2011年）21頁、22頁〔以下では近藤（下）と引用〕。

<sup>2</sup> 黒沼悦郎「西武鉄道事件の2つの東京高裁判決について」早稲田法学85巻3号（2010年）365頁、372頁。

## II 事件の概要

### 1 事実関係

主に⑤最高裁判決に依拠して（西武鉄道株の株価の推移については⑧高裁判決も参照）事実関係をまとめれば：

（当事者の記号は⑤最高裁判決の判タのもの）

（1） 西武鉄道株は、昭和 24 年に東京証券取引所に上場され、昭和 40 年 8 月から平成 16 年 12 月 16 日まで継続して市場第一部に上場されていた。

（2） 東京証券取引所においては、遅くとも昭和 57 年 10 月 1 日には以下の上場廃止事由が定められ、これは平成 16 年まで継続されていた（株券上場廃止基準 2 条 1 項、昭和 57 年 10 月 1 日改正付則 3 項、5 項）。

ア 少数特定者持株数（所有株式数の多い順に 10 名の株主が所有する株式および役員が所有する株式等の総数をいう。）が上場株式数の 80% を超えている場合において、1 年以内に 80% 以下とならないとき（以下「少数特定者持株数基準」という。）

イ 上場会社が財務諸表等又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東京証券取引所が認めた場合（以下「財務諸表等虚偽記載基準」という。）

ウ 公益又は投資者保護のため、東京証券取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合（以下「公益等保護基準」という。）

（3） 西武鉄道は、関東財務局長等に対して提出した昭和 32 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おいて、コクドが所有する西武鉄道株の数につき、コクド名義で所有する株式（以下「コクド名義株」という。）の数のみを記載し、他人名義で所有する株式（以下「他人名義株」という。）の数を記載せず、また、コクド名義株と他人名義株を合わせればコクドが西武鉄道の発行済株式総数の過半数を有する会社であったにもかかわらず、その旨の記載もしなかった（以下、西武鉄道の有価証券報告書等における上記の内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という。）。

（4） 他方、コクドは、平成 2 年の証券取引法の改正により提出が義務付けられた大量保有報告書およびその変更報告書において、その所有する西武鉄道株の数を過少に記載し、後記(7)の公表までの間、正確な数を記載した大量保有報告書およびその変更報告書を提出しなかった。

また、コクドは、平成 7 年以降、その所有する西武鉄道株の一部を他人名義株も含めて売却し、さらに、平成 12 年以降、相対取引で西武鉄道株を売却した際、コクド名義株を売

却した上でその分の他人名義株をコクド名義に書き換えるという処理をして、他人名義株を減少させた。

(5) 西武鉄道の代表取締役であったY1（昭和40年11月就任、平成16年4月14日退任）およびC（同月8日就任）ならびに西武鉄道の取締役総務部長を経て代表取締役となつたY2（昭和51年6月取締役就任、平成8年6月代表取締役就任、平成16年4月8日代表取締役辞任）は、上記の各在任期間中、本件虚偽記載の事実を認識しながら、その訂正を指示等することなく、これを継続することを容認し、また、Y1は、コクドの代表取締役（昭和32年10月就任、平成16年10月13日辞任）としても、コクドが所有する他人名義株の存在や本件虚偽記載を認識しながらこれを公表しなかつただけでなく、上記(4)の本件虚偽記載の隠蔽に積極的に関与した。

(6) 西武鉄道の少数特定者持株数は、少数特定者持株数基準が施行された昭和57年10月1日以降、平成16年3月末まで継続して上場株式数の80%を超えていた。しかし、本件虚偽記載のある有価証券報告書等の記載の上では、少数特定者持株数は、常に上場株式の80%以下にとどまるものとされていた。

また、コクドの所有する西武鉄道株の数が西武鉄道の発行済株式総数に占める割合は、昭和32年3月末以降、常に過半数であったが、本件虚偽記載により、有価証券報告書等の記載上の上記割合は、常に半数以下にとどまるものとされていた。

(7) 西武鉄道は、平成16年10月13日、関東財務局長に対し、コクド等の所有する他人名義株の存在が判明したとして、公衆縦覧期間中である平成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、コクド等の所有する西武鉄道株の数および所有割合を訂正し、コクドの表示を「その他の関係会社」から「親会社」に訂正するなどした訂正報告書を提出し、その旨を公表した（以下「本件公表」という。）。

(8) 東京証券取引所は、平成16年10月13日、西武鉄道株を少数特定者持株数基準に係る猶予期間入り銘柄（その期間は同年4月1日から1年間）としたことを公表するとともに、西武鉄道株について、財務諸表等虚偽記載基準および公益等保護基準に該当するおそれがあるとして、その該当の有無を認定する日まで監理ポストに割り当てる 것을決定し、その旨を公表した。

東京証券取引所は、同年11月16日、西武鉄道株について、財務諸表等虚偽記載基準および公益等保護基準に該当するとして、同年12月17日に上場廃止とする旨を決定し、上記決定内容および同月16日まで西武鉄道株を整理ポストに割り当てる旨を公表した。

西武鉄道株は、同月17日、上場廃止となつた。

(9) 西武鉄道株の東京証券取引所における終値は、本件公表の日（なお、本件公表前に同日の取引は終了していた。）である平成 16 年 10 月 13 日が 1 株 1081 円、本件公表の翌日である同月 14 日に 881 円となった後、同月 21 日に 511 円となるまで下落を続けた後、500 円台および 400 円台で推移したが、同年 11 月 15 日に 325 円、上場廃止決定がされた日である同月 16 日に 268 円まで下落し、翌 17 日から 300 円台で推移し、同年 12 月 14 日に 410 円、同月 15 日に 490 円、最終取引日である同月 16 日に 485 円となった。

その後、平成 18 年 2 月に西武鉄道の会社分割など関係企業の再編が行われ、西武鉄道の株主は、その所有していた西武鉄道株 1 株につき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。上記の企業再編の際、西武鉄道株は、1 株 919 円と評価されて譲渡されるとともに、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これと同一の価格で応じた。

西武ホールディングスは、平成 19 年 5 月 21 日以降、単元未満株式の買取請求に対し、1 株 1175 円で買取りに応じている。

(10) コクドは、平成 18 年 2 月 1 日、プリンスホテルに吸収合併された。

C は、平成 17 年 2 月 19 日死亡し、その相続人である Y3 は、限定承認をした。

## 2 ①～⑨事件の当事者・請求

### (a) 当事者（【別紙 1】参照）

1 の概要に記された者のうち、西武鉄道、プリンスホテル（＝コクド）、Y1、Y2、Y3（＝C）のいずれか（主に前三者）が被告

### (b) 責任追及のための構成

②事件のみ、原告は、相対取引によって西武鉄道株を取得

→株式の売主であるコクド（＝プリンスホテル）に対して、不法行為責任+瑕疵担保責任を追及

判決は、コクドの代表取締役の説明義務違反を理由とする不法行為についてコクドの責任を認める

=他の事件と事案が異質なため、本報告では、基本的には扱わず

①、③～⑨事件では、原告は、市場取引によって西武鉄道株を取得

→西武鉄道・コクド（＝プリンスホテル）・Y1～Y3 に対して不法行為責任を追及

+Y1～Y3 に対しては、平成 16 年改正前証券取引法 24 条の 4 にもとづく責任を追及（③）

事件はこちらだけ)

\*西武鉄道・コクド（=プリンスホテル）の不法行為責任を追及するための構成  
事件によって違うが、会社自身の不法行為責任＋代表者の不法行為についての会社の責任

### III 不法行為責任・平成16年改正前証券取引法24条の4にもとづく責任の成立 (損害以外の要件)

#### 1 不法行為責任

##### (a) 会社・取締役の（過失の前提としての）注意義務

①地裁判決・④地裁判決・⑥地裁判決

=原告が損害を証明できていないとして請求棄却=その他の要件について判断せず

⑤地裁判決によれば（下線報告者）：

「有価証券報告書等を提出する会社及び当該会社の取締役は、有価証券報告書等の提出に当たり、その重要な事項について虚偽の記載がないように配慮すべき注意義務があり、これを怠ったために当該重要な事項に虚偽の記載があり、それにより当該会社が発行する有価証券を取得した者に損害が生じた場合には、当該会社及び当該取締役は、当該取得者が記載が虚偽であることを認識しながら当該有価証券を取得した等の特段の事情がない限り、当該損害について不法行為による賠償責任を負うというべきである。」

「以上のような被告西武鉄道の有価証券報告書等の虚偽記載は、被告西武鉄道の被支配状況や西武鉄道株式の流動性について投資家に重大な誤解を生じさせるおそれがあるといわねばならない。とりわけ、被告西武鉄道が、少数特定者持株数基準の施行後に、コクドが所有する西武鉄道株式の数について有価証券報告書等に真実を記載していれば、同基準所定の猶予期間…も昭和61年3月末には経過して、西武鉄道株式は上場廃止となつたはずであって、そのような事項についての虚偽記載が、投資家の投資判断に重大な影響を与える重要な事項であることは明らかであるというべきである。」

「したがって、被告西武鉄道が、昭和59年4月1日以降に提出した有価証券報告書等において、被告西武鉄道及びその取締役が注意義務を怠ったために、コクドが所有する西武鉄道株式の数という重要な事項に虚偽の記載があり、それにより西武鉄道株式を取得した者

に損害が生じたと認められる場合には、被告西武鉄道及び当該取締役は、特段の事情がない限り、当該損害について不法行為による賠償責任を負うというべきである。」

「被告西武鉄道らにつき不法行為の成立要件としての違法行為があったと認められるためには、上記…に述べたとおり、被告西武鉄道らが注意義務を怠ったために、コクドが所有する西武鉄道株式の数という有価証券報告書等の重要な事項に虚偽の記載がされたことで足りる。したがって、原告らとしては、被告西武鉄道らに虚偽記載の認識又はその可能性があったことを主張立証すれば足りるのであって、これに加えて、被告西武鉄道らに投資家が被る具体的な損害に対する予見可能性があったことまで主張立証する必要はないというべきである。」

→(1)有価証券報告書等提出会社・その会社の取締役には、「有価証券報告書等の提出に当たり、その重要な事項について虚偽の記載がないように配慮すべき注意義務」あり  
——この注意義務違反について、原告は、被告に虚偽記載の認識またはその可能性があったことを主張・立証すればよい

(2)本件虚偽記載は重要な事項についての虚偽記載

∴西武鉄道の被支配状況や西武鉄道株式の流動性について投資家に重大な誤解を生じさせるおそれ+上場廃止をもたらす事項

(⑤高裁判決・⑥高裁判決・⑦地裁判決・⑧地裁高裁判決・⑨地裁高裁判決も同様)

\* 「重要な事項」について虚偽記載がないよう配慮すべき注意義務

「虚偽記載が重要な事項に関するものであるか否かを問うことなく不法行為の成立を認めた裁判例」とされるもの<sup>3</sup>

東京地判平成 19 年 11 月 26 日判時 1998 号 141 頁

大分地判平成 20 年 3 月 3 日金判 1290 号 53 頁

→前者は、「会社の業績を判断するに際しての基本的な事項である売上高、経常利益及び当期純利益等について、数年間にわたり有価証券報告書に虚偽の記載をしたものである。」(判時 1998 号 147 頁参照) と述べ、後者は、粉飾決算が行われた事案であり、いずれも、仮に「重要な事項」に関する虚偽記載があった場合にだけ不法行為が成立すると考えたとしても不法行為の成立は認められる事案

<sup>3</sup> 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事法務 1839 号 (2008 年) 20 頁、20 頁および 25 頁注 5 [以下では黒沼 (検討) と引用]。

## （b）あてはめ

⑤地裁判決によれば：

Y1=代表取締役就任の頃（昭和 48 年）から本件虚偽記載を認識

→原告主張のすべての虚偽記載（昭和 59 年 4 月 1 日以降提出の有価証券報告書等）について、（a）の注意義務違反

Y2=取締役就任の頃（昭和 51 年）から本件虚偽記載を認識

→原告主張のすべての虚偽記載（昭和 59 年 4 月 1 日以降提出の有価証券報告書等）について、（a）の注意義務違反

C=代表取締役就任の直前（平成 16 年 4 月上旬ころ）までは本件虚偽記載を認識せず（認識可能性の有無は述べられていない）、代表取締役就任後は本件虚偽記載を認識

→平成 16 年 3 月期の有価証券報告書の虚偽記載について、（a）の注意義務違反

\*Y1・Y2・C には故意があつたといえるのではないかという指摘<sup>4</sup>

←故意不法行為と過失不法行為の相違としていわれるもの（慰謝料額の決定 etc.）<sup>5</sup>が、本件において重要か？

西武鉄道=組織的に有価証券報告書等の虚偽記載を行い、その前提となる名義株の存在を隠ぺい（名義株を他の株と区分して管理、配当金支払いを装う etc.）

→原告主張のすべての虚偽記載（昭和 59 年 4 月 1 日以降提出の有価証券報告書等）について、（a）の注意義務違反

コクド=上記西武鉄道の不法行為について、名義株の存在を公表しないことによって積極的に関与

→西武鉄道の不法行為と共同の不法行為（民 719 条 1 項前段）

（⑤高裁判決・⑥高裁判決・⑦地裁判決・⑧地裁高裁判決・⑨地裁高裁判決も同様）

## 2 平成 16 年改正前証券取引法 24 条の 4 にもとづく責任

<sup>4</sup> 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（2009 年）17 頁、17 頁。

<sup>5</sup> 窪田充見『不法行為法』（有斐閣、2007 年）76～77 頁参照。

①地裁判決・③地裁判決・④地裁判決・⑥地裁判決

=原告が損害を証明できていないとして請求棄却=こちらについても判断せず

⑤地裁判決によれば：

Y1・Y2・Cについての平成16年改正前証券取引法24条の4にもとづく責任の追及

=上記1の不法行為責任の追及と同じ損害の賠償を別の構成で追及するもの

→上記1の不法行為責任の成立が原告の追及している範囲で認められるなら、24条の4についてもとづく責任の追及する必要なし

Y1・Y2=原告の追及している範囲で不法行為責任の成立が認められる

C=平成16年3月期の有価証券報告書の虚偽記載についてのみ不法行為責任が成立

→それ以前の虚偽記載について、24条の4にもとづく責任の成否を判断

・24条の4の「重要な事項」についての虚偽記載あり

・平成16年改正前証券取引法21条2項1号所定の免責事由

「記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。」

「亡Cは代表取締役社長に就任する直前の平成16年4月上旬ころまで有価証券報告書に虚偽記載があることを知らず、また、被告西武鉄道内でも被告Aのほか株式担当者を中心とした一部の者しか名義株の存在が明らかにされておらず、株式課長には当時の社長であつた被告Y2から亡Cには名義株のことは話さないように指示までされていたというのであるから…、亡Cは、被告西武鉄道の代表取締役に就任する直前の平成16年4月上旬ころまでは、相当な注意を用いたとしても当該虚偽記載を知ることができなかつたものとして、上記の免責事由の存在を認めるのが相当である。」

→「相当の注意を用いた」ことは認定していない=同号についての一般的な解釈に反する<sup>6</sup>

(Y1について、⑤高裁判決・⑥高裁判決も同様。⑥～⑨事件ではY3(=C)は被告ではなく、⑦地裁判決・⑧地裁高裁判決・⑨地裁高裁判決は、Y1の24条の4にもとづく責任に

<sup>6</sup> 黒沼(検討)・21頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法(1)』(金融財政事情研究会、2011年)272頁および282頁注35〔加藤貴仁〕。

について判断を示さず)

## IV 損害額の算定——下級審判決と最高裁判決

### 1 「損害」概念

前提とされる「損害」概念=差額説（判例および不法行為法学説における旧通説）

たとえば①地裁判決によれば：

「不法行為における損害とは、加害状態があった場合となかった場合との利益状態の差」

→損害額の算定について考え方が分かれるのは、本件で「加害状態がなかった場合」をどのようなものだと考えるかが異なりうるから

\*損害概念について損害事実説（損害=被害者に生じた不利益それ自体。その金銭的な評価はここに含まれず）に従っても、結果は変わらず

∴両説は、「損害」と「それについての金銭的評価」を明確に切り分けるかどうか（また、それぞれのレベルでの判断枠組みが異なることを強調するかどうか）が異なるが、損害額の決定にあたって、損害の金銭的評価という作業自体はいずれにしても行われる<sup>7</sup>

### 2 判決の一覧

#### （a）一覧

- ・事件ごと【別紙1】
- ・時系列順かつ審級別【別紙2】

#### （b）傾向？

損害額がどのように算定されるかは原告の主張にも依存するが

地裁では：B1→C1→A1

高裁では：基本的にC2、一つだけB2

最高裁では：A2

---

<sup>7</sup> 窪田充見「損害賠償法の今日的課題—損害概念と損害額算定をめぐる問題を中心に—」司法研修所論集120号（2010年）1頁、9~14頁参照。

→全体として見れば、当初は裁判所に認められなかつた「本件虚偽記載がなければ西武鉄道株を取得していなかつた」（取得自体が損害）という捉え方が優勢に

すべてを一貫して説明できるか？＝NO

\* 西武鉄道株の取得時期と虚偽記載公表時点の間の期間の長さによって説明するもの<sup>8</sup>

←本件の損害額をどのようなものと捉えるかにとつて、そのような期間の長短は関係がないのでは？

### 3 最高裁判決の判旨

⑤最高裁判決によれば：

「西武鉄道株に関しては、昭和 32 年 3 月期以降本件虚偽記載が継続され、上場廃止事由として少数特定者持株数基準が定められた昭和 57 年 10 月 1 日以降継続して同基準に該当しており、現に、東京証券取引所は、本件公表後、同基準に係る猶予期間の経過を待つことなく、財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するとして本件公表後 1 カ月余にして上場廃止を決定したというのであるから、仮に、被上告人西武鉄道が上告人らによる西武鉄道株の取得より前に継続してきた本件虚偽記載をやめ、あるいは本件虚偽記載を訂正していた場合には、その後速やかに西武鉄道株につき上場廃止の措置が執られていた蓋然性が高く、少数特定者持株数基準に該当する事実の解消に向けた行動が取られたとしても、コクド等の持株数に照らして上場廃止を回避するまでに至った可能性は極めて乏しかつたとみるべきである。そうであれば、一般投資家であり、西武鉄道株を取引所市場で取得した上告人らにおいては、本件虚偽記載がなければ、取引所市場の内外を問わず、西武鉄道株を取得することはできず、あるいはその取得を避けたことは確実であつて、これを取得するという結果自体が生じなかつたとみることが相当である。」

「このように、有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかつたとみるべき場合、当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額、すなわち当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上記投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、上記株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額。以下同じ。）との差額をそれぞれ基礎とし、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

---

<sup>8</sup> 和田宗久「判批」金判 1328 号（2009 年）8 頁、17 頁。

を上記差額から控除して、これを算定すべきものと解される。

すなわち、上記投資者が上記株式を処分するまで又は事実審の口頭弁論終結時までに上記株式の市場価額が種々の要因によって変動することは通例であるところ、一般投資家である上記投資者は、当該虚偽記載がなければ上記株式を取得することはなかったとしても、取得した株式の市場価額が経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することは当然想定した上で、これを投資の対象として取得し、かつ、上記要因に関しては開示された情報に基づきこれを処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったということができる。このことからすると、上記投資者が自らの判断でその保有を継続していた間に生ずる上記要因に基づく市場価額の変動のリスクは、上記投資者が自ら負うべきであり、上記要因で市場価額が下落したことにより損失を被ったとしても、その損失は投資者の負担に帰せしめるのが相当である。したがって、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく上記株式の市場価額の下落分は、当該虚偽記載と相当因果関係がないものとして、上記差額から控除されるべきである。

以上の理は、虚偽記載の公表の前後を問わず当てはまるところであるが、虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、いわゆるろう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額の変動であるということはできず、当該虚偽記載と相当因果関係のない損害として上記差額から控除することはできないというべきである。」

「上告人らは、取引所市場において西武鉄道株を取得した一般投資家であり、西武鉄道株の市場価額が虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することを承知の上でこれを取得し、その後、開示された情報に基づき西武鉄道株を処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったものということができる。

そして、上告人らが西武鉄道株を取得してから本件公表までの間の西武鉄道株の市場価額の下落については、一般的には、虚偽記載が公表されていない間には虚偽記載が市場価額に影響を与えることは少なく、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものであることが多いと考えられるものの、前記事実関係によれば、本件公表前にコクドが本件虚偽記載に係る他人名義株を売却するなどして本件虚偽記載が一部解消されていたというのであり、その頃本件虚偽記載に起因して西武鉄道株の市場価額が下落していた可能性がある。他方、前記事実関係によても、本件公表後の西武鉄道株の市場価額については、上場廃止までの間に本件虚偽記載と無関係な要因による下落があったことはうかがわれないし、また、その後保有株式の価額が原審の口頭弁論終結時までに更に下落したことはうかがわれない。

そうすると、本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、処分株式についてはその取得価額と処分価額との差額から、保有株式についてはその取得価額と事実審の口頭弁論終結時の同株式の評価額との差額から、本件公表前の経済情勢、市場動向、被上告人西武

鉄道の業績等本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分を控除して、これを算定すべきである。以上のようにして算定すべき損害の額の立証は極めて困難であることが予想されるが、そのような場合には民訴法 248 条により相当な損害額を認定すべきである。」

(⑥最高裁判決・⑧最高裁判決・⑨最高裁判決も同様。⑥⑧⑨事件では原告は西武鉄道株を処分しているので、処分の場合だけを前提にした書きぶり)

## V 最高裁判決の検討

### 1 本件の事案の捉え方（不法行為がなかった場合の状態はどのようなものか）

最高裁＝本件虚偽記載がなければ、原告は、西武鉄道株を取得することはなかった

∴昭和 32 年 3 月期以降本件虚偽記載が継続

昭和 57 年 10 月 1 日以降継続して少数特定者持株数基準に該当

現に東京証券取引所は同基準に係る猶予期間の経過を待たずに、財務諸表等虚偽記載基準・公益等保護基準に該当するとして虚偽記載公表後 1 か月余りで上場廃止を決定

→西武鉄道が原告による取得前に本件虚偽記載をやめていれば、その後速やかに上場廃止の措置が執られていた蓋然性が高く、少数特定者持株数基準に該当する事実の解消に向けた行動がとられたとしても、コクド等の持株数に照らして上場廃止を回避するまでに至った可能性は極めて乏しい

→西武鉄道株を取引所市場で取得した原告においては、本件虚偽記載がなければ、取引所市場の内外を問わず、西武鉄道株を取得することはできず、あるいは、その取得を避けていたことは確実

=取得という結果自体が生じなかつたはず

\* 「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」とされた決定的な理由は？

・原告が個人投資家か機関投資家かは関係がなく（⑥最高裁判決・⑧最高裁判決・⑨最高裁判決は、⑤最高裁判決の「個人投資家」を「機関投資家」と書き換えただけ）、重要なのは、原告が西武鉄道株を取引所市場で取得したということか？

・原告が西武鉄道株を取引所市場で取得したからこそ、「本件虚偽記載がなければ西武鉄道株については上場廃止されていた蓋然性が高い→本件虚偽記載がなければそもそも西武鉄道株を取得することはなかった」といえる？

- ・「本件虚偽記載がなければ西武鉄道株については上場廃止されていた蓋然性が高い」とされるのは、本件で長期にわたる虚偽記載の継続があつたことによる？  
→「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」とされたのは、本件の事案の特殊性（上場廃止基準に該当する事項について、長期にわたる虚偽記載）による？  
= そう簡単には「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」とは評価されない？
- ・本件と同様に上場廃止基準に該当する事項について虚偽記載が行われた事案であったとしても、そのような虚偽記載の期間が短かった場合には、「上場廃止されていた蓋然性が高い」とはいえなくなり、「虚偽記載がなければ投資者が当該株式を取得することはなかった」とはただちにはいえない？
- ・上場廃止基準に直接該当する事項ではない事項についての虚偽記載（たとえば、粉飾決算による利益の過大計上）が行われていたならばどうか？

\* ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決〔最判平成 24 年 3 月 13 日〕<sup>9</sup>の場合

岡部反対意見（下線報告者）

「西武鉄道事件における虚偽記載の内容は、本件と異なり、株式の大口保有者に関するものであつて、虚偽記載がなければ当該株式が上場廃止とされるべきものであつた…。西武鉄道事件の原告らには、虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったという特別の事情が存在した。…利益を粉飾したという虚偽記載による株主の直接の損害が高値取得損害となり、大口株主記載をしなかつたという虚偽記載による株主の直接の損害が取得価額となるのは、虚偽記載の内容、すなわち、不法行為に該当する事実が異なることから導かれる結果である。」

⇒ 田原補足意見（下線報告者）

「一般に流通市場において株式を取得する者は、投資目的…で取得するのであるから、

---

<sup>9</sup> 最判平成 24 年 3 月 13 日裁判所 HP  
(<http://www.courts.go.jp/search/jhsp0030?hanreiid=82117&hanreiKbn=02>)。

発行会社が虚偽記載等のない経常赤字の有価証券報告書を公表していた場合に、特段の事情のない限り虚偽記載等が公表されていない場合と同様にその株式を取得することは通常あり得ず、また同社が虚偽記載等を行っていて同社の公表資料の信用性に疑念が存することが予め判っている場合に、そのような株式を投資目的で取得する者など存しないといえる。従って、一般に、虚偽記載等の後、その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は、虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったものと推認されるのであって、それらの株主にあっては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その点において、それらの株主と前掲の西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はない…。」

この田原補足意見からすれば、有価証券報告書に虚偽記載があった場合には、原則として、「虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかった」ことになる？そうではなくて、重要なのは、「経常赤字の有価証券報告書」の公表？

(詳しくはライブドア有価証券報告書虚偽記載事件についての報告で扱われることだが、「同社が虚偽記載等を行っていて同社の公表資料の信用性に疑念が存することが予め判っている場合に、そのような株式を投資目的で取得する者など存しないといえる」という部分の意味は不明。問題なのは、「虚偽記載を知りながら取得したかどうか」ではなく〔そもそも、知りながら取得した者について損害賠償を認める必要なし〕、「虚偽記載がなければ取得したかどうか」のはず)

## 2 本件での損害額の算定

### (a) 有価証券報告書の虚偽記載による損害——基本的な考え方

[A]当該株式を取得したこと自体が損害（取得自体損害説）<sup>10</sup>

- ・権利侵害＝自己決定権侵害
- ・損害＝取得価格－処分価格 or 現在価格

→原状回復的な損害賠償（取得者が当該株式を取得するという決定をしなかった状態の金銭的価値による実現）

\*虚偽記載がなければ株式を取得しなかった

→当該株式を取得したことによるリスクを投資者に負担させることは、正当化できない

<sup>10</sup> 潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907 号（2010 年）15 頁、15～16 頁等に依拠したまとめ。

=損害額の算定にあたり、取得後の当該株式の価格の上下変動に虚偽記載等以外の要因が作用したかどうかを考慮すべきではない（そのようなリスクは会社が負担すべき）

#### [B]当該株式を高値で取得したことが損害（高値取得損害説）<sup>11</sup>

- ・権利侵害=財産権侵害
- ・損害=取得価格-取得時における想定価格
- ・取得後の当該株式の価格の上下変動は、論理的には、損害の確定それ自体にとっては決定的意味を持たず

\*虚偽記載がなくとも株式は取得した（ただ、もっと安い価格で取得したはず）

→取得者は、虚偽記載発覚により株価が下落するリスク（潜在的な損害）の付着した株式を取得

→虚偽記載公表によってこのリスクが顕在化

→取得者が当該株式を処分した場合

虚偽記載の公表前に処分：取得者には損害発生せず

（リスクは顕在化しておらず。時限爆弾付商品を爆発前に他者に売ったのと同じ）

虚偽記載の公表後に処分：すでに取得者には損害発生

（リスクはすでに顕在化。この場合の処分価格は損益相殺で考慮）

#### （b）最高裁が示した算定の方法

基礎となる金額：

投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したとき

取得価額-処分価額

投資者が、株式を保有し続いているとき

取得価額-事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額

（上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額）

控除すべき金額：

（虚偽記載の公表の前後を問わず）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

---

<sup>11</sup> 潮見・前掲16頁等に依拠したまとめ。

——もっとも、「虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、いわゆるろうばい売りが集中することによる過剰な下落」は、控除できない

・・・このような下落は、「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」であり、虚偽記載と相当因果関係がある損害

（ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決も、ライブドアの虚偽記載についての開示後の株価の下落は「通常予想される事態」であるから、虚偽記載と相当因果関係がある、とする）

#### （c）本件で具体的に控除すべき市場価格の下落分

上記（b）の控除すべき金額——本件について、より具体的には：

原告による西武鉄道株取得から虚偽記載公表までの間

=西武鉄道株の株価の下落は虚偽記載とは無関係な要因に基づくものが多いと考えられるが、公表前に本件虚偽記載が一部解消（コクドが他人名義株を売却など）された頃に本件虚偽記載に起因して株価が下落していた可能性

虚偽記載公表後

=本件虚偽記載と無関係な要因による下落があったことはうかがわれない

→結局、控除すべき金額は、本件虚偽記載公表前の、本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分

=損害額の証明が極めて困難であることが予想されるが、その場合には、民訴法 248 条

#### （d）最高裁判決をどう捉えるべきか

最高裁判決：

- ・「本件虚偽記載がなければ…取得するという結果 자체が生じなかつた」と述べるが、西武鉄道株を取得したこと 자체が損害とは述べない
- ・虚偽記載公表前の、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を損害から控除
- ・田原補足意見＝「上告人らの主張の論理をそのまま貫くと、本件虚偽記載がなけ

れば本件株式を取得することはなかったのであって、取得価額に相当する金員を支出したこと自体が損害であり、事実審口頭弁論終結時までに本件株式を処分しているときは、取得価額と処分価額の差額が損害額となる」と述べた後、3 (b) に引用するよう に、このような論理を貫くことが不合理とする

= [A]の取得自体損害説ではない別の考え方？

⇒ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決の田原補足意見（下線報告者）

「一般に、虚偽記載等の後、その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は、虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったものと推認されるのであって、それらの株主にあっては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その点において、それらの株主と前掲の西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はない」

「その損害の算定は、本件株式の取得価額－処分価額もってなしたうえで、金商法21条の2により算定される限度で認容されるべきものである。」

（直接的には岡部反対意見〔金商法21条の2第2項は原則として高値取得損害を推定する規定であり、かつ、ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件では西武鉄道事件と異なり原告には虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったという特別の事情は存在しないとする〕に応答するものだが。また、同事件で結局認められた損害賠償は、「金商法21条の2第2項の推定額－同条5項による減額1割」だが）

= 西武鉄道事件においても最高裁は[A]の取得自体損害説？

（e）損害額

結局、最高裁によれば、損害額はどうなるのか？

## 西武鉄道株の株価

虚偽記載公表直前	H.16.10.13	1081 円
虚偽記載公表翌日	H.16.10.14	881 円
		(この間、株価下落)
上場廃止決定	H.16.11.16	268 円
		(この間、株価上昇)
最終取引日	H.16.12.16	485 円
西武鉄道の再編	H.18.02	919 円 (譲渡価格、買取請求に応じた価格)
単元未満株の買取り	H.19.5.21～	1175 円

### 処分投資家（取得価格 1500 円、処分価格 400 円とすると）

取得価格 1500 円 – 処分価格 400 円 = 1100 円

—— ここから控除する価格

取得後、公表までの株価下落分 (1500 円 – 1081 円 = 419 円) のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくもの

= 損害額は、控除する価格 (公表までの株価下落分のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものの金額) の大小によって決まる

仮に、控除する価格が 419 円のうちほとんどであれば

→ 【別紙 1】の C 1 (「虚偽記載公表直前の株価 1081 円 – 処分価格 400 円」を損害とする) と大差ない<sup>12</sup>

### 保有投資家（取得価格 1500 円とすると）

取得価格 1500 円 – 事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額

—— ここから控除する価格

取得後、公表までの株価下落分 (1500 円 – 1081 円 = 419 円) のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくもの

<sup>12</sup> 近藤（上）・14 頁、黒沼教授の個人ブログ記事（西武鉄道事件最高裁判決(3)）参照。  
<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/36772375.html>

= 損害額は、控除する価格（公表までの株価下落分のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものの金額）の大小と、事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額の大小によって決まる

仮に、控除する価格が 419 円のうちほとんどであり、かつ、事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額が 1175 円であれば

→ 損害額ゼロ<sup>13</sup>

### 3 虚偽記載がなければ株式を取得することがなかったといえる場合に、損害額から控除すべき金額

虚偽記載がなければ株式を取得することはなかった=株式を取得したこと自体が損害

そうだとすれば、損害額は、基本的には、取得価格<sup>14</sup>

—— ここから控除すべき金額は？

(a) (処分投資家について) 処分価格 or (保有投資家について) 当該株式の現在の価格

(損害額そのものがないとするか、損益相殺とするかはともかく<sup>15</sup>) この金額を控除すべきことに争いなし

∴ さもなければ原告が二重に利得<sup>16</sup>

\* 処分投資家について処分価格を控除することの妥当性

「取得価格 - 処分価格」を損害額とする

→ 投資家の処分タイミングによって損害賠償額は異なる

しかし、[A]の取得自体損害説からすれば、そのように損害賠償額が異なることは不当なことではない

∴ さもなければ原状回復的損害賠償にならない

たしかに、異なる損害賠償額を認める=株価下落リスクを会社に負担させるということ<sup>17</sup>

<sup>13</sup> 黒沼教授の個人ブログ記事（西武鉄道事件最高裁判決(3)）参照。

<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/36772375.html>

<sup>14</sup> 能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田喜寿『企業法の変遷』（有斐閣、2009年）309頁、338～339頁。

<sup>15</sup> 潮見・前掲22頁注6参照。

<sup>16</sup> 能見・前掲338頁。

<sup>17</sup> 近藤（上）・13～14頁。

しかし、[A]の取得自体損害説からすれば、「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」のだから、そのようなリスクをすべて会社が負担することは当然  
→処分行為の合理性<sup>18</sup>も問題にならないはず

#### （b）虚偽記載に起因しない市場価額の下落分

これを控除すべき理由として最高裁が述べていることは、要するに：

投資者は、そもそも虚偽記載がなかったならばその株式を取得はしなかったとはいえ、取得した株式の市場価額が経済情勢・市場動向・当該会社の業績等の要因（虚偽記載とは無関係な要因）にもとづいて変動することは当然想定した上で、これを投資対象として取得したといえるし、その後は、開示された情報にもとづいて株式を処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態であった

→上記要因にもとづく株価の変動リスクは、株式を取得した投資家が負うべき<sup>19</sup>

また、田原補足意見によれば：

そうでなければ「本件虚偽記載公表までに、市場で取得した本件株式の全部を処分して損失を被った者も、本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかった以上、その損失相当額を損害として主張できることとなる。また、仮に一部の上告人らが、市場で取得した本件株式の一部を本件虚偽記載公表までに市場で売却して売却損を被り、あるいは売却益を得ていた場合には、その売却損相当額も、本件虚偽記載公表後に処分したことに伴う損害に付加して請求することができ、他方売却益相当額については損益相殺すべきことになる」ため、不合理<sup>20</sup>

\*最高裁が述べる根拠は説得的か？

・「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」という場合なのに、なぜ、現実にその株式を取得してしまった以上は株価下落リスクを負わなければならないといえるのか？（「加害者の虚偽情報によって被害者が買うはずのない株式を買ってしまったのであれば、その株式の価格変動リスクを加害者に全部負担させるのは合理的である。被害者の方にも一部負担しろという議論こそ根拠がない」のではないのか？）<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> 近藤（上）・16頁。

<sup>19</sup> 近藤（上）・13頁にも同様の指摘。

<sup>20</sup> 近藤（上）・13頁にも同様の指摘。

<sup>21</sup> 能見・前掲341頁注37。また、黒沼（検討）・23～24頁。

- ・田原補足意見の述べる不合理はどこが不合理なのか？
  - = 「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」という前提に立つなら、そのような株式を取得したすべての投資家について、株式の取得の時点で取得価格分の損害はすでに生じているのであり、虚偽記載公表前に当該株式を処分した投資家についても、「取得価格－処分価格」の損害賠償が認められてよいはず
    - （「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」投資家が株式を取得し、かつ、〔虚偽記載公表前に〕同株式を処分することによって損失〔取得価格－処分価格〕を被っているのなら、それは賠償すべき損害ではないのか？）
- そのような結果は、「不合理」ではない。田原補足意見は「西武鉄道がかわいそう」と述べるだけなのでは？（VI（a）参照）
- ・結局、「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」ことを出発点としながら最高裁の考え方を理論的に根拠づけることは、できないのでは？<sup>22</sup>（虚偽記載に起因しない市場価額の下落分の控除を支えるのは、むき出しの政策的考慮だけなのでは？）

\* 取得後に株価が上昇した場合との比較論

「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」としても、取得後に株価が上昇し、その時点で株式を処分した場合に、売却益を会社に返還する必要はない  
——これとのバランスから、虚偽記載と関係のない株価の下落による損失は投資家が負担すべき？

→NO. 投資家がこのようにして利益を得る行為は、不法行為についての一種の「追認」<sup>23</sup>

\* 株式取得後の株価の下落分を損害額から控除するための損害概念

[A]の取得自体損害説以外の考え方をとる場合には、株式取得後の株価の下落分（虚偽記載と関係のないもの）の損害額からの控除を正当化できる？

- ・[B]の高値取得損害説？

しかし、高値取得損害説によれば、取得の時点では顕在化していないが、「取得価格－想定

---

<sup>22</sup> 黒沼教授の個人ブログ記事（西武鉄道事件最高裁判決(2)）参照。

<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/36463810.html>

<sup>23</sup> 能見・前掲 334～335 頁。

価格」という損害が、取得時に生じているはず

「取得価格－想定価格」を計算してみたら、虚偽記載公表前の虚偽記載に起因しない株価の下落分を控除するのと同様の結果になるということはありうるが、それは、結果が同様だというだけ

- ・総体財産損害説<sup>24</sup>？

当該株式を取得したために取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が現実に置かれている状態と、当該株式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捉える

→損害額の算定基準時は、口頭弁論終結時。取得後の株価の上下変動は損害額算定に影響を及ぼす

#### （c）最高裁判決の寺田意見が述べるもの

寺田意見＝控除が是認できるのは、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分すべてなのでなく、「虚偽記載がなければ本件株式を取得することはなかった」という前提と矛盾なく理解できる損失だけ

- ・投資者として、当該株式を保有していた期間中、仮にこれを取得することができなかつたとしても受けたであろう損失

（たとえば、当該投資家が恒常的に市場で株式投資＝資金はそれ以外の株式の保有に用いられたはず→市場における株式一般の価額下落による損失については、このような損失といえる）

- ・虚偽記載公表後も投資者が漫然と株式を保有し続けた結果生じた損失

⇒当該株式に特有の価額下落による損失（会社の業績不振による株式価額の下落など）は控除すべきでない

\*これらの金額の控除は、本当に、「虚偽記載がなければ本件株式を取得することはなかった」という前提と矛盾なく理解できるか？

虚偽記載がなければ株式を取得することはなかった＝株式を取得したこと自体が損害

---

<sup>24</sup> 潮見・前掲 16～17 頁。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 卷 3 号（2010 年）619 頁、627 頁および 632 頁も同様か。

=株式の取得の時点で取得価格分の損害はすでに生じている

→そうだとすれば、寺田意見の述べる金額も、控除を正当化できないのでは？

(たとえば、生命侵害の不法行為の場合の逸失利益計算において被害者死亡によって出費を免れた生活費を控除することと、同様の話といえるのか？)

#### 4 最高裁判決の意義・射程

有価証券報告書等について虚偽記載がされ、一般不法行為によって発行会社・その役員の責任が追及されたという場合について、一つの先例

最高裁の判示=「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合」の「当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額」についてのもの

→そうでない場合（当該虚偽記載がなくともこれを取得したとみるべき場合）の損害の額の算定方法については述べず

\*虚偽記載がなくとも当該株式を取得したといえる場合の損害額

西武鉄道事件の地裁・高裁判決では（【別紙1】）

- ・当該株式を高値で取得したことが損害とするもの（B1・B2）
- ・虚偽記載の公表によって株価が下落したことが損害とするもの（C1・C2）

\*金商法21条の2が適用される場合にはどういう意味を有する？

同条2項=推定規定

→それを超える損害（同条1項の上限の範囲内だが）を原告が証明することは禁じられない

→原告が同条2項の推定規定を用いず、かつ、当該事案が「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合」と評価された場合については、先例となる？

#### VI 賠償額を減額すべき政策的な考慮

有価証券報告書等の虚偽記載にもとづく投資家からの損害賠償請求について、賠償額を減

額すべき政策的な考慮：

（個別の損害賠償請求事件において裁判所がそのような考慮をすべきかどうかはさておき）

#### （a）会社債権者の利益

V 2 (a) [A]の取得自体損害説を徹底させると…

→虚偽記載がある状態で当該株式を取得したことがあり、かつ、取得価格 > 処分価格である者は、皆、「取得価格 - 処分価格」の損害を被っている

= 発行会社は莫大な損害賠償義務を負う（V 3 (b) で引用した田原補足意見）

→ 発行会社の存続を危うくし、発行会社の債権者の利益を害する？<sup>25</sup>

しかし

・会社に対してそのような不法行為債権を有する者（投資者）とその他の債権者の順位の問題なのであれば、それは、倒産法で対処すべき問題<sup>26</sup>

・上場会社が欠陥のある商品を流通させたことで多くの消費者に対して損害賠償責任を負う場合（たとえば、被害が広範囲にわたる薬害など）に、「それをすべて認容すればその会社が倒産するかもしれないから損害賠償額を減額しよう」という考慮を行うべきなのか？そのような場合と西武鉄道事件とが異質なものなのか？<sup>27</sup>

#### （b）投資家の間の価値移転

有価証券報告書の虚偽記載にもとづく損害賠償を発行会社にさせることは、一部の投資家（損害賠償請求が認められる者）が被った不利益を、他の投資家（株主）の負担において填補するだけ（投資家の間の価値移転）？<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> 近藤（下）・25頁。

<sup>26</sup> ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決の寺田補足意見、得津晶「判批」ジュリスト 1397 号（2010 年）103 頁、106 頁。

<sup>27</sup> 和田・前掲 19 頁参照（もっとも、同評釈は、結論としては、会社債権者も含めた投資家以外の会社の利害関係者との利害調整が必要であるということから、損害賠償額の減額について肯定的に評価する。同評釈 20 頁）。

<sup>28</sup> 近藤（下）・25 頁、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー【開示制度・不公正取引・堯規制編】』（有斐閣、2011 年）138～145 頁〔藤田友敬発言〕。

しかし

- ・虚偽記載がある状態で株式を取得した投資家とそうでない投資家とはやはり違う<sup>29</sup>
- ・西武鉄道事件の具体的な事案を前提に考えたときに、「投資家の間の価値移転」という発想が、当該事案の本質を捉えているといえるか？  
少数特定者（具体的にはコクド）の持株数が多いためにそもそも最初から本来は上場できなかつたはずの株式が、上場されていた  
=騙されていたのは一般投資家全体  
=そのような一般投資家への損害賠償を「価値移転」と呼ぶとしても、それは、「上場会社の、常に流動する投資家のうちの、一部から一部への価値移転」<sup>30</sup>なのではなく、「上場会社の親会社（なのにそれを隠していた者）から一般投資家への価値移転」

以上

---

<sup>29</sup> ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決の寺田補足意見。

<sup>30</sup> 岩原ほか・前掲 138～139 頁〔藤田友敬発言〕参照。