

# 日本取引所金融商品取引法 研究

## 第 10 号

---

2017 年 5 月 26 日 開催

会社法・金融商品取引法の最近の判例(1)—ジュピターテレコム事件決定—

早稲田大学法学部教授 若林 泰伸

1

2017 年 6 月 23 日 開催

会社法・金融商品取引法の最近の判例(2)—エフオーアイ事件判決—

学習院大学法学部教授 小出 篤

45

2017 年 7 月 28 日 開催

会社法・金融商品取引法の最近の判例(3)—IHI 事件判決—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授 飯田 秀総

93

---

2018 年 3 月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2017年10月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例（1）—ジュピターテレコム事件決定—

2017年5月26日（金）15:01～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学法学部教授

【報 告】

会社法・金融商品取引法の最近の判例（1）—ジュピターテレコム事件決定—

早稲田大学法学部教授  
若 林 泰 伸

目 次

- |  |   |
|--|---|
| I. 事実の概要<br>1. 事案の概要<br>2. 事実の概要<br>II. 地裁決定・高裁決定<br>1. 東京地決平成 27 年 3 月 4 日<br>2. 東京高決平成 27 年 10 月 14 日<br>III. 決定要旨 | IV. 検討<br>1. 本件決定の意義<br>2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例<br>3. 本件決定の検討<br>討 論 |
|--|---|

○黒沼 時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今回から 3 回にわたり「会社法・金融商品取引法の最近の判例」ということで判例研究を行いたいと思います。

本日は会社法の問題でして、早稲田大学の若林泰伸先生に「ジュピターテレコム事件決定」についてご報告をお願いしています。それでは、若林先生、よろしくお願いします。

○若林 若林でございます。どうぞよろしくお願ひいたします。

お手元に、レジュメと株式会社ジュピターテレコム（以下「J:COM」という）の株価の推移を書いた資料と決定文（ジュピターテレコム事件・最一決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁）を用意させていただいております。

I. 事実の概要

1. 事案の概要

本件は、ご案内のとおり J:COM（Y 社）による

全部取得条項付種類株式の取得に反対した株主である X が、会社法 172 条 1 項（平成 26 年法律第 90 号による改正前のもの。以下同じ）に基づいて、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした事案です。

2. 事実の概要

（1）Y 社は、平成 22 年 6 月当時、その発行する普通株式（以下「本件株式」という）を大阪証券取引所（当時）の JASDAQ スタンダードに上場していましたが、住友商事（A 社）及び KDDI（B 社）が合計して Y 社の総株主の議決権の 70% 以上を直接または間接に保有していました。

（2）A 社及び B 社は、両社で Y 社の株式を全部保有することなどを計画し、平成 25 年 2 月 26 日、買付予定数を 180 万 1,954 株、買付期間を 2 月 27 日から同年 4 月 10 日までの 30 営業日、買付価格を 1 株につき 12 万 3,000 円（以下「本件買付価格」という）として、本件株式及び Y 社の新株予約権（以下「本件株式等」という）の全部の公

開買付け（以下「本件公開買付け」という）を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかったときは、Y社において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款変更を行うなどしてその株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表しました。

Y社は、これに先立ちまして、取締役会において、本件公開買付けに関する意思決定過程から利害関係のある取締役を排除し、利害関係が存在しない、あるいは薄い取締役3人の全員一致の決議に基づいて意思決定を行いました。また、Y社は、法務アドバイザーに選任したC法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任したD証券株式会社から、本件株式の価値が1株につき12万3,000円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格が妥当である旨の意見を得ていました。さらに、Y社は、有識者により構成される第三者委員会から本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、平成25年2月26日、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明しました。

(3) 平成25年6月28日に開催されたY社の株主総会において、次のアからウまでの内容の全部取得の議案が提案され、決議がなされました。

ア. 残余財産の分配についての優先株式であるA種種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ. Y社の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、Y社がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式1株につきA種種類株式69万4,478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成25年8月2日とする。

ウ. Y社は、取得日を平成25年8月2日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

(4) 平成25年8月2日、前記(3)イの定款変更の効力が生じ、Y社は、同日、全部取得条項付種類株式の全部取得を行いました。

(5) Xらは、平成25年6月の株主総会に先立ち、前記(3)の各決議に係る議案に反対する旨をY社に通知し、かつ、上記株主総会において同議案に反対しました。そして、Xらは、会社法172条1項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをしました。

## II. 地裁決定・高裁決定

### 1. 東京地決平成27年3月4日

争点は大きく分けて2つあります。

#### (1) 取得価格決定申立ての適法性

基準日後または全部取得の議案公表後に取得された株式に係る申立ての適法性、株主総会以降に取得された株式に係る申立権の濫用、一定の投資戦略に基づく公開買付公表後の投機的な目的での取得株式に係る申立権の濫用について争われていますけれども、こちらはいずれも退けられています。

#### (2) 本件株式の取得価格

取得価格は1株当たり13万2,000円と決定されました。

#### ① レックス・ホールディングス事件決定の定式

よく知られていますとおり、レックス・ホールディングス事件決定の定式が述べられています。

「取得日における当該株式の客観的価値に加え、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格を考慮するのが相当であり」「本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値及び本件取引後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分」、すなわち「客観的価値」と「増加価値分配価格」に分けて判示されています。

## ②客観的価値の算定

その上で、客観的価値につきましては、評価基準時にできる限り近接した市場株価を基礎として算定するというので、A社、B社によるY社株の公開買付け、Y社による他社の買収についての報道がなされた平成24年10月20日の前日である10月19日以前の市場株価を基礎として評価したということです。ただ、取得日までの期間が9か月以上ありまして、その間の株価指数が上昇基調にあったため、本件報道前の株価から取得日までの市場全体の株価動向を踏まえて回帰分析による補正を行って、10万4,165円を取得日における客観的価値と算定しました。

## ③増加価値分配価格

その上で、増加価値分配価格につきましては、本件取引が公正な手続によって行われ、2013年2月の公開買付け価格が適正な増加価値分配価格を織り込んでいたものと認められますが、当該公開買付け価格から算定された客観的価値を控除した価値は低過ぎるというふうに評価されまして、当該公開買付け価格に上乘せされたと評価される差額ないしその割合を参照しつつ、補正した客観的価値を前提とした額ないし率を考慮しまして、その当時に行われていた同種のTOBについてのプレミアム、Y社の株価（公開買付け価格決定当時の上場来最高値が約11万3,000円であったこと）、業績、非公開化による影響、本件取引における公正な手続等々を考慮しまして、客観的価値の25%を増加価値分配価格と決定しています。

## 2. 東京高決平成27年10月14日

東京高裁の決定ですけれども、基本的には、地裁決定の内容を受けたものとなっていて、1株につき13万206円と算定しています。

「原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき13万206円とすべきものとした。

本件買付価格は、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。」

## III. 決定要旨

最高裁は、原決定を破棄、原々決定を取り消しまして、公開買付け価格と同額の12万3,000円と判示したわけです。

「株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえる」と判示しまして（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原決定を破棄したところです。裁判所の合理的な裁量を超えたものという

ふうに判示したわけです。

つづけて、「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である」と判示しました。

そして、本件取得価格については、前述のように特段の事情もないということで、12万3,000円にされたところでは、

#### IV. 検討

##### 1. 本件決定の意義

J:COM 事件最高裁決定（以下「本件決定」という）は、公開買付前置型の全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュアウトにおける「公正な価格」の意義について判示した重要な最高裁の決定です。

・地裁決定・高裁決定等の取得価格算定方法に対する批判

従来の下級審判例における全部取得条項付種類株式の取得価格につきましては、ご案内のとおり、レックス・ホールディングス事件決定が一般化されているところであり、先ほども出てきましたように、取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値（客観的価値）と取引の実施によって増加が期待される価値のうち株主が享受してしかる

べき部分（増加価値分配価格）を要素とする内容の決定が基本的なルールとして用いられてきたところです。

しかしながら、こうした決定につきましては、ご承知のとおり批判があるところでして、アベノミクスなどによって株価が上昇傾向にあるといったときに、こうした規範によってその株価を算定することがさまざまな問題をもたらすというふうには批判されているところです。公開買付けに応じず、全部取得決議に反対し、価格決定申立てを行うことにより、株価下落リスクを負担しないまま公開買付価格以上の支払いを受けることができるということになり、その結果、株主からの投機的な申立てを誘発することになり、ひいては企業価値を高める望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険性があるというふうには批判されたところです（飯田秀総「株式買取請求・価格決定事件における株式市場価格の機能」（商事法務 2076号（2015年））、田中亘「ジュピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」（金融・商事判例 1500号（2016年）））。

・本件決定の内容

本件は、一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われ、その後に公開買付価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得するという旨の公表が行われて、それによって取得した場合には、特段の事情のない限り、公開買付価格を取得価格とするものです。この点につきましては、テクモ事件最高裁決定や学説の通説的な理解とも整合的であると評されているところです。

・本件決定の効果

当事者が決定した価格に対して裁判所が介入していくことを抑制するというふうには評されているところでありまして（鳥山恭一「本件判批」（法学セミナー741号（2016年）））、キャッシュアウトに関する予測可能性が向上し、効率的な組織再編に繋がると期待されているところです。

また、本決定の枠組みは、平成26年改正会社法

施行後のキャッシュアウトの場合にも当てはまると一般に評価されていまして、現在の実務では、90%以上取得した場合には株式等売渡請求による（会社法 179 条の 8 第 1 項）、90%未満の場合には株式併合による（会社法 182 条の 5 第 2 項）ということになっていまして、その場合についても当てはまる規範であると評価されています。

また、本件は、多数株主による少数株主の締出しのケースですけれども、MBO の事案、金銭対価の組織再編行為にも当てはまるというふうに評価されています。そこで、以下では、株式買取請求・価格決定請求に関する判例について簡単に確認した上で、本件について検討していきたいと思えます。

## 2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例

### （1）判例の動向

①レックス・ホールディングス事件（最三決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁）

#### （a）事案の概要

レジュメに簡単に時系列でまとめていますとおり、業績の下方修正が公表されて株価が下落したところで公開買付けの公表がなされ、その後に全部取得条項付種類株式の取得が決議されたという事案です。

レックス・ホールディングス事件は、一般に不公正なケースであると判断されているところですが、1株当たり 23 万円で公開買付けを実施しまして、高裁のほうで 1株 33 万 7,000 円という決定が出されたところです。

原決定（東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁）では、取得価格についての規範につきまして、「当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である」と判示されたところです。

#### （b）最高裁決定

抗告棄却です。しかしながら、この点につきましては、いわゆる田原補足意見が出されていまして、先ほどの原決定の取得価格の意味につきましては、「MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかなるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である」と述べられたところです。

（c）レックス・ホールディングス事件決定等の問題点

#### （ア）「公正な価格」の要素

公正な価格の要素として、先ほど申し上げたような内容の規範ということになりますと、前者と後者、客観的価値と増加分につきまして区別して両者を加算するというのは論理的ではないと評価されていまして、田原補足意見の定式化というのがより適切なものとして受けとめられているのではないかと思います。

そうした規範がその後の下級審判例に反映されるという形になりまして、取引が公正であっても補正を行う必要があるというふうに理解され、そのことが、前述のような批判に繋がっていったと考えられるわけです。

また、田原補足意見につきましては、MBO 指針を引用しているところがありますけれども、概念整理として MBO 指針では取り扱われていたものが、それらを分けて合算するという形で取り扱われていることに対する批判もあります（飯田秀総・前掲、松中学「本件判批」（商事法務 2114 号（2016 年）））。

#### （イ）本件決定との関係

本件決定とレックス・ホールディングス事件決定との関係ですけれども、取引の公正・不公正という点が異なる点ではないかということが指摘されています。すなわち、レックス・ホールディングス事件は取引が不公正であったと評価された事案でありまして、取得価格が公開買付け価格と同額とされていたわけではないことのほか、幾つかの

点で不公正と受け取られる事情が存在していたということで、意見書等が公表されるときは「強圧的な効果」があるといった表示があり、また、下方に価格を誘導するような特別損失の計上が行われたといった点が、そうした事情として挙げられています。

これに対して本件決定は、公正な取引として公開買付価格を尊重した事件ですので、両事件決定は対立するわけではないという指摘があります（松中学・前掲、受川環大「本件判批」（新・判例解説 Watch 商法 No.93（2016年）1頁））。しかし、これに対しては、本件決定とレックス・ホールディングス事件決定が矛盾すると指摘されている部分があります。すなわち、株価指数一般が大幅に上昇しているような場合、客観的価値が公開買付価格を上回ってしまうことになりますと、本件決定は公開買付価格と取得価格を同額としていますので、その点において矛盾が生じるのではないかということです（日本証券経済研究所金融商品取引法研究会「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」（研究記録（2016年）58号））。

ただ、今後も、下級審裁判例はレックス・ホールディングス事件決定あるいは田原補足意見を踏襲するのではないかと予想されているところです。

## ②インテリジェンス事件（最三決平成 23 年 4 月 26 日金判 1367 号 16 頁）

### (a) 事案の概要

当時のジャスダック証券取引所に上場していた人材紹介事業等を営む会社につき、平成 20 年 8 月 28 日に開催された株主総会において、株式交換の決議がなされたというものです。こちらは、相互に特別な資本関係がある会社間の組織再編として位置づけられているのではないかと思います。

反対株主は、所定の手続に則って請求を行ったところです。

本件株式交換の計画公表直前である平成 20 年 7 月 1 日における株式の株価は 7 万 9,500 円でし

たけれども、その後、リーマンショックをはさんで、4 万 3,250 円まで下がりました。このように株価が下落した主な原因が本件株式交換にあったということです。したがって、企業価値あるいは株主価値を毀損すると言われたところです。

### (b) 決定要旨

原決定破棄・差戻しです。

「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えると同時に、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとすることにより、上記株主の利益を一定範囲で保障することにある。」

そして、シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、「公正な価格」は、買取請求がされた日における、いわゆる「ナカリセバ価格」をいうものと解するのが相当であると判示されたところです（最高裁平成 22 年（許）第 30 号同 23 年 4 月 19 日第三小法廷決定・裁判所時報 1530 号 登載予定参照）。

### (c) 小括

株式交換完全子会社の反対株主による買取請求の事案で、組織再編により企業価値の増加が生じない、毀損される場合の「公正な価格」について、いわゆる「ナカリセバ価格」と評価した事案です。

本件では、先ほども確認しましたとおり、「公正な価格」による買取請求権が付与された趣旨としまして、反対株主に退出の機会を付与するものである、したがって、組織再編がされなかった場合と同等の経済的状況を確保し、さらに、企業価値の増加が生ずる場合、それを適切に反映した価格を保障するというふうに論じられているところ

でして、「ナカリセバ価格」の保証に加えてと言っているのかどうか分かりませんが、シナジー適正分配価格を認める趣旨に読めるということです。

そして、算定基準時につきましては、買取請求時ということでありまして、これは楽天対 TBS 事件(最三決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁) の立場を踏襲しているところです。

理由づけとしましては、売買契約類似の法律関係の発生や株主の退出意思の表明に加えて、効力発生日を基準時とすれば株価変動リスクを株主が負担することになり、一方で、承認決議日を基準時とすれば株主が株価変動リスクを一切負わないことになる、というところに求められています。

その上で、「ナカリセバ価格」の算定における裁判所の裁量としまして、株式交換公表前の市場株価を参照する、そして参照株価に補正を加えるといったことが行われるということになります。

そのことがリーマンショックを間に挟んだこととの関係で問題になっているということとして、高裁決定では、マーケットモデルによる補正を認めて公正な価格を算定し、買取請求時を基準時としつつ、株価変動リスクを株主に負担させることとされました。

ただし、インテリジェンス事件の高裁決定につきましては、特別の資本関係にある当事者間の株式交換であり、かつ、一般に公正と認められる手続によりなされ、株式交換比率は客観的に合理的なものであったと判示されたにもかかわらず、株式交換によって企業価値が毀損されたとされたケースであり、この点をどのように評価すべきなのかは、いま一つよくわからないところです。

ただ、この点の株価の補正の方法等につきましては、今回の報告では、私の能力を超えるところがありまして、大変申しわけないのですが、取り上げてはおりません。

③テクモ事件（最二決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁）

(a) 事案の概要

こちらは双方に特別の資本関係のない会社間で企業価値の増加があったと捉えられた事案です。

Aは、東京証券取引所市場第一部に上場していた会社であったわけですが、平成 20 年 9 月 4 日に、原告人（当時の商号は B）との間で経営統合に向けた協議を開始することを発表しました。

株式移転によって統合するというので、平成 20 年 11 月 18 日に、各社の取締役会において承認を得て、A及び原告人を株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社として C を設立する株式移転計画を作成し、同日これを公表しました。

株式移転比率につきましては、原告人の株主に對し、1 株につき C の普通株式 1 株、A の株主に對し、1 株につき C の普通株式 0.9 株を割り当てることとされました。その株式移転につきましては、第三者機関に対して算定を依頼して得た結果を参考に協議し合意されたものということです。

平成 21 年 1 月 26 日に開催された株主総会においてこの承認決議がなされまして、同年 4 月 1 日に効力が発生したということです。

また、非常に多数の株式を持っている反対株主は、所定の手続に則って買取請求をしたということです。

(b) 決定要旨

「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と判示されました（最高裁平成 22 年（許）第 30 号同 23 年 4 月 19 日第三小法廷決定・民集 65 卷 3 号 1311 頁参照）。そして、「公正な価格」の算定に当たっては、株式買取請求日を基準日とすると判示されたところ（前記第三小法廷決定参照）。

その上で、「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、……株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格をいうと解するのが相当であるが（前記第三小法廷決定参照）、それ以外の場合には、……原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である」とされたところです。

その上で、本件は相互に特別な資本関係がない会社間の組織再編でありまして、取締役・株主の判断を尊重するという事です。「相互に特別な資本関係がない会社間において、……一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、……特段の事情のない限り、当該株式移転における移転比率は公正なものとみるのが相当である」と判示されまして、「公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されている」ということですので、基準日である買取請求日における市場株価や近接する一定の市場株価の平均値をとって算定することは、裁判所の裁量の範囲内であると判示されたところです。

### (c) 分析

企業価値の増加が生じる場合の組織再編における「公正な価格」の意義について判示されたものです。

#### (ア) 判断枠組み

企業価値の増加を生じない場合とそれ以外の場合に分けて、前者につきましては、買取請求日における「ナカリセバ価格」、後者につきましては、株式移転比率が公正なものであったならば買取請求日において有していると認められる価格とされたところです。

相互に特別な資本関係がない会社間における株

式移転ですので、取締役・株主の判断を尊重するとされて、一般に公正と認められる手続により、特段の事情がなければ公正と認め、買取請求日あるいはその近接する期間における市場価格を基礎に算定するという枠組みです。

#### (イ) 本件に対する評価

本件につきましても、事案の混乱があるのではないかと、評価の仕方に裁判所のほうで混乱があるのではないかというふうに指摘されているところです（神田秀樹「金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」（司法研修所論集 123号（2013年）41頁））。最高裁は、レジユメの13ページの神田先生の分類に従っていきまして、シナジー適正分配価格と評価していますけれども、下級審ではそのように扱われていなかったのではないかというふうに評価されています。

#### ・算定基準時

まず、「公正な価格」の算定基準時は買取請求日として、楽天対TBS事件を踏襲しているところです。

#### ・「相互に特別な資本関係がない会社間」の組織再編

相互に特別な資本関係がないケースを調べるより、あるケースを調べたほうが早いのではないかと思います。あるとされたケースでの議決権割合について簡単に幾つか書いています。

インテリジェンス事件では、議決権割合が41.5%で連結親会社として取り扱われましたので、それより少ない割合の場合に、相互に特別な資本関係がないものとされることになりうると思えます。

この場合は、いわゆる独立当事者間取引として交渉が行われ、利益相反関係がない場合の組織再編ということになるかと思えます。この点につきましては、キャッシュアウトの場合の多数株主にも関係してくるところではないかと思えます。

・「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断の尊重

その上で、「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断を尊重するということでして、取締役につきましては忠実義務がありますので、会社・株主の利益にかなう計画の作成が期待できる、株主は、そうした取締役の判断を受けて、適正な情報の開示を受けて決定ができるということで、特段の事情のない限り、一般に公正と認められる手続により効力が発生した場合には、株式移転比率は公正と認められたところと見なされます。

しかし、取締役の忠実義務に関連しましては、義務違反があるようなケースでは、裁判所の介入の必要性が高いと指摘されているところ（柳明昌「判批」（私法判例リマックス 46 号（2013 年）））。独立当事者間取引ですので、義務違反になり得るようなケースがどれだけあるかということですが、組織再編で買収者側の立場にある会社から私的利益などの提供の申出があったような場合については、場合によってはそういうこともあり得るのではないかと考えられます。

いずれにしても、そういう場合は「一般に公正と認められる手続」に該当しないような行為が行われ、あるいは「株主の合理的な判断を妨げる特段の事情」に該当する場合が少なくないと評されています。

・「一般に公正と認められる手続」の有無

「株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続」というふうに判示されています。

この点につきましては、会社法上の手続が適法に踏まれれば充足されると評価されています（石綿学「判批（下）」（商事法務 1968 号（2012 年））、伊藤靖史「判批」（判例評論 647 号（2013 年）））。また、第三者機関の株式評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったことについては特に触れられていないという指摘があります

が、そうした事情がなくとも「一般に公正と認められる手続」になる場合があるし、そうした事情が「一般に公正と認められる手続」に含まれないとも言えないというふうに評されています（石綿・前掲）。

・株主の合理的な判断を妨げる特段の事情

株主の合理的な判断を妨げる特段の事情がない限り、株式移転比率は公正であると判示されたところと見なされます。

本件では、「市場株価の下落やその推移から、直ちに」「特段の事情がある」とは言えないと判示されたところと見なされます。そうしますと、株価の下落は関係なく、株価の推移は株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたかどうかを示す事実ではないようにも思われるところと見なされます。

しかし、他方で、相場操縦により株価が操作されていた結果として株主の判断が歪められて、株主総会において合理的な判断ができなかったといった場合は、特段の事情に該当するといった指摘もなされていまして（柴田義明「判解」（ジュリスト 1455 号（2013 年）99 頁））、そうだとしますと、そのような相場操縦、あるいはそれに類する行為が行われた場合には、この特段の事情に当たるということになってくるのではないかと考えられます。

虚偽記載あるいは不実表示、それから相場操縦やそれに類するような過度の投機といったものが該当し得るかどうかが問題になってくると思われ、組織再編以外に株価の大幅な下落を生じさせる要因が見当たらない場合も、そのような事情に該当するのではないかと指摘されています（柳・前掲）。また、これ以外にも、会社救済の事案や友好的な組織再編、MBO などの場合があるのではないかと指摘されています（湯原心一「判批」（早稲田法学 90 巻 4 号（2015 年）115 頁））。

・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編で、「一般に公正と認められる手続」でなか

ったか、「特段の事情」がある場合

「企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに認定せざるを得ない」と補足意見で述べられているところです。

・「相互に特別の資本関係がない会社間」ではない場合との関係

本件は、相互に特別の資本関係がない会社間ということですが、ある場合にもなるかということ。その点につきましては、少数株主保護のための手厚い手続がとられた場合には、組織再編が公正に行われたものとして、市場株価を基礎に「公正な価格」を算定することが本決定の立場と親和的ではないかと指摘されているところです（伊藤・前掲）。

## （2）小括

こうした判例の流れを確認させていただきたいと思えます。すなわち、キャッシュアウトのケースにつきまして、組織再編の場合と全部取得条項付種類株式の場合の両方があり得るということで、これらについては整合的に解釈することが望ましいと考えられてきて、「公正な価格」ということが言われてきました。

組織再編の事案におきましては、企業価値の増大・毀損にかかわらず、「公正な価格」の算定基準時とは買取請求時をいうと判例では統一されているということです。

その上で、買取請求権制度の趣旨としましては、反対株主に退出の機会を付与し、組織再編がなかったときと同等の経済状態を確保し、さらに、企業価値が増大する場合には、企業価値の適切な分配をすることで反対株主の利益保障をするということが指摘されています。

企業価値の増加が生じない場合とそれ以外の場合に分けて、前者におきましては、「公正な価格」とは、株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格を言い、組織再編公表

前の市場価格、あるいはそうした一般的な市場の株価動向を踏まえて補正するといったことが行われます。後者の企業価値が増加する場合には、公正な価格とは、組織再編比率が公正なものであったならば株式買取請求日においてその株式が有していると認められる価格を言い、独立当事者間取引の場合には、一般に公正と認められる手続を踏めば、組織再編比率を公正と認め、買取請求時ないしそれに近接した期間の市場株価を参照して算定されるということになったわけです。

しかしながら、レックス・ホールディングス事件で確認しましたように、公開買付前置型のキャッシュアウトの事案における「公正な価格」につきましては、取得日における「客観的価値+増加価値分配価格」と判示されたところ。市場株価が一般的に上昇している場合には、客観的価値の補正をする裁判例が出てきた結果、非常に高額な取得価格が認められたということです。

これに対して、本件決定は、公開買付前置型のキャッシュアウトの事案でありまして、一般に公正と認められる手続を踏めば、公開買付価格を取得価格とするという事案です。そこで、この点について具体的に検討していくことにしたいと思います。

## 3. 本件決定の検討

（1）本件決定の判断枠組みが当てはまる場合——多数株主の意義

まずは多数株主が問題となります。株式の相当数を保有する株主とはどういった株主かということです。この点につきましては、本件では合計で70%以上を直接・間接に保有する株主であったところですが、調査官解説の中では、「株主総会の特別決議を要する議案を単独で可決可能な議決権を有する株主またはこれに準じる株主」と説明されているところです（高原知明「本件判批」（ジュリスト1503号（2017年）87頁））。

一般に、公開買付前置型でキャッシュアウトが行われるケースにつきましては、少なくとも特別決議を通すことができるだけの議決権割合の株式

を公開買付けで買い付けた後にキャッシュアウトの手続をとるということが一般的ではないかと思えます。したがって、組織再編のケースでは、「相互に特別の資本関係がある会社間」ということで、3分の2を大幅に下回るような議決権割合のケースもありますけれども、こちらのケースにつきましては、おそらくそのようなことはほとんど起こり得ないのではないかと考えられます。

いずれにせよ、そのような多数株主がどういった株主かによって、「一般に公正と認められる手続」のレベルが変わってくると考えられます。

## （2）「一般に公正と認められる手続」

### ①概説

独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主に対しては、公開買付け価格をすなわち取得価格とするといった表示がなされるなど、一般に公正と認められる手続によって公開買付けが行われ、同価格で全部取得が行われた場合、ということが規範として述べられているところです。

この点につきましては、本件決定が残した課題と評価されていまして、裁判所が手続についての程度立ち入った審査を行うべきかということが残された課題として指摘され、外形的に独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くだけでは不十分であると言われていまして（田中亘「ジュピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」（金融・商事判例 1500号（2016年）））。

### ②「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」

#### （a）独立した第三者委員会

独立した第三者委員会の内容が問題になっています。本件では、有識者から成る第三者委員会が設置されていたということです。具体的には、企業法務で非常に著名な弁護士の方、M&Aの研究を行っている大学教授、それから投資銀行と証券会

社の勤務経験のある財務アドバイザーということで、先生方もおそらく弁護士と大学教授のお二人については名前を聞いたことがあるような著名な方が有識者として入っている委員会です。

#### （ア）権限

第三者委員会にはどういった権限が必要とされるかということにつきましては、TOB等の意見表明について勧告をする、情報収集をして場合によっては交渉をする、そしてアドバイザー契約を締結する、といったことが考えられるというふうに指摘されています（森・濱田松本法律事務所編「M&A法大系」（有斐閣（2015年）））。

一般に、いわゆる諮問型の第三者委員会と交渉型の第三者委員会があるとされていまして、本件では、Y社の取締役がA社、B社と交渉していますので、第三者委員会は諮問型に該当するのではないかと思います。

本件では、Y社による公開買付けへの賛同・応募推奨の意見を表明することは相当であると取締役会に対して答申をしまして、そのような活動を行ったということです。

しかし、多数株主による少数株主の締出しのケースにつきましては、ご承知のとおり、交渉型の第三者委員会が望ましいのではないかということがつとに指摘されているところです。ただ、本件のMBOが行われた当時におきましては、交渉権限を第三者委員会に付与することはどうもまれであったようでして、多くの第三者委員会は諮問型であったということのようです。また、有識者に対して交渉権限を委ねることにつきましては、有識者が責任をとれるかという問題もありまして、なかなかそのような者に権限を与えることが難しかったというふうにも考えられます。

それから、単独でMBOを実施するようなケースとは異なりまして、本件では2社の多数株主が締出しをするというケースですので、ひょっとしたらその2社間で交渉をするなどして適正な企業再編が行われた可能性があるのではないかと思ったところです。ただ、同じ利害を有していますので、

あまり関係ないかもしれないとも思います。

それから、専門家を指名する権限の有無ですけれども、企業再編につきまして、その提案を評価したり、あるいは事業計画を評価したりする場合には、専門家を指名するという権限がないと、利益相反関係にある会社から指名された者がそうした意見を出しても、あまり信頼の置けるものにはならないのではないかとということが指摘されるところです。この点につきまして、本件の第三者委員会が専門家を指名したというようなことはどうもなかったようです。ただ、前述のように、本件の第三者委員会のメンバーの中にはこの分野において非常に著名な専門家が入っていたと認められますので、ひょっとしたらそのような事情も関係してくるのではないかと思います。

#### (イ) 組織

利益相反回避措置として第三者委員会が設けられるということですので、一般的には社外取締役・社外監査役か有識者により構成されるということです。

本件の第三者委員会のメンバーはわかっているところですが、どういった形で組織されていたのかということについてはいま一つよくわかりません。前述のように、交渉権限があったかどうか、それにふさわしい陣容になっていたかどうかといったことが問われるということです。有識者の選任は次善の策であると指摘されていますけれども（森・濱田松本法律事務所編・前掲）、本件では、社外取締役もいなかったということで、やむを得ない措置かと思えます。

#### (ウ) 地裁決定における審査の対象

MBO等については、形式面と実質面の両面を審査する必要性が指摘されるところです。第三者委員会のメンバー及び利害関係がないことの確認をするということです。それから、交渉・選任権限がなかったことは、手続の公正性を判断する上で問題ないとされましたけれども、果たして十分だったかということが問題になり得ます。

本件の第三者委員会は、2013年2月に最終的な公開買付けを行っているところですが、合計14回にわたって会合を開催したということが認定されています。そして、情報収集と協議検討を行ったということですが、決定文の中からは、具体的な情報は読み取れないところです。

第三者委員会の答申の内容につきましては、前述のとおりでありまして、公開買付けについて賛同する、そして応募推奨を表明することは相当であるという意見が答申されました。ただ、反対株主側からは、第三者委員会の検討資料や議事資料といったものの提出が求められたようですが、裁判所はそれらについてはどうも提出を命じなかったようでして、実質面の審査につきましては、裁判所はあまり行ってはいないように見受けられます。

本件の第三者委員会のメンバーにつきましては、おそらくは事業計画等をそれなりに評価できる能力を持った専門家が起用されていたのではないかと推察されますけれども、そうしたことがきちんと適切に行われたかどうかということが評価される必要があるように思われます。

#### (b) 専門家からの意見聴取

##### (ア) 専門家の意義

専門家からの意見聴取につきましては、独立した専門家が必要であるということで、各当事者がそれぞれ独立した専門家を起用したということです。

##### (イ) 依頼する者と専門家の使い方

買収者あるいは多数株主側から選任されることは望ましくないということとはつとに指摘されているところですが、本件では、第三者委員会には専門家を指名する権限もなく、利用もしていないということです。こういった実態をどのように評価するかということが問題となり得るということです。

##### (c) その他

既に出てきましたとおり、利害関係のある取締役は排除されていました。11名の取締役の内、代表者・役職員であった6名と、直近まで役職員であった2名が実質的に排除されました。監査役につきましても、役職員を兼務している者については取締役会に出席せず、弁護士につきましても、情報隔離措置がとられていたということです。

それから、対抗提案を排除するような取決めとか、あるいは短めのTOBの期間を設定することで対抗提案を排除するような可能性があったかということですが、この点につきましても、70%超の議決権を保有していますので、おそらく本件では無関係なのだろうと思われます。

MOM（マジョリティー・オブ・マイノリティー）に関しては、公開買付けの条件には入っていなかった模様です（買付株数の下限・上限ともになし）。約66.58%の少数株主が応募していましたので、過半数を超えて約3分の2に迫る応募があったということです。

問題はそれ以外の株主ですが、こちらにつきましても、ざっくりとした計算ですけれども、TOBに応募しなかった者の多くは、おそらく反対株主として買取請求権を行使した株主である模様です。したがって、おそらくは投機的な株主ということではなかったかと思えます。

### ③公開買付価格と同額で取得する旨の明示

いわゆる強圧性に対処するための開示ですけれども、公開買付前置型のキャッシュアウトにつきましても、公開買付けの時点で対価の公正さを判断することが必要になり、公開買付価格と同額で取得する旨の明示はそのための前提であると評価されているところです。したがって、それ以降はもう変更しないということが確立しているような場合、そういうコミットがなされているような場合についても本件の規範が当てはまるということです。

ただ、この点に関しましては、公開買付け時の開示の仕方としまして、取得価格の計算の仕方につき、事情の変化により株価の変動に応じて同方向

に取得価格を変更する旨の開示をしてはどうかということが指摘されています（日本証券経済研究所金融商品取引法研究会・前掲）。TOB開始からキャッシュアウトの完了まで、本件では9か月以上要していますが、時間がかかる場合には、そのときの株価の変動に応じて取得価格も変えてもいいのではないかとすることを念頭に置いた提案ではないかと思えます。

ただ、どのような形で株価の変動を取得価格の変動に反映させるのかということが問題になってくるのではないかと思えます。また、そのような形で株価が変動することをある種取得価格に自動的に組み込んで決定をするということになりますと、後述するような特段の事情の考慮にも関係してくるのではないかと思えます。

### （3）「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた」と認めるに足りる特段の事情

#### ①概説

「特段の事情」が認められなければ、公開買付価格はすなわち取得価格になるということでありまして、「特段の事情」が認められれば、例外的に裁判所が取得価格を独自に算定して決定することになります。

ただ、この点につきましても、裁判所が「補正」を行うべき理由としては不十分であるという指摘がなされているところでして、「将来の市場動向についての公開買付け時点での予想を反映する形で公開買付価格が決定されたことと、基準時における公正な価格を算定するためにその後生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体何ら矛盾しない」というふうに指摘されています（日本証券経済研究所金融商品取引法研究会・前掲）。

いずれにしても、最高裁は、キャッシュアウトの全部取得条項付種類株式の取得のところだけではなくて、公開買付けから一連の取引を前提にして、その取引の基礎になった事情に予期しない変動が生じた」と認められるに足りる事情をここで取り上げているというふうに考えられます。

本件の決定要旨によりますと、基本的には、取得日までに生じた市場株価の一般的な変動は考慮しないということが指摘されているところです。

## ②「特段の事情」の内容

「特段の事情」の具体的な内容についてもはっきりしないということです。

「株価の変動も織り込んで公開買付価格が決定されていることが補正をしない理由であれば、「予期しない変動」とは株価に織り込まれないようなものか否かが基準」となるといった指摘がありまして、株価に織り込まれないようなものであれば、補正があり得るということです（藤田友敬「本件判批」（論究ジュリスト20号（2017年）））。

この点につきまして、小池裁判官の補足意見の中で、本件のケースにつきまして、「特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられる」というふうに評価されています。

公開買付けにつきましては、約66.58%の少数株主が応募しており、全部取得決定の株主総会決議につきましては、賛成が約92.3%であったところですが、全部取得の場合には、そうした公開買付けあるいは株主総会決議後に予期しない変動が起こり得るというふうにも考えられます。ですので、そういった事情だけでは予期しない変動が生じたか否かは決定できないということです。

それから、キャッシュアウトのケースでは、株価の推移からもわかりますとおり、株式市場においてキャッシュアウトの価格に固定されるというように考えられますので、本件買付価格が株式市場に受け入れられるということがどういうことなのか、いま一つ判然としないところです。

いずれにしても、二段階の企業再編に要する期間を可能な限り短縮することによって、こうした特段の事情に当たり得るものを減らすということが必要ではないかというふうに指摘されています（鳥山恭一・前掲）。

## （4）裁判所による取得価格の算定

一般に公正と認められる手続がとられていない場合、「公開買付価格＝取得価格」であることが明示されていない場合、それから特段の事情がある場合に、裁判所が独自に取得価格を算定することになるかと思えます。

公開買付前置型のキャッシュアウトにつきましては、前述のとおり、株価はキャッシュアウトの対価に固定されるという特徴があると指摘されています。したがって、対価の公正性を判断する時点は、公開買付時点となり、価格算定の基準時が意味を持たなくなると指摘されています（藤田・前掲）。

本件は、公開買付価格が取得価格となる場合の要件を示したものと考えられるところですが、そうとはならない場合は例外的と言えようかと思えます。

キャッシュアウトの対価の公正性の判断時点としては公開買付時が指摘されているわけですが、公開買付時点以外であるときには、裁判所が公開買付時点における判断として公正な価格が幾らであったのかということを決める必要があると考えられます。そうした場合として、不当に長期間空いてしまったケースや、当初の計画を修正せざるを得ないようなケースなどが指摘されています。

既に冒頭で指摘させていただいたとおり、本件の決定要旨によりますと、レックス・ホールディングス事件決定の定式と矛盾することとなり得るというふうに評されているところです。

もっとも、手続の公正さ等が確保されなかった場合に裁判所がどのような形で価格を算定するかということにつきましては、これまでの下級審の裁判例を見る限り、やはり何らかの形で客観的価値を算定し、何らかの形でプレミアムをつけるといった方法がとられているのではないかと思えますが、実際にそうした算定方法になるのかということとは問題になってこようかと思えます。

## （5）課題

①キャッシュアウト手段としての株式等売渡請求・株式併合

本決定の論理は、株式等売渡請求・株式併合にも当てはまるとされます。ただ、TOB と株式等売渡請求に要する期間については、TOB に 20～30 営業日、上場廃止に 1 か月ほどかかり、売渡請求まで加えると、合計で大体 3 か月程度で行われている模様で、TOB 期間終了後、取締役会の承認を行い、上場廃止の手續後に取得日を設定することとなります。ですので、おそらく特段の事情に該当するような場合は非常に少なくなってくるのではないかと思います。

他方、株式併合の場合は、特別決議を要するということがありますので、全部取得の場合と似たような形になってくる可能性があるということです。

②企業価値の増加・毀損の有無

一方で、取締役と多数派株主が M&A 取引を承認した以上、企業価値を増加させるものであったと考えてよいという評価がありますけれども、他方で、株価の分析を行うことで企業価値の増加・毀損といったものを評価できるという見解もありまして、いずれも一長一短と申しますが、その点を今後どのように詰めていくかということが問題になってくると思います。

また、その他の手段との関係が問題になりますけれども、この点については、大変申しわけありませんが、今回は全く検討することができませんでした。

時間を超過して申しわけありません。ご教示を賜りますようお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 どうもご報告ありがとうございました。それでは、討論に入りたいと思います。どの点からでも結構ですので、ご意見・ご質問をいただければと思います。

【本件決定と田原補足意見との関係】

○飯田 本件決定とレックス・ホールディングス事件の田原補足意見との関係について、レジユメの 22 ページの記載からすると、結局矛盾はないというご評価なのかを確認させていただければと思います。22 ページを見ますと、公開買付時点で公正であったであろう対価の価格を算定することですから、そうすれば、取得日時点での「客観的価値+増加価値分配価格」という定式を示した田原補足意見とはやはり異なるのだとご理解されているのか、ということをお教えいただければと思います。

○若林 藤田先生のご論考を拝読させていただきました。それで藤田先生のご指摘が正しいのではないかとこのように考えまして、そのように評価しているところです。

○飯田 ですので、結局、補正の話というのは、基本的にはしてはいけないということになったのだということですね。

○若林 はい。

○飯田 わかりました。

【裁判所による取得価格算定の補正を否定する理由づけ】

○行澤 今のご指摘にもありましたように、公正価格の判断の際に、公開買付けの際の評価以降の株価の変動を考慮することは別に間違っていないものの、公開買付時点で評価済みのものがベースになるべきだという本件決定の考え方と、取得日においてその後の事情を全部評価して補正するのだというレックス・ホールディングス事件決定の考え方は、確かに一見すると矛盾するように見えます。ここでご質問したいのは、本件決定は、事後的補正につき、本来考慮することが相当でないとい認められる要素を考慮して価格を決定するのだと評価した上で、それをやってはいけないと言っているのですが、では、本件決定が、評価の時点として公開買付時点を原則としなければならないと言っている理由は何かということです。本

件決定からは、その後の補正をやってはいけないという理由がいま一つ分かりづらくて、従来言われていたように、投機を許すからだとか、あるべきキャッシュアウトを阻害するからだとか、そういう理由がない限りは、レックス・ホールディングス事件決定のような事後的補正をやってはいけないという議論につながりにくいと思うのですが、その点についてのご見解をお聞かせいただければと思います。

○若林 確かに、その点についての理由づけが必ずしも明確でないというのは、先生のおっしゃるとおりではないかと思えます。

○行澤 ということは、本件決定は、やはりそういう政策的な理由の裏付けとか、そういうことがやはり必要ではないかというふうに理解すべきでしょうか。先生はどう理解されますか。

○若林 私は、従来からありました批判がやはり正しいのではないかと思っていて、本件につきましても、結局、ここで反対して取得の請求をしている株主というのは、非常に投機的な行動をとっていたのではないかというふうに推測されるような株主ではないかと思ったところですので、そうした観点では重要ではないかと思ったのですけれども。

○行澤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【本件決定とインテリジェンス事件決定との関係】

○白井 補正のところでもいろいろと議論になっていますので、私も補正に関する問題をご質問させていただければと存じます。

本件決定と、報告の中で取り上げてくださったインテリジェンス事件決定との関係について、どのように分析をされているのでしょうか。この2つの決定では、一方では補正を否定し、他方では補正を行った高裁決定の判断は合理的な裁量の範囲内であるという説明をしているようですが、そこに矛盾や抵触はないのかという問題です。仮に抵触はないという形で何か説明をつけるのであれば、どのようなご説明をお考えなのかというところを、もう少しご説明いただくとありがたいで

す。

○若林 ご報告の中でも述べさせていただきましたけれども、J:COM 事件の評価といたしましうか、事案の特質性といたしましうか、その部分がよくわからないとされているところでは

レジュメの10ページに書いていますけれども、インテリジェンス事件は、一般に公正と認められている手続によりなされ、しかも手続的な内容だけではなくて、ある意味実態面で株式公開比率が客観的に合理的だとされたにもかかわらず、企業価値が毀損されたケースであると考えられますが、そういう形で評価された部分が本当に正しかったのかという点が、私にはいま一つよくわからないところでは。毀損されたところの評価の部分は正しかったのかどうかというところが、本件決定との整合性を考える上で重要になってくるのではないかと思うのですが、そこは私もいま一つよくわかっていません。

○白井 そういたしますと、補正をすべきかどうかのメルクマールとして重要であると若林先生がお考えになっているのは、問題となっている企業買収が、企業価値を毀損するタイプの買収だったのか、それとも企業価値を増加するタイプの買収だったのかという点になるということでしょうか。

○若林 そこはそうだと思います。やはり J:COM 事件では企業価値を増加するタイプの買収が問題となりましたので、そこは違うと思えますけれども、果たしてインテリジェンス事件はそれでいいのかというのが問題だということでは

#### 【本件決定とレックス・ホールディングス事件決定との関係】

○前田 本決定の射程にかかわることで、初めに飯田先生がご指摘になったことと関連するのですけれども、レジュメの22ページの8行目あたりのところで、手続の公正さ等が確保されなかった場合、例えば利益相反回避措置がとられていなかったという場合であれば、裁判所が価格を決定せざるを得ないということになると思うのですけれ

ども、そのときに、一つの考え方は、そこにお書きくださっていますように、公開買付時点で公正であったであろう価格を裁判所が何とか算定してくると。つまり、公正な公開買付価格であれば幾らであったかということを出してきて、この決定の考え方に従えば、その場合は補正はしないということになると思うのですね。

もう一つの考え方は、レックス・ホールディングス事件決定がとったように、二段階に分けて、それで2つを合算すると。それが、そこにお書きになっている「客観的価値+増加価値分配価格」という定式になるのだと思うのです。取得日時点でのこの2つの価格を出してきて合算をする。こちらのやり方をもしとるとすれば、取得日時点ですから、補正をすることになりますよね。

ですから、今後手続の公正さ等が確保されなかった場合に、最高裁がどういう立場をとるのがなかなかわかりにくいところですが、私の理解では、2つの方法があり得ると思うのです。若林先生のレジュメで2つ書いておられるのは、別の2つの考え方だというご趣旨で書かれているのでしょうか。私は、この2つは別だと理解していたのですけれども。

○若林 レジュメを作成したのが切羽詰まっていたところでしたので、非常に不正確な書き方をしたのかもしれないと思ったのですけれども、レックス・ホールディングス事件と矛盾することになるのだけれども、下級審において不公正とされたケースは、従来の方法といえましょうか、株式の客観的価値にプレミアミムを加算して算出するという方法をとっているのではないかと思いますので、そういう趣旨で書かせていただきました。

○前田 そういうやり方もあると思うのですけれど、その場合は、先ほど申しましたように取得日時点の価格を出すことになるので、結局補正をすることになるのではないかと思いますのです。

○加藤 レックス・ホールディングス事件決定と本件決定の関係について今議論がされていると思うのですけれども、確かにレックス・ホールディングス事件の原決定は、客観的価値と株価上昇

に対する期待価値に分けて算定していましたが、客観的価値については、公開買付けが公表される前の株価を基準にして算定してしまっていて、補正はしていません。さらに、公開買付けから実際にキャッシュアウトが行われるまでの期間はやはり半年ぐらいであったので、そうすると、実際に田原補足意見の定式に従ったから必ず補正をしなければいけないというのは、おそらく、これまでの下級審の立場ではないと思います。

○白井 加藤先生のご意見に関連してなのですが、レックス・ホールディングス事件の原決定は補正を行っておらず、最高裁もそれを是認しているわけですから、田原補足意見の定式に従うと論理必然的に補正が必要になるということには必ずしもならないのではないかと思います。その上で、取引条件の公正さを判断するに当たっては、株式買取請求権の行使時点での株式の客観的価値を算定するという話と、どこまでの情報に基づいて取引条件の公正さを判断すべきかという話は、一応は区別できるようなと思います。

○黒沼 そうすると、取得日を基準にすると、当然補正がなされるはずだというお考えでしょうか。

○白井 いえ、そうは考えていません。取引条件の公正さの判断をまずは行い、その判断に当たっては、取引に関する意思決定の時点で存在する情報に基づいて判断すべきと考えておりますので、仮に取引条件が公正であると判断されるのであれば、たとえその後の市場全体の株価上昇が生じたとしても、補正はすべきではないという立場に立つことは可能なのではないかと思います。

#### 【シナジー適正分配価格と補正との関係】

○行澤 今の加藤先生のお話は、そのとおりでと思います。ただ、いわゆるナカリセバ価格の部分はそうなのですが、客観的価値ではなくて、シナジー増大分の分配の判断の際に、その後の株価の上昇等は一切考慮されないという建前なのでしょうか。ここがブラックボックスになっていて、田原補足意見の難しい点なのですから、最終的

に類似のケースも見て25%ぐらいがプレミアムだろうかと決めるのが相場だと思うのです。理屈から言って、企業価値の増大によるあるべきシナジーの増加は、ある程度その後の企業の株価の増大等に反映されていると考えるのが一般的かと思ったのですけれども、その場合でも、それは補正とは言わないわけですね。

○飯田 今のご意見というのは、おそらくシナジーの分配などの公正性をどの時点で判断するかという問題についてのご指摘だと思います。それは本件決定の立場からすると、おそらく公開買付けの時点で決まるということですし、テクモ事件でも同じように株主総会決議の時点ということだったと思います。ですから、実際に統合した結果、もしかしたら100に上がるかもしれないけれども、それは50%の確率である、もしかしたらシナジーは0かもしれないけれども、それも50%の確率であるということだとすると、期待値で50ですというのが前提になって、それで条件が決まりましたということになっているのが、公開買付けの時点であったり、株主総会の時点であったりということになると思います。

その後の株価の動向を反映させるというのは、それは結局100になったから正しいシナジーの分配は100だったのだという議論なのではないかなと思ひまして、そういう判断はしないというのが本件決定であり、テクモ事件の意味ではないかというふうに思います。

○行澤 それはわかりますが、レックス・ホールディングス事件の判断でも、今おっしゃったような本件決定に整合的・親和的な考え方をとったといえるかどうかの問題だとは思ひます。

○黒沼 今のご質問を端的に言うと、本件決定はレックス・ホールディングス事件の田原補足意見を変更したものなのか否かということですよ。

○行澤 はい。本件決定は田原補足意見とは違うということをお前提にしながら、前田先生のご質問にありましたように、利益相反回避措置が不十分な場合にはレックス・ホールディングス事件決定の基準が適用されるとして、そうすると、当

該基準をとった場合には補正することになるのではないかという質問でございました。つまり、田原補足意見に従う場合、シナジーの分配の部分で補正ということを考えていなかったのかどうかという点については、少なくとも明らかではないのかなと思ひて、質問させていただきました。

○黒沼 理解のために質問させていただきたいのですが、飯田先生のお答えは、シナジー分配の部分で補正をするか否かという問い自体がおかしいということでしたか。

○飯田 趣旨としてはそういうことになります。要するに、そういうシナジーの分配のあり方をどの時点で決めるかということについて、判断時点が取得日ではないというのは、手続が公正ではないというときも同じであるというメッセージとして受け取ったほうがいいのではないかと思ひています。ですから、ナカリセバ価格のときとそうでないときとで、哲学というか、考え方が全然違うということではないかと思ひます。

○行澤 価値判断というか、意見としてはよくわかりました。ただ、レックス・ホールディングス事件決定に対する評価としてはどうかということは、やはりまだグレーだということで一旦引き取らせていただきたいと思います。(笑)

【市場急変は「特段の事情」として認められるか／機会主義の抑制を補正の理由に据えることの是非】

○伊藤 最初に行澤先生が質問されたところの続きのようなことですが、最高裁決定が補正を否定した理由がどこにあるのかという話です。船津先生がジュリストに書かれた評釈によると、この決定文を読む限りでは、機会主義の抑止というよりは、公開買付け価格を決定していたときに、市場の一般的な株価の変動も織り込んで決定しているのだから、さらに補正をしてしまうと、同じことをもう一回考慮することになって理論的に正しくないという理由なのではないかと述べられています(船津浩司「判批」(ジュリスト1505号(2017年)105頁))。このような補正を否定する理由

は、補正を認めるべき例外的な特段の事情の範囲のほうに影響すると思います。

船津先生の評釈によると、もし「最初の公開買付決定時に市場の一般的な株価の変動も織り込まれていたのだから」ということが補正を否定する理由なのであれば、特段の事情のほうには市場の一般的な価格変動以外の要素がいろいろと含まれるのではないかというふうに書かれていました。

そういうことを前提に、もう少し特段の事情の中身を考えたいのですけれども、例えば船津先生が書かれていたような、市場の一般的な価格変動以外の要素というものには、予想外の事象によってかなり市場が大きく動いた場合は入るのでしょうか。公開買付価格を決定したときには誰も予想もしなかったような何らかのショックがあって市場全体がかなり大きく動いた場合に、補正を認めるべき特段の事情になり得るのかどうかということです。

あるいは、この補正が認められる場合があるかもしれないという議論で、藤田先生の解説では、レジュメの21ページにも紹介されているように、株価に織り込まれないようなものであれば補正があり得ると書かれています。株価にもし影響しない事情であれば、なぜ補正をする必要があるのかわかりませんので、この記述は少し補足をして読まなければいけないのではないかとも思いました。

さらに、補正を否定する理由について、仮に機会主義を抑止しなければいけないという根拠を正面に強く押し出すのであれば、そもそも補正を許すべき場合がなくなるのではないかとも思いました。どのような理由にせよ、補正をすること自体がおそらく機会主義的行動をもたらすのでしょうかから、機会主義を抑止を根拠にするならば、理論的には補正を認めるべき場合がなくなるのではないかということです。そのあたりの最高裁決定がどう言っているのかという話と、理論的にどう評価すべきなのかという話について、ご感触があったら伺いたいのですけれど。

○黒沼　それでは、お答えをまず船津先生から

いただいて（笑）、若林先生にご発言いただくということでもよろしいでしょうか。

○伊藤　はい。

○船津　伊藤先生にご紹介いただいたとおりでして、若林先生が読まれなかった決定要旨のところ、レジュメの4ページの（2）の前のところ、平成27年3月26日の最高裁決定があるから裁判所の合理的な裁量を超えたものだと言っているのですが、この平成27年の最高裁決定というのが本件において一体どのような位置づけになるのかというところが私は気になりました。平成27年の最高裁決定というのはいろいろと読み方があって、裁判所の誤解もあるのではないかという見解もありますけれども、エッセンスとしては、要素のダブルカウントをするなどということだと私は理解しました。そういう観点からすると、株価の変動までが公開買付価格に織り込まれていることを前提にしたなら、事後的にさらにそれをプラスするのはおかしいと裁判所は考えたのではないかと。それを超えて、機会主義的な行動の抑止等を考えて最高裁が補正を否定したとは、テキスト上は読めないのではないかと私は考えております。

そういう機会主義的行動を抑止するということについておそらく明示しているのではないかという事案としては、楽天対TBS事件のときに、同じような考慮に関して最高裁が少し言及しておりますけれども、そのような例がある中で、本件決定では言及されていない以上は——背後にそういう考慮があったかどうかはともかくとして——、決定的な要素にはしていないのではないかと考えております。したがって、補正を認める余地も広がるのではないかと私は考えております。

ということで、伊藤先生のご質問には全く答えていませんで、敷衍しただけですけれども、私からは以上です。

○若林　予想外の事情で市場が大きく動いたような場合として私が考えておりましたのは、相場操縦や過度の投機のような、ある種人為的な要素といえましょうか、そういったものが非常に大きく関係しているような場合です。マーケットが非

常に大きく動くというのは間々あることですので、どれぐらい大きく動くかということにもよるのかもしれませんがけれども、基本的にはそのように考えていたところではあります。

○志谷 今の点ですけれども、大きく市場が動いた場合であるというお話でしたので、そうすると、この特段の事情が認められるのはかなり狭いと理解しておいてよろしいでしょうか。

○若林 そうですね。私は調査官解説の文章からそのように考えた次第です。ですから、取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた場合とは、そのように非常に例外的なのではないかというふうに思いました。

○志谷 もう一点確認させていただきたいのですが、そうしますと、やはり最高裁は、今回の決定で、何をもって補正とするのかはともかくとして、補正をしないという態度を強く打ち出していると理解してよろしいでしょうか。

○若林 本件につきましては、多数株主が少数株主を締め出すケースですので、公正な手続がとられて、公開買付価格と同額で株式を取得しており、かつ特段の事情がない場合に該当しなければ、裁判所が価格を算定することになります。補正を認めることによって、非常に大きな弊害が生じてしまうと考えましたので、したがって、その範囲を狭く考えるべきではないかということだったわけです。

ただ、船津先生にご指摘いただきましたように、もし機会主義的な行動の抑止を理由とするのであれば、それを明示したであろうということは、確かにそのように考えます。本件の地裁決定でも、結局、全て申立適格であり、権利の濫用ではないとされていることから、確かにその点はそうだなと思いました。

#### 【補正による取得価格の上乗せの是非】

○森田 公開買付価格決定当時の相場高値が約11万3,000円ですね。ということは、今までになかったような高い価格でプレミアムを出して買っているわけです。アパマンショップ事件ではな

いですが、客観的価値よりもおそらく高い価格で買っているという事件ですね。ただ、皆さんは技術的なことばかりおっしゃるのですが、値段は高くても、それが嫌だったら、嫌と言う人もいますよね。それで嫌な人が残ったわけですが、嫌な人は、私有財産権があるのに無理やりに追い出されるわけですね。そうすると、もっとプレミアムをもらわないとできないねと考えているかもしれませんね。それなのに、もう一回手続をするのは面倒だというような官僚的な話はおかしいと思います。ただし、企業再生をしないとしようがないというので、これはどうしてもこの価格で買い取ってもらって企業再生するのだから、仕方がない、応じてくださいよというふうな緊急性があったりするのだったら、いいのかもしれませんが。この会社の場合、シナジー効果はあるのでしょうかけれども、どういう目的で、どういう必然性があるって少数株主まで追い出さないできなかったのかというようなことがよくわからないなと思うのですね。株主にしてみたら、ずっといたいと思っているかもしれないですよ。争えないというのもおかしいなと思います。

私の質問は、今おっしゃったような単に価格変動があったからということだけが判断の基礎となったのかということです。つまり、プレミアムをもっと欲しいと言うのはいけないのでしょうかという質問です。

○若林 本件でどうしても企業再編をしなければならなかったという切迫した事情があったのかどうかというのは、きちんと調べておりませんので、その点についてはちょっとわかりかねるのですけれども。

○加藤 森田先生のご質問は、詰まる所、株式買取請求手続をするという労をわざわざとった以上、もっとプレミアムを取っていいのではないかということだと思います。この点に関連して考えたのですが、この裁判の決定では、取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたことを認めるに足る特段の事情がある場合には補正はできると言っているのですね。ただ、よく考えると、これは

まさに契約締結の前提とされた事情に変更が生じたことを指しているように思います。そもそもこういう特段の事情がある場合は、公開買付けに応募した株主にとっても、予期しない事情が生じたということだと思えます。そうすると、株式買取請求権を行使した人だけ補正をして保護するというのは、買取請求権の制度趣旨に合致するのかが、こういう理由で補正の余地を認めたことに対する疑問としてあるかなという気がしました。

【機会主義の抑制を補正の理由に据えることの是非等】

○黒沼 今の点、私からもよろしいでしょうか。先ほどの伊藤先生のご質問についての議論が途切れてしまったこともありましたので、その点も含めて個人的な意見を述べたいと思います。

私は、将来の市場動向を織り込んで公開買付価格を決定することなどは不可能だと思います。ですから、この最高裁の理由はおかしいと。で、結論を正当化するには、機会主義の抑止しかないというふうに思っています。

そういう意味では、企業業績の変動も、市場の一般的な動向による株価変動も予想できません。それが予想できるのであれば株価に既に織り込まれているはずですので、現在の株価を基準にしてTOB 価格を決めればいいだけのことです。ただ、機会主義的な行動の抑止を理由とするならば、補正を認めるべき場合がなくなるのではないかと思います。これは、理論的にはそのとおりだと思いますけれども、例外とすべき場合があるのかというのは議論の余地があるのかなと感じています。

○白井 その点ですけれども、私も、機会主義の抑止という観点で議論を進めていくと、理論的には補正を認めるべき場合はなくなるのではないかと伊藤先生の最後のご質問について、同様の疑問を持ち、悩んだことがあります。

そのときにいろいろ考えたことで、個人的な意見を申し上げることになって恐縮なのですが、機会主義的行動という言葉で議論している

内容には、会社ひいては残りの株主にリスクを負わせた上で株主が投機できるというある種の株主間の利益移転の話と、株主がそのことを見越して行動することで買収に応じなくなる過剰なインセンティブが生じてしまい、その結果として社会経済的に見て不合理な状態、すなわち社会的厚生を改善するような望ましい買収であっても実現できなくなるという話の、2つの話があると思うのです。そして、少なくとも2点目の組織再編に反対する過剰なインセンティブが生じ、社会的厚生を改善するような望ましい買収であっても実現できなくなるという不都合に関しては、補正の要否について企業価値増加型と毀損型に分けて考えて、企業価値毀損型、すなわちなかりセバ価格の算定の場合には補正を認めるけれども、企業価値増加型の場合には認めないという整理をすることは、十分に可能ではないかと考えています。企業価値毀損型の場合には補正が認められるものの、そのような企業価値を毀損する買収に反対する過剰なインセンティブが与えられることで、単純に考えるのであれば、社会的厚生という観点から見て何か損失が生じるというわけではないでしょうし、同時に、企業価値増加型の場合には補正が認められないのであれば、社会的厚生を改善するような望ましい買収については、買収に反対する過剰なインセンティブが生じるという問題はなくなるわけですから。

○梅本 先ほどの伊藤先生の質問に関連してなのですが、藤田先生がおっしゃっている「株価に織り込まれていない」というのは、おそらく公開買付価格を決める際の基準の株価に織り込まれていないということでしょうから、そうである限り、この表現は、私は正しいのかなというふうに思います。

また、急に株価が公開買付から効力を生ずるまでの間に暴騰したという場合、例えばOPECの減産合意が急に実効性を持って石油価格が大きく上がった場合、石油関連の企業の株価もおそらく大きく上がると思うのです。そうすると、おそらく価値が上がったということは、将来のキャッシュ

フローから得られるものが大きく増えるということでしょうから、まさに企業価値が上がったというふうに考えることができ、その分については当然補正はあり得るのではないかと思います。

それからもう一つ、特段の事情がない限りという補正の方向ですけれども、今までの議論は上がる方向で議論していましたが、株価というのは下がることもあるわけです。そういう場合はよくわからないのですけれども、取得する側の会社が公開買付けの際に公開買付価格で組織再編をするということを表示している以上は、おそらく公開買付価格で取得してもらえるということだから、これは下げるほうは考えなくてもいいのかなというふうに考えます。

それから、加藤先生のご議論はとても刺激的で、ああ、なるほどとは思ったのですけれども、個人的には、公開買付けに応じた人というのは、やはりキャッシュを得て会社からもう出ていっている人で、公開買付けから効力を生ずるまでは、やはり少数株主もリスク資産を持っており、株主である以上は、そのリスクに応じたプラスマイナスのどちらも得られていいのではないかという気がします。もしかしたら誤解しているかもしれませんが、私からは以上です。

○黒沼 この事件は議論していると尽きないものですから、中途半端になってしまって申しわけないのですけれども、そろそろ時間になりますので、討論はこれで終わりにしたいと思います。

本日は活発なご議論をいただきまして、ありがとうございました。それでは、本日の研究会はこれで終了とさせていただきます。

於：JPX 金商法研究会

ジュピターテレコム (JCOM) 事件・最一決平 28.7.1 民集 70 巻 6 号 1445 頁

2017.5.26

早稲田大学・若林泰伸

## I 事実の概要

### 1. 事案の概要

本件は、JCOM 社 (Y 社) による全部取得条項付種類株式の取得に反対した Y 社の株主である X らが、会社法 172 条 1 項 (平成 26 年法律第 90 号による改正前のもの。以下同じ。) に基づき、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした事案である。

### 2. 事実の概要

(1) Y 社は、平成 22 年 6 月当時、その発行する普通株式 (以下「本件株式」という。) を大阪証券取引所 (当時) の JASDAQ スタンド市場に上場していたが、住友商事 (A) 及び KDDI (B) が合計して Y 社の総株主の議決権の 70% 以上を直接又は間接に有していた。

(2) A 及び B は、両社で Y 社の株式を全部保有することなどを計画し、A、B 外 1 社は、平成 25 年 2 月 26 日、買付予定数を 180 万 1954 株、買付期間を同月 27 日から同年 4 月 10 日まで (30 営業日)、買付価格を 1 株につき 12 万 3000 円 (以下「本件買付価格」という。) として本件株式及び Y 社の新株予約権 (以下「本件株式等」という。) の全部の公開買付け (以下「本件公開買付け」という。) を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかったときは、Y 社において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款の変更を行うなどして同株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表した。

Y 社は、上記の公表に先立ち、取締役会において、本件公開買付けに関する意思決定過程から A 及び B と関係の深い取締役を排除し、両社との関係がないか、関係の薄い取締役 3 人の全員一致の決議に基づき意思決定をした。また、Y 社は、法務アドバイザーに選任した C 法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任した D 証券株式会社から、本件株式の価値が 1 株につき 12 万 3000 円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格は妥当である旨の意見を得ていた。さらに、Y 社は、有識者により構成される第三者委員会から、本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に對する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに對する応募を株主等に對して推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、同年 2 月 26 日、同答申のとおり本件公開買付けに對する意見を表明した。

(3) 平成 25 年 6 月 28 日に開催された Y 社の株主総会において次のアからウまでの決議がされ、併せて、同日開催された普通株式の株主による種類株主総会においてイの決議

がされた (以下、上記各株主総会を「本件総会」という。)。ア 残余財産の分配についての優先株式である A 種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ Y 社の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、Y 社がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式 1 株につき A 種類株式 69 万 4478 分の 1 株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成 25 年 8 月 2 日とする。

ウ Y 社は、取得日を平成 25 年 8 月 2 日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

(4) 平成 25 年 8 月 2 日、前記 (3) イの定款変更の効力が生じ、Y 社は、同日、全部取得条項付種類株式の全部を取得した。

(5) X らは、本件総会に先立ち、前記 (3) の各決議に係る議案に反対する旨を Y 社に通知し、かつ、本件総会において、同議案に反対した。そして、X らは、会社法 172 条 1 項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをした。

## II 地裁決定・高裁決定

### 1. 東京地決平 27.3.4

(1) 取得価格決定申立ての適法性  
基準日後または全部取得の議案公表後に取得された株式に係る申立ての適法性  
株主総会以降に取得された株式に係る申立ての適法性  
一定の投資戦略に基づく公開買付公表後の投機的な目的での取得株式に係る申立ての適法性

### (2) 本件株式の取得価格

1 株 13 万 2000 円

### ① レックス事件の定式

「取得日における当該株式の客観的価値に加え、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に對する期待を評価した価値を考慮するのが相当であり」「本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値及び本件取引後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかなるべき部分」、すなわち「客観的価値」、「増加価値分配価格」に分ける。

### ② 客観的価値の算定

評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として算定→A と B による Y 社株式の公開買付・Y 社による他社の買収についての報道 (本件報道) の前日である平成 24 年 10 月 19 日以前の市場株価を基礎として評価。

しかし、取得日までの期間が 9 か月以上あり、その間の市場指標が上昇基調にあった

め、本件報道前の株価から取得日までの市場全体の株価動向を踏まえて回帰分析による補正を行って、10万4165円を取得日における客観的価値と算定した。

### ③増加価値分配価格

他方、増加価値分配価格については、本件取引が公正な手続によっても、2月公開買付け価格が適正な増加価値分配価格を織り込んだものと認め、2月公開買付け価格から算定された客観的価値を控除した価値は低すぎるため、2月公開買付け価格における上乗せされたと評価される差額ないしその割合を参照しつつ、補正した客観的価値を前提とした検討・交渉が行われるとすれば底額ないし定率になるであろう差額ないしその割合を考慮して、TOBのプレミアム、Y社の株価（公開買付け価格決定当時の上場来最高値が約11万3000円であったこと）、Y社の業績、非公開化による事業の進展、本件取引における公正な手続、少数株主の約2/3の応募等から、客観的価値の25%を増加価値分配価格とした。

## 2. 東京高決平 27.10.14

「原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき13万0206円とすべきものとした。

本件買付け価格は、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付け価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。」

両者とも抗告<sup>1)</sup>。

### III 決定要旨

原決定破棄・原々決定取り消し 1株12万3000円

「(1) 株式会社Yの株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社株式等の公開買付けを行い、その後当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社と同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかし

<sup>1)</sup> 反対株主側からは、高裁決定におけるモデルの不備（業界インデックスをマーケットモデルから外したこと）、および、プレミアム率を50%→25%にしたことが主張されており、その根拠として、過去のTBS・テックモ等の判例違反（TBS判決との関係では、いわゆるナカリセバ価格は保証され、さらに企業価値の増加分を適切に配分することとしており、客観的価値の算定にあたっては大幅な市場動向の変化を考慮した補正が要請されていること、インテリジェンス事件とテックモ事件は、TBS事件判決を変更するものではない）を指摘している。

ながら、独立した第三者委員会や専門家意見の聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までが生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないとして認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。

(2) したがって、多数株主が株式会社Yの株式等の公開買付けを行い、その後当該株式会社株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家意見の聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合に、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたことと認められるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。

5 以上と異なる原審の判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかかな法令の違反がある。Y社の論旨は理由があり、その余の論旨について判断するまでもなく、原決定は破棄を免れない。

そして、以上に脱示したところによれば、本件株式の取得価格は、Y社の主張するとおり、原則として本件買付け価格と同額となるものというべきであり、本件の一連の取引においてその基礎となった事情に予期しない変動が生じたとは認められない。したがって、原々決定を取消し、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載のY社の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき12万3000円とすることとする。」

小池裁判官の補足意見がある。

### IV 検討

1. 本件決定の意義

平成19年  
 3/28 全部取得条項付種類株式の取得を決議  
 4/29 上場廃止  
 5/9 取得（先般取得条項付種類株式1株につき、普通株式0.00004547株）  
 地裁：1株23万円（客観的価値20万2000円以下、株価上昇期待値2万8000円以下）  
 10/10～11/9までの終値単純平均、本件公開買付価格の尊重  
 高裁：1株33万7000円（客観的価値28万805円、株価上昇期待値5万6161円）  
 5/10～11/10までの6か月の市場株価の終値単純平均+20%のプレミアム

原決定（東京高決平 20.9.12 金判 1301号 28頁）  
 「裁判所が、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である。」

(b) 最高裁決定  
 抗告棄却。ただし、以下の田原補足意見。  
 「取得価格も、裁判所が決定するものである以上、上記の株式買取請求権行使の場合と同様、公正な価格を意味するものと解すべきである。」

「会社法172条1項各号に定める株主により取得価格の決定が申し立てられると、裁判所は、取得日（173条1項）における当該株式の公正な価格を決定する。  
 その決定は、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上での裁判所の合理的な裁量によってされるべきものである。すなわち、取得価格決定の制度が、経営者による企業買収（MBO）に伴いその保有株式を強制的に取得されることとなる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみれば、取得価格は、〔1〕MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、〔2〕MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。  
 原決定が、「公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である」とする点は、後の「株価の上昇に対する期待の評価」の項において説示するところからすれば、実質的には上記と同旨をいうものと解することができる。」

(c) レックス・ホールディングス事件決定等の問題点

(ア) 「公正な価格」の要素

高裁決定

取得日における株式の客観的価値+

強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待値

公開買付前置型のキャッシュアウトにおける「公正な価格」の意義  
 従来の下級審判例における全部取得条項付種類株式の取得価格  
 取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値（客観的価値）+  
 取引の実施によって増加が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分（増  
 加価値分配価格）  
 地裁決定・高裁決定等の取得価格算定方法に対する批判  
 公開買付に応じず全部取得決議に反対し、価格決定申立てを行うことにより、株価下  
 落のリスクを負担しないまま、公開買付価格以上の支払を受けることができる。  
 →市場全体の株価変動を利用した投機的な申立てを誘発する<sup>2</sup>。

本来企業価値を高める望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険性がある。  
 本件決定の内容  
 一般に公正と認められる手続により公開買付が行われ、その後公開買付価格と同額  
 で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、公開買付価  
 格を取得価格とする。

→テクモ事件最高裁決定や学説の通説的理解とも整合的。

本件決定の効果

当事者が決定した価格に対して裁判所が介入することを抑制するもの<sup>3</sup>。

キャッシュアウトに関する予測可能性の向上→効率的な組織再編に繋がることの期待  
 本決定の枠組みは、平成26年改正会社法施行後のキャッシュアウトの場合にも当てはま  
 る。

90%以上取得した場合：株式等売渡請求における売買価格の決定（179の81）

90%未満取得した場合：株式併合における買取価格の決定（182の511）

本件は、多数株主による少数株主の締出しの事案

MBOの事案（藤田）、金銭対価の組織再編行為（受川）にも当てはまるとされる。

2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例

(1) 判例の動向

①レックス・ホールディングス事件（最三決平21.5.29 金判1326号35頁）

(a) 事案の概要

ジャスダック証券取引所上場会社・Y社（レックス社）のMBOの事案

平成18年

8/9 A社（AP8）設立

8/21 Y社業績の下方修正を公表し、株価は大幅に下落

11/10～12/12 A社による1株23万円での公開買付けを公表・実施→91.51%保有

<sup>2</sup> 藤田（2015）、田中（2016）

<sup>3</sup> 鳥山（2016）

む株式会社であるところ、平成20年8月28日に開催された相手方の株主総会において、Aを株式交換完全親会社、相手方を株式交換完全子会社とする株式交換を行うことなどを内容とする株式交換契約を承認する旨の決議（以下「本件決議」といい、本件決議に係る株式交換を「本件株式交換」という。）がされた。

(2) 抗争人らは、原々決定別紙「保有株式一覧表」記載のとおり、相手方の普通株式を保有する相手方の株主であるが、上記株主総会が行われ、本件株式交換に反対する旨を相手方に通知し、上記株主総会において本件決議が行われるに当たり、これに反対した上、本件株式交換の効力を生ずる日（以下「効力発生日」という。）の20日前から効力発生日の前日までの間に、相手方に対し、各保有する株式を公正な価格で買い取るよう請求した。

(3) 本件株式交換の計画公表直前である平成20年7月1日における相手方の株式の市場株価（終値）は7万9500円であったが、その後、下落を続け、上場が廃止される直前の最終取引日である同年9月22日の市場株価（終値）は4万3250円であった。このように市場株価が下落した主たる原因は、本件株式交換がされたことにあり、本件株式交換は、相手方の企業価値ないし株主価値を毀損するものであった。もともと、上記の市場株価の下落には、マクロ経済の悪化とこれに伴う人材ビジネス業界の経営環境悪化という市場の一般的な価格変動要因による影響も及んでいた。

#### (b) 決定要旨

原決定破棄・差戻し

「(1) 吸収合併、吸収分割又は株式交換（以下「吸収合併等」という。）が行われる場合、会社法785条2項所定の株主（以下「反対株主」という。）は、吸収合併消滅株式会社、吸収分割株式会社又は株式交換完全子会社（以下「消滅株式会社等」という。）に対し、自己の所有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる（同条1項）。このように反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとすることにより、上記株主の利益を一定の範囲で保護することにある。このような趣旨に照らせば、会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、同項所定の吸収合併契約等を承認する旨の決議がされることとなればその株式が有したであろう価格（以下「ナカリセバ価格」という。）をいうものと解するのが相当である（最高裁平成22年（許）第30号同23年4月19日第三小法廷決定・裁判所時報1530号登載予定参照）。

8

→前者を後者と区別して、両者を加算するのは論理的でない。

田原補足意見

MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値（客観的価値）+

MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかなるべき部分（増加価値分配価格）

→その後の下級審裁判例へ

取引が公正であっても、補正を行う必要があるとの理解（JCOM 事件原決定等）

しかし、取引が公正であれば、公開買付価格＝取得価格とすればよい→不要な補正

また、これらを合算することへの批判

田原補足意見が引用しているMBO 指針は、概念整理として説明<sup>4</sup>。

#### (イ) JCOM 事件決定との関係

・取引の公正・不公正

レックス・ホールディングス事件は、取引が不公正であると評価された事件

取得価格を公開買付価格と同額としていたわけではない。

TOB 後、取得対価は、公開買付価格を基準として算定された金額になるとの公表。

→TOB 実施前に、取得対価がTOB 価格と同額になると確認されていた。

次のような不公正と認められる事情が存在していた。

TOB 価格算定に当たり参考とした第三者による評価書・意見書等は公表されず。

「強圧的な効果」を有すると認められる表現

株価を下方誘導する意図を持った特別損失の計上

取得価格の算定に際して、客観的価値+増加価値分配価格の合算が必要と判示。

これに対して、JCOM 事件は、公正な取引として公開買付価格を尊重した事件

→同事件決定は対立するわけではないとの指摘。

・JCOM 事件決定と矛盾すると指摘されている場合<sup>5</sup>

市場株価一般が大幅に上昇している場合

客観的価値が公開買付価格を上回ってしまう→JCOM 事件決定と矛盾

ただし、今後も下級審裁判例は、田原補足意見を踏襲すると予想されている。

②インテリジェンス事件（最三決平23.4.26 金判1367号16頁）

(a) 事案の概要

(1) 相手方は、ジャズダック証券取引所にその株式を上場していた人材紹介事業等を営

<sup>4</sup> 飯田（2015）、松中（2016）

<sup>5</sup> 松中（2016）、受川（2016）

<sup>6</sup> 日本証券経済研究所（2016）〔藤田報告〕

7

以上と異なる原審の前記判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかかな法令の違反がある。この趣旨をいう論旨は理由がある。

(3) なお、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たり、株式交換を行う旨の公表等がされる前の市場株価を参照することや、上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照した株価に補正を加えるなどとして同日のナカリセバ価格を算定することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものといふべきである（前掲最高裁平成23年4月19日第三小法廷決定参照）。そして、このことは、株式買取請求期間中に当該株式の上場が廃止されたとしても、変わるところはない。」

(c) 小括

株式交換完全子会社の反対株主による買取請求の事案

組織再編により企業価値の増加が生じない場合の「公正な価格」：ナカリセバ価格

「公正な価格」による買取請求権が付与された趣旨

反対株主に退出の機会を付与

組織再編がされなかった場合と同等の経済的状況の確保

「さらに」

企業価値の増加が生ずる場合：企業価値の適切な分配→反対株主の利益保障

→ナカリセバ価格の保証に加えて、シナジー適正分配価格を認める趣旨に読める。

算定基準時は買取請求時。

楽天 v. TBS 事件（最三決平 23.4.19 民集 65 巻 3 号 1311 頁）の立場を踏襲。

理由づけ

売買契約類似の法律関係の発生・株主による退出意思の表明

効力発生日を基準時とする問題性

承認決議時以降の株価変動リスクを株主が負担することとなる。

承認決議日を基準時とする問題性

承認決議日以降の株価変動リスクを一切負わないこととなる。

ナカリセバ価格の算定における裁判所の裁量

株式交換公表前の市場株価の参照

参照株価に補正を加えること

公表後買取請求日までに組織再編以外の要因による価格変動がある場合

リーマンショック（平成 20 年 9 月 16 日）を間に挟んだ。

高裁決定では、マーケットモデルによる補正を認めて、公正な価格を算定。

買取請求時を基準時としつつ、株価変動リスクを株主に負担させる。

→補正も裁判所の合理的な裁量の範囲」

ただし、インテリジェンス事件高裁決定は、特別の資本関係にある当事者間の株式交換であり、かつ、一般に公正と認められる手続によりなされ、株式交換比率は客観的に合理的なものであったと判示されたにも関わらず、株式交換によって企業価値が毀損されたとされたケースであり、一般に公正と認められる手続とナカリセバ価格による株価の補正との関係がこれよりよかつたのか問われる事案であったと考えられる。

③テコム事件（最二決平 24.2.29 民集 66 巻 3 号 1784 頁）

(a) 事案の概要

(1) Aは、東京証券取引所の市場第一部にその株式を上場していた株式会社であったところ、平成20年9月4日、原告人（当時の商号はB）との間で経営統合に向けた協議を開始することを発表した。なお、当時、Aと原告人の間には、相互に特別の資本関係はなかった。

(2) A及び原告人は、平成20年11月18日、各取締役会の承認を得て、A及び原告人を株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社としてCを設立する株式移転計画を作成し、同日の市場取引終了後、これを公表した（以下、同計画に基づく株式移転を「本件株式移転」という。）。

上記株式移転計画においては、原告人の株主に対し、その普通株式1株につきCの普通株式1株を、Aの株主に対し、その普通株式1株につきCの普通株式0.9株をそれぞれ割り当てるとされた（以下、これらの割当てに関する比率を「本件株式移転比率」という。）。本件株式移転比率は、A及び原告人が、それぞれ第三者機関に対し株式移転の条件の算定を依頼して得た結果を参考に、協議し、合意されたものである。

(3) 平成21年1月26日に開催されたAの株主総会（以下「本件総会」という。）において本件株式移転を承認する旨の決議（以下「本件総会決議」という。）がされた。これを受けて、同年3月26日、Aの株式は上場廃止となり、同年4月1日、本件株式移転の効力が生じた。

(4) 相手方は、合計389万700株の株式を保有するAの株主であるが、本件総会に先立ち、本件株式移転に反対する旨をAに通知し、本件総会において本件総会決議が行われるに当たり、これに反対した上、会社法806条5項所定の期間（株式買取請求期間）内である平成21年2月12日、Aに対し、相手方の保有する上記株式を公正な価格で買い取ることを請求した。

(b) 決定要旨

破棄差戻し

「(1) ア 株式移転が行われる場合、会社法806条2項所定の株主（以下「反対株主」

7 飯田 (2011)

市場株価を用いることには合理性があるといえる。そして、株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものとして認められる場合には、株式移転比率が公表された後ににおける市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がなされることを織り込んだ上で形成されているとみられるのである。そうすると、上記の場合には、株式移転により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参照すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がなされた日ににおける市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するためこれに直接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるといえる。

(2) これを本件についてみると、前記事実関係によれば、Aと原告人は、相互に特別の資本関係がなく、本件株式移転に関し、株主総会決議を経るなどの一般に公正と認められる手続を経て、本件株式移転の効力が発生したというのであり、本件総会に先立つ情報の開示等に問題があったことはうかがわれない。そうであれば、本件総会における株主の合理的な判断が妨げられなかったと認めるに足りる特段の事情がない限り、本件株式移転比率は公正なものといふべきところ、市場株価の変動には様々な要因があるのであって、専らAの市場株価の下落やその推移から、直ちに上記の特段の事情があるといふことはできず、他に、本件において、上記特段の事情の存在はうかがわれない。したがって、本件株式移転比率は公正なものといふべきである。

原審は、本件株式移転により企業価値が増加することを前提としながら、以上と異なり、本件株式移転比率は企業価値の増加を適切に反映したものでなく、公正なものではないとして、本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月間の市場株価の終値を参照して「公正な価格」を算定した点において、その判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかかな法令の違反がある。各原告人の論旨はこの趣旨をいうものとして理由がある。

#### (c) 分析

シナジーその他の企業価値の増加が生じる場合における「公正な価格」

#### (ア) 判断枠組み

「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合」と「それ以外の場合」  
前者の「公正な価格」：買取請求日における「ナカリセバ価格」  
後者の「公正な価格」：株式移転比率が公正なものであったならば買取請求日において有していると思われる価格

相互に特別の資本関係がない会社間における株式移転

株式移転比率の公正性の判断—取締役・株主の判断を尊重

一般に公正と認められる手続

という。は、株式移転完全子会社に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる(同条1項)。このように、反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかった場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果(以下「シナジー効果」という。)その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとすることにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある。(最高裁判平成22年(計)第30号同23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁参照。また、上記の「公正な価格」の算定に当たっては、反対株主と株式移転完全子会社との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日とするのが合理的である(前記第三小法廷決定参照)。

イ これらのことに照らすと、株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、株式移転を承認する旨の株主総会決議がなされることとなればその株式が有したであろう価格をいうと解するのが相当である(前記第三小法廷決定参照)。それ以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されるものであること(以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を「株式移転比率」という。)に照らすと、上記の「公正な価格」は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると思われる価格をいうものと解するのが相当である。

ウ 一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できただけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主として自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとして認められる。当該

エ 株式が上場されている場合、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市

株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情の有無  
 →株式移転比率の公正性を判断  
 株式移転比率が公正である場合の「公正な価格」の算定方法  
 買取請求日ないし近接する一定期間における市場株価を基礎に算定する。

(イ) 本件に対する評価

事案の混乱一企業価値の増加があった事案なのか否か<sup>8</sup>

第1番と第2番は、ナカリセバ価格（類型Ⅰ）における毀損あり

最高裁は、シナジー適正分配価格（類型Ⅱ）における毀損なし

差戻し後の高裁決定は、類型Ⅰにおける毀損なしと判断した模様。

・算定基準時

「公正な価格」の額の算定に当たっては、反対株主と株式移転完全子会社との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日とするのが合理的

「企業価値が生じない場合」：当該株式買取請求がされた日における、株式移転を承認する旨の株主総会決議がされることとなればその株式が有したであろう価格

「それ以外の場合」：株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格

楽天 v. TBS 事件（最三決平 23.4.19 民集 65 卷 3 号 1311 頁）の立場を踏襲

買取請求時

→企業価値の増加の有無によらず、株式買取請求権一般に買取請求時で統一。

←批判<sup>9</sup>

・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編

「特別の資本関係がある」とはどういうことか？

インテリジェンス事件（株式交換・議決権割合 41.5%）

ダブル・クリック事件（株式交換・議決権割合 64.06%）

三洋電機事件（株式交換・第1回 TOB 後）議決権割合 50.19%）

今後の検討課題との指摘<sup>10</sup>。

→JCOM 事件における「多数株主」

<sup>8</sup> 神田（2013）

<sup>9</sup> たとえば、柳（2013）は、会社が決定した効力発生日等を基準とした一定期間に買取請求が限定されるのに、株主による選択であることを強調し、株主ごとに異なる価格を認めることに違和感を表明する。

<sup>10</sup> 石綿（2012）、柳（2013）

・「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断の尊重  
 取締役の忠実義務により、会社・株主の利益にかなう計画の作成が期待できる。  
 株主は、株式移転による利益の変化等を考慮の上、賛否の決定ができる。

→一般に公正と認められる手続により効力発生した場合には、特段の事情のない限り、株式移転比率は公正

前者の取締役の忠実義務・注意義務違反がある場合、裁判所の介入の必要性は高い<sup>11</sup>。

→「一般に公正と認められる手続」に該当せず、あるいは「株主の合理的な判断を妨げる特段の事情」に該当する場合は少なくないとされる。

・「一般に公正と認められる手続」の有無

「株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続」

→会社法上の手続が適法に踏まれば充足される<sup>12</sup>。なお、ここでは、第三者機関の株式評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったことには触れられていないとの指摘があり、そうした事情がなくとも「一般に公正と認められる手続」になる場合があるし、そうした事情が「一般に公正と認められる手続」に含まれないとも言えない<sup>13</sup>。

・株主の合理的な判断を妨げる特段の事情

「株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り」「株式移転比率は公正」と判示。

→本件では、「市場株価の下落やその推移から、直ちに」「特段の事情がある」とは言えないと判示。そうすると、「株価の下落は」「関係なく<sup>14</sup>」「株価の推移は株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたかどうかを示す事実ではない<sup>15</sup>」ように思われる。

他方で、「相場操縦により株価が操作されていたため、株主総会において株主が合理的な判断ができなかったなどの場合」は、特段の事情に当たるとの調査官解説<sup>16</sup>。そうすると、株式移転比率の妥当性を判断するにあたって、合理的な判断を妨げる虚偽記載などの不実の表示や相場操縦・過度の投機により株価が大幅に下落していた場合、組織再編以外に株価の大幅な下落を生じさせた要因が見当たらない場合なども含まれてくるか<sup>17</sup>。

<sup>11</sup> 柳（2013）

<sup>12</sup> 石綿（2012）、伊藤（2013）

<sup>13</sup> 石綿（2012）

<sup>14</sup> 松尾（2012）

<sup>15</sup> 伊藤（2013）

<sup>16</sup> 柴田（2013）

<sup>17</sup> 柳（2013）。このほか、湯原（2015）によれば、「株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めに足りる」もの以外に、組織再編対価の決定に市場原理が働かない場合（会社救済の事案）、友好的な組織再編について市場原理が働かない場合、経営者が自

一般に公正と認められる手続を踏めば、公開買付価格＝取得価格

3. 本件決定の検討

(1) 本件決定の判断枠組みが当てはまる場合—多数株主の意義  
株式会社の株式の相当数を保有する株主とは？  
「株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。・・・」  
本件では、合計で70%以上を直接・間接に保有する株主  
少数株主と利益相反関係に立ち、キャッシュアウトが可能な議決権割合を有する株主  
調査官解説<sup>19</sup>  
「株主総会の特別決議を要する議案を単独で可決可能な議決権を有する株主又はこれに準じる株主」

いずれにせよ、多数株主のあり様によって、「一般に公正と認められる手続」のレベルが変わってくる可能性。

(2) 「一般に公正と認められる手続」

①概説

「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合」

本件決定は、原決定の補正を否定するものであり、本件決定が残した課題との指摘<sup>20</sup>。

裁判所が手続についてどの程度立ち入った審査を行うべきか？

(外形的に) 独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くのみでは、不十分<sup>21</sup>。

②「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」

(a) 独立した第三者委員会

<sup>19</sup> 高原 (2017)

<sup>20</sup> 田中 (2016)

<sup>21</sup> 赤永 (2016)

・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編で、「一般に公正と認められる手続」でなかったか、「特段の事情」がある場合  
「企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに認定せざるを得ない」(須藤正彦裁判官の補足意見)

・「相互に特別の資本関係がない会社間」ではない場合との関係  
少数株主保護のための手厚い手続がとられた場合  
→組織再編が公正に行われたものとして、市場株価を基礎に「公正な価格」を算定することが本決定の立場と親和的との指摘<sup>18</sup>

(2) 小括  
組織再編時の買取価格と全部取得条項付種類株式の取得価格→「公正な価格」

組織再編の事案における公正な価格

企業価値の増大・毀損に関わらず、「公正な価格」の算定基準時は買取請求時。

買取請求権制度の趣旨

反対株主に退出の機会を付与し、組織再編がなかったときと同等の経済状態の確保  
さらに、企業価値が増大する場合には、企業価値の適切な分配→反対株主の利益保障  
企業価値の増加が生じない場合とそれ以外の場合

前者：株主総会決議がされることとなればその株式が有したであろう価格

→組織再編の影響がなかった状態での価格を算定する必要がある。

組織再編公表前の市場株価、その後の市場の一般的な価格動向を補正。

後者：組織再編比率が公正なものであったならば株式買取請求日においてその株式が

有していると認められる価格

→独立当事者間取引の場合、一般に公正と認められる手続を踏めば、組織再編比率を公正と認め、買取請求時ないしそれに近接した期間の市場株価を参照。

公開買付前型型のキャッシュアウトの事案における公正な価格の定式化

取得日における客観的価値+増加価値分配価格

→市場株価が一般的に上昇している場合、客観的価値の補正をする裁判例

JCOM 事件決定は、公開買付前型型のキャッシュアウトの事案

らを組織再編の取引相手として選択する場合 (MBO) があげられている。

<sup>18</sup> 伊藤 (2013)

社外取締役・社外監査役が有識者により構成されるのが一般的。これらの者の独立性・利害の有無やMBO等に関与する取締役との関係性が問われる<sup>25</sup>。委員会メンバーの資質  
 諮問型の場合：当該会社の事業ないし株価を客観的に算定することができる者  
 交渉型の場合：加えて、買収者側と交渉する知識・経験・能力のある者  
 本件の第三者委員会がどのような組織であったかは、必ずしも明らかでない<sup>26</sup>。  
 本件は多数株主によるキャッシュアウトの事案→交渉権限が必要だったのではないか。  
 こうした取引における交渉権限を有する組織に相応しい陣容はどのようなものか。  
 多数株主の影響を受けない社外（独立）役員であることが必要。  
 なお、有識者は改善の策との指摘<sup>27</sup>。

(ウ) 地裁決定における審査の対象  
 MBO等については、形式面と実質面の両面を審査する必要性  
 第三者委員会のメンバーおよび利害関係がないことの確認  
 交渉・選任権限がなかったことは、手続の公正性を判断する上で問題ないとされた。  
 →多数株主による縮出しの事案における形式面の審査として、十分といえるか。

第三者委員会の活動の詳細は不明。  
 ただし、平成24年10月及び平成25年2月の2度合計14回の会合を開催。  
 本件取引に関する情報収集及び協議検討を行った模様。

第三者委員会の答申の内容  
 「Y社に対し、上記算定書の内容や同種の事案におけるプレミアム水準、住友商事及びKDDIとの再度の交渉により、公開買付価格が引き上げられたことを総合的に考慮すると、前記(6)カの答申[第1回目の公開買付の答申]以降の株式市場の状況を踏まえても、2月公開買付価格は妥当な価格であると認められること、回答申以降もY社の意思決定過程の恣意性を排除するための措置がとられており、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないこと、これらのことからすると、Y社が前記エのとおり意見[公開買付への賛同・応募推奨]を表明することは相当であること等を答申した。」

<sup>25</sup> アメリカでは過去に支配株主との間で取引関係が存在した者が、独立性がないとされた。白井ほか(2015)  
<sup>26</sup> 地裁決定では、弁護士や企業価値評価師の専門家(3名：企業法務専門の弁護士1名、M&A研究の大学教授・M&Aアドバイザー、投資銀行・証券会社経験を有する財務アドバイザー)を構成員とし、各委員についてY社又は本件取引との間に利害関係を有していたとされた事情は認められないとされる。また、選任については、利害関係のない取締役3名によって選ばれた。  
<sup>27</sup> 森・濱田松本法律事務所編(2015)

どのような第三者委員会であればよいのか？  
 MBOや多数株主による少数株主の縮出し(MBO等)の場面で特に問題とされてきた。  
 本件では、有識者からなる第三者委員会が設置されていた。

(ア) 権限  
 特別委員会に要する権限<sup>22</sup>  
 対象会社取締役会に対してTOB等の意見表明(賛同・応募推奨等)について勧告  
 取引や買付者に関する情報収集  
 買付者との交渉  
 会社を代表してアドバイザーとの間でアドバイザー契約を締結すること

諮問型の第三者委員会と交渉型の第三者委員会  
 本件の第三者委員会は、Y社がA・Bと交渉しており、諮問型の第三者委員会<sup>23</sup>。  
 Y社による公開買付への賛同・応募推奨の意見を表明することは相当との答申  
 本件は、多数株主による少数株主の縮出しの事案→交渉型  
 なぜ、交渉型の第三者委員会にできなかったのか。  
 平成25年当時の実務では、交渉権限を付与する方が稀。  
 有識者に交渉権限をゆだねるものの可否  
 2社の多数株主間での交渉による買付条件等の適正化への期待  
 →同じ利害を有しているため、あまり関係ない。

専門家を指名する権限の有無  
 本件では存在しなかった模様。  
 Y社が選任した証券会社の株式価値算定書は入手していた。  
 C法律事務所もY社が法務アドバイザーとして選任し、Y社に助言。  
 諮問型であっても、独立して判断するために専門家を指名することはあり得る。  
 多数株主による少数株主の縮出しの事案として相応しかったのか疑問が残る。

(イ) 組織  
 利益相反回避措置→MBO等に関与する取締役の影響を受けないことが必要。

<sup>22</sup> 森・濱田松本法律事務所編(2015)  
<sup>23</sup> 地裁決定では、本件第三者委員会に諮問への答申以外の交渉、選任権限はなかったとされる。諮問事項としては、TOBへの賛告・応募推奨の可否について取締役会に勧告すること、および、本件の一連の取引が少数株主にとって不利でないかを取締役会に意見答申すること。  
<sup>24</sup> ただし、アドバイザー契約を締結するのは代表権を有する取締役でも可。森・濱田松本法律事務所編(2015)

公開買付の条件に入っていないかかった模様(買付株数の下限・上限ともになし)。約66.58%が応募しており、過半数は超え約2/3に迫る応募。株主総会決議については、TOBに応募しなかった者の多くは、反対に回った模様。買取請求権行使した投機的な株主による反対であったか。

- ③公開買付価格と同額で取得する旨の明示  
強圧性に対処するための開示  
公開買付時点で対価の公正性を判断するための前提  
「公開買付時点で対価の公正さを判断してよいのは、その時点で会社が当該キャッシュアウト条件にコミットしてそれ以後はもういじらないということが確立している場合<sup>30)</sup>」  
ただし、公開買付時の開示の仕方<sup>31)</sup>  
事情の変化により株価の変動に応じて同方向に取得価格を変動する旨の開示
- TOB開始からキャッシュアウトの完了まで時間がかかる場合を念頭に置いた提案  
この方式の有用性は、どのような方法で取得価格の変動を計算するかによる。  
本件決定における「特段の事情」は不要になるのではないか。

④小括

- (3)「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた」と認めるに足りる特段の事情」  
①概説  
「特段の事情」が認められなければ、公開買付価格＝取得価格。  
「特段の事情」が認められれば、例外的に裁判所が取得価格を決定する。  
もつとも、裁判所が「補正」を行うべき理由づけとしては、不十分との指摘<sup>32)</sup>。  
「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が決定されたことと、基準時における公正な価格を算定するためにその後に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体何ら矛盾しない」  
いずれにしても、最高裁は、公開買付からキャッシュアウトまでの一連の取引全体の基礎となった事情に予期しない変動が生じたか否かを問題とし、基本的には、取得日までに

<sup>30</sup> 日本証券経済研究所 (2016) [藤田報告]  
<sup>31</sup> 日本証券経済研究所 (2016) [神田発言]、神田 (2016)  
<sup>32</sup> 日本証券経済研究所 (2016) [藤田報告]、藤田 (2016)、藤田 (2017)

裁判所は、こうした点を評価した可能性がある。ただし、第三者委員会の検討資料・議事資料等の文書提出は命じられていない模様。→実質面の検討は詳細には行われていない模様。

買取者は買取価格を低くするために、弱気の事業計画を策定するおそれがあるとの指摘<sup>28)</sup>。  
→経営者の経営戦略とそれを定量的に数値化した事業計画の根拠の確認・有用性分析  
場合によっては、専門家を起用して、こうした作業を行ってもらう必要がある。

- (b) 専門家からの意見聴取  
(ア) 専門家の意義  
独立した専門家  
本件における専門家  
A・BおよびY社がそれぞれ専門家を起用  
大手証券会社を財務アドバイザー、法律事務所を法務アドバイザーとして起用
- (イ) 依頼する者と専門家の使い方  
買付者側が直接または間接的に圧力をかけ得る専門家が選定されては意味がない<sup>29)</sup>。  
第三者委員会が、事業計画の有用性を分析し、適切な意見表明するために起用する。  
本件では、第三者委員会は専門家を指名する権限はなく、利用していない。  
ただし、第三者委員会には、弁護士と企業価値評価の専門家がいた模様。  
問題は、裁判所が専門家による意見を利益相反回避措置の中でどう位置付けるか。

(c) その他

- 取締役11名・監査役4名の取締役会・本件取引への参加  
A・Bの代表者・役員6名は取締役会や本件取引の協議・交渉にも参加せず。  
最近までA・Bの役員であった2名は、定足数確保のため取締役会には参加。  
ただし、発言・議決権行使はせず(棄権)、本件取引の協議・交渉にも不参加。  
A・Bの役員を兼務する監査役2名については、取締役会に出席せず。  
監査役のうち弁護士はB社の法務アドバイザーである事務所に所属。  
→本件を担当する弁護士との間で情報隔離措置を講じた。  
対抗提案を排除する取決めや短めのTOB期間の可能性  
→70%超の議決権を保有しているため、本件では無関係。

MOM

<sup>28</sup> 中嶋＝山田 (2017)。強気の事業計画を立ててしまう場合もある。CCC事件につき、日本証券経済研究所 (2016)。  
<sup>29</sup> 中嶋＝山田 (2017)

生じた市場株価の一般的な変動を考慮しないものと考えられる→小池裁判官の補足意見

② 「特段の事情」の内容

「特段の事情」の内容が明確でないとの指摘<sup>33</sup>。

→ 「株価の変動も織り込んで公開買付価格が決定されていることが補正をしない理由であれば、「予期しない変動」とは株価に織り込まれないようなものか否かが基準」となるとの指摘<sup>34</sup>。→ 株価に織り込まれないようなものであれば、補正があり得る。

小池裁判官の補足意見

「特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられる」  
もつとも、公開買付け<sup>35</sup>や全部取得決定の株主総会決議後<sup>36</sup>に予期しない変動が生じることもあり得るため、それだけでは予期しない変動が生じたか否かは決定できないし、キャッシュアウトの場合における株式市場の価格は、基本的には、キャッシュアウトの価格たる公開買付価格にほぼ固定されるため、本件買付価格が株式市場に受け入れられたことを根拠にしてよいのかもよくわかっていないところである。

いずれにせよ、本来は、二段階の企業再編に要する期間を可能な限り短縮することで減小さささせるべき<sup>37</sup>。

(4) 裁判所による取得価格の算定<sup>38</sup>

裁判所による取得価格の算定が必要となる場合

一般に公正と認められる手続が採られていない場合

公開買付価格＝取得価格であることが明示されていない場合

特段の事情がある場合

公開買付前置型のキャッシュアウトの場合の価格算定方法

この場合には、株価はキャッシュアウトの対価に固定される。

→ 対価の公正性を判断する時点は、公開買付時点となる。

価格算定の基礎時が意味を持たない。

公開買付価格 ≠ 取得価格となる例外的な場合の例

<sup>33</sup> 藤田 (2017)

<sup>34</sup> 藤田 (2017)

<sup>35</sup> TOBへの応募：119万9716株（予約権1922含む）/180万1954株（約66.58%）  
<sup>36</sup> 臨時株主総会の賛成・反対：611万5786・51万1431/662万7217（約92.3%）、種類株主総会の賛成・反対：611万5804・51万1457/662万7261（約92.3%）

<sup>37</sup> 高山 (2016)

<sup>38</sup> 藤田 (2017)

キャッシュアウトの対価の公正性の判断時点として、公開買付時点以外であるとき。

→ 裁判所が公開買付時点における判断として公正な価格がいくらであったかを決定。

「公開買付けの終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたといったケース<sup>39</sup>」

レックス・ホールディングス事件決定の定式と矛盾することとなり得る。

手続の公正さ等が確保されなかった場合の裁判所による価格算定方法

公開買付時点で公正であったであろう対価の額を算定。

株式の客観的価値＋増加価値分配価格という定式

(5) 課題

① キャッシュアウト手段としての株式等売渡請求・株式併合

本決定の論理は、株式等売渡請求・株式併合にも当てはまるとされる。これらの制度間の解釈の不整合は、制度の利用を偏ったものにはかねないため、望ましくなく、基本的には、こうした考え方は妥当であると考えられる。ただし、現行の全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュアウトは、株主総会の特別決議を要するものであるため、時にかなり長期間の時間を要するものであった（早いもので約4か月。多くの事案では5～6か月。JCOM事件は9か月超）。

TOB+株式等売渡請求に要する期間は、3か月程度の模様。

TOB 期間終了後、取締役会の承認を行い、上場廃止の手続後に取得日を設定。

本決定の論理→ 「特段の事情」に該当し補正を要する場合はかなり少なくなる。

TOB+株式併合に要する期間は、4～6か月程度かかっている模様。

TOB 期間の終了前後に基準日を設定し、株主総会の特別決議・上場廃止・併合

本決定の論理からすると、株式併合の完了までの期間が長くなり得る。

→ 本件決定の「特段の事情」に該当するような事態が生じる場合が出てくる。

② 企業価値の増加・毀損の有無

市場株価の変動から、企業価値の増加・毀損

松尾・法教 433

取締役と多数派株主がM&A取引を承認した以上、企業価値を増加させるものであったと考えてよい（田中）。そうでなければ、裁判所の判断は常に困難なものとなる。現時点の判例はそこまでは言っていない。→ 一般に公正と認められる手続が信用に値するものか否か。これに対しては、企業価値の増加の有無については、M&A取引のニュースに対する市場

<sup>39</sup> 藤田 (2017)

株価の変動により、株式上の評価を分析する諸法等を用いることができる。裁判所が事後的に評価するのが容易であり、上記のような決めつけは良くない(飯田)。→株式市場の効率的性や株式上の評価を分析する手法がどこまで信頼できるか(田中説は明らかに信頼できない方法を用いているとの評価を前提としているもののように思われる)。

### ③他の救済手段との関係

事前の差止め、事後の損害賠償・効力の否定

#### 【参考文献】

- ・ 飯田秀徳 (2011) 「判批」民商 145 巻 3 号 118 頁
- ・ 同 (2015) 「株式買取請求・価格決定事件における株式市場価格の機能」商事 2076 号 38 頁
- ・ 石綿学 (2012) 「判批 (下)」商事 1968 号 13 頁
- ・ 伊藤清史 (2013) 「判批」判例評論 647 号 172 頁
- ・ 受川輝大 (2016) 「本件判批」新・判例解説 Watch 商法 No.98・1 頁
- ・ 神田秀樹 (2013) 「金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号 41 頁
- ・ 同 「2016」 「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 巻 4 号 1 頁
- ・ 北村雅史 (2016) 「本件判批」法教 434 号 163 頁
- ・ 桑原聡子ほか (2016) 「本件判批」商事 2114 号 16 頁
- ・ 柴田義明 (2013) 「判解」ジュリ 1455 号 99 頁
- ・ 白井正和ほか (2015) 『M&A における第三者委員会の理論と実務』(商事法務)
- ・ 高原知明 (2017) 「本件判批」ジュリ 1503 号 87 頁
- ・ 田中亘 (2016) 「ジュビタテレコム事件最高裁決定が喫した課題」金商 1500 号 1 頁
- ・ 同 (2017) 「判批」ジュリ 1489 号 110 頁
- ・ 鳥山恭一 (2016) 「本件判批」法セミ 741 号 113 頁
- ・ 中嶋克久=山田昌史 (2017) 「JCOM 最高裁決定の示唆する『公正な手続』と実務」商事 2126 号 28 頁
- ・ 日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会 (2016) 「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」研究記録 58 号
- ・ 藤田友敬 (2016) 「本件判批」資料版商事 388 号
- ・ 同 (2017) 「本件判批」論究ジュリ 20 号 87 頁
- ・ 松尾健一 (2012) 「平成 23 年度会社法関係重要判例の分析 (下)」商事 1973 号 69 頁
- ・ 松中学 (2016) 「本件判批」商事 2114 号 4 頁
- ・ 森・濱田松本法律事務所編 (2015) 『M&A 法大系』(有斐閣)
- ・ 弥永真生 (2016) 「本件判批」ジュリ 1498 号 2 頁
- ・ 柳明昌 (2013) 「判批」リマックス 46 号 94 頁
- ・ 湯原心一 (2015) 「判批」早法 90 巻 4 号 115 頁

平成28年（許）第4号ないし第20号  
株式取得価格決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件  
平成28年7月1日 第一小法廷決定

主 文

- 1 原決定を破棄し、原々決定を取り消す。
- 2 平成28年（許）第4号相手方ら・同第5号ないし第20号抗告人が有していた別紙保有株式数一覧表記載の同第4号抗告人・同第5号ないし第20号相手方の全部取得条項付種類株式の取得の価格をいずれも1株につき12万3000円とする。
- 3 手続の総費用は各自の負担とする。

理 由

平成28年（許）第4号抗告代理人関口健一ほかの抗告理由、同第5号抗告代理人豊島真、同赤塚洋信及び同高橋将志の抗告理由、同第6号ないし第18号抗告代理人大塚和成ほかの抗告理由、同第19号抗告人の抗告理由並びに同第20号抗告人の抗告理由（ただし、いずれも排除された部分を除く。）について

1 本件は、平成28年（許）第4号抗告人・同第5号ないし第20号相手方（以下「抗告人」という。）による全部取得条項付種類株式の取得に反対した抗告人の株主である同第4号相手方ら・同第5号ないし第20号抗告人（以下「相手方ら」という。）が、会社法172条1項（平成26年法律第90号による改正前のもの。以下同じ。）に基づき、全部取得条項付種類株式の取得の価格（以下「取得価格」という。）の決定の申立てをした事実である。

2 原審の適法に確定した事実関係の概要は、次のとおりである。

(1) 抗告人は、平成22年6月当時、その発行する普通株式（以下「本件株式」という。）を大阪証券取引所のJASDAQスタンダード市場に上場していたが、A及びBが合計して抗告人の総株主の議決権の70%以上を直接又は間接に有していた。

(2) A及びBは、両社で抗告人の株式を全部保有することなどを計画し、A、B外1社は、平成25年2月26日、買付予定数を180万1954株、買付期間を同月27日から同年4月10日まで（30営業日）、買付価格を1株につき12万3000円（以下「本件買付価格」という。）として本件株式及び抗告人の新株予約権（以下「本件株式等」という。）の全部の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかったときは、抗告人において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款の変更を行うなどして同株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表した。

抗告人は、上記の公表に先立ち、本件公開買付けに関する意思決定過程からA及びBと関係の深い取締役を排除し、両社との関係がないか、関係の薄い取締役3人の全員一致の決議に基づき意思決定をした。また、抗告人は、法務アドバイザーに選任したC法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任したD証券株式会社から、本件株式の価値が1株につき12万3000円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格は妥当である旨の意見を得ていた。さらに、抗告人は、有識者により構成される第三者委員会から、本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して

推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、同年2月26日、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明した。

(3) 平成25年6月28日に開催された原告人の株主総会において次のアからウまでの決議がされ、併せて、同日開催された普通株式の株主による種類株主総会においてイの決議がされた(以下、上記各株主総会を「本件総会」という。)

ア 残余財産の分配についての優先株式であるA種種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ 原告人の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、原告人がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式1株につきA種種類株式6万94478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成25年8月2日とする。

ウ 原告人は、取得日を平成25年8月2日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

(4) 平成25年8月2日、前記(3)イの定款変更の効力が生じ、原告人は、同日、全部取得条項付種類株式の全部を取得した。

(5) 相手方らは、本件総会に先立ち、前記(3)の各決議に係る議案に反対する旨を原告人に通知し、かつ、本件総会において、同議案に反対した。そして、相手方らは、会社法172条1項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをした。

3 原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、相手方らが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいづれも1株につき13万0206円とすべきものとした。

本件買付価格は、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正

な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。

4 しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

(1) 株式会社の株式の相当数を保有する株主(以下「多数株主」という。)が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社(以下「多数株主等」という。)と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正を

ない。したがって、原々決定を取り消し、相手方が有していた別紙保有株式数一覧表記載の原告人の全部取得条項付種類株式の取得価格をいづれも1株につき12万3000円とすることとする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり決定する。なお、裁判官小池裕の補足意見がある。

裁判官小池裕の補足意見は、次のとおりである。

私は、法廷意見に賛同するものであるが、会社法172条1項に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に関する裁判所の合理的な裁量の在り方という点について、補足して意見を述べることとした。

会社法172条1項に基づき全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てがされた場合には、裁判所は、株主総会で定められた取得対価が存することを前提として、合理的な裁量に基づき、その対価を変更することの要否を判断し、変更を要するときは独自にその対価を算定し、取得価格を定めるものとされる。

この場合において、裁判所は、関係当事者によって形成された取引条件に関する判断や合意を対象として裁量的な判断をすることになるが、関係当事者の判断等の形成過程の公正さ、その判断等に基づく取引に関する関係当事者の予測可能性と利害、取引の衡平の確保等を考慮し、どこまでその判断等に介入するかについて検討する必要があると考えられる。

ところで、相互に特別の資本関係がない会社間の企業再編取引における株式買取請求に伴う株式の買取価格の決定の事案について、一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、株主総会における株主の合理的判断が妨げられたと認められるに足りる特段の事情のない限り、当該株式移転における株式移転

するなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。

(2) したがって、多数株主が株式会社等の公開買付けを行い、その後当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になるとを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後当該株式会社を上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。

5 以上と異なる原審の判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかかな法令の違反がある。原告人の論旨は理由があり、その余の論旨について判断するまでもなく、原決定は破棄を免れない。

そして、以上に説示したところによれば、本件株式の取得価格は、原告人の主張するとおり、原則として本件買付価格と同額となるものというべきであり、本件の一連の取引においてその基礎となった事情に予期しない変動が生じたとは認められ

にも、将来的な価格変動の見直し、組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であり、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ない。

このような株式価格の算定の性質からすると、本件のような事案において、裁判所は、買付け等の価格という取引条件の形成に関わる手続の公正についての確に認定するという点で特に重要な機能を果たすものといえる。そして、公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められたとは認められない場合には、裁判所が取得価格を決定することになるが、その算定方法は市場株価分析によらざるを得ないこともあろう。ただし、裁判所が裁量権の行使に当たり、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重してこれに委ねるべきか否かを判断するに当たっては、この方法が株式価格に関する多元的な要因を広く捉えるものとはいえないという点も考慮する必要がある。

原審は、本件の一連の取引は基本的に公正な手続を通じて行われたということができ、株式の取得日における客観的価値が市場株価から補正すべき事情がない場合であれば、本件買付価格は公正な価格といえるとしている。その上で、仮に本件公開買付けがなければ、本件株式は株価指標の推移に連動して一定程度の上昇があったと考えるのが合理的であるとし、取得価格の算定に当たり、本件買付価格を採用することなく、株価の回帰分析の方法等に基づく算定をした。しかし、一般に公正と認められる手続を通じて本件買付価格が定められた場合には、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、その価格を尊重しこれを取得価格とすべきものであるところ、原審は、特段の事情が認められないにもかかわらず本件買付価格を採用しなかった上、本件買付価格には取得日

比率は公正なものかとみるのが相当であるとされる（最高裁判平成23年（許）第21号、第22号同24年2月29日第二小法廷決定・民集66巻3号1784頁参照）。

本件は、多数株主による完全子会社化に向けた公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得という二段階取引が行われた事案であり、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存し、会社から退出を余儀なくされる少数株主の保護が要請される取引が対象となっている。しかし、このように構造的な利益相反関係が存する場合についても、取引に関する意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合には、裁判所は、独立当事者間の取引の場合と同様に、原則としてこのような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきものであると考えられる。すなわち、裁判所は合理的な裁量に基づいて株式の取得価格の決定をするが、その判断においては、まず、関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続を通じて形成された公正な価格といえるか否かを認定することを要し、それが認定される場合には、原則として、公正な手続を通じて形成された取引条件である買付け等の価格を尊重し、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相当である。

株式価格の形成には多元的な要因が関わることから、種々の価格算定方式が存する。そのため、株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合

|     |         |
|-----|---------|
| X12 | 3万1723株 |
| X13 | 1617株   |
| X14 | 3446株   |
| X15 | 1株      |
| X16 | 56株     |

までに生ずべき市場の一般的な価格変動が織り込まれているといえるにもかかわらず改めて事後の事情を考慮した補正をする算定しており、本件取得価格の算定に関する原審の判断は、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ないと考える。

なおお付言すると、本件において上記の特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられるといえるであろう。

(裁判長裁判官 山浦善樹 裁判官 櫻井龍子 裁判官 池上政幸 裁判官 大谷直人 裁判官 小池 裕)

(別 紙)

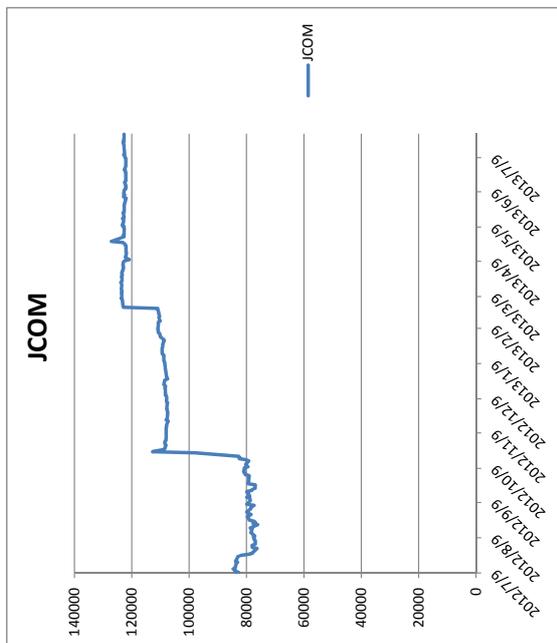
保有株式数一覧表

|     |         |
|-----|---------|
| X1  | 7930株   |
| X2  | 8572株   |
| X3  | 3万3058株 |
| X4  | 4万1412株 |
| X5  | 324株    |
| X6  | 7万5653株 |
| X7  | 6115株   |
| X8  | 9086株   |
| X9  | 2984株   |
| X10 | 3万5502株 |
| X11 | 8万1700株 |

| 日付        | 始値    | 高値    | 安値    | 終値    | 出来高  | 売買代金        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------|-------------|
| 2012/7/9  | 82500 | 82900 | 81700 | 82800 | 2738 | 225,083,800 |
| 2012/7/10 | 82700 | 84100 | 82400 | 84000 | 3203 | 266,693,100 |
| 2012/7/11 | 83400 | 83900 | 83100 | 83900 | 1280 | 106,807,300 |
| 2012/7/12 | 83500 | 84800 | 83300 | 84700 | 4332 | 364,036,400 |
| 2012/7/13 | 84000 | 83400 | 83400 | 83900 | 1782 | 149,389,800 |
| 2012/7/17 | 83900 | 84000 | 82500 | 83600 | 3236 | 270,244,100 |
| 2012/7/18 | 83500 | 83600 | 82900 | 83100 | 1597 | 133,068,700 |
| 2012/7/19 | 83100 | 84000 | 83000 | 83800 | 3657 | 306,081,800 |
| 2012/7/20 | 83800 | 84700 | 83500 | 84500 | 4549 | 382,014,800 |
| 2012/7/23 | 83500 | 82900 | 83000 | 83000 | 2054 | 171,002,300 |
| 2012/7/24 | 82600 | 82800 | 81100 | 81900 | 4818 | 395,423,300 |
| 2012/7/25 | 79500 | 79800 | 75700 | 79100 | 7227 | 563,462,400 |
| 2012/7/26 | 78400 | 78600 | 77100 | 77900 | 5885 | 456,909,500 |
| 2012/7/27 | 76800 | 77800 | 76300 | 77600 | 6083 | 467,208,400 |
| 2012/7/30 | 77000 | 77000 | 76200 | 76300 | 5056 | 386,799,000 |
| 2012/7/31 | 76300 | 78000 | 76000 | 78000 | 3069 | 235,567,600 |
| 2012/8/1  | 78000 | 78000 | 76900 | 78000 | 2847 | 205,586,800 |
| 2012/8/2  | 77300 | 78200 | 77300 | 78000 | 2256 | 175,736,800 |
| 2012/8/3  | 77900 | 77900 | 76900 | 76900 | 1533 | 118,747,200 |
| 2012/8/6  | 76800 | 76900 | 76700 | 76900 | 1727 | 132,730,700 |
| 2012/8/7  | 76900 | 77500 | 76600 | 77300 | 2853 | 219,295,800 |
| 2012/8/8  | 77100 | 77300 | 76800 | 77300 | 1617 | 124,871,500 |
| 2012/8/9  | 77200 | 77700 | 77600 | 77600 | 3345 | 258,221,400 |
| 2012/8/10 | 77300 | 77600 | 77000 | 77100 | 1827 | 141,348,100 |
| 2012/8/13 | 77100 | 79000 | 77000 | 78500 | 2135 | 165,559,100 |
| 2012/8/14 | 78500 | 78500 | 78200 | 78300 | 965  | 75,677,000  |
| 2012/8/15 | 78300 | 78300 | 78100 | 78200 | 736  | 57,559,200  |
| 2012/8/16 | 78200 | 78900 | 77700 | 78000 | 1762 | 137,618,800 |
| 2012/8/17 | 77800 | 78700 | 77600 | 78700 | 1800 | 140,589,900 |
| 2012/8/20 | 78600 | 76100 | 76100 | 76100 | 3430 | 266,705,400 |
| 2012/8/21 | 76400 | 78800 | 76400 | 77700 | 2676 | 206,846,300 |
| 2012/8/22 | 77700 | 77700 | 76900 | 77600 | 1636 | 126,531,000 |
| 2012/8/23 | 76800 | 78200 | 76500 | 77400 | 1851 | 142,881,400 |
| 2012/8/24 | 77500 | 79400 | 77400 | 79000 | 2003 | 157,138,400 |
| 2012/8/27 | 78300 | 82000 | 78300 | 79700 | 1530 | 122,695,700 |
| 2012/8/28 | 79700 | 79700 | 79100 | 79100 | 908  | 72,041,700  |
| 2012/8/29 | 79100 | 81100 | 78400 | 78400 | 2229 | 175,972,700 |
| 2012/8/30 | 78400 | 79800 | 78200 | 79500 | 2281 | 180,307,700 |
| 2012/8/31 | 79500 | 80100 | 79300 | 79900 | 3713 | 296,171,600 |
| 2012/9/3  | 79400 | 79700 | 78500 | 78500 | 1253 | 98,754,200  |
| 2012/9/4  | 78500 | 79300 | 77900 | 78400 | 2219 | 173,757,500 |
| 2012/9/5  | 77700 | 78400 | 77700 | 78100 | 1865 | 145,607,900 |
| 2012/9/6  | 78100 | 78100 | 77300 | 77300 | 1247 | 97,061,100  |
| 2012/9/7  | 77400 | 80200 | 77400 | 79900 | 3616 | 283,590,900 |
| 2012/9/10 | 78600 | 79700 | 78000 | 78700 | 1768 | 139,046,200 |
| 2012/9/11 | 78600 | 78900 | 78200 | 78800 | 2178 | 171,158,500 |
| 2012/9/12 | 78500 | 78800 | 78500 | 78800 | 1654 | 145,902,500 |
| 2012/9/13 | 78600 | 79900 | 78900 | 79900 | 2297 | 181,863,900 |
| 2012/9/14 | 79700 | 80000 | 78800 | 78900 | 4226 | 337,241,800 |
| 2012/9/18 | 78800 | 79000 | 78500 | 79000 | 2153 | 170,231,100 |
| 2012/9/19 | 78700 | 79100 | 78000 | 78200 | 4793 | 376,426,300 |
| 2012/9/20 | 77800 | 78100 | 77200 | 77900 | 2878 | 223,109,500 |
| 2012/9/21 | 77800 | 77000 | 77000 | 77000 | 1253 | 96,831,500  |
| 2012/9/24 | 76500 | 77900 | 76500 | 76900 | 2212 | 170,696,100 |
| 2012/9/25 | 77700 | 79600 | 77700 | 79500 | 4112 | 323,938,500 |
| 2012/9/26 | 78100 | 79500 | 78100 | 79400 | 2476 | 195,899,800 |
| 2012/9/27 | 79000 | 79300 | 78500 | 79200 | 1347 | 106,141,000 |
| 2012/9/28 | 79200 | 78300 | 78300 | 79200 | 2406 | 189,844,500 |

| 日付         | 始値     | 高値     | 安値     | 終値     | 出来高   | 売買代金          |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|---------------|
| 2012/12/25 | 108700 | 108700 | 108400 | 108500 | 5881  | 648,789,400   |
| 2012/12/26 | 108000 | 108000 | 107300 | 107500 | 12019 | 1,295,119,000 |
| 2012/12/27 | 107500 | 107900 | 107500 | 107700 | 7193  | 774,667,900   |
| 2012/12/28 | 107600 | 107900 | 107500 | 107900 | 10501 | 1,130,803,900 |
| 2013/1/4   | 108000 | 108400 | 108000 | 108300 | 14681 | 1,589,017,000 |
| 2013/1/7   | 108300 | 108400 | 108200 | 108400 | 50455 | 5,464,835,200 |
| 2013/1/8   | 108300 | 108500 | 108200 | 108500 | 25614 | 2,774,545,600 |
| 2013/1/9   | 108500 | 108600 | 108400 | 108500 | 20372 | 2,210,184,200 |
| 2013/1/10  | 108500 | 108600 | 108500 | 108600 | 11552 | 1,253,919,700 |
| 2013/1/11  | 108500 | 108800 | 108500 | 108800 | 17137 | 1,860,685,800 |
| 2013/1/15  | 108700 | 108900 | 108600 | 108800 | 10784 | 1,172,612,000 |
| 2013/1/16  | 108800 | 109100 | 108700 | 108900 | 8785  | 956,529,700   |
| 2013/1/17  | 109000 | 109300 | 109000 | 109300 | 4651  | 507,480,700   |
| 2013/1/18  | 109200 | 109500 | 109200 | 109400 | 10569 | 1,155,625,000 |
| 2013/1/21  | 109200 | 109400 | 109100 | 109400 | 12373 | 1,351,656,300 |
| 2013/1/22  | 109300 | 109400 | 109200 | 109400 | 9042  | 988,261,300   |
| 2013/1/23  | 109300 | 109400 | 109200 | 109200 | 8578  | 937,244,600   |
| 2013/1/24  | 109200 | 109300 | 109100 | 109200 | 11339 | 1,238,326,500 |
| 2013/1/30  | 108700 | 109100 | 108500 | 109000 | 19389 | 2,108,704,300 |
| 2013/1/25  | 109200 | 109200 | 109100 | 109200 | 4815  | 525,648,300   |
| 2013/1/28  | 109200 | 109200 | 109200 | 109200 | 27446 | 2,987,381,800 |
| 2013/1/29  | 108800 | 108800 | 108400 | 108700 | 12600 | 1,368,264,000 |
| 2013/2/1   | 109000 | 109500 | 109000 | 109500 | 12778 | 1,395,340,600 |
| 2013/2/1   | 109000 | 110100 | 109200 | 110000 | 26709 | 2,832,043,400 |
| 2013/2/4   | 109800 | 110500 | 109800 | 110300 | 27095 | 2,984,973,600 |
| 2013/2/5   | 110100 | 110900 | 110100 | 110800 | 21147 | 2,334,539,100 |
| 2013/2/6   | 110100 | 111000 | 110100 | 110800 | 21601 | 2,390,332,000 |
| 2013/2/7   | 110800 | 111000 | 110600 | 110800 | 17946 | 1,988,465,600 |
| 2013/2/8   | 110700 | 110900 | 110400 | 110900 | 38160 | 4,226,651,000 |
| 2013/2/12  | 110300 | 110700 | 110200 | 110700 | 28149 | 3,108,295,200 |
| 2013/2/13  | 110600 | 111000 | 110400 | 110800 | 7171  | 793,834,200   |
| 2013/2/14  | 110600 | 110800 | 110500 | 110700 | 7599  | 841,085,300   |
| 2013/2/15  | 110600 | 110700 | 110700 | 110900 | 10490 | 1,155,427,200 |
| 2013/2/19  | 110500 | 111000 | 110300 | 110600 | 2214  | 244,613,000   |
| 2013/2/20  | 110300 | 110500 | 110300 | 110300 | 3419  | 377,627,300   |
| 2013/2/21  | 110300 | 110600 | 110300 | 110400 | 3551  | 392,226,100   |
| 2013/2/22  | 110300 | 110600 | 110300 | 110600 | 6875  | 770,481,800   |
| 2013/2/26  | 110900 | 111100 | 110900 | 111000 | 12037 | 1,330,622,700 |
| 2013/2/27  | 122600 | 122900 | 122600 | 122900 | 3929  | 435,143,900   |
| 2013/2/28  | 123000 | 123100 | 122900 | 123000 | 16409 | 2,158,099,000 |
| 2013/3/1   | 123000 | 123100 | 122900 | 123100 | 9070  | 1,115,680,100 |
| 2013/3/4   | 123100 | 123200 | 123000 | 123200 | 3238  | 398,681,800   |
| 2013/3/5   | 123100 | 123200 | 123100 | 123200 | 17520 | 2,158,099,000 |
| 2013/3/6   | 123100 | 123400 | 123100 | 123400 | 7811  | 962,412,500   |
| 2013/3/8   | 123600 | 123700 | 123200 | 123700 | 28087 | 3,471,017,100 |
| 2013/3/11  | 123500 | 123600 | 123500 | 123500 | 26006 | 3,210,767,900 |
| 2013/3/12  | 123500 | 123600 | 123400 | 123600 | 15720 | 1,940,767,900 |
| 2013/3/13  | 123500 | 123600 | 123400 | 123600 | 9285  | 1,146,858,600 |
| 2013/3/14  | 123400 | 123500 | 123400 | 123500 | 5255  | 648,824,400   |
| 2013/3/15  | 123600 | 123700 | 123400 | 123600 | 6848  | 845,825,900   |
| 2013/3/18  | 123500 | 123600 | 123400 | 123500 | 16052 | 1,982,955,500 |
| 2013/3/19  | 123400 | 123500 | 123400 | 123500 | 3443  | 425,168,800   |
| 2013/3/21  | 123400 | 123500 | 123400 | 123500 | 5634  | 695,473,800   |
| 2013/3/22  | 123500 | 123700 | 123400 | 123600 | 13625 | 1,684,212,700 |
| 2013/3/25  | 123400 | 123500 | 123300 | 123400 | 20134 | 2,485,208,000 |
| 2013/3/25  | 123400 | 123500 | 123300 | 123400 | 7432  | 917,193,500   |

| 日付        | 始値     | 高値     | 安値     | 終値     | 出来高  | 売買代金        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------|-------------|
| 2013/6/19 | 122100 | 122500 | 122100 | 122100 | 214  | 26,132,400  |
| 2013/6/20 | 122100 | 122100 | 122000 | 122100 | 204  | 24,900,000  |
| 2013/6/21 | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 405  | 49,421,800  |
| 2013/6/24 | 122200 | 122200 | 122000 | 122100 | 213  | 25,993,800  |
| 2013/6/25 | 122100 | 122400 | 122000 | 122100 | 313  | 38,223,600  |
| 2013/6/26 | 122200 | 122300 | 122100 | 122200 | 259  | 31,635,500  |
| 2013/6/27 | 122200 | 122200 | 122000 | 122200 | 2202 | 268,702,500 |
| 2013/6/28 | 122200 | 122600 | 122100 | 122600 | 474  | 58,033,300  |
| 2013/7/1  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 169  | 20,638,800  |
| 2013/7/2  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 775  | 94,632,900  |
| 2013/7/3  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 160  | 19,538,700  |
| 2013/7/4  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 345  | 42,126,600  |
| 2013/7/5  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 185  | 22,591,500  |
| 2013/7/8  | 122100 | 122200 | 122100 | 122100 | 208  | 25,398,400  |
| 2013/7/9  | 122200 | 122400 | 122200 | 122400 | 485  | 59,302,200  |
| 2013/7/10 | 122400 | 122400 | 122300 | 122400 | 251  | 30,720,900  |
| 2013/7/11 | 122400 | 122800 | 122400 | 122800 | 1755 | 215,303,600 |
| 2013/7/12 | 122500 | 122500 | 122500 | 122500 | 4    | 490,000     |
| 2013/7/16 | 122600 | 122700 | 122600 | 122600 | 255  | 31,265,900  |
| 2013/7/17 | 122600 | 122800 | 122500 | 122700 | 2070 | 253,988,900 |
| 2013/7/18 | 122700 | 122800 | 122700 | 122700 | 43   | 5,276,400   |
| 2013/7/19 | 122700 | 122900 | 122700 | 122700 | 131  | 16,075,400  |
| 2013/7/22 | 122700 | 123000 | 122700 | 123000 | 142  | 17,426,800  |
| 2013/7/23 | 122900 | 122900 | 122700 | 122700 | 1326 | 162,702,900 |
| 2013/7/24 | 122700 | 122800 | 122700 | 122800 | 3049 | 374,113,200 |
| 2013/7/25 | 122700 | 122700 | 122700 | 122700 | 46   | 5,644,200   |
| 2013/7/26 | 122700 | 123000 | 122700 | 122700 | 1301 | 159,686,200 |
| 2013/7/29 | 122300 | 122800 | 122300 | 122700 | 529  | 64,882,600  |



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例(2) —エフオーアイ事件判決—

2017年6月23日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授        |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授         |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授    |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授         |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)     |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |

【報 告】

会社法・金融商品取引法の最近の判例（２）

—エフオーアイ事件判決—

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

- |          |                      |
|----------|----------------------|
| I. 事案と判旨 | 1. 元引受証券会社の発行市場での取得者 |
| 1. 事案の概要 | (A類型原告) に対する責任について   |
| 2. 当事者   | 2. 元引受証券会社の流通市場での取得者 |
| 3. 事実の概要 | (B類型原告) に対する責任について   |
| 4. 判旨    | 3. 自主規制法人の責任について     |
| II. 検討   | 討論                   |

○山下 定刻ですので、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、小出先生にエフオーアイ事件判決についてのご報告をいただきますので、よろしく願いいたします。

○小出 学習院大学の小出でございます。よろしく願いいたします。

本日検討していただきます判決は、東京地判平成28年12月20日、いわゆるエフオーアイ事件判決で、公表のものと、資料版商事法務396号の171ページに載っているものです。

こちらの事件は大変注目を浴びたものでありまして、既に先生方も詳細についてご存じかとは思いますが、大変判決文が長いものでして、あるいはこういった事案、それから判旨についてある程度丁寧に見ることも意味があるかなと思われましたので、こちらを中心に少し時間をかけて報告させていただければと思っています。

お手元の資料の「事案と判旨」は、一生懸命縮

めたつもりではいるのですが、前述のように、判旨のところについては、資料ということもありますので、ある程度長くとっています。全部読むことはしませんけれども、適宜抜きながら見ていきたいと思っています。

I. 事案と判旨

1. 事案の概要

株式会社エフオーアイ（半導体製造装置の製作販売会社）は、架空の売上げを計上して長らく粉飾決算を行っていました。その状況のまま虚偽記載のある有価証券届出書を提出して東京証券取引所（以下「東証」という）マザーズ市場への上場を行いました。その後上記粉飾決算の事実が明らかになったことから、上場時の募集もしくは売出しに応じた、または上場後の取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した原告らが、まずはエフオーアイの役員、同社株式の募集または売出しを行った元引受証券会社、それから販売を受託した証券会社、当該売出しに係る株式の所有者、

そして東証及び日本取引所自主規制法人（当時の東京証券取引所自主規制法人。以下「自主規制法人」という）を被告とし、金融商品取引法（以下「金商法」という）21条1項1号、2号、4号、22条1項及び17条、会社法429条2項または民法上の不法行為に基づき、損害賠償を求めた事案です。

原告が求めた損害賠償額につきましては、取得価格から処分価格を引いた金額で、処分をしていない原告については処分価格を0円とする、すなわち取得価格全額の賠償を求めています。これに加えて、エフオーアイ株式に係る取引手数料と弁護士費用も求めたという事案です。

## 2. 当事者

[原告ら]

原告らには2つの類型があります。

A類型原告：本件上場の際しての証券会社による募集または売出しに応じてエフオーアイ株式を取得した投資者

B類型原告：募集または売出しによらず、本件上場後に取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した投資者

中には、A類型とB類型の両方に当てはまる、すなわち発行市場でも流通市場でも購入しているという者もいるわけですが、大枠はこのように分けた上で責任ないし損害額等が認定されています。

[被告ら]

被告らは多岐にわたっていますが、大きく分けて5種類に分かれます。

### ①エフオーアイの役員

Y1：代表取締役社長

Y2：代表取締役

Y3：取締役

Y4：取締役（研究開発部門統括）

Y5：社外監査役（公認会計士）

Y6：常勤監査役（1名）

Y7：社外監査役（2名）

### ②元引受証券会社

みずほ証券：本件募集等の主幹事証券会社であったみずほインベスターズ証券を吸収合併し、同社の権利義務を包括承継

SBI証券ら：主幹事証券会社以外の元引受証券会社（9社）

### ③受託証券会社

受託証券会社ら：本件募集等の際しみずほ証券からエフオーアイ株式の販売委託を受け、本件虚偽記載のある目論見書を用いて販売（3社）

### ④売出しに係る株式の所有者（売出所有者）関係

売出所有者ら：エフオーアイ上場以前から出資していたベンチャーキャピタルであり、本件売出しにおける売出所有者（3社）

三井物産グローバル投資：売出所有者の1社であるMVCグローバルジャパンファンドⅡ投資事業組合の業務執行組合員

### ⑤東証関係

東証：エフオーアイが上場したマザーズ市場を運営

自主規制法人：東証と業務委託契約を締結し、上場審査を含む自主規制業務を受託（金商法85条参照）

以上に加えまして、本件提訴時には、監査証明を行った会計監査人、これも本件の中で大きな役割を占めており、被告であったわけですが、本件の判決の中では判断を下されていません。どうやら和解をしたようです。

## 3. 事実の概要

[エフオーアイによる粉飾]

認定されている粉飾は、財務諸表に関する粉飾でありまして、典型的ですが、大手メーカーなど数社への架空売上げの計上による売上高の水増しを行っています。

平成16年3月期に粉飾が始まりまして、当時は実際には約7億円だった売上げを約23億円に粉

飾していました。これでも相当なものですけれども、この粉飾が毎年続き、巨額になっていきまして、平成 21 年 3 月期には、実際の売上げは約 3 億円程度しかなかったにもかかわらず、財務諸表上の売上高は約 118 億円とされ、95%以上の売上げが粉飾であったという状況になっています。

これらの粉飾を誰が首謀したかということですが、Y 1～Y 3 の取締役及び幹部職員が共謀して行っており、ほとんど会社ぐるみで行っていた状況にあるようです。

かつ、さまざまなものが隠ぺいされています。注文書や売掛金残高確認書の偽造、売掛金回収の偽装（ペーパーカンパニーを通じた仮装名義による資金還流・通帳への不正印字・外国被仕向送金計算書の偽造など）、売上げが上がっているはずですから、装置が納入されているはずなので、装置納入があったことの偽装（在庫隠し、通関書類偽造、納入装置資料の偽造）、それから、架空の売上先に対して実査が入った場合に備えまして、その架空の取引先の社内に協力者をつくった上で、実査における偽装工作を凶ったというようなことなども行われています。

例えば、売掛金回収の偽装で言いますと、預金通帳への入金、ペーパーカンパニーを通じて資金を還流させて行っているとか、本当は自社名義での振込にもかかわらず、それに対して後で上から紙を張って架空の取引先の名前を書いているなど、相当悪質であり、しかも、もし原本を見ればすぐにわかるような、通常ではないかなりひどい粉飾であったようです。

#### 〔会計監査人による監査〕

それにもかかわらず、本件エフオーアイについては、会計監査人による監査が行われていまして、もともと上場前において、会社法上の計算書類に対する会計監査においても、本件上場に際しての有価証券届出書上の財務計算書類に対する監査証明においても、平成 14 年 3 月期から平成 21 年 3 月期に至るまで、無限定適正意見を表明していません。

それでは何もしなかったかということですが、認定されていることとしましては、少なくとも平成 20 年 3 月期、平成 21 年 3 月期の監査について考えますと、売上取引については原則全件確認するという方針をとり、売掛金についても、計上先からの残高確認書の徴求による確認を年 2 回行うという体制をとっていました。全件確認です。売上げに係る書類の証憑については全てを確認しています。それに加えて、棚卸しへの立会いですとか、預金通帳のコピーと入金との照合による売掛金管理の確認ですとか、取引先へのヒアリングなども行っており、相応の監査は行っていたようです。ただ、隠ぺいが非常に巧妙であったということかもしれませんが、会計監査人は粉飾を発見するには至っていなかったという状況です。

#### 〔経緯〕

次に、本件エフオーアイの上場に至るまでと、それ以降の経緯ですが、平成 19 年 5 月に、エフオーアイの主幹事証券会社にみずほ証券が就任しています。

その後、8 月よりみずほ証券引受審査部が審査を開始しています。まず、みずほ証券引受審査部が取得したエフオーアイの財務関係の書類などから、売上高が随分と急増している点、売上げの計上時期が一定の時期に偏っている点、売掛債権も非常に急増している点、売上債権回転期間が非常に伸びていまして、要は回収がうまくいっていないような状況がある点、キャッシュ・フローがどんどん減っている点、エフオーアイの会社の規模に比して売上高に相当する生産能力が本当にあるのかどうかについてやや疑問があるといった点について、みずほ証券引受審査部は、若干の疑問といいますか、確認すべき点をリストアップして、これについて重点的に審査を行うという体制を固めています。

具体的な審査としましては、エフオーアイに対する質問書の送付を行ったほか、役員へのヒアリング、会計監査人への質問書の送付及びヒアリン

グ、それから取引先に対する実査も行っています。ただ、取引先の実査に関しましては、エフオーアイの提案した2社（国内1社、海外1社）に対して行っているのですが、いずれもその会社の中に粉飾の協力者がいたという状況ですので、実査においても粉飾は発見できなかったということです。

ヒアリング等をしているのですけれども、いずれも、みずほ証券としましては納得できる回答が得られたというふうに判断しまして、平成19年12月20日に、第1回目のマザーズ市場への上場申請が行われており、みずほ証券は東証に推薦書等を提出しています。

以後は、東証が上場審査を委託した自主規制法人による上場審査が行われているわけですが、その過程においても、エフオーアイに対するヒアリングや実査が行われています。

その結果、平成20年2月18日に上場承認される予定だったのですが、平成20年2月14日に、第1投書と呼ばれるものが東証とみずほ証券に送られています。この投書の内容は、誰が書いたかはわかりませんが、粉飾の手口や額、本当の売上額、隠している装置の保管場所、偽造への関与者、取引先担当者の関与、粉飾の経緯、それから、このように確認すればわかるのではないかといったことも含めて、相当程度詳細で具体的な内部告発の投書がなされました。

当然、東証もみずほ証券も関心を寄せまして、エフオーアイに対して確認をすることにしまして、上場は延期されることになりました。追加調査としまして、自主規制法人によって、抜き打ちによる帳票等の調査、役員・会計監査人へのヒアリングなどが行われていまして、みずほ証券のほうは、エフオーアイに対してヒアリング等によって確認を行っています。

みずほ証券は、取締役Y2に対しまして、このような投書が来たということも述べているのですが、これに対しては、この投書は社内の不満分子などが送ったようなもので、要はでたらめであるというようなことを述べたということです。これに対して、みずほ証券が行った対応の要請と

しては、この投書の中身についての具体的な確認というよりは、このような投書が行われるということは、労務管理体制の問題や、レピュテーションリスクの問題があるというふうに見られるから、作成者を特定して社内処分を行う必要がある、ということを行っています。

その後、みずほ証券引受審査部としましては、追加審査により、第1投書には信憑性がないと判断しています。その追加審査においては、受注から売上げに至る帳票類の写しの突合などを行っていますが、原本については、エフオーアイとの信頼関係維持のために提出を求めなかったというふうに認定されています。

平成20年4月10日に、エフオーアイから上場申請取下げの申し出があり、4月18日に1回目の上場申請の取下げが行われています。

その後も、エフオーアイは上場を諦めておらず、平成20年8月5日に至って、みずほ証券による2回目の上場審査が開始されています。ここでみずほ証券は、第1投書に挙げられたようなことについて特に注意して審査を行っているわけではありません。エフオーアイが出した業績の悪化予想を受けて、売上債権の回収状況や今後の利益計画進捗状況については審査を行っていますけれども、第1投書にあったような架空売上げの有無といったところについては特に審査を行っているわけではないということです。その理由は、みずほ証券は恐らく、第1投書の問題点はまさにレピュテーションリスクの問題であるというふうに判断したようでして、したがって、これを送ったと目されるFが内部調査室から異動して退職予定であると聞いたために、問題点への対策は進んだと理解したのであろうというふうに考えられます。

みずほ証券の上場審査を経まして、平成20年12月1日に2回目のマザーズ市場への上場申請が行われて、前回と同様にみずほ証券は東証に推薦書等を提出し、自主規制法人はヒアリングなどを行っています。

ただ、これも上場申請は取り下げられました。その理由は、これも投書の中身というわけではな

くて、この時期にちょうど取引先として挙げられていた台湾の半導体デバイスメーカー数社について業績悪化の報道がされたということがあり、その影響を見極めるといったことも含めて上場承認の延期が行われ、結果的に取下げが行われたということです。

平成 21 年 6 月 16 日、みずほ証券による 3 回目の上場審査が開始されています。ここでも、投書の中身ではなく、2 回目の上場申請と同様に、取引先の業績動向の把握ですとか、売掛債権の回収状況といったものを中心に審査が行われており、平成 21 年 8 月 18 日に 3 回目のマザーズ市場への上場申請が行われています。

この 3 回目の上場申請については、平成 21 年 10 月 16 日に上場が承認されまして、関東財務局に本件有価証券届出書が提出されています。その有価証券届出書のうち経理の状況欄に記載された平成 20 年 3 月期及び平成 21 年 3 月期の財務諸表並びに平成 21 年度第 1 四半期の四半期財務諸表は、いずれも粉飾があるものです。ただ、これらには会計監査人の無限定適正意見ないしは無限定の結論を表明する四半期レビュー報告書が添付されていたという状況です。

それに加えて、特別情報欄に、——有価証券届出書には 2 期分の記載でいいものですから、それ以前の記述として——平成 17 年 3 月期から平成 19 年 3 月期までの 3 期分の財務諸表が記載されています。ただ、これについては、経理の状況欄に書かれるものではなく、会計監査人が金商法 193 条の 3 に従って監査証明を行うものではないということになっています。

このように有価証券届出書が提出された約 10 日後（平成 21 年 10 月 27 日～28 日）に、第 2 投書が、東証とみずほ証券に対して送られています。内容は第 1 投書とほぼ同じでありまして、これを踏まえ、東証はみずほ証券に対しまして残高確認書と預金通帳原本の提出を要求しました。ところが、Y 2 は、東証はまだ自分を疑っているのかと、特に預金通帳の原本提出について憤って抵抗したという状況があり、みずほ証券は東証に確認の上、

預金通帳の写しの提出だけで済ませたため、原本の確認はされていません。

その後、平成 21 年 10 月 29 日に至りまして、自主規制法人、会計監査人、みずほ証券は面談を行いまして、会計監査人が持参した残高確認書の原本を確認し、会計監査人の説明を受けました。その結果は納得できると判断されたものですから、それ以上の追加審査は行われていません。したがって、その後は予定どおり上場に向かって進んでいくこととなります。

平成 21 年 11 月 11 日に、みずほ証券はエフオーアイ及び売出所有者らと元引受契約を締結し、売出価格は 850 円とされました。その後、エフオーアイがマザーズ市場に上場しています。初値は 770 円ということです。

ところが、平成 22 年 5 月 12 日にになりまして、エフオーアイが証券取引等監視委員会から金商法違反容疑による強制捜査を受けたことを発表し、5 月 16 日、エフオーアイは粉飾決算を認めました。

平成 22 年 5 月 21 日、エフオーアイが東京地方裁判所に破産手続開始の申立てをし、6 月 15 日には上場廃止されました。わずか 7 か月余りで上場廃止に至っているということです。

なお、他の元引受証券会社である SBI 証券らにつきましては、それぞれみずほ証券から引受審査書類等を受領した上で補充的に質問などを行ってはいますけれども、第 1 投書や第 2 投書などについての情報は知らされていなかったという状況のもと、補充的な質問で納得をした上で、エフオーアイと元引受契約の締結をしています。

以上が事実の概要です。

#### 4. 判旨

〔本件有価証券届出書等の虚偽記載の有無について〕

本件判旨は非常に長いのですが、「検討」レジュメの < 1. 本件判旨の構成 > を見ていただきたいのですが、おおむねどういったことを判示しているかといいますと、まず、虚偽記載の内容は売上高であり、これが「重要な事項」について

の虚偽記載であるということを認めています。実は原告側は、こういった粉飾決算が起こったことと大きくかかわるコーポレートガバナンスの状況に関する記載についても虚偽記載があるということを主張しています。そのあたりは、「事案と判旨」レジュメの5ページから6ページに書いてあるのですが、結論から言いますと、多少の齟齬があったとしても、「重要な事項」に関する虚偽の記載があったとは認められないというふうに言っています。実際に内部統制システムが働いていなかったのは事実だと思いますけれども、ここで有価証券届出書に記載すべき事実とは、客観的な事実すぎないのであり、その運用が適切であったかどうかといった任務懈怠に関する記事は含まれないというふうに解すべきであると言っています。したがって、問題となるのは粉飾決算に関する部分ということになります。

#### 〔被告役員らの責任について〕

前述のように、被告は多岐にわたっているわけですが、まず役員については、全ての役員に対して金商法21条1項1号の責任を認めています。このうちY2とY4は、口頭弁論期日に出頭せず、答弁書も提出しなかったために、擬制自白による請求認容とされましたが、Y1とY3に関しては、首謀者でもありますので、金商法21条1項1号ないし金商法22条1項の責任を免れず、A類型原告とB類型原告の両方に対して責任を免れないというふうに判断しています。

後でも若干触れようと思っていますが、監査役についても全て責任が認められました。判決は、被告監査役らがエフオーアイの会計監査の信頼性については一応の監査を行ったと認めることができると言いながら、そのうち常勤監査役については、平成16年3月期の売上げのうちに架空のものがあることは少し認識していた状況があり、そのときは黙っていてくださいと言われたので放置していたわけですが、その後もこういった架空の売上げについての調査を行っていないこと、常勤監査役であったにもかかわらず、週に2日程

度しか出勤していなかったというようなことから、取締役の業務執行に対する日常の業務監査が十分であったとは言いがたいというふうに述べています。

そして、非常勤の社外監査役については、架空の売上げについての認識は一切なかったのですが、Y6の職務執行状況を認識していた、または容易に認識し得たという理由から、十分な監査役としての職務執行を行ったとは言いがたいというふうに言っています。すなわち、非常勤の社外監査役である被告Y5とY7に関しては、Y6の職務執行状況に対する監督はしていないことを理由として、相当な注意を払って監査を行ったとは認められないというふうに言っているわけです。このあたりについては後ほど触れたいと思います。

#### 〔被告元引受証券会社らの責任について〕

これは、主幹事証券会社であるみずほ証券と、それ以外の証券会社とに分かれています。

#### （1）被告みずほ証券（主幹事証券会社）の責任について

主幹事証券会社については、結論から言いますと、金商法21条と金商法17条に基づいて、A類型原告、すなわち発行市場において取得した原告に対する責任のみを認めており、流通市場において取得したB類型原告に対する責任は否定しています。

判旨につきましては、一般論として、「事案と判旨」レジュメの9ページの傍線部ですけれども、まず金商法21条及び17条の意義といったところから始まりまして、「21条2項3号は、元引受証券会社は、有価証券届出書のうち、同法193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分については、虚偽であることを知らなければ免責されるものと規定している。その趣旨は、財務計算部分は、公認会計士等による監査証明の対象とされており、当該部分に虚偽記載があった場合には、監査証明をした公認会計士等が金商法21条1項の損害賠償責任を負うこととされているため（同項3号）、その正確性の担保は第一次的に

は公認会計士等による審査に委ねることとし、元引受証券会社において相当な注意を用いた審査までは要求しないというものであると解される。そうすると、財務計算部分とは、公認会計士等による監査証明の対象となった部分を指すものと解すべきであり、具体的には、本件有価証券届出書においては、直近2年度分、すなわち平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表（本件有価証券届出書の「経理の状況」に記載されているもの）を指し、またこれに限られると解するのが相当である。上記財務諸表の数値を利用している部分や他年度の財務諸表についての記載についても財務計算部分と同一に扱うことは、適切な開示による投資者の保護という金商法の理念に照らし相当でない。もっとも、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないということであって、後記のとおり、財務情報の適正な開示も引受審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となっている財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要であると解すべきである」という一般論を述べています。これは、みずほ証券に限らず、元引受証券会社について述べた一般論ということになるかと思えます。

・元引受証券会社が引受審査に当たって用いるべき「相当な注意」の内容

最後のところで述べました「監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査」については、相当の注意が必要であるということだと思っておりますが、その内容については「事案と判旨」レジュメの10ページから11ページに書いてあります。

これも長いので全ては読み上げませんが、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」や、金商法が元引受金融商品取引業者に対

し金商法21条の責任を課している趣旨などから、「株式の新規公開に際し元引受証券会社が行う審査においては、発行会社が株式を公開して一般の投資者から広く資金を調達するにふさわしい企業であるかどうかという点について、厳正に審査する必要があるものと解される。そして、財務情報を始めとする企業情報の適正な開示は、投資者による適切な投資判断の前提条件であること、本件規則においても、企業内容等の適正な開示が引受審査項目として掲げられていることからすれば、財務情報が適正に開示されているかどうか、すなわち粉飾が行われていないかどうかという点についても、当然に厳正な引受審査の対象となると考えられる」と述べています。

ただし、その監査の内容としては、公認会計士がまず行ったものを信頼してよいという状況があるので、公認会計士と同様の審査を行う必要はないということを述べており、結論的には、「会計監査人による監査結果の信頼性を疑わせるような事情あるいは財務情報が正確でないことを疑わせるような事情が存在しないかどうかという観点から審査を行い、いずれについても存在しないことが確認できる場合には、会計監査人の監査を経た財務情報を信頼し、これが正確であることを前提に引受審査を行うことが許されていたと解すべきである」と述べています。

・本件粉飾を疑わせる事情について

そうしますと、本件粉飾を疑わせる事情といったものが大事になってくるわけですが、それについては、「事案と判旨」レジュメの13ページ以下でピックアップされています。売上高の異常な増加等、みずほ証券が審査を行って初めに気づいているところあたりが本件粉飾を疑わせる事情であるというふうに述べています。これらについては、合理的な説明がなかったら粉飾を疑う事情となり得るということを述べています。

それで、本件については、これらについて合理的な説明があったと見られるかというところですが、これも、「事案と判旨」レジュメの15ページ以

降に書かれていますが、端的に申しますと、いずれもエフオーアイに対するヒアリングなどから得られた説明はそれなりに納得できるものであると認定されていまして、結論的には、上場審査の段階においては、本件粉飾を疑わせる事情については十分な審査を行った、相当な注意を払ったと言えるというふうに言っています。

・匿名投書に対する対応について

ただし、その後の匿名投書に対する対応について、第1投書によって通報された粉飾につき「事案と判旨」レジュメの18ページ以降にあります。第1投書で言われている内容が本当に行われていたとすれば、「発行会社に対する質問やヒアリングによる通常の審査では粉飾の事実を発見することは困難であることが明らかであり、会計監査人による残高確認の信頼性にも疑問が生じるのであるから、このような情報に接した被告みずほ証券としては、通常の審査とは異なる方法により、当該情報の真偽を確認すべき注意義務を負うに至ったというべきである」と述べています。この第1投書を受けたことにより、みずほ証券は新たな注意義務を負うことになったということです。

その追加審査を行う注意義務を負ったにもかかわらず、追加審査では十分なことを行ったとは言えないということを述べており、かつ、その後第2投書を受領したにもかかわらず追加審査も行っていないということで、そのことも含めて、「この点においても主幹事証券会社としての注意を尽くしていたとは認め難い」と述べています。

結論としては、「事案と判旨」レジュメの21ページの真ん中あたりですけれども、「被告みずほ証券は、本件上場に係る引受審査について、相当な注意を用いてこれを行ったということとはできないのであって、本件有価証券届出書等の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらずこれを知ることができなかつたものと認めることはできないから、A類型原告らに対し、金商法21条1項4号及び17条の責任を負う」と述べています。ただし、金商法17条の責任については、被告みず

ほ証券が本件目論見書を使用してエフオーアイ株式を販売した原告らに限るということです。

・不法行為責任について

B類型原告らに対するみずほ証券の責任といったものは否定されています。B類型原告らに対しては不法行為責任の追及がなされていたわけですが、それを否定した理由として、「事案と判旨」レジュメの21ページ以下ですが、「元引受証券会社は、有価証券届出書の提出義務を負う者又はその内容について何らかの保証を与える者ではなく、発行会社との間で元引受契約を締結するに際して行う引受審査の過程において、有価証券届出書の内容についても審査する立場にある者にすぎないから、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対し、有価証券届出書の内容を正確なものとするべき一般的な注意義務を負うと解することはできない」と述べています。

また、「そうすると、元引受証券会社は、発行会社が提出しようとしている有価証券届出書に虚偽の記載があることを知っていたか、あるいは容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置し、発行会社において虚偽の記載がある有価証券届出書を提出することを許すなど、実質的に見て虚偽の記載がある有価証券届出書の提出に加担したと評価できるような場合に、……不法行為責任を負うと解するのが相当である」と言っており、本件では、加担するようなことまで評価できるようなことはなかったと言って責任を否定しているということです。

(2) 被告 SBI 証券ら（その他元引受証券会社）の責任について

他方、みずほ証券以外の元引受証券会社についても、冒頭で述べましたように、主幹事証券会社から取得した引受審査資料等に矛盾点や不合理な点がない限りは、その内容を信頼して引受けを行うことによって、相当な注意を用いたものと評価できると述べていまして、本件の被告 SBI 証券らは、いずれも審査を行ったというふうに評価でき

ると言っているわけです。

この点も後で検討したいのですが、結論としてその責任を否定している根拠として、「事案と判旨」レジュメの23ページで、一応の説明がされていたということに加えて、「引受審査資料等に基づく引受審査を行うことが予定されているにすぎず、第1投書又は第2投書の存在も知らされていなかった被告SBI証券らとしては、エフオーアイが財務情報に関する会計監査を経ていたことも考慮すれば、相当な注意を用いたとしても財務情報が虚偽であることを知ることは困難であったというべきである」と述べています。そういう理由に基づいて、SBI証券らの金商法21条1項4号及び17条の責任などを否定しているわけです。

ここでは、相当な注意を行ったからだというのではなくて、相当な注意を行ったとしても虚偽であることを知ることは困難であったであろうということが理由になっている点に着目したいと思います。

〔被告受託証券会社ら、被告売出所有者ら及び被告三井物産グローバル投資の責任について〕

受託証券会社らの責任については金商法17条及び不法行為責任、それから売出所有者ら及び三井物産グローバル投資については金商法21条1項2号及び不法行為責任が否定されていますが、この点については省略させていただきます。

〔被告東証及び被告自主規制法人の責任について〕

最後に、東証及び自主規制法人の責任についてですが、東証に関しては、上場審査の主体ではないということから責任は否定されています。自主規制法人の責任については、「事案と判旨」レジュメの27ページ以下ですが、「上場審査を含む自主規制業務を適切に行わなければならない義務は、直接的には、市場における公正な取引を実現し、ひいては投資者を保護するという金商法の立法目的を実現するため、金融商品取引所又は自主規制法人に課せられた公法上の義務であり、直ちに、

個々の投資者に対する義務となるものではないと考えられる」としつつ、しかしながら、金商法上の規定や「本来上場要件を満たさない会社の上場を許せば、広く一般の投資者に対して大きな損害を与える可能性があるところ、上場審査は、上場申請会社が公開市場において資金調達を行うのにふさわしい会社であるかどうかを審査し、一般の投資者が不測の損害を被ることを防止するための手続として位置付けられたことに照らせば、被告自主規制法人が、上場審査に関して投資者に対し何らの注意義務も負わないと解するのは相当ではなく、被告自主規制法人においても、上場審査の趣旨及び目的に照らし、投資者に対し、上場要件を欠く株式会社の上場を防止し、取引所市場の公正さを維持すべく一定の注意義務を負うと解するのが相当である」と言っており、一般論として、自主規制法人も投資者に対する注意義務を負うということ、そしてそれに反した場合には不法行為責任を負い得るということを述べています。

ただし、その場合に、注意義務の内容としまして、「事案と判旨」レジュメの28ページですけれども、本来、金商法が、開示書類である有価証券届出書に記載する財務諸表について、公認会計士の監査証明を義務付けていることや、元引受契約を締結した金融商品取引業者などにも責任が課せられるといったことを踏まえると、第一次的には、これらの財務諸表の正確さについては、開示書類の作成者及び作成に関与する専門家、すなわち会計士や金融商品取引業者が負うというのが法の趣旨であると考えられるというふうに言っており、被告自主規制法人における上場審査については、公認会計士の監査を受け、また、主幹事証券会社による引受審査を経ているものである場合には、財務諸表の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在しない限り、その内容が正確であることを前提として審査することが予定されているものであるものというべきで、したがって、これらの正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し、追加の審査を行うことなく漫然と上場を承認したと認め

られる場合に、不法行為責任を負うにすぎないというふうに言っています。

本件においては、被告自主規制法人は、第1投書と第2投書を受領するまでだけではなく、受領した後についても一定程度の審査を行っているということで、正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し漫然と調査を行ったということは言えないとして、その責任を否定しているということです。

〔原告らに生じた損害の有無及び範囲について〕

最後に、「事案と判旨」レジュメの32ページ以下で、原告らに生じた損害についても言及しておきます。端的に言いますと、結論的には、虚偽記載がなければ、本件の原告らはエフオーアイ株式を取得しなかったであろうということを認定した上で、原告らの主張どおり、取得価格から処分価格を引いた金額（処分しなかった原告については0円を引いた金額）の損害を認めています。

ただ、「事案と判旨」レジュメの33ページの真ん中あたりですが、これについて、「本件有価証券届出書の虚偽記載がなければ、エフオーアイ株式は、遅くとも本件募集等が行われた時点において既に市場価値のないものであったというべきであるから、原告らが取得したエフオーアイ株式の市場価格の下落については、本件有価証券届出書の虚偽記載に起因しない下落分を観念することはできず、すべて本件有価証券届出書の虚偽記載と相当因果関係を有するものと認めるのが相当である」と述べていまして、原告らの主張した損害額から一定のものを控除するという扱いはとっていないということになっています。なお、売買手数料とか弁護士費用の一部についても、その相当因果関係が認められているという状況です。

以上が判示でありまして、全ての検討は難しいのですけれども、注目すべき点についてのみ簡単に検討をさせていただきたいと思います。

## II. 検討

本件判決において特に注目される点については、

財務計算に関する部分の虚偽記載に関して、3点ございます。

1つ目に、主幹事証券会社に対して、発行市場での取得者に対する金商法21条1項4号と17条の責任を認めたという事例として注目を浴びています。もともと金商法21条と17条の責任の規定に関しては、損害額ないしは相当因果関係の実証について必ずしもその責任の追及が有利でないということから、あまりその責任を認めた事例がなく、先例自体が少ないわけですが、とりわけ主幹事証券会社の責任が認められた事例は恐らく初めてではないかというふうに指摘されています。ですので、財務計算に関する虚偽記載に関して主幹事証券会社の責任を認めたという点について、まずは検討すべき必要があるかと思えます。

2つ目に、元引受証券会社についての一般論としては、流通市場での取得者に対して不法行為責任を負い得ることを認めているわけですが、本件では、結論としては責任を認めていないという点です。その妥当性も含めて、後ほど検討したいと思います。

3つ目に、自主規制法人も、投資者に対して不法行為責任を負い得ることを一般論としては認めています。本件では責任を認めていないということです。これについても簡単に検討をしたいと思います。

### 1. 元引受証券会社の発行市場での取得者（A類型原告）に対する責任について

#### ・主幹事証券会社の責任

まずは1つ目の主幹事証券会社の責任に関してです。このあたりについては、もともと金商法21条は、元引受証券会社の発行市場での取得者に対する責任の規定を設けているわけですが、そのうち元引受証券会社の責任を定めた金商法21条1項4号については、金商法21条2項3号においてその責任を免れる場合というものの場合分けをして書かれています。すなわち、財務計算部分とそれ以外の部分との虚偽記載について分けて規定をしており、財務計算部分に関する虚偽記載につい

ては、元引受証券会社が虚偽記載を知らなかった場合に責任を免れる、そして財務計算部分以外の部分については、虚偽記載を知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず知らなかった場合に責任を免れるというふうに書かれており、この条文だけを見ますと、財務計算部分に関しては、虚偽記載を知りさえしなければ責任を免れることになる、すなわち、相当な注意を用いたりチェックをしたりする必要はないとも読める条文になっているという指摘がされています。少なくとも財務計算部分以外の部分については、相当の注意を払うことが求められていますから、どうやらそこには何か水準の違いを設けているようにも見えます。

これに関しましては、立法当時から、財務諸表については会計監査人が監査証明をすることが前提になっており、元引受証券会社としては、それを信頼することが認められているということが基礎にあるというふうに説明されています。しかしながら、これについては、本件で問題となるような財務諸表の虚偽記載について考えると、それを知らなかったら相当な注意を用いていない状況であっても責任を免れるように読めてしまい、そうであるとすると、あえて調査をして変に虚偽記載を知るよりは、調査をせずに放っておいたほうがずっと知らないままでいられるので、責任を免れられることになって、不当ではないのかというように指摘が古くからされているところです。

#### 〔通説〕

これに対する通説の見解は、確かに金商法 21 条の規定からは、財務計算に関するものについて、元引受証券会社が相当の注意を用いる必要はないことになるわけだが、金商法 17 条という条文があり、そこでは、虚偽記載のある目論見書を使用した者の責任について、財務計算部分とそれ以外とを分けず、虚偽記載を知らずに、かつ相当な注意を用いた場合に責任を免れるというふうに規定されており、元引受証券会社は、虚偽記載のある目論見書を通常使用して勧誘をしており、かつ、目

論見書の内容と有価証券届出書の内容はほぼ一致するので、いずれにせよ、こちらの責任があるために、元引受証券会社は、財務計算部分に関する部分であっても、相当な注意をもって審査することが求められているのだ、と説明するわけです。

したがって、この金商法 17 条の存在によって、相当な注意を用いることが求められており、かつ、投資者もこの条文で保護されるのだ、金商法 17 条には、金商法 21 条 1 項 4 号を補充するような役割があるのだというような指摘がなされているわけです。

しかしながら、これが本当に十分なことになっているかということについては若干の問題があります。金商法 17 条はあくまでも目論見書を使用した責任ですから、元引受証券会社が目論見書を使用して取得させた者に対しては責任を負うわけですけれども、本件のように、ほかにも主幹事証券会社以外の元引受証券会社が存在し、本件では、みずほ証券以外の証券会社から取得した者との関係では、十分にみずほ証券等の責任を追及することができないという問題があるというふうにも指摘されています。

#### 〔反対説〕

これにつきまして、黒沼先生をはじめとして、有力な反対説があります。そもそも金商法 21 条と 17 条をこのように読むのは、ある意味では極めて不自然だということもあり、端的に金商法 21 条 2 項 3 号の条文からも、元引受証券会社は財務計算部分についても審査をする注意義務を負うこととしてよいというふうに読めるのではないかという解釈を提示するものです。すなわち、誤解しているかもしれませんが、もともと金商法 21 条は、財務計算部分につき、虚偽記載を知らなかった分については責任を免れると言っているのですが、その背後にあるのは、前述のように、会計監査人の監査証明への信頼だと思えます。そうすると、そのような会計監査人の監査結果への信頼が合理的ではなかったような場合については、金商法 21 条 2 項 3 号にあるところの、虚偽記載を知らなか

ったというふうには言えないのではないかと考えるという解釈です。

すなわち、金商法 21 条 2 項 3 号の虚偽記載を知らなかったというのは、監査結果を信頼したということと言い換えているものなのだ、それが金商法 21 条の立法時の議論から導ける結論だ、ということ。ですので、虚偽記載を知らなかったということは、つまり、監査結果を信頼した場合には責任を免れるということなので、監査結果を信頼できないような状況がある場合については、監査結果を信頼したとは言えず、虚偽記載を知らなかったとも言えないと考えるということ。す。

そうしますと、その場合については、監査結果を信頼したかどうかというところがポイントになるので、相当な注意を払って虚偽記載自身の調査を行うという義務までは課されないこととなります。その意味では、金商法 21 条につき、財務諸表部分の記載の内容に関しては、恐らく元引受証券会社には相当程度の注意義務があることなるのでしょうけれども、数字そのものについては会計監査人と同等の調査義務を負うことはありません。しかしながら、審査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情——アメリカ法における表現を使ってレッドフラグというふうに言われますけれども——があれば、監査結果を信頼するのは合理的ではないため、知らなかったということも言えなくなり、結局、監査結果の信頼性についての調査をする義務を負うことになるのだという解釈です。

やはり元引受証券会社は、発行者情報について入手しやすい立場にあり、それに一定の責任を負わせることで、いわゆるゲートキーパー責任を負わせるというのは、アメリカでもそうですし、日本においても同じような状況があるということは言えるので、実質論としても、元引受証券会社に財務計算部分について責任を負わせないというのは、そもそも政策的にも妥当とは言えないということも指摘されています。

本件判決がどのようにそれを理解したのかということですが、商事法務に本件判決の評釈を書かれている堀田先生は、本件判決は、この

問題をうまく逃げたのではないかとご指摘になっています（堀田佳文「主幹事証券会社の引受審査義務」（商事法務 2135 号（2017 年）13 頁））。その理由というのは、本件判決は、「事案と判旨」レジュメの 9 ページの真ん中あたりの傍線部分にあるとおり、財務計算部分とは平成 20 年 3 月期と平成 21 年 3 月期の財務諸表だけで、それ以前の財務諸表については財務計算部分ではないというふうにはっきりと言っているわけです。本件の事例では平成 16 年以降ずっと粉飾していますが、判決のこの表現からは、特に有価証券届出書の特別情報欄に書いてある平成 19 年 3 月期以前の財務諸表については、財務計算部分には該当しないというふうにも読めそうなわけです。そうしますと、金商法 21 条 2 項 3 号の財務計算部分ではない部分ということになりますから、平成 19 年 3 月期以前の財務諸表については、元引受証券会社は、財務計算部分ではない部分と同様に、相当な注意をもって審査する義務を負うのだというふうに読めるのではないかと。そういう理由なのか、あるいは、黒沼先生の反対説の立場をとったのか、よくわからないということ、その立場をはっきりしないまま、元引受証券会社の注意義務違反を認定しているのではないかとこのことを指摘されています。

確かに、後のほうの高裁の認定を見てみますと、平成 20 年・21 年よりも前の財務諸表に関することについての調査について随分と検討してしまっていて、そういうふうに読めるのかもしれませんが、しかしながら、堀田先生ご自身もご指摘になっていることですが、そもそもこのような解釈が妥当であるかと考えますと、やはりこれはかなりアクロバティックな解釈なのではないかという気がします。平成 19 年以前の部分についても、やはり公認会計士が——もちろん金商法 193 条の 2 第 1 項に係る監査証明かどうかという問題はありますけれども——監査している以上は、それに対して信頼できるという根拠は変わっていないこととなりますので、同じ公認会計士の監査があつたにもかかわらず、ここに関しても元引受証券会社に

注意義務が求められるというのはあまり整合的ではないように感じられます。それから、実際の認定を見ましても、やはり平成20年3月期と平成21年3月期の部分についてもやはり注意義務があるということを前提に判決を下しておりますので、この部分の判旨がどういう意味かということはややわからない部分もありますけれども、本件判決は、財務計算部分に当たらないから注意義務があるのだという立場をあまり重点的にとっているわけではないように思われます。

そうしますと、本件判決は、前述のとおり、結局、監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無については、相当の注意をもって審査する必要があるということを述べています。これは、反対説の立場に近い考え方のようにも思われます。ただし、相当な注意の内容として、「事案と判旨」レジュメの10ページのイの（ア）ですが、結局、「財務情報が適正に開示されているかどうか、すなわち粉飾が行われていないかどうかという点についても、当然に厳正な引受審査の対象となると考えられる」と言っています。ここは、財務計算部分について粉飾が行われていないかどうかということを中心にチェックする義務があるというふうに読めて、反対説が言っているように、会計監査人と同等の数字そのものへの調査義務は負わないといったことからすると、それよりもさらに進んだことを言っているようにも思われます。

ですので、やはり相当な注意をもって財務計算部分についても調査する必要があるということはやはり言っているのですが、その根拠が必ずしもはっきりしたものになっていないというふうに思われるわけです。すなわち、財務計算部分について無条件に信頼が許されるのではなくて、信頼性を疑わせる事情の有無について調査する必要があることは言っているわけですが、反対説の胆は、知らなかったということは、監査結果を信頼したことを言い換えたものである、ということがあってこう言えるものですので、その部分をはっきり述べていない本件がどういう理由で監査結果の信頼性を疑わせる事情についての有無の審査

を導いているのかということが必ずしも十分ではないと思われるということです。

しかし、判決はこの反対説の立場をとったのだと指摘する者もあります。仮に本件が反対説をとったのだと読む場合、実は反対説そのものには若干の批判もあるところです。すなわち、金商法21条2項の文言からすると、ちょっとこれはアクロバティックな読み方なのではないか、やはり虚偽記載を知らなかった場合に責任を免れるとはっきりと書いているので、そうすると、監査結果を信頼したことを言い換えたと読むのは、確かにその趣旨ないしは立法当時の議論からはそのようなロジックが立つのかもしれないけれども、金商法というものの性格も考えますと、ちょっと広く読み過ぎているのではないかというような指摘です。かつ、当時の立法担当者の発言などでも、やはり財務計算部分については、証券会社は調査する必要はないということなどが述べられていますので、そういったことから考えても、その実績や妥当性はいざ知らず、反対説の立場をもって読むというのはかなり無理があるのではないかというようなことが指摘されています。

ただし、本件に関しまして私が思うのは、確かに知らなかったというふうに言っているのですが、これは実際には重過失と同視できると考えると、本件のみずほ証券に関して言えば、審査の過程においては、知らなかったことに関して重過失があるということは言えそうな気がします。ですので、これがそもそも重過失と同視していいのかという問題はあるかもしれませんが、本件の事情を勘案しますと、第1投書や第2投書なども受けておきながら、粉飾があったことについて果たして知らなかったと言えるのかということ、やはりこれは知っていたと言うべきなのではないか。粉飾があったと指摘する情報は得ているという事情のもとで、果たして知らなかったと言ってよいのかどうかということについては、かなり疑問があるように思われます。

ですので、この状況であれば、そのとき当然要求されるような調査をしていればわかったのでは

ないか、ということにつき重過失と言えるのではないかというロジックは、もしかしたら成り立ち得るのかなという気もします。

本件は元引受証券会社の責任を導いたということですが、これに関しては、deep pocket を狙ったようなもので、本当に望ましいのかという議論もあるのですが、不法行為責任を前提とする金商法上の責任の一義的な目的は被害者救済にあるということに鑑みれば、deep pocket だからちょっとまずいのではないかというような指摘は必ずしも当たらないのかなという気もします。

#### ・主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任

主幹事証券会社以外の元引受証券会社に関してですが、本件判決のロジックに従う場合、主幹事証券会社以外の元引受証券会社も、監査結果を信頼するのに疑義がある場合については、調査する義務を負うこととなります。ただ、その場合の調査義務は、主幹事証券会社の場合とは異なるという一般論をとっているわけですが、この点は、実態に応じてみれば妥当であるというふうに考えられると思います。すなわち、この場合は、会計監査人による監査証明と主幹事証券会社による引受審査に対する信頼があって認められるのではないかということです。

ただし、先ほども言いましたけれども、ここで主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任を否定したときに、注意義務を果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかったということを最終的な理由としています。これはちょっと妥当ではないのではないかというふうに考えられます。学説でも、金商法 21 条の責任に関する因果関係については、注意義務を果たしていたかどうかということが問題なのであって、果たしていなかったにもかかわらず、果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかったであろうというのは、因果関係を否定するものではないというのが通説かと思われるので、本件では、認定を見ますと、端的に注意義務を果たしていたと言ってよかったように思われます。ですので、わざわざこのようなこと

を書いたのはどういう理由か、ちょっとよくわからない部分があります。

#### 2. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B 類型原告）に対する責任について

続きまして、流通市場での取得者に対する責任についてです。これについては、金商法 22 条が元引受証券会社を明示的に責任主体から外しています。ですので、金商法 22 条を使って責任を追及することはできないことになりまして、金商法 21 条の責任規定のみが適用されることとなります。

本件判旨は、一般論として、元引受証券会社はそもそも有価証券届出書の内容について保証する者ではないので、流通市場での取得者に対して注意義務を負っているものではなく、だから、虚偽記載を知っていたような状況だとか、実質的に見て加担したような状況であれば、不法行為責任を負い得るけれども、そうでない場合について一般的な注意義務を負うものではないというふうに言っています。

しかし、私はこの点についても若干わからない部分があります。最近言われている元引受証券会社のゲートキーパーとしての機能に着目した場合に、果たして本当に発行市場の取得者と流通市場の取得者とを区別して論ずる必要があるのかというのは、よくわからない部分があります。ここでは不法行為責任が問題になっていますので、やはり金商法上、元引受証券会社が、金商法ないしは実務上、実態として引受審査を行っているという状況を考えますと、そのシステム全体は、やはり元引受証券会社にゲートキーパーとして変な有価証券が市場に出回るようなことを止めさせようという機能を期待するものだと思います。そのような機能に着目するとすれば、流通市場の取得者と発行市場での取得者を分けて注意義務を変えるということはあまり合理的ではないように思われます。実際、自主規制法人に関しては、ここを分けることなく、投資者への注意義務としてまとめて議論を行っています。元引受証券会社の流通市場での取得者に対しても同様のことが言えるので

はないかと思えます。

これに対して、本件の判旨、つまりこういった一般的な注意義務を負うものではないということの説明としまして、堀田先生は、元引受証券会社の審査は事実上の要請にすぎず、法的な義務ではないのではないか、流通市場の取得者が期待できるような注意義務ではないのだということをおっしゃっていたのではないかと思えます。しかし、そうだとするならば、本来、金商法 21 条の根拠となる義務も想定できなくなるような気がします。つまり、金商法 21 条では元引受証券会社は責任を負うことになっているわけですが、これは法的な義務です。同じ審査を行っているわけですが、それでは、法的な義務ではなく、事実上の要請によって金商法 21 条の責任を負わせているのかということ、それはやはりおかしいのではないかと。やはり金商法 21 条の責任を負わせている以上は、少なくとも投資者が期待できるような義務に至っているのではないかというふうに考えられるわけですが、かつ金商法 21 条がもともと不法行為責任を原則とするものであるならば、金商法 22 条も法的責任ですから、同じような根拠となる義務というものは想定できるのではないかというふうに考えるわけです。

それから、元引受証券会社は、自らが直接関係しない流通市場での取得者に対しては義務を負わないという説明も考えられますけれども、それであれば、役員や会計監査人が金商法 22 条の責任を課せられていることの説明ができないように思われます。やはり役員も、会社が直接関係しているのは発行市場の取得者なわけですから、金商法 22 条の責任を負わされるということの説明がつきませんので、やはり元引受会社が義務を負うというふうに考えることは十分に可能であろうと思えます。

実は判旨では、金商法 21 条の責任の根拠につき、元引受証券会社の立場から生ずる投資者への責任というふうに述べていまして、であるとするならば、同様に投資者たる流通市場の取得者に対する注意義務も同レベルで存在すると解するのが一貫

しているのではないかというふうに考えられます。

### 3. 自主規制法人の責任について

これについては、公法上の根拠を有する義務であるけれども、そこから私法上の注意義務を導き、一般論として不法行為責任を負い得るというふうに述べています。これについてもいろいろな見解があるかもしれませんが、不法行為責任の一般論からも、公法上の規制目的（投資者保護）における義務であっても、その公法上の規制の目的と私法上の保護対象の保護が重なるのであれば、公法上の規制目的から注意義務を導くことは可能であるというふうに解されています。

例えば、道路交通法の違反などが例としてよく挙げられます。この場合の被害者というのは一般の人たちであって、一般人を保護するという義務と道路交通法を守るという義務は重なるので、道路交通法違反は注意義務違反を導く可能性があるということですが、本件においても同様のことが言えるのであり、この点についてはそれほどおかしな判旨ではないというふうに思います。

そうしますと、ちょっと不思議なのは、元引受証券会社のみずほ証券については、投書を受けた状況において責任を認めているにもかかわらず、自主規制法人については、同じ状況において責任を否定しているというのが、果たして本当に合理的に説明できるのだろうかという点でして、これについては、よくわからないところです。判旨を見ますと、何となく結論ありきで注意義務を判断しているようにも思えて、もちろん、自主規制法人に責任を負わせればよいと考えているわけではないのですが、そうであるとするなら、みずほ証券も責任があるとは言えないのではないかという気もしまして、ここを分けるということは、本件の場合は特に、妥当だと言えるのか若干疑問のあるところです。

その他については省略させていただきます。大変時間を使って申しわけありませんでしたが、以上です。

~~~~~

## 【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、自由にご発言いただければと思います。

【元引受証券会社による「相当な注意」を用いた審査の根拠】

○伊藤 「検討」レジュメの2ページ、「事案と判旨」レジュメの9ページあたりに記載のある、財務計算部分とは金商法 193 条の2 第1項に係る監査証明が行われる分、つまりは直近2年分に限るのだとこの判決が述べたところですが、この解釈自体は、文理解釈としてむしろ素直ではないかと思います。

それは金商法 21 条1項3号についても同様で、「当該有価証券届出書に係る第 193 条の2 第1項に規定する監査証明」という文言でありますから、そちらも金商法 193 条の2 第1項で要求される監査証明が行われた直近2年分だと解釈するほうが素直だろうと思います。したがって、堀田先生の評釈で書かれていることは、私にはあまり理解できないです。

ただ、判決がこのように直近2年分とそれ以前の分を分けていることは、結局、後のところでは利いていないのですね。後のところで利いていない理由は、結局この判決が、財務計算部分であろうが、それを超えるものを含めた財務情報であろうが、いずれについても、会計監査人の監査について疑わしい事情があるかどうかは審査しなければならないと述べているところにあります。監査を経た財務情報についても、一般的に監査が信頼できないような事情があるかどうかを審査しなければならないとされていますから。

また、判決が述べる根拠のところ、小出先生がおっしゃったように確かに不明ではあるのですが、恐らくこの判決は、「事案と判旨」レジュメの10ページで述べられているように、有価証券の引受け等に関する規則をもとにそのような審査義務を導き出そうとしているのだろうと思います。

判旨で「本件規則」と書かれている当該規則の内容からすると、粉飾決算が行われていないということもきちんと審査しなければならない。ただ、監査を受けている会社だから、一からやらなければならないわけではないけれども、公認会計士の監査が信頼できるのかどうか、それを疑わせる事情があるのかどうかは、一般的にやはり証券会社は引受審査において見なければならないと述べているのだらうと思います。その導き出し方が正しいかどうかは、私も疑問はあるところですけど。○小出 まず、財務計算部分の解釈については、確かに先生のおっしゃるとおり、文理解釈としてはそうかもしれないですね。そうすると、平成19年以前の財務諸表についても、結局そこで粉飾などがあるということがあれば、結果的にはその監査に対する信頼性を損ねるような事情になるということなので、結果的には一緒になるということです。なるほど、それはそのとおりにかと思いました。

そうすると、最終的な目的は、やはり平成20年3月期と平成21年3月期の財務諸表についての監査の信頼性が問題になっていて、平成19年以前のは、直接には対象になっていないということなのでしょうかね。

逆に言うと、平成19年以前のものについての虚偽記載といったものは、もしかしたら財務計算部分ではないのかもしれませんが、先生のご見解ですと、そこについては、やはり元引受証券会社は相当な注意を用いて調査する義務まで負うのでしょうか。

○伊藤 まずは判決が何を述べているのかを理解したくてお話ししてみたのですが、この判決は、直近2年分に限らず、とにかく、有価証券届出書の特別情報欄に載った分も含めて5年分ですか、その全部について会計監査人の監査の信頼性を疑わせる事情の有無は引受審査で審査しなければならないと述べているように見えるという話をさせていただいたのですね。

その根拠の導き出し方は、説得力があるかどうかはわからないけれども、どうも有価証券の引受

け等に関する規則に依拠して導いているらしいという話です。

○小出 実態として金融商品取引業者に課せられている義務といますか、行うべきこととされている内容ということですね。

○伊藤 判決はそれについてどう述べているかというと、「事案と判旨」レジュメの10ページで、本件規則は「公的規制に準ずる効力を有する」とまず述べているのです。それに加えて、金商法が元引受証券会社に重い責任を課している趣旨などを考慮すると、厳正に審査しなければならないし、粉飾がされていないかどうかということも引受審査の対象になると述べられています。それが、金商法の文言となじむかどうかはわかりません。むしろ文言とはなじまないと思うので、ここの説得力は薄いと思うのですけれど、判決の根拠自体はおそらくそうではないかというお話です。

○小出 なるほど。これは結局、これらの引受審査項目として挙げられているところからすると、財務情報は適正に開示されているかどうか、すなわち粉飾が行われていないかどうかという点についても当然に厳正な引受審査の対象になると考えられると。それはそのとおりだと思うのですが、これが金商法21条の責任を免れるための要件としてなぜ読めるのかというのが、やはりちょっとよくわからないところです。

○伊藤 そこは私もよくわからないと思います。

○小出 本件については、端的に不法行為責任を認めればよかったような気がします。つまり、不法行為責任であれば、注意義務もそこから導かれます。もちろん、立証の問題はあるのですが。

○川口 自主規制規則が、当然に、法律の枠を超えて規制するという場面はありますね。そのような場合に、自主規制規則の内容を、法的責任が発生する基準とするためには、何かもう一つ工夫が要するというか、追加的に説明がいるように思いますが。

○小出 黒沼先生のご指摘のとおり——私が誤解しているかもしれませんが——監査結果を信頼

した上で、初めて虚偽記載は知らなかったというふうに言えるのだというロジックは一つあるのだと思います。もう一つは、ある意味で別の次元かもしれませんが、こういった本件規則等によって義務付けがされているわけなので、この場合は…。

○志谷 確かに先生方のおっしゃるように、自主規制ですから、当事者は遵守しなければならないとは言えても、直ちにそれを法的な義務にまで拡大するのは、金商法21条の文言では難しいでしょうね。

○小出 そうですね。

#### 【金商法21条1項4号と金商法17条の関係】

○石田 今のところは、「事案と判旨」レジュメの9ページの(1)の見出しにあるように、金商法21条だけではなくて金商法17条の趣旨も含めて、金商法21条を補完するような解釈として、日証協の規則も参考になるという議論をしている、といった読み方はできないでしょうかね。

○小出 そうすると、その相当な注意というのは、一義的には、金商法17条の相当な注意として果たすべき義務のことを述べていて、しかし、事実上は金商法21条のほうにも利いているという、通説的な見解と整合的なご理解ということでしょうか。

○石田 おっしゃるとおりだと思います。判旨では金商法21条から出発していますが、どのあたりから金商法17条の話をしているのか、金商法17条がどのように関わっているのかといった説明が十分に示されていないので、わかりにくいですが、何か金商法17条の責任も含めて議論しているような、そういう読み取り方はできないかなと思いました。

○川口 しかし、判旨では、引受審査において用いられるべき相当な注意の内容がずっと議論されているようですが……。

○石田 ええ。目論見書を使用する元引受証券会社の責任という観点から……。

○小出 でも、他方でやはり金商法21条1項4

号の責任も結論として認めている。「事案と判旨」レジュメの21ページですけれども、わざわざ「金商法21条1項4号及び17条の責任を負う」、さらに「金商法17条の責任については、被告みずほ証券が本件目論見書を使用してエフオーアイ株式を販売した原告らに限る」と書いていて、先生のご理解でいきますと、金商法21条1項4号の責任の根拠が、やはり金商法17条から導かれる相当な注意義務を払っていれば知り得たということになれば、やはり金商法21条の文言と合わないこととなりますよね。

○石田 合わないですね。

○小出 私もちょっと通説についてはよくわからない部分があるのですが、通説は、金商法21条では行けないから金商法17条で補充するという考え方だと私は理解していたわけです。ですが、本件では、金商法21条も金商法17条も両方認めるという結論を出していて、金商法21条が一体どこから来たのだろうということを考えると、やはり一つは、黒沼先生のようなご理解をする、あるいは先ほど伊藤先生がおっしゃったように、本件規則から広く導かれることと読むということになり、その問題はやはり残ることになりますよね。

○石田 そうですね。

○黒沼 確かに、この判決が金商法17条にも言及していて、それがどう影響しているのかというのはややわかりにくいのですが、従来の実務は、金商法21条はこう書いてあるけれども、金商法17条ではこう書いてあるので、それをもとにして本件規則ができていて、それは金商法21条だけから見ると、金商法21条で要求されていないことを要求しているように読める、つまり、従来から河本先生や神崎先生が金商法17条を引き合いに出して相当な注意を用いる義務を負うのだと言っていたことから動いてきて、それで実務の規則ができ上がってきた。私は、金商法17条を根拠にすることにはあまり賛成できないので、論文を書いて、金商法21条の解釈としてそういうことが言えないかということいろいろと考えてみたのですが、結論的に、こういう実務が定着して

きているということも一つの根拠にしていまして、そういう意味では、この判決が本件規則を引き合いに出して義務を導いていることは賛成できるし、理解できていると思っています。

○小出 それは、しかし、どういう責任につながることになるのでしょうか。本件規則の義務違反というよりも、やはり金商法21条の責任ということになるのでしょうか。

○黒沼 いや、法的義務がどのように醸成されるかという問題なのですから、例えばアメリカでも、SECの規則とか、そういうことを基準にして裁判で判断することもありますし、それはまさに判例による法の形成ということなのではないでしょうか。

【「上記財務諸表の数値を利用している部分」の扱い】

○梅本 先ほど伊藤先生が指摘されたところに関係するのですが、「事案と判旨」レジュメの9ページの下から10行目に「上記財務諸表の数値を利用している部分」とありますが、過年度の分はともかく、これは、例えば、「財務諸表等に関する引受審査ガイドライン」における「疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の③で、「業績等の概要」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、「事業等のリスク」、「対処すべき課題」などで開示された定性的な情報が云々とありますけれども、このあたりの記載事項が財務計算部分ではなくて財務計算部分以外のところだと考えると、財務計算部分以外のところに財務諸表を引用等して業績がこうなっていると書いてあるとすれば、そもそもそこに虚偽の記載がなされているわけですね。そうすると、その部分については相当な注意をしなければいけないと考えることはできないのでしょうか。

○小出 先ほどの伊藤先生のご指摘と同じように、文言解釈としてはそうかなと思うのですが、ちょっと私は自信がなくなってきたのですが、もともとの立法の趣旨を考えると、公認会計士によるチェックの信頼性がやはり基礎にあると

考えれば、公認会計士がきちんと数字を見ているような部分については、財務計算部分以外の部分で引用されているかどうかは問わず、元引受証券会社に相当な注意の義務を課すというのは、あまり一貫していないように思われます。

そうであれば、いっそ初めから——これが一番いいのかもしれませんが——金商法 21 条 2 項 3 号のように場合分けせずに、全部に相当な注意の義務を課せばよかったです。妥当かどうかは別にして、そこをあえて書き分けたということは、やはり公認会計士が見ているところと見ていないところを分ける趣旨のほうがここには合うのかなと思ったわけです。確かに、伊藤先生のおっしゃったとおり、文言としてはそのように読めるというのは事実だと思います。実態としては、そのほうがもしかしたらふさわしいのかもしれませんが。

そうすると、金商法 21 条 2 項 3 号というのはあまり意味のない条文になっているということなのでしょうかね。もちろん、数字自体まで見なくていいのかどうかという問題は残るとは思いますけれども。

#### 【元引受証券会社の重要性】

○森田 文言解釈の次元ではないのですが、私はベンチャービジネスでこれから上場したいなという人とちょっとおつき合いがありますけれども、そのようなときは証券会社が「やろう」とか「行こう」とか言ってくれたら行けるのです。ですから、そういう意味では、発行会社だけが上場を「さあ、やるんだ、やるんだ」と言っていたって、行けないのですよ。主体者としての証券会社の役割というものがあって、そして帳簿もきちんとつくっているのかと言われて、公認会計士の監査を受けさせる。このような状況なのですね。ですから、そのときに金商法 21 条の文言だけを見ると、公認会計士が先にきちんとやっていれば、ということなのですが、実際、本件における公認会計士の方というのは個人の方ですか、大きな法人ですか。

○小出 法人ではあります。いわゆる四大監査法人ではありませんけれども、それなりに幾つかの上場会社を担当している監査法人です。

○森田 そういう意味で、先ほどもちょっとおっしゃっていたけれども、なぜ自主規制法人は責任を負わなくて、元引受証券会社のほうは責任を負わなければならないのかというような感じがあるのですけれども、元引受証券会社というものは、やはりものすごい主体者だと思いますね。まさにプロモートしている人たちという感じがありまして、文言上、どれをどう割り振って解釈したらいいのかはちょっと私ももう一つよくわかりませんが、実情からすれば、やはりこの証券会社こそが主役であるというぐらいの感じがあると思います。ちょっと余分なことですが、一言申し上げます。

#### 【反対説の考え方と金商法 21 条 2 項 3 号の「相当な注意」との関係】

○前田 また話を戻して恐縮ですが、金商法 21 条 2 項 3 号の解釈について、実質的な妥当性を考えれば、私も、「検討」レジュメの 2 ページの反対説のような読み方ができれば一番いいと思います。この反対説は、要するに、信頼するに足るかどうか、つまり疑わしい事情がないかどうかは注意しなければならないという考え方だと思うのですが、そのことは、金商法 21 条 2 項 3 号で「相当な注意」を用いなければならないと言っているのと全く同じなのか、あるいはちょっと違うことを言っているのかがよくわかりませんでした。もし全く同じなのであれば、文言上はわざわざ書き分けをしているのですから、反対説のような考え方は解釈論としてはとりにくいと言わざるを得ないと感じました。

○小出 金商法 21 条 2 項 3 号の後半のほうの相当な注意というのは、虚偽記載を相当な注意を払っても知ることができなかったということなので、虚偽記載自身をきちんと見つけられたかということと、見つけるべき義務があったかどうかという話だと思いますが、反対説の立場では、監査

結果の信頼性に疑義を生じさせる事情の有無についての調査義務とされており、具体的な数字の虚偽の記載に対する調査義務ではないということなのかと思います。その意味では、相当な注意の程度はちょっとわかりませんが、そもそもの対象としていることが違っているのかなというふうに私は理解していました。

○前田 財務計算部分かどうかにかかわらず、書かれていることについて特に疑わしい事情がなければ信頼してよろしいということは、共通して言えることのようにも思われるのです。そうすると、信頼するに足るかどうかを調べなさいということは、結局、相当な注意を用いなさいと言っていることと同義なのかなというように思ったのです。

○小出 なるほど。

#### 【本件における投書の位置づけ】

○山下 本件は、やはり、投書があったにもかかわらずあえて何もしようとしなかった、といったあたりの事案に即していろいろなことを判決でも述べているのではないかなという気がするのです。あまりそういうことがないところの監査報告だけが出て、特に何も疑わしいことがないような状況の事案でどうなるかということは、あまりよくわからないし、ここで判断もしていないということではないでしょうか。

○黒沼 事案への当てはめについてなのですが、本件粉飾を疑わせる事情が幾つか挙がっていて、判決を読んでみると、相当疑わしい事情があったように思うのです。判決は、それと投書の有無を分けて判断しているのですが、その判断はもしかしたら逆ではないのかなという気もしています。本件粉飾を疑わせる諸事情のほうを疑ってかかるべきで、投書のほうはあまり関係がないのかなと。そうすると、元引受証券会社の責任は認められるけれども、自主規制法人の責任は認められなかったという結論はしっくりするものになりますね。別にそのために言っているわけではないのですが、その前の事情について責任を否定していたという

当てはめについては、どうお考えになりますか。

○小出 挙げている要素というのは、いずれもみずほ証券がこういう問題があるということ把握したものばかりなのですね。挙げられたことはいずれも、日本証券業協会の「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」なども含めて実務的にも指摘されている、よく粉飾の起こるところです。一般的な財務分析の際、これらに関しては十分に見ておく必要があるとされていますので、そこに関して確かに——後付けと言えば後付けなのかもしれないが——やはり相当程度異常な状況があったにもかかわらず、ヒアリングしただけでオーケーであると言っているという点にこそ、監査結果に対する疑義を生じさせるような事情があった、むしろ投書はそれを補強するようなものであったというのは——その根拠をどう見るのかわかりませんが——そのとおりだと思います。投書に関して言うと、そもそもみずほ証券が、財務諸表には問題がない、いろいろな事情も説明できるというふうに判断したものですので、先生のおっしゃるとおり、第1投書と第2投書に対する反応というよりは、最初の審査、第1投書と第2投書全体として見て、やはりみずほ証券には責任があったというのは、おっしゃるとおりなのかもしれないですね。注意義務違反があったというか、あるいは、これはもう知っていたものと同視してよいほどの重大な過失があったとしてもいいようなものかもしれないと思います。

○伊藤 この事件で投書があったという事実をどのように評価するかということなのですが、判決文を読むかぎり、やはり山下先生がおっしゃったように、投書があったことはかなり重要であるように思われます。しかも、これは単に投書があったというだけではなくて、「事案と判旨」レジュメの19ページの上のほうで述べられているところからしますと、投書の内容が問題でして、もともと疑わしい事情として存在した売上高の急増などについて、これが粉飾によるものであることを裏付けるような内容の投書が出てきたところが大事なのだらうと思われます。

ですから、逆に言うと、投書の内容がそれと関係ないようなものだったのであれば、これは違う結論になったかもしれないと思います。

○小出 なるほど。そうしますと、やはり自主規制法人についても、「事案と判旨」レジュメの29ページですが、第1投書があった後は、同様に、「財務諸表の内容の正確性にも疑問を抱かせるもの」であったから、より「調査を行うべき義務を負うに至った」と言っていて、なぜ同じような義務を負っているながら、元引受証券会社と自主規制法人とで結論が違ったのか……。でも、これも程度問題で、みずほ証券の場合については、それ以前からのことも踏まえて、さらに高度な注意義務を負っていたというふうに読むべきなのではないでしょうか。自主規制法人の場合については、それまでは全くそのような疑いを持つような事情が存在したことはなくて、第1投書で多少疑いは持ったけれども、まだそれほど強い疑いではないので、ヒアリングなどで確認すれば十分であった、というところに違いを設けているのでしょうか。

つまり、投書の疑義は非常に大きいようではありますが、他方で、黒沼先生がおっしゃったとおり、全体として見ると、その注意義務の濃さというものは、投書以前の経緯まで踏まえないと説明ができないような気はしました。

○加藤 私も伊藤先生と似たような印象を持っています。本判決は、「事案と判旨」レジュメの15ページから18ページで紹介されている事情1から事情6については、相当な注意を尽くしたと判示しつつ、投書の対応については問題があったと評価したわけですが、そもそも投書があったことを前提として、事情1から事情6について元引受証券会社が相当な注意を尽くしたかどうかということを本来は審査すべきだったと思います。

例えば、先ほど伊藤先生がおっしゃったように、売上高の異常な増加ということは、まさに投書の内容であって、その投書を前提として事情1などについて相当な注意を尽くしたか否かが問題とされるべきだと思います。

その上で、私は自主規制法人における上場審査の実務に詳しくはありませんが、やはり元引受証券会社が審査したことを前提として自主規制法人は審査するというものから、本判決が元引受証券会社は事情1から事情6についてきちんと審査を行っていると言い切ってしまうのはおかしいように思います。仮に事情1から事情6について元引受証券会社が適切な審査を行っていたら、これらについて自主規制法人の責任が発生する余地は極めて小さいように思います。これは先ほど黒沼先生もおっしゃったことかと思いますが、投書を前提として元引受証券会社が行った事情1から事情6についての審査がこれで足りるのかということもきちんと判決は審査すべきだったのではないですかね。仮に自主規制法人が、投書を前提としても元引受証券会社による事情1から事情6の審査を信頼できると考えたことが合理的であれば、自主規制法人と元引受証券会社で責任に差があるという結論を正当化できるかもしれません。

○小出 「事案と判旨」レジュメの18ページ以下では、みずほ証券が投書を受けた後に行った審査についていろいろと述べていまして、事情1から事情6に即応させる形では書いてはいないのですが、帳票類の写しの提出などだけでは十分ではなかったということは、結局は、事情1の売上高の異常な増加や、期末期付近における多額の売上計上などを疑わせるような状況についてチェックしなかったということを行っていることだと思いますので、加藤先生のおっしゃるとおり、書き方としてももう少しわかりやすく対応するように書くべきだったというのは、そのとおりのことかとは思いますが、順番としては、あるいは、投書への対応までも書いた上で、全体として事情1から事情6までの審査を行ったかどうかを書くべきだったのではないかとということですね。

○黒沼 蛇足かもしれませんが、元引受証券会社と自主規制法人とでなぜ結論が変わったのかとか、どのような基準で判断したらいいのかということは、なかなか条文だけからは出てこな

い問題だと私は思います。それこそ後藤元先生が論文で書かれているように、ゲートキーパーが共同して一定の機能を果たすという観点からそれぞれの役割分担を決めていかなければならない問題ではないかと思えます。

だから、ある者については不法行為責任で、ある者については金商法の責任で、その文言がどうなっているかということだけを見て責任を判断していくというのでは、政策的にはうまくいかないはずであって、そこはこれからの課題だし、解釈論としても工夫の余地はあるのではないかと思います。図らずも、この判決はそういうところまで気づかせてくれた感じがします。

#### 【主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任】

○川口 違うテーマですが、「検討」レジュメの2ページ一番下のところで、主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任について議論されていました。そこでは、相当な注意を用いたとしても虚偽であることを知ることが困難であったという点について、少なくとも相当の注意を尽くした上で免責されるのであればわかるけれども、最初から、相当な注意を用いたとして知ることができなかったと断定するのは、従来の見解と異なるのではないかと指摘されました。この点について、私もまったくその通りかと思えます。その上で、小出先生は、さらに、他の証券会社は注意義務を果たしていたのではないか、このような認定にすれば、相当の注意を尽くしたということになったのではないか、と言われました。しかし、この部分について、他の証券会社は注意義務を果たすために何かをしたのですかね。(笑)

すなわち、他の証券会社はみずほ証券からいろいろな情報をもって、それで「はい、オーケーです」と言っただけなのですね。それで注意義務を果たしたと言えるのでしょうか。確かに、何か質問を出しているところもあるようです。しかし、ほかの証券会社は……。みずほ証券から一応聞いているから、注意義務を尽くしたと、そういうお考えなのでしょうか。

○小出 今の点につきましては、元引受証券会社一般の注意義務の対象というのは、先ほどから既に議論がありましたが、「事案と判旨」レジュメの9ページあたりに書いてあるとおり、既に監査人が監査しており、加えて、本件の場合、その他の元引受証券会社については、主幹事証券会社のみずほ証券から受けた引受審査資料がベースにありますので、そういったものをベースに、その内容についての疑義や信頼性を疑わせる事情についての審査が求められるということだと思います。

です。ので、本件の場合、引受審査資料においてみずほ証券が問題ないということを指摘していて、説明が足りていたということが、「事案と判旨」レジュメの23ページの上のほうで認定されています。それを考えると、本件については、疑義や信頼性を疑わせる事情はなかったのだ、なかったのだ、何もしなくても、それを信頼しても注意義務違反にはならなかったということだと思います。

ただ、言い方を換えますと、本件について引受審査資料をきちんと読んで、エフオーアイの説明をきちんと把握していたということで、相当の注意を用いたと言えるというような気がするのですが、本件の場合については、確かに何も質問もしていなかった証券会社もあるようですし、全ての事項について質問があったわけではないと思うのですが、この程度のもので、十分に相当な注意があったと言えるのであろう、また、例えば引受審査資料に何も書いていないのに、このようなことを質問しなかったというのであれば、やはり相当の注意を払ったとは言えないと思いますが、引受審査資料の説明があったということを前提とすれば、それを読んだということだけで十分に相当な注意を払ったと言えるのではないかというふうに考えました。

#### 【非常勤の社外監査役の注意義務】

○北村 本日のご報告の中心となるのは、主幹事証券会社の引受審査にかかる責任や自主規制法

人の責任だと思うのですが、そこは違う点についてお伺いします。先ほど川口先生がご指摘になったその他元引受証券会社の責任との関係で、時間の関係で報告は省略されましたが、「検討」レジュメの３ページ一番下の「６．その他」のところ、「非常勤監査役に課せられた注意義務は重くはないか」とされています。この点について、せっかくですから質問させていただきます。

「事案と判旨」レジュメの８ページでは、非常勤の社外監査役は「いまだ相当な注意を用いて監査を行って」いない、つまりこちらは注意をしていなかったとされています。一方、その他元引受証券会社については、「注意義務を果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかった」とされ、表現が違っているのですね。しかも、非常勤監査役については、常勤監査役には常勤の実態がなかったということを知りながら何もしていないことを理由として、注意を用いていなかったとされているわけです。これについて、小出先生は時間があればどのようにおっしゃりたかったのかということをお聞きしたいと思います。

それとともに、会社法と金商法の違いに関係するのですが、金商法 21 条 2 項 1 号の監査役の注意は虚偽記載等を知るための注意を意味するのに対し、会社法では、一般論として、ほかの監査役の監視のようなものも含めて監査役の職務といえるのか、つまり、監査役は独任制の機関なのか、このようなことが監査役の職務の遂行の不十分さにどのように影響するのかがよくわからなかったところ。「事案と判旨」レジュメの 8 ページの真ん中あたりに、「被告 Y 5 及び被告 Y 7 の監査役としての職務の遂行が十分なものであったとはいえない」とあり、ここでは「職務の遂行」と言っているのです。この点は金商法上の「注意」とどういった関係があるのかについて、小出先生のお考えをお伺いしたいと思います。

○小出 既に全て言っていたのですけれども、まさに今先生がご指摘になったところが気になっていたこととして、本件については、会社法上の責任も一応追及されているのですが、本件

の判決の部分は、あくまでも金商法上の責任について言っていて、したがって役員の実責任は、虚偽記載を知らなかったこと及びそれに相当の注意を払ったにもかかわらず知ることができなかったことが要件のはずでして、やはり粉飾の事実があるかどうかといったことについて相当の注意を払ったかどうかという問題だったのだと思います。

確かに、本件について言うと、ここに書いてあるとおり、常勤監査役の勤務状況みたいなものに気づけば、芋蔓式にこういった粉飾の事実が出てきたのかもしれないと思うのですけれども、これは直接には、粉飾に対するチェックというか、そういう注意義務とは違う次元のことを述べているような気がしました。

他方で、実際の会計監査の信頼性に関しては、実は「事案と判旨」レジュメの 7 ページで、一応の監査を行っていたということ認めながら、こういったあまり関係のないような体制のところだけでこのような責任を認めるというのは、おっしゃるとおり、会社法上の責任だったらいざ知らず、金商法上の責任としてはあまり正当化できないのではないかなということをおもいました。

独任制の話に関しては、確かに先生のおっしゃるとおりかと思えます。どこまで監査役がほかの監査役の監査に口を挟むかというよりは、まさに監査をやっていないかという状況に対する監督のような気がするので、いわゆる独任制が想定しているような状況とはもしかすると違っているのかもしれない。こういったものに対しては、監査役はやはりまさに全体のコンプライアンス体制の一環として、監査人に対する監査としてチェックするということが、職務としてはあるのかなという気もします。

常勤監査役がこういうことをやっているのに対して、それをやめろというのは、確かに独任制の問題があると思うのですけれども、これはやっていないという問題なので、そこはもしかすると会社法上は職務として認められるのかなという気はいたしました。

○北村 ありがとうございます。

【元引受証券会社の流通市場での取得者に対する責任】

○飯田 「検討」レジュメの3ページの「4. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B類型原告）に対する責任について」についてですけども、先生のご趣旨は、これは責任を認めるべきだということなのではないでしょうか。

○小出 A類型原告に対して認めたという結論があることを前提とすれば、それ自身がどうかという問題はあるかもしれませんが、それを別とすれば、本件では、B類型原告に対しても認められたのではないかと、認めてもおかしくはなかったのではないかなということですか。

○飯田 判旨は、金商法22条で元引受証券会社が責任主体から外されているということを言っていると思います。そうすると、この判旨は、民法709条の解釈と金商法22条をセットで考えていて、金商法22条を元引受証券会社についての責任を軽減するような趣旨の規定として読むと、民法709条の解釈として、流通市場との関係では元引受証券会社の義務も一定程度軽減されてしかるべきであるという理解を前提にしているように思えるのですが、そういう理解がおかしいということでしょうか。

○小出 確かに金商法22条は、不法行為の特則だというふうに理解した上でご報告させていただいたのですが、そこではしかし、注意義務に対して特則を設けているわけではないのだと思うのですね。あくまでも立証責任ですかね、そういったところで特則を設けているのかなという気がしたものですから、注意義務に関しては、金商法22条の責任が認められていないからといって、必ずしも軽減されるわけではないのかなと思ったのです。

○飯田 もちろん、そういう解釈もあると思うのですが、要するに、金商法22条で元引受証券会社に同じような責任を課さなかったというのは、流通市場における投資者との関係で、そこまでの責任を元引受証券会社に課するのは妥当ではないというような政策論的な意味合いがもしある

とすれば、それが民法709条の義務論のところでは影響してもおかしくはないのではという気もしたのです。

○小出 それはつまり、そこまで注意義務を果たすことを流通市場での取得者も期待できる形ではない、ということなのですかね。しかし、他方で、役員や会計監査人については、やはり政策的に責任を課しているということでしょうか。

○飯田 第一次的な責任と第二次的な責任で差があってもおかしくはないような気がしたという次第でした。

【判決における虚偽記載の重要性概念の位置づけ】

○飯田 別の質問ですが、重要性の概念について、コーポレートガバナンスの状況に関するところで、監査役が重要な会議に出席していますという記載があるけれども、実際には戦略会議には出席していなかったということなのですが、これは、虚偽記載はあるけれども重要性がないということを使った判決なのかどうかということだけ確認させてください。

○小出 「事案と判旨」レジュメの6ページの2段落目を見ますと、今飯田先生がご指摘になったように、そもそも戦略会議については「決議機関ではなく」「取締役会その他重要な会議」と表記されているにすぎず、監査役が戦略会議に出席している旨明示されているわけではないことからすると」と書いてあります。つまり、コーポレートガバナンスの状況等に関する記載としては、重要な会議には監査役は出ていますよ、と書かれていただけのこととして、戦略会議がどのような性質のものなのかということとはそもそもわからない。その上、監査役は戦略会議に出席したわけではないかもしれないということを行っているとする、もしかしたら、その戦略会議も重要な会議だったかもしれませんが、監査役の出席はそもそも期待されていなかったかみせれば、結論として、投資判断に重要な影響を与える事項ではないというふうに本件判決は判断したということなのだと思います。

○飯田 私の質問の趣旨は、要するに、虚偽記載の話と重要性の概念を区別して、独立の要件として重要性につき明確に論じた判決と評価するかどうかということでした。ありがとうございました。

#### 【金商法 22 条と民法 709 条との関係】

○行澤 飯田先生が最初に質問された点と同じで恐縮なのですが、ちょっと整理し切れないのが、「事案と判旨」レジュメの 22 ページで、元引受証券会社の不法行為責任を民法 709 条に基礎付けながら、対するに A 類型株主と B 類型株主とではいわずに注意義務の内容が違ふ、過失の内容が類型的に違ふのだというような解釈をしているように読めるのですが、本当にそのように読んでいいのかわかるか、ということ。注意義務の内容それ自体が、いわゆる被害者の類型によって違ってくるということが、民法 709 条の解釈として成り立つのかどうかという点と、もし小出先生のように金商法 22 条を不法行為の特則として読むならば、本来 B 類型株主に対して不法行為責任は認められないというふうに読むべきではないのかという点について、素朴な疑問があるわけです。本来負うべき不法行為責任を「特則」において限定したと考えるのが通常でしょうから。そのあたりの、金商法 22 条と民法 709 条の関係について判決はどういうつもりで書いているのかということがちょっとわからなかったのです。

それに関連して、最初の議論で問題になっていました金商法 21 条 2 項 3 号の虚偽記載を「知らなかった」ということの意義について、黒沼先生のお考えのほかに、「検討」レジュメの 2 ページで、悪意と重過失を同視できるのではないかというご見解を示されています。確かに商法の判例としてはそのような考え方もあり得るのではないかと思うのです。ただ、不法行為との関連に引き寄せて言うと、「事案と判旨」レジュメの 22 ページでは、容易に知り得たにもかかわらず漫然と放置したとまでは言えないとあるので、そういう意味では、本件で重過失と認定したというところはやは

り言いにくい。だから、一般論として悪意と重過失を同視できるというのはよくわかるのですが、少なくとも本件でこのロジックを適用するのはちょっと難しいのかなと思うのです。以上の 2 点について、ご見解をお聞かせいただければありがたく存じます。

○小出 後者に関しては、確かに先生のおっしゃるとおりです。「事案と判旨」レジュメの 25 ページの判断を前提とすると、こういう状況が重過失であり、私は実は本件の事実からすると容易に知り得たような気もするのですが、本件がそう認定していない以上、確かに本件では私のような解釈は取り入れないというのは、ここを含めて読んでみると、先生のご指摘のとおりだなと思いました。

そうしますと、やはり本件では重過失とは言えなさそうなので、そもそも元引受証券会社の注意義務を導くためには、やはり別のロジックが必要になりますが、それが必ずしも明らかではないということなのだと思います。

他方で、前者のほうについてですが、私が思いましたのは、元引受証券会社がどういう一般的な義務を負っているのかということが、どこから導かれるのかということですが、これは結局、元引受証券会社がやることに対して、実態としてどういうことを行っていて、それが流通市場での取得者との関係でも義務に至るほどになっているのかというところの評価に帰着するのだと思います。最近の議論でゲートキーパーというようなことが言われている点に着目すると、発行における元引受証券会社というのは、そもそも元引受証券会社が引き受けなければ、こういった有価証券は市場に出ていかないという状況があるものですから、本当の意味での門番といえますか、ゲートキーパーとしてのそれ相応の強い意味がやはりあるのではないのでしょうか。金商法 21 条等で責任を元々認めていたということから考えますと、その影響はやはり流通市場における取得者にも及ぶでしょう。しかし、本件の判決において、一般的に投資者に対する義務を負うとされた自主規制法人

と元引受証券会社は、機能としては、やはり先ほど黒沼先生がおっしゃったとおり、全体としてゲートキーパーを分担する状況にあるためか、同じ基準で注意義務が課せられていますので、それにもかかわらず責任の認定に差が生じたという点は、難しいところではあります。

○行澤 私自身は、ゲートキーパーとしての考え方にもとづいて本判決の当該部分を説明することは難しいと思うのですね。ただ、本判決が、元引受証券会社の責任が金商法 21 条には規定されて金商法 22 条には規定されていないという事情を、ちょっと理解できない形で民法 709 条における注意義務の程度に係る解釈論に取り込んでしまって、悪意重過失に責任軽減するような形に落とし込んだように読めてしまうのですね。

○小出 なるほど。

○山下 そろそろ時間が来たようです。なかなか難しい問題がいろいろとありましたが、特段ほかになければ、本日はこれで終わりたいと思います。どうもありがとうございました。

2017年6月23日 J P X 金商法研究会  
 報告者：小出篤（学習院大学）  
 会社法・金融商品取引法の最近の判例（2）— エフオーアイ事件判決

1. 事案と判旨

東京地判平成 28 年 12 月 20 日 資料版商事法務 396 号 171 頁

< 事案の概要 >

株式会社エフオーアイ（半導体製造装置の製作販売会社）が、架空の売上げを計上して粉飾決算を行い、虚偽記載のある有価証券届出書を提出して東京証券取引所マザーズ市場への上場を行ったところ、その後上記粉飾決算の事実が明らかになったことから、上場時の募集若しくは売出しに応じ、又は上場後の取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した原告らが、エフオーアイの役員、同社株式の募集又は売出しを行った元引受証券会社及び販売を受託した証券会社、当該売出しに係る株式の所有者並びに東京証券取引所等を被告として、金融商品取引法 21 条 1 項 1 号、2 号、4 号、22 条 1 項及び 17 条、会社法 429 条 2 項又は民法上の不法行為に基づき、損害賠償（取得価格から処分価格（処分しなかった原告については 0 円）を引いた金額およびエフオーアイ株式にかかる取引手数料・弁護士費用）を求めた事案

< 当事者 >

[原告ら]

A 類型原告：本件上場に際しての証券会社による募集又は売出しに応じてエフオーアイ株式を取得した投資者  
 B 類型原告：募集又は売出しによらず、本件上場後に取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した投資者  
 \* A 類型と B 類型両方に当てはまる原告も存在

[被告ら]

① エフオーアイの役員  
 Y 1：代表取締役社長  
 Y 2：代表取締役  
 Y 3：取締役  
 Y 4：取締役（研究開発部門統括）  
 Y 5：社外監査役（公認会計士）  
 Y 6：常勤監査役  
 Y 7：社外監査役

② 元引受証券会社  
 みずほ証券：本件募集等の主幹事証券会社であったみずほインベスターズ証券を吸収合併し、同社の権利義務を包括承継  
 S B I 証券：主幹事証券会社以外の元引受証券会社（9 社）  
 ③ 受託証券会社  
 受託証券会社ら：本件募集等に際しみずほ証券からエフオーアイ株式の販売委託を受け、本件目論見書を用いて販売（3 社）  
 ④ 売出しに係る株式の所有者（売出所有者）関係  
 売出所有者ら：エフオーアイ上場以前から出資していたベンチャーキャピタルであり、本件売出しにおける売出所有者（3 社）  
 本件有価証券届出書提出時の持株比率はそれぞれ 0.34~3.72%  
 三井物産グローバル投資：売出所有者の 1 社である M V C グローバルジャパンファンド  
 II 投資事業組合の業務執行組合員  
 ⑤ 東京証券取引所関係  
 東京証券取引所：エフオーアイが上場したマザーズ市場を運営  
 日本取引所自主規制法人：東京証券取引所と業務委託契約を締結し、上場審査を含む主規制業務を受託（金商法 85 条参照）  
 \* 提訴時は監査証明を行った会計監査人も被告であったが、和解

< 事実の概要 >

[エフオーアイによる粉飾]

・ 大手メーカーなど数社への架空売上げを計上することで売上高を増強するという手口  
 ・ 平成 16 年 3 月期（〇約 7 億円×約 23 億円）から始まり平成 21 年 3 月期（〇約 3 億円×約 118 億円）まで継続的に粉飾  
 ・ Y 1 ~ Y 3 ち取締役および幹部職員が共謀して行う  
 ・ さまざまな隠ぺい工作  
 注文書・売掛金残高確認書の偽造、売掛金回収の偽装（ペーパーカンパニーを通じた仮装名義による資金還流・通帳への不正印字・外国被仕向送金計算書の偽造など）、装置納入の偽装（在庫隠し、通関書類偽造、納入装置資料の偽造）、取引先実査における偽装工作（取引先内の協力者を通じた工作）

[会計監査人による監査]

・ 会計監査人は会社法上の計算書類に対する会計監査においても、金商法上の財務計算書類に対する監査証明においても、平成 14 年 3 月期〜平成 21 年 3 月期のいずれについても無限定適正意見を表明  
 ・ 平成 20 年 3 月期・21 年 3 月期の監査については、売上取引については原則全件確認、売

掛金は残高確認書による確認を年2回行うこととし、証拠の確認・残高確認書による確認・  
 棚卸しへの立会い・預金通帳の写しとの照合による売掛金管理の確認・取引先へのヒア  
 リングなどを行った。

【経緯】

平成19年5月 みずほ証券がエフオーアイの主幹証券会社に就任  
 平成19年8月 みずほ証券引受審査部が審査を開始  
 →後記の点(売上高急増、売上計上時期、売却債権急増、売上債権回収  
 期間、キャッシュフロー、生産能力)などについて重点的に審査。  
 質問書の送付およびエフオーアイ役員へのヒアリング、会計監査に関  
 して会計監査人への質問書送付及びヒアリング、取引先への実査(エ  
 フオーアイの提案した国内1社、海外1社、いずれも粉飾の協力者が  
 対応)  
 平成19年12月20日 エフオーアイがマザーズ市場への上場申請(1回目)  
 みずほ証券が東証に推薦書等を提出  
 以後、自主規制法人によるヒアリング・実査などが行われる  
 →平成20年2月18日に上場承認を予定  
 平成20年2月14日 第1投書を東証引受額→上場承認延期をみずほ証券に連絡  
 →追加調査として自主規制法人による抜き打ちの帳票等の調査、  
 役員・会計監査人へのヒアリングなどが行われる  
 平成20年2月25日 第1投書をみずほ証券が開封(Y2にもその旨を連絡)  
 →第1投書の内容：粉飾の大口と額、本当の売上額、装置の保管場  
 所、書類偽造の関与者、取引先担当者の関与、粉飾の経緯等。み  
 ずほ証券への投書には、さらに確認方法の示唆も書かれていた。  
 平成20年3月25日 Y2らがみずほ証券に、第1投書は社内での不満分子ないしノイロー  
 ゼ状態に陥った従業員が業務妨害の目的で送付したものと説明。み  
 ずほ証券はY2に、労務管理体制およびレビュー・デュレーションリス  
 観点から、作成者を特定して社内処分を行う必要があると要請。  
 平成20年4月2日～10日頃 みずほ証券引受審査部は追加審査により第1投書には信憑  
 性なしと判断  
 →受注から売上げに至る帳票類の写しの突合、代金回収と  
 預金通帳の写しへの入金記録の突合。いずれも偽造され  
 ていたが、発見できず。原本についてはエフオーアイと  
 の信頼関係維持のため提出を求めなかった。  
 平成20年4月10日 Y2らのみずほ証券に、社員メンタル面を含めた社内体制の整備  
 構築のために上場申請を取り下げたいと申し出。第1投書について

F(エフオーアイの内部監査室長)によるものと考えられると説明。  
 平成20年4月18日 エフオーアイが上場申請(1回目)を取り下げ  
 平成20年8月5日 みずほ証券による2回目の上場審査開始  
 →業績悪化予想を受けて、売上債権回収状況や利益計画進捗状況に  
 ついて重点的に審査。  
 質問書の送付及び役員へのヒアリング、会計監査に対する審査、本  
 社の実査などが行われる。Fは内部調査室から異動し、退職予定  
 であるとの説明をエフオーアイから受け、第1投書に関する内部  
 管理体制の問題点への対策は進んだと理解し、その内容について  
 の調査(Fへのヒアリングなど)は行わず。  
 平成20年12月1日 エフオーアイがマザーズ市場への上場申請(2回目)  
 みずほ証券が東証に推薦書等を提出  
 →自主規制法人はヒアリングなどを行う。  
 平成21年1月30日に上場承認を予定  
 平成21年1月19日 エフオーアイ取引先である台湾の半導体デバイスメーカーの業績悪  
 化の報道を受け、東証は上場承認を延期。その後、取引先である別  
 の台湾の半導体デバイスメーカーの業績悪化の報道も受け、みずほ  
 証券は上場申請を取り下げざるをえないと判断。  
 平成21年5月19日 エフオーアイが上場申請(2回目)を取り下げ  
 平成21年6月16日 みずほ証券による3回目の上場審査開始  
 →主に、取引先の業績動向把握、売上債権の回収状況、平成22年3  
 月期の利益計画の実現可能性を審査  
 平成21年8月18日 エフオーアイがマザーズ市場への上場申請(3回目)  
 みずほ証券が東証に推薦書等を提出  
 平成21年10月16日 上場承認、関東財務局に本件有価証券届出書を提出  
 →「経理の状況」欄には平成20年3月期および平成21年3月期  
 の財務諸表および平成21年度第1四半期の四半期財務諸表を記  
 載(いずれも粉飾)。平成20年3月期および平成21年3月期の  
 財務諸表については会計監査人の無限定適正意見、平成21年度  
 第1四半期の四半期財務諸表には無限定の結論を表明する四半  
 期レビュー報告書が添付。  
 「特別情報」欄には平成17年3月期～平成19年3月期の財務  
 諸表が記載。  
 平成21年10月27日～28日 第2投書を東証・みずほ証券引受額  
 東証はみずほ証券に残高確認書と預金通帳原本提出を要求  
 →Y2が預金通帳原本提出に対して抵抗したため、東証に

(3) この点、原告らは、監査役が戦略会議に出席していなかったこと、内部監査室の設置が平成16年4月1日では考えられないこと、エフオーアイにおいて適切な権限分掌がされなかったことなどを指摘し、重要な事項について虚偽の記載があったと主張する。

・・・しかしながら、戦略会議は、決議機関ではなく、監査役については出席して意見を述べることができることとされていること、本件有価証券届出書等には、「取締役会その他重要な会議」と表記されているにすぎず、監査役が戦略会議に出席している旨明示されているわけではないことからすると、当該部分の本件有価証券届出書等の記載は、投資判断に重要な影響を与える事項、すなわち「重要な事項」についての虚偽記載に当たるとまではいえないというべきである。

また、内部監査室は、・・・平成16年頃には設置され、実際に内部監査活動を行っていたことが認められるのであるから、本件有価証券届出書等に虚偽の記載があったということとはできないし、仮に設置の年月日に若干の齟齬があったとしても、これをもって重要な事項についての虚偽記載ということとはできない。

さらに、権限分掌については、エフオーアイにおいては、・・・職務権限規程が定められて各部門ごとに適切な職務権限が定められていることが認められるから、本件有価証券届出書等に虚偽の記載があったとは認められない。

(4)・・・金商法21条1項、22条1項及び17条という虚偽記載があったかどうかは、そこに記載された客観的事実が真実と相違しているかどうかという客観的観点から判断すべきであるところ、本件有価証券届出書に記載された客観的事実とは、趣くまで、エフオーアイにおける内部統制システム及び職務分掌の体制自体をいうのであって、その運用が適切にされていたか否かといった役員らの任務懈怠に関する事情は含まれないと解すべきであるから、エフオーアイにおいて内部統制システムが機能していなかったこと、あるいは職務分掌が必ずしも守られていなかったことをもって、本件有価証券届出書等の重要な事項について虚偽記載があったということはできない。

(5) 以上によれば、本件有価証券届出書等には、平成17年3月期から平成21年3月期までの売上高（及びこれに関連する財務情報）に関し、重要な事項につき虚偽の記載があったと認められるが、コーポレートガバナンスの状況に関する記載に関しては、重要な事項につき虚偽の記載があったとは認められない。

[被告役員らの責任について]

\* Y2およびY4については、口頭弁論期日に出席せず、答弁書も提出しなかったため、擬制自由により請求認容

(1) 被告Y1について

被告Y1は、前記前提となる事実のとおり、エフオーアイの代表取締役社長として、本件紛争を当初から認識し、これを主導又は容認してきた人物であるから、本件有価証券届

確認の上、みずほ証券は預金通帳の写しを提出  
平成21年10月29日 自主規制法人、会計監査人、みずほ証券による面談  
→残高確認書類原本を確認し、会計監査人が説明。突合作業などの追加審査は行わないこととする。

平成21年11月11日 みずほ証券がエフオーアイおよび売出所有者らと元引受契約を締結（売出価格は850円）

平成21年11月10日 エフオーアイがマザーズ市場に上場（初値は770円）

平成22年5月12日 エフオーアイが証券取引等監視委員会から金商法違反容疑による強制捜査を受けたことを発表

平成22年5月16日 エフオーアイが本件有価証券届出書および東証への上場審査書類に虚偽の決算情報を記載したことを認める旨公表

平成22年5月21日 エフオーアイが東京地方裁判所に破産手続開始申立て

平成22年6月15日 エフオーアイ上場廃止

\*なお、SBI証券らは、それぞれみずほ証券から引受審査書類等を受領し、補充的に質問などを行った上で、エフオーアイと元引受契約を締結。第1投書・第2投書などについての情報は知らされず。

<判旨>

一部認容、一部棄却。

[本件有価証券届出書等の虚偽記載の有無について]

(1) 本件有価証券届出書等において、平成17年3月期から平成21年3月期までの売上高について虚偽記載があったこと・・・が、金商法21条1項、22条1項及び17条という「重要な事項」についての虚偽記載に当たったことは明らかである。

(2) 原告らは、本件有価証券届出書等におけるコーポレートガバナンスの状況等に関する記載についても虚偽記載があったと主張する。しかしながら、・・・エフオーアイにおいては、〔1〕監査役は、原則として月1回の監査役会及び取締役会に出席し、随時取締役、会計監査人その他役職者との面談を行っていたほか、稟議書、会計帳簿、議事録等の重要書類を閲覧し、監査を行っていたこと、〔2〕内部監査室が設置され、各部署及び子会社に対する立入監査を実施していたほか、内部監査室長が定期的に監査役及び会計監査人と面談を行っていたこと、〔3〕各種の組織規程及び業務規程が整備され、これに従って業務が行われていたこと、〔4〕文書管理規程が作成されており、同規程に従って文書の保存が行われていたことなどが認められるのであり、原告主張に係る監査役の監視体制の記載、内部監査制度の記載、内部統制システムの整備状況の記載及び内部統制システムの整備に関する基本方針の記載のいずれについても、そこに記載されている客観的な事実については、おおむね真実であると認められる。

出書の虚偽記載を知っていたことは明らかである。したがって、被告Y1は、すべての原告に対し、金商法21条1項1号、22条1項の責任を免れない。

(2) 被告Y3について

被告Y3は、前記前提となる事実のとおり、エフオーアイの取締役として、本件粉飾に当初から関わら、これを実行してきた人物であるから、本件有価証券届出書の虚偽記載を知っていたことは明らかである。したがって、被告Y3は、すべての原告に対し、金商法21条1項1号、22条1項の責任を免れない。たとえ被告Y1や被告Y2の指示又は命令によって本件粉飾に関与していたものであるとしても、上記判断は左右されない。

(3) 被告監査役らについて

ア・・・被告監査役らは、いずれも、エフオーアイによる本件粉飾を認識していなかったものと認められるから、本件有価証券届出書の虚偽記載を知らなかったものと認められる。

そこで、被告監査役らが、相当な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかったと認められるかどうか(金商法21条2項1号)を検討する。

イ・・・被告監査役らは、定期的(平成18年3月頃以降はおおむね月1回)に監査役会を開催し、業務監査に関する事項を協議していたほか、平成16年3月期以降は、期末決算監査に関する会計監査人とミーティングを、平成18年8月以降は、四半期毎に会計監査人、内部監査室長と共に三様監査会議と称する会議を行っていたものである。そして、前記認定によれば、被告監査役らは、これらのミーティング等を通じ、会計監査人から、[1]各年度とも、売掛金の実在については売掛先について100%の残高確認を行っており、監査上問題点は見当たらなかったこと、[2]平成16年3月期は1億円以上、平成17年3月期及び平成18年3月期は3000万円以上の売上げについて注文書、物品受領書との照合を行っていること、[3]Hに対する実査を行って残高を確認したこと(平成20年3月期)、[4]実地棚卸しに立ち会い、仕掛品在庫をすべて(ただし、平成21年3月期は95%)確認済みであることについての報告を受けていたことが認められる。

以上によれば、被告監査役らは、エフオーアイの会計監査の信頼性については、一応の監査を行っていたものと認めることができる。

ウ しかしながら、エフオーアイにおいては、単に財務諸表において架空の売上げを計上していたにとどまらず、取締役ら及び多数の幹部社員らが共謀し、売上取引に関する多数の書類を偽造したり、ペーパーカンパニーを設立して売掛金の回収を偽装したり、販売見込みのない製品を製造し続けるなどの大がかりな偽装工作を5年以上にわたり継続し、平成21年3月期の決算においては、実に総売上げの97%以上に上る11.5億円余りもの架空売上げを計上していたとされており、取締役らのかかる違法行為は、本来監査役業務監査によって是正されるべきものである。

この点、被告Y6は、・・・平成16年3月期の売上げのうちに架空のものがあつたことを認識していたとされており、その後、エフオーアイの売上げが急増したにもかかわらず売掛金の回収が進まない状況において、架空の売上げが計上されている可能性について疑問を抱き、売上げの実在性について独自の調査を行うなどの対応を執ることは十分に可能であったというべきであるが、被告Y6が、会計監査人の報告を受ける以外にかつた観点から何らかの調査を行ったことをうかがわせる証拠はない。また、被告Y6は、常勤監査役であったにもかかわらず週に2日程度しか出勤しなかったのみならず、エフオーアイにおいてほぼ毎週開催されていた戦略会議にも出席していなかったのみならず、対外的には戦略会議に毎回出席していたかのように装い、議事録にかかると虚偽の記載がされていることを認識しながら放置していたかというのであるから・・・、取締役業務執行に対する日常業務監査が十分であったとはいえない。

そして、非常勤の社外監査役である被告Y5及び被告Y7は、上記のような被告Y6の職務執行状況を認識していたか、容易に認識し得たと考えられるのに、これを是正するための何らかの対応を執つた形跡がないところ、非常勤監査役においても、常勤監査役の職務執行の適正さに疑念を生ずべき事情があるときは、これを是正するための措置を執る義務があるというべきであるから、被告Y5及び被告Y7の監査役としての職務の遂行が十分なものであったとはいえない。

エ さらに、・・・平成20年3月28日に被告監査役らも出席して開催された取締役会において、内部監査室長であるLを異動させる人事が審議されたこと、同年4月15日に被告監査役らも出席して開催された取締役会において、上場申請をいったん取り下げた旨の決議がされたことが認められ、被告監査役らにおいて、Lの異動や上場申請の取下げを認識していたことは明らかであるが、その経緯等について被告監査役らが調査を行った形跡はない。かえって、・・・平成20年4月以降の監査役会において、上場申請の取下げに関する事項が協議された形跡はなく、エフオーアイが上場申請を取り下げた後も、同年6月20日に被告Y2から上場の見通しについて聴取した以外に、監査役会において、上場申請取下げの理由の調査や今後の内部統制のあり方等の協議が行われたことはなかったものと認められる。

そうすると、被告監査役らにおいて第1投書の存在を認識していたことを認めるに足りる証拠はないものの、監査役会において、上場申請取下げの理由について他の役員ら又は被告みずほ証券に問い合わせをするなどして調査すれば、第1投書の存在を認識することは十分に可能であったというべきであり、その上で監査役の権限を行使して調査を行えば、エフオーアイにおいて粉飾決算が行われていた事実が判明していた可能性はないといえない。

オ 以上を総合すると、被告監査役らについては、いまだ相当な注意を用いて監査を行っていたとは認められず、他に相当な注意を用いたにもかかわらず本件粉飾の事実を知ることができなかったことを認めるに足りる証拠はない。そうすると、被告監査役らは、いす

れも、金商法21条1項1号、22条1項の責任を免れることはできないというべきである。

【被告元引受証券会社らの責任について】

(1) 金商法21条1項4号及び17条の意義

ア 新規市場に際し、発行会社が発行する株式を広く投資者に販売する目的で、その全部又は一部を引受ける元引受証券会社は、金商法21条1項4号、金商法17条により、有価証券届出書又は目録見書に虚偽記載があった場合には、同法21条2項3号又は17条ただし書所定の免責事由を立証しない限り、募集又は売出しにより株式を取得した投資者の損害を賠償すべき責任を課せられているところ、その趣旨は、株式の募集・売出しを引き受ける元引受証券会社は、発行会社の事業の状況を正確に把握できる立場にあるとともに、有価証券届出書及びこれに基づいて作成される目録見書の内容を審査し得る立場にあることから、これに重い責任を課すことによつて、開示書類の正確性を担保し、投資者の利益を保護する点にあると考えられる。

イ ところで、金商法21条2項3号は、元引受証券会社は、有価証券届出書のうち、同法193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分（財務計算部分）については、虚偽であることを知らなければ免責されるものと規定している。その趣旨は、財務計算部分は、公認会計士等による監査証明の対象とされており、当該部分に虚偽記載があった場合には、監査証明をした公認会計士等が金商法21条1項所定の損害賠償責任を負うこととされているため（同項3号）、その正確性の担保は第一次的には公認会計士等による審査に委ねることとし、元引受証券会社において相当な注意を用いた審査までは要求しないというものであると解される。

そうすると、財務計算部分とは、公認会計士等による監査証明の対象となつた部分を指すものと解すべきであり、具体的には、本件有価証券届出書においては、直近2年度分、すなわち平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表（本件有価証券届出書の「経理の状況」に記載されているもの）を指し、またこれに限られるのが相当である。上記財務諸表の数値を利用している部分や他年度の財務諸表についての記載についても財務計算部分と同一に扱うことは、適切な開示による投資者の保護という金商法の理念に照らし相当でない。

もつとも、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないといふことであつて、後記のとおり、財務情報の適正な開示も引受審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となつていない財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事柄の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事柄の有無についての審査は必要であると解すべきである。

(2) 元引受証券会社が引受審査に当たつて用いるべき「相当な注意」の内容

ア 本件規則等の定め

(ア) 元引受証券会社が引受審査の手続については、・・・自主規制団体である日本証券業協会が本件規則等を定めているところ、日本証券業協会は、金商法67条の2に基づき、内閣総理大臣の認可を受けて設立された認可金融商品取引業協会であり、金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護を目的として自主規制業務を行うことを主たる業務とし（金商法67条1項）、かかる自主規制業務の一環として、元引受証券会社が行う引受審査における実務上の指針として本件規則等を定めているのであるから、本件規則等は、引受審査に当たつて元引受証券会社が用いるべき相当の注意の基礎を定めたものとして、公的規制に準ずる効力を有するものと解するのが相当である。

イ(イ) 本件規則（平成21年6月1日当時のもの。）によれば、株式の募集又は売出しにおいて、発行者との間で株式の元引受契約を締結する金融商品取引業者は、引受けの可否の判断を適切に行うために引受審査を行うものとされているところ、引受審査は、[1] 発行者が将来にわたつて投資者の期待に応えられるか否か、[2] 募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か、[3] 当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、厳正に行わなければならないものとされている（本件規則12条）。また、引受審査を行う金融商品取引業者は、引受推進業務及び引受業務を行う部門から完全に独立した引受審査部門を設置し、引受審査項目及び当該項目を適切に審査するために必要な事項を定めた社内規則やマニュアルを定めなければならないものとされている（本件規則5条）。

そして、株式の新規公開における引受審査項目として、[1] 公開適格性、[2] 企業経営の健全性及び独立性、[3] 事業継続体制、[4] コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況、[5] 財政状態及び経営成績、[6] 業績の見通し、[7] 調達する資金の用途（売出しの場合は当該売出しの目的）、[8] 企業内容等の適正な開示、[9] その他他会員が必要と認める事項が挙げられ、これらの項目について、厳正な審査を行わなければならないものとされている（本件規則16条）。

イ 引受審査において用いるべき「相当な注意」の内容

(ア) 以上のような本件規則の定め等に加え、金商法が元引受金融商品取引業者に対し重い責任を課している趣旨をも考慮すれば、株式の新規公開に際し元引受証券会社が行う引受審査においては、発行会社が株式を公開して一般の投資者から広く資金を調達するにふさわしい企業であるかどうかという点について、厳正に審査する必要があるものと解される。そして、財務情報を始めとする企業情報の適正な開示は、投資者による適切な投資判断の前提条件であること、本件規則においても、企業内容等の適正な開示が引受審査項目として掲げられていることからすれば、財務情報が適正に開示されているかどうか、すなわち粉飾が行われていないかどうかという点についても、当然に厳正な引受審査の対象とならなければならない。

(イ) もつとも、会計監査人設置会社であるエフオーアイにおいては、公認会計士である

したがって、被告みずほ証券の上記主張は採用することができない。

(3) 主幹事証券会社とそれ以外の元引受証券会社との間の注意義務の相違  
 ア・・・我が国においては、株式の新規市場に当たり、教社から十数社の証券会社が引受シケンテート団を構成して元引受証券会社となり、そのうちの1社が主幹事証券会社となつて発行会社に対し上場に関する指導、助言を行うとともに、発行会社に対する直接の引受審査を行い、主幹事証券会社に提出し、主幹事証券会社以外に元引受証券会社は、上場申請後に主幹事証券会社から送付される引受審査資料等の資料に基づく審査を行う株式の引受けを行う実務慣行が確立されていることが認められる。

イ また、本件規則も、引受審査の在り方について、主幹事証券会社とそれ以外の元引受証券会社とを区別した規定を設けている。すなわち、本件規則によれば、主幹事証券会社は、引受審査を行うに当たり、引受審査資料を発行者から受領し(12条2項)、発行者との間で確認すべき内容について書面の授受を行うとともに必要に応じて面談を行い(12条3項)、必要に応じて監査人からの聴取を行い(12条4項)、有価証券届出書及び目録見書に記載される財務情報の調査のため、監査人からコンフォートレターを受領し(12条5項)、証券アナリストの調査結果の活用を努めなければならず(12条6項)、主幹事証券会社以外の元引受証券会社に対し引受審査に必要な資料及び情報を提供するものとして認められている。主幹事証券会社以外の元引受証券会社は、主幹事証券会社から提供を受けた情報以外に引受審査の充実の観点から更に必要な情報があると認められた場合に直接発行者に対し確認を行うこととされる(13条2項)。また、本件規則によれば、主幹事証券会社は、新規公開の場合には、引受審査資料等を発行決議の15営業日前までに主幹事証券会社以外の元引受証券会社に送付すれば足りるものとされている(8条1号、3号)。

ウ 以上のような我が国における新規市場における株式引受けの実務慣行及び本件規則等の定めからすると、主幹事証券会社は、発行会社の上場に当たり、有価証券届出書等の開示書類の作成を指導・監督すべき立場にあり、引受審査に当たつても、発行会社に対する直接の審査を行うことが予定されているというべきであつて、かつそれが可能な状況にあるといえるから、有価証券届出書等の開示書類の正確性について、発行会社の説明内容が信頼するに足るものであるかどうかの裏付け調査を厳正に行うべき注意義務を負うと解すべきであるし、会計監査人による監査を経た財務情報についても、会計監査人に対するヒアリング等を実施し、監査結果を信頼することができようかを厳正に審査すべき注意義務を負うと解すべきである。

これに対し、主幹事証券会社以外の元引受証券会社については、約2週間という短期間の間に、原則として主幹事証券会社から送付される引受審査資料等に基づく審査が予定されていることからすれば、財務情報を含む当該資料等に記載された事項については、主幹事証券会社による裏付け調査が行われているものとしてこれを信頼することが許され、その内容に矛盾点や不合理な点あるいは引受けの可否を判断するのに不十分な点があれば、

会計監査人が毎期の会計監査を担当していたところ、金商法上、財務計算部分について監査証明を行った公認会計士等は、役員と同様立証責任の転換された重責を課せられているのみならず、会計監査人は、監査報告に虚偽の記載をした場合には、会社法上、立証責任の転換された重い第三者責任を課せられていること(会社法429条4号)からすれば、会計監査を経た財務情報の第三者に対する適正な開示は、第一次的には会計の専門家である公認会計士等の責任によつて担保するというのか法の趣旨であると考えられる。

そうすると、元引受証券会社は、引受審査において、会計監査を経た財務情報(財務計算部分以外のものを含む。)について、公認会計士等が行った会計監査の信頼性を疑わせるような事情あるいは財務情報の内容が正確でないことを疑わせるような事情が存在するか否かについては厳正に審査する必要があるが、そのような審査の結果、かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され、元引受証券会社に公認会計士等と同様の審査を改めて行わなければならないものではないと解するのが相当である。

(ウ) このように考えると、エフオーアイにおいては、・・・平成20年3月期及び平成21年3月期については会計監査人(独立監査人)による金商法193条の2第1項の監査証明がされており、平成14年3月期から平成19年3月期までについても、毎期の決算報告書について、会計監査人による会社法上の監査が行われ、計算書類について無限定適正意見が付けられていたのだから、被告元引受証券会社においては、エフオーアイの引受審査に当たり、同社の財務情報に係る審査項目については、会計監査人による監査結果の信頼性を疑わせるような事情あるいは財務情報が正確でないことを疑わせるような事情が存在しないかどうかという観点から審査を行い、いずれについても存在しないことが確認できる場合には、会計監査人の監査を経た財務情報を信頼し、これが正確であることを前提に引受審査を行うことが許されていたと解すべきである。

(エ) なお、被告みずほ証券は、元引受証券会社が発行会社との関係では第三者であり、発行会社との信頼関係に基づいて引受業務を行うことを理由に、引受審査においても、発行会社が粉飾を行っている疑いがあることを前提とするような審査を行うことはできないし、その必要もないと主張する。

確かに、引受審査といえども発行会社との契約に基づいて行われるものであるから、契約に基づく信頼関係を破綻するような審査を行うことができないという意味で、限界があることには争えないところである。しかしながら、本件規則等が、引受部門と独立した引受審査部門を設け、厳正な引受審査を行うことを要求している趣旨は、発行会社との信頼関係に基づき助言、指導を行う引受部門には期待できない厳正な審査を、同部門から独立した部門が行うことを期待する点にあると考えられるから、引受審査においては、趣くまで、発行会社が有価証券届出書等に虚偽の記載を行う可能性があることも念頭に置いた上で、契約に基づく信頼関係と矛盾しない限度で、そのような可能性を払拭するに足りる程度の厳正な審査を行う必要があるというべきである。

いずれも、そのような事情が生じていることについての合理的な説明がない場合には、粉飾を疑わせる事情となり得るものである。また、事情6は、財務情報から直ちに明らかになるものではないが、急激な売上高の増加に見合うだけの生産体制が整備されているか否かは、引受審査において当然に審査すべき事項であって、この点についての合理的な説明がなければ、やはり粉飾を疑わせる事情になり得るものである。したがって、被告元引受証券会社らは、引受審査において、それぞれの立場に依り、事情1ないし6について合理的な説明がされているかどうかを厳正に審査し、粉飾の疑いを生じさせる事情が存在しないかどうかを慎重に見極めるべき注意義務を負っていたというべきであるから、仮に合理的な説明がなく、粉飾の疑いが払拭されにくいにもかかわらず、元引受契約を締結した場合には、相当な注意を用いたと評価することはできないと解される。

【被告みずほ証券（主幹事証券会社）の責任について】

ア 財務情報に関する会計監査に係る審査について  
 (ア) エフオーアイにおいては、会計監査人が、平成14年3月期から平成21年3月期までの計算書類について、会社法に基づく会計監査を行い、すべての期について無限定適正意見を付している。また、エフオーアイの会計監査人は、平成20年3月期及び平成21年3月期の連結・単体財務諸表に関し、金商法193条の2第1項に基づく監査証明を行い、無限定適正意見を表明していること、平成22年3月期連結会計年度の第1、2四半期連結会計期間及び第1、2四半期連結累計会計期間の財務諸表に関し、金商法193条の2第1項に基づく四半期レビューを行い、無限定の結論を表明していること、平成18年3月期及び平成19年3月期の財務諸表についても、金商法193条の2第1項に準ずる監査証明を行い、無限定適正意見を表明していることは、・・・前提となる事実のとおりである。

(イ) また、・・・被告みずほ証券は、1回目の上場申請から3回目の上場申請まで3回にわたって行った引受審査において、会計監査人に対する質問書の送付、ヒアリング等を通じ、〔1〕A事務所が過去にOの監査実績を有し、半導体業界に精通している事務所であること、〔2〕会計監査人は、内部統制に依拠せず、全取引案件について残高確認手続を実施し、すべての売掛金について実在を確認していること、〔3〕一定の歩留まり水準を達成するまで検収を完了しない業界慣行を踏まえ、設置完了しているかどうかをTSR等によって確認して妥当性について検証し、実際に設置が完了しているかどうかをB及びHの審査を行い、売掛金の存在を確認していること、〔4〕取引先の一部であるB及びHの審査を行い、売掛金の存在を確認していること、〔5〕平成18年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士1名が計90日間、平成19年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士5名が計132日間、平成20年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士2名が計119日間、平成21年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士5名ほか計207日間監査業務に従事し、充実した監査を行っていること等を確認している

それ以上に裏付け調査等を行うことまでは要求されていないというべきである。  
 そして、以上のような相違を設けることは、主幹事証券会社以外の元引受証券会社が、引受審査において、すべて主幹事証券会社と同様に発行会社に対する質問、ヒアリング等を実施することは、発行会社の負担という観点に照らし合理的ではないことから、首肯し得るものである。

(4) 本件粉飾を疑わせる事情について

(ア) 事情1（売上高の異常な増加）について  
 エフオーアイの決算書類における平成15年3月期以降の売上高は、前記前提となる事実のとおり大幅な増加を示しているところ、・・・同業他社の同時期の売上高と比較すると、エフオーアイの売上高のみが一貫して増加しており、特に、同業他社がすべて大幅な減少を示している平成21年3月期においても、エフオーアイは24.8%もの増加を示していたことが認められる。

このように、同業他社が売上高を減少させている中で、1社のみが突出して売上高を増加させているということは、それ自体から直ちに粉飾の疑いを生じさせるとまではいえないものの、その理由について合理的な説明がない場合には、粉飾の疑いを生じさせる事情になるものと考えられる。

(イ) 事情2（期末期付近における多額の売上計上）について

・・・エフオーアイにおいては、平成16年3月期から平成18年3月期にかけて、期末期付近に多額の売上げが集中して計上されており、特に平成18年3月期は、総売上高の約79%が同年3月次に集中し、約76%が同月31日に集中していたことが認められる。

このように、複数の取引先に対する売上げが特定の時期に集中することは、何らかの人為的な操作が行われているのではないかと疑いを生じさせる事情であって、粉飾の疑いを生じさせる事情になるものと考えられる。

(ウ) 事情3（売掛金残高の大幅な増加）、事情4（売上債権回転期間の大幅な増加）及び事情5（営業キャッシュフローの継続的な赤字）について

エフオーアイにおいては、一貫して売掛金残高が増加し、売上債権回転期間が長期化したほか、営業キャッシュフローが継続的に赤字であった・・・これらの現象は、売上高の急激な増加にもかかわらず売掛金の回収が進んでいないことを示すものであり、そのような事態が生じる理由についての合理的な説明がない場合には、売上げの実在性に疑問を生じさせることになるから、粉飾の疑いを生じさせる事情になるものと考えられる。

(エ) 事情6（生産能力の不足）について

エフオーアイにおいては、平成15年3月期以降、売上高が急激に増加していたのであるから、これに見合うだけの生産体制についての合理的な説明がない場合には、売上げの実在性について疑問を生じさせる事情になるものと考えられる。

イ 以上のとおり、エフオーアイの財務情報から明らかである事情1ないし5については、

ことが認められる。

(ウ) 以上によれば、被告みずほ証券においては、財務諸表に表示されたエフオーアイの財務情報については、会計監査人による適正かつ合理的な監査を経たものであり、一応これらが実態を反映した正確なものであると信頼することが許されるというべきであり、これと矛盾するような情報と接したり、本件粉飾を疑わせる事情に係る審査において当該信頼が揺らぐような事情が判明したりしない限り、当該財務情報が正確であることを前提に引受審査を行うことが許されると解するのが相当である。

イ 本件粉飾を疑わせる事情に係る審査について

・・・以下では、被告みずほ証券が、これら3回の引受審査を通じ、本件粉飾を疑わせる事情について、それらの事情が生ずる合理的な理由の存在について十分な審査を行ったと認められるかどうかを検討する。

(ア) 事情1 (売上高の異常な増加) について

a ・・・被告みずほ証券は、エフオーアイの売上高が平成15年3月期以降急激に増加していることについて、引受審査の初期の段階から、その実態を解明する必要があると考へ、エフオーアイに対する質問書の送付及びヒアリングを繰り返したほか、経済アナリストに対するヒアリング等を行ってその実態の把握及び原因の分析を行ったものと認められる。そして、その結果、エフオーアイの主力製品であるエッチング装置におけるプラズマ技術「Groovy-ICP」が、微細化及びウエハの大形化に対応できている点で他社製品より優れており、この点が半導体メーカーに高く評価されているためであるとのエフオーアイの説明が、客観的な販売状況や半導体業界の動向とも合致し、特に不自然、不合理な点はないと判断したものである。

また、平成20年9月のリーマンショックによっても、平成21年3月期の売上げが増加する見込みである理由として、エフオーアイは、半導体メーカーは、半導体不況の中にあって、旧製造ラインに対する投資を控える一方で、将来の競争力を維持するため、高集積半導体の新製造ラインへの設備投資はむしろ強化する傾向にあるためであるとの説明を行っていたが、被告みずほ証券は、証券アナリストに対するヒアリングや半導体メーカーの動向に係る新聞記事等の確認により、エフオーアイの上記説明の裏付けを得ている。

さらに、被告みずほ証券は、売上げの実在について、会計監査人に対するヒアリングにより、会計監査人が全取引先について残高確認を行っていることを確認した上、自らもB及びGに対する実査を行い、それぞれの会社の担当から、エフオーアイの装置を導入していることを前提とする説明を受けている。

以上のような被告みずほ証券が行った引受審査の内容及びこれにより把握した情報に照らせば、被告みずほ証券が、エフオーアイの売上高が同業他社に比して急激な増加を示していることについて合理的な説明がされていると評価し、これを粉飾を示す事情として把握しなかったことはやむを得ないものといえることができ、この点について相応な注意を意

15

b 原告らは、被告みずほ証券によるB及びGの実査において、工場に立ち入ってエフオーアイの装置が稼働していることを確認しなかったのは、取引先の調査として不十分であったと主張する。

しかしながら、・・・被告みずほ証券は、売上げの実在については会計監査人による厳格な監査により証明されていることを前提に、エフオーアイの装置に対する評価の聴取のため取引先の実査を行ったのであって、実際にエフオーアイの装置が設置されているかどうかの確認を目的としてこれを行ったものではないことが認められ、このことは、当時の被告みずほ証券の認識からすれば、やむを得ないことであつたといふべきである。また、証拠(乙11404)によれば、半導体製造工場においては、一般的に極めて厳格な機密管理が行われており、部外者が工場内に立ち入ることは不可能であることが認められるから、被告みずほ証券が工場への立入りを要請しなかったことは業界の慣例に照らし当然のことであると考へられ、また、上記のとおり、エフオーアイの装置が実在するかどうかの確認のための実査手続ではなかったことからすれば、取引先の担当者に写真撮影を依頼するなどして装置の実在を確認しなかったことも不当ということとはできない。

(イ) 事情2 (期末期付近における多額の売上計上) について

被告みずほ証券は、・・・引受審査の当初から、エフオーアイの売上げが期末に偏重する傾向にあり、特に、平成18年3月の月次売上げは平成18年3月期の総売上げの約79%に及んでいることを把握しており、その原因を解明するために、同社に対する質問及びヒアリングを行った。その結果、被告みずほ証券は、エフオーアイの主力装置であるエッチング装置の単価が3億から4億円と高額であること、取引先の数が少なく、当該企業の設備投資の動向により売上時期が大きな影響を受け得ること、海外企業にとつて、1月から3月は新年度であり、売上げがこの時期に集中することは自然なことであることを把握し、このような事情に照らせば、エフオーアイの売上げが期末(1月から3月)に集中することも不自然ではないと考へたものである。

このように、売上げの偏重には一定の合理的な説明が可能であつたことに加え、そもそも売上げの実在について会計監査人による監査を経ており、このことを被告みずほ証券も確認していたこと、平成19年3月度の売上げは同月期の総売上げの26.3%、平成20年3月次の売上げは同月期の13.2%にとどまっておき、期末における売上計上の偏重は徐々に解消する傾向にあったことを考慮すれば、被告みずほ証券が、エフオーアイにおける売上げの期末への集中について、粉飾を疑わせないとして把握しなかったことは、やむを得ないものといふべきである。

(ウ) 事情3 (売掛金残高の大幅な増加)、事情4 (売上債権回転期間の大幅な増加) 及び事情5 (営業キャッシュフローの継続的な赤字) について

a エフオーアイの決算書上、売上高に対する期末の売掛金残高が多額であり、売上債権回転期間が平成18年3月期は19.4か月、平成19年3月期は22.8か月と長期に及んでおり売掛金の回収が進んでいないことが明らかであつたこと、そして、このことが、

16

営業キャッシュフローの継続的な赤字を生み出していたこと、他方、〇等の同業他社においては、売上債権回転期間は数か月程度であり、エフオーアイとの間に大きな格差があったこと、被告みずほ証券もこれらの事情を把握し、売掛金の回収が遅れている実態の把握とその原因の解明を引受審査の重点課題としたことは、・・・認定のとおりである。

そして、被告みずほ証券は、エフオーアイに対する質問、役員に対するヒアリングにより、エフオーアイにおいて売掛金の回収が進んでいない原因として、〔1〕エフオーアイは、売上計上基準として、同業他社と同じく「設置完了基準」を採用しているところ、半導体製造装置業界においては、初号機販売の場合にメーカー側が求める歩留まり率を安定的に達成するため、プロセス・インテグレーションと呼ばれる長期間のプロセス調整作業が必要であること、〔2〕エフオーアイは、新規参入企業として各取引先に初号機を販売している段階であり、プロセス・インテグレーションが長期間に及ぶ上、新興勢力のため取引先に早期の検収を強く要求することはできないのが現実であることといった事情を把握し、他方、〔3〕〇等の同業他社は、その実績から不利な販売条件を呑まされることがない上、リピーター機の販売が中心であり、売上債権回転期間も短縮されること、〔4〕〇においても、初号機については検収に時間を要していることといった情報も把握したもので、これらの情報は、証券アナリストや会計監査人に対するヒアリングによっても裏付けられ、特に不自然、不合理な部分はなかったというのである。また、・・・プロセス・インテグレーションは、半導体デバイスの製造工程においては不可欠の作業であり、その期間も2年から3年を要するのが通常であると認められる。

これらの事情に、被告みずほ証券は、エフオーアイの会計監査人が、同社の売上げの実在及び売掛金の回収について厳格な監査を行っていることを確認したことも考え併せると、被告みずほ証券が、エフオーアイにおける売掛金の増大、売上債権回転期間の増加及び営業キャッシュフローの赤字の継続といった事情について、同社の事業の特性によるものと把握し、これを粉飾を疑わせる事情とは理解しなかったことをもって、相当な注意を怠ったと評価することはできない。

b 原告らは、エフオーアイは、1回目の上場申請の際、被告東証に対し、平成20年3月期以降はリビート機の比率が増えるため売上債権回転期間は減少する旨報告していたにもかかわらず、当該計画が全く実現できていなかったことから、売上債権の実在を疑うべきであったと主張する。

確かに、エフオーアイの売掛金の回収は、平成20年3月以降も進んでおらず、平成21年3月末時点においても、平成18年中の売上げに係る未回収の売掛金が多く残っている状況であったのであり、・・・、1年半から2年半程度と説明されていたプロセス・インテグレーションの期間を考慮しても、売掛金の滞留について十分に合理的な説明がされていたのかどうか疑問を持つ余地もあったというべきである。もともと、平成20年以降は、半導体市場が悪化して半導体メーカーの業績が悪化しつつあった時期であり、前記認定のとおり、エフオーアイの利益計画も半導体市場の状況に対応して修正され、平成21年3

月期における売上債権回転期間は約1.7年と予測されていたのであるから、実際には1.9年であった売上債権回転期間をもって利益計画が破綻していたことまではいうことはできない。そして、審査担当者は、売掛金が滞留している取引先についても、会計監査人による残高確認が行われていること、確認が行ったこと、審査担当者においても、売掛金の回収状況については十分に注意を払って分析していたこと、・・・等を考慮すると、エフオーアイにおける売上債権回転期間の長期化をもって、被告みずほ証券において直ちに売却債権の実在を疑うべきであったということまではできないから、原告らの主張は理由がない。

(エ) 事情6（生産能力の不足）について

・・・エフオーアイが公表していた販売台数は、平成19年3月期が26台（エッチング装置16台、アッシング装置10台）、平成20年3月期が34台（エッチング装置20台、アッシング装置14台）であった。

被告みずほ証券は、エフオーアイの生産体制に関し、同社の監査役が作成した報告書により、本社ビルのクリーンルームにおいてアッシング装置を月10台程度製造することが十分に可能であることを確認し、また、同社の役員に対するヒアリングにより、将来の受注増に備えて製造過程の一部外注化を進めており、平成19年3月期以降プロセスモジュールをパクロンから仕入れていること、平成20年には新たにSICとの取引も開始し、装置を構成する部品の外注化を進めていることを確認している。そして、本社工場の製造現場の実査を行い、70人から80人の従業員が稼働し、七、八台の装置が実際に製造中であることを確認し、製造現場の状況が現在の生産台数に照らし不自然ではないことを確認した。

以上によれば、エフオーアイにおいて売上げが大幅に増加しているにもかかわらず、設備投資の額が少額にとどまっていることについては、同社の販売数が平成20年3月期でも年間34台程度であり、しかも製造工程の相当部分の外注化が図られていたことからすれば、必ずしも不自然であるとはいえないかつたというべきであり、これを粉飾を疑わせる事情とは把握しなかった被告みずほ証券の審査が相当な注意を欠いていたと評価することはできない。

(オ) まとめ

以上によれば、被告みずほ証券は、本件粉飾を疑わせる事情について十分な審査を行い、いずれも合理的な説明が可能であることを確認したものであるというべきである。

ウ 匿名投書に対する対応について

(ア) 第1投書に対する対応について

・・・第1投書は、エフオーアイが1回目の上場申請をした後に被告みずほ証券に送付されたものであり、差出人は匿名であったものの、その内容は、粉飾の経緯や偽装の手段を具体的に指摘するほか、エフオーアイの役職者名、決算書上の売上高、取引先、被告みずほ証券の担当者名が実際と合致しているなど、これが事なる部外者によるいたずらなど

性があつたものと認められる。  
 以上によれば、全販売案件に係る帳票類の写しの突合作業を行うにとどめた被告みずほ証券の追加審査は、第1投書を受領したことを踏まえた審査としては不十分であつたといふべきである。

(ウ) 取引先への照会について  
 第1投書においては、取引先として、Bの担当者と示し合わせて虚偽の注文書を発行し、もつた旨が断定的に記載されるところに、DやJについても噂という形で同様の事実が暗示されたところ、仮にこれが真実であれば、被告みずほ証券や会計監査人が行ったBの実査や、会計監査人が行った残高確認の信頼性が根柢から覆るものである。そうすると、被告みずほ証券としては、少なくとも第1投書に記載されている取引先については、売上げの実在を確認するための追加の調査を行うべき義務があつたといふべきである。

この点、被告みずほ証券は、エフオーアイとの間で「情報及び助言提供業務に係る契約」を締結し、同契約に基づいて引受審査を行つていたところ、・・・同契約中には守秘義務に関する条項があり、被告みずほ証券が引受審査において入手したエフオーアイに関する情報を第三者に開示することは禁止されていたことが認められるから、被告みずほ証券において直接取引先に対し取引の有無を照会することは困難であつたと考えられる。しかしながら、例えば、会計監査人又は監査役に依頼するなどして照会を行う方法が全くなかったとは考えられないし、エフオーアイの役員に対し取引先に対する照会についての了解を求め、その対応を見るなどの方法も考えられたのであつて、上記守秘義務を理由に取引先に対する何らの調査も行わなかつた被告みずほ証券の対応は、不十分であつたといふべきである。

(エ) Lへのヒアリングについて

・・・被告みずほ証券は、エフオーアイの役員から、L〔第1投書の作成者と目された従業員〕に対するヒアリングを実施するためには、同社の承諾を得る必要があつたこと、Lが第1投書を送付したという情報も確実な根拠に基づくものとはいえないあつたことを考慮すると、被告みずほ証券がLに対するヒアリングを差し控えたことが、主幹事証券会社としての相応な注意を欠いた判断であつたとまではいいえない。

(オ) 第2投書に対する対応について

被告みずほ証券が、第2投書を受領した際、その内容が第1投書とほぼ同一であるといふことから、何らの追加の審査も行わなかつたことは、・・・認定のとおりである。しかしながら、前記のとおり、第1投書に対する追加の調査は、エフオーアイの役員と取引先が結託して粉飾を行っているとの指摘に対する調査としては不十分であつたところ、被告みずほ証券は、第2投書を受領したことにより、改めて売上げの実在性についての調査を行う機会があつたといふべきであるのに（特に、エフオーアイにおいて売掛金の回収が進まない傾向は平成21年に入つて一層顕著になつていたこと、被告自主規制法人によ

ではなく、エフオーアイの実情をよく知る内部者による通報であることが推認されるものとなつていた。

このように、事情をよく知る内部者が作成したことが推認される文書において、粉飾決算である事実が、その手口を含め具体的に指摘されていたのであるから、被告みずほ証券としては、当該文書が指弾するような手口による粉飾が実際に行われていたのではないかという懐疑心をもつて、粉飾の疑いを打ち消すだけの十分な引受審査を行うことが要請されていたといふべきである。特に、エフオーアイにおいては、売上げが急増しているにもかかわらず売掛金の回収が進んでいないという事情が存在したところ、第1投書が指弾するような粉飾はこのような事情と整合する面があることからすると、上記の要請は高度のものとなつていたといふべきである。

そして、第1投書は、エフオーアイにおいて、社長や役員が結託し、取引先とも通謀して粉飾を行つていた旨を指弾していたところ、仮にそのような粉飾が行われていたとすれば、発行会社に対する買回やヒアリングによる通常の審査では粉飾の事実を発見することが困難であることが明らかであり、会計監査人による残高確認の信頼性にも疑問が生じるのであるから、このような情報に接した被告みずほ証券としては、通常の審査とは異なる方法により、当該情報の真偽を確認すべき注意義務を負うに至つたといふべきである。

(イ) 被告みずほ証券が行つた追加審査について

被告みずほ証券が、第1投書を受けて、平成15年以降の全販売案件（42件）について、受注、製造から売上げ、代金回収に至る取引の全過程に係る帳票類及び預金通帳の突合作業を行つたことは、・・・認定のとおりである。

しかしながら、被告みずほ証券が行つた突合作業は、各帳票類の写しの提出を受けてその内容を照会したものに過ぎないところ、仮に第1投書が指弾するように役員らが結託して注文書や検収書類を偽造していたとすれば、架空の売上げと整合するように偽造された書類の写しの突合作業を行うだけでは、売上げの真偽を確認することは困難であつたことは明らかである。そうすると、被告みずほ証券としては、少なくとも、エフオーアイから注文書や検収書類等の原本、取引先からの入金を示す資料（預金通帳や外国被仕向送金計算書等）の原本等の提出を受け、これらが真正であることの確認を行うべき義務があつたといふべきであり、そのような確認作業の実施が困難であつたことをうかがわせるような事情は見当たらない。

そして、・・・エフオーアイの役員らは、物理物の注文書を手入して切り貼りしてコピーしたり、パソコンで様式を真似るなどして注文書を偽造していたところ、注文書の原本を確認すれば偽造であることが直ちに判明したか、あるいは、原本が存在しないことが明らかになつて粉飾を発見できた可能性があつたものと認められる。また、エフオーアイの役員らは、外国被仕向送金計算書等の原本又は電子データを書き換えて偽造していたため、外国被仕向送金計算書等の原本又はオリジナルデータを確認すれば、偽造が直ちに判明したか、原本又はオリジナルデータが存在しないことが明らかとなつて粉飾を発見できた可能

書の内容を正確なものとすべき一般的な注意義務を負うと解することはできない。金融法 21条が、元引受証券会社に対し、募集又は売却しによって株式を取得する者に対しては厳格な責任を負わせながら、同法22条が、募集又は売却しによらなから株式を取得した者に対する責任については、あえて元引受証券会社を責任を負う者から除外しているのも、同様の趣旨によるものと解される。

そうすると、元引受証券会社は、発行会社が提出しようとしている有価証券届出書に虚偽の記載があることを知っていたか、あるいは容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置し、発行会社において虚偽の記載がある有価証券届出書を提出することを許すなど、実質的に見て虚偽の記載がある有価証券届出書の提出に加担したと評価できるような場合に、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対して不法行為責任を負うと解するのが相当である。

以上の上場申請と見ると、被告みずほ証券は、前記説明のとおり、本件上場に関し、相当な注意を用いて厳正な引受審査を行ったとは認められないもの、前記認定に係る回被告が行った引受審査の内容に照らせば、本件有価証券届出書に虚偽の記載があることを容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置したものとまでは評価することはできなから、B類型原告らに対し不法行為責任を負うものではないというべきである。

[被告SBI証券（その他元引受証券会社）の責任について]

被告SBI証券は、エフオーアイと元引受契約を締結した元引受証券会社であるところ、いずれも本件規則の定める引受審査のための社内体制を整備していたものと認められ、また、本件有価証券届出書等の虚偽記載を知らなかったものである。

ところで、先に提示した主幹事証券会社と主幹事証券会社以外の元引受証券会社の引受審査における注意義務の相違からすれば、主幹事証券会社以外の元引受証券会社は、主幹事証券会社から送付される引受審査資料等を精査し、その内容に矛盾点や不合理な点あるいは引受けの可否を判断するのに不十分な点がなければ、その内容を信頼して引受けを行うことにより、相当な注意を用いたものと評価することができるといえるべきである。

この点、引受審査資料等（引受審査資料及び同時に被告SBI証券らに送付された有価証券届出書のドラフト）には、〔1〕エフオーアイのエッチング装置の技術的優位性及びアッシング装置の価格の優位性、〔2〕不況下においても先端ラインへの投資ニーズは衰えておらず、エフオーアイの技術的優位性により売上げの増加が見込めること、〔3〕初号機については売却の回収まで1年半から2年半を要すること、〔4〕今後の受注増に備え、外注化を進め生産体制の整備を図る予定であること、〔5〕取引先が少なく、しかも大部分が海外企業であるため、売上げが特定の時期に偏重する傾向があることが説明されていた・・・、また、・・・被告SBI証券らは、いずれも、エフオーアイが上場申請をした後に同社から元引受証券会社とされる旨の依頼を受け、上場承認の15日前までに被告みずほ証券らから

る預金通帳の原本の提示要請に抵抗した被告Y2の態度は、見方によっては不審な態度とみることも可能であったことからすれば、この段階で改めて売上げの実在性についての調査を行うことも十分に考えられたところである。）、何らの追加の審査を行わなかつたのであるから、この点においても主幹事証券会社としての注意を尽くしていたとは認め難い。

エ 結論

(ア) 金融法21条1項4号、17条の責任について

以上によれば、第1投書を受領したことを踏まえて行った被告みずほ証券の審査が十分なものであったとはいえず、仮に第1投書を踏まえた十分な審査を行っていたとしても、平成20年4月頃の時点でエフオーアイが粉飾決算を行っていることを発見できた可能性が少なからずあったというべきである。

その後、第1投書を受けてエフオーアイの上場申請はいったん取り下げられたものの、2回目の上場申請及び3回目の上場申請に係る引受審査は、いずれも1回目の上場申請に係る引受審査の結果を引き継いで行われたものであるから、十分な審査が行われたとは認められない1回目の上場申請に係る引受審査の瑕疵は、本件上場に係るその後の引受審査にも承継されたというべきである。そして、前記認定のとおり、被告みずほ証券は、本件上場に係る3回目の引受審査において、第1投書より生じた粉飾に対する疑いを払拭するに足る新たな審査を行うことなく、被告東証に対し推薦書提出した上、その後第2投書を受領し、再度エフオーアイの粉飾について注意深く審査をする機会があったにもかかわらず、第1投書と内容が同一であるという理由で、何らの追加の審査も行わなかつたものである。

以上によれば、被告みずほ証券は、本件上場に係る引受審査について、相当な注意を用いてこれを行ったといえることはできないのであって、本件有価証券届出書等の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらずこれを知らず知ることができなかつたものと認めることにはできないから、A類型原告らに対し、金融法21条1項4号及び17条の責任を負う（ただし、金融法17条の責任については、被告みずほ証券が本件目論見書を使用してエフオーアイ株式を販売した原告らに限る。）。

(イ) 不法行為責任について

B類型原告らは、被告みずほ証券は、厳正な引受審査義務を怠つたのであり、本件募集等によってエフオーアイ株式を取得した者のみならず、本件上場後に取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した者に対しても、不法行為責任を負うと主張する（なお、A類型原告らについては、上記のとおり金融法21条1項4号及び17条の責任が認められるので、不法行為責任について判断する必要はない）。

しかしながら、元引受証券会社は、有価証券届出書の提出義務を負う者又はその内容について何らかの保証を与える者ではなく、発行会社との間で元引受契約を締結するに際して行う引受審査の過程において、有価証券届出書の内容についても審査する立場にある者にすぎないから、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対し、有価証券届出

この点・・・、本件目論見書においては、エフオーアイの売上高の急増、売上債権回転期間の長期化、売上計上の特定時期への偏重、生産能力等の状況について、〔1〕エフオーアイのエッチング装置の技術的優位性及びアッシング装置の価格優位性、〔2〕不況下においても先端ラインへの投資ニーズは衰えておらず、エフオーアイの技術的優位性により売上げの増加が見込めること、〔3〕初号機については歩留まり向上のためのプロセス・インテグレーションにより検収まで長期間を要し、売掛金の回収まで1年半から2年半を要すること、〔4〕今後の受注増に備え、外注化を進めて生産体制の整備を図る予定であること、〔5〕取引先が少なく、しかも大部分が海外企業であるため、売上げが特定の時期に偏重する傾向があることが説明されていることが認められ、当該説明自体が不自然、不合理というものではないことは、先に説示したとおりである。

また、本件目論見書には、エフオーアイの会計監査人による平成20年3月期及び平成21年3月期の連結・単体財務諸表に関し、無限定適正意見を表明する金商法193条の2第1項に基づく監査報告書並びに平成22年3月期連結会計年度の第1、2四半期連結会計期間及び第1、2四半期連結累計期間の財務諸表に関し、無限定の結論を表明する金商法193条の2第1項に基づく四半期レビュー報告書の写しが添付されていた・・・。そうすると、本件目論見書は、目論見書の記載自体に不自然、不合理な部分があるとはいえず、エフオーアイの株式を販売した被告受託証券会社らについては、相当な注意を用いたとしても本件目論見書の財務情報の虚偽記載を知ることができなかつたものと認められるから、金商法17条ただし書により、同条の責任を負わないと解すべきである。また、以上で説示したところによれば、被告受託証券会社らについて、原告らに対する不法行為が成立するとは認められない。

[被告売出所有者ら及び被告三井物産グローバル投資の責任について]

(1) 金商法21条1項2号は、有価証券の売出所有者に対しても、有価証券届出書の虚偽記載について損害賠償責任を負わせているところ、有価証券届出書の作成に直接関与し、あるいは関与し得る立場にある発行会社の役員及び会計監査人や、引受審査を通じ有価証券届出書の内容の正確性についても審査する立場にある元引受証券会社と異なり、有価証券届出書の作成に関与したり、あるいはその内容を審査したりする立場にない売出所有者に対しても、発行会社の役員と同様の重い責任を負わせた趣旨は、有価証券の売出所有者の中には、支配株主等、発行会社の経営に深く関与し、有価証券届出書の作成に直接あるいは間接的に関与し得る立場にある者も含まれていることによるものであると考えられる。そうすると、売出所有者に係る金商法21条2項の免責事由における「相当な注意」の内容は、当該売出所有者の持株比率や発行会社の経営に対する関与の程度等に依り、自らから異なるというべきである。そして、持株比率が発行会社に対する支配を及ぼし得ない程度であり、現実にも発行会社の経営に関与していないかかった売出所有者は、有価証券届出書の作成に直接あるいは間接的に関与したとといった特段の事情がない限り、発行会社から

付された引受審査資料等を検討し、必要に応じて被告みずほ証券に対し補足の質問をするなどし(ただし、被告香川証券は質問を行っていない。)、より詳細な説明を受け、引受審査資料等の内容には不自然、不合理な点はないものと判断して、エフオーアイとの間で元引受契約を締結するに至ったものである。

以上契約を締結すると、引受審査資料等において、売上高の急増、売掛金残高の増加及びこれに伴う売上債権回転期間の長期化並びに生産能力については、エフオーアイの事業特性を踏まえた一応の説明はされていたというべきであり、これらの説明内容が同社の事業の客観的状況や半導体製造業界の動向にも合致していたことは・・・認定のとおりであるし、被告SBI証券のうち補足の質問をした被告らに対する被告みずほ証券の回答内容に、不自然、不合理な点があったことをうかがわせる証拠もない。そうすると、引受審査資料等に基づく引受審査を行うことが予定されているにすぎず、第1投書又は第2投書の存在も知らされていなかった被告SBI証券らとしては、エフオーアイが財務情報に関する会計監査を経たことも考慮すれば、相当な注意を用いたとしても財務情報が虚偽であることを知ることは困難であつたというべきである。

イ なお、原告らは、被告SBI証券らが第1投書及び第2投書を受領しておらず、また、その存在及び内容を知らされなかつたとしても、引受審査においては、被告みずほ証券に対し、内部者による告発等がされていないかどうかを確認すべき義務があつたと主張する。しかしながら、引受審査に当たり、そのような告発等の存在をうかがわせるような事情を認識していたのであればともかく、そのような事情もないのに、常に告発等の有無について調査すべき義務があるとはいえないから、原告らの主張は採用することができない。

ウ 以上によれば、被告SBI証券らは、引受審査に当たり、相当な注意を用いたとしても本件有価証券等の虚偽記載を知ることができなかつたものと認められるから、金商法21条1項4号、17条の責任を負わないというべきである。また、上記に説示したところによれば、被告SBI証券らについて、原告らに対する不法行為が成立するとは認められない。

[被告受託証券会社らの責任について]

被告受託証券会社らは、被告みずほ証券からエフオーアイ株式の販売委託を受け、本件目論見書を使用して、・・・エフオーアイ株式を販売した証券会社であり、・・・いずれも、本件目論見書に虚偽記載があることを知らなかつたものである。

元引受証券会社から株式の販売を受託した証券会社は、引受審査を行う立場にはなく、発行会社に対する直接の調査を行うことも予定されていないことからすれば、受託証券会社としては、目論見書を精査し、その内容に不自然、不合理な点がないかどうかを審査し、その結果、目論見書の内容自体に不自然、不合理な点がある場合には、それ以上の調査をすることなく、その内容を真実であると信頼して株式の販売を行うことが許されることと解すべきである。

期間を要する理由について、エフオーアイの事業特性を踏まえた一応の説明をしており、その内容が不自然、不合理であるとは認められない。また、期末期付近における多額の売上計上については、被告売出席有者らにおいてこれを認識し得たことを認めるに足りる証拠はなく、生産能力の点についても、エフオーアイの売上げが急増しているというだけで売上高に見合ふ生産能力を有していないことを疑うべきであるとはいえない。そうすると、被告売出席有者らがエフオーアイの経営情報にアクセスする契約上の権限を有していたとしても、これらの権限行使して同社の財務状況等について調査を行うべきであったということはできない。

また、原告らは、被告売出席有者らは、エフオーアイが1回目の上場申請を取り下げた理由を調査すべきであり、かかる調査を行っていれば、容易に第1投書の存在を認識することができたと主張する。

しかしながら、・・・エフオーアイは、被告売出席有者らに対し、1回目の上場申請に係る被告東証らの上場承認が延期になった事情について、第1投書の存在に全く触れることなく一応の合理的な説明を行っていることが認められ、被告売出席有者らにおいて、これ以上の上場申請取下げの理由について追加調査をすべきであったとはいえない。

(3) 以上によれば、被告売出席有者らは、相応な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかったもので認められるので、被告売出席有者ら及び被告三井物産グローバル投資は、金商法21条2号の責任及び不法行為責任を負わないと解すべきである。

[被告東証及び被告自主規制法人の責任について]

(1) 被告東証の責任について  
 金商法は、金融商品取引所について、自主規制業務を適切に行わなければならない旨を規定するとともに(84条)、自主規制法人に対し自主規制業務を委託することを認めているところ(85条)、その趣旨は、営利を目的とする株式会社組織である金融商品取引所において、独立性が確保された公正な自主規制業務を実施するため、別法人を設立して自主規制業務を担わせることを認める点にあるものと解される。そして、前記認定のとおり、被告東証は、被告自主規制法人に対し、東京証券取引所において行われる上場審査の全部を委託していたものである。

以上のような金商法の趣旨及び被告東証と被告自主規制法人との間の業務委託契約の内容に照らせば、被告自主規制法人は、被告東証の委託を受け、被告東証とは独立した立場において上場審査の全部を行っていたものと認められ、被告東証が行う上場審査の補助者として上場審査に関与していたものではない。したがって、仮に被告自主規制法人が行った上場審査の過程において過失があったとしても、そのことにより被告東証が不法行為責任を負うということはできない。・・・

(2) 被告自主規制法人の責任について

交付された資料や開示資料を通常の注意をもって検討したにもかかわらず有価証券届出書の記載に虚偽があることを認識することができなかった場合には、相当な注意を用いたにもかかわらず当該虚偽記載を知ることができなかったと認めて差し支えないというべきである。

(2) 以上の見地から、被告売出席有者らが相当な注意を用いたにもかかわらず有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかったといえるかどうかを検討する。

・・・被告売出席有者らは、平成16年7月から平成19年6月までの間にエフオーアイの株式を取得した機関投資家であるが、その持株比率は、株式取得時において5%以下、本件有価証券届出書提出時において3.72%以下であり、被告MVCにおいて一時期エフオーアイの取締役会にオブザーバーを派遣していたことがあるものの、いずれもエフオーアイに役員を派遣したことはなく、本件有価証券届出書の作成には一切関与していないかった。

また、被告売出席有者らは、いずれも、エフオーアイ株式の取得後は、計算書類、監査報告書、事業報告、月次試算表等を確認してその経営状態及び財務状態を定期的にモニタリングしていたほか、エフオーアイの役員からメール等により事業の状況や上場審査の進捗状況について適宜説明を受けていたところ、・・・その中で、エフオーアイの製品が最先端技術を導入した新設ライン向けの初号機が中心であり、景気の動向の影響を受けにくいことや、初号機については売掛金の回収まで約2年を要することから、売上債権回転期間が長くなっていることなどが説明されていたことが認められる。そして、各期の計算書類については、会計監査人による無限定額修正意見が付された監査報告書が提出されていた上、被告売出席有者らは、第1投書及び第2投書のいずれについても、その存在及び内容を認識していなかったものである。

これらの事情を総合すると、エフオーアイの財務情報の特色である売上高の急増や売上債権回転期間の長期化等については、エフオーアイにより、その事業特性を踏まえた合理的な説明が一応されていたというべきであり、被告売出席有者らが確認した財務諸表がすべて会計監査人による監査を経たものであったことも考慮すれば、被告売出席有者らにおいて、エフオーアイが粉飾を行っている可能性を具体的に認識することが可能であったとはいえない。そうすると、被告売出席有者らは、相当な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかったと認められる。

これに対し、原告らは、被告売出席有者らは、エフオーアイの財務情報における本件粉飾を疑わせる事情を認識し、あるいは容易に認識することができたにもかかわらず、エフオーアイの経営情報にアクセスし得る投資契約上の権限を適切に行使することなく、本件粉飾を疑わせる事情について特段の調査を行わなかったたのであるから、相当な注意を用いたとはいえないと主張する。

しかしながら、・・・エフオーアイは、被告売出席有者らに対し、同業他社が売上げを減少させている中で売上高の急増を実現することができると主張する理由や初号機の回収に長

ア 上場審査における注意義務と不法行為責任

金商法は、上場審査を含む金融商品取引所における自主規制業務について、市場における有価証券の売買等を公正にするとともに、投資者を保護するため、これを適切に行わなければならない旨を定めている(金商法84条)。そして、被告自主規制法人は、上記金商法の規定を受け、自主規制業務に関して業務規程を定めているところ、その26条1項において、被告自主規制法人が上場審査を行う旨定め、同条2項において、「当法人は、委託金融商品取引所の市場に新規上場等を申請した者に対し、前項の審査のために必要があると思われる帳簿、書類その他の物件の提示若しくは閲覧、資料の提出又は事実の説明及び当該説明の内容を記載した文書の作成等を求めるものとする。」と定めている(甲101)。

また、上場基準、上場審査における審査項目及び提出書類等については、被告東証が、有価証券上場規程及び同施行細則においてこれを定めている。

このような上場審査を含む自主規制業務を適切に行わなければならない義務は、直接的には、市場における公正な取引を表現し、ひいては投資者を保護するという金商法の立法目的を実現するため、金融商品取引所又は自主規制法人に課せられた公法上の義務であり、直ちに、個々の投資者に対する義務となるものではないと考えられる。

しかしながら、金商法が、金融商品取引所の開設を内閣総理大臣の免許を受けた者のみが行うことができるものとし(金商法80条)、免許を受けるためには、定款、業務規程等の規定が投資者を保護するために自主規制業務を適切に行うべきことを要求し(同法82条1項)、さらに、投資者を保護するために自主規制業務を適切に行うべきことを定めている(同法84条)こと、本来上場要件を満たさない会社の上場を許せば、広く一般の投資者に対し大きな損害を与える可能性があるところ、上場審査は、上場申請会社が公開市場において資金調達を行うのによろしい会社であるかどうかを審査し、一般の投資者が不測の損害を被ることを防止するための手続として位置付けられることに照らせば、被告自主規制法人が、上場審査に関して投資者に対し何らの注意義務も負わないと解するのは相当ではなく、被告自主規制法人においても、上場審査の趣旨及び目的に照らし、投資者に対し、上場要件を欠く株式会社のの上場を防止し、取引所市場の公正さを維持すべく一定の注意義務を負うと解するのが相当である。

イ 被告自主規制法人が上場審査において負う注意義務の内容

(ア) およそ、粉飾決算を行っている会社が上場適格性を欠くことは明らかであり、有価証券上場規程も、マザーズへの新規上場申請が行われた場合の上場審査に係る審査事項として、「企業内容、リスク情報等の開示の適切性」を掲げ(214条)、これを受けて作成された上場ガイドラインは、審査を行うについての観点として、「新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものについて、法令等に準じて作成されており、新規上場申請者及びその企業グループの財政状態・経営成績・資金周囲の状況に係る分析等の事項が、新規上場申請者及びその企業グループの業績・業態の状況を踏まえて、適切に記載されていると認められること」を挙げているところである。

27

これらの点からすれば、被告自主規制法人が行う上場審査にあつては、上場申請会社の財務諸表の正確性についても、審査の対象になっていたことは明らかである。

(イ) もつとも、金商法が、開示書類である有価証券届出書に記載する財務諸表について、公認会計士等による監査証明を義務付けていること(金商法193条の2第1項)、有価証券届出書の虚偽記載に對し、その作成・提出に関与する発行会社及びその役員のみならず、監査証明を受けた公認会計士等、元引受契約を締結した金融商品取引業者等、さらには売出し所所有者に対し、立証責任の転換された重い責任を課していること、他方、金融商品取引所については同様の規定は存在しないことに照らせば、上場申請会社の財務諸表の正確性については、第一次的には、当該開示書類の作成者及び作成に関与する専門家等が負う厳格な責任をもって担保するというのが法の趣旨であると考えられる。有価証券上場規程施行細則において、上場申請に際し主幹証券会社の推薦書の提出が必要とされているのも、同様の趣旨によるものと解される。

そうすると、被告自主規制法人が行う上場審査においては、財務諸表の内容について、これが公認会計士等の適正な監査を受けているものであり、また、主幹証券会社による引受審査を経ているものである場合には、財務諸表の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在しない限り、その内容が正確であることを前提として、上場申請会社が上場要件を満たすかどうかを審査することが予定されているものというべきである。

(ウ) 以上のように考えると、上場申請会社の提出する財務諸表に虚偽の記載がある場合における上場審査において、被告自主規制法人は、公認会計士等による適正な監査が行われていない可能性があり、又は当該財務諸表の内容自体について不自然、不合理な部分があるなど、当該財務諸表の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し、追加の審査を行うことなく漫然と上場を承認したと認められる場合に、投資者に対する不法行為責任を負うと解するのが相当である。

ウ 本件上場に関する被告自主規制法人の上場審査における注意義務違反の有無

(ア) 第1投書を受領するまでの上場審査について

エフオーアイにおいては、平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表については会計監査人(独立監査人)の無限定適正意見が表明された監査証明がされており、平成19年以前の財務諸表についても、会計監査人による無限定適正意見が表明された会社法上の監査がされていたのであるから、被告自主規制法人としては、財務諸表の内容自体に不自然、不合理な部分があり、又は会計監査が適正かつ合理的に行われていない可能性があるなど、財務諸表の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在しない限り、その内容が正確であることを前提に上場審査を行うことが許されていたというべきである。

そして、・・・エフオーアイの財務諸表に顕れた売掛金の滞留等に関する特徴的な傾向については、被告東証に提出された審査資料(「(1)の部」等)において一応の合理的な説明がされており、被告自主規制法人によるエフオーアイ及び被告みずほ証券に対するヒアリング等によってその裏付けもなされていたということができるから、エフオーアイの

28

財務諸表の内容がエフオーアイの会社に不自然、不合理な部分があったというところではできない。また、被告自主規制法人は、会計監査人に対するヒアリングにより、エフオーアイの会計監査人が、内部統制に依拠することなく、同社の売上債権の残高確認を行っていることを確認しているところ、その監査手法が適正かつ合理的ではないことを認識し得たことを示す証拠はない。

したがって、被告自主規制法人においては、第1投書及び第2投書を受領するまでは、エフオーアイの財務諸表の内容が正確であるものとして上場審査を行うことが許されていたというべきである。

(イ) 第1投書受領後の上場審査について

a 第1投書は、エフオーアイが1回目の上場申請を行った後である平成20年2月12日に被告東証に送付されたものであるが、その内容が、粉飾の経緯や偽装の手法を具体的に指摘するほか、エフオーアイの役職者名、決算書上の売上高、取引先、被告みずほ証券の担当者名が実際と合致しているなど、これが単なる部外者によるいたずらなどではなく、エフオーアイの実情をよく知る内部者による通報であることが推認される内容となっていたことは、前記のとおりである。

そうすると、第1投書は、会計監査人による監査の結果と矛盾し、ひいてはエフオーアイが提出した財務諸表の内容の正確性にも疑問を投げかけるものということができるから、被告自主規制法人としては、第1投書を踏まえ、財務諸表の内容の正確性を確認するために調査を行うべき義務を負うに至ったというべきである。

もっとも、被告自主規制法人が行う上場審査は、財務諸表の内容については、公認会計士等による監査及び主幹事証券会社による引受審査を経ていることを前提に、その内容が正確なものであることが原則であることは前記のとおりであるから、上記のような情報入手した被告自主規制法人としては、財務諸表の内容の正確性を確認するために、直ちに売上げに係る帳票等の原資料に当たって調査すべき義務を負うものではなく、まずは監査証明を行った会計監査人に対し、売上げの実在性についてどのような監査証拠を入手しているのかを確認するなどして、その監査手法の適正性、合理性を確認し、あるいは、エフオーアイの役員等や主幹事証券会社の担当者に対するヒアリングを行うなどして、財務諸表の内容の正確性に対する疑問が解消するかどうかを確認し、これらによってもなお疑問が解消しない場合に、必要に応じて各種帳票等の原資料の確認等の調査を行うか、あるいは、上場の承認を行わないといった対応を執るべき義務を負うのが相当である。

b そこで検討するに、・・・被告自主規制法人は、第1投書を受けて、エフオーアイに対し、直ちに上場承認の延期を連絡するとともに、第1投書の存在に触れることなく、平成15年3月期ないし平成20年3月期の〔1〕各月、日々の預金残高が確認できる資料、〔2〕製品販売完全案件の帳票類すべて、〔3〕取締役会議事録、〔4〕税務申告書一式、〔5〕事業報告書等を準備するように指示をしたこと、平成20年2月20日、被告自主規制法人の

担当者がエフオーアイの会社に赴き、上記〔1〕ないし〔5〕の資料等の提出を受けて審査し、その際、預金通帳については原本を確認した上、資料等の審査の後にエフオーアイの役員に対するヒアリングを行ったこと、これらの資料調査及びヒアリングにおいて、特に不自然な点を見出すことはできなかったこと、被告自主規制法人は、平成20年2月27日、エフオーアイの会計監査人と面談し、期末にはすべての取引先の残高確認書が揃い、残高確認が取れており、過去の監査において架空の売上計上を疑わせるような事項はなく、売上げに対応する原簿の動きにも問題がない旨の報告を受けたこと、これらの追加調査の結果、被告自主規制法人は、エフオーアイの売上げの実在性には問題がなく、第1投書の指摘する内容は真実ではないと判断したこと、以上の事実が認められる。

以上によれば、被告自主規制法人は、第1投書を受けて、改めて会計監査人から売上げの実在性についての監査手法について確認したほか、更にエフオーアイの会社において帳票類や預金通帳を提出させてその確認も行うなどして、売上げの実在性について綿密な調査を行ったというべきである。そうすると、被告自主規制法人において、財務諸表の内容の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し、漫然と追加の調査を行うことを怠ったものと評価することはできない。

c この点につき、原告らは、被告自主規制法人は、第1投書を受け、注文書、納品書、輸出許可通知書、外国被仕向送金計算書等の帳票の原本確認を行うべきであったのに、これを怠った旨主張する。

しかしながら、前記のとおり、被告自主規制法人は、会計監査人に対するヒアリングを行って売上げの実在性が証明されていることを確認した上、必要な範囲で全取引の帳票等に記載された入出金に齟齬がないかどうかを確認し、これらの結果を総合して財務諸表の内容の正確性に問題はない旨の判断を行っているのだから、更に上記帳票等の原本確認を行わなかったからといって、これをもって被告自主規制法人において行うべき調査を漫然と怠ったものということはできない。

d また、原告らは、被告自主規制法人が確認した預金通帳の原本には、明らかな偽造の痕跡があったにもかかわらず、預金通帳の確認を行った担当者がこれを看過したのは、調査がずさんであったことを示すものであり、十分な調査が行われたとはいえないと主張する。

確かに、・・・東京都民銀行の預金通帳には、平成19年3月8日のCからの振込入金金の記載が不自然にずれて印字されていること、同月16日のBからの入金の記載の上部に、本来であればあり得ない「B（女）」との印字が、4か所にわたって存在していることが認められ、・・・これらの記載は、エフオーアイの役員らにおいて預金通帳の原本を偽造した際に印字に失敗して生じた痕跡であることが認められる。

しかしながら、・・・預金通帳原本の調査を行った被告自主規制法人の担当者が、預金通帳の原本そのものが偽造されているとまでは考えず、主として、帳票類に記載がある出入金について、当該日付において実際に預金通帳に記載があるかどうかを確認することを主

眼に置いて調査を行ったため、当該入出金の印字又はその前後の印字に不自然な点があることを見逃したことが認められるところ、預金通帳の原本は、通常は偽造することの困難なものであって、第1投書の存在を踏まえたとしても、被告自主規制法人において、預金通帳の原本自体が偽造されていることを想定して審査を行うべきであったとはいえず、上記の程度の不自然な印字を見逃したとしても、これをもって被告自主規制法人が行うべき調査を漫然と怠つたものまでとはいえない。

e さらに、原告らは、被告自主規制法人は、第1投書を受け、少なくとも、具体的に指摘されたBに対する照会を行うべきであったと主張する。

しかしながら、・・・有価証券上場規程及び同施行規則並びにガイドラインにおいても、被告自主規制法人が行う上場審査において取引先等への照会や実査はもともと想定されていないことに加え、被告自主規制法人がエフオーアイの取引先に照会を行えば、エフオーアイが上場申請中であることが当該取引先に知られることになるほか、エフオーアイが粉飾の疑いをかけられているとの風評被害が発生する可能性もあることから、被告自主規制法人において、このような取引先への照会については軽重になることはやむを得ないことと考えられる。そうすると、被告自主規制法人において、取引先への照会を行うべき義務があったということはできない。

(ウ) 第2投書受領後の上場審査について

a ……第2投書は、被告東証が上場承認を行い、エフオーアイが関東財務局長に対し本件有価証券届出書を提出した後である平成21年10月27日に被告東証に送付されたものであり、その内容は、第1投書とおおむね同様であった。

そして、・・・被告自主規制法人は、第2投書を受領すると、会計監査を経ている平成21年3月までに計上されている売掛金については、その実在を会計監査人に対し再度確認することとし、同年4月以降の売掛金の回収状況については、エフオーアイの預金通帳の内容を確認するとともに、同年10月29日に会計監査人に対するヒアリングを行ったこと、預金通帳については、当初は原本の提出を求めたものの、被告みずほ証券からエフオーアイの役員が原本の提出に抵抗を示している旨伝えられ、写しの提出をもって代える取扱いをしたことが認められる。

また、・・・上記の会計監査人に対するヒアリングにおいて、会計監査人から、残高確認書の原本を提示の上、残高確認書は販売先から100%回収できていること、残高確認書は会計監査人が発送し、会計監査人に直接返送されるようになっていること、売上げについては発注書及び通関書類を確認しており、入金については預金通帳及び銀行からの海外入金記録で確認していること、銀行の残高確認は公認会計士が銀行に直接確認しており、偽造の機会はないこと、在庫についても年2回棚卸しを行い、資産残高との突合せを行っている上、運送会社保管の在庫がないことも確認していること等の報告を受けた。

以上によれば、被告自主規制法人は、第2投書を受けて更に追加調査を行い、その結果何ら不自然、不合理な点は見受けられなかったのであるから、被告自主規制法人において

行うべき調査を漫然と怠つたものと評価することはできない。

b 原告らは、被告自主規制法人が、第2投書を受けて行った預金通帳の追加調査を原本ではなく写しで行ったことは、エフオーアイの役員が原本の提出に抵抗を示すという自然な対応を執っていたことに照らすと、明らかに不適切であったと主張する。

確かに、事後的に見れば、預金通帳の原本の提出に抵抗を示すというエフオーアイの役員は、預金通帳に改ざんを加えている可能性をうかがわせる態度であったということができ、被告自主規制法人としては、飽くまで原本の確認を強く求める方が望ましかったとすることができる。しかしながら、3回にわたって行われた上場審査を通じ、エフオーアイの役員らの挙動に不審な点が全くなかったこと、繰り返し行われた会計監査人に対するヒアリングによっても、売上げの実在に疑問を抱かせるような事情は見当たらず、第2投書を受けて行われた会計監査人に対するヒアリングにおいても、会計監査が終了している平成21年3月期までのほか、同年4月以降の入金についても、会計監査人によって監査されていることが確認されたこと、被告自主規制法人自身も、第1投書に対する審査において、平成20年3月期までの預金通帳の原本を一度確認していたこと等に照らせば、第2投書を受領した段階における直近の入金の確認のための審査として預金通帳の写しの確認にとどめたことが、明らかに不適切であったとまではいえないから、原告らの主張は理由がない。

(エ) まとめ

以上に検討したところによれば、被告自主規制法人は、上場審査において、財務諸表の内容の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し、追加の審査を行うことなく漫然と上場を承認したものと認めることはできないから、同被告について、投資者に対して負っていた注意義務に違反する行為があったといふことはできない。したがって、原告らの被告自主規制法人に対する請求は理由がないといふべきである。

[原告らに生じた損害の有無及び範囲について]

(1) 株式価値に係る損害について

イ 原告らは、A類型原告ら及びB類型原告らのいずれについても、本件有価証券届出書の虚偽記載がなければエフオーアイ株式を取得することはなかったから、取得価格と処分価格（ただし、売却しなかった原告らについては0円とする。）との差額が損害であると主張する。

・・・原告らがエフオーアイ株式を取得した当時、本件有価証券届出書等において平成17年3月期から平成21年3月期までの売上高について虚偽記載があり、上記期間における真実の売上高は、記載額の約5.1%にすぎなかったところ、仮にエフオーアイが上場前に真実の売上高を公表していれば、マザーズ市場への上場適格性として販売実績等に裏付けられた高い成長可能性を重視していた被告東証において、エフオーアイの上場を承

認したとは考えられないし、上場後に公表した場合には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いとみることができる。また、本件募集等は、エフオーアイがマザーズ市場に新規上場予定であることを前提に行われたものであるから、仮に被告東証が上場を承認しない場合には行われなかったと認められる。そうすると、本件募集等に応じエフオーアイ株式を取得したA類型原告らにおいても、取引所市場においてエフオーアイ株式を取得したB類型原告らにおいても、本件有価証券届出書の虚偽記載がなければ、取引所市場の内外を問わず、エフオーアイ株式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った、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。

ウ 以上を前提に本件有価証券届出書等の虚偽記載と相当因果関係のある損害の額について検討する。

・・・平成21年当時、エフオーアイは、税金を滞納し、借入れをしていた金融機関からも返済を迫られる状況であり、株式公開を行う資金調達しなければ資金繰りが破綻することが確実であったものと認められる。そして、エフオーアイが、現に平成22年5月21日に破産手続開始の申立てを行い、その後破産手続が行われたことも考慮すれば、同社は、実際には本件募集等が行われた時点で既に事業を継続することが困難な状態であったと認められる。よって、本件有価証券届出書の虚偽記載がなければ、エフオーアイ株式会社、遅くとも本件募集等が行われた時点において既に市場価値のないものであつたといべきであるから、原告らが取得したエフオーアイ株式の市場価値の下落については、本件有価証券届出書の虚偽記載に起因しない下落分を顧念することはできず、すべて本件有価証券届出書の虚偽記載と相当因果関係を有するものと認めるのが相当である。

したがって、原告らのうちエフオーアイ株式を売却した者については取得価格と処分価格との差額分の損害が生じ、原告らのうちエフオーアイ株式を売却しなかつた者についてはその取得価格分の損害が生じたと認められる。

(2) その他の損害について

上記のとおり原告らは、本件有価証券届出書の虚偽記載がなければエフオーアイ株式を取得することがなかつたとみることができ、また、エフオーアイ株式はその取得時において既に価値のないものであつたと認められるのであるから、取得及び売却に際して支出した手数料についても、当該虚偽記載と相当因果関係を有する損害といふべきである。また、弁護士費用については、本件事案の性質、本件訴訟の経緯、難易度、一部弁済がされたのが訴訟の終結になつてからであることその他諸般の事情を考慮すれば、原告らに発生した株式価値に係る損害と手数料相当額の損害の合計額（配当等による控除前の金額）の10%相当額につき、本件と相当因果関係のある損害と認めるのが相当である。

2017年6月23日 J P X 金商法研究会  
報告者：小出篤（学習院大学）

会社法・金融商品取引法の最近の判例（2）エーフォアアイ事件判決

2. 検討

- <1. 本件判旨の構成>
  - ・虚偽記載の内容は、平成17年3月期から平成21年3月期までの売上高→「重要な事項」についての虚偽記載
    - \* コーポレートガバナンスの状況に関する記載については虚偽記載を認めない
  - ・役員には、21条1項1号の責任を認める
  - ・主幹事証券会社には、21条・17条に基づき、A類型原告に対する責任を認める（B類型原告への責任は否定）
  - ・主幹事証券会社以外の元引受証券会社に対する21条・17条・不法行為責任はいずれも否定
- ・受託証券会社の17条の責任は否定
- ・売出人の21条1項2号および不法行為責任は否定
- ・自主規制法人の不法行為責任は否定

- <2. 本件判決の意義>
  - 有価証券届出書における財務計算に関する部分の虚偽記載について・・・
  - ①主幹事証券会社に、発行市場での取得者に対する金商法21条1項4号・17条の責任を認めた（もともと21条・17条の先例自体少ない）→3.
  - ②元引受証券会社が、流通市場での取得者に対して不法行為責任を負いうることを一般論とし認めた（本件では責任を認めず）→4.
  - ③証券取引所の自主規制法人が、投資者に対して不法行為責任を負いうることを一般論として認めた（本件では責任を認めず）→5.

- <3. 元引受証券会社の発行市場での取得者（A類型原告）に対する責任について>
  - ・「財務計算部分」の虚偽記載について元引受証券会社が発行市場での取得者に対して損害賠償責任を負うのはどのような場合か？

【通説】

- ①21条1項4号
  - しかし、21条2項3号は、財務計算部分とそれ以外の部分とを分けて規定→前者については、虚偽記載を知らなかった場合に責任を免れ、後者の場合、虚偽記載を知らず、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った場合に責任を免れる
  - ←会計監査人による監査証明への信頼が基礎にある（立法当時からそのように説明）

⇒本件で問題となる財務諸表の虚偽記載については、それを知らなかったら（相当な注意を用いていなくても）責任を免れる？

⇒あえて調査しないほうが責任を免れることとなり不当との指摘

- ②17条（なお、この場合は、当該元引受証券会社以外から取得した者には責任を負わないことになり、不当との指摘）
  - 虚偽記載のある目録見書を使用した者の責任→（財務計算部分とそれ以外とを分けて）虚偽記載を知らず、かつ、相当な注意を用いた場合に責任を免れる
  - 主幹事証券会社は、目録見書を使用して投資者に取得させているので、事実上これによって財務計算部分の虚偽記載についても相当な注意を用いていなければ責任を負うことになるとして、投資者の保護を図る→21条1項4号を補充する役割？

【反対説】

- 21条2項3号の虚偽記載を知らなかったとは、監査結果を信頼したことを言い換えたものと解釈→監査結果への信頼が合理的でない場合は「知らなかった」とはいえないと考える
  - ⇒会計監査人と同等の数字そのものへの調査義務は負わないが、監査結果の信頼性に疑義を生じさせる事情 (red flag)があれば監査結果を信頼するのは合理的ではなく、それを調査する義務を負う

実質的にも元引受証券会社は発行者情報を（財務計算部分も含めて）入手しやすい立場にいる

\* 本件判決は、「財務計算部分」を193条の2第1項にかかる監査証明が行われ、「経理の状況」欄に記載された平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表に限定した？→それ以前の財務諸表などは「財務計算部分」ではないとのロジック？

本件判決は上記反対説に即ったもの？  
文言解釈として無理があるとの指摘？ 悪意は重過失と同視できる？

引受証券会社への重い責任は実質的に妥当か？

deep pocket⇒もともと不法行為責任を前提とする金商法上の責任の一義的な目的は被害者救済

過度に保守的な審査を行う⇒「財務諸表に対する引受審査ガイドライン」の議論

・主幹事証券会社以外の元引受証券会社について

本件判決のロジックに従う場合、主幹事証券会社とは「相当な注意」義務の程度が異なるという一般論をとることは実質的にも妥当→会計監査人による監査証明と、主幹事証券

- ・損害額について  
 本件の事例では、もし虚偽記載がなかったらエフオーアイは上場できず、いずれの投資者もエフオーアイ株式を取得できなかつたであろうことから、いわゆる取得自体損害を出発点としている。ただし、虚偽記載に起因しない市場価格下落分について検討していることは、最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁（損害額として、取得価格と処分価格（処分していない場合は口頭弁論終結時の評価額）の差額から、経済情勢・市場動向・会社の業績など虚偽記載に起因しない市場価格の下落分を控除すべきとする）にしたがったものと解される。  
 →もともと、本件では上場時にエフオーアイ株式はすでに価値がなかったといえるから、虚偽記載に起因しない市場価格の下落分はないと解した

会社による引受審査に対する「信頼」が認められる  
 しかし、「注意義務を果たしたとしても虚偽記載は発見できなかった」ために責任を負わないとするのは妥当か？本件では注意義務は果たしていたのでは？（あるいは善意であり、重過失もなかった）

<4. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B類型原告）に対する責任について>  
 ・22条は元引受証券会社を責任主体から外している→直接に関与する発行市場での取得者に対する21条の責任規定のみ適用される

・本件判旨の一般論  
 元引受証券会社は有価証券届出書の内容について保証する者ではなく、流通市場での取得者に対して、有価証券届出書の内容を正確なものとすべき一般的な注意義務を負うものではない→虚偽記載を知っていたか、あるいは容易に知り得たにもかかわらず漫然とこれを放置したような、実質的に見て虚偽記載のある有価証券提出に加担したと評価できるような場合にのみ不法行為責任を負いうる、とする

・「ゲートキーパー」としての機能に着目すれば、発行市場の取得者と流通市場の取得者とで区別して論ずべきか？ Cf後掲の自主規制法人については「投資者」への注意義務としてまとめ議論している

元引受証券会社の審査は事実上の要請であつた法的な義務ではない？  
 →しかし、それであれば不法行為責任の特則たる21条の根拠となる義務も想定できなくなる

元引受会社は自らと直接関係しない流通市場取得者に対しては義務を負わない？  
 →しかし、それであれば役員や会計監査人も同様ではないか？なぜ22条の責任が課せられているのか？

⇒21条の責任の根拠を、元引受証券会社の立場から生ずる「投資者」への責任といっている以上、同様に投資者たる流通市場の取得者に対する注意義務も同レベルで存在すると解するのが一貫しているのではないか？

<5. 自主規制法人の責任について>  
 ・公法上の根拠から、私法上の注意義務を導くことは、公法上の規制目的（投資者保護）が重なるのであれば、可能  
 ・元引受証券会社と結論が異なったことを正当化できるか？

<6. その他>  
 ・非常勤監査役に対する責任一役員における21条の「相当な注意」の水準は、職責等によって変わると考えるのが一般的。非常勤監査役に課せられた注意義務は重くないか？

## 別紙 2

### 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン

平成 24 年 5 月 9 日  
日 本 証 券 業 協 会

#### 1. はじめに

有価証券の募集または売出しについて元引受契約を締結した金融商品取引業者または登録金融機関（以下「元引受証券会社」という。）は、当該募集または売出しに係る有価証券届出書のうち、公認会計士または監査法人による監査証明を受けた財務計算に関する書類に係る部分（以下「財務諸表等」という。）に重要な事項の虚偽記載または重要な事項・事実の記載欠如がある場合、金融商品取引法第 21 条第 1 項第 4 号に基づく損害賠償責任を負う可能性があるほか、虚偽記載または記載欠如（以下「虚偽記載等」という。）のある目録見書等を使用して有価証券を取得させた者として、同法第 17 条に基づく損害賠償責任を負う可能性がある。元引受証券会社は、前者の責任については、虚偽記載等を知らないことを証明すれば責任を免れ得るものとされている（同法第 21 条第 2 項第 3 号）が、後者の責任については、元引受証券会社は「相当な注意」を用いたにもかかわらず虚偽記載等を知ることができなかったことを証明できなければ責任を免れることができないものとされている（同法第 17 条ただし書）。

このような金融商品取引法第 17 条の規律は、元引受証券会社に財務諸表等の虚偽記載等に関するゲートキーパーとしての機能を果たさせるために有益なものであると評価されている。もともと、同条に関して元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の意義はやや不明確な状況にあり、その結果として、元引受証券会社の引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な有価証券の募集または売出しが阻害されているの指摘もある。

本ガイドラインは、このような状況に鑑み、元引受証券会社が一般的に行っている引受審査における着眼点を整理することによって、元引受証券会社における引受審査に係る実務の合理化・効率化を図ろうとするものである。以下では、本ガイドラインが前提とする「相当な注意」の解釈と本ガイドラインの基本的な考え方を説明する。まず、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の内容については、元引受証券会社としていかなる注意を果たさうかということを考慮すべきであると考えられる。すなわち、金融商品取引法第 17 条は目録見書の使用者一般の損害賠償責任を定めるも

のであるが、元引受証券会社が有する発行会社または公認会計士もしくは監査法人へのアクセスを考慮すれば、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の内容は、元引受証券会社以外の目録見書使用者が果たすべき「相当な注意」の内容とは異なるものとなろう。他方で、元引受証券会社は発行会社の会計システムや財務報告に係る内部統制に立ち入ることのできない外部者の立場で引受審査を行うものであり、公認会計士または監査法人が行う監査と同様の行為が「相当な注意」として要求されるわけでもないと考えられる。

また、株式会社における取締役の善管注意義務をめぐる議論等にみられるのと同様に、元引受証券会社が「相当な注意」を果たすに当たっても、元引受証券会社が公認会計士または監査法人が行ったことを再度行うことを求められているとは考えられず、専門家としての公認会計士または監査法人による監査証明を信頼することについて、その適切性を疑わせしめるような事情がないかどうかを吟味することに主眼を置いて行うことが合理的かつ実効的と考えられる。

以上からは、元引受証券会社が公認会計士または監査法人による監査証明が付けられた財務諸表等について金融商品取引法第 17 条ただし書にいう「相当な注意」を果たすためには、監査証明が付けられていることを確認するのみでは不十分であり、まず当該監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事象の有無を確認しなければならぬものと考えられる。そして、何らかの疑わしい事象の存在を認めた場合には、さらなる引受審査を踏まえた上で、引受判断を行わなければならないものと考えられる。

本ガイドラインは、このような観点から、元引受証券会社が行う財務諸表等に対する引受審査に關し、従来の引受審査の実務や内外の虚偽記載等に関する事例を参考に、上記の疑わしい事象として留意すべき事項と疑わしい事象の発見のために確認・検討をすべき事項を整理するものである。

なお、実際の引受審査において、疑わしい事象の発見のために行われるべき確認・検討は、画一的に行うのではなく、発行会社の状況や公認会計士または監査法人による監査証明の手続の内容（財務諸表等の監査証明に関する内閣府令第 3 条参照）に応じた手続が採られることが必要であると考えられる。また、疑わしい事象を発見した際の対応についても、画一的に行うのではなく、発見された疑わしい事象の内容や取

1 江頭憲治郎「株式会社法（第 4 版）」（有斐閣、2011 年）438 頁注 2 参照。

り得る手段等に応じて、柔軟に行うことが必要であると考えられる。

## II. 引受審査における具体的な留意事項等

株券等及び社債券<sup>3</sup>の募集又は売出しの引受け（新規公開<sup>4</sup>に係る引受けを除く。）において、以下のとおり、元引受証券会社が行う財務諸表等に対する引受審査に関し、留意すべき事項、確認・検討すべき事項について、整理・例示する。

### 1. 疑わしい事象として留意すべき事項

元引受証券会社は、財務諸表等を利用する上で、以下のような疑わしい事象によって元引受証券会社として監査証明を信頼することができなくなる状況にないか留意する。

- a 貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、キャッシュ・フロー計算書の間の関係が合理的に説明できない。
- b 財務比率の水準、変化が合理的に説明できない。
- c 財務諸表等以外の開示である経営成績や財政状態に関する定性的な説明やその開示の適正性にかかる審査で得られた情報と、財務諸表等や財務比率との間に不整合がある。
- d 重要な取引や資産・負債の変動が財務諸表等に反映されていない。
- e 財務諸表等に取り込まれた企業グループの範囲、収益の認識、収益費用の期間帰属において、合理的な説明が困難な事象が発生している。
- f 財務諸表等に関して、公認会計士または監査法人から重要な指摘を受けている。
- g 税務当局から重要な指摘を受けている。
- h 不祥事に絡んだ公認会計士または監査法人が関与している。
- i 頻繁に公認会計士または監査法人が交代している。
- j 会社の規模、業種、内部統制の整備状況等に応じた監査手続が行われていない。

<sup>2</sup> 「有価証券の引受け等に関する規則」第2条第1号に規定する株券等という。

<sup>3</sup> 同規則同条第2号に規定する社債券という。

<sup>4</sup> 同規則同条第15号に規定する新規公開をいう。新規公開に係る引受審査に当たっては、当該新規公開企業の財務諸表等のチェック、開示実績が十分ではないことから、追加的に留意すべき事項及び手続・対応が必要となる。併せて、取引所への推薦人としての役割・責任を考慮した審査も必要となる。

### 2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項

上記1に掲げた疑わしい事象を発見するために、元引受証券会社が通常行うべき事項は以下のとおりである。

- ① キャッシュ・フロー分析、損益計算書分析を通じて、収益力の変動要因の確認をする中で、異常な変動や不合理な要因がないかを検討する。
- ② 貸借対照表分析を通じて、財務基盤の健全性を確認する中で、異常な変動や不合理な要因がないかを検討する。
- ③ 有価証券届出書あるいは発行登録書や発行登録追補書類の参照書類となる有価証券報告書等における「業績等の概要」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、「事業等のリスク」、「対処すべき課題」などで開示された定性的な情報が、財務諸表等で示されている経営成績及び財政状態を適切に示しているかを検討する。
- ④ 公認会計士または監査法人が適格性を疑われるような事件に関与していないか、公認会計士または監査法人の交代理由が合理的かを確認する。

### 3. 疑わしい事象を発見した際の対応

- (1) 元引受証券会社は、上記2に掲げた手続きや外部からの情報等により、上記1に掲げた疑わしい事象を発見した場合や疑わしい事象が生じている懸念がある場合は、以下のとおり追加情報を収集し、検討を深める。
  - i) 発行会社から関連する情報を入手して、上記2の①から③の検討を反復しながら、その原因を解明するよう検討する。
  - ii) 公認会計士または監査法人の監査上の重要な留意事項に当該疑わしい事象が含まれていないか、会社と公認会計士または監査法人との間で重要な協議が行われていないか確認し、さらに当該事項に関連した監査手続を確認する。
- (2) 元引受証券会社は、日本証券業協会「有価証券等の引受け等に関する規則」第12条に基づいた適切な引受審査を行った上で、同第3条に基づいて、その引受審査の内容を踏まえ、総合的な判断と責任のもとに引受判断を行わなければならない。

以 上

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例（3）—IHI 事件判決—

2017年7月28日（金）15:00～16:56

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授

【報 告】

会社法・金融商品取引法の最近の判例（3）—IHI 事件判決—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

飯 田 秀 総

目 次

- |   |  |
|---|--|
| I. はじめに                                     | 3. 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条  |
| II. 争点 1 虚偽記載の有無                            | 4. 公表日当日に Y 株式を取得した場合の<br>損害額算定                                  |
| 1. 当事者の主張                                   |  |
| 2. 判旨の検討                                    | VII. 争点 6 公表日の特定   |
| III. 争点 2 会社法 350 条による責任                    | 1. 判旨の概要   |
| IV. 争点 3 不法行為責任                             | 2. 検討（判旨賛成）  |
| V. 争点 4 X らによる Y 株式の取得等                     | VIII. 争点 7 他事情値下がり   |
| 1. 本件虚偽記載後の Y 株式の買い直し                       | 1. 業績予想の下方修正による値下がり  |
| 2. デリバティブ取引による Y 株式の取得                      | 2. 本件半期報告書提出後、本件有価証券<br>報告書提出時までに取得した Y 株式に<br>関する、同報告書に起因する値下がり |
| VI. 争点 5 金商法の規定に基づく損害賠<br>償請求               | IX. 争点 9 弁護士費用   |
| 1. 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠<br>償額算定         | 1. 判旨の概要   |
| 2. 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額<br>算定と民訴法 248 条 | 2. 検討（判旨賛成）  |
|   | 討論   |

○黒沼 そろそろ時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「会社法・金融商品取引法の最近の判例」の第 3 回として、東京大学の飯田先生に「IHI 事件判決」についてご報告をお願いしています。それでは、飯田先生、よろしくお願いします。

○飯田 本日は、東京地判平成 26 年 11 月 27 日（証券取引被害判例セレクト 49 巻 1 頁（LEX/DB255059951））、その控訴審の東京高判平成 29 年 2 月 23 日（平成 27 年（ネ）1789 号）について検討いたします。

お手元にレジюмеと参考資料があると思います

が、参考資料をまず御覧ください。

I. はじめに

事実の概要は、上場会社の被告 Y が虚偽記載をしたというものです。2 回行っています。1 回目が平成 18 年 12 月 15 日で半期報告書、2 回目が平成 19 年 6 月 27 日で有価証券報告書です。この 2 つにおいて虚偽記載があったということになっています。

本件における公表日（金融商品取引法（以下「金商法」という）21 条の 2 第 3 項）は、平成 19 年 9 月 28 日とされています。また、Y は、この間に株式の発行と社債の発行を行っています。ですか

ら、有価証券届出書などにも虚偽記載があったということになります。

本件では、発行市場において資金調達もっている点に特徴があります。そのため、原告は2つの類型に分かれています。A類型は流通市場で取得した者、B類型は発行市場で取得した者です。

判決では、発行市場における金商法18条の責任と、流通市場における金商法21条の2の責任がそれぞれ認められました。そのほか、原告は民法上の不法行為の請求もしていましたけれども、民法709条と会社法350条の請求については否定されています。

本件の意義は幾つかあるかと思いますが、発行市場と流通市場の両方で民事責任が問われた事例であるということ、原告の数が100名を超える集団的な訴訟であること、さらには、極めて多数の論点が議論されていることが本件の特徴かと思われます。

以下では、通常の判例評釈とは違いますが、争点ごとに判旨を紹介し、それについて検討するという形で進めていきたいと思います。

それでは、レジюмеを御覧ください。1ページに争点一覧を掲げていますが、全部で10個あります。

地裁と高裁で結論が分かれたのは、下線を引いた4つの論点です。そのほかについては、ほぼ同じです。

## II. 争点1 虚偽記載の有無

### 1. 当事者の主張

そもそも本件に虚偽記載があったかということがまず争点となっています。原告らは、被告が利益の過大計上をしたことが虚偽記載に当たると主張しています。

虚偽記載の原因を簡単に説明しますと、被告のエネルギー・プラント事業の長期大規模工事に関しまして、工事の総発生原価見通しが過小に見積もられ、それに伴いまして工事進捗率が上昇する——計算上そうなるということになりまして、それによって売上げが過大に計上されたというもの

です。

レジюмеに若干掲げていますが、工事進行基準を使う場合には、売上高の計算において総発生原価見通しという見積りの数字を使います。ですから、この見積りに際して不正があったというのが本件の事案ということになります。

具体的には、被告がコストダウンを見込んで原価見通しを計上しましたが、実際には、そのコストダウンの合理性や実現可能性がなかったということになりまして、結果的には見積りの内容が間違っていたと事実認定されています。ですから、売上高が過大に計上されていたということになります。

## 2. 判旨の検討

### (1) 判旨の概要 (虚偽の記載=裁量の逸脱)

#### ア. 判断基準

まず、虚偽の記載があったかどうかということについてですが、その判断基準に関しては、地裁も高裁もほぼ同じことを言っています。高裁では、当該決算時点で認識可能であった事実を前提として、企業会計準則の裁量を逸脱するものであったか否かによって決する、としています。つまり、裁量の逸脱の有無を審査するというわけです。

#### イ. 裁量の逸脱の有無の審査

そうすると、裁量の逸脱があったかどうかということが直ちに問題になります。判決では、状況証拠の積み重ね（社内調査、証券取引等監視委員会、課徴金納付など）によって、企業会計準則の裁量を逸脱するものだったと認定されています。

地裁では、その状況証拠の一つとして、例えば被告が金融庁長官による課徴金納付命令を受認して多額の課徴金の支払いをしたことが一つの理由とされています。

また、Yが過年度訂正、すなわち決算をさかのぼって訂正したことも理由の一つとされています。その理由ですけれども、平成19年当時の企業会計原則ないしその実務慣行として、一般に、会計上の見積りの変更の場合は過年度に遡及して修正を

行っていなかったこと、他方で、過年度訂正が行われるのは、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったか、これを誤用したことによる「誤謬」があった場合などに限られていたということを描いています。

したがって、結論として、虚偽の記載があったと認定されています。

## （2）検討（判旨賛成）

判旨賛成という立場からコメントをします。

地裁に対する先行評釈では、黒沼悦郎先生が、「状況証拠の重視は、立証活動に限界のある民事事件では、やむを得ない」とおっしゃっています（黒沼悦郎「本件地裁判批」（ジュリスト1503号（2017年）））。それから、松岡啓祐先生が「興味深い認定手法だ」とコメントをされています（松岡啓祐「本件地裁判批」（新・判例解説 Watch18 巻（2016年）95頁））。

高裁は若干違うことを言っています、状況証拠の積み重ねまでは同じなのですけれども、そこから虚偽記載があったと推認するということにとどめています。その推認を覆す事情の有無の審査として、本件では21件のコストの見積もりが問題になっているわけですが、それらの見積もりについて1件ずつ合理性を審査しています。

合理性があったかどうかを判断するときの基準としては、「個別工事に係る会計処理が企業会計準則の裁量を逸脱するものでないことが具体的な証拠資料に基づいて極めて明白であると認められるような特段の事情がない限り、……本件虚偽記載の推認を覆すには足りない」というものです。結論としては、コストダウンの具体的実現可能性等が高かったとは言えないとして、やはり虚偽の記載があったと認定されています。

そこで検討しますと、一般論として、見積もりは予測あるいは将来情報ということになりますから、その見積もりが間違っていたと将来の時点から見て結果論で評価すべきものではないと思います。むしろ、見積もりの当時の調査のあり方や事実認識といったものを前提に、それに基づく合理的な

根拠に基づく予想であったかどうかという観点から判断していくことが妥当であるように思います。ですから、合理的な根拠のないコストダウンの見積もりは、裁量の逸脱と言わざるを得ません。

問題は、合理的な根拠であったかどうかということをもどのように審査するかだと思います。本件では、状況証拠の積み重ねによって虚偽記載が推認されていますので、それを覆すような極めて明白な事情の有無が審査されています。本件では、まさにその状況証拠の積み重ねがありますから、この判旨に賛成したいと思います。

ただし、一般論としては、裁量の逸脱のないことが具体的な証拠資料に基づいて極めて明白であるという基準は厳し過ぎるようには思われます。なぜかといえば、費用の見通しは、コストダウンできるかという要素を含むわけですから、やや専門的な判断に委ねるべき側面もあるように思われるからです。したがって、本件の判断は、まさに本件限りのものでありまして、一般的な基準を示したわけではないと理解するのが穏当ではないかと考えます。

## （3）判旨の概要（重要性）

重要な事項に該当するかということにつきまして、判旨は、投資者の投資判断に影響を与えるかどうかということ、質と量の観点から判断しています。

## （4）検討（判旨賛成）

重要な事項の意義に関する学説及び裁判例はレジュメの4ページに記載のとおりですから省略させていただきます。判旨も基本的にこれらと同じものであり、これに賛成したいと思います。

ただし、量の評価に関して、本判決では、多額であったと述べるにとどまっているのですけれども、もう少し適切な表現をすれば、会社の規模に占める割合との関係でどのぐらいのものであったかということに言及したほうがより適切であったように思われます。

### Ⅲ. 争点2 会社法350条による責任

会社法350条による責任が請求されたのですが、否定されました。

その理由は、端的に言えば、過失を基礎づける事実が主張・立証されていないということです。もう少し言うと、内部統制構築義務違反、リスク管理体制の不十分さが主張されていたのですが、それは会社法上の会社に対する義務であって、第三者に対する義務ではないので、その違反をもって被告代表者の不法行為責任を基礎づけるものではないと言っています。

それについては疑問があります。確かに、会社に対する義務は投資者に対する義務ではないというのはそのとおりです。ただ、会社の代表者は、開示書類に虚偽記載をしないようにする注意義務を投資者に対しても負っていると考えられるわけです。その義務違反、過失の有無を判断する際にリスク管理体制構築義務を尽くしていたか、虚偽記載をしないようにするようリスクを管理する体制をつくっていたかが判断されるという位置づけになると思います。最判平成21年7月9日(判時2055号147頁)も、結論としては義務違反を否定していますが、それは会社に対する義務にすぎないというような形式論ではありません。ですから、この点に対して疑問があるということです。

それから、高裁は、さらに念のためにという形で述べているのですが、被告が主張する「あるべきシステム」というのは、必要最小限度のものであったと直ちに認めることはできないとして一蹴しています。ただ、このように言うのであれば、多少事実認定をして、どういう体制があったのかということを確認したほうがよかったのではないかと思います。先ほどの最判平成21年7月9日における原告の主張も、構築すべきリスク管理体制のあり方については極めて簡素なものだったわけですし、具体的に誰をどこに配置すべきかなどということまでは主張・立証をしていないわけですから、そういう観点から見ても疑問です。

### Ⅳ. 争点3 不法行為責任

争点3の不法行為責任については、これもまた結局、義務違反を基礎づける事実の主張・立証がないという話です。

その中で、参考資料の5ページのとおり、高裁は特徴的なことを言っていて、法人自体の不法行為が成立する場合というのは、言ってみれば人身への被害が発生する公害事例のような場合に限定されるという趣旨のことを指摘しています。このような議論は確かにあり得るところではあるのですが、少なくとも最近の民法学説、また黒沼先生の体系書などから見ても、法人自体の不法行為を否定するという議論はやや時計の針を逆戻ししたような議論ではないかという気がします。確かに、民法709条自体の責任を認めるのか、それとも会社法350条、あるいは民法715条の解釈として広げていくのかというような構成の違いはあるのですが、高裁のような形式論で法人自体の不法行為を否定するのは疑問です。

仮に民法709条の法人自体の不法行為を認めることになったとすれば、その場合の過失の内容については、結局、基本的に被告においてどのようなリスク管理体制がとられていたかが争点になると思います。

ですから、いずれにしましても、先ほど争点2のところでも述べたような意味で、会社法350条に関する審査はより慎重に行うべきであったのではないかということが、この判旨に対する疑問です。

### Ⅴ. 争点4 XらによるY株式の取得等

#### 1. 本件虚偽記載後のY株式の買い直し

##### (1) 判旨の概要

虚偽記載後のY株式の買い直しにおいては、本件の虚偽記載前からY株式を保有していた者が、虚偽記載後にY株式を買い直している場合に、金商法21条の2第1項の有価証券報告書等の書類の公衆縦覧期間中に「取得」した者に当たるかが問題となっています。特に、参考資料の6ページに書いている原告P9について、地裁と高裁で結

論が分かれています。

地裁は、P 9が金商法 21 条の 2 第 1 項の「取得」した者に当たると評価しています。

これに対して高裁は、原告 P 9 が平成 19 年 5 月 11 日に売り買いを同時に行ったという取引形態に照らして、利ざやを稼ぎつつ従前からの Y 株式の保有自体は継続していたものと見るのが相当である、すなわち本件虚偽記載前に取得していた 2 万株の保有を継続していたものと同視すべきで、虚偽記載前に取得した株主であるから、金商法 21 条の 2 第 1 項の要件を満たさないという結論をとっています。ですから、高裁では、P 9 については請求棄却とされています。

## （2）検討（地裁に賛成、高裁に反対）

地裁に賛成、高裁に反対という立場からコメントします。

金商法 21 条の 2 第 1 項の請求権者の要件の趣旨は、「市場に虚偽の情報が流れ、その影響を受けた市場価格の形成がなされ、そのように形成された市場価格により証券を取得した者が被害者である」と解されていると思います（三井秀範「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 年）155 頁））。

これを前提にしますと、虚偽記載後に取引をすれば、その取引の価格は、虚偽記載の影響を受けて形成された市場価格によるものと言えると思います。たとえ一日に売買を何度も繰り返す、あるいは同時に行っていることがあったとしても、観念的には、最後の購入についてはこの評価は変わらないように思います。

したがって、利ざやを稼ぎつつ保有を実質的に継続したと見るのが相当かを基準として判断している高裁判決に反対したいと思います。

ただし、従前保有していた 2 万株について、本件半期報告書提出後の平成 19 年 2 月 26 日における 507 円での 1 万株の売却、それから同年 5 月 11 日における 493 円での 1 万株の売却は、理論的に言えば、虚偽記載によって本来より高い価格で売却したという評価もできるように思います。する

と、被害者が虚偽記載という単一の不法行為によって損害を被ると同時に、同一の原因によって利益を受けていると評価する余地はあるように思われ、そうだとすると、損益相殺をしていく余地もあるように思われます。あるいは、この売却によって得た利益は、虚偽記載と相当因果関係のない損害という形で控除する余地もあるかもしれません。

理論的に言えば、このような処理をすれば、流通市場における不実開示の民事責任を認めることにまつわる、いわゆる利益移転問題のうち、長期保有の投資者から頻繁に取引を行う投資者への利益移転という問題を若干は軽減することも可能になります。

同じようなことは、原告 P 8 と P 10 にも当てはまると思われます。レジュメの 9 ページと 10 ページで「←利益」と書いたところが、同じように高値売却利益を観念できるように思われます。

しかしながら、本判決も含めまして、裁判例では、公表前の売却による利益を損益相殺するという主張を認めたことはないと思われます。確かに「取得」した株式についての損害賠償請求ですから、損益相殺の枠組みにのりにくいのかもかもしれません。しかしながら、同一の不法行為である虚偽記載によって市場価格のかさ上げが生じているのだとすれば、そこから生じる損害と利益には同質性があると考える余地もあると思われます。少なくとも、高裁のように金商法 21 条の 2 第 1 項の「取得」した者に該当しないという処理よりも、損益相殺ですとか、あるいは相当因果関係で処理したほうが適切ではないかと考えるところです。

## 2. デリバティブ取引による Y 株式の取得

### （1）事実の概要

レジュメにありますとおり、半期報告書の提出の後に、第三者である銀行が発行した、被告の株式に一定の事情が発生した場合には転換されるという他社株転換条項付ユーロ円建債券を取得した原告がいます。観測期間が平成 19 年 4 月 9 日から平成 20 年 4 月 17 日まで、ロックイン価格は 285

円で、この285円を下回る株価がついたときには、転換が行われることになっているものです。

この転換が生じるときの現物交付、被告株式の交付の計算方法は、この社債の券面額の5,035万円を権利行使価格である475円で割って株式の数を計算するという内容です。ここでいう権利行使価格は、平成19年4月9日当時の約定時の時価であるということになっています。レジュメの10ページには、その日の株価の動きを示してあります。

その後、平成19年9月28日の公表日を経て、同年10月1日に281円になりましたので、ノックイン価格を下回って、現物交付事由が発生しました。償還日の平成20年4月24日に、発行価格を行使価格で割った10万6,000株の被告株式を原告が取得した、最終的に引渡しを受けたという流れになっています。

争点は、公表前に、一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約し、公表後に現実の株式の交付を受けた者は、金商法21条の2第1項にいう「取得した者」に該当するかという問題です。

## (2) 判旨の概要

地裁は、これは取得した者に該当するとして、「虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき、虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして、当該有価証券を取得している」と言っています。

これに対して高裁は、取得した者に該当しないとしています。その理由は幾つか述べていますが、第1に、「公衆の縦覧に供されている間」は、半期報告書を提出した平成18年12月15日から、過年度決算短信の一部訂正についての公表がされた平成19年12月14日までであると言っています。高裁によれば、原告が株式を取得したのは償還日である平成20年4月24日ですから、「公衆の縦覧に供されている間」に当たらないのは明らかであると述べています。

それから、契約締結時点で見たらどうかということが問題になりますけれども、高裁は、その時

点ではY株式取得の効力が生じていないことを理由として否定しています。

## (3) 検討（地裁に賛成、高裁に反対）

地裁に賛成、高裁に反対という立場からコメントします。

先行評釈として、黒沼先生の評釈では、地裁の判決について、技巧的な解釈であるが実質的には妥当とされています（黒沼・前掲）。

本判決は、最終的に原告が現物の交付を受けた場合における金商法21条の2第1項の取得の意義について解釈するものと言えます。地裁は、契約締結時に取得と認めるものと言えますし、高裁は、引渡時に取得と認めるものと言えると思われます。

どのように考えるべきかということですが、金融商品取引所で取引する一般的な場合については、虚偽記載によって投資者が高過ぎる価格で購入させられたことが問題であるわけです。ですから、いつ引渡しを受けたか、いつ決済したかは問題視されていないように思われます。例えば公表日の前日に買い注文を出して、公表日の後に実際に決済されたからといって、金商法21条の2第1項の要件を満たさないとは考えられていないように思われます。ですから、こういう考え方を前提とするのであれば、高裁の考え方はそれと反するように思われます。

それから、本件社債について言いますと、条件に該当したときには、契約時点の平成19年4月9日時点での時価で購入することになっていますけれども、その時点での価格が高く歪められていることになっています。ですから、そのような意思表示をしてしまったことは、虚偽記載の影響を受けていると評価できると思われます。さらに、金融商品取引所外での取引であっても、虚偽記載の影響を受けたと評価できるように思われます。したがって、地裁のような考え方でいいのではないかとということです。

ただし、このロジックを貫いていきますと、現物交付を受けずに決済するような場合には、意思

表示が虚偽記載の影響を受けているので、金商法21条の2第1項に基づく請求ができるということになってしまうおそれもあると思います。ただ、これではさすがに請求権者の範囲が広くなり過ぎるように思われます。そこで、条文の「有価証券を取得した者」という文言からしますと、最終的にやはり有価証券の引渡ししないしは決済を受けることが必要だと考えるべきではないかと思われま

す。なお、高裁がこの取得についてやや限定的な解釈をとった理由として、想像ですが、民法709条などによる損害賠償請求は基本的に認めないという立場ですけれども、それにもかかわらず金商法21条の2第1項は例外的に認めているわけですから、例外というのはやはり例外らしく狭く解すべきだという考慮があったからこそ、「取得」の解釈も狭くするという考えもあったのかもしれませんが。このような立場も、政策論としては理由があり得るものだと思います。ところが、高裁はそのようなことは全く述べていませんから、これは憶測の域を超えません。

それから、高裁が述べた「公衆の縦覧に供されている間」の意義について、あまり実益はないのですけれども、若干コメントさせていただくと、高裁は、訂正内容につき適時開示をするときまで、と考えているようです。ところが、条文の文言だけを形式的に読むと、これは有価証券報告書の公衆縦覧期間の満了まで、もしくはその有価証券報告書の訂正報告書（金商法24条の2）が提出されるときまで、ということなのではないかという疑問もあります。ただ、これは高裁の論理からすると、いずれでも同じ結論ですから、あまり実益のある議論ではありません。

## VI. 争点5 金商法の規定に基づく損害賠償請求

### 1. 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定

#### （1）取得自体損害について

#### ア. 原告の主張

原告は、取得自体損害を主張しています。原告

は、一般に虚偽記載がなければその株式を取得することはなかったと推認されるという一般論のもとに、レジュメの12ページに記載している3つの事情を根拠に、取得自体損害を主張しています。

#### イ. 判旨の概要

これに対しては、地裁、高裁ともに否定しています。地裁は、本件の虚偽記載は上場廃止事由を隠蔽するといったものではない、高裁は、上場廃止を余儀なくされるような状況にあったとは言えない、ということの主たる根拠としています。

#### ウ. 検討（理由に疑問）

結論には賛成ですけれども、理由には疑問があるという立場でコメントします。

レジュメの13ページのとおり、先行する判例では、取得自体損害を肯定したものもあれば、否定したものもあるわけです。これは要するにケース・バイ・ケースだと思うのですけれども、一般論としては、被告の経営状態と原告の投資目的が主たる考慮要素になると思われます。本判決は、上場廃止に当たるかということに注目して、被告の経営状態に関する話ではありますので、その意味では妥当であるわけです。ただ、原告の主張している内容に必ずしも正面から全部答えているわけでもないように思われますから、そこにやや疑問があるということです。

なお、例えばある原告が、「純利益が赤字の会社には投資しない」といった投資戦略をとっていたことについて主張・立証していれば、取得自体損害を認める余地はあると思われます。もっとも、本件では、原告らはそのような個別事情は主張していないように思われます。その背景には、おそらく原告数が100名以上であったことが影響しているのではないかと思います。また、このような主張はどこまで立証可能かという、かなり立証困難なタイプの主張だと思いますから、そういう意味でやや無理筋な主張だと思います。さらに言えば、取得自体損害が仮に認められたとしても、判例の立場、特に西武鉄道事件を前提にすれば、

相当因果関係のある損害に限定されることになり  
ますから、これをあえて主張しても、あまり実益  
の得られない主張ということになると思いますの  
で、これを省略する訴訟戦略だったのではないか  
とも推測されるようです。

## (2) 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定 ア. 原告の主張

まずは、推定規定の話の前に、金商法 21 条の 2  
第 1 項に基づく損害額の主張もされています。原告  
は、仮に取得自体損害が認められないとしても、  
損害額の算定は、取得価額と処分価額の差額を基  
礎とすべきだという趣旨の主張をしています。これ  
は、実質的には高値取得損害のケースであって  
も、損害額は取得自体損害と同じように計算すべ  
きだという主張であるとも言えるように思われま  
す。

## イ. 判旨の概要

これに対して、地裁は否定しています。特徴的  
なこととして、想定株価の主張・立証もしなけれ  
ばいけないにもかかわらず、それをしていないと  
いうことを述べています。

高裁も結論は否定ですが、想定株価の主張・立  
証自体は不要であるけれども、虚偽記載と相当因  
果関係のある損害であることの主張・立証は必要  
であると述べています。そして、「取得価額－処  
分価額」の下落に対する虚偽記載等の影響の程度  
について個別具体的な立証がないから、この原告  
の主張は認めないという結論になっています。

## ウ. 検討（結論賛成）

結論賛成という立場です。

最判平成 24 年 3 月 13 日（民集 66 卷 5 号 1957  
頁）は、「21 条の 2 第 1 項にいう「損害」とは、  
一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求する  
ことができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因  
果関係のある損害を全て含むものと解される」と  
しています。これを前提に考えることにしますと、  
想定株価それ自体を主張・立証する必要はなく、

原告の主張する損害額が虚偽記載と相当因果関係  
があるかが主たる争点となる主要事実となるべき  
だということになると思われます。したがって、  
地裁の理由、つまり想定株価の主張・立証は必要  
だということについては、疑問があります。

また、原告は、「取得価額－処分価額」の全額  
が損害額だと主張していますがけれども、これにつ  
いては、虚偽記載との相当因果関係があるとは言  
えないことは明らかであるように思われます。な  
ぜならば、被告の株価は、市場全体の動向などの  
さまざまなほかの事情による変化があったはずだ  
からです。

したがって、相当因果関係の主張・立証責任も  
原告にあるという一般的な解釈によれば、原告は  
これを主張・立証していないので、結論としては、  
否定するという結論でよいと思われます。

なお、想定株価の主張・立証を仮にやってみま  
しょうということで、推計期間を虚偽記載前の 1  
年間として、TOPIX と被告の株価の変動率を回帰  
分析して推計しますと、レジュメの 14 ページの記  
載の方程式を組むことができます。これに当ては  
めて公表日の翌取引日からさかのぼって被告の株  
価を推計したのが、15 ページのグラフと表です。

起算点をさかのぼって 2 つとっています。1 つ  
は、①と書いてある本件の公表日の翌取引日です。  
グラフで言うと黒い太線になっているところでし  
て、これは平成 19 年 10 月 1 日です。もう一つの  
起算点としたのは、訂正報告書提出日の翌取引日  
の平成 19 年 12 月 28 日で、グラフ上は点線の想定  
株価②になっています。

表は、虚偽記載の後、公表日までの期間におい  
て、被告の株価の終値と推定した想定価格の 1 日  
ずつの差額を計算してまとめたものです。これを見  
ますと、取得時差額として仮にこういう計算が  
許されるのであれば、①を起算点とすると 75 円か  
ら 189 円、②を起算点とすると 84 円から 201 円の  
範囲にあることとなります。

ちなみに、金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定を  
使いますと、平均の 1 か月間の差額は 69.66 円で  
す。ですから、本件においては、推定規定だとや

や低めに算定されたのではないかと思われるところです。ただ、この推定モデルは相当単純なものですから、これでいいのかという問題はあるかもしれませんが、一方で、これが一番シンプルで、あまり恣意的でもないものといえるかとも思います。

## 2. 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定と民訴法 248 条

### （1）判旨の概要

地裁は、金商法 21 条の 2 第 2 項——現行法では第 3 項に相当します（以下、特に断りのない限り現行法の条項を記載）——の推定額は民訴法 248 条を上回る、裏を返せば、民訴法 248 条を適用するときには金商法 21 条の 2 第 2 項（現在の第 3 項）の推定額を超えないことが原則であると言っています。そして、原告らにおいて推定損害額を超える損害があったことを立証しない限り、これを超える額を民訴法 248 条の「相当な損害額」とは認定できないことを述べています。

高裁もほぼ同旨ですが、民訴法 248 条の適用に対してはより制限的な立場を示しているように思われます。

### （2）検討（判旨賛成）

金商法 21 条の 2 第 3 項の推定額は、原告の立証の困難を救済するものですから、民訴法 248 条と機能的に類似すると思われます。そこで、判旨のとおり、金商法 21 条の 2 第 3 項が出発点となり、民訴法 248 条、それから民法 709 条といった順番でよいように思われます。

例外としては、先ほど述べたような形でのマーケットモデルで想定価格を主張・立証してきた結果として、その額が推定額よりも高いというときに、マーケットモデルを使った想定価格をベースに損害額を認定することも認められてしかるべきだと思います。ですから、そういうときは民訴法 248 条を適用して、かつ金商法 21 条の 2 第 3 項の推定額よりも高い額が算定されることも認めてよいのではないかと思います。

先ほどの計算からすれば、本件はもしかしたらそういう場合であった可能性があると思います。ただし、本件ではそのような想定価格の主張・立証は一切されていませんから、これは判例評釈の域を超えるものということになるかとは思いますが。

## 3. 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条

これは、発行市場で取得した原告との関係で問題になっています。

### （1）判旨の概要

判旨は、まず、金商法 19 条 1 項において、発行価格（361 円）から処分価格を控除するという規定があり、そこからの控除項目として、金商法 19 条 2 項のいわゆる他事情値下がりというものを控除する規定があるのだということを述べた上で、他事情値下がりの認定に際して、民訴法 248 条を適用もしくは類推適用するということを認めています。

その理由は、他事情値下がりを損害額から控除する必要があること、それからその額の証明が極めて困難である場合があることは、金商法 19 条の場合も金商法 21 条の 2 の場合も同様だからだと言っています。

### （2）検討（判旨反対）

これについては、判旨反対です。

金商法 19 条は、いわゆる原状回復的損害賠償の規定であると一般的には解されてきたように思われます。この判決のように、他事情値下がりを柔軟に認定することになるのであれば、その評価を変える必要もあることになるかとは思いますが。

実はそのような流れは、もしかしたら西武鉄道事件で示された話の延長線上、すなわち流通市場の場合の取得自体損害についても他事情値下がりを控除するという判決（最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁）の延長線上にあるとも言えるかもしれません。

しかしながら、金商法 19 条と金商法 21 条の 2 では状況が異なると思います。前者は発行市場で

の責任、後者は流通市場での責任です。発行市場の問題においては、発行者は虚偽記載によって、本来行うべきでない取引により資金調達をしているということが最大の特徴であるわけです。したがって、金商法19条2項の控除の抗弁は、立法論的には疑問もしくは不当であって、解釈論としては、被告に通常の立証責任を課するのが妥当ではないかと考えます。

したがって、金商法19条2項についてまで民訴法248条による被告の立証の困難を救済するという必要はなく、判旨に反対したいと思います。

#### 4. 公表日当日にY株式を取得した場合の損害額算定

##### (1) 判旨の概要

公表日の当日に取得した場合、金商法の文言上あるいは解釈上、そのような者は金商法21条の2の規定に該当しないことになりそうです。公表日の前に取得した者と公表日の後に取得した者というような概念はあるとは思いますが、公表日当日の者が含まれるとは書いていないということで、地裁と高裁で問題になっています。

地裁では、金商法21条の2の適用もしくは類推適用は否定すると述べています。その上で、しかしながら民訴法248条を適用し、推定額(69.66円)をベースにしたものの7割を損害として認定しています。

これに対して高裁は、金商法21条の2の類推適用を肯定してしまっていて、したがって推定額による損害を認定しています。

##### (2) 検討(地裁に反対、高裁に賛成)

地裁に反対、高裁に賛成という立場です。

金商法21条の2というのは、明らかに「日」単位の規定です。ですが、実際の公表は「分・秒」単位、取引で言えば「ミリ秒」単位であるわけです。そうしますと、実際には、公表日に取得したという者は2つのタイプに分けることができます。すなわち、①公表前に取得した者と②公表後に取得した者です。

①実際は公表前に取得したという場合には、例えば公表日の前日に取得した者と利害状況は全く同じですから、これは類推適用を認めてよいと思いますので、高裁に賛成です。

## VII. 争点6 公表日の特定

### 1. 判旨の概要

被告は、平成19年9月28日の発表は、あくまで虚偽記載の可能性に言及したものであるとして、公表には当たらないと主張しています。しかし、地裁と高裁は、いずれも公表日はその日であるとしました。

被告による適時開示は2つありまして、1つが「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」、もう1つが「適時開示(業績予想)」です。結局、この2つの公表資料をあわせて読めば、最大で280億円の訂正の可能性があることがわかるというものでした。

これについて高裁は、「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」の評価として、本件各報告書(半期報告書と有価証券報告書)に虚偽記載があることを明示してはおらず、訂正額を具体的に明らかにしたとまでは言えない、と言っています。けれども、「適時開示(業績予想)」という公表資料もあわせて考慮すれば、「コストダウン施策の実現性の乏しいものが計上されていたことにより最大で280億円の過年度訂正がされる可能性が明らかにされ、取引所市場としては、一審被告について決算書上明らかではない業績悪化が始まっており、決算書類にも相当額の虚偽記載があるという事実を認識することが可能となった」と言って、公表と認めています。

被告は、これに対して、半期報告書の訂正については本件公表では全く触れられていないことも主張しました。

これを否定する理由として、高裁は、本件半期報告書は、平成19年3月期決算に向けた中間決算の報告という位置づけのものであり、年度末の決算が訂正されることになれば、それと連動して中間期決算も訂正される可能性が高いのだから、本

件公表は、半期報告書の虚偽記載の訂正も含んだ内容と解するのが相当である、とっています。

## 2. 検討（判旨賛成）

判旨賛成という立場からコメントをいたします。

公表の意義につきましては、最判平成24年3月13日の「有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない」「虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実について上記措置がとられれば足りる」という判示があります。

これに従って考えますと、まず第1に、平成19年9月28日の公表内容は、本件虚偽記載の原因との関係で見ても、基本的事実の同一性があると言えると思います。

それから、金額についても、具体的な金額が正しい数字である必要はないことなども考えますと、ここで公表されたのが約280億円で、実際の訂正額は約300億円ですけれども、ほぼ同じ数字でもあるということを考えれば、やはり基本的事実の同一性があると言えると思います。

それから、過年度訂正をすることは、判旨の理解によれば、誤謬があった場合に行われることであって、過去に虚偽記載があったことを示すものであるという評価になるのだろうと思われま

す。ですから、公表と言ってよいと思われま

また、私見としては、金商法21条の2の公表日は、原告にある程度自由に選択する余地を認めた上で、その推定額から相当因果関係のない額を被告が反証するのが、金商法21条の2の構造と適合的であると思われま

す。本件は特に、徐々に真実が公表されていった事案であると思われま

すから、平成19年9月28日を公表日とする損害額の推定を出発点にして、その反証を被告に促すことによ

いと思われま

す。また、私見としては、金商法21条の2の公表日は、原告にある程度自由に選択する余地を認めた上で、その推定額から相当因果関係のない額を被告が反証するのが、金商法21条の2の構造と適合的であると思われま

す。本件は特に、徐々に真実が公表されていった事案であると思われま

すから、平成19年9月28日を公表日とする損害額の推定を出発点にして、その反証を被告に促すことによ

いと思われま

す。また、私見としては、金商法21条の2の公表日は、原告にある程度自由に選択する余地を認めた上で、その推定額から相当因果関係のない額を被告が反証するのが、金商法21条の2の構造と適合的であると思われま

## VIII. 争点7 他事情値下がり

### 1. 業績予想の下方修正による値下がり

虚偽記載があったことと同時に、業績予想の下方修正による値下がりがあったということですから、先例で言えば、アーバンコーポレーション事件と同じ問題があります。

#### (1) 判旨の概要

業績予想の下方修正は、本件においては、虚偽記載と相当因果関係がなく、他事情値下がり

に当たるとされています。本件では、その原因が原価の見通しの誤りであることについては共通するわけですけれども、虚偽記載があったから業績予想の下方修正がされたわけではない、レジユメの19ページの記載の矢印のとおり

の因果関係であるという趣旨のことを述べていると思

下方修正の額が過年度訂正と下方修正の合計額に占める割合が約 64.6%であることや、業績予想の下方修正額から、過年度訂正が業績予想の下方修正に与える影響額 123 億円（修正前後の営業利益予想額の差分）を控除した額につき、全体額に占める割合が約 50.1%であることを見えています。第 2 に、本件公表直後の報道で、業績の見通しの予想を上回る悪化を反映した株価下落であるという報道がされていたということも指摘されています。そういったことを総合的に判断して、5割の控除がされています。

## （2）検討（他事情値下がりについて判旨賛成、5割控除について結論賛成）

他事情値下がりであるという評価については判旨賛成で、5割控除については結論賛成という立場です。

業績予想の下方修正について、虚偽記載と因果関係がないという評価については賛成です。

控除の割合についてですが、金商法 21 条の 2 第 5 項または民訴法 248 条の類推適用が判旨における条文上の根拠とされています。これは裁判所の裁量の範囲の問題ですから、厳密な議論は極めて困難です。ですので、判旨に特に異論はないという意味での結論賛成です。

ただ、判旨では、虚偽記載と他事情値下がりとされた業績予想の下方修正の金額割合を手がかりとして判断されていますけれども、この点については、疑問の余地はあると思います。

黒沼先生の先行評釈では、過年度決算の虚偽記載のみが公表されていたとしたら、Yの株価がどの程度下落していたかという観点から判断すべきだと批判されています。理論的には全くそのとおりだと思います。ただ、Yの株価がどの程度下落していたかという算定は極めて困難ですから、本判決の結論を是認してよいのではないかと思います。

つまり、確かに、虚偽記載の金額と業績予想の下方修正の金額の割合と比例して、市場価格が影響を受けるとする理論的な根拠はないと思います。

そもそも有価証券報告書の利益その他の金額と業績予想の金額は、過去の情報か将来の予測かという質の異なる情報であると思われます。ですから、比喩的に言えば、リンゴとスイカの価格を比較・評価するのに際して、重さを見ているようなたぐいの計算であって、あまり理論的な根拠はないのだと思われます。

ただ、これに代わる客観的に優れた方法が何かあるかということ、そうは言いにくいということがありますから、裁判所が判旨で述べた「相当な額」の認定としてある程度の数字の根拠をわざわざ示している以上、それをあえて否定する必要もないのではないかということです。

なお、論理的には、当該会社の虚偽記載のなかった時代の直近の数年間の財務諸表と株価の割合を計算し、いわゆるマルチプル法（類似会社比準法）を使って、売上額が幾ら減ったら株価にどのぐらいの影響を与えるか、といった計算をする余地はあるかとは思いますが、ただ、そもそもこれは裁判所の裁量の範囲ですから、そういう細かい数字を云々しなくていいというのがこの規定の趣旨だと思いますので、ここはあまり詰めても仕方のないところなのかもしれません。

## 2. 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時まで取得したY株式に関する、同報告書に起因する値下がり

半期報告書の提出後、有価証券報告書が提出されるまでの間に取得した原告に関して、有価証券報告書が公表されたことによる値下がり控除すべきかが問題になりました。

### （1）判旨の概要

地裁は、先ほどの5割控除した後の 34.83 円からさらに4割を控除するとして、最終的に 20.90 円が損害額だと言っています。理由は、有価証券報告書の虚偽記載は、半期報告書を信じて取得した人たちから見れば、事後の事情であって他事情値下がりであるというのが一つの理由です。次に、その割合については、半期報告書の虚偽記載の金

額が有価証券報告書のその32%~35%程度だったことから、4割に数字を丸めたということだと思います。

高裁は、34.83円の2割の控除にとどめています。理由として、虚偽記載の過大計上金額と株価下落額が単純な比例関係にあるとは認められないと言っています。そして、当時の金商法21条の2第5項（現在の第6項）と民訴法248条の類推適用によって、2割の控除としています。

（2）検討（控除することに賛成、割合は論評不能）

控除することに賛成、割合は論評不能という立場です。

地裁と高裁の共通点は、半期報告書提出後、有価証券報告書提出までに取得した投資者にとって、その後の事情である有価証券報告書の虚偽記載とその公表による値下がり了他事情値下がりであるとした点です。これは要するに、取得後に再度行われた虚偽記載によって株価が「かさ上げ」され、公表時にそのかさ上げ分が消滅したということですから、このかさ上げ分については、このタイプの原告は損害を被っていないと言えると思います。したがって、これについて控除することに賛成したいと思います。

これに対して、黒沼先生は、避けることのできなかった後続損害として賠償の範囲に含めるべきだと批判されています。しかしながら、他事情値下がりであるということは、業績予想の下方修正と同じ評価でいいと思いますから、判旨に賛成したいと思います。

## IX. 争点9 弁護士費用

### 1. 判旨の概要

地裁と高裁は、金商法21条の2第2項（現在の第3項。以下、本段落において同様）の推定規定に基づく損害額の別枠として弁護士費用を加算すべきかという問題について、これを加算しないという結論をとりました。金商法21条の2第1項の損害は、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を

全て含むところ、金商法21条の2の当時の第2項にいう損害も同じであり、弁護士費用を虚偽記載等と相当因果関係のある損害であるとする、金商法21条の2第2項の推定規定に弁護士費用も含まれていると論理的には評価できるから、さらなる加算はしないと述べています。

### 2. 検討（判旨賛成）

判旨賛成という立場です。

黒沼先生は、次のように批判されています。すなわち、推定損害額は、弁護士費用を含めた損害額を推計させる形式にはなっていないから、推定損害額とは別に、金商法21条の2第1項に含まれる「損害」として弁護士費用の請求ができなくてはおかしい、推定損害額を援用した場合に、それを援用しなかった場合に比べて、弁護士費用の請求について必ず不利になるという結論から見ても不当である、とおっしゃっています。

そこで検討してみますけれども、金商法21条の2第1項の損害として、例えば取得価格から想定価格を差し引いて、いわゆる取得時差額を主張・立証し、それが認められたということになれば、その取得時差額に加えて弁護士費用も請求できることになると思います。これは不法行為の一般的な議論だと思います。もちろん上限の話はありますけれども、上限額の話は差し当たり措くこととすれば、そういうことになると思います。

虚偽記載をすれば、投資者が損害を被り、その損害賠償請求に際して弁護士に委任し、弁護士費用が発生することは通常のことであって予見可能ですから、相当因果関係のある損害と言えます。金商法21条の2第1項に基づく損害賠償請求を認容した事件において、弁護士費用を認容損害額の1割として認めた裁判例もあります（東京地判平成29年3月28日金判1517号23頁）。

他方で、金商法21条の2第3項の推定規定を使う場合は、必ずしもそうとは言いきれないように思います。なぜかという、公表日前後1か月の平均額の差をとるということは、一言で言うと大ざっぱでして、取得時差額や金商法21条の2第1

項で認められる損害額と一致する保証はないからです。

論理的には3パターン考えられます。仮に金商法 21 条の2 第1項で認められるのが取得時差額だとすると——これは別にそれに限定する趣旨ではなくて、同条第1項に基づく損害賠償を主張・立証した場合と推定値とどちらがいいのかということとして、この点は捨象しますが——、①推定値>取得時差額、②推定値=取得時差額、③推定値<取得時差額のいずれもあり得るところです。同条第3項の推定値に弁護士費用を加算しますと、同条第1項に基づく請求と比べれば、①だと有利で、②と③ならば不利ということになると思います。推定規定を使うということは、①から③のいずれであるかを問わないわけですから、①のパターンがある以上、推定規定を使うと必ず不利になるとまでは言えないと思います。

推定規定の計算による損害賠償請求は、あくまでも政策的に認められた便宜的なものにすぎないわけですし、また、推定規定を使えば本来認められなかった可能性のある損害額の立証も認められるというタイプのものだと思います。ですから、そういうメリットもあることも考えますと、弁護士費用を推定規定と別枠で加算できなくてもやむを得ないように思います。もちろん、理論的には、もしかすると、株主代表訴訟のように弁護士に相当な報酬を支払うことを制度上担保することで提訴のインセンティブをきちんと与えることが金商法 21 条の2の趣旨にもかなうのだという立場もあるかもしれません。そうだとすれば、①の場合であっても、弁護士費用の加算を認めるべきだという主張もあり得るとは思います。ただ、私は金商法 21 条の2の損害賠償請求制度自体にやや懐疑的でありまして、訴えが増えればいいというものでもないと思いますから、そのようなインセンティブまで与える必要はないと思いますので、判旨に賛成ということです。

そのほか、遅延損害金とかもありますが、それは省略いたします。

以上です。

~~~~~

#### 【討 論】

○黒沼 飯田先生、どうもありがとうございます。大変詳細かつ明快に説明していただきました。

論点は多岐にわたりますけれども、順番にやっていくとなかなかご意見が出てこない可能性がありますので、特に論点は限らずご発言をお願いしたいと思います。

#### 【デリバティブ取引による取得と金商法 21 条の2】

○伊藤 レジュメの 10 ページ以下で論じられたデリバティブ取引によるY株式の取得に関して伺いたいことがあります。11 ページの飯田先生のご検討の中で、虚偽記載によって投資者は高過ぎる価格で購入させられたことが問題である、あるいは、本来より高い時価で購入するという意思表示をしてしまったことが虚偽記載の影響を受けている、とおっしゃいました。

このあたりにつき、私は飯田先生の結論には賛成なのですが、このように飯田先生が検討されている前提としては、他社株転換社債の場合、権利行使価格が約定時の時価とされていて、これが虚偽記載のせいで高過ぎたために結局もらえる株式が少なかったということが問題とされているのかなと思いました。

そうだとすると、例えば原告としては、そもそも他社株転換社債では、権利行使価格の設定に関して、市場価格を基準に約定していたということ立証する必要があるのではないかと、あるいは、そういったところを裁判所としてきちんと認定しなければいけないのではないかと思います。ところが、参考資料の7ページで引用されている裁判所の理由づけは簡単すぎるようにも思えます。単に平成 19 年 4 月 9 日時点で形成されていた被告株式の株価に基づいて前記約定をしていたことは明らかだというだけではなく、もう少しきちんと

した理由づけが必要だったのではないかと感じました。

それから、この場合の原告の損害の性質はどのようなのでしょうか。これは高値取得損害なのでしょう。あるいは取得自体損害だと言えるのでしょうか。虚偽記載がなかったとした場合に、他社株転換社債を購入していた原告についてどういう状況を想定するのかということが難しいのですが、裁判所がどう構成したのかということも含めて教えていただければと思います。

○飯田 第1点目については、おっしゃるとおりで、権利行使価格を決めるときに当時の時価を参考にしたという話で、その参照した時価が歪んでいたのだから、こういう議論になるのではないかとことです。理屈をもう少し詰めていけば、それでは、このときにこの時価と違う金額にしていたらどうだということも問題になると思いますけれども、そこは本件とは関係がないということで省かせていただきます。

おっしゃるとおり、権利行使価格の475円が約定時の時価だということが必ずしも明らかでないように思ったので、レジュメの10ページにあるような株価表をつけているわけですが、ある意味公知の事実でもあるかもしれないので、そこまで言わなくてもいいのかなということで、特にそこまで細かいことは報告しませんでした。

2点目についてですが、確かに損害の性質はよくわからないところです。買っているのは社債ですから、社債の価格が高過ぎたとか、社債の利率がどうだったとか、そういう評価との関係もあるので、これは極めて難問だと思います。ただ、それを一切捨象しますと、最終的に権利行使価格が高過ぎる形で現物交付がされたため、やはりもらった株の数が少な過ぎることになると思いますから、本来であれば得られたであろう株式の数と実際もらった株式の数が違うということで、事実上、普通に市場で買った投資者と同じように、高過ぎる形でつかまされたときに被った損害と同じだと評価してよいのではないかなと報告では考えました。

地裁は、そういうことについてはあまり議論していないように思います。高裁は、これをそもそも否定していますから、手がかりになる議論はありません、というのが私の回答です。

○伊藤 ありがとうございます。

○白井 同じくデリバティブ取引によるY株式の取得のところで、私もお聞きしたいことがあります。まず、飯田先生がご紹介くださっているレジュメの11ページにある金商法21条の2第1項の責任追及を認めるか否かという議論の後に、本判決は、損害額の推定について、デリバティブ取引の場合にも金商法21条の2第3項の規定の類推適用を認めているようですが、この点についての飯田先生のご評価をお聞かせいただければ幸いです。

あわせて、個人的な感想ではありますが、金商法21条の2第3項の類推適用を認めるべきか否かを判断するに当たっては、本件におけるノックイン価格の算定方法が影響するようにも思われます。仮に当時のIHIの株価の推移（時価やボラティリティなど）がノックイン価格の算定に何か影響を与えていたのだとすると——一般論としては与えていそうな気はするのですが——、虚偽記載はろばい売りなどを誘発するわけですから、虚偽記載の有無はノックインするかどうかという確率にも影響を与えるといえるのではないかと。そう考えていくと、デリバティブ取引の場合には、金商法21条の2第1項の責任追及を認めるとしても、果たして同条3項の推定規定による損害の推定になじむのだろうかという疑問が湧いてきます。この点についても、飯田先生のご見解をご教示いただければ幸いです。

○飯田 1点目については、高裁では請求棄却なので、地裁のほうですね。

○白井 地裁のほうです。

○飯田 おっしゃるとおり、ノックイン価格がどうだということを考えると、まったく自信はないわけですが、先ほど伊藤先生の質問に回答したような立場からすると、これは類推適用していいのではないかと、同じような計算でいいのではないかと

か、と考えられます。

問題は、やはりロックイン価格などにも影響はあるはずですから、そのあたりに関してどう考えるかということですが、まずロックイン価格についてどのようなやりとりがあったかということに関しては、正直、事実認定はあまりされていなかったように思います。ただ、おそらく市場価格をベースに、このぐらい下がったときには、というような形で決めたのだらうと推測されますから、そうだとすると、その時点での市場価格が高過ぎて歪んでいるということであれば、やはりロックイン価格も歪んでいたのだと思われまます。ただ、それが損害賠償の算定において影響があるのかというと、あまり影響はないのではないかなと思われまますので、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定のままでいいのではないかという立場ですが、あまり自信はありません。

○黒沼 今の点についてですけれども、白井先生のご質問というのは、虚偽記載が発覚するとボラティリティが高まるので、ロックインする確率も高くなる、その結果としてロックインしたのだというような場合には、特別に損害が上乘せされるのではないかと、そういうご趣旨ですかね。

○白井 おっしゃるとおりです。

○黒沼 それはそのとおりのような気もしますけれども。

○飯田 それについては、そうですね、社債購入価格が高過ぎたという話になるのですかね。

○加藤 私も伊藤先生と白井先生と同じ点について質問したいのですが、デリバティブ取引が組み込まれた他社株転換社債の転換によって株式を取得した投資者が金商法 21 条の 2 第 1 項の責任を追及できることに加えて、損害額の推定規定の適用も認めることが投資者の被った損害の性質に照らして妥当なのか、白井先生と同じような疑問を持っています。

投資者の被った損害の本質が他社株転換社債の価格づけが間違っていたということにあるのであれば、被告には、仮に虚偽記載がなかったら他社株転換社債の価格、つまりデリバティブ取引のポ

ジションの公正価値はこのぐらいだったという反証が許されてもよいように思います。しかし、損害額の推定規定の類推適用も認めてしまうと、結局許される反証というのは、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が生じたということだけなので、他社株転換社債に組み込まれたデリバティブ取引の公正価値の反証によって責任を限定することはできなくなるような気がします。このような理解で正しいのか、飯田先生のご意見を伺えればと思います。

○飯田 私としては、それについては、社債が高過ぎる価格だったという話は、本件とは基本的には関係がないと思いますけれども、その話をもし認めるのだとすると……社債を高過ぎる価格で買ったことを被告が反証すれば、損害額は減らせるということですか。

○加藤 虚偽記載によってデリバティブ取引の公正価値が異なるものとなってしまったということが、投資者が被った損害の本質であったような気がします。そうすると、結局、虚偽記載がなかった場合の正しい価格を算定できるのであれば、損害の額を算定できるのではないのでしょうか。本判決の事案から離れてしましますが、虚偽記載によって過大なオプション料を支払うことになってしまった投資者にとって、正しいオプション料と実際に支払った過大なオプション料の差額が損害になるのではないかという話です。

○飯田 おそらく、報告では、オプション取得時の判断が歪んでいるということをつまえていなかったと思います。もしそこをつまえるのであれば、これは金商法 21 条の 2 の枠組みにそもそもつてこないのではないかと思います。社債やデリバティブなどを購入する時点でたまたま原資産価格が間違っていたということで、株式の原資産の発行体に主張できるようなタイプの話ではないと思うので、そこを議論するのであれば、そもそも金商法 21 条の 2 の取得に当たらないという高裁のほうにむしろ理論的なのではないかという気がします。

私は、完全に結果論として、現物交付を受けた

ことをもって普通の株式を取得したのと同じと見るという、事後のところだけを見ているから、加藤先生とは見ているところがおそらく違うのではないかなと思いました。それ以上はあまりわからないというのが正直な答えです。

○北村 今の点ですけれども、私はむしろ高裁にやや好意的です。飯田先生がレジユメの12ページの一番上に書かれておられるように、本件で原告が取得した有価証券である社債の発行者は訴外銀行です。そして、ロックイン価格を下回った場合等の決済の方法として、Yの株式を取得するという仕組みの社債について、そもそも決済によって取得した株式の発行者に金商法21条の2の責任を追及してよいのでしょうか。この場合はたまたま決済によって取得したのが株式だったから金商法21条の2の責任追及が可能であるという考え方には少し疑問があります。つまり、原告はみずからの意思でIHI株式を買ったわけではないですね。先ほどオプションの話が出ていましたけれども、現物交付事由が発生する時点では原告には何も選択権がないわけですから、こういう場合に金商法21条の2を適用するのが妥当ではないと思えるのですが、いかがでしょうか。

次に、仮に本件のような事例で金商法21条の2第1項と第3項の請求ができるとした場合に、例えばこのようなデリバティブを複数並行して取引していて、一方では、公表日の前に観測期間が終わって虚偽記載によって得をし、他方で虚偽記載の公表によって損をしたとき、得をした部分と損をした部分とは損益相殺の対象になるのでしょうか。損をした方は株式を取得し、得をした方は金銭で決済している場合にもそのように考えていいのかというのが2つ目の質問です。

○飯田 1点目については、確かにデリバティブ取引にまでこのようなものを認めていいのかというのはおっしゃるとおりで、私もあまりこの立場に自信はありません。訴外銀行が発行した社債の参照先がIHI株式であったことはおそらくわかって買っているはずですから、最終的にIHI株式に転換される可能性があることはわかって投資し

たのではないかと思いますので、そこは必ずしも致命的ではないのではないかなというのが1点目の答えです。

2点目については、損益相殺の話ですけれども、私の先ほどの報告の立場からすれば、先生がおっしゃったようなケースでも損益相殺していいのではないかと考えますが、これはかなり自由な立場で言っていることですから、裁判所がそういうことまで認めるとはあまり思えないというところでもあります。

○松尾 同じところで、私は飯田先生のお考えに近いのですけれども、やはりこれは潜在的に株式を引き取らないといけなくなっていたのだから、株式を持っている人と同じでいいのではないかと考えています。もしロックインが虚偽記載の公表よりも前に起こっていたら、それは株式と同じように扱ってしかるべきだと思います。償還はまだですから社債のままですけれども、将来的に株式を引き取らざるを得なくなっている状態で、その間に虚偽記載について公表したという場合も同じように考えるべきだと思います。本件地裁判決の「継続して保有しているもの」という文言に関しては、公表の時点では株式を保有していないので、類推する必要はあるかと思うのですけれども。

ただ、本件は、ロックインが虚偽記載の公表後に起こったので、その意味では、虚偽記載の公表時にはまだ株式を引き取らざるを得ない状況にはなかったわけです。しかし、ロックインしたのがそもそも虚偽記載のせいといいますか、虚偽記載の公表があつてのことなので、そこについては、損害賠償の観点からは区別をしなくていいのかなと。

ということで、結論としては、原審のほうがよかつたのかなというふうに考えております。

○梅本 私はどちらがいいのかよくわかりませんが、本件の仕組債と類似するものとして、IHI株式を参照株式にしている、最終的に元本が毀損されるという種類の仕組債もあると思うのです。株価が一定額を割り込んだときに、本件のように株式の交付を受ける仕組債のほかに、単に元本が

毀損されるタイプの仕組債もあるということです。それで、投資家としては、やっていることは同じようなもので、参照株式である IHI 株式の将来的な値動きがどうか、あるいはボラティリティがどうかということを見ながら、類似の投資行動や投資判断をしているわけです。それにもかかわらず、一方では金商法上の損害賠償責任が認められて、他方では認められないというのが果たしていいのかなと思うと同時に、おっしゃるように、最終的に株式を引き受けるのであれば、それに限っては金商法 21 条の 2 を認めてもいいのではないかなという考え方もあるのかなと、ちょっとどちらつかずの感想を持っています。

○飯田 おっしゃるとおりで、実質的には、例えば現物をもらうかどうかはあまり意味がないとは思うのですけれども、ただ、理論的に考えていくと、デリバティブでも何であっても金商法 21 条の 2 を使えることとすれば青天井になってしまいますから、やはり現物を取得するという歯止めが一つのラインかなと考えています。論理的な根拠があるというよりは、実際的な考慮をもとに言っています。

あとは、金商法 21 条の 2 が使えなければ、民法 709 条などの請求も理論的にはあり得ますから、そこで線を引けばいいかなという趣旨の報告でございました。

○船津 一点、感想だけなのですが、飯田先生は、高裁について引渡しを重視されているような読み方をされているのですけれども、判旨の中では、引渡しというような言葉はないように見えたのです。ちょっと読み込みが足りないのかもしれませんが、むしろ所有権が移転しているかどうかということ、所有権から発生するリスクを虚偽記載の前後で分けるという発想なのかなと考えると、地裁は契約の段階でリスクを引き受けていると見たのに対して、高裁はまだ引き受けていないと見たということなのではないか、契約の性質の解釈を違えたただけなのではないかなと感じております。

飯田先生が最終的に現物の引渡しが必要だとお

っしゃっている趣旨も、結局のところ、リスクを最終的に引き受けたという確証が要るのだというご見解なのかなと感じました。

#### 【金商法 21 条の 2 第 3 項の損害の算定と民訴法 248 条】

○船津 レジュメの 15・16 ページあたりの、金商法 21 条の 2 第 3 項の損害の算定と民訴法 248 条のところですか。私は全く理解が足りておりませんで、虚偽記載の場合に有価証券を取得したときの損害が証明しづらいから軽減規定があるのだという説明がされるのですけれども、そもそも、どこまでのことを挙げれば証明されたと言えるのか、証明を要する損害の内容とはこの場合一体何なのかというのがいま一つわかっておりません。質問としては、レジュメの 16 ページの一番上のところですが、金商法 21 条の 2 第 3 項が前提で、それよりも金額の少ないものについては民訴法 248 条というような形で書かれていて、その例外として、マーケットモデルで想定価格を主張・立証して、と書かれているのですけれども、これは民訴法 248 条にのる話なのではないか、ということですか。これはもう証明されていると考えるのではないのでしょうか。民訴法 248 条の適用要件というか、どの段階から発動されるのかということが私はわかっておりませんので、ご教示いただければと思います。

○飯田 損害が発生したけれども、損害額の立証をどこまでやればいいのかということですか。要するに、虚偽記載があつて、市場価格等が歪んでいたということを言いさえすれば損害は発生していると言える、といったことですか。

○船津 端的に、レジュメの 16 ページの一番上の、マーケットモデルで想定価格を出しました、それに対して例えば幾らで買いましたというようなことを言えば、それで証明されたことになるのではないのかという疑問なのです。

○飯田 なるほど。それで証明と認めるのであればそれでいいのですが、問題は、マーケットモデルを使う場合、そのマーケットモデルがどこま

で信頼できると考えるかということとして、これでいいのだと思えば、裁判所は文字どおりの事実認定として損害額を算定したと言ってよいと思います。例えば慰謝料についてもそういう感じで、理論的な根拠があって決まるわけではないわけですから、それと同じだと思えば、十分に立証できたと言ってよいようにも思います。

ただ、このマーケットモデルというものは、織り込まれる変数や推計期間などのさまざまな要素によって変わりますから、この単純な方程式一本で完全に立証できたと言えるのかということ、私としては必ずしも自信がありませんが、大体このぐらいのこういうモデルならば信用できるから、厳密な意味での証明はないかもしれないけれども、民訴法 248 条を使って損害額として具体的な額を算定していいのではないかと考えているということです。

#### 【金商法 21 条の 2 第 3 項と弁護士費用】

○前田 レジュメの 21 ページの弁護士費用に関するところで、飯田先生は、弁護士費用を加算しないという判旨に賛成の立場でご報告をされました。確かに、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定額は、大ざっぱな、出発点になるだけの額にすぎないとは思うのですけれども、この規定を普通に読みますと、大ざっぱなりにも、あくまで高値取得で生じた損害に近い額を出そうとしている規定のように見えます。

そして、飯田先生は、エンフォースメントの面で判旨のような考え方で不都合はないとおっしゃったのですけれども、救済としてそれで十分なのか、つまり、高値取得で受けた損害と別に、現に別枠で弁護士費用分の損害を受けているときに、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定を受けつつ、プラス弁護士費用についての損害賠償請求ができると言って何が不都合なのかというように思うのです。飯田先生のお考えの根拠について、もう少しご説明いただければ幸いです。

○飯田 金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定にどこまで立法論的に合理性があるかという評価に

関して、私はかなり疑問を持ってしまっていて、端的に言って、マーケットモデルで計算したのを認めればいいにもかかわらず、それをせずに、金商法 21 条の 2 第 3 項で 1 か月間の平均の差額を計算しているわけですから、これはあまり使い勝手をよくする必要はないのではないかとというのが、そもそもその発想の出発点にあります。だから、むしろマーケットモデルを使った主張を金商法 21 条の 2 第 1 項のほうで認める方向でいけばいいのではないかと考えています。同条第 1 項を使えば、弁護士費用の請求もできるわけですから、それでいいのではないかとというのが、基本的な考えです。

条文の根拠については、確かにおっしゃるとおり、例えば損害の救済という観点から言うと不十分になることがあり得るということは、そのとおりだとは思いますが。ただ、それが本当に不十分なのかということ、レジュメの 22 ページのとおり、①・②・③の 3 パターンがあるわけですから、当然に不十分とは言えないのではないかと考えています。本件では不十分な可能性が高いので、あまり論旨が一貫していないかもしれませんが、それについては、原告も被告も何も言っていませんから、そこは考慮しないということです。

あと、金商法 21 条の 2 第 3 項については、条文の末尾において、こういったことにより生じた損害の額とすることができると規定してしまっていて、この解釈にもよると思いますけれども、これを損害の額とすることができるというのは、主張・立証責任の便宜を与えているという便宜規定だから、弁護士費用についてまで加算する必要はないのではないかと、やや政策的な解釈を私は前提にしているということだと思います。

○前田 ありがとうございます。

#### 【金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条】

○加藤 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条の関係について、レジュメの 16 ページでは、「19 条 2 項の減額の抗弁は立法論的に不当であり」として黒沼先生の教科書を引用された後、「解釈論としては、被告に通常の立証責任を課すべき」とされ

ていますけれども、「被告に通常の立証責任を課すべき」とはどのような意味なのかということを確認したいのですが。

○飯田 この点は、金商法 19 条 2 項の立証を普通にせよということで、立証が困難だからと民訴法 248 条を類推適用する必要はないのではないかという趣旨の記載です。

○加藤 つまり、金商法 19 条 2 項の事実について通常の立証責任を課すべきということですね。その点では、黒沼先生とはお考えが違うという理解でいいでしょうか。

○飯田 黒沼先生が金商法 19 条 2 項を完全に無視するお立場なのかはわかりませんが、同条 2 項の条文がある以上は、さすがに無視はできないと思います。無視はできないのだけれども、少なくとも民訴法 248 条を使って被告の抗弁を出しやすくするという必要はないのではないかということです。

○加藤 黒沼先生の教科書ではなくて、それ以前に黒沼先生が書かれた論文において、取得したときからの市場全体の株価の下落分などを金商法 19 条 2 項で安易に控除するのは適切ではないということが主張されていました。確かに、取得時以降の市場価格の下落分を安易に控除すべきではないというのは、私もそのとおりでと思います。しかし、例えば金商法 19 条 1 項の保有原告は時価と取得時の差額を同項で請求できるわけですけれども、一旦虚偽記載が発覚して株価が下落して、その後全く別の理由で株価が下落したような場合にも、飯田先生は、民訴法 248 条を利用して、後者の下落分、すなわち、虚偽記載の発覚後に生じた虚偽記載と無関係の下落分を控除することも認められるべきではないという立場でよろしいでしょうか。

○飯田 そういう理解です。これもややドグマティックな議論だという気もしなくはないのです。原状回復的損害賠償だということに縛られ過ぎているという気もいたします。

○加藤 飯田先生の解釈論だと、損害賠償請求をする場合には、処分しないほうが得になる、そ

ういう行動を投資家に惹起させるような気がするのですけれども、それはまあやむを得ないということでしょうか。

○飯田 やむを得ないということと、発行者が倒産してしまうかもしれない可能性を考えて処分してしまうと不利になるのではないかということが、私のこの考えに対する致命的な問題なのかもしれませんが、それは言っても、虚偽記載のある有価証券届出書で資金調達をしたことについて、一種の利益吐出し的な考え方をむしろ認めることのほうを重視しています。ですので、加藤先生のおっしゃる問題点があるのはそのとおりでありますが、そこはあまり重視していないというのが私の立場だと思います。

○黒沼 私は、解釈論として金商法 19 条 2 項を無視するという考えではないのです。立法論としては廃止すべきだと思いますけれども。

ただ、この金商法 19 条というものは、発行価額と処分価額の差額を出発点にしているので、発行後に株価が上がった場合には、もう損害はないとされるのです。実際には損害はあるのだけれども、原状回復的な考え方から言えば、元に戻すわけだから、一旦上がった以上、処分価額や現在価額が発行価額を上回っている以上は、それは損になってもやむを得ないという考え方をとっているわけですね。

そうすると、下落した場合には原状回復的なことを行うということと、その価格変動を投資家が負う筋がないというのがこの考え方ですから、下落分は引くべきではないということになるのです。そこだけ民訴法 248 条を使って柔軟に認めていこうとすると、やはりもともとの規定の仕方の趣旨を損なうことになるのではないかという考えを持っています。

#### 【損益相殺】

○松尾 レジュメの 9 ページと 10 ページのところのかさ上げされている値段で売ったときの利益を損益相殺で控除するかどうかという箇所ですけれども、まず、ここで控除すべきというか相殺

すべき利益というのは、売却益全額ではなくて、かさ上げされていた分ということになりますよね。

○飯田 はい、そうです。

○松尾 金商法 21 条の 2 第 1 項でマーケットモデル等を使って損害を立証するときだけではなくて、同条第 3 項で推定規定を使ったときも、この控除はできるとお考えですか。この場合は被告会社側が、マーケットモデル等を通じてこの時点でこれぐらいかさ上げされていたから、あなたはこれだけ余分に高く売れていますと、それを主張・立証させるということでもいいのですかね。

○飯田 そのように考えています。

○松尾 なるほど、わかりました。ありがとうございます。

#### 【不法行為責任】

○伊藤 レジュメの 6 ページあたりで検討されているところですけども、私も、地裁と高裁の判決を読んだときに、飯田先生と同じような疑問を持ちました。したがって、ご報告にあったような、会社の代表者は開示書類に虚偽記載をしないようにする注意義務を投資者に対して負っていると考えられるということについても、全く賛成です。そこで教えていただきたいのが、その根拠を飯田先生の場合どのように説明されるのかということなんです。

○飯田 虚偽記載をして投資家の判断を歪めるようなことをした場合の義務を、会社もしくは会社代表者は一般的に投資者に対して持っているという考えが根拠です。

○伊藤 飯田先生の場合、それをどう根拠づけるのかを聞きたいのです。

○飯田 例えば金商法上の義務を負っているからだとか、そういうことですか。

○伊藤 そういうことです。

○飯田 これは、危険な運転をしてはならないという義務を負っているのと同じで、金商法上の義務になっているし、それを超えて、金商法も含めて一般的に、会社が何か情報を発信しているときに虚偽記載を、しかも有価証券報告書というよ

うな厳格で、真実であることが極めて高く期待されているものについて虚偽記載をすることが不法行為に当たるという考えです。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【虚偽記載に該当するか】

○森田 虚偽記載といわれるのですが、本件の場合、大規模工事の問題で工事進行基準に基づく会計というようなことをするのですよね。それは見積もりをして予測を立ててやっていくから、外れるという可能性も一般的には多いようです。例えば監査役が見たときでも、本当にいいのかどうか、なかなか把握しにくいというような現実があると思うのですね。

それで、今回の事件では、虚偽記載であるとして会計基準を逸脱して、などと何か無理におっしゃっているのですけれども、現実的には非常に難しい将来予測判断が入っているということですね。発行開示のケースにおいて、詐取してやろうといいますが、うそをついて金を取ろうなどというような場合には、責任は絶対にありますよねということはよくわかるのですけれども、金商法 21 条の 2 のような場合、しかも本件のような場合は、工事進行基準による開示ということですから、実際はなかなか誰にも真実がわからないという状況なのですね。

ですから、そういうときにあえて虚偽であるということを決めつけてしまうというのは、どうなのでしょうね。例えば、途中でおかしいのではないかなと思って決算短信などで修正する必要がありますかね、という感じですよ。つまり、前の開示が虚偽だったかということ、それは今になったら虚偽と言えるふうになってきたということかもしれません。

ですので、本日のご報告では、虚偽だということについて、法改正によって金商法 21 条の 2 の無過失責任基準は一応とれたわけですから、一応どのような過失があったのかということについてもちょっと説明してもらえればよかったのと思いました。そこから先の問題ばかりをおっしゃっ

ているのですけれども、一番根本のところはちょっとよくわからないなという感じがしておりますが、報告者の方、どうでしょうか。

○飯田 予想であるというのはおっしゃるとおりでして、予想であれば何でもいいというわけにもいかないというところが、この事件の難しいところだと思います。

それで、結局どのような基準で考えるかといえ、判旨のような裁量の逸脱という話でいくしかないのではないかと思います、むしろ森田先生はどのようにお考えですか。

○森田 やはりアメリカでも、これが SEC 規則 10b-5 の事件でしたら、私もこの結論には賛成ですけれども、SEC 規則 10b-5 のサイエンターほどのものが認定できないのであれば、やはり虚偽記載とまで言うてはいけないのではないのでしょうか、と私は個人的には思っています。

○飯田 それは、アメリカ法流に言えば詐欺だからサイエンターが必要ということで、本件ではサイエンターがあったかどうかはかなり微妙な事件になると思います。日本法上は、この事件の当時は無過失責任とされていましたが、現在ではようやく過失責任に変わりましたが、立証責任を転換していますから、虚偽記載の問題に関しては、この判旨のようにならざるを得ないのかなと思います。

そうは言っても、レジユメの5ページに少し書きましたが、それこそアメリカ的な発想ですけれども、将来予測であるという注意文言を書いたら、つまり、投資家から見ても、その数字は予測に基づくものであるということがよくわかる形で書いていたら、これは重要性がないという形で責任を否定していくという事はあり得るのではないかと考えています。

○伊藤 今のところですけども、一方でレジユメの3ページでは、本件の場合、合理的な根拠のないコストダウンの見積もりがされていたから、裁量の逸脱なのだというふうに飯田先生はご報告されています。その事実を特に動かさずに、たとえば、それに加えて注意文言を記載していたとい

う事案を考えた場合に、それで重要性がないと考えることは、よいことなのでしょうか。合理的根拠がないようなコストダウンの見積もりをやっている以上は、注意文言を付していても、これは虚偽記載と言っているように思うのですが。

○飯田 そうは言っても、投資家から見て、この数字は必ずしも信用できないということが広く認識されていたのであれば、投資判断はあまり影響を受けていない、つまり、この記載がもともと評価の対象にすらならないような数字にすぎないのであれば、それは重要性はないということになるのではないかなと思います。おそらくそういう状態になるような注意文言があるのかというのは現実的な問題としてありまして、実際にはなかなか考えにくいとは思いますが。

○黒沼 アメリカの場合は、要因を特定した注意文言でないといけないということになっているので、一般的なものでは足りないと思います。ただ、伊藤先生がおっしゃるように、注意文言さえつけておけば重要性がなくなるということになると、建設会社の決算数値は全部そうなりますので、そこまでいくのはやはりどう考えてもおかしな話ですから、虚偽記載の有無というよりも、やはり過失の有無のほうで見ていくべき問題なのかなと思います。

○飯田 ただ、本件は無過失責任の事案なので、森田先生が提起されている問題からすると、過失で考えればいいというのは必ずしも答えにならないかなと思って、あえて重要性というところを出したわけです。だから、コストダウンとしてどういう見積もりをしているかといった事実なども明らかにしていなければいけないのかなという相場観を持ってレジユメに記載したということです。

○黒沼 ほかはいかがでしょうか。

それでは、まだ少し時間は余っていますけれども、十分に議論はできたと思いますので、これで本日の研究会を終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。

会社法・金融商品取引法の最近の判例(3)

— IHI 事件判決 —

JPX 金融商品取引法研究会  
2017年7月28日(金)15:00~17:00  
東京大学 飯田秀総

第1 はじめに

東京地判平成26年11月27日証券取引被害判例七レクト49巻1頁(LJEX/DB255059951)  
と東京高判平成29年2月23日(平成27年(ネ)1789号)(判例集未登載)

争点一覧 (下線は地裁と高裁の結論が分かれたもの)

- 争点1 虚偽記載の有無
- 争点2 会社法350条による責任
- 争点3 不法行為責任
- 争点4 XらによるY株式の取得等

- (1) 本件虚偽記載後のY株式の買い直し
- (2) デリバティブ取引によるY株式の取得
- 争点5 金商法の規定に基づく損害賠償請求
  - (1) 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定
  - (2) 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定と民訴法248条
  - (3) 金商法19条2項と民訴法248条
  - (4) 公表日当日にY株式を取得した場合の損害額算定

争点6 公表日の特定

- 争点7 他事情値下がり
  - (1) 本件公表日までの値下がり
  - (2) 市場要因又は業界要因による値下がりとの誤差
  - (3) 暫定的な開示による値下がり
  - (4) 公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差
  - (5) 業績予想の下方修正による値下がり
  - (6) 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時まで、に取得したY株式に関する、同報告書に起因する値下がり

— (7) 虚偽記載と認められなかった部分に対処する値下がり

争点8 損益相殺

争点9 弁護士費用

争点10 遅延損害金の起算点

第2 争点1 虚偽記載の有無

1 当事者の主張

Xの主張=利益の過大計上。

原因は、エネルギィ・フロンツ事業の長期大規模工事に關し、工事の総発生原価見通しが過小に見積もられ、これに伴う工事進捗率の上昇により売り上げが過大に計上されたなど。

\*長期の未完成請負工事の収益の認識(企業会計原則第三Bただし書=「長期の未完成請負工事等については、合理的に収益を見積もり、これを当期の損益計算に計上することができ。」)

工事完成基準(工事が完成し、その引渡しが完了した日に工事収益の認識を行う方法) or

工事進行基準(工事の完成、引渡しより前の時点において、決算期末に、工事進行程度を見積もり、適正な工事収益率によって合理的な収益を見積もって工事収益の認識を行う方法)

- ① 工事進捗度=当期製造原価実績累計÷総発生原価見通し
- ② 進行基準売上高=請負金額×工事進捗度-前期累計進行基準売上高
- ③ 進行基準売上原価=当期製造原価実績累計-前期製造原価実績累計
- ④ 進行基準売上総利益=進行基準売上高-進行基準売上原価

「総発生原価見通し」は工事総原価の見積もりのこと

Yの主張=虚偽の記載とは、真実に合致しない記載。一般に公正妥当な会計基準・慣行に照らして許容されないものであったことが必要。総発生原価見通しの判断は、経営専門家による専門的判断が必要で、相当程度の裁量が許容され、本件には合理的な裁量を逸脱するほどの不適正はなかった。

2 判旨の検討

(1) 判旨の概要(虚偽の記載=裁量の逸脱)

ア 判断基準

地裁も高裁も裁量の逸脱の有無を審査=Yの主張にのっている

イ 裁量の逸脱の有無の審査

状況証拠の積み重ね(社内調査、証券取引等監視委員会、顕微鏡金納付など)

Yが過年度訂正したこと

(4) 検討 (判旨賛成)

重要性の解釈論

- ・投資者保護の観点から規範的に評価される要件であり、投資者の合理的な投資判断に影響を与える事項<sup>4</sup>
- ・判断基準については、投資者一般にとつての抽象的・客観的な重要性で足りる。なぜならば、21条の2において投資者が立証責任を負う重要性の要件を厳格にしてしまうと、因果関係・損害額の立証責任を転換して発行者に負担させる21条の2の趣旨と抵触するおそれがあるから。

裁判例：

投資家の投資判断に重大な影響を与えるかどうか<sup>6</sup>  
質と量にのみ及言として判断するもの<sup>7</sup>

判旨賛成

ただし、量の評価に際しては、会社の規模に占める割合にも言及すべきではないかと、とても巨大な企業であれば、過大計上額が数百億円だとしても、投資者の判断に与える影響が微弱である可能性もある。

<sup>4</sup> 川村正幸編『金融商品取引法(第5版)』(中央経済社、2014) 235頁、  
<sup>5</sup> 山下友信＝神田秀樹『金融商品取引法概説』(有斐閣、2010) 179頁〔小出篤執筆〕。  
<sup>6</sup> 東京地判平成22年3月9日判時2083号86頁(株主、債権者及び投資家等の合理的な投資家、権利行使等の判断に影響を与える重要な事項、若しくは、株主、債権者及び投資家等がかかる判断をするに際して重要な事実について誤解を生じさせないために記載することを要する事項の記載をいう)、東京高判平成22年11月24日判例時報2103号24頁(投資家等が控訴人株式の購入に際し、投資判断をするための重要な情報)、東京地判平成20年6月13日判例時報2013号27頁(粉飾総額は、優に50億円を超え、その計上しなければ赤字になっていたのだから、投資者の投資判断に重大な影響を与えるものであって、上記約50億円が計上された売上高、経常利益等の事項が「重要な事項」に当たるとは明らかである。売上高、経常利益、当期利益等の額は、それ自体、企業の営業成績を表すものとして投資判断に重大な影響を与えるものというべきである。「重要な事項」かどうかは、個々の投資者の投資の動機などの主観的かつ具体的事情によつて左右されるのではなく、あくまで客観的に投資判断に重大な影響を与える事項かどうかによつて決すべきものである。) など。  
<sup>7</sup> 東京地判平成29年3月28日金融・商事判例15177号23頁(本件虚偽記載は、売上げ、経常利益、純利益という、企業の業績の根幹に関わる重要な事項について虚偽の記載をし、これによつて連結経常利益の5割以上、連結純利益の8割以上に相当する水増しがなされたものであり、当該企業の利益成長の判断に甚大な影響を与えるものである、有価証券報告書及び四半期報告書における重要な事項についての虚偽記載に当たるとする。)

↑  
平成19年当時の企業会計原則ないしその実務慣行として、一般に、会計上の見積りの変更の場合は過年度に遡及した修正は行われていなかったことは明らかであつて、他方において、会計上の取扱いとは別に、過年度に遡及した訂正が相応の根拠をもつて行われる場合としては、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかつたか、これを誤用したことによる「誤謬」があった場合等に限られていた。(地裁)

(2) 検討 (判旨賛成)

(黒沼) 状況証拠の重視は、立証活動に限界のある民事事件では、やむを得ない  
(松岡) 興味深い認定手法<sup>2</sup>

判旨(高裁)は、上記イを理由に虚偽記載があつたと「推認」した。さらに、その他に、21件の個別案件における見積りの合理性についても審査した。その基準は、「個別工事に係る会計処理が企業会計原則の裁量を逸脱するものでないことが具体的な証拠資料に基づいて極めて明白であると認められるような特段の事情がない限り、・・・本件虚偽記載の推認を覆すには足りない」というものである。判旨は、調査報告書等によつて事実認定を行い、コストダウンの具体的実現可能性が高かつたとはいえないなどとして、その見積りについての合理性を否定した。

見積り＝将来情報

×結果的に見積りが間違つていたというだけでは裁量を否定すべきでない

○見積りの当時の調査・事実認識を審査し、合理的根拠に基づき予想であれば虚偽記載等に該当しない<sup>3</sup>  
→合理的な根拠のないコストダウンの見積りは、裁量の逸脱といわざるをえないだろう

(3) 判旨の概要 (重要性)

判旨の判断基準：投資者の投資判断に影響を与えるかどうかを、質と量で判断

質＝連結損益計算書の連結営業利益や連結当期純利益の過大計上

量＝絶対額の多額さ

<sup>1</sup> 黒沼祐郎「本件地裁判例」ジュリスト1503号107頁、109頁(2017)。  
<sup>2</sup> 松岡啓祐「本件地裁判例」新・判例解説 Watch18 巻95頁、97頁(2016)。  
<sup>3</sup> 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法(第1巻)定義・情報開示』(きんざい、2011) 251頁注13(加藤真七執筆)。ただし、このような評価手法は、実質的には過去の判断であり、金商法18条の無過失責任の規定の解釈と整合的ではないという批判もある(下中和人『ソフト・インフレーションの開示の法的課題』(兵庫県立大学政策科学研究所、2012) 15頁)。

## 2 検討（理由に疑問）

松岡（2017）：少なくとも過失はあるといえるかもしれない

地裁の①：内部統制システムの問題が業績予想の下方修正の原因でもあることは、過失を否定する理由になるのか疑問

高裁の④：故意の不法行為の話だが、本件ではその主張されていないから無関係

地裁・高裁の③：疑問

たしかに、会社に対する義務#投資者に対する義務の一般論は妥当<sup>9</sup>しかし、会社の代表者は、開示書類に虚偽記載をしないようにする注意義務を投資者に対しても負っていると考えられる。その義務違反（過失）の有無を判断する際に、リスク管理体制構築義務を尽くしたか否かを位置づけることは可能と考えられる<sup>10</sup>。

最判平成21年7月9日判時2055号147頁（有価証券報告書の虚偽記載等について会社法350条に基づく請求がされ、請求棄却となった事実。）も、結論としてはリスク管理体制構築義務違反を否定したが、会社に対する義務にすぎないという理由ではない。

ただし、地裁の②、高裁の付言：原告が過失の具体的な事実の主張・立証に失敗したのであれば、当然の結論。

もっとも、控訴審でのXらの主張：改善報告書等に記載された「改善措置は、法的に要求されたリスク管理体制構築・運用義務を果たすための最小限度の措置であり、これさえ行っていないかつ当時のYのリスク管理体制に不備があった」。

Xらの主張は、上記最判平成21年7月9日の枠組みでいえば、＜通常想定される不正行為を防止しうる程度の管理体制がなかった＞ことを主張するものと整理できる。

これに対して、高裁は、その措置が、「当時のYにおいて採るべき必要最小限度のものであったと直ちに認めることはできない」として否定した。

<sup>9</sup> 赤永真生「判批」ジュリスト1385号60頁、61頁（2009）（会社に対する義務である内部統制システム構築義務違反が、民法709条との関係で、第三者に対する過失に当たるとは直ちには評価できない）

<sup>10</sup> 松井秀征「判批」私法判例リマーカーズ41号89頁（2010）、飯田秀純＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方——判例分析の第一歩』（有斐閣、2017）299頁（飯田執筆）参照。

なお、もしも工事進行基準は将来に関する情報の見積もりに基づくものであることについて正確・具体的に注意文言を記載していたら（本件ではそのような記載はなかったようである。）、重要性が否定されるのかについては、今後の課題である。

## 第3 争点2 会社法350条による責任

### 1 判旨の概要

<地裁：否定>

- ①リスク管理体制の不十分さ →虚偽記載+業績予想の下方修正 ⇒虚偽記載の過失を構成するか明らかでない
- ②構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容について、主張立証ない
- ③リスク管理体制の構築は会社法上の会社に対する義務であって、第三者に対する義務ではない

<高裁：否定>

- ④会社の代表者が虚偽記載を認識している場合ならば不法行為成立する
- +
  - ③と同旨（「会社の代表者が会社に対して負う上記義務については、特段の事情がない限り、会社以外の第三者に対して負うものではない。…、金商法等において特別の規定が置かれている場合は格別、そうでない場合にまで上記金商法の趣旨から直ちに代表者の第三者に対する具体的な注意義務として上記義務が生じ、代表者個人によるその義務の懈怠が第三者に対する不法行為を構成するとまで解することはできず、他に上記特段の事情を認めるに足る証拠はない。」）
  - +
    - 念のための付言（リスク管理体制構築義務違反の判断および②と同旨）：「企業においていかなるリスク管理体制を構築すべきかについては、全ての企業に一律の内容での体制構築が義務づけられているものではなく、当該企業の事業内容、規模、経営状態その他の状況に応じて、取締役がその裁量に基づいて判断すべきものであるところ、本件において、…、本件虚偽記載当時のYの状況からして、どのような措置を実際に採用していれば本件虚偽記載が防止できたのかについてはなお明らかではない。さらに、Y代表者が、当時のYの組織体系及びYを取り巻く状況下でどのようなリスク管理体制を構築すべきであったか、そのどの部分に代表者としての注意義務違反があったのかについては、Xらにおいて具体的に特定して主張立証すべきところ、そうした主張立証がされているとはいえない。」

<sup>8</sup> 下中和人『ソフト・インフォメーションの開示の法的課題』（兵庫県立大学政策科学研究所、2012）85頁参照。

本判決は、これらと異なる

たしかに、法人自体の不法行為の議論は、人身に対する侵害を念頭にされることが少なくなかった。しかし、それ以外にも、報道機関等の名誉毀損の場合などでも認められており<sup>15</sup>、「他人の生命身体等の重要な法益が侵害」される場合に限定する必要はない。

民法学説上も法人自体の不法行為の成立を認める見解が多い<sup>16</sup>。最近では、組織編成の不備に着目した間接的な加害行為を法人の過失としてとらえる方向性の議論が有力である<sup>17</sup>。

黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016) 222頁：「虚偽記載について発行者が損害賠償責任を負うことは、伝統的な不法行為責任理論からは当然である」

法人自体の不法行為を認めるとしたら、その内容は争点3と重なる。やはりリスク管理体制に関し事実認定をすべきだったのではないが。

## 第5 争点4 XらによるY株式の取得等

### 1 (1) 判旨の概要

争点：本件虚偽記載前からY株式を保有していた者が、本件虚偽記載後にY株式を買い直している場合、金商法21条の2第1項の有価証券報告書等の書類の公表統覧期間中に「取得」した者にあたるか？

地裁：あたる

高裁：独立の取引と評価できるならば、あたる。しかし、取引形態に照らし、利ざやを稼ぎつつ従前からY株式の保有自体は継続していたものとみるのが相当である場合、本件虚偽記載前に取得していたものと同視すべきだから、P9はあたららない。

号145頁など。

<sup>14</sup> 大阪高判平成28年6月29日金判1499号20頁など。

<sup>15</sup> 内田眞『民法II 第3版 債権各論』(東京大学出版会、2011)504頁参照。

<sup>16</sup> たとえば、潮見佳男『不法行為法I(第2版)』(信山社、2011)309-315頁(組織過失、システム構築業務違反及び監査義務・監督義務違反を根拠に肯定する)、窪田充見『不法行為法』(有斐閣、2007)69-74頁など。

<sup>17</sup> 中原太郎「事業遂行者の責任規範と責任原理(10・完)——使用者責任とその周辺問題に関する再検討——」法学協会雑誌129巻10号2366頁、2476頁。なお、橋本佳幸「「法人自体の不法行為」の再検討——総体としての事業組織に関する責任規律をめぐって」論究ジュリスト16号50頁(2016)は、民法709条による法人自体の不法行為の構成を、会社法350条・民法715条による責任の拡張という再構成を提案する。

このようにいのであれば、多少は事実認定をした方がよかつたのではないが。高裁は、証券取引等監視委員会の検査報告書の記載内容(たとえば牽制機能の不備など)などを引用しているが、高裁自身はリスク管理体制について何の事実認定もしていない。

なお、上記最判平成21年7月9日における原告の主張も、構築すべきリスク管理体制の具体的な内容は指摘しておらず、本件の原告の主張と同様に簡素なものだった<sup>11</sup>。

民法709条の解釈として過失・因果関係の立証責任の転換を主張する学説<sup>12</sup>もあるが、本判決は原告が立証責任を負うという考えに基づくものだろう。本判決は、金商法21条の2が民法709条の過失や因果関係の立証責任を転換する特別規定であるという一般的な理解を前提にしたものと考えられる。この点は是認する。

## 第4 争点3 不法行為責任

### 1 判旨の概要

不法行為責任の成立を否定

地裁：具体的な事実の主張立証に欠ける

高裁：法人自体の不法行為の成立を限定的に解する

### 2 検討(理由に疑問)

虚偽記載で発行会社に民法709条の責任を認めた先例：西武鉄道事件<sup>13</sup>、オリオンバス事件

<sup>14</sup>

<sup>11</sup> 最判平成21年7月9日の第一審の東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁における原告の主張：「ア 被告は、幹部従業員である元事業部長を中心に事業部ぐるみで行われた本件不正行為を、監査法人に指摘されるまで四年以上も放置していた。このこと自体が、被告代表者の営業管理能力が欠如していたこと及び内部監査や取締役会等における監督機能が果たされなかったことを示すものであり、被告代表者が不正行為抑止のための内部統制システムを有効に機能させていなかったことの証左である。」

イ 被告は、監査法人からの売掛金残高の増加及び回収期間の長期化の指摘を受けたことが本件不正行為が発覚した端緒であると主張するが、通常一年以上経過した売掛金債権は要注意債権となるはずであって、販売会社との間で当該債権について確認していたら、本件不正行為を早期に把握できたはずである。」

<sup>12</sup> 中原太郎「事業遂行者の責任規範と責任原理(10・完)——使用者責任とその周辺問題に関する再検討——」法学協会雑誌129巻10号2366頁、2476頁は、被告が、自身が被った損害が責任者により支配される危険から生じたものであることを証明した場合、責任負担者は、自身が当該機能眼に適切に対処したことまたは適切な対処が行われたとしても損害の発生が妨げられなかったことを証明する必要があると迫られるとする。その根拠は、事業を遂行する者が事業遂行上の危険に関する訴訟上のリスクも負うべきであるとの実体的価値判断であり、条文上の根拠は民法715条1項但書の類推適用である。

<sup>13</sup> 東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁、東京地判平成21年1月30日判時2035

7

8

(2) 検討（地裁に賛成、高裁に反対）

金商法 21 条の 2 第 1 項の請求権者の要件の趣旨：「市場に虚偽の情報が流れ、その影響を受けた市場価格の形成がなされ、そのように形成された市場価格により証券を取得した者が被害者である」<sup>18</sup>

↓

虚偽記載後に取引をすれば、その取引の価格は、虚偽記載の影響を受けて形成された市場価格によるものである。たとえ一日に売買を何度も繰り返したとしても、最後の購入についてはこの評価は変わらないはずである。

したがって、利ざやを稼ごつ保有を実質的に継続したとみるのが相当かを判断基準とする高裁判決に反対する。

ただし、従前保有していた 2 万株につき、本件半期報告書提出後の H19.2.26 の 1 万株の売却@507 円、および H19.5.11 の 1 万株の売却@493 円は、虚偽記載によって本来より高い価格で売却したと評価できる。

→被害者が虚偽記載という不法行為によって損害を被ると同時に、同一の原因によって利益を受けた場合と見え、損害と利益との間に同質性があり、想定価格と実際の価格の差額（売却時差額）が利益だとすると、売却時差額を被告が主張・立証すれば損益相殺を認める余地<sup>19</sup>、あるいは、当該利益の額は虚偽記載と相当因果関係のない損害として控除する余地も考えられる。

このような処理をすることで、流通市場における不実開示の民事責任にまつわる利益移転問題のうち、長期保有の投資者から頻繁に取引を行う投資者への利益移転という問題你若干は軽減することにもなる<sup>20</sup>。

同様のことは P 8、P 10 などにも当てはまる

<原告 P 8 >

H18.12.14 2000 株購入

H18.12.15 本件半期報告書提出

H19.1.29 2000 株売却 ←利益

H19.6.27 本件有価証券報告書提出  
H19.8.15 2000 株購入  
H19.9.28 公表日  
H19.10.3 1000 株購入  
H19.12.12 3000 株売却

<原告 P10 について >

もともと 2 万株を保有

H18.12.15 本件半期報告書提出

H19.2.22 1 万株購入

H19.2.23 1 万株購入

H19.3.1 2 万株売却 ←利益

H19.3.9 1 万株購入

H19.4.4 1 万株購入

H19.6.27 本件有価証券報告書提出

H19.9.28 公表日

H20.7.15 3 万株売却

ただし、本判決も含め、裁判例は、公表前の売却による利益を損益相殺するという主張を認めない<sup>21</sup>。「取得」した株式についての損害賠償請求だから、損益相殺の枠組みにのりにくいかもしれないが、同一の不法行為である虚偽記載による市場価格のかさ上げから受けた損害と利益には同質性があるといえないだろうか。

2 (2) デリバティブ取引による Y 株式の取得

(1) 事実の概要

H18.12.15 本件半期報告書提出

H19.4.9 訴外銀行発行の本件社債（他社株転換条項付ユーロ円建債券）購入@5035 万円

観測期間は同日~H20.4.17; ノックイン価格は 285 円

現物交付の計算方法：券面額（5035 万円）×権利行使価格（475 円）

権利行使価格 475 円は約定時の時価

| 年月日      | 始値  | 高値  | 安値  | 終値  | 出来高        |
|----------|-----|-----|-----|-----|------------|
| 20070409 | 473 | 483 | 469 | 482 | 22,373,000 |

<sup>21</sup> 東京地判平成 20 年 6 月 13 日判時 2013 号 27 頁、東京高判平成 21 年 12 月 16 日金判 1332 号 7 頁、東京地判平成 24 年 6 月 22 日金融・商事判例 1 3 9 7 号 3 0 頁、東京地判平成 27 年 3 月 19 日判時 2275 号 129 頁、大阪地判平成 27 年 7 月 21 日判時 2283 号 92 頁、大阪高判平成 28 年 6 月 29 日金判 1499 号 20 頁。

ただし、このロジックでは、現物交付を受けずに決済するデリバティブ取引の場合でも、意思表示が虚偽表示の影響を受けているので、21条の2に基づき請求ができる余地もあろう。しかし、これでは請求権者の範囲が広くなりすぎるおそれがある。「有価証券を取得した者」という文言からしても、最終的に有価証券の引渡を受けることは必要と考えるべきだろう。

また、高裁の実質的な理由として、もしかすると、民法709条等による損害賠償がほとんど認められないにもかかわらず、金商法21条の2は例外的に認める制度であり、その例外は例外らしく狭く解すべきだという考慮があったからこそ、「取得」の解釈も狭くするという考えがあったのかもしれない。これは政策論として理由もある立場ともいえる。しかし、高裁は、そのようなことは全く述べていない。

「公衆の縦覧に供されている間」＝有価証券報告書の公衆縦覧期間まで、または、訂正報告書(24条の2)の提出までの間であって、プレスリリースの提出まで(高裁)の間ではないのではないかと。なお、公表後に「取得」した者には虚偽記載と相当因果関係のある損害がないと整理できるから、いずれの立場でも同じ結論(請求棄却)を導くことができる。

**第6 争点5 金商法の規定に基づく損害賠償請求**  
**1 (1) 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定**

**ア 原告の主張**

一般に虚偽記載がなければその株式を取得することはなかったと推認される  
 ①本件虚偽記載は、収益力が低いのに、増収増益を装うものである  
 ②管理銘柄の指定、特許注意市場銘柄の指定を受けた  
 ③H16にも同一の原因による巨額損失を計上しており、被告の最大事業の巨額赤字が顕性化していることを本件虚偽記載は隠蔽したものである

**イ 判旨の概要**

地裁：否定  
 上場廃止事由の隠蔽ではない  
 高裁：否定  
 上場廃止を余儀なくされる状況にあったとはいえない

22 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016) 224頁参照。

H19.6.27 本件有価証券報告書提出  
 H19.9.28 公表日  
 H19.10.1 終値 281円でノックイン価格を下回り、現物交付事由が発生  
 H20.4.24 償還日 発行価格 5035万円×行使価格 475円 = 10万6000株 の現物交付

争点＝公表前に、一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約し、本件公表後に現物の株式の交付を受けた者は、「取得した者」(21条の2第1項)にあたるか?

**(2) 判旨の概要**

地裁：あたる  
 「虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき、虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして、当該有価証券を取得している」

高裁：あたらない  
 ・「公衆の縦覧に供されている間」＝H18.12.15～H19.12.14  
 ・原告が「Y株式を実際に取得したのは平成20年4月である」→「公衆の縦覧に供されている間」ではない  
 ・契約締結時点ではY株式取得の効力が生じていない

**(3) 検討(地裁に賛成、高裁に反対)**

黒沼(2017)：地裁＝技巧的な解釈であるが、実質的には妥当  
 金商法21条の2第1項の取得の意義(最終的に原告が現物の交付を受けた場合)  
 地裁：契約締結時  
 高裁：引渡時

金融商品取引所で取引をす一般的な場合：虚偽記載によって投資者は高すぎる価格で購入させられたことが問題  
 →いつ引渡を受けたか、いつ決済したか(T+3)は関係がないはず

条件成就時には、本来より高い時価で購入するという意思表示をしてしまったことは、虚偽表示の影響を受けている。虚偽表示がなければ、想定価格で購入していたはずである。また、金融商品取引所外での取引であっても、虚偽記載の影響を受けたと評価できる  
 →地裁の結論でよい

→実質的には、高値取得損害事例でも損害額は取得自体損害として計算するという主張

**イ 判旨の概要**

地裁：否定  
 想定株価の主張・立証が必要

高裁：否定  
 想定株価の主張・立証は不要  
 虚偽記載と相当因果関係のある損害であることの主張・立証は必要  
 取得価額一処分価額 の下落に対する虚偽記載等の影響の程度について、個別・具體的な立証がない

**ウ 検討(結論賛成)**

最判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁→「21条の2第1項にいう「損害」とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解される」

→原告の主張する損害額は、取得時差額を上回るものだから、取得時差額(想定株価)自体を主張・立証する必要はなく、虚偽記載と相当因果関係があることを主張・立証すればよい。

取得価額一処分価額 の全額について、虚偽記載との相当因果関係があるとはいえないことは明らか

→相当因果関係の主張・立証責任は原告にあるとすれば、高裁の結論でよい

↓  
 ↓  
 ↓  
 ↓  
 ↓  
 ↓

推計期間：2005.12.15~2006.12.14=虚偽記載前の1年間を推計ウィンドウとする  
 被告株式リターン(対数) =  $0.000072 + 1.65325 \times \text{TOPIXリターン(対数)}$   
 (Adj R-squared = 0.5541)

で、起点を

①公表日(午後3時以降に公表)の翌取引日=10月1日

②訂正報告書の提出日の翌取引日=12月28日

<sup>24</sup> 推定ウィンドウの取り方については、森田果「あえて言おう、カスである！——会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』(有斐閣、2017)497頁、515—519頁に促った。

**ウ 検討(理由に疑問)**

<肯定例>

- ・最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁；真実を公表すれば上場廃止が避けられない事例で、「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
- ・東京高判平成23年4月13日金融・商事判例1374号30頁；真実は、大幅な債務超過の状態、上場直後から虚偽記載を続けている企業、3年連続大幅な損失を計上している。「一般の個人投資家である控訴人が買い続けたとは考え難く、控訴人は、当該虚偽記載がなければ同日以降の本件株式を購入しなかつた」と推認するのが相当

<否定例>

- ・東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁・民集65巻6号2568頁；取得時点で無価値の場合のみ、←おかしい<sup>23</sup>
- ・東京地判平成27年3月19日判例時報2275号129頁；債務超過・上場廃止の蓋然性は低いこと、投資者の投資傾向
- ・大阪高判平成28年6月29日金融・商事判例1499号20頁；被告の経営状態及び投資者の投資目的等を検討

本判決＝上場廃止に当たるかどうかのみ注目しており、原告の主張に十分に答えているか、疑問が残る。

なお、たとえば、ある原告が、<純利益が赤字の会社には投資しない><業績が好調な会社にしが投資しない>といった投資戦略を採っていたことを主張立証すれば、取得自体損害を認める余地はある。もともと、原告らは投資目的の個別事情を主張していない。その背景には、原告数は総勢で200名弱(ただしB類型も含めると合計数)だったことが影響し、このやや無理筋な主張(しかも、取得自体損害が認められても、相当因果関係のある損害に限定される判例からすれば、あまり実益もない主張)を省略する訴訟戦略かもしれない。

**(2) 21条の2第1項に基づく損害額算定**  
**ア 原告の主張**

Xらの主張：仮に取得自体損害が認められなくても、取得価額と処分価額の差額なし取得価額と平成21年5月12日(＝特定注意市場銘柄の指定が解除された日)における価額との差額を基礎とすべきであるとした上で、Y株式の取得時から本件公表日直前までの株価下落分は本件虚偽記載と相当因果関係があり、かつ、平成21年5月12日以降の株価上昇分は本件虚偽記載と相当因果関係がない

<sup>23</sup> 黒沼悦郎「判批」商事法務1839号20頁、23頁(2008)参照。

例外は、たとえばマーケットモデルで想定価格を主張立証 > 3項の推定額 ⇒ 想定価格を民訴法 248 条で認定してもよいのではない。上記の計算を主張していれば、21 条の②の推定額を上回る額を、民訴法 248 条を適用して認める余地はあったかもしれない。

3 (3) 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条

(1) 判旨の概要

発行価格 (361 円) - 処分価格 - 19 条 2 項の他事情下落  
 他事情下落の認定に際して、民訴法 248 条を適用 (地裁)・類推適用 (高裁) を認めた  
 他事情下落がりを損害額から控除する必要があり、その額の証明が極めて困難である  
 場合があることは、19 条も 21 条の 2 も同様である。

(2) 検討 (判旨反対)

19 条は原状回復的損害賠償といわれてきた。しかし、他事情下落がりを柔軟に認定する  
 のであれば、その評価を要する必要がある。これは、流通市場の場合の取得自体損害  
 も他事情下落を控除する最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 巻 6 号 2511 頁の延長線上にある  
 ともいえる。

しかし、19 条と 21 条の 2 では状況が異なる

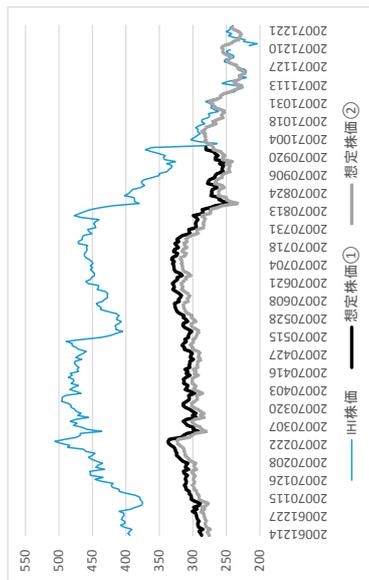
19 条は発行市場での責任、21 条の 2 は流通市場での責任である。発行市場での取得の場合、  
 取得自体損害が基本となることは 19 条 1 項が認めている。しかも、発行者は虚偽記載  
 によって、本来行うべきでない取引により資金調達をしている。したがって、19 条 2 項の  
 減額の抗弁は立法論的には不当であり、<sup>25</sup> 解釈論としては、被告に通常の立証責任を課すべ  
 きである。

また、21 条の 2 は、おおざっぱな推定規定を出発点とした減額なので、出発点がおおざ  
 っぱなもので、そこから相当因果関係のない他事情下落がりを減額する際に厳密な立証をす  
 ることは事柄の性質上著しく困難ともいえる。19 条 1 項は、理論的に根拠のある取得自体  
 損害の計算式であり、状況は全く異なる。

したがって、19 条 2 項について、民訴法 248 条による被告の立証の困難を救済する  
 べきではなく、判旨に反対する。

<sup>25</sup> ただし、私見では、この最判の射程は、虚偽記載の内容が粉飾決算の場合には及ばな  
 いと解する。飯田秀純『有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算  
 定』ジュリスト 1440 号 110 頁 (2012)。  
<sup>26</sup> 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016) 211 頁参照。

として推計すると



| Variable         | Obs | Mean   | Std. Dev. | Min   | Max    |
|------------------|-----|--------|-----------|-------|--------|
| 差額①              | 195 | 131.30 | 30.50     | 75.11 | 189.56 |
| 割合① (差額 ÷ H1 株価) | 195 | 0.30   | 0.05      | 0.20  | 0.39   |
| 差額②              | 195 | 143.17 | 30.76     | 84.92 | 201.50 |
| 割合② (差額 ÷ H1 株価) | 195 | 0.33   | 0.05      | 0.23  | 0.42   |

公表日までの取得時差額は、①75 円から 189 円、②84 円から 201 円  
 なお、21 条の 2 第 2 項を適用すると 69.66 円

※業績予想の修正も同時に公表していることの影響を取り除く必要がある。

2 (2) 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定と民訴法 248 条

(1) 判旨の概要

地裁：原則 2 項の推定額 > 民訴法 248 条。原告らにおいて、推定損害額を超える損害があ  
 ったことを立証しない限り、これを超える額を「相当な損害額」と認定できない  
 高裁：民訴法 248 条の適用に制限的。適用する場合の算定は地裁と同旨

(2) 検討 (判旨賛成)

21 条の 2 第 3 項の推定額は、原告の立証の困難を救済するもの = 民訴法 248 条と機能が  
 類似。21 条の 2 第 3 項、民訴法 248 条、民法 709 条の順でよい。

4 (4) 公表日当日にY株式を取得した場合の損害額算定

(1) 判旨の概要

地裁：21条の2の適用・類推適用の否定＋民法第248条で、推定額の7割を損害と認定  
 高裁：21条の2の類推適用を肯定＝推定額による損害認定

(2) 検討(地裁に反対、高裁に賛成)

21条の2は「日」単位

しかし、実際の公表・取引は「分・秒(・ミリ秒)」単位

公表日取得には①公表前に取得した者と、②公表後に取得した者の2種類いる

①は公表日前に取得した者と利害状況は全く同じ⇒類推適用する高裁がよい

第7 争点6 公表日の特定

1 判旨の概要

被告の主張：9月28日はあくまで虚偽記載の可能性に言及したのみ

地裁・高裁：公表日＝H19.9.28

「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」＝コストダウン施策の実現性の低いものを損失として算定したら280億円になった。H19.3月期決算に影響がある。

「適時開示(業績予想)」→通期連結業績予想と中間期連結業績予想で、営業損失が最大で280億円加わる可能性があり、営業利益を最大で△950億円、経常利益を最大で△990億円、中間純利益を最大で△660億円に修正する可能性がある(今回修正予想にさらに280億円悪化する可能性がある)

(高裁)

「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」→本件各報告書に虚偽記載があることを明示してはならず、訂正額を具体的に明らかにしたとまではいえない

「適時開示(業績予想)」を併せ考慮すれば、「コストダウン施策の実現性の乏しいものが計上されたことにより最大で280億円の過年度訂正がされる可能性が明らかになり、取引所市場としては、一番被告について決算書上明らかではない業績悪化が始まっており、決算書類にも相当額の虚偽記載があるという事実を認識することが可能となった」

半期報告書の訂正については本件公表では全く触れられていない(被告主張)

→「本件半期報告書は、平成19年3月期決算に向けた中間決算の報告という位置づけのものであり、同月期決算が訂正されることになれば、それと連動して訂正される可能性が高いものであるから、本件公表は、本件半期報告書の虚偽記載の訂正も含んだ内容のものと解するのが相当である。」

2 検討(判旨賛成)

最判平成24年3月13日：「有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない。」「虚偽記載等のある有価証券報告書等の発出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実について上記措置がとられれば足りる。」

↓

- ・9月28日の公表内容は本件虚偽記載の原因として基本的事実の同一性がある
- ・金額も約280億円の損失の可能性→その後の実際の訂正額も約300億円の過年度(H19.3月期)訂正で、基本的事実の同一性ある
- ・過年度訂正＝(判旨の理解によれば)誤謬がある場合に行われること

(私見)

・公表日は、原告にある程度は自由に選択する余地を認め、反証を被告がするというのが21条の2の構造と適合的である。少なくとも本件では、徐々に真実が公表されていった事実であり、9月28日を公表日とする損害額の推定を出発点にして、その反証を被告に促すという結論でよい。

・9月28日では「可能性」の開示だが、可能性としては、①虚偽記載があるから過年度訂正する、②虚偽記載がないから過年度訂正しないの2とおりであり、市場は①も確率論的にあり得ることを前提に価格形成したと評価できる。もちろん、「可能性」という情報を前提にした価格形成は、真実の情報に基づく価格形成とは異なる。しかし、その違いは、被告が反証すればよい。

第8 争点7 他事情値下がり

1 (1) 本件公表日までの値下がり

(1) 21条の2の場合【省略】

- ・地裁・高裁＝減額否定
- ・判旨賛成

<sup>27</sup> 2012年5月25日の大証金融商品取引法研究会で「オリンパス・大王製紙事件」と題する報告をした際にも同趣旨を述べた  
<http://www.npx.co.jp/corporate/research-study/research-group/detail/rv.dvq000008swv-suv-22374-02.pdf>。

(2) 19条の場合【省略】

・891円で取得。本件公表直前の株価は361円。差額30円は虚偽記載と相当因果関係のない、他事情値下がない、他事情値下が

ない、他事情値下が

ない、他事情値下が

ない、他事情値下が

2 【省略】(2) 市場要因又は業界要因による値下がりとの誤差

3 【省略】(3) 暫定的な開示による値下がり

4 【省略】(4) 公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差

5 (5) 業績予想の下方修正による値下がり

(1) 判旨の概要

<他事情値下がりに当たること>

虚偽記載  $\rightarrow$  業績予想の下方修正

$\uparrow$

共通の原因＝総発生産値見通しの誤り・甘さ

<5割減額の理由>

| 過年度訂正         | 業績予想の下方修正   | 全体に占める下方修正の割合 |
|---------------|-------------|---------------|
| 本件公表<br>280億円 | 570億円+850億円 | 約67.1%        |
| 確定値<br>302億円  | 550億円+852億円 | 約64.6%        |

過年度訂正が、業績予想の下方修正に影響を与えるので、それを控除すると

(業績予想の下方修正－影響額)÷全体

= (550億円－123億円) ÷ (302億円+550億円)

=50.1%

・本件公表直後の報道：業績見通しの予想を上回る悪化を反映した株価下落。過年度訂正(＝虚偽記載)は注目されず。

$\rightarrow$ 5割の減額(＝69.66円の5割の34.83円が損害額)

(2) 検討(他事情値下がりについて判旨賛成、5割減額について結論賛成)

業績予想の下方修正は、見積もりの誤り・甘さから生じたもの

＝虚偽記載と因果関係なし

減額：21条の2第5項・民訴法248条の類推適用

$\rightarrow$ 裁判所の裁量の範囲で、厳密な議論は困難

判旨は、虚偽記載と他事情値下がり(業績予想の下方修正)のインパクトの割合で案分

黒沼(2017)：過年度決算の虚偽記載のみが公表されていたとしたら、Yの株価がどの程度、下落していたかという観点から判断すべき、と批判

$\rightarrow$ 理論的には批判に賛成。

しかし、Yの株価がどの程度下落していたかの算定は極めて困難だから、本判決の結論を是認してよい。

たしかに、虚偽記載の金額と、業績予想の下方修正の金額の割合と比例的に、市場価格も影響されるとする理論的な根拠はない。しかし、裁判所が「相当な額」の認定として、ある程度の数字の根拠を示すために使うのであれば、合理的な裁量の範囲としては認してよい。

なお、論理的には、当該会社の虚偽記載のない直近数年間の財務諸表と株価を使って、マルチプル法(類似会社比準法)によって、虚偽記載の金額の与えた株価への影響を推計することも考えられるだろう<sup>28</sup>。

6 (6) 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時まで、に取得したY株式に関する、同報告書に起因する値下がり

(1) 判旨の概要

地裁：34.83円の4割を控除した20.90円が損害額

・有価証券報告書の虚偽記載は、他事情値下がり

・半期報告書の虚偽記載の金額は、有価証券報告書のその32～35%程度

・21条の2第5項の適用 $\rightarrow$ 4割の控除

高裁：34.83円の2割を控除

・虚偽記載の過大計上金額と、株価下落額が単純な比例関係にあるとは認められない

・21条の2第5項・民訴法248条の類推適用 $\rightarrow$ 2割の控除

<sup>28</sup> なお、金融法委員会「金融商品取引法第二条の二に係る解釋論の整理(下)——損害額の算定方法—公表概念と他事情の範囲—を中心として——」商事法務2128号55頁、67頁注53は、公審訴訟等の文脈で議論されてきた因果関係の割合的認定の方法が一つの解法であると指摘するが、疑問である。まずは、ファイナンスの手法でどこまでできるかを検討すべきだろう。

(2) 検討(減額することに賛成、割合は論評不能)

地裁と高裁の共通点：半期報告書提出後～有価証券報告書提出前に取得した投資者にと  
って、その後の有価証券報告書の虚偽記載とその公表による値下がり(他事情値下がり(取  
得後に「かさ上げ」され、公表時にその分が消滅した)といえる。  
→減額することに賛成

黒沼(2017)：避けることのできなかった後続損害として賠償の範囲に含まるべき  
後続損害を含めるべき一般的な理由：取得時差額説を前提とするが、後続損害の賠償を  
認めないと、投資者が実際に被った損害に比べて賠償される損害が少なくなってしまう、  
民事責任制度は投資者の救済に役立たないものになってしまうから<sup>29</sup>。

しかし、他事情値下がりであり、業績予想の下方修正と同じであり、判旨に賛成  
してよい。

7 【省略】(7) 虚偽記載と認められなかった部分に対応する値下がりが

第9 【省略】争点8 損益相殺

第10 争点9 弁護士費用

1 判旨の概要

地裁＝高裁：弁護士費用加算せず

21条の2第1項の損害＝虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含む

21条の2第2項(現在の第3項)の損害も、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全  
て含む

弁護士費用は、虚偽記載等と相当因果関係のある損害

→21条の2第2項(現在の第3項)の推定規定に、弁護士費用も含まれているから、さ  
らなる加算はしない

2 検討(判旨賛成)

黒沼(2017)：推定損害額は、弁護士費用を含めた損害額を推計させる形式になっていな  
いから、推定損害額とは別に、21条の2第1項に含まれる「損害」として弁護士費用の請  
求ができなくてはならない。推定損害額を援用した場合に、それを援用しなかった場合に  
比べて、弁護士費用の請求について必ず不利になるという結論からみても不当である。

21条の2第1項の損害として、

<sup>29</sup> 黒沼悦郎「判批」商事法務1872号(2009)17頁、24頁。

取得価格－想定価格(＝取得時差額)

を立証して損害賠償請求するならば、取得時差額に加えて、弁護士費用も請求できる(不  
法行為の損害賠償請求の一般論)。1項の請求を認容した事件で、弁護士費用を認容損害額  
の1割として認めたものとして東京地判平成29年3月28日金判1517号23頁がある。

21条の2第2項(現在の第3項)の推定規定：公表日前後1か月の平均額の差を損害の  
額とすることができる

→公表日前後1か月の平均額の差はおおざっぱな値であり、取得時差額と一致する保証  
はない。論理的には、①推定値>取得時差額、②推定値＝取得時差額、③推定値<取得時  
差額のいずれもあり得る。弁護士費用を加算することは、第1項に基づく請求と比べると、  
①だと不当、②③なら妥当

推定規定を使う＝①～③のいずれかを問わない＝推定規定を使うと必ず不利になるとは  
いえない

推定規定の計算による損害賠償請求を認めることで、民事責任の追及によるエンフォー  
スメントは実現する。弁護士費用をさらに加算しなければ実現しないとまではいえない(も  
ともと不法行為で認められる弁護士費用は、原告の支払った費用の一部しか賠償されない  
ことが多い)。もちろん、株主代表訴訟のように弁護士に相当な報酬を支払うことで提訴の  
インセンティブを与えることに合理性があるから、①の場合も含めて弁護士費用の加算を  
認めるべきだと考える余地はある。しかし、私見は21条の2の損害賠償請求制度自体にや  
や曖昧的であり<sup>30</sup>、そのようなインセンティブを与える必要性はないと考える。

第11 争点10 遅延損害金の起算点

1 判旨の概要

地裁＝高裁：株式取得日が起算点

損害の発生と同時に、かつ、何らの催告を要することなく、遅滞に随る

→取得日が起算点

2 検討(判旨賛成)

最判平成24年3月13日と同旨。

高直取得の時点で損害が発生していると考えられるから、判旨に賛成する。

<sup>30</sup> 制度の合理性を批判するものとして、田中亘「流通市場における不実開示による発行  
会社の責任——インセンティブの観点から」飯田秀総ほか編『商法法の新しい礎石 落合  
誠一先生古稀記念』(有斐閣、2014)857頁参照。

## 会社法・金融商品取引法の最近の判例（3）

### —III 事件判決—

#### 参考資料（事実と判旨）

JPX 金融商品取引法研究会

2017年7月28日(金)15:00~17:00

東京大学 飯田秀絵

- ・東京地判平成26年11月27日証券取引被害判例セレクト49巻1頁 (LEX/DB255058951)
- ・東京高判平成29年2月23日(平成27年(ホ)1789号) (判例集未登載・判例DB未登載)

#### 事実の概要

被告：東証一部上場の株式会社

- H18.12.15 半期報告書を提出（虚偽記載あり）
- H19.1.19 半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出  
→募集により546億3072万円、第三者割当により80億4460万8000円を調達
- H19.6.8 半期報告書を参照書類とする発行登録追補書類の提出  
→その後、社債によって300億円を調達
- H19.9.28 本件有価証券報告書提出（虚偽記載あり）
- H19.9.28 過年度決算発表の訂正の可能性の公表（←公表日）
- H19.12.11 業績予想の修正および過年度訂正に関する調査状況についての公表
- H19.12.12 業績予想の修正および過年度決算の訂正に関する調査結果ならびに当社の対応方針のご報告の公表
- H19.12.14 過年度決算短信（連結・個別）の一部訂正についての公表
- H19.12.27 訂正報告書の提出
- H20.6.19 15億9457万9999円の納付命令

原告A 類型＝流通市場で取得 →21条の2、会社法350条、民法709条

原告B 類型＝発行市場で取得@391円 →18条1項・19条、会社法350条、民法709条

原告の請求の法律構成

- (1) 金商法21条の2（原告A 類型）、18条（原告B 類型）
- (2) 民法709条（適正な内容の有報の作成提出義務違反 or リスク管理体制構築・運用義務違反）
- (3) 会社法350条（代表取締役後のリスク管理体制構築・運用義務違反）

#### 判旨

### 第1 争点1 虚偽記載の有無 1 地裁（肯定）

<判断基準>

「工事進行基準における過去の総発生原価見通しが不適正であったために過年度決算における期間損益の配分が不適正となったか否かの判断は、当時の時点で認識可能であった事実を前提として、企業会計原則の裁量を逸脱するものであったか否かによって判断するのが相当である。」

<結論>

「被告自身が本件各報告書について過年度訂正をしており、その訂正額も極めて大きな額に達していること、社内調査委員会による報告等の被告における調査結果や証券取引等監視委員会による検査報告書において、過年度決算訂正の具体的な理由、更にはその発生原因についても具体的に明らかにされており、しかも、その内容も十分合理的なものであり、一貫しており、その内容は信用できること、被告が金融庁長官による課徴金納付命令を自認して多額の課徴金の支払をしていることなどに照らすと、本件各報告書の過年度訂正は、上記検査報告書等において指摘されているとおり、被告の中核事業の一つであるエネルギー・プラント事業の長附大規模工事で適用している工事進行基準会計において、不適正な原価の圧縮や期末において原価として計上すべき費用の把握漏れにより工事の総発生原価見通しが過少に見積もられ、これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上されたこと等により、利益が過大に計上されたことが原因となっているというべきであって、企業会計原則の裁量を逸脱するものであったということができ、本件各報告書には、「虚偽の記載」があったと認めるのが相当である。」

<重要性>

「本件各報告書には「虚偽の記載」があったと認められるところ、これは、本件半期報告書においては、連結営業利益につき98億2300万円の過大計上、連結当期純利益につき、72億7800万円の過大計上、本件有価証券報告書においては、連結営業利益につき302億4300万円の過大計上、連結当期純利益につき204億1800万円の過

大計上というものであって、連結損益計算書の連結営業利益や連結当期純利益という投資者の投資判断に与える影響として極めて重要な分野に属するものというべきであり、しかも、その金額も上記のとおり多額に及ぶものであるから、「重要な事項」について虚偽の記載があることが明らかである。」

## 2 高裁（ほぼ地裁と同じ）

<判断基準>＝地裁と同じ

「工事進捗基準における過去の総発生原価見通しが不適正であったために過年度決算における期間損益の配分が不適正となったか否かの判断においては、当該決算時点で認識可能であった事実を前提として、企業会計準則の裁量を逸脱するものであったか否かによって決するものが相当である。」（71頁）

<結論>＝地裁と同じ

社内調査委員会による調査結果、社外調査委員会の調査結果、および証券取引等監視委員会の検査報告書の認定する事実の具体性・合理性を認め、これを信用できるとした上で、「本件各報告書の過年度訂正は、上記検査報告書等において指摘されているとおり、Yの中核事業の一つであるエネルギー・プラント事業の長期大規模工事で適用している工事進捗基準会計において、不適正な原価の圧縮や期末において原価として計上すべき費用の把握漏れにより工事の総発生原価見通しが過少に見積もられ、これに伴う工事進捗率の上昇により売上が過大に計上されたこと等により、利益が過大に計上されたことが原因となっている」というべきであって、企業会計準則の裁量を逸脱するものであったということができるから、本件各報告書には、「虚偽の記載」（本件虚偽記載）があったと推認するのが相当である。」（77頁）

<重要性>＝地裁と同じ

「本件各報告書には「虚偽の記載」（本件虚偽記載）があったと認められるところ、その内容が連結損益計算書の連結営業利益や連結当期純利益という投資者の投資判断に大きな影響を与える重要な分野に属するものであり、かつ、その過大計上に係る金額が多額に及ぶことからすれば、「重要な事項」について虚偽の記載があることが明らかである。」（100-101頁）

## 第2 争点2 会社法350条による責任

### 1 地裁：否定

Yの改善報告書などで、不適正な会計処理がされた原因として、リスク管理体制（内部統制システム）の不十分さが指摘されている。しかし、「かかる指摘は、業績予想の下方修正の場合においても当てはまるものであり、本件虚偽記載が発生したことに對する「過失」

を構成するものであるから明らかであるとはいえない。しかも、原告らは、上記改善報告書や検査報告書の指摘内容を援用し、リスク管理体制構築・運用義務違反をいうものの、構築・運用すべきであったリスク管理体制の具体的な内容や、どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかという点について、具体的な主張、立証をしていないのであって、本件全証拠をみても、被告が「リスク管理体制を整備していた」とすれば本件虚偽記載を回避することができたということを認めるに足りる証拠はないというほかはない。

また、そもそも、会社法上、取締役らが普管注意義務の一内容として、本件虚偽記載を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務を負うことがあるとしても、かかる義務は会社に対する関係で負うものであるから、特段の事情がない限り、当該義務の違反が直接会社以外の第三者に対する関係で会社法350条の任務懈怠や民法上の不法行為を構成するということではできない。」

## 2 高裁：否定（ほぼ同意）

「会社の代表者が有価証券報告書等の重要な事項につき虚偽の記載があることを具体的に認識していながら、会社としてそのような有価証券報告書の提出を行わせた場合には、当該有価証券報告書等に基づいて当該会社の株式を取得した者に対する関係で、会社の代表者自身が不法行為責任を負うこともあり得ると解される（もともと、本件ではそのような主張はされていない。）」（101頁）

## 第3 争点3 不法行為責任

### 1 地裁：否定

「原告らは、①上場会社として適正な有価証券報告書を証券取引所に提出すべき義務があつたにもかかわらず、これを怠り、虚偽の内容を含む本件各報告書を提出した、②適切にリスク管理体制を構築し、機能させる義務を怠つた過失があるなどと主張するが、被告が本件各報告書を作成し、提出する一連のプロセスにおいて具体的にいかなる注意義務違反があつたのかについて具体的な主張、立証をしていないし、上記2の脱示のとおり、リスク管理体制に関する原告らの主張は、本件虚偽記載が発生したことに對する「過失」を構成するものとは限らず、構築・運用すべきであつたリスク管理体制の具体的な内容や、どのような管理体制を構築・運用していれば本件虚偽記載の発生を防止することができたかという点について、具体的な主張、立証をしていないのであって、本件全証拠をみても、被告について、本件虚偽記載を発生させたことについての過失を認めるに足りる証拠はないというほかはない。」

### 2 高裁：否定

法人の不法行為責任が成立するのは

イ 高裁：P9は請求棄却。他は既答。

<原告 P8 と原告 P11 >  
 「本件半期報告書提出前に取得していた Y 株式を売却した後、再び Y 株式を購入しているところ、上記売却と再購入との間には約 5 か月ないし 6 か月半の期間があることからすれば、いずれも独立の取引とみるべきものであり、本件虚偽記載前に取得した Y 株式を継続して保有していると評価することはできない。」

<原告 P10 について >  
 「2 月 22 日、23 日および同年 3 月 9 日の Y 株式各 1 万株の購入と上記売却との間には 1 週間前後の期間があることに照らすと、これらの取引はいずれも独立の取引と見ざるを得ない」

<原告 P9 >

もともと 2 万株保有

H18.12.15 本件半期報告書提出

H19.2.26 1 万株売却

H19.5.11 1 万株売却

信用取引で

1 万株購入@488 円

1 万株売却@493 円

1 万株購入@494 円

H19.6.27 本件有価証券報告書提出

H19.9.28 公表日

H19.10.2 信用取引で 1 万株@255 円売却

「本件半期報告書提出前から Y 株式を少なくとも 2 万株保有していたと推認され、そのうちの 1 万株を平成 19 年 2 月 26 日に売却した残りの 1 万株につき、同年 5 月 11 日に売り買いを繰り返しているところ、同日の一連の取引については、その取引形態に照らし、利ざやを稼ぎつつ従前から Y 株式の保有自体は継続していたものとみるのが相当であるから、P9 の本件請求に係る取得株式は、本件半期報告書提出前に取得していたものと同視すべきである。」(110 頁)

2 (2) デリバティブ取引による Y 株式の取得

ア 地裁：請求既答

「(ア)原告 P は、平成 19 年 4 月 9 日、本件社債(他社株転換条項付ユーロ円建債券)を、発行額 5035 万円で購入した。」

①法人自身が業務遂行に関わる者の行為を介することなく直接不法行為を負うことが明定されている場合(民法 717 条 1 項、製造物責任法 3 条等)

②-1 法人の代表者(会社法 350 条等)または、②-2 被用者(民法 715 条)の加害行為により他人に損害を被せられた場合

③公害被害等のように、法人の一個の組織体としての行動(事業そのもの)の結果として、他人の生命身体等の重要な法益が侵害されており、代表者又は被用者の誰かに過失があることが明らかである場合においては、業務遂行に関わる代表者や被用者個人の行為や過失を個別に問題とすることなく、法人が民法 709 条により不法行為責任を負うべきものとされることもあり得ると解される。

・本件が①③にあたりないのは明らか

・②-1 もあたらぬ(争点 2 参照)

・②-2 について、「X らは、Y の本件各報告書の作成から提出に至る一連のプロセスの中で、誰が、Y 株式を市場で取得しようとする者に対する関係で、どのような注意義務を負っているのか、どのような義務違反行為があり、その結果として本件虚偽記載がされるに至ったのかについて何ら具体的な主張立証をしていない」(105 頁)

第 4 争点 4 X らによる Y 株式の取得等

1 (1) 本件虚偽記載後の Y 株式の買い直し

ア 地裁：請求既答

「被告は、原告 P8…、原告 P9…、原告 P10…及び原告 P11…については、本件虚偽記載より以前に既に被告株式を購入し、本件虚偽記載のある報告書が提出された後に売却した上で、再度被告株式を購入(買い直し)して本件公表日に保有していた場合には、虚偽記載前に取得した被告株式を継続して保有しているものと評価すべきである、あるいは、当該買い直し(再購入)は、虚偽記載以外の要因に基づくものであって、本件虚偽記載の情報は投資判断に影響を与えていないから、本件虚偽記載と株式取得との間には相当因果関係がないなど」と主張する。

しかし、被告は、上記「買い直し」について、売却・再購入をすることなく保有し続けられれば、本件虚偽記載による損害は生じていなかったなどというところを根拠とすることなく、被告株式を売却することも、その後再購入することも、いずれも独立の取引であることに変わりなく、これを一連の取引として評価すべき事情があるということではできないのであって、被告の上記主張は首肯し得ないことが明らかである。

したがって、上記原告らについても、本件虚偽記載の後に被告株式を購入した者であることに変わりはないというべきである。」

(イ) 本件社債の取引においては、行使価格を約定時株価である475円、ノックイン価格を285円とし、観測期間(平成19年4月9日から平成20年4月17日まで)の間に一度でもノックイン価格を下回った場合には、現物交付事由が発生し、償還日(平成20年4月24日)に、券面額(5035万円)を権利行使価格(475円)で除した数量(10万6000株)の被告株式の交付によって償還されるという約定(他社株転換条項)がある。

(ウ) 平成19年9月28日付け適時開示(過年度)の公表の後、同年10月1日には被告株式の株価の終値が281円になり、ノックイン価格を下回ったことから、上記約定により、原告Pは、償還日である平成20年4月24日に、発行額5035万円を行使価格475円に換算した被告株式10万6000株の償還(現物交付)を受けた。

原告Pは、平成19年4月9日に本件社債を購入し、平成19年10月1日に被告株式の株価の終値が281円になってノックイン価格を下回ったことから、上記約定(他社株転換条項)に基づき、償還日である平成20年4月24日に被告株式(行使価格475円換算)の現物交付を受けているところ、同原告は、平成19年4月9日時点で形成された被告株式の株価に基づいて前記約定をしていたことは明らかであり、虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき、虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準として、当該有価証券を取得しているというべきであって、本件公表や訂正報告書によって形成された市場価格の影響を受ける余地はない。そして、同原告は、平成20年4月24日に被告株式(行使価格475円換算)の現物交付を受けているものの、これは、平成19年10月1日に被告株式の株価の終値が281円になってノックイン価格を下回ったことから、上記約定(他社株転換条項)に基づいて交付を受けたものに基づき、当該時点における同原告の意思によるものではない。

したがって、原告Pは「本件公表前に一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約し、本件公表後に現実の株式の交付を受けた者ではあるものの、前記のような金商法21条の2第1項の趣旨に照らし、いずれも虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき、虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして当該有価証券を取得した者として、「公衆の縦覧に供されている間」に当該有価証券を「取得した者」に当たるといふべきである(なお、上記原告らは、上記約定等によって被告株式を取得したのであって、金商法21条の2第1項ただし書の「その取得の際虚偽記載等を知っていたとき」には該当しないというべきである。)」

## イ 高裁：請求棄却

「本件各報告書については平成19年12月の本件第2開示によって本件虚偽記載の内容が確定的に訂正されているから、本件半期報告書の提出日である平成18年12月15日ないし本件有価証券報告書の提出日である平成19年6月27日から本件第2開示の未日である同年12月14日までが「公衆の縦覧に供されている間」となるところ、・・・原告

PのEB取引による本件社債の購入日(平成19年4月9日)・・・こそ上記期間内であるものの。」原告PがY株式を実際に取得したのは平成20年4月であるから、その取得時期が「公衆の縦覧に供されている間」ではないことが明らかである

「金商法21条の2第1項の規定の趣旨は、当該書類に虚偽記載等がある場合には、虚偽情報の影響により形成された市場での評価を前提として有価証券を取得した者を保護することにあると解される。

しかし、本件デリバティブ取引では、本件虚偽記載によって形成された各契約締結時のY株式の価格を参照して権利行使価格…や償還条件を約定した上、条件付きでのY株式の買受けの意思表示…をしたにすぎず、契約締結時点ではY株式取得の効力が生じていないから、原告Pは「公衆の縦覧に供されている間」にY株式を取得した者に当たらない」

原告Pは、予備的に、Y株式の市場価格が本件社債のノックイン価格を下回った平成19年10月1日に、償還日である平成20年4月24日に同株式を取得することが確定したのであるから、平成19年10月1日に同株式を「取得」したと解すべきであると主張する」

「しかし、原告Pが実際に上記株式を取得したのは「公衆の縦覧に供されている間」の後である平成20年4月24日であることに変わりはなく、EB取引において任意に設定可能なノックイン価格を下回った日がたまたまた上記期間内であるからといって、その時点でY株式を取得していない者について金商法21条の2第1項の適用を認めることはできない。」(111-113頁)

## 第5 争点5 金商法の規定に基づく損害賠償請求 1 (1) 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定

### ア 地裁：取得自体損害の否定

「本件虚偽記載の内容は、上場廃止事由に該当していたことを隠すような類のものではなく、現に被告株式は上場廃止となっていないことを併せ考慮すると、被告において、本件虚偽記載をしなければならなかったとしても、又はこれを途中で訂正していても、上場廃止となるような状況にあったとはいえない。」

そうすると、被告が、本件虚偽記載の事実が公表された後、平成19年12月11日に、東京証券取引所において、上場廃止基準に該当するおそれがあると認められ、監理銘柄の指定を受けたこと、同指定は、平成20年2月9日に解除されたものの、内部管理体制等について改善の必要性が高いとして、同日、東京証券取引所及び福岡証券取引所において、平成21年4月1日、札幌証券取引所及び福岡証券取引所において、それぞれ特設注意市場銘柄の指定を受け、同指定は、平成21年5月12日に解除されるまで続いたこと等の事情を考慮したとしても、原告らについても、本件虚偽記載がなければ被告株式を取得することがなかったと認めることはできない。」

上記期間中の Y 株式の株価下落がすべて本件虚偽記載ないし本件公表の影響によるものということはできないし、本件虚偽記載ないし本件公表の影響が残存しているとしても、その株価への影響の程度について何ら具体的な主張立証のない本件においては、X の主張は認められない。

「同日より前に Y 株式を処分した原告 A 類型らについても、…、処分時までの株価下落の全てが本件虚偽記載ないし本件公表の影響によるものというだけではできないし、本件虚偽記載ないし本件公表の影響が残存しているとしても、…各処分時の株価への影響の程度について何ら個別かつ具体的な主張立証のない本件においては、X の主張は認められない。(118 頁)

## 2 (2) 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定と民訴法 248 条

### ア 地裁：原則 2 項の推定額 > 民訴法 248 条

「金商法 21 条の 2 第 2 項において推定規定が設けられている趣旨に照らすと、民訴法 248 条による算定すべき場合においても、原告らにおいて、上記の推定損害額を超える損害があったことを立証しない限り、これを超える額を「相当な損害額」と認定することはできないというべきところ、原告らにおいて、かかる立証が尽くされているとはいえないから、本件において、金商法 21 条の 2 第 2 項が適用される原告らについては、同項の規定により損害額を算定することとする。」

### イ 高裁：民訴法 248 条の適用自体に制限的。適用する場合の算定は地裁と同旨

金商法 21 条の 2「第 1 項の損害の発生自体は肯認されるものの、その損害額の立証が困難な場合には、同条第 2 項の損害額推定規定によると解するのが同条の立法趣旨にかなうというべきである (同項による損害額算定の過程において民訴法 248 条と同趣旨の規定 (同条第 5 項) が置かれていることもこれに沿うものということができる。)。したがって、上記の場合に直ちに民訴法 248 条の適用があると解するのは相当ではないし、仮に同条によるとしても、相当額として認定される金額は、特段の事情のない限り、同条第 2 項、第 4 項及び第 5 項に基づいて算定される金額を超えるものではないというべきである。」(119-120 頁)

## 3 (3) 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条

### ア 地裁：肯定

「本件公表直前の値下がり額 30 円については、金商法 19 条 2 項の規定によって減額すべきものであるから、原告 B 類型 4 名については、まずは 361 円と処分価額との差額が損害となる。」

イ 高裁：取得自体損害の否定 (同旨)  
「仮に本件虚偽記載がされなかったとしても、Y が債務超過の状態 (かつ、1 年以内) にその状態が解消されない状況」に陥っていたとは認められず、それ以外の上場廃止基準に該当する事柄の存在を公認するに足りる適格な証拠もないから、Y が上場廃止を余儀なくされるような状況にあったとはいえない。そうすると、本件虚偽記載がされなかった場合の Y 株式の価額が X らの取得価額より低いものとなったことは明らかであるとはいえず、本件について、本件虚偽記載がなければ Y 株式を取得することがなかったとみるべき場合に該当するとは認められない。(115 頁)

## (2) 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定

X らの主張：仮に取得自体損害が認められなくても、取得価額と処分価額の差額ないし取得価額と平成 21 年 5 月 12 日 (=特定注意市場銘柄の指定が解除された日) における価額との差額を基礎とすべきであるとした上で、Y 株式の取得時から本件公表直前までの株価下落分は本件虚偽記載と相当因果関係があり、かつ、平成 21 年 5 月 12 日以降の株価上昇分は本件虚偽記載と相当因果関係がない

### ア 地裁：否定

「原告 A 類型らについては、金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく請求として、取得価額と当該虚偽記載等がなかった場合に想定される当該株式の市場価額との差額 (以下「取得時差額」という。) を損害として主張することができる。」

しかしながら、同項の虚偽記載等と相当因果関係のある損害については、虚偽記載等がなかった場合の想定株価の主張、立証が必要であるのに、上記原告らは、具体的な価額やその理由について主張、立証をしておらず、損害算定の基礎となる上限価額が判明しないから、損害及び損害額の具体的な立証がないといわざるを得ない。」

### イ 高裁：否定 (同旨)

最判平成 24 年 3 月 13 日民集 66 巻 5 号 1957 頁を引用した後、「したがって、」金商法 21 条の 2 第 1 項「に基づく損害賠償請求において、虚偽記載等がなかった場合に想定される株式の市場価額 (想定価額) を請求権者において主張立証する必要があるけれども、同項は、投資者保護の見地から、有価証券報告書等の虚偽記載等による不法行為の成立要件につき主張立証責任を緩和した規定であって、その結果発生した損害の内容及びその額については、請求権者において主張立証すべきである。」

公表日の平成 19 年 9 月 2 日から平成 21 年 5 月 12 日まで「1 年 7 か月が経過しており、時間の経過とともに本件虚偽記載ないし本件公表による市場への影響は低減する一方で、その間に取引所市場における株価変動の基礎となる経済状況、市場要因や業界要因その他の諸事情が変化し、これらの影響が次第に増大していくことになることは自明であるから、

イ そして、金商法19条2項の「他事情」による減額については、前記説示のとおり、同項が同法21条の2第4項及び同5項とその趣旨において異なるものではないことに照らし、民事訴訟法244条8条の規定により、減額すべき損害額の算定をすることができると解するのが相当である。

原告らは、金商法19条1項に基づく請求については、「原状回復」を根拠として損害額が法定されているから、同法21条の2第5項のような裁量による控除額の算定の余地はないと主張するが、同法19条2項と同法21条の2第4項は、いずれもその文言に相違はなく、虚偽記載等と相当因果関係のある値下がり以外の事情によって生じた損害を控除する趣旨であることに変わりはないところ、同法19条2項の「他事情」が立証された場合において、その損害の額の立証が極めて困難である場合があることは、同法21条の2第4項の場合と何ら異なることはないものであって、同法19条2項の場合に民事訴訟法244条8条の適用を否定する理由はない。

ウ 原告B類型4名は、いずれも本件半期報告書の提出後、本件有価証券報告書の提出日の前日までに被告株式を取得した者であるから、前記（1）のとおり、上記アの額から、更に金商法19条2項、民事訴訟法244条8条の規定によって、原告A類型らの場合と同じ割合によって減額するのが相当であるところ、各原告の損害額は、361円から各原告の処分価額を控除した額の3割（ $0.5 \times (1 - 0.4)$ ）となる。

#### イ 高裁：肯定（同旨）

金商法19条に基づいて損害額を算定するに当たり、同条2項に該当する場合だけでなく、他事情による値下がりの発生が認められるものの、その額を証明することが極めて困難である場合には、裁判所は、民訴法248条の類推適用により、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、賠償の責に任じない損害の額として相当な額の認定をすることができると解するのが相当である。」（120頁）

#### 4 (4) 公表日当日にY株式を取得した場合の損害額算定

##### ア 高裁：21条の2の適用・類推適用の否定

「本件公表日当日に被告株式を取得しており、金商法21条の2第2項の適用ないし類推適用の余地はないものの、金商法21条の2第1項に基づく損害賠償が認められ、かつ、その性質上損害額の立証が極めて困難であることは明らかであるから、民事訴訟法244条の規定によって「相当な損害額」を認定すべきであるところ、同原告らにおいても、金商法21条の2第2項の推定損害額を超える損害があったことを立証していない以上、これを超える額を「相当な損害額」と認定することはできないというべきである。

そして、上記原告らについても、金商法21条の2第4項及び同5項について検討する際の証拠等は共通するものではあるが、同条項の推定損害額を認定することができない以上、これと同額を上記原告らの「相当な損害額」とみることにはできず、弁論の全趣旨及び

証拠調べの結果を踏まえ、同条項の規定によって認定される損害額の7割をもって「相当な損害額」と認定するのが相当である。

そうすると、上記原告らは、本件有価証券報告書の提出後に被告株式を取得した者であるから、民事訴訟法244条8条により、金商法21条の2第4項、同5項の規定によって算定される損害額34,830円（一株当たり）の7割に相当する24,381円（少数点以下3桁を四捨五入）をもって損害額と認定するのが相当である。」

#### イ 高裁：類推適用肯定

本件公表日にY株式を取得した原告らに対しては、金商法21条の2第2項「の直接適用はない。

もつとも、本件公表...は平成19年9月28日の取引所市場が閉じた後に行われており、上記1審原告らは本件公表の事実を知らずにY株式を取得したものと認められ...、本件公表日の前日にY株式を取得したものと上記1審原告らとの間で、その損害額算定上異なる取扱いをすべき実質的理由は見当たらないというべきであるから、上記1審原告らについては、金商法21条の2第2項の類推適用があると解するのが相当である。」（121頁）

#### 第6 争点6 公表日の特定

##### ア 高裁：9月28日

「金商法21条の2第2項の「虚偽記載等の事実の公表」とは、有価証券報告書等の「虚偽記載等」に係る記載すべき重要な事項について、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことという（同条3項）。そして、同条2項が「公表」をもって損害の額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することのできる主体が「公表」をすることによって、当該有価証券に対する取引市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるとする趣旨によるものであるから、同条3項の「虚偽記載等」に係る記載すべき重要な事項」について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことというためには、虚偽記載等のある有価証券報告書の提出者等を発行者とする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について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である。

(2) これを本件についてみると、前記認定事実によれば、被告の公表した9月28日付け適時開示（過年度）は、「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」との題名で、「エネルギー・プラント事業に係わる多額の損失見込み」として、「調査委員会では、平成19年3月期決算に繰り込まれたコストダウン施策を平成19年9月の時点で再評価し、実現性の低いものを損失として算定したところ、その金額は約280億円になりました。一方、平成19年3月期失時で作成されたプロジェクトの進捗に関する資料を再度点検したところ、見積等に甘いものがあり、その部分についてはさかのぼって訂正すべき可能性があり、したがって、約280億円の一部に平成19年3月期決算に影響するものが含まれる

## 1 (1) 本件公表日までの値下がり

## ア 21条の2の場合

## ア 地裁：減額否定

「金商法21条2第4項の「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりというものと解するのが相当である。

そこで、本件公表日前1か月間の被告株式の値動きについてみると、証拠(乙306)によれば、本件公表日前1か月前である平成19年8月28日は390円であったものが、それ以降、同年9月13日に331円となるまで、ほぼ一貫して下落し、同年18日には326円となったものの、その後は上昇に転じ、本件公表前日である同年27日には371円となっていたことが認められる。

そうすると、前記前提事実のとおり、本件公表日前1か月の平均株価が354.19円であることを踏まえ、被告株式について、本件公表日前1か月の間に一定の値下がり傾向があったとはいえないし、本件公表前日の値下がりとして、金商法21条の2第4項又は5項の規定によって減額すべきものがあるとは認められない。」

## イ

## イ 高裁：同旨

「本件公表日前1か月間のY株式の値動きについてみると、本件公表日1か月前である平成19年8月28日は390円であったものが、それ以降、同年9月13日に331円となるまで、ほぼ一貫して下落し、同年18日には326円となったものの、その後は上昇に転じ、本件公表前日である同年27日には371円となっていたところ、…、本件公表日前1か月の平均株価が354.19円であることを踏まえ、Y株式について、本件公表日前1か月の間に一定の値下がり傾向があったとはいえない。」(124頁)

## (2) 19条の場合

## ア 地裁：80円の減額

「(ア) 金商法19条2項の「虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り」とは、前記と同様、当該虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりというものと解するのが相当である。

また、金商法19条1項は、有価証券届出書等に虚偽の記載がされていることを認識したら、有価証券を取得しなかつたのみを認めるべき場合であることを前提とし、当該有価証券を取得したこと自体を損害としている(原状回復的な損害賠償)と解されるが、かかる場合においても、当該株式の取得価額と処分価額又は請求時の市場価額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を上記差額から控除して、これを算定すべきものと解するのが相当である。

(イ) 前記認定のとおり、原告B類型4名は、平成19年1月22日又は23日に、一株当たり391円で被告株式を取得しており、また、本件公表直前の株価(平成19年9月

可能性が出てまいりました。」との内容を公表するものであって、かかる情報の公表により、「可能性」との文言が用いられているものの、相当規模に及ぶ決算書類の過年度訂正が判明した事実を明らかにされたものといえる。

また、前記認定事実によれば、被告は、本件公表と同時に9月28日付け通時開示(業績予想)も公表しており、その中で、「平成19年5月14日の決算発表時に公表した平成20年3月期(平成19年4月1日～平成20年3月31日)の業績予想について、下記のとおり修正しましたので、お知らせいたします。」として、「連結通期業績予想」だけでなく、「中間期連結業績予想」についても、「営業損失が最大で280億円加わる可能性があり、これに伴い営業利益を最大で△950億円、経常利益を最大で△990億円、中間純利益を最大で△660億円に修正する可能性がある。」としている。

そして、被告株式の株価の推移をみると、前記認定のとおり、本件公表日直前の平成19年9月27日の終値は371円であったものが、直後の同年10月1日の終値は281円となり、同年2日に264円に急落し、同年4日に303円まで上昇したものの、その後は280～290円台を推移し、同年22日に277円となり、同年25日に262円となっていたのであって、上記のような情報が公表されたことにより株価に大きな影響があったことは明らかである。

(3) そうすると、本件公表(9月28日付け通時開示(過年度))は、同時に公表された9月28日付け通時開示(業績予想)をも併せ考慮すれば、市場において虚偽記載の事実を認識したと評価し得る内容が発表されたこととみることができるのであって、上記情報は、被告株式に対する市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実に当たるといえるものであるから、本件公表(9月28日付け通時開示(過年度))をもって金商法21条の2第2項の「虚偽記載等の事実の公表」があったというべきである。」

## イ 高裁：同旨

地裁とほぼ同じ文言を示し、結論として、次のように述べた。

「コストダウン施策に実現性の乏しいものが計上されたことにより最大で280億円の過年度訂正がされる可能性が明らかになり、取引所市場としては、1審被告については、書上明らかでない業態悪化が始まっており、決算書類にも相当額の虚偽記載があるという事実を認識することが可能となったものであって、取引所市場において虚偽記載の事実を認識したと評価し得る内容が発表されたこととみられるのが相当である」として、9月28日の本件公表をもって、21条の2第2項の公表があったと認めるのが相当だとした。(123頁)

## 第7 争点7 他事情値下がり

- 2 28日の終値)は361円である(乙306)ところ、その差額(30円)については、本件公表直前の値下がりというべきである。
- 3 (ウ)そこで、上記各被告株式の取得日頃から本件公表までの被告株式の値動きについてみると、前記各認定事実及び証拠(乙306)によれば、被告株式については、本件半期報告書の提出時である平成18年12月15日の株価(終値)は397円であり、その後400円台となった後に下降したが、平成19年1月11日に375円となった以降は上昇し、上記取得日である同年2月22日及び23日は、それぞれ410円、420円となるなど、同年19日以降は400円以上で推移し、本件有価証券報告書の提出時である同年6月27日には47円となり、同年8月9日に477円まで上昇したが、その後は下降して、上下動を繰り返しながら、本件公表直前日である同年9月27日には371円、当日である同年10月28日(終値)は361円となったことが認められる。
- 4 (エ)一般的に、虚偽記載等が公表されていない間には虚偽記載等が市場価額に影響を与え、上下動を繰り返しながら、本件公表直前日である同年9月27日には371円、当日である同年10月28日(終値)は361円となったことが認められる。
- 5 (オ)したがって、上記値下がりについては、金商法19条1項の規定によって算定される損害額から「他事情」として減額すべきである。

- 2 **【省略】**(2) 市場要因又は業界要因による値下がりとの誤差
- 3 **【省略】**(3) 暫定的な開示による値下がり
- 4 **【省略】**(4) 公表日前後平均下落額と想定値下がりとの誤差
- 5 (5) 業績予想の下方修正による値下がり
- (1) 地裁：推定損害額ら5割の控除
- <他事情値下がり当たること>
- 「本件虚偽記載自体や、その事実の公表に起因して、営業利益の悪化ないし本件業績予想の下方修正がもたらされたわけではなく、また、本件虚偽記載がされなかった場合には、上記の下方修正がなかったという関係があるわけでもない。そうすると、…本件業績予想の下方修正の開示による値下がり、本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がりであると評価することはできない。」

<5割減額の理由>

「本件公表における平成19年3月期連結決算の通期営業利益に係る過年度訂正の可能性は最大で約280億円、本件業績予想の下方修正の開示における平成20年3月期通期連結営業利益の下方修正額は約570億円であり、また、本件虚偽記載に係る過大計上(確定時)は約302億円、平成20年3月期通期連結営業利益の下方修正額(確定時)は、約550億円であったところ、本件虚偽記載を含めた下方修正額は約850億円となり、これに占める本件業績予想の下方修正額の割合は約3分の2となるから、仮にかかる事情のみによらずれば、本件業績予想の下方修正の開示に起因する値下がり部分は、金商法21条2第2項の規定により算定される損害額の3分の2程度となる。

また、前記のとおり、工事進行基準を採用する工事のうち、平成19年3月期決算の過年度訂正と平成20年3月期の業績予想の下方修正の両方を要する工事について、「工事原価総額の見積りを見直しによる増加により、過年度の工事原価総額の見積りを遡って増額修正すれば、当期における工事原価総額の見積りもこれを引き継いで増額修正される」ことがあるところ(甲ロ29、乙261)、被告は、これを考慮して業績予想に対する過年度決算訂正の影響額を試算すると、営業利益ベースで約123億円(約144億円(修正後の業績予想)と約21億円(修正前の業績予想)の差分)であり、過年度決算訂正(302億円)及び本件業績予想の下方修正(550億円)を同時に公表したことによる被告株式の値下がり分、他事情値下がりとして控除する割合は、少なくとも50.1%は存在することを、仮定的であれ自認しているところである。

他方、被告が提出した前記イベント分析(乙216・NERA報告書)において、被告の「業績が悪化した前記の一部が、9月28日の開示以前に市場で予想されていた」、「5月14日開示後の株価変動には、業績悪化のリスクを織り込んだことによる株価変動が含まれており、9月28日の業績予想修正は、市場にとって全くのサプライズではなく、そ

28日の終値)は361円である(乙306)ところ、その差額(30円)については、本件公表直前の値下がりというべきである。

(ウ)そこで、上記各被告株式の取得日頃から本件公表までの被告株式の値動きについてみると、前記各認定事実及び証拠(乙306)によれば、被告株式については、本件半期報告書の提出時である平成18年12月15日の株価(終値)は397円であり、その後400円台となった後に下降したが、平成19年1月11日に375円となった以降は上昇し、上記取得日である同年2月22日及び23日は、それぞれ410円、420円となるなど、同年19日以降は400円以上で推移し、本件有価証券報告書の提出時である同年6月27日には47円となり、同年8月9日に477円まで上昇したが、その後は下降して、上下動を繰り返しながら、本件公表直前日である同年9月27日には371円、当日である同年10月28日(終値)は361円となったことが認められる。

(エ)一般的に、虚偽記載等が公表されていない間には虚偽記載等が市場価額に影響を与え、上下動を繰り返しながら、本件公表直前日である同年9月27日には371円、当日である同年10月28日(終値)は361円となったことが認められる。

(オ)したがって、上記値下がりについては、金商法19条1項の規定によって算定される損害額から「他事情」として減額すべきである。

イ 高裁(同旨)

391円で取得  
本件公表直前の株価は361円  
差額30円は公表直前の値下がり  
この間、株価が上昇と下降を繰り返していたことは地裁と同旨。

「一般に、虚偽記載等が公表されていない間には、それ以前に正規の情報提供以外のルートを通じて虚偽記載等に係る事情が流布していたなどの特段の事情がない限り、これが市場価額に影響を与えることはないと考えられるから、この間の株価の変動は、虚偽記載等とは無関係な要因に基づくものと認めべきところ、本件虚偽記載に係る事情は本件公表に至るまで何ら公表されおらず、本件において上記特段の事情を認めるに足りる証拠もないから、上記値下がり、本件虚偽記載と相当因果関係のある値下がり以外の事情により生じたもの(他事情値下がり)であるというべきである。」(125頁)

益が98億2300万円、連結当期純利益が72億7800万円の過大計上であったこと  
ろ、これらを虚偽記載の金額と比較すると、本件半期報告書に係る金額は本件有価証券報告  
書に係る金額の32~35%程度となる。

もっとも、本件有価証券報告書の過年度訂正(虚偽記載)には、本件半期報告書の過  
年度訂正(虚偽記載)の影響が含まれていることに加え、虚偽記載の判明・公表というこ  
と自体の市場に与える影響の大きさ、さらに、前記前提事実のとおり、被告は、本件半期  
報告書を参照書類とする有価証券届出書に基づいて一般募集・第三者割当による約640  
億円もの株式発行(増資)等をしているところ、本件半期報告書に虚偽記載がなく、一株  
当たりの当期純利益(中間利益)がマイナス3.46円という数字であったら、増資をし  
ていなかったと考えられること(乙6、証人P34)や、本件半期報告書に係る情報の開  
示は、本件有価証券報告書に係る情報の開示と比較して、市場において相応の評価を得て  
いたことがうかがわれること(乙216)をも踏まえ、本件有価証券報告書の虚偽記  
載に係る値下がりに関し、金商法21条の2第5項の規定によって減額すべき「損害の額」  
は、上記Aで算定した34.83円のうち4割に相当する13.93円(少数点以下3  
桁を四捨五入)にとどめ、これを控除した20.90円をもって、原告A類型らのうち、  
本件半期報告書提出(平成18年12月15日)から、本件有価証券報告書提出(平成1  
9年6月27日)の前日(同日26日)までの間に被告株式を取得した者についての一株  
当たりの損害額と認めるのが相当である。」

**(2) 高裁：2割の減額**

「本件有価証券報告書において本件半期報告書における虚偽記載が存在しなかったとすれ  
ば、上記各過大計上にかかる金額から見ても、虚偽記載が判明したことに対する市場への  
影響はより小さかったであろうと考えられる。」

そして、本件公表は業績予想と同時に進行されており、「かつ、本件半期報告書と本件有  
価証券報告書に係る虚偽記載を区別して開示するものではなく、取引所市場においては、  
本件有価証券報告書に関連する虚偽記載の内容を本件半期報告書の虚偽記載と分けて個別  
に認識することはできなかったこと、本件有価証券報告書の虚偽記載には本件半期報告書  
と株価下落額が単純な比例関係にあるとは認められないことなどに照らせば、本件有価証  
書報告書の虚偽記載に係るかさ上げとして、金商法21条の2第5項ないし民訴法248条  
(類推適用)によって1審被告が賠償の責めに任じない損害の額は、金商法21条の2第2  
項ないし19条1項に基づいて算定される1審原告らの損害額から…業績予想の下方修正の  
開示による値下がり分を控除した残額の2割と認めるのが相当である。」(188頁)

**7 【省略】(7) 虚偽記載と認められなかった部分に対応する値下がり**  
**8 【省略】争点8 損益相殺**

のインパクトは額面よりも小さなものであったことが理解できる。」などと指摘されている  
ことや、本件各報告書に係る虚偽記載の判明・公表ということ自体の市場に与える影響の  
大きさをも考慮する必要がある。

以上の事情を総合考慮すれば、本件業績予想の下方修正の開示に関し、金商法21条  
の2第5項の規定によって減額すべき「損害の額」は、同条2項の規定により算定される  
一株当たりの損害額69.66円のうち5割に相当する34.83円とし、これを控除  
した34.83円を一株当たりの損害額と認めるのが相当である。」

**(2) 高裁：推定損害額から5割の控除**

<他事情値下がりに関すること>

地裁と同旨を述べた上で、「なお、上記の通り、本件虚偽記載と業績予想の下方修正が共  
通の原因を有するものであり、両者の間に一定の関連性があることは否めないけれども、1  
審原告らの金商法18条、21条の2による請求は、飽くまでも本件虚偽記載に起因する損  
害の賠償を求めるものであって、1審被告のエネルギー・プラント事業における工事総発生  
原価見通しの誤りないし甘さ(に起因する業績悪化)を責任原因とするものではない以上、  
本件業績予想の下方修正の開示による値下がりを他事情値下がりではないとすることはでき  
ない。」と述べた。(183頁)

<5割減額の理由>

3分の2の計算根拠:

570億円+850億円=約67.1%

550億円÷(302億円+550億円) =約64.6%

50.1%の計算根拠:

(550億円・123億円) ÷ (302億円 + 550億円)

「本件公表直後の報道においては、Y株式の株価の急激な下落がYの平成20年3月期業  
績見通しの予想を上回る悪化を反映したものと報道がされており、過年度訂正の問題に  
触れる報道も一部あったものの、それは営業損のさらなる拡大への危惧という観点からさ  
れたもの」(136頁)

**6 (6) 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時まで、に取得し  
たY株式に因する、同報告書に起因する値下がり**

**(1) 地裁：4割の減額**

「本件有価証券報告書の虚偽記載は、連結営業利益が302億4300万円、連結当期純  
利益が204億1800万円の過大計上であり、本件半期報告書においては、連結営業利

**第9 争点9 弁護士費用**

**1 地裁：21条の2の計算に加算しない**

「金商法21条の2第1項の「損害」とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解されること、同条2項は、同条1項を前提として、虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから、同条2項の「損害」もまた虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解するのが相当である（最高裁平成22年（受）第755号・第756号・第757号・第758号・第759号同24年3月13日第三小法廷判決・民集66巻5号1957頁参照）。そうすると、同項の「損害」として算定された推定額には、弁護士費用をも加えた全損害額が含まれていることになるのであるから、同額から他事情による値下がり分を控除した額に弁護士費用を加算することは相当ではない。

金商法19条1項の場合においても、同法18条1項の損害額について同法19条1項の額とすると規定されているのであるから、上記と同様、同条1項の「損害」は、弁護士費用を含めた全損害をいうものと解するのが相当であって、上記「損害」の額から他事情による値下がり分を控除した額に弁護士費用を加算することは相当ではない。」

**2 高裁：同旨**

**第10 争点10 遅延損害金の起算点**

**1 地裁：株式取得日から**

「金商法21条の2は、投資者の保護の見地から、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と解されるから、同条所定の賠償債務は不法行為に基づく損害賠償債務の性質を有するというべきであり、このことは、同法19条1項の規定に基づく損害賠償請求の場合であっても同様と解するのが相当である。

したがって、金商法21条の2及び同法19条2項の規定に基づく損害賠償債務は、損害の発生と同時に、かつ、何らの催告を要することなく、遅滞に陥るものと解するのが相当であり（最高裁昭和34年（オ）第117号同37年9月4日第三小法廷判決・民集16巻9号1834頁、前掲最高裁平成24年3月13日第三小法廷判決参照）、別紙「認容額等一覧表」記載の原告らは、それぞれの株式取得日（具体的な日は、別紙「認容額等一覧表」の「遅延損害金起算日」欄記載のとおり。）から遅延損害金の支払を請求することができるというべきである。」

**2 高裁：同旨**

以上

日本取引所金融商品取引法研究 第10号 2018年3月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。