

## CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

### CONTENTS

- 1 西武鉄道事件の概要
- 2 地裁・高裁判決の概要
- 3 最高裁判決の概要
- 4 最高裁判決の影響

## 西武鉄道事件最高裁判決

弁護士 福田 直邦 | 弁護士 宮 健太郎

有価証券報告書等の虚偽記載が契機となって上場が廃止された西武鉄道株式をめぐり多数の投資家が損害賠償請求訴訟を提起していた事案(いわゆる西武鉄道事件)につき、2011年9月13日、最高裁判所の判決があった。

これまでの東京地方裁判所および東京高等裁判所の判決では、主として損害の額の算定をめぐって判断が分かれていたため、最高裁判所がどのような判断を示すのか注目されていた。

本ニュースレターでは、今回の最高裁判決の内容を概説し、今後の実務に与える影響について分析を試みたい。

### 1 西武鉄道事件の概要

西武鉄道株式会社は、2004年10月13日、過去に提出した有価証券報告書や半期報告書における株主の保有株式数等の記載に誤りがあったことを公表し、訂正報告書を提出した。これを受けた東京証券取引所は、同日、西武鉄道株式の監理ポスト入りを公表した後、2004年11月16日には上場廃止を決定し、この決定に従い、西武鉄道株式は、2004年12月17日をもって上場廃止となった。その後、西武鉄道株式を保有していた多数の投資家から、西武鉄道やその取締役等に対して、民法第709条の不法行為等に基づく損害賠償を求める訴訟提起が相次いだ。

そのうち、これまで次表の5件について東京高等裁判所の判決がなされていることが知られているが、いずれも上告や上告受理申立てがなされ、最高裁判所に係属していた。

	投資家の属性	東京高裁判決日	東京地裁判決日
事件①	多数の個人投資家	2009年2月26日	2008年4月24日
事件②	信託銀行4社	2009年3月31日	2008年4月24日
事件③	日本私立学校振興・共済事業団	2010年3月24日	2009年1月30日
事件④	企業年金連合会ほか機関投資家	2010年4月22日	2009年3月31日
事件⑤	ゆうちょ銀行ほか機関投資家	2011年2月23日	2009年1月30日

上記5件の高裁判決およびその原審である地裁判決においては、事件①の投資家のうち株式を処分せずに保有していた者(保有投資家)を除き、投資家に対する損害賠償責任が認められた(なお、事件②では、地裁判決は投資家には損害がないと判断したが、高裁判決は損害賠償責任を肯定した。)。しかし、損害の額については判断が分かれており、最高裁判所がどのように判断するのが注目されていた。

最高裁判所は、2011年9月13日、上記5件のうち事件①および事件④について判決し、同日、判決文が最高裁のウェブサイト上で公開された。また、報道によれば、事件②および事件③についても、同日、同様の判決があった模様である。

## 2 地裁・高裁判決の概要

上記5件に係る地裁判決・高裁判決は、事件①の保有投資家と事件②の地裁判決を除き、西武鉄道等の損害賠償責任を認めた上で、その対象となるべき損害は、不法行為がなかったと仮定した場合の利益状態と、不法行為があったことによる現実の利益状態との差であるとする点では共通する。しかし、その損害の額がどのように算出されるのかについては、以下のように判断が分かれていた。

### (1) 取得価格と処分価格の差額

事件③と事件④の地裁判決では、仮に有価証券報告書等の記載が正確であったとすれば西武鉄道株式は上場廃止となっていたはずであり、投資家がかかる株式を取得することはなかった等と判示して、損害の額は取得価格と処分価格の差額によって算出されるとした。

### (2) 公表直前の株価と処分価格の差額

事件①と事件⑤の地裁判決では、投資家による西武鉄道株式の取得時点から虚偽記載の公表時点までの株価下落は市場原理によるものであって損害の額に含めることはできない等と判示した上、損害の額は公表直前の株価と処分価格の差額によって算出されるとした。

### (3) 公表による株価下落率を平均取得価格に乗じた額

事件③の高裁判決では、仮に有価証券報告書等の記載が正確であったとすれば形成されていたであろう想定価格と実際の取得価格との差額が損害であるところ、かかる差額の取得価格に対する割合は、虚偽記載の公表による株価の下落率に相当するという考え方に立ち、損害の額は公表による株価下落率(公表直前の株価と公表から上場廃止までの平均株価を用いて算出)を平均取得価格に乗じた額によって算出されるとした。

### (4) 公表直前の株価の15%程度

事件①、事件②、事件④および事件⑤の高裁判決では、公表直前の株価と処分価格との差額の全額を損害とすることはできないが、虚偽記載も株価の下落に一定の限度で寄与した等と判示した上、「損害が生じたことが認められる場合において、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときは、裁判所は、口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき、相当な損害額を認定することができる」と規定する民事訴訟法第248条を適用して、損害の額は公表直前の株価の15%程度とした。

### 3 最高裁判決の概要

事件①と事件④の最高裁判決では、まず、本件虚偽記載がなければ、投資家は、取引所市場の内外を問わず、西武鉄道株式を取得することができず、またはその取得を避けたことは確実であって、これを取得するという結果自体が生じなかったと見るのが相当であると判示した。

その上で、有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資家が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったとみるべき場合において、当該虚偽記載の公表後に上記株式を取引所市場において処分したときは、取得価額と処分価額との差額を基礎とし、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するという算出基準を示した。

また、事件①の最高裁判決では、上場株式を保有し続けているときは、取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額(上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額)との差額を基礎として、上記と同様の控除を行うという算出基準が示された。

虚偽記載に起因しない市場価額の下落分の控除につき、最高裁判決では、公表後の市場価額については上場廃止までに本件虚偽記載と無関係な要因による下落があったこととはうかがわれないうし、また、その後保有株式の価額が事実審の口頭弁論終結時までに更に下落したことはうかがわれないと判示している。その上で、損害の額は、上述の差額から、公表前の経済情勢、市場動向、西武鉄道の業績等本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分を控除して算定すべきであると判示して、これらを審理させるために東京高裁に差し戻したのが今回の最高裁の判断である。

今後の差戻し後の控訴審では、この点について東京高裁がどのように判断するのが注目されるが、最高裁判決では「以上のようにして算定すべき損害の額の立証は極めて困難であることが予想されるが、そのような場合には民訴法 248 条により相当な損害額を認定すべきである」と判示されており、差戻し後の控訴審でのポイントは、この「相当な損害額」ということになるとと思われる。

### 4 最高裁判決の影響

西武鉄道事件の後、2004 年に旧証券取引法が改正され、現在の金融商品取引法第 21 条の 2 (虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任)に相当する規定が設けられた。この法改正により、虚偽記載等のある発行開示書類または継続開示書類の提出会社は、流通市場において当該会社が発行する有価証券を取得した善意の投資家に対して損害賠償責任を負うことが規定された。また、虚偽記載の公表前 1 年以内に有価証券を取得し、公表日において引き続きこれを保有する投資家の損害は、公表前 1 か月間の平均市場価額から公表後 1 か月間の平均市場価額を控除した額とすることができる旨の推定規定も置かれた。

したがって、今後の類似事件においては、まずはこれらの新しい規定の適用が検討されることになろう。実際、上記の法改正後の有価証券報告書等の虚偽記載が問題とされたいわゆるライブドア事件に係る一連の訴訟においては、上記の規定の適用が認められている。

しかし、上記の金融商品取引法の規定は開示書類の提出会社以外の者の責任については言及がなく、また、推定規定の適用対象は虚偽記載の公表前 1 年以内に有価証券を取得した投資家に限られる。したがって、今後の類似事件においても、取締役等の損害賠償責任を追及する場合、長期保有の投資家が損害賠償を請求する場合や、上記の推定規定による金額を超える損害額を主張しようとする場合には、西武鉄道事件の最高裁判決は参考になると考えられる。



本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、以下の執筆弁護士までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

福田 直邦（パートナー）

Direct: 03-6888-1195 / Email: [naokuni.fukuda@amt-law.com](mailto:naokuni.fukuda@amt-law.com)

宮 健太郎（アソシエイト）

Direct: 03-6888-4704 / Email: [kentaro.miya@amt-law.com](mailto:kentaro.miya@amt-law.com)



Capital Markets Legal Update

担当パートナー： 多賀大輔、吉井一浩

本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、

[cm-newsletter@amt-law.com](mailto:cm-newsletter@amt-law.com)

までご連絡下さいますようお願い申し上げます。



## CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036

東京都港区六本木一丁目 6 番 1 号

泉ガーデンタワー 38 階（総合受付）

Tel: 03-6888-1000（代表）

Email: [inquiry@amt-law.com](mailto:inquiry@amt-law.com)

URL: <http://www.amt-law.com/>