

平成22年11月24日判決言渡 同日原本領収 裁判所書記官 深沢知央  
平成22年(ワ)第2239号, 第4357号 再生債権査定異議控訴, 同附帯控訴事  
件 (原審・東京地方裁判所平成21年(ワ)第14500号)

口頭弁論終結日 平成22年10月6日

判 決

広島市中区上八丁堀4番1号

控訴人兼附帯被控訴人 (以下「控訴人」という。)

株式会社アーバンコーポレイション

代表者代表取締役	平 井	■
訴訟代理人弁護士	中 村 直 人	
同 上	倉 橋 雄 作	

埼玉県 ■

被控訴人兼附帯控訴人 (以下「被控訴人」という。)

訴訟代理人弁護士	荒 井 哲 朗	■
同 上	島 幸 朗	
同 上	青 木 知 巳	
同 上	石 岡 良 子	
同 上	白 井 晶 子	
同 上	太 田 賢 志	
同 上	佐 藤 顕 子	
同上 (復代理人)	五 反 章 裕	

主 文

- 1 本件控訴を棄却する。
- 2 本件附帯控訴に基づき, 原判決主文第1項を次のとおり変更する。

被控訴人を申立人, 控訴人を相手方とする再生債権査定申立事件 (基本

事件・東京地方裁判所平成20年（再）第175号）について、東京地方裁判所が平成21年3月27日にした決定を次のとおり変更する。

申立人の届け出た再生債権（再生債権認否書受付番号株主一■■■■）の額を19万7900円及びこれに対する平成20年8月18日から支払済みまで年5分の割合による金員と査定する。

- 3 第1審において生じた訴訟費用は、これを2分し、その1を控訴人の負担、その余を被控訴人の負担とし、当審において生じた訴訟費用は、すべて控訴人の負担とする。

### 事 実 及 び 理 由

#### 第1 控訴の趣旨

- 1 原判決を取り消す。
- 2 被控訴人を申立人、控訴人を相手方とする再生債権査定申立事件（基本事件・東京地方裁判所平成20年（再）第175号）について、東京地方裁判所が平成21年3月27日にした決定を認可する。
- 3 訴訟費用は、第1，2審を通じ、被控訴人の負担とする。

#### 第2 附帯控訴の趣旨

主文第2，3項と同旨

#### 第3 事案の概要（略語等は、原則として、原判決に従う。）

- 1 本件は、控訴人について開始された民事再生手続において、控訴人の株式の売買取引をしていた被控訴人が、控訴人の満期転換社債型新株予約権付社債の発行に際して作成された臨時報告書等に虚偽記載があり、これにより損害を被ったと主張して、金融商品取引法21条の2第1項本文に基づき41万0850円及びこれに対する再生手続開始決定日である平成20年8月18日から支払済みまでの民法所定年5分の割合による遅延損害金を再生債権として届け出たところ、控訴人が全額について異議を述べ、再生裁判所は、被控訴人の取引形態が売りと買いを同日内に行う取引を繰り返していたから瞬時の値動きによ

って利益捻出を図るものであり、虚偽記載による損害が発生したとは認めがたいとして、再生債権の額を0円とする査定をしたために、被控訴人が届け出た再生債権の査定を求めて異議を申し立てた事案である。

2 原審は、本件各記載は、金融商品取引法21条の2第1項にいう「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」ものというべきであり、同条の2第2項によれば、本件スワップ契約の公表日（平成20年8月13日）前1か月間の控訴人株式の市場価格の平均額（133.5円）から公表日後1か月間の控訴人株式の市場価格の平均額（4.18円）を控除した額を基にした額が控訴人の推定損害額となるが、同条1項本文によって同法19条1項の規定により算出した額を超えない限度において損害が認められるのであるから、同条第1項本文による被控訴人の損害賠償請求の上限額は19万7900円であり、被控訴人の損害には、本件各記載によって生ずべき控訴人株式の値下がり以外の事情によるものも一定程度含まれていることは否定できないので、同条5項の賠償の責めに任じない損害をこのうちの2割として、被控訴人の損害額を15万8320円とこれに対する平成20年8月18日から支払済みまでの民法所定年5分の割合による遅延損害金と査定したところ、控訴人が控訴し、被控訴人が附帯控訴した。なお、被控訴人は、附帯控訴において、被控訴人の査定を求める再生債権の額を19万7900円とした。

3 前提事実、争点及び当事者の主張は、次のとおり補正し、付け加えるほか、原判決「事実及び理由」中の第2の2、3に摘示されたとおりであるから、これを引用する。

（原判決の補正）

- (1) 原判決書3頁20行目の「払い込むべき」を「出資される」に改める。
- (2) 6頁24行目の「当割当先」を「割当先」に改める。
- (3) 8頁13行目の「被告」を「BNPパリバ」に改める。

(4) 12頁18行目の「につ」から24行目の末尾までを「は、別紙対象株式取引一覧表記載のとおり、19万7900円となる。」に改める。

(控訴人が当審において追加又は敷衍した主張)

#### 1 本件取引の合理性

本件CBの発行と本件スワップ契約との組合せ取引（本件取引）は、緩やかな資本による資金調達を可能にするという点で資金調達手段として合理的で適法な手法である。

本件取引では、株価下落要因とならないようにヘッジ比率を定めて日々の出来高の12～18%でしか新株予約権の行使がされないなど、過度のマーケットインパクトが生じないような工夫がされていたから、本件取引がすべて開示されても控訴人株式の株価下落要因にはならない。控訴人が本件取引を開示しなかったのは、ヘッジ比率を開示する問題があったからであり、臨時報告書の記載事項が限定列挙とされていたことから、本件スワップ契約も記載する必要がないと考えたからである。

控訴人もBNPパリバも本件取引を途中で終了させることは不利益であり、早期に取引終了を望んでいたし、平成20年6月26日（以下、平成20年の出来事については月日のみで表示する。）時点では、控訴人の株価が本件新株予約権の転換価格である344円を上回っていて、出来高も考慮すれば、営業日ごとに控訴人が約11億円ないし14億円を受け取り、最終的には約20ないし30営業日のうちに合計約275億円ないし353億円を受領して借入金の返済に充てることができ、支払われるスワップ変動支払額が相当高額に及ぶと見込まれていたため、本件臨時報告書等の記載内容どおり、300億円の全額に近い金額を早期に借入金の返済に充てられる可能性が高かった。

本件CBの手取金をいったん本件スワップ契約の想定元本として預け入れることは、調達できる資金の額及び時期にとって、重大な相違を生じさせるものではなかった。

## 2 本件スワップ契約の開示と株価の下落

6月20日から8月13日までの控訴人の株価は、一方的に下落していたが、8月13日までは臨時報告書の訂正報告書が提出されていないから、この下落は、控訴人の状況や市場環境によるものであり、本件虚偽記載等に起因するものでないことは明らかである。したがって、金融商品取引法21条の2第4項により、それ以外の事情により生じたものとして控除しなければならない。公表日（8月13日）の終値である62円を超える部分の値下がりによる損失は、本件各記載とは何ら関係がない。

民事再生手続開始の申立てで株価が暴落することは経験則に照らして明らかであるから、8月14日以降の株価下落についてはすべて金融商品取引法21条の2第4項に基づき、推定損害額から減額すべきである。

## 3 本件取引と民事再生手続の開始

本件取引と控訴人が民事再生手続の開始を申し立てたことは、無関係である。

控訴人は、5月末ころに民事再生手続開始の申立てを検討したが、6月当時は、メリルリンチ・アンド・カンパニー・インク（メリルリンチ）への物件売却により当面の資金繰りに目途が立っており、メリルリンチによるTOB（株式の公開買付け）によって抜本的な信用補完がされるものと具体的に期待されていたから、本件CBによる資金調達は、控訴人にとって、倒産回避に必要不可欠なものではなかった。

控訴人は、6月初めころからメリルリンチと業務・資本提携の交渉を行い、6月19日には民事再生手続開始の申立てに向けた準備・検討を中止した。メリルリンチへの物件売却によって資金繰りに目途が立ち、6月30日に期限延長された法人税約123億円についても7月末以降に分割払すれば良いことになった。8月にはメリルリンチが控訴人にTOBを実施することが想定されていたのであるから、控訴人が倒産の危機に直面していたようなことはない。

控訴人が民事再生手続開始の申立てに至ったのは、8月6日にメリルリンチ

が態度を翻してTOBを中止してしまったことから、抜本的な信用補完の道が失われ、返済期限の到来する総額4700億円に及ぶ債務の中期的な返済の目途が立たなくなり、資産の散逸を防ぎ、事業を継続して関係者への迷惑が増大することを避けるために民事再生手続開始の申立てをする決断をしたものである。

本件取引は倒産回避目的ではないし、本件取引によって資金が調達できなかったとしてもそれによって控訴人が倒産することはなかった。本件取引と民事再生手続の開始との間に因果関係はない。

#### 4 被控訴人がデイトレーダーであること

被控訴人は、本件臨時報告書等の提出とは無関係に、控訴人の瞬時の株価動向にのみ着目して取引を繰り返していたと言えるから、本件臨時報告書等の提出と被控訴人の取引の間に因果関係はない。

#### 5 重要事項の記載欠如

金融商品取引法24条の5第4項と内閣府令は、臨時報告書の記載事項を限定的に定めており、CBの発行に関する条件や付随契約は記載事項とされていなかった。本件臨時報告書では、そのすべてが記載されていたから「記載すべき重要な事項」の記載は欠如していない。

#### 6 被控訴人の損害

##### (1) 取得自体損害

被控訴人が主張する取得自体損害は、本件事案で生ずるはずがない。

取得自体損害が認められるのは、発行会社が株式を取得するように仕向けた場合に限られ、流通市場での不正開示の事案では、虚偽記載等をしたことが不法行為なのであり、それと因果関係があるのは、購入した株式の価格が虚偽記載等がなかった場合の想定価格よりも高かったという点のみである。

このような差額を具体的に立証することが難しいことにかんがみて、因果関係と損害の推定規定が設けられている。

BNPパリバは、本件スワップ契約を開示するのであれば本件取引には応じられないという立場ではなかったから、虚偽記載等がなければ本件取引は存在しなかったということにはならないし、本件取引によって控訴人に対し6月末日に支払われることが見込まれた金額は、開始日に発生する変動支払の10数億円程度であったから、本件取引がなければ、6月末日時点で控訴人が倒産していたということもない。

## (2) 高値取得損害

本件で推定規定が適用されるとしても、公表前後1か月間の株価下落は、本件臨時報告書等の記載とは関係のない市場環境等（公表日前1か月間の一方的な株価下落）や民事再生手続開始の申立て（公表日後1か月間の株価下落）が原因であるから、推定損害額全額について免責されるべきである。

## (3) 損害額の上限規制と免責規定の適用順序

金融商品取引法21条の2第1項、同19条1項に基づく損害額の上限規制と同法21条の2第4、5項に基づく損害賠償の免責の適用順序は、損害額を立証してから因果関係の立証に移るとするのが原則的な思考順序であるから、同条第2項の推定損害額を算出し、次いで同条第1項、19条の上限規制を適用し、次いで同法21条の2第4、5項の免責規定を適用すると考えるべきである。

(控訴人が当審において追加又は敷衍した主張に対する被控訴人の反論)

### 1 本件取引について

本件スワップ契約に基づく変動支払額は、控訴人の株価により算出されるVWAPと本件CBの転換価格に関連して算出されることとされており、BNPパリバは当初から本件CBを控訴人株式に転換して市場で売却し、本件スワップ契約の支払に充てることを企図していた。本件CBの買取契約と本件スワップ契約は経済的に相互密接な関連性を有していた。BNPパリバは、本件スワップ契約の締結がなければ本件CBに係る払込みを行わなかったことは明らか

である。本件CBの発行と本件スワップ契約は、どちらか一方のみでは存在し得ないものであった。

本件CBの発行により控訴人に支払われる300億円（手取額299億5000万円）は、本件スワップ契約に基づき、直ちにBNPパリバに戻され、本件スワップ契約の保証金となり、BNPパリバは、本件スワップ契約に基づく変動支払を行うために、日々の対象株数に一致するように本件CBを順次株式に転換して市場で売却することになるが、変動支払額は、控訴人の株価の変動に影響され、BNPパリバが市場で売却できる株式数についても1日の定量幅が定められていた。その具体的選択はBNPパリバの自由裁量とされていたから極めて不確定なものとなっていた。また、控訴人の株価が転換下限価格以下に下落した場合は、全額が支払われない可能性があった。本件スワップ契約を非開示とすることで、市場の受ける影響に格段の差があることは論を待たない。

本件CBと本件スワップ契約の組合せ取引の実質は、MSワラントを無償でBNPパリバに付与する行為に等しいもので、MSワラントに関する規制を潜脱すべくあえてこれを投資家にとって見栄えの良い本件CBとそうでないスワップ契約に分解するものである。控訴人は、本件スワップ契約の存在及び内容が投資家の認識するところとなれば控訴人の株価が暴落することから本件スワップ契約部分を開示しなかったものであり、この事実は本件スワップ契約の存在及び内容が投資家の投資判断にとって重要な事実であることを顕著に示すものである。

本件CBの発行は、市場に対して「世界有数の金融機関から新株予約権を担保に300億円の与信を受けた」との誤ったメッセージを示し、本来であれば株価暴落を来すべき資金調達を市場を欺いて株価をつり上げ、違法な資金調達が可能ならしめるに不可欠な要素だった。

本件臨時報告書等には、本件スワップ契約の存在及び内容が記載されなかったから、投資家に対して本件CBが単なる新株予約権付社債の発行と同一であ



り、その払込みによって控訴人が債務弁済資金として300億円を調達できたと誤解される内容となっていた。本件臨時報告書等々の記載が「重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている」ことは明らかである。

控訴人は、本件取引が合理的な資金調達方法であると主張するが、資金調達におけるメリットと開示の必要性は全く別問題であり、本件取引は、株価が下限価格を下回らない限り、BNPパリバが控訴人の株式を出来高の15%程度市場に売却し続けるのであるから、株価の下落を招いたであろうことは明らかである。

## 2 虚偽記載について

### (1) 金融商品取引法の目的

金融商品取引法は、その直接的な目的として「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にすること」並びに「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図ること」を掲げており、従来の証券取引法が明示していた目的に加え、いわゆる市場法としての性格をも有することを明確にしたことが特徴的とされる。

さらに、金融商品取引法は、「企業内容等の開示の制度を整備する」等の文言を付け加えているが、これは、金融商品取引法の直接的目的を達成するための法的手段として、特に開示制度の充実を明示したものである。

金融商品取引法24条の5第4項は、有価証券報告書によって企業内容等を開示することを義務付けられている会社は、一般に、株主、投資家、社債権者、会社債権者等多数の利害関係人を有しているため、これらの者に対し、投融資を行い、又は、権利を行使する等の際に必要な情報を取得させ、もって、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成を図る趣旨である。

開示府令19条2項2号イ、1号へによって新株予約権付社債発行に係る臨時報告書に記載すべきこととされている「新規発行による手取金の額及び使途」の内容には、手取金の額及び使途についての情報を記載すべきであって、上記利害関係人が投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要なものが除外されてはならないというべきであり、この必要な情報が除外されているときは虚偽記載等に当たる。

(2) 臨時報告書の虚偽記載

臨時報告書の記載事項として、開示府令19条2項2号イ、1号へは、「新規発行による手取金の額及び使途」と明記している。

本件CBの発行により調達されるはずであった300億円は、払込当日に、全額本件スワップ契約の想定元本の支払としてBNPパリバに支払われ、本件臨時報告書等に記載された「短期借入金を始めとする債務の返済」、本件有価証券報告書等に記載された「債務の返済」には全く充てられていない。控訴人が本件CBの資金使途に記載した内容が虚偽記載等に当たることは明白である。本件CBの資金使途として最終的な資金使途である「債務の弁済に充てる」ことを記載するとしても、本件スワップ契約によって控訴人に返還される金額及び時期は、控訴人株式の株価に影響され、債務の弁済のために調達できる資金額及び時期が極めて不確定となっている。本件スワップ契約の内容が記載されなければ、投資家に対し、控訴人が本件CB発行により債務の弁済資金300億円を調達したと誤認させることになる。本件組合せ取引の一体性やその効果等に鑑みれば、本件CBの発行資金が本件スワップ契約に基づく想定元本としてBNPパリバに支払われることを記載した上で、そのスワップ契約に基づくBNPパリバからの支払金の金額が不確定なため債務の弁済に使用される資金額も不確定であるということなどを具体的に記載しなければならないのは当然である。

臨時報告書の制度は、企業内容に関して発生した重要な事実であって、特

に投資者のために適時に開示した方がよいと思われる事項について、有価証券報告書等の提出を待たずに個別的にその開示を求め、投資家の的確な判断に資することが流通市場の健全な発展と投資家保護に資することから創設されたものであり、金融商品取引法の定める情報開示制度の重要な柱である。

有価証券報告書は、これによって、投資家が事業年度の財政状態及び経営成績等の投資判断の意思決定を行うための情報を取得するためのものであるから、重要な企業情報の開示書類である。

金融商品取引法の開示制度の趣旨等に鑑みれば、資金調達が行われる際に開示される「手取金の使途」は、投資家の投資判断にとって重要な事実か否かという観点からこれを判断すべきである。ある程度概括的な記載が許容される場合があるとしても、それは当該情報の重要性との相関で判断すべきものであって、少なくとも投資家が自ら推察し、投資判断が可能となる程度までは具体的に情報を開示しなければならないと解すべきである。本件スワップ契約の存在及び内容は、投資家の投資判断に影響を及ぼす重要な事実であった。

金融商品取引法21条の2第1項は、記載欠如についても虚偽記載の場合と同様に利害関係人らが投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要な情報が除外されている場合として損害賠償責任が生じることを明らかにしているから記載欠如は虚偽記載ではないとの控訴人の主張は失当である。

### (3) 重要事項及び重要事実の記載欠如

本件スワップ契約における控訴人からBNPパリバへの支払金299億5000万円は、平成20年3月期の控訴人の総資産3695億円の8%であり、控訴人の財政状態に著しい影響を与える事象であるから、開示府令19条1項、2項12号の「提出会社の財政状態及び経営成績に著しい影響を与える事象が発生した場合」に該当すると解され、本件スワップ契約自体が臨時報告書の提出を要する重要事項に該当する。

本件スワップ契約は、本件CB発行による300億円の資金調達を消滅させ、単なる取引市場における新株売却による資金調達に変更し、調達額は控訴人株式の株価が下落するにつれて減少し、株価が下限株価以下になると資金調達はなくなるという重要な内容であったことから、本件スワップ契約の存在と内容は、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」に該当することは明らかである。

### 3 被控訴人に生じた損害

- (1) 金融商品取引法の規定に基づく損害賠償責任は、投資家保護の観点から民法上の不法行為の特則を設けたものと解され、虚偽記載等がなかったならば当該株式を取得しなかった（取得自体損害ケース）と虚偽記載等がなかったとしても、当該株式の取得をしていた（高値取得損害ケース）が考えられ、どちらの損害が発生したかは、当該事案における諸事情に照らして社会通念に従って判断されるべき事柄である。

金融商品取引法21条の2第1項本文及び同2項が前提とする損害のとらえ方については、投資家による現実の取得価格と虚偽記載がなかったとしたら本来あるべき価格（想定価格）との差額を損害と見て、取得時に損害が発生していることを前提とし、その具体的金額を算定することが容易でないために、これを合理的に推定するため、法律上の推定規定を置いたものであると解するのが一般的であり、妥当である。

金融商品取引法21条の2第4項による免責ないし減責が認められるためには、被請求者において、虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情、その事情と損害との因果関係、その事情によって生じた損害の具体的金額をすべて主張立証する必要がある。

本件臨時報告書等の虚偽記載等がなければBNPパリバが本件取引の締結自体を拒否し、本件取引自体が存在しなかった。

控訴人は、キャッシュフローに窮して民事再生手続開始の申立てに至った

のであり、6月末日現在で現金等は約50億円程度で、キャッシュフローが破綻状態にあつて、6月27日の株主総会前には倒産していたと考えられる。6月ころは、不動産の市況が極めて悪くなっていたから、控訴人による物件の売却も困難な状況にあつた。控訴人は、メリルリンチへの物件売却にかかる実際の入金額は約169億円であるというのであるが、これでは6月から7月にかけての約定どおりの債務の返済もすることができないし、法人税の支払を分割にして猶予してもらったなどというのも6月末日時点での破綻状況を裏付けるものでしかない。

かかる控訴人に対しては、より早期に民事再生手続開始の申立てがされたはずであり、そうであれば、被控訴人が控訴人の株式を購入（取得）することはなかった。

被控訴人の損害を、本来あるべき価格と実際の取得価格との差額と解したとしても、6月末ころ時点では、破綻状態が必至である控訴人の株式の価値はゼロ円であるから、被控訴人は、本来客観的に全く価値のない控訴人株式を不当に高い値段で購入させられたと見るべきことになる。

- (2) 取得時に被控訴人に発生した高値取得による損害が、後日、控訴人が、民事再生手続の開始を申し立てたからといって消滅することは理論的にあり得ない。

控訴人は、虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情及びその事情によって生じた損害の具体的金額について全く立証していないから、金融商品取引法21条の2第4項が適用される余地はない。

本件は、控訴人が事実上倒産状況にあることを自ら知りながら、虚偽記載等を行って市場を欺き、投資家に株式を購入させて、他方でBNPパリバを通じて控訴人株式を売却するという方法により、自ら違法に資金を調達することを企てて実行したという事案であるから、民事再生手続開始の申立て原因と本件臨時報告書等の虚偽記載等に関わる事実は、極めて密接に関係して

おり、民事再生手続開始の申立ては、虚偽記載等と無関係な事実ではない。

控訴人の民事再生手続開始の申立て当日である8月13日の控訴人株式の終値は、1株62円であるから、市場における売買取引終了後の再生手続開始申立てにより下落したと認められる価格の最大限は、1株62円を上限とすることは明らかである。

本件において、金融商品取引法21条の2第4項及び5項を適用して被控訴人が被った損害の減免責を認めることは、その一部であっても許されない。

被控訴人が被った損害は、控訴人株式を取得した時点で発生しているのであって、その後の市場の下落は、被控訴人が被った損害についての控訴人の損害賠償責任に消長を来すものではないから、本件臨時報告書等の提出日以降に発生した控訴人の株価の下落は被控訴人に発生した損害とは関係がない。

また、本件スワップ契約に基づいて、BNPパリバは、市場で大量の控訴人株式を売却し、その売却代金をもって変動支払に充てていたのであり、株式の大量売却は強い売り圧力となって株価を押し下げるのであるから、株価の下落と本件虚偽記載等とは直接的な関係があったとさえ言える。

- (3) 被控訴人が被った損害は、「本来あるべき市場価格よりも不当に高い価格で株式を取得させられたことによる損害」と捉えられる。短期売買であるからといって、虚偽記載等を前提として形成された株価の動きを前提に取引を行っているのであり、市場の様々な情報を得て取引している市場参加者が短期売買を行ったからといって必ずしも虚偽記載等とは無関係であるとはいえない。

虚偽記載等を含んだ臨時報告書等が提出され、公衆の縦覧に供されると、その内容を投資家らが分析評価し、その結果は市場を通じて株価に反映される。そして、市場で株式を取得する場合、その虚偽記載等の影響を受け、不当につり上げられた価格で株式を取得することになるから、その存在を認識せず、あるいはその内容を信頼せずとも虚偽記載等による損害を被る結果と

なることは同じである。想定価格と実際の価格との差額に係る損害を請求するには、虚偽記載等の存する臨時報告書等に対する認識・信頼は要件とはされていない。

#### (4) 損害額の上限規制と免責規定の適用順序

金融商品取引法21条の2第1項が、損害及び因果関係が立証された場合でも発行者の責任を同法19条1項の額とする責任の上限規制であるのに対し、同法21条の2第4、5項は損害の一部又は全部について因果関係がないことを発行者が立証した場合に免責を認めるものであることを考えれば、同法21条の2第2項で損害額が推定された後、同条第4、5項によって因果関係の有無を検討し、それによって算出した額について発行者の責任限度額の超過の有無を同法21条の2第1項、19条1項により検討することが法の予定するところである。

#### 第4 当裁判所の判断

- 1 当裁判所は、被控訴人の本件請求は、附帯控訴の限度で理由があると判断する。その理由は、原判決書16頁20行目の「21条」の次に「の2」を加え、次のとおり付け加えるほか、原判決「事実及び理由」第3の1、2の(1)、(2)、(4)ないし(5)に説示されたとおりであるから、これを引用する。

#### 2 本件取引と虚偽記載

控訴人は、本件臨時報告書には重要事項の記載は欠如していないなどと主張するが、控訴人が6月当時、資金繰りが困難となって、他からの資金調達を必要とするような財務状況に陥っていたことを考慮すれば、300億円が資金として直ちに調達できるのかどうか、本件スワップ契約を組み合わせることによる資金調達の時期（6月26日当時の株式状況を前提にした控訴人の主張によっても資金のほぼ全額を手にするのに約20ないし30営業日を要することになる。）、資金調達実現の確実性（変動支払額が控訴人株式の価格と連動している。）は、いずれも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

の重要な情報である。したがって、かかる情報を欠いた記載は、株主、債権者及び投資家等に対し、本件CBの発行により、割当先であるBNPパリバから払込みを受けて、300億円の全額に近い金額が控訴人の短期借入金債務等の返済に充てられ、これにより控訴人の財務状況が大幅に改善されるとの誤解を生じさせるに足りるものであることは上記説示のとおりであり、本件臨時報告書の本件CBの手取金の使途には、かかる記載を欠いているのであるから、本件臨時報告書には、記載すべき重要な事項及び重要な事実の記載が欠けているというべきである。本件スワップ契約を記載すべき重要性がなかったとの控訴人の主張を採用することはできない。

控訴人は、本件取引が合理的な資金調達手段であったと主張するが、仮に本件取引に合理性があるからといって、本件臨時報告書等に記載すべき事項の重要性が左右されるものではない。

### 3 被控訴人に生じた損害

(1) 証拠（甲67, 82, 94, 乙62, 71, 72, 74の1ないし3, 75ないし80）及び弁論の全趣旨によれば、次の事実を認めることができる。

控訴人は、平成2年に分譲マンションの企画販売を目的として設立され、平成14年には東京証券取引所市場第1部へ株式が上場されたが、不動産流動化事業、マンション分譲事業のため、開発対象不動産の購入資金を金融機関からの借入金で調達していた。

サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱、信用収縮、不動産投資市場の沈静化により、平成19年末ころから金融機関の不動産業界に対する融資姿勢が厳格化したので、控訴人も新規融資や短期借入金の借換えが困難となり、不動産投資ファンドによる不動産投資の減退により開発済不動産の売却による資金調達・資金回収も容易ではなくなった。

平成20年3月には、控訴人が反社会的勢力と関わりがあるとの風評が広まり、控訴人の信用が低下した。



このため、控訴人は、平成20年2月末から7月末までの5か月間で約570億円の借入金の返済を迫られ、控訴人から物件を購入する買手への融資を金融機関が拒んだことから物件の売却による資金調達・資金回収も困難な状況になった。

上記認定のとおり、6月4日には控訴人の社債の格付けが格付け会社によって投機的水準（BB+）に引き下げられ、金融機関や市場からの資金調達が困難となったが、6月から7月にかけての納税及び借入金の返済等の資金需要が増加し、この時期の支払を継続できるかは、控訴人にとって、極めて危ぶまれる状況になった。

控訴人の経営中枢は、5月末ころから民事再生手続開始等の申立ての可能性を検討し、資金調達を最優先の経営課題と位置付け、本件CBの発行は、資金繰りが最も苦しくなる6月末から7月を乗り切るための重要な案件であった。

控訴人は、6月初めから、メリルリンチとの間で業務・資本提携の交渉を行い、同月27日には、控訴人が保有する物件又はその信託受益権を総額約354億円で売却する契約を締結し、担保権等の抹消に要した金額を控除した約169億円の現金を調達した。

控訴人は、6月末に合計約200億円の借入金等についての返済期限を迎えていたが、手元資金では返済できず、メリルリンチから調達した上記資金を6月中の借入金返済に充てた。

8月には、メリルリンチが控訴人にTOBを実施することが想定され、控訴人は、6月19日に民事再生手続開始の申立てを検討することを中止した。

7月には、メリルリンチから控訴人に対し、TOBを実施する意向が書面で伝えられたが、この意向表明は、適用されるすべての行政上及び規制上の承認及び届出の受領等、最終契約の締結を条件としており、メリルリンチは、いつでもTOBの更なる検討を拒否し、承認手続を終了させることができる

ことを内容としていた。

控訴人は、法人税等約123億円を6月末日に支払う必要があったが、手元資金がなく、7月10日、滞納していた法人税等約123億円について、7月末日から12月末日までの6回（7月末から11月末までは各約13億3300万円、12月末に約56億3300万円）で分割して納付する納付誓約書を広島国税局長に宛てて出しているが、この誓約書には、7月から9月末日に納付する法人税等の支払が転換社債及び棚卸資産の売却によって行われることが根拠として記載されている。

メリルリンチは、8月6日、TOBの実施を見送ることを決定し、同日、その旨控訴人に伝えられ、控訴人は、8月13日に民事再生手続開始の申立てをした。

- (2) 上記認定の事実によれば、控訴人は、6月末の借入金の返済、法人税等の納付を手元資金では行うことができず、金融機関等からの資金調達も困難な状況にあり、法人税等の納付を分割する根拠には、本件取引による資金調達が予定されていたのであるから、本件取引及びメリルリンチとの業務提携がなければ破綻する状況にあったといえることができる。控訴人は、本件取引による資金調達は、控訴人にとって、倒産回避という観点で必要不可欠なものではなかったと主張するが採用することができない。

しかし、上場された株式の価値は、会社の業務内容及び業績、会社が有する資産の状態、財務内容、将来性、市場における価格変動等の様々な要素で決まるといえることができ、投資家等は、様々な思惑で株式の取引をするのであるから、控訴人が破綻する状況にあったからといって、控訴人株式の価値が全くなかったということとはできず、被控訴人が本件株式を取得したことで、取得価格が直ちに被控訴人の損害になると認めることはできない。また、被控訴人は、7月11日から控訴人株式の売買を原判決別紙3記載のとおり短期間で繰り返しており、7月11日には214円であった控訴人株式が、8月13日には6

8円まで下落しているにもかかわらず購入を続けていることなども考慮すると、本件臨時報告書等の虚偽記載等がなければ本件株式を購入しなかったと認めることもできない。したがって、被控訴人の控訴人株式の取得価格が直ちに被控訴人の損害であるとする被控訴人の主張を採用することはできない。

そこで、被控訴人が本件臨時報告書等によって被った損害は、金融商品取引法21条の2第2項の推定規定によって算出されるべきことになる。

- (3) 控訴人は、本件臨時報告書等の虚偽記載等と控訴人の民事再生手続開始の申立てとは関連しないから、控訴人株式の価格の下落は、民事再生手続開始の申立てによるものであって、虚偽記載等が公表されたことによるものではなく、虚偽記載等と被控訴人の損害との間に因果関係はないし、金融商品取引法21条の2第4項によって損害の全額について免責が認められるべきであるなどと主張する。

控訴人は、上記認定のとおり、5月ころから社内で民事再生手続開始の申立て等の手続を検討するなどの財務状況の破綻に対する準備を始めており、6月末には借入金の返済、法人税等の納付資金にも事欠くような状態にあり、メリルリンチへの物件売却と本件取引によって6月末に必要な資金をようやく調達できたといえることができる。

そして、7月10日の本件CBの発行が予定どおり行われることが報じられて控訴人の株価が一時高騰していることからすると、本件CB発行による資金調達及びメリルリンチとの業務提携の見通しがあったことによって、6月末から8月中旬までのほぼ破綻状態にあった控訴人の株価を維持することができたと認めることができる。

控訴人の株価は、原判決別紙4記載のとおり、8月14日から暴落しているが、メリルリンチが控訴人との業務提携をすることを終了させたのが8月6日であって、そこからおよそ1週間が経過した後の株価の急激な下落であるから、この下落がメリルリンチとの業務提携終了の影響によるものとは認めることが

できない。上記認定のとおり、控訴人は、6月末には破綻状態にあり、メリルリンチや本件取引による資金調達が公表されるまでは、日本格付研究所による格付けの投機的水準とされるまでの引下げなど、控訴人の破綻状態が市場にも明らかであったことからすると、控訴人の株価の下落は、本件取引による控訴人の資金調達の方法に虚偽記載があったことが公表されたことで、控訴人の信用が喪失し、今後の控訴人の資金調達の見込みが失われたことにその原因があったと認めることができる。控訴人は、6月末の時点で、資金調達の見込みがなければ、民事再生手続開始の申立てをしなければならない状況にあったのだから、控訴人が、民事再生手続開始の申立てを本件臨時報告書の虚偽記載等の公表と同日に行ったからといって、民事再生手続開始の申立ては、控訴人が虚偽記載等の公表に伴って必然的にとらなければならない対応であったのであるから、控訴人の株式の下落が民事再生手続開始の申立てがされたことによって生じたものと認めることはできない。

- (4) 上記説示のとおり、控訴人の株式の下落は、本件臨時報告書の虚偽記載の公表によって生じたものと認められ、それ以外の事情により生じたことを認めるに足りる証拠はない。

金融商品取引法21条の2第4項、5項定の「当該書類の虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたこと」の証明はないというべきであり、同条第4項、5項の適用による減額はできない。

- (5) 金融商品取引法21条の2第1項本文によれば、虚偽記載等による損害賠償請求は、同法19条1項の規定の例により算出した額を超えない限度において認められるのであるから、被控訴人が被った損害は、上記説示のとおり、19万7900円となる。なお、金融商品取引法21条の2第2項によって算出される被控訴人の損害の額は、41万0850円であるから、上記メリルリンチとの業務提携の終了、控訴人の民事再生手続開始の申立てによる控訴人株式の値下がりへの影響は、仮にあったとしても、控訴人の損害額が19万7900

円を限度とされることで既に減額されているともいうことができる。

## 第5 結論

以上判示したところによると、原判決は、一部不当であるから、本件附帯控訴に基づき原判決を変更することとして、主文のとおり判決する。

東京高等裁判所第11民事部

裁判長裁判官 岡 久 幸 治

裁判官 三代川 俊 一 郎

裁判官 小 野 洋 一

## 別紙対象株式取引一覧表

氏名 XXXXXXXXXX

取得額合計	227,600	- 売却額合計	29,700	= 損害額合計	197,900
対象株式数	3,300	金商法21条の2第2項によって推定される損害の額			197,900

No.	信用建落 対応番号	対象株式の 取得・売却日	株式数	単価	取得・売却額	取得・売却額累計
1		平成20年8月12日	3,200	69	-220,800	-220,800
2		平成20年8月13日	100	68	-6,800	-227,600
3		平成20年8月15日	3,300	9	29,700	-197,900

これは正本である。

平成22年11月24日

東京高等裁判所第 11 民事部

裁判所書記官 深 沢 知 央

