

平成24年3月29日判決言渡 同日原本領收 裁判所書記官 倉田優巳
平成23年(丙)第1678号 再生債権査定異議請求控訴事件 (原審:東京地方裁判
所平成21年(ワ)第13107号)

口頭弁論終結日 平成24年1月24日

判 決

広島市中区上八丁堀4番1号

控訴人兼被控訴人 (1審原告)

株式会社アーバンコーポレイション

(以下「1審原告」という。)

同代表者代表取締役 平 井 [REDACTED]
同訴訟代理人弁護士 倉 橋 雄 作

被控訴人兼控訴人 (1審被告)

(以下「1審被告」という。)

同訴訟代理人弁護士 荒 井 哲 朗
同 島 幸 明
同 白 晶 子
同 太 田 賢 志
同 佐 藤 彰 子
同 五 反 章 裕
同 薮 井 淳 子
同訴訟復代理人弁護士 浅 井 淳 子

主 文

- 1 1審原告の控訴を棄却する。
- 2 1審被告の控訴に基づき、原判決主文第1項を、以下のとおり変更する。
- 3(1) 1審被告を申立人、1審原告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30日にした決定を次のとおり変更する。

申立人（1審被告）の届け出た再生債権（再生債権認否書受付番号株主- [REDACTED]）の額を7万7592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。

（2）1審原告のその余の請求を棄却する。

4 訴訟費用は、第1、2審を通じて、これを4分し、その3を1審原告の負担とし、その余を1審被告の負担とする。

事実及び理由

第1 控訴の趣旨

1 1審原告

（1）原判決中、1審原告敗訴部分を取り消す。

（2）1審被告を申立人、1審原告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30日にした決定を取り消す。

申立人（1審被告）の届け出た再生債権（再生債権認否書受付番号株主-[REDACTED]）の額を0円とする。

2 1審被告

（1）原判決中、1審被告敗訴部分を取り消す。

（2）1審被告を申立人、1審原告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30日にした決定を認可する。

第2 事案の概要（用語の略称及び略称の意味は、本判決で付すほかは、原判決に従う。）

1 1審被告は、市場において1審原告の株式を購入した者であるが、1審原告が転換社債型新株予約権付社債を発行するに当たり関東財務局に提出した臨時

報告書に、金融商品取引法21条の2第1項に定める虚偽記載等があつたために株価が下落して損害を被つたとして、その後再生手続開始決定を受けた1審原告の民事再生手続において、上記同項に基づき13万2500円の損害賠償請求権及びこれに対する平成20年7月12日から支払済みまで民法所定の年5分の割合による遅延損害金請求権を再生債権として届け出た（再生債権認否書受付番号株主－150、この再生債権を、以下「本件再生債権」という。）。これに対して、債務者である1審原告が上記届出額全額を否認したため、1審被告は、再生債権査定の申立てをした。東京地方裁判所は、本件再生債権の額を「12万9320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」と査定する旨の決定（本件査定決定）をした。本件査定決定を不服とする1審原告が、本件査定決定に対する異議の訴えを提起したのが本件訴訟である。

2 原判決は、本件再生債権を「3万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」と査定するのが相当であるとして、本件査定決定を上記の限度で変更したところ、双方がこれを不服として控訴した。1審原告は、本件査定決定を取り消し、本件再生債権を0円とすることを求めており、1審被告は、本件査定決定を認可することを求めている。

3 前提となる事実、争点、争点に対する当事者の主張は、以下のとおり改め、後記4及び5のとおり付加するほかは、原判決「事実及び理由」中の「第2 事案の概要」の1及び2、「第3 争点に対する当事者の主張」の1及び2に記載のとおり（原判決2頁4行目から15頁13行目まで。なお、「原告」は「1審原告」と、「被告」は「1審被告」とそれぞれ読み替える。以下引用部分について同じ。）であるから、これらを引用する。

(1) 原判決9頁20行目「13万2500円」を、「13万2500円（1株当たりの損害額を、虚偽記載等の公表日前1か月間の市場価額の平均額である133.5円から上場廃止時の価額である1円を控除した132.5円と

した上で、株式数である1000を乗じたもの)」と改める。

- (2) 同14頁10行目、23行目、26行目の各「原告」を、それぞれ「1審被告」と改める。

4 当審における1審原告の主張

- (1) 争点(1) (本件臨時報告書に金融商品取引法21条の2第1項の虚偽記載等があるか否か)について

ア 原判決は、「本件C Bの発行による手取金の使途につき、本件スワップ契約に関する記載が欠落した本件臨時報告書には、金融商品取引法21条の2第1項に定める虚偽記載等があると認められる。」と判示している。

イ 金融商品取引法21条の2によると、損害賠償請求権の要件は、① 重要な事項についての虚偽の記載、② 記載すべき重要な事項の記載の欠如、③ 誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載の欠如、のいずれかであり、以上の3つの要件（以下「3要件」という。）は、それぞれ全く異なる法律要件である。したがって、損害賠償請求権の要件があるとするためには、3要件のいずれに該当するのかを明らかにしなければならない。ところが、原判決は、上記のとおり、「本件臨時報告書には、金融商品取引法21条の2第1項に定める虚偽記載等があると認められる。」と判示するだけで、3要件のどれに該当するかを認定していない。以上によれば、原判決は、具体的な法律要件、主要事実を特定せずに、法的効果が発生するとしたものであるから、原判決には、重大な法令適用の誤り、審理不尽がある。

ウ 本件臨時報告書には、真実に反した記載はないから、上記①の虚偽記載はない。

臨時報告書の記載事項は、金融商品取引法24条の5、開示府令19条で限定列挙されているところ、本件臨時報告書には、上記の限定列挙された事項がすべて記載されているから、本件臨時報告書には、上記②の重要

事項の記載欠如はない。

原判決は、本件臨時報告書の「本件C B の発行による手取金の使途」について、「本件スワップ契約に関する記載」が欠落していることを理由に、本件臨時報告書に虚偽記載等があると認定しているが、手取金の最終的な使途が「財政基盤の安定性に向けた短期借入金を始めとする債務の返済」であることに違いはないのであるから、上記最終的な使途に使用するに至るまでの途中の運用にすぎない本件スワップ契約に関する記載がないからといって、そのことが「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」に当たるということはできない。よって、上記③の要件にも該当しない。

エ 以上のとおり、本件臨時報告書について、3要件に該当するような事情はない。

さらに、金融商品取引法21条の2第1項は、無過失責任を定めたものであるから、同項にいう「重要な事項又は事実」に該当するか否かの認定は厳格に行わなければならず、「重要な事項又は事実」に該当するというためには、「投資家等の投資判断を差し控えさせるもの」である必要があり、原判決のいうように「投資家の投資判断や株価に何らかの影響を与える。」だけでは足りないというべきである。

本件スワップ契約は、市場の株価に影響を与えないように設計されたものであって、株価下落の要因とはならず、その内容は合理的である。したがって、本件スワップ契約が存在することは、1審原告の株価にとって大きなリスクとなるものではなく、むしろプラスになるものであり、投資情報としての重要性はない。よって、本件臨時報告書に本件スワップ契約に関する記載がないことは、いかなる意味においても、金融商品取引法21条の2第1項の「重要な事項又は事実」に該当することはない。

(2) 争点(2)（虚偽記載による1審被告の損害の有無及び額）について

ア 本件では、金融商品取引法21条の2第2項の推定損害額の全額につい

て、推定の反証が認められるか、あるいは同条4項に基づく減免が認められるべきである。なぜなら、① 平成20年8月14日以降株価が下落したのは、1審原告が民事再生申立てをし、それを公表したことが原因であって、虚偽記載等以外の原因によるものであり、② 同年8月13日までの株価の下落は、虚偽記載等の公表をする前のことであって、虚偽記載等以外の原因によるものであるからである。

イ ところが、原判決は、① 1審原告が平成20年7月10日、翌11日に本件CBの発行による払込みがなされる旨の発表をした際に、前日9日の終値が207円であった1審原告の株価が急騰し、10日の終値は248円まで回復したこと、② 本件スワップ契約の存在が、1審原告の資金調達の不確実性を示す情報であること、③ 本件スワップ契約の存在が、1審原告が、通常の新株の発行や社債の発行といった方法による資金調達を図ることができない程度に信用が悪化していると評価することも可能な情報であることを指摘し、これらの事情を理由にして、「訂正報告書によって本件臨時報告書の虚偽記載等の事実が公表されたことも、1審原告の株価下落の原因となっていることが認められる」と判断し、推定損害額の全額についての反証及び減免を認めていない。

ウ しかし、平成20年7月10日の株価上昇は本件CBの発行によるものではない（①に対し）。また、本件スワップ契約が存在したとしても、1審原告の資金調達は不確実なものではなく、当時の株価等の状況からして、本件取引により早期に300億円規模の資金を調達できる見込みがあったのであるから、本件スワップ契約の存在は、1審原告の資金調達の不確実性を示す情報ではない（②に対し）。さらに、本件スワップ契約は、希薄化による市場へのインパクトや濫用的な空売りのおそれなどの弊害を防止しつつ、緩やかな資本による資金調達を可能にするためのものであったほか、スワップによって新株予約権の行使が促進されること、早期に300

億円規模の資金を資本によって調達することが見込まれ、財産基盤の拡充が期待されることなどの特性もあったから、これらの特性からして、投資家から否定的に評価されるものではなく、むしろ、肯定的に評価されるものであり、原判決がいうように「通常の新株の発行や社債の発行といった方法による資金調達を図ることができない程度に信用が悪化している」と評価されるようなものではなかった。

エ 金融商品取引法 21条の2第2項の推定規定については、同条4項・5項の減免の抗弁のほかに、推定それ自体への反証が可能なはずである。本件では、8月14日以降株価が下落したのは民事再生手続開始の申立ての公表が原因であり、いまだ虚偽記載等の公表をしていない8月13日までの株価の下落は虚偽記載等に起因するものではないから、8月13日までの下落も、虚偽記載等以外の要因によるものである。したがって、金融商品取引法 21条の2第2項の推定損害額の全額について推定の反証も認められるはずである。

オ 最高裁平成23年9月13日判決（西武鉄道株式損害賠償請求事件の判決）の判断によれば、虚偽記載等公表前の株価下落は全て、虚偽記載が市場に明らかにされていない中で生じたものである以上、経済情勢等の虚偽記載とは無関係な要因に基づくものであり、投資者が負担すべき市場価額の変動リスクということになる。この判断は、本件にも当てはまり、特に本件では、1審原告の株価は虚偽記載等を公表するまで下落し続けていたのであり、公表直前の終値（平成20年8月13日の終値）は62円であった。この62円までの下落は明らかに経済情勢等の要因に基づくものであるため、投資者が負担すべき変動リスクである。したがって、本件で損害額を算定する際には、金融商品取引法 21条の2第2項に基づく推定損害額129.32円から投資者が負担すべき変動リスクとして当然に67.32円（129.32円-62円）を控除すべきである。

本件で1審原告は、民事再生手続開始の申立てを行ったことを平成20年8月13日の市場取引終了後に公表し、同月14日以降、その株価は62円から暴落した。この62円からの急落は、すべて民事再生手続開始の申立てが原因であるため、当該下落による損失と虚偽記載等との間に因果関係はない。したがって、62円についても損害額から控除すべきであり、結局、1審被告には虚偽記載等と因果関係のある損害は一切ないこととなるから、1審被告の届出債権を0円と査定すべきである。

5 当審における1審被告の主張

- (1) 争点(1)（本件臨時報告書に金融商品取引法21条の2第1項の虚偽記載等があるか否か）について

本件臨時報告書に金融商品取引法21条の2第1項の虚偽記載等があるとした原判決の認定・判断は相当であり、これを批判する1審原告の当審における主張は失当である。

- (2) 争点(2)（虚偽記載による1審被告の損害の有無及び額）について

ア 金融商品取引法21条の2第2項は、虚偽記載等の存する書類の提出後に株式を取得した者の損害を推定し、同条4項及び5項は「その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、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」ときにはじめて損害額を減免するとしているのであるから、1審原告によって上記「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」ことが証明されてはじめて、減免が問題となるのである。

この点、原判決は、本件期間の株価の下落には「本件臨時報告書の虚偽記載等のほか、1審原告の経営状況の悪化や民事再生手続開始の申立てを理由とする値下り分が含まれている」として、「請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、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」ことを認めているが、以下に述べるとおり相当

でない。

- (イ) 虚偽記載等に基づく損害は、1審被告が1審原告の株式を取得した時に発生しており、その後に民事再生手続開始の申立てがされたとしても、既に発生している損害が消滅することはない。また、虚偽記載等によつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情」とは、虚偽記載等と無関係の事情をいうところ、本件における民事再生手続開始の申立ては、虚偽記載等と密接に関係する事情なのであるから、虚偽記載等の公表日である平成20年8月13日以降の株価の値下りをもつて、金融商品取引法21条の2第4項、第5項による減責をすることはできない。
- (イ) 原判決のように民事再生手続開始の申立てによる価格の下落を指摘しただけでは、同条2項によって算出された推定損害額（1株129.32円）に、民事再生手続開始の申立てによる価格下落分が含まれると解することはできない。すなわち、一般論としては、民事再生手続開始の申立てがあれば、当該会社の株式の価格が下落することもあり得ることではあるが、そのような一般論だけでは、「その請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、当該書類の虚偽記載等によつ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」とはいえず、これに加えて、民事再生手続開始の申立てとは異なる時期に虚偽記載等の公表だけを単独で行った場合には、株価の下落が1株当たり129.32円よりも少なかつたこと（言い換えれば、虚偽記載等の公表だけで、民事再生手続開始の申立てがなければ、株価の下落は129.32円よりも少なかつたこと）が証明される必要があるのであって、そのような証明がない限りは、同条4項及び5項の適用の前提を欠くのである。
- (ウ) 本件の具体的状況に照らせば、本件虚偽記載等の公表のみを単独で行った場合には、1審原告の経営破綻が明らかになるのであって、株価はほぼゼロになったであろうと考えるのが経験則に沿うものといえる。

すなわち、平成20年6月当時、1審原告の存続は専ら短期的な資金調達の可否にかかっていたのであるが、そのような会社が、300億円の資金調達ができたと発表して、市場に対し当面の資金繰りの問題が解消したとの印象を与えた後に、その発表が実際は虚偽であり、現実にはわずかな資金調達しかできていないことを公表した場合には（しかも、株式の希薄化を来す大量（発行済み株式数の38.4パーセント）の新株予約権付転換社債を発行しながら、それに見合う資金調達が出来ていないというのであるから、なおさら）、それが破綻の公表にほかならぬことは、会社運営実務を多少なりとも理解していれば、当然のこととして理解される事柄である。仮に、メリルリンチとの業務提携の話が存在していたとしても、虚偽記載等の公表によりその成約の見込みは断ち切られるであろうから、この点はいざれにせよ重要な問題とはなりえない。

(エ) 以上のとおり、本件では、民事再生手続開始の申立ての事実及びそれにより株価が下落したであろうことが主張立証されただけでは、「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」の証明がされたとはいえず、金融商品取引法21条の2第4項及び第5項の適用の前提を欠くのである。

ウ(ア) 原判決は、公表日である平成20年8月13日以前に株価が下落し続いている傾向にあることを指摘して、同日までの株価の下落は虚偽記載等とは別の観点からのものであるかのように述べている。

しかし、平成20年8月13日以前の株価の下落が本件虚偽記載等と無関係の値下りであると見るのは、明らかな誤りである。本件において、BNPパリバは、公表されなかった本件スワップ契約に基づいて、その公表前に1審原告の株式を継続的に売却していたのみならず、それ以外にも同株式を売却していたのである。このようにBNPパリバは、真実情報を公

開しないよう 1 審原告に強く要求する一方で、自らは、短期資金が枯渇した 1 審原告が現実には 300 億円をはるかに下回る資金しか調達できていないという情報を有し、一般投資家がこの情報を知らないことを奇貨として、1 審原告の株式を密かに売却していたのであり、これが公表前の株価の下落に影響していないとは到底いえないのである。

(イ) 他方で、本件スワップ契約についての情報は、契約当事者以外に一切秘密にされていたわけではなく、例えば、1 審原告は、メインバンクである広島銀行には、本件スワップ契約の「公表」前に、その存在を告げていたことが強く窺われる所以である。資金繰りに苦しむ 1 審原告が、調達できたと発表した 300 億円が現実には調達できておらず、これが公表された場合には株価の急落が必須であるという状況において、BNP パリバに限らず、その情報を得た一部の者が、これを有利に利用して 1 審原告の株式を売却することは容易に想定し得るのであり、そのことが株価下落に影響しないはずはない。

金融商品取引法が厳格な開示規制を設けたのは、市場の公正確保のためには、市場参加者に平等に情報を開示することが不可欠であり、一部の者のみに情報が開示されざるを得なければ、公正な価格形成が歪められることは必至であるとの理解に基づくものであり、このような理解は、経済常識に照らしても正当なものである。そうすると、虚偽記載等の存する書類を提出したことによるその公表前の株価の変動について、隠された情報に基づいて不正な株式取引がされたことが明らかとなっている本件のような場合において、公表前に継続的な株価の下落があったということのみを理由にして、虚偽記載等とは無関係の株価の下落であると認定することは、上記法の理解を軽視し、現に公正な価格形成が歪められているにもかかわらず、これを放置するものであって、およそ失当なものというべきである。

エ 以上のとおり、本件において、金融商品取引法 21 条の 2 第 5 項の減額を

すべきではないから、本件査定決定は正当であって認可されるべきであり、これと異なる原判決は取り消されるべきである。

第3 当裁判所の判断

- 1 当裁判所は、1審原告の本訴請求は、本件査定決定を主文第3項記載のとおりに変更することを求める限度で認容すべきであり、その余は棄却すべきであると判断する。その理由は、以下のとおりである。
 - 2 判断の前提となる事実経過及び争点(1)（本件臨時報告書に金融商品取引法21条の2第1項の虚偽記載等があるか否か）について
 - (1) 後記(2)のとおり付加するほかは、原判決「事実及び理由」中の第4の1及び2に記載のとおり（原判決15頁15行目から23頁12行目まで）であるから、これを引用する。
 - (2) 当審における1審原告の主張についてア 1審原告は、「金融商品取引法21条の2の損害賠償請求権の要件である3要件は、それぞれ全く異なる法律要件であるから、損害賠償請求権の要件があるとするためには、3要件のいずれに該当するのかを明らかにしなければならないところ、原判決は、『本件臨時報告書には、金融商品取引法21条の2第1項に定める虚偽記載等があると認められる。』と判示するだけで、3要件のどれに該当するかを認定していない。これは、具体的な法律要件、主要事実を特定せずに、法的効果が発生するとしたものであるから、原判決には、重大な法令適用の誤り、審理不尽がある。」と主張する。

しかしながら、原判決は、本件臨時報告書に、手取金の使途に関して、「本件スワップ契約に関する記載のないこと」を指摘した上で、そのために、「その全額が債務の返済に使用され得るかのように理解される記載となっている」としているのであって、以上によれば、原判決は、本件臨時報告書について、「本件スワップ契約に関する事項の記載がない」ことを

もって、「記載すべき重要な事項の記載が欠けている」ものに該当すると認定し、その結果として、本件臨時報告書の他の記載とあいまって「重要な事実に虚偽の記載があること」に該当する結果となっている旨を判示しているものと理解すべきであり、金融商品取引法21条の2第1項の損害賠償請求権発生の根拠事実となる要件を認定しているのであるから、原判決には、何ら違法な点はない。

イ 1審原告は、手取金の最終的な使途が「財政基盤の安定性に向けた短期借入金を始めとする債務の返済」であることに違いはないから、上記最終的な使途に使用するに至るまでの途中の運用にすぎない本件スワップ契約に関する事項の記載がないからといって、そのことが「記載すべき重要な事項」あるいは「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」に当たることはない旨を主張する。

しかし、本件臨時報告書が提出された平成20年6月当時の1審原告を取り巻く客観的な経済状況（平成20年2月以降金融機関から多額の借入金の返済を迫られるようになり、同年6月4日には株式の格付けの引き下げを受け、その信用状況に疑念が生じていた。）に照らせば、手取金が直ちに債務の返済に充てられるのではなく、それまでの間に途中の運用があるというのであれば、この途中の運用の内容こそが、投資家等の投資判断にとって、まさに必要な情報であったというべきであるし、これに加えて、原判決が適切に認定している本件スワップ契約の内容をも併せて考慮すれば、本件スワップ契約に関する事項が、金融商品取引法21条の2第1項所定の「記載すべき重要な事項」あるいは「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、あまりにも明白なことであって、これを否定する趣旨の上記1審原告の主張は独自の見解に基づくものであり、およそ採用することはできない。

1審原告は、本件スワップ契約について、「それ自体経済合理性を有す

るものであつて、本件当時の1審原告のニーズに合致した資金調達方法であり、これが存在することは、1審原告の株価にとって大きなリスクとなるものではなく、むしろプラスになるものであるから、投資情報としての重要性はない。」という趣旨の主張をする。確かに、本件スワップ契約による資金調達については、1審原告が主張するような評価もありうるとは解されるものの、他方でこれとは異なる評価もあり得るのであって、本件スワップ契約の経済的意味をどのように評価すべきかについては、最終的には個々の投資家等が自らの責任において判断すべきものであり（当然ながら、1審原告が勝手に判断すべきものではない。），その判断に資するためにも、本件スワップ契約についての情報は公開される必要があったものであるから、上記1審原告の主張も、到底採用することはできない。

3 争点(2) (虚偽記載等による1審被告の損害の有無及び額)について

- (1) 1審被告が平成20年6月26日に取得した1審原告株式について
原判決「事実及び理由」中の第4の3(1)に記載のとおり（原判決23頁14行目から22行目まで）であるから、これを引用する。
- (2) 1審被告が平成20年6月27日及び同年7月1日に取得した1審原告株式について

ア 前記前提となる事実（原判決引用部分）によれば、1審原告は、平成20年6月26日、関東財務局に対し、本件臨時報告書を提出していることが認められ、この事実に弁論の全趣旨を総合すれば、本件臨時報告書は、少なくとも上記提出日の翌日である同月27日以降、公衆の縦覧に供されたものと推認される。

以上によれば、1審被告が平成20年6月27日及び同年7月1日に取得した1審原告株式（合計600株）は、本件臨時報告書が公衆の縦覧に供されている間に取得されたものと認められるから、1審被告に虚偽記載等によって生じた損害があれば、1審被告は、1審原告に対し、金融商品

取引法21条の2第1項に基づく損害賠償を請求することができる。

イ 1審被告は、「本件臨時報告書に本件スワップ契約が記載されていれば、1審原告は平成20年6月末日ころには破綻していたはずであるし、仮に、破綻していなかったとしても、1審被告は本件スワップ契約が存在するという情報に基づく投資判断をしたはずであるから、いずれにしても1審被告が1審原告の株式を取得することはなかった。また、いずれにしろ、1審被告が1審原告の株式を購入した時点で1審原告は破綻状態にあり、この時点の本来の株価は0円であったから、本件の虚偽記載等によって1審被告に生じた損害は、株式の取得価額全額である。」と主張するが、この主張に理由がないことは、以下のとおり改めるほかは、原判決「事実及び理由」中の第4の3(2)ア及びイに記載のとおり（原判決24頁2行目から26頁6行目まで）であるから、これを引用する。

原判決26頁6行目末尾の「認められない。」の後に、「仮に、破綻状態にあったとしても、それだけで直ちに、その株式が全く無価値であるとまで断定することはできない。」を加える。

ウ 金融商品取引法21条の2第2項によれば、虚偽記載等の事実が公表されたときには、上記公表がされた日（以下「公表日」という。）前1年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有するものは、当該公表日前1か月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表後1か月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、虚偽記載等により生じた損害の額とするとできるとされている。これを本件についてみると、前記前提となる事実（原判決引用部分）によれば、1審原告は、平成20年8月13日、本件臨時報告書の訂正報告書を提出し、これを公にしているから、上記同日が公表日であると認めることができる。

証拠（甲4）及び弁論の全趣旨によれば、上記同日の前1か月間の1審

原告株式の市場価額の平均額は133.5円であり、他方、同日の後1か月の1審原告株式の市場価額の平均額は4.18円であると認められる。

そうすると、金融商品取引法21条の2第2項の推定規定に基づく本件臨時報告書の虚偽記載等により生じた損害額は、1審原告株式1株当たり129.32円（133.5円から4.18円を控除した額）となり、1審被告に生じた損害額は、129.32円に株式数である600（前記ア）を乗じた7万7592円となる。

エ ところで、金融商品取引法21条の2第4項は、虚偽記載等による損害賠償義務を負うべき者において、賠償請求者が受けた損害の全部又は一部について、「虚偽記載等によって生ずべき値下り以外の事情により生じたこと」を証明したときは、賠償義務を免れるとしている。

この点について、1審原告は、「① 1審原告は、平成20年8月13日、虚偽記載等の公表をすると同時に民事再生手続開始の申立てをし、その旨を公表しているから、同日以降の株価の下落は、すべて民事再生手続開始の申立ての影響による値下りであって、虚偽記載等による値下りはない。② 1審原告の株価は、1審被告が取得した当時から1審原告が虚偽記載等を公表した上記同日までの間において下落しているが、この下落分は虚偽記載等とは無関係に生じた値下りである。」と主張し、これを前提として、1審原告株式の値下りによって1審被告に生じた損害があるとしても、その損害は、すべて「虚偽記載等によって生ずべき値下り以外の事情により生じた」ことが証明されているから、金融商品取引法21条の2第1項に基づいて1審原告が賠償すべき損害はないと主張する。

他方、1審被告は、本件臨時報告書の虚偽記載等は、本件スワップ契約に関する事項を記載しないという重大なものであることなどを根拠にして、本件では、金融商品取引法21条の2第2項の推定規定に基づいて算定された1審被告の損害は、すべて本件臨時報告書の虚偽記載等によって

生じたものであり、上記損害の中には、「虚偽記載等によって生ずべき値下り以外の事情により生じた損害」はないと主張する。

そこで、以下検討する。

オ 前記前提となる事実及び認定事実（原判決「事実及び理由」中の第2の1の事実及び第4の1の事実）に証拠（甲76、78、79の1ないし3、乙10及び11の各1ないし3、46、47）及び弁論の全趣旨を総合すれば、以下の事実を認めることができる。

(ア) 1審原告は、平成2年5月、分譲マンションの企画販売等を目的として設立され、その後、不動産流動化事業、マンション分譲事業、アセットマネジメント事業等を主たる事業として発展を遂げ、平成14年3月には、東京証券取引所市場第1部に、その株式が上場されるに至った。

1審原告の平成20年3月期の連結売上高は2436億円であり、上場から5年間で上場当時の売上高の7.5倍となるほどの急成長であった。

(イ) 1審原告は、不動産流動化事業やマンション分譲事業のための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が、米国の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、これを受けた日本の不動産投資市場の冷え込みにより、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ことから、1審原告においても、金融機関からの新規融資による資金調達や短期借入金の借換えが困難になるとともに、開発不動産の売却も思うように進まないようになり、不動産売却による資金調達、資金回収も滞るようになった。そのうえ、金融機関は、1審原告から不動産を購入する買手に対する融資をも拒むようになり、1審原告は、開発不動産の売却によって資金調達することも困難となり、その資金調達能力は急激に低下して行った。

平成20年3月には、1審原告が反社会的勢力と関わりがあるとの風評が広がって、その信用が一層低下し、金融機関の1審原告に対する姿

勢はより厳しいものとなり、資金調達は益々厳しいものとなつた。そのため、同年4月ころまでには、1審原告の代表取締役自身が、1審原告について、「中長期的には、銀行や大手不動産業者といった国内有力企業の経営参加を得るか、投資ファンド等の傘下入りをするかした上で、現経営陣が退陣し、経営体制を刷新することが必要となる。」とまで考へるようになつていた。

(イ) 上記のような背景事情の下で、1審原告は、平成20年2月末から7月末までの5か月間に、金融機関に対し、約570億円の借入金債務を返済する必要があったほか、同年6月末が納付期限となっている国税(法人税等約123億円)も支払わなければならなかつたところ、これを一括払いすることは、客観的に不可能な状況となつていた(なお、1審原告が、国税を納付期限に支払えなくなつたことは、創業からそれまでの間に経験したことのない事態であった。)。

このような中で、1審原告は、近い将来において、資金繰りが不可能となって倒産に至る可能性があることも視野に入れざるを得なくなり、同年5月初旬から末ころにかけて、複数の弁護士事務所と相談するなどして、民事再生等の倒産処理手続の申立ても検討するようになり、倒産処理専門の弁護士から、そのために必要となる準備期間が2週間から1か月程度となることなどを含めて、民事再生の具体的な手続等に関する助言を受けるなどしていた。

他方、1審原告は、前記国税の納付に関して、同月末ころから、国税当局と分割納付の交渉を開始し、同年6月末ころまでには、これを認めてもらうことに成功した。

(エ) 平成20年6月4日には、株式会社日本格付研究所によって、1審原告の社債の格付けが、それまでの「B B B-」から、投機的水準である「B B +」に引き下げられたことが発表されて、その信用はより一層低

下し、資金調達はさらに困難を極めることとなつたが、この当時の1審原告は、同月末から翌7月にかけて、前記のとおり国税及び借入金の返済等のための資金需要の増加が確実に見込まれていたことから、何らかの方法によって資金手当をして、これを切り抜ける必要があった（切り抜けられなければ倒産必至であったものの、切り抜けることができるか否かが危ぶまれる状況となっていた。）。

前記のとおり、民事再生手続開始等の倒産処理手続を申し立てることも検討していた1審原告ではあったが、首脳陣としては、あくまでも会社の存続を目指すこととし、そのための最優先の経営課題は、同月末から7月までの支払を行うための資金調達であると位置づけ、同年6月26日、取締役会において、本件CBの発行を決議した。このように、本件CBの発行は、1審原告にとって資金繰りが最も苦しくなる同月末から7月を乗り切るため、言い換えれば、倒産の危機を回避するための、いわば会社の命運をかけた重要な案件であった。

同年6月27日に開催された1審原告の株主総会において、本件CB発行の報告が行われたところ、株主から資金使途についての質問があつた。これに対して、1審原告代表者は、本件臨時報告書の記載のとおり「債務の返済に使用する」旨を答えた。

(オ) ところで、1審原告は、同年6月初めから、経営危機を開拓すべく、メリルリンチとの間で業務・資本提携の交渉を開始していたが、これは、同年8月にメリルリンチが1審原告の株式の公開買付（以下「T.O.B」という。）を実施し、メリルリンチが1審原告を100パーセント子会社化することを最終目標とするものであった。1審原告は、その前段階として、メリルリンチに対して、当面の資金繰りに当たる資金の調達を申し入れ、その結果、同月27日までには、1審原告は、保有物件又はその信託受益権を総額約354億円でメリルリンチに売却し、メリルリ

ンチから、担保権等の抹消に要した金額を控除した約169億円の資金を調達した。

1審原告は、同年6月末に支払うべき合計200億円の借入金等について、上記のとおりメリルリンチから調達した金員等によってこれを返済した。また、国税については、前記のとおり分割納付が認められることとなり、同年7月10日、広島国税局長に対して、7月末日から12月末日までの6回（7月から11月までは各月末日に約13億3300万円、12月末日に約56億3300万円）で分割して納付する誓約書を提出した。なお、この誓約書には、同年7月から9月までの各末日に納付する法人税等の支払を、転換社債（本件CBを意味するものである）及び棚卸資産の売却代金によって支払う旨の記載があった。

以上のとおり、同年6月中には、メリルリンチからの資金調達に成功し、その後のメリルリンチによるT.O.Bの実施も十分に期待できる状況となる一方で、国税の分納も認められたことから、1審原告は、当面する最大の危機であった同年6月の債務返済を乗り越える目処がつき、同年7月以降の返済についても、これを切り抜ける一応の見込みができたことから、これにより経営破綻を回避できると判断し、同年6月中に、民事再生手続開始の申立ての検討を中止した。

(カ) メリルリンチ及びそのデューデリジェンスを担当した法律事務所の弁護士は、同年7月20日ころから同月末にかけて、本件臨時報告書が本件スワップ契約の内容を記載していないことについて、適当かどうかを再考しなければならない旨を指摘した。

メリルリンチは、同年7月24日、1審原告に対し、L.O.I (Letter of Intent) 案を送付し、もってT.O.Bを実施する意向を伝えたが、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、また、メリルリンチにおいて、

いつでもT.O.Bの更なる検討を拒否し、承認手続を終了させることを可能とする内容のものであった。

メリルリンチは、同年8月6日、T.O.Bの実施を見送ることを決定し、同日、その旨を1審原告に伝えた。その結果、1審原告は、もはや倒産は避けられないと判断し、同月13日、東京地方裁判所に対し、民事再生手続開始の申立てをし、同月18日午後5時民事再生手続が開始された。

(キ) 1審原告は、上記のとおり民事再生手続開始の申立てをした平成20年8月13日に、本件臨時報告書中の「本件C.Bの手取金の使途」の記載を訂正する訂正報告書を提出した。

金融庁長官は、同年10月10日、1審原告の臨時報告書に虚偽記載等があったことを理由に、1審原告に課徴金の納付を命ずることが相当であるとして、1審原告を被審人として、金融商品取引法178条に基づく審判手続を開始した。さらに、金融庁長官は、同月24日、1審原告の有価証券報告書に虚偽記載等があったことを理由に、1審原告に課徴金の納付を命ずることが相当であるとして、上記同様に審判手続を開始した。

1審原告は、上記各審判手続において、いずれも違反行為及び課徴金の額を認めて争わなかつたので、金融庁長官は、審判手続を経た上で、同年11月7日、臨時報告書の虚偽記載等について150万円の課徴金の納付を命ずる決定をし、同月28日、有価証券報告書の虚偽記載等について1081万円の課徴金の納付を命ずる決定をした。これらの決定はいずれも確定した。

1審原告は、上記のとおり金融庁長官から課徴金納付命令を受けた後の同年12月4日、上記訂正報告書中の本件C.Bの手取金の使途の記載について、より幅広い情報開示の観点から、再度訂正する訂正報告書を

提出したが、その訂正内容は、当初の訂正報告書の記載の末尾に続けて、「なお、同スワップ契約に基づく受領金の額は、株価が上昇すれば増加しますが、下落すれば減少する可能性があります。また、株価が一定の価格を下回った場合には、支払いがされない可能性があります。」との記載を加えるものであった。

カ 上記オで認定した経緯によれば、平成20年5月当時の1審原告は、その財政状況及び信用状況に照らして、短期的に見れば、同年6月及び7月の資金繰りに成功しない限り、倒産を免れない状況にあったものと推認され、また、長期的に見ても、不動産市況に劇的な変化でもない限り（もつとも、当時の状況では、そのような変化を期待できるような要素はおよそなかったものと推認される。），メリルリンチなどの大手企業の傘下に入るなどして莫大な金融支援を得られなければ、早晚資金繰りに支障を来て倒産に至るという状況にあったものと推認される。

このような状況の中で、1審原告の首脳陣が決断したのが、本件スワップ契約及びこれと表裏一体をなしていた本件CBの発行であるところ、本件スワップ契約によれば、上記オ^キ認定の再度の訂正報告書の記載にもあるとおり、株価が下落すれば受領金も下落し、一定の価格を下回った場合には、受領金がなくなるというリスクのあるものであるから、当初の本件臨時報告書に記載のあった『「本件CB発行による手取金」（金額は発行額により客観的に確定されている）そのものを債務の返済に使用すること』と、『「本件CB発行による手取金」を本件スワップ契約に基づく割当先への支払に一旦充当し、同スワップ契約に基づく「受領金」（場合によってはゼロになるかもしれないもの）を債務の返済に使用すること』とでは、資金調達のリスクに大きな違いがあることは、経済の素人でも容易に理解可能な内容であり、本件臨時報告書において、上記のとおりの本件CB発行に関する真実の情報が開示されていたとすれば、投資家の投資判断に極

めて大きな影響を与えるものであったのみならず、国税当局や金融機関との返済交渉にも重大な影響を与え、ひいてはメリルリンチとの提携交渉もより早期に頓挫したであろうことは容易に推認できるものといえる。また、証拠（乙46）によれば、BNPパリバは、本件CB発行に際して、本件スワップ契約についての情報を開示する必要はないと主張していたことが認められるから、1審原告において、事前に本件スワップ契約について情報開示することを主張した場合には、BNPパリバによる本件CBの引受け自体が成立しなかったものと推認される。そうすると、結局のところ、1審原告は、本件スワップ契約についての情報を開示しなかったからこそ、本件CBを発行することができ、市場を欺いて延命することが可能となつたものであって、そうでなければ、1審原告は、本件CB発行を発表した当時の前後ころにおいて、倒産処理手続を開始せざるを得ないような事態になっていた可能性が高いものと推認される。

以上のとおり、本件臨時報告書の虚偽記載等は、平成20年6月当時、ほとんど破綻に近い状況にあった1審原告の経営危機（倒産原因もしくは近い将来倒産原因となる事情）を隠蔽するものであったと断ぜざる得ないのであり、これがなければ、1審原告は、遅くとも同年7月には倒産処理手続に入らざるを得ない状況にあったものと認められる。

以上検討したところによれば、本件臨時報告書の虚偽記載等は、これがなければ、その後まもなく1審原告の倒産処理手続が開始される蓋然性の高いものであり、虚偽記載等の公表後に1審原告の株価が下落した原因は、上記公表により1審原告の資金調達の見込みが失われ、既に2か月程も前から、ほとんど破綻に近い状態となっていることが市場に明らかになったからであると評価するのが相当である。

キ これに対して、1審原告は、公表日以降の株価の下落は、民事再生手続開始の申立てに起因するものであって虚偽記載等とは無関係な下落である

などと主張する。しかし、もともと1審原告において、民事再生手続開始の申立てをせざるを得なかったのは、本件臨時報告書の虚偽記載等を公表することにより、これによって隠蔽しようとしていた1審原告の「資金調達能力の減退ないし欠如」が顕在化することとなるため、1審原告の首脳陣において、このまま経営を続けることが不可能であると判断したからであって、民事再生手続開始申立ての原因は、まさに本件臨時報告書の虚偽記載等が隠蔽しようとしていた事情なのであるから、虚偽記載等と民事再生手続開始申立てとは一体のものとして評価すべきものである。虚偽記載等と民事再生手続開始の申立てとを形式的に別個のものと考え、それぞれ別個に株価下落の原因を究明するなどという1審原告の論理は、経済の実態を見ないものであって採用する余地のないものである。

仮に、1審原告のような見解を採用すれば、本件のように、虚偽記載等の内容が倒産の原因となる事情を隠蔽する場合であっても、破産、民事再生などの倒産手続開始の申立てを行う日と虚偽記載等の公表を行う日を一致させてしまえば、虚偽記載等を行った者に対して容易に損害賠償を免れさせることが可能となり、金融商品取引法において、損害推定規定を設けて、虚偽記載等に対する損害賠償義務を認めた趣旨を没却することになるのである。

そうすると、本件のように虚偽記載等が倒産の原因となる事情を隠蔽するものであった場合には、虚偽記載等と無関係な倒産処理手続開始の申立てのみによって生じた損害があったとするためには、これを主張する者において、「単独で虚偽記載等の公表のみが行われ、倒産処理手続の申立てがなかった場合には、当該株価の下落は、金融商品取引法21条の2第2項に基づく推定損害額（本件では1株129.32円）よりも少なかった」ということの蓋然性を主張立証する必要があるというべきであるところ、そのような主張立証はない。本件では、1審原告の首脳陣において、虚偽

記載等の公表日と同日に民事再生手続という倒産処理手続開始の申立てをしたために、一見すると倒産処理手続開始の申立てによって株価が下落したような外観が作出されているものの、1審原告の首脳陣が、平成20年8月13日以降において、虚偽記載等の公表を行ったのみで、倒産処理手続の申立てをすることなく放置していたとしても、もはや資金調達のできない1審原告が営業を続けることは不可能であって、1審原告は、取り付け騒ぎ等の個別執行が乱発する中で事実上倒産するに至る蓋然性が高いものと容易に推認することができる。そうすると、1審原告の株価は、民事再生手続がとられた本件の場合と同様に1か月以内の短期間でゼロに近いところまで下落したであろうと推認されるから、本件においては、上記述べた蓋然性が立証される可能性はないものと解される。

ク また、1審原告は、1審被告が取得した当時から1審原告が訂正報告書を提出した平成20年8月13日までの間の1審原告の株価の下落分は虚偽記載等とは無関係に生じた値下りであると主張する。しかし、1審被告が1審原告の株式を取得したのは、前記のとおり、同年6月27日に開催された1審原告の株主総会で、本件臨時報告書において「債務の返済に使用する」等の虚偽の内容が発表された頃であるところ、前記オで認定した経緯に証拠（乙21の1、2）及び弁論の全趣旨によれば、BNPパリバは、虚偽記載等によって市場に対して隠蔽されていた本件スワップ契約に基づき、1審原告の株式を継続的に売却していたのみならず、このほかにも1審原告株式の売却を行っていたことが認められるのであって、BNPパリバは、1審原告に対しては本件スワップ契約に関する情報を市場に開示しないように要求する一方で、ひとりBNPパリバのみが1審原告の資金調達方法のリスクに関する情報を把握し、この情報を一般投資家が知り得ないことを奇貨として、1審原告の株式を売却していたものと推認されるから、これが1審原告の株価の下落に影響していた可能性を否定するこ

とはできない。そうすると、公表日前の下落分も、虚偽記載等によって眞実の情報が隠蔽されたことによって生じたものである可能性を否定することはできない。以上に加えて、1審被告の取得時から上記8月13日の訂正報告書による虚偽記載等の公表までは約1月半と短期間であること、さらに、1審被告の主張する株価の値下り分全部を損害と認定するわけではなく、金融商品取引法21条の1第2項の虚偽記載等の公表日前1月間の市場価額の平均額を基準にして損害の推定をしていることを併せて考慮すると、本件における1審原告の主張立証によつても、虚偽記載等と無関係な経済的要因による下落であるとして、上記損害の推定を覆すことはできないというべきである。

(3) 以上のとおりであつて、本件では、金融商品取引法21条の2第2項所定の推定損害に対して、その一部又は全部が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から、前記金融商品取引法21条の2第2項に基づく推定損害額を1審被告の損害額と認めるのが相当である（したがつて、本件においては、原判決のように、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を認定し、これを1審原告が賠償の責めに任じない損害額であるとするのは相当でない。）。

そうすると、1審被告の損害額は、7万7592円（前記(2)ウ）及びこれに対する民事再生手続が開始された日である平成20年8月18日から支払済みまで年5分の割合による遅延損害金ということになる。

第4 結論

よつて、1審原告の本件控訴は理由がないから棄却し、1審被告の本件控訴は一部理由があるから、これに基づき原判決主文第1項を、主文第3項のとおり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4民事部

裁判長裁判官 芝 俊文

裁判官 都 築 民 枝

裁判官 大 久 保 正 道

これは正本である。

平成 24 年 3 月 29 日

東京高等裁判所第 4 民事部

裁判所書記官 中 越 紀代子