

言渡	平成24年12月21日
交付	平成24年12月21日
裁判所書記官	

平成24年(受)第1685号

判 決

当事者の表示

別紙当事者目録記載のとおり

上記当事者間の東京高等裁判所平成23年(ネ)第1678号再生債権査定異議事件について、同裁判所が平成24年3月29日に言い渡した判決に対し、上告人から上告があった。よって、当裁判所は、次のとおり判決する。

主 文

原判決中、上告人敗訴部分を破棄する。

前項の部分につき、本件を東京高等裁判所に差し戻す。

理 由

上告代理人中村直人、同倉橋雄作の上告受理申立て理由（ただし、排除されたものを除く。）について

1 本件は、上告人を再生債務者とする再生手続において、被上告人が届出をした再生債権につき、その額を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がされたことから、これを不服とする上告人がその変更を求める異議の訴えである。被上告人は、上告人が提出し、公衆の縦覧に供された臨時報告書に金融商品取引法（以下「金商法」という。）21条の2第1項にいう虚偽記載等があつたため、上告人の株式を取引所市場で取得した被上告人が損害を被ったと主張して、同条に基づく損害賠償債権等につき、再生債権として届出をしている。

2 原審の確定した事実関係の概要等は、次のとおりである。

- (1) 上告人は、不動産に関するコンサルティング業務等を目的とする株式会社であり、その株式（以下「アーバン株」という。）は、平成14年3月から平成20年9月までの間、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。
- (2) 上告人は、その事業資金を金融機関からの借入金で調達していたが、平成19年末頃から、不動産投資市場の冷え込み等により金融機関の不動産業界に対する融資姿勢が厳格化したため、新たな借り入れや借換えが困難となった。上告人は、平成20年2月末から同年7月末までの5箇月間に約570億円の借入金を返済せざるを得ない状況にあったが、同年3月には、上告人が反社会的勢力と関わりがあるとの風評が広まって信用が低下し、その資金調達は一層困難となった。上告人は、同年6月末までに約200億円の借入金や約123億円の法人税等を支払う必要があったが、同月4日には、格付機関によって、上告人の社債の格付けが投機的水準とされる「BB+」に引き下げられるなどして、金融機関や市場からの資金調達はますます困難となっていました。こうした状況の下、上告人は、同年5月初旬から末頃にかけて再生手続開始の申立て等について検討するようになった。
- (3) 他方で、上告人は、平成20年6月初めから、米国の大手投資銀行であるメリルリンチ・アンド・カンパニー・インクないしそのグループ企業（以下「メリルリンチ」という。）との間で業務・資本提携の交渉を開始し、その結果、同月中には、上告人が保有する物件等の売却により約169億円の資金を調達することに成功し、これを債務の返済に充てた。また、メリルリンチが同年8月にも上告人に対する株式の公開買付け（以下「T.O.B」という。）を実施することが見込まれるようになり、上告人は、同年6月中に、再生手続開始の申立ての検討を一旦中止し

た。同年7月には、メリルリンチから、上告人に対し、T O Bを実施する意向が書面で伝えられた。

(4) 上告人は、更に資金調達を図るため、メリルリンチとの交渉と並行して、BNP Paribas S. A.（以下「BNPパリバ」という。）に発行総額を300億円とする転換社債型新株予約権付社債（以下「本件CB」という。）を発行することとし、平成20年6月26日に取締役会においてその旨の決議をした上で、同年7月11日、本件CBを発行し、BNPパリバから払込金の支払を受けた。

(5) 併せて、上告人は、平成20年6月26日及び同年7月8日、BNPパリバとの間で、要旨、①上告人が、同月11日、BNPパリバに対し、当初支払金として300億円を支払い、②BNPパリバが、同年6月27日から平成22年7月7日までの間を計算期間として、上告人に対し、アーバン株の平均市場価格に応じて計算された金額を変動支払金として支払うなどという内容の契約（以下、併せて「本件スワップ契約」という。）を締結した。

本件CBの発行に併せて本件スワップ契約が締結されたことにより、本件CBの発行によって上告人がBNPパリバから受領した上記払込金が、本件スワップ契約に基づき、即座にBNPパリバに当初支払金として支払われることとなったのに対し、その後上告人が得る変動支払金は、アーバン株の市場価格によって変動し、その市場価格が一定額を下回って推移した場合には、上記変動支払金が支払われない可能性もあった。

(6) ところが、上告人が平成20年6月26日に関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供された本件CB発行に係る臨時報告書（以下「本件臨時報告書」とい

う。）には、本件CBの「手取金の使途」として、「本件取引により調達する資金につきましては、財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。」とのみ記載されており、本件CBの発行による払込金が本件スワップ契約における当初支払金に充てられることはもちろんのこと、本件スワップ契約の存在そのものについても何ら記載されていなかった（以下、上記の内容の記載等を「本件虚偽記載等」という。）。本件虚偽記載等は、金商法21条の2第1項にいう虚偽記載等に当たる。

(7) メリルリンチは、平成20年8月6日、上告人に対し、TOBの実施を見送る旨通知した。

(8) 上告人は、平成20年8月13日、関東財務局長に対し、本件臨時報告書の訂正報告書を提出した上、本件虚偽記載等の事実を公表するとともに、本件スワップ契約により58億円の営業外損失が発生したことを公表した（以下、上告人が本件虚偽記載等の事実を公表した日を「本件公表日」という。）。併せて、上告人は、同日、東京地方裁判所に再生手続開始の申立てをして（以下「本件再生申立て」という。），その旨を公表し、同月18日、再生手続開始の決定を受けた。

(9) アーバン株は、平成20年5月14日にその市場価格が716円（終値）となつた以降、本件公表日に至るまで、ほぼ一貫して値下がりを続け、本件公表日の同年8月13日には62円（終値）まで値下がりしていたところ、翌日以降大幅に値下がりし、同年9月14日、上場廃止となった。

(10) 被上告人は、アーバン株に投資していた個人投資家であり、取引所市場において、平成20年6月27日に合計400株を合計12万0900円で、同年7月1日に200株を5万7000円で購入した。

(11) 被上告人は、平成20年9月14日、上告人の再生手続において、本件虚偽記載等を理由とする金商法21条の2に基づく損害賠償債権及びその不履行による損害金債権につき、再生債権として、その額を13万2500円及びこれに対する同年7月12日から支払済みまで年5分の割合による金員とする届出をしたところ（以下、この届出に係る債権を「本件債権」と総称する。），上告人は、その全額を認めなかつた。そこで、被上告人が査定の申立てをしたところ、東京地方裁判所は、本件債権につき、その額を12万9320円及びこれに対する同年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をしたため、上告人は、これを不服として本件訴えを提起した。

3 原審は、上記事実関係の下において、本件虚偽記載等により被上告人に生じた損害の額につき、金商法21条の2第2項の規定により算定した上、同条4項又は5項の規定による減額の可否につき、次のとおり判断して、本件債権の額を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べきものとした。

(1) 上告人の経営は、平成20年6月当時、ほとんど破綻に近い状況にあったところ、仮に上告人が本件スワップ契約について情報開示をしようとしたとすれば、BNPパリバが本件CBの引受けを拒絶したと推認されるのであって、上告人は、本件虚偽記載等によって本件スワップ契約の存在を隠蔽したからこそ、本件CBを発行することができたものと推認される。そうすると、本件虚偽記載等は、上告人が倒産し、又は近い将来に倒産する原因となる事情を隠蔽するものであり、これがなければ上告人は、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いうべきである。したがって、本件虚偽記載等と本件再生申立てとは

一体のものとして評価すべきであって、本件公表日後にアーバン株が値下がりした原因は、本件虚偽記載等の事実の公表により、上告人の資金調達の見込みが失われ、既に約2箇月も前からほとんど破綻状態に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。

(2) また、本件公表日前のアーバン株の値下がりについても、BNPパリバは、本件虚偽記載等によって市場に隠蔽されていた本件スワップ契約に基づき、アーバン株を継続的に売却していたのみならず、このほかにもアーバン株の売却を行っていたことが認められるのであって、これがアーバン株の値下がり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、本件公表日前の値下がりについても、本件虚偽記載等と無関係な経済的要因による下落であるということはできない。

(3) したがって、被上告人が受けた損害の全部又は一部が本件虚偽記載等によつて生ずべき値下がり以外の事情により生じたことの証明はないから、金商法21条の2第4項又は5項の規定による減額は認められない。

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) 金商法21条の2第4項及び5項にいう「虚偽記載等によつ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をいうものと解するのが相当である（最高裁平成22年（受）第755号ないし第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）。

(2) これをまず本件公表日後1箇月間のアーバン株の値動きについてみると、本件公表日においては、本件虚偽記載等の事実とともに、本件再生申立ての事実につ

いても公表されていることに照らすと、本件公表日後のアーバン株の値下がりは、上記両事実があいまって生じたものとみるのが相当である。

そして、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりと評価することができるか否かについて検討すると、次のとおりである。上告人が本件再生申立てに至ったのは、前記事実関係のとおり、平成19年末頃から継続していた金融機関の融資姿勢の厳格化等に伴う資金繰りの悪化によるものである。本件虚偽記載等の事実の公表によって上告人の信用が低下した面があることは否定できないとしても、本件虚偽記載等や、その事実の公表に起因して、上記の資金繰りの悪化がもたらされたわけではない。また、前記事実関係によれば、アーバン株の市場価格次第では、本件スワップ契約による資金調達が見込めないわけではなかったのみならず、仮に本件C Bないし本件スワップ契約による資金調達が実現しなかつたとしても、上告人は、平成20年6月初めからメリルリンチとの間で業務・資本提携の交渉を開始しており、実際にも多額の資金を調達することに成功して、これを債務の返済に充てていたほか、メリルリンチによるT O Bが同年8月に実施されることも見込まれ、同年6月には上告人が再生手続開始の申立ての検討を一旦は中止していたというのであって、本件虚偽記載等がされなかつた場合に、こうしたメリルリンチとの提携交渉までもが頓挫したことが確実であることをうかがわせる事情は見当たらない。そうすると、本件虚偽記載等がされた当時、上告人が倒産する可能性があつたことは否定できないものの、本件虚偽記載等がなければ遅くとも同年7月には上告人が倒産処理手続を開始することが確実であったということはできないし、本件虚偽記載等の内容や当時の上告人の経営状況等に照らしても、本件虚偽記載等が上告人の倒産原因等を隠蔽するものであつたともいい難い。

そして、ほかに本件再生申立てによるアーバン株の値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりであると評価すべき事情は見当たらない。

以上によれば、本件公表日後1箇月間に生じたアーバン株の値下がりは、本件虚偽記載等の事実と本件再生申立ての事実があいまって生じたものであり、かつ、本件再生申立てによる値下がりが本件虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりということはできないから、本件再生申立てによる値下がりについては、本件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り生じたものとして、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である。

(3) また、本件公表日前1箇月間のアーバン株の値動きについてみると、前記事実関係によれば、アーバン株は、本件臨時報告書の提出よりも1箇月以上前の平成20年5月14日にその市場価格が716円（終値）となった以降、本件公表日至るまで、ほぼ一貫して値下がりを続けていたところ、上告人は、当時、資金調達に困難を来すなど、その経営が危ぶまれる状態にあったのであって、上記値下がりには、上告人の経営状態など本件虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていることは否定できない。

なお、本件スワップ契約締結後の値下がりについては、BNPパリバが新株予約権を行使するなどして得たアーバン株を市場で売却したことによって生じた分が含まれている可能性は否定できないが、仮にそうだとしても、上記のとおり、本件スワップ契約締結以前からアーバン株がほぼ一貫して値下がり傾向にあったことなどに照らすと、本件公表日前の値下がりに本件虚偽記載等とは無関係な要因により生じた分が含まれていることは否定できないというべきである。

したがって、本件公表日前1箇月間のアーバン株の値下がりには、本件虚偽記載

等と相当因果関係のある値下がり以外の事情により生じた分が含まれているのであるから、この分についても金商法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である。

(4) 以上によれば、アーバン株の値下がりによって被上告人が受けた損害の一部には、本件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り生じたものが含まれているというべきであるのに、これを否定して、被上告人が受けた損害の全部が本件虚偽記載等により生じたものであるとして、金商法21条の2第4項又は5項の規定による減額を否定した原審の判断には、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。論旨はこの趣旨をいうものとして理由があり、原判決中、上告人敗訴部分は破棄を免れない。そして、被上告人に対する損害賠償の額について更に審理を尽くさせるため、同部分につき、本件を原審に差し戻すこととする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり判決する。なお、裁判官須藤正彦の補足意見がある。

裁判官須藤正彦の補足意見は、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、所論に鑑み、アーバン株の本件再生申立てによる市場価額の値下がりと本件虚偽記載等との関係につき、なお少しく敷えんしておきたい。

1 法廷意見のとおり、上告人は、本件臨時報告書提出の頃、経営が危ぶまれる状態（以下「経営難」という。）にあったが破綻状態にあったわけではない。破綻状態とは、当該企業が単に格付機関による格付けが「B B +」に引き下げられたことや多額の負債を抱えているなどの状態にあるだけでなく、支払不能、債務超過又

は事業の継続に著しい支障を来すことなく債務を弁済することができないといった状態に陥っていることを指すといえる（破産法16条、民事再生法21条、会社更生法17条参照）。一般に企業の経営難は、組織再編や事業上あるいは財務上の対応策が講ぜられることによって事業の継続がなされ打開され得る。この意味で、経営難の状態とはいわばそのような対応策が求められている状態であり、破綻状態とはいわばそれらの対応策が尽きて事業の継続が著しく困難になった状態であるということも可能である。本件臨時報告書提出の頃も、上告人は、法廷意見のとおり、経営難に陥ってはいたが、メリルリンチとの業務・資本提携などの対応策が実行の途次にあり、かつ、この後にその一部の実行をみたもので、その意味で事業の継続に著しい支障を来すという状態にあったというわけではないから、破綻状態に至っていたということはできないのであって、本件公表日の直近に至り、それらの対応策が結局奏功しないなどにより資金繰りが行き詰まり破綻状態に陥ったというものである。

2 次に、本件虚偽記載等は、経営難にある上告人が講じている財務上の対応策の内容につきその重要な一部に関して虚偽記載等を行っているというものであつて、資本市場（株式市場）の信頼を甚だしく損ない、その健全な成長を妨げるものではあるとしても、破綻状態にあることを隠蔽した記載等を行っているとはいえない。もっとも、本件臨時報告書において、本件C B 発行に際してのスワップ契約などの仕組みについても過不足なく開示されたならば、上告人の資金調達について何らかの疑惑を招き得、上告人にとって好ましくない風評も市場に流れるであろうことは容易に予想され、その結果、一時的な混乱は避け難いであろうが、だからといって上記の業務・資本提携などの対応策が頓挫しあるいは破綻状態に至ることが確

実であることをうかがわせる事情は見当たらない。むしろ、このような一時的混乱は適宜の対応措置が講ぜられれば早晚解消され得るともいえるから、虚偽記載等が行われないのであれば確実に破綻状態となり再生申立てを行うに至るとまではいえないというべきである。

3 上告人は、虚偽記載等の公表日当日に本件再生申立てをも行ったものである。それは資金繰りが行き詰まって破綻状態となつたからであるが、そのような事態は、本件虚偽記載等及びその公表という事実によるものではなく、前記のとおり、本件公表日の直近時に前記の業務・資本提携策などの打開策が功を奏さなかつたからである。更には、本件虚偽記載等の公表自体が上告人を必然的に破綻状態にさせ、再生申立てに至らしめるという性質を有することをうかがわせる事情は見当たらず、したがって、本件虚偽記載等と本件再生申立てとを一体視することもできない。

4 結局、本件虚偽記載等は、本件臨時報告書の提出及びその公表のいずれの段階においても上告人の破綻状態とは有意の結びつきは認められず、本件再生申立てによるアーバン株の値下がりは本件虚偽記載等と相当因果関係ある値下がりとは評価され得ない。再生申立て後の当該株式の市場価額の暴落は経験則上明らかであるところ、それは虚偽記載等と相当因果関係ある値下がり以外の事情によるものとして上告人により主張立証されることで、金商法21条の2第2項によって推定される金額から同条4、5項により減額されるべきものである。

最高裁判所第二小法廷

裁判長裁判官	竹内行夫
裁判官	須藤正彦

裁判官 千 葉 勝 美
裁判官 小 貫 芳 信

当事者目録

広島市中区上八丁堀4-1

上告人 株式会社アーバンコーポレイ
ション

同代表者代表取締役 平井眞
同訴訟代理人弁護士 中村直人
倉橋雄作

被上告人

同訴訟代理人弁護士 荒井哲朗
島幸明
青木巳子
石岡良子
白井晶子
浅井淳子
太田賢志
佐藤顕子
五反章裕

平成24年(受)第1685号

上告受理申立理由書

平成24年5月24日

申立人 株式会社アーバンコーポレイション
同代表者代表取締役 平井 真
相手方 [REDACTED]

上記当事者間の平成24年(ネ受)第330号再生債権査定異議請求上告受理申立事件について、申立人は、次のとおり、上告受理申立理由を提出する。

最高裁判所 御中

上記申立人代理人

弁護士 中村直人

(主任) 同 倉橋雄作

上告受理申立ての理由

目次

第一 はじめに.....	2
第二 本件臨時報告書の虚偽記載等の有無について	3
1 金商法21条の2の要件.....	3
2 原審判決の判示.....	3
3 原審判決の誤り.....	3
(1) 原審判示の理由不備・理由齟齬等	3
(2) 重要な事項及び重要な事実についての記載の欠如がないこと	8

(3) 「重要」性がないこと	8
第三 損害額について	10
1 原審判決の骨組み	10
2 申立人の主張	11
3 6月末に破綻状態であったか	12
4 スワップを開示することの影響について	14
5 8月14日以降の株価下落原因について	17
6 8月13日までの株価下落について	19
第四 結論	21

以上

第一 はじめに

本事件は、金商法21条の2により、臨時報告書に虚偽記載等があったとして、投資家が発行会社に損害賠償の請求をしている事件である。

主要な論点は、①虚偽記載等の有無と、②損害の有無である。

事件の概要是、申立人が本件CBを発行するに際して、同時にスワップ契約を締結していたところ、本件臨時報告書にはスワップ契約のことを書いていなかった、というものである。

申立人は、その後民事再生の申立をして倒産し、現在清算を行っている（清算型民事再生）。スワップ契約を記載しないことが本件臨時報告書の虚偽記載等に当たるか、また、株価下落の原因は、その虚偽記載等か、それとも民事再生の申立かが本質的な争点である。事実関係には大きな争いではなく、その法的解釈及び評価が争いとなっている。

なお、既に申立人は倒産して清算中であり、臨時報告書提出当時の役員も全員退任している。現在の申立人はその資産を債権者に分配するためだけに存続しており、本件も、債権者間の分配の問題となっている。申立人が争っているのも、申立人の利益のためではなく、相手方ら以外の債権者の公平のためであることを申し添える。

略語は原審判決と同様である。

第二 本件臨時報告書の虚偽記載等の有無について

1 金商法21条の2の要件

金商法21条の2によると、投資家の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

のうちのいずれかである。

ここで「事項」と「事実」は明確に区別されている。「事項」というのは、開示府令19条2項柱書の「当該各号に定める事項」を指す。

①から③も、明確に区別されている。たとえば、刑事罰については、①のみが要件となっている（金商法197条の2）。課徴金については、平成21年開示府令改正前（本件臨時報告書提出当時）は、①と②のみが要件となっている（同172条の4）。③が要件となっているのは民事責任規定についてのみである。したがって、①から③は、まったく別のものであり、並列的、かつ非重複的な要件である。

2 原審判決の判示

原審判決は、虚偽記載等について、次のように認定した。なお、原審判決は、第1審判決文の一部を引用した上、追加判示をする形式になっているので、引用されている第1審判決文については、「第1審判決〇頁」という形で掲示するが、それも原審判決の一部である（以下同じ）。

まず、原審判決が引用する第1審判決は、虚偽記載等について、結論として、

「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。」（第1審判決22頁19行目以下）

と述べた。

原審判決は、第1審判決の上記判示をそのまま引用している。

3 原審判決の誤り

（1）原審判示の理由不備・理由齟齬等

前項の原審判決判示には、次の通り、重大な法令解釈・適用の誤り、高等裁判所の判例違反、経験則違反、審理不尽の違法（民事訴訟法318条1項等、以下条項

の摘示は省略する。) がある。

第1に、原審判決には、個別の要件の認定が欠如している。

原審判決が引用する第1審判決は、「本件CB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。」(第1審判決22頁19行目以下)と判示しているが、虚偽記載等は単なる定義にすぎない。損害賠償請求権の要件は、①重要事項についての虚偽記載、②重要事項の記載欠如、③重要事実の記載欠如であり、これらはまったく異なる法律要件であって、いずれかを特定しないと、法的効果は認定できない。にもかかわらず、原判決は①～③を一纏めにした定義である虚偽記載等の存在のみ認定して、いずれの要件が認められるのかを認定しなかった。これは明らかに、重大な法令適用の誤り、審理不尽である。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判示したものであって、理由が足りていない。

申立人が第1審判決の上記誤りを控訴理由書で指摘したところ、原審判決は、「第1審判決は、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た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、第1審判決には、何ら違法な点はない」と判示した(原審判決12頁下から5行目以下)。

しかし、原審判決の上記判示は、第1審判決が①～③の各要件を区別しなかったことの違法性を救済するための無理矢理な弁明であり、第1審判決が違法であることは上記のとおりである。

第2に、原審判決は、上記のとおり、第1審判決が本件臨時報告書について「重要な事実に虚偽の記載があること」に該当していると判示したものと理解すべきであると判示したが、金商法の要件は、「重要な『事項』について虚偽の記載があること」であり、「重要な『事実』について虚偽の記載があること」ではない。この点で、原審判決は法令適用を誤っており、その結果、理由を欠いている。

第3に、原審判決が、第1審判決について、本件臨時報告書が①重要な事実の虚偽記載（上記のとおり、正しくは「重要な事項についての虚偽記載」である。）と②重要事項の記載欠如に該当すると判示したものと理解すべきであるとした点は、金商法の構造と矛盾する。

本件臨時報告書について問題とされている具体的な事実は、スワップ契約の記載がないということのみである。この具体的な事実が、①重要事項の虚偽記載と②重要事項の記載欠如の二つの要件に同時に該当することはあり得ない。なぜなら、①重要事項に虚偽の記載があるのであれば、虚偽ではあっても記載があることに変わりはないので、②重要事項の記載欠如に該当するはずがなく、②重要事項の記載が欠如しているのであれば、記載がそもそもないので、①重要事項の記載に虚偽があるという事実がそもそもあり得ないからである。

このように、①重要事項の虚偽記載と②重要事項の記載欠如は、まったく異なる並列的、非重複的要件であり、ある一つの事実が、その両方に該当するということはあり得ない。一つの事実が両方に該当するというような解釈は、①から③を明確に区別して、それぞれ異なる法律効果を発生させている金商法の解釈として採りえない。一つの事実が両方に該当すると判断した原審判決は、金商法21条の2の解釈・適用を誤っている。

第4に、原審判決は、上記の通り、「重要な事項」の記載の欠如に当たると判示しているが、具体的にどの「事項」であるのか、開示府令19条が列挙する「事項」に従って、明確に特定していない。この点で、原審判決には、重大な法令の解釈・適用の誤りがある。

仮に、判示を付度して「手取金の使途」（開示府令19条2項2号イ、同項1号ヘ）を指している趣旨であるとすれば（正確には「新規発行による手取金の額及び使途」が「事項」である）、本件臨時報告書には、手取金の使途として、

「本件取引により調達する資金につきましては、財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。」

と記載してあるから、「新規発行による手取金の額及び使途」という「事項」の記載はなされている。「事項」の記載が欠如していたわけではない。したがって、これをもって、「事項」の「記載の欠如」であるとするのは、法令の解釈・適用を誤

ったものである。

第5に、原審判決は内在的に矛盾しており、理由の食違いがある。

原審判決は、上記のとおり、第1審判決の判示内容について、本件臨時報告書が①重要な事実の虚偽記載（上記のとおり、正しくは「重要な事項についての虚偽記載」である。）と②重要事項の記載欠如に該当すると判示したものと理解すべきであるとし、③重要事実の記載欠如については言及しなかった。

そうすると、原審判決は、本件臨時報告書について①重要事項の虚偽記載と②重要事項の記載欠如に該当する旨、認定したものとみなすことができる。

しかしその一方で、原審判決は、「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」と判示し（原審判決13頁下から6行目以下）、本件臨時報告書が③重要事実の記載欠如に該当するかのように述べている。

この点で、原審判決は、本件臨時報告書が③重要事実の記載欠如に該当すると認定したのかどうかはつきりせず、重大な法令の解釈・適用の誤りがある。

第6に、原審判決は、上記のとおり、「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」と判示しているが（原審判決13頁下から6行目以下）、「重要な事項」と「重要な事実」はまったく異なる法律要件であって、どちらかを特定しないと、法的効果は認定できない。しかるに、「あるいは」として、そのどちらであるか認定しなかつた。これは明らかに、理由不備である。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判示したものであって、重大な法令の解釈・適用の誤りがある。

第7に、原審判決は、上記の通り、本件臨時報告書が①重要事項の虚偽記載と②重要事項の記載欠如に該当するかのごとき判示をしておきながら、他方で、③「重要な事実の記載欠如にも言及している。

しかしながら、その具体的な事実を特定していない。「手取金の使途」が「事項」のつもりであるならば、それとは別にいかなる事実をもって「重要な事実」というのか、認定されなければならない。しかしその認定はないから、重大な法令の解釈・適用の誤りがある。

しかも、「重要な事実」の記載の欠如を認定するのであれば、先んじて、どうしてその「事実」が臨時報告書の記載事項となるのか、具体的な記載義務の発生根拠を認定しなければならない。

何故ならば、臨時報告書の記載事項は、金商法24条の5、開示府令19条で限定列挙されており、そもそも記載義務がなければ、重要な事実の記載の欠如とはなり得ないからである（なお、当時、臨時報告書については、一般条項のような記載項目はなかった）。金商法の構造についていえば、記載義務については24条の5が定め、それを怠ったときの責任について21条の2が定めているのであって、21条の2から、直接、記載義務が発生することはない。あくまでも金商法24条の5以外には記載義務の発生根拠はない。しかしながら、原審判決は、何ら「重要な事実」の記載義務の発生根拠について判示していない。したがって、重大な法令の解釈・適用の誤りがある。

さらに上記の通り、開示府令19条に定める「事項」となっている事実については、重ねて、「重要な事実」となることはあり得ない。したがって、仮に原審判決が、資金使途の記載についてスワップ契約の存在を記載すべきであったと判示する意図であれば、それは既に「事項」として定められているものについて、重ねて「事実」として認定するものであって、それは金商法21条の2の解釈を誤ったものである。

第8に、原審判決の理論構成は誤っている。

原審判決が引用する第1審判決は、曖昧な趣旨解釈のみをもって、「利害関係人の合理的な投融資、権利行使等の判断に影響を与える事項又は事実について、事実と異なる記載をし、又は記載自体をしないことは許されず、このような虚偽の記載又は記載の欠落は、同法21条の2第1項の虚偽記載等に当たるものと解される。」として（第1審判決20頁10行目以下）、「利害関係人の合理的な投融資、権利行使等の判断に影響を与える事項」を記載事項の一つとしてしまっている。

このような判断手順は明らかに金商法の解釈として誤っている。何故ならば、臨

時報告書の記載事項は、限定列挙されていたからである。単純に立法趣旨から、有益な情報は何でも開示せよ、というような一般条項はなかった。そのことは本件のあと金融庁がその問題に気付いて開示府令を改正したこと（甲67、平成21年開示府令改正）からも明らかである。単純に立法趣旨から直接的に記載義務を導き出すことはできないのであって、原判決は、法令の解釈を誤っている。

（2）重要な事項及び重要な事実についての記載の欠如がないこと

開示府令19条の「新規発行による手取金の額及び使途」のうち、「使途」については、最終的な資金使途のことを指す。その論拠は、申立人の控訴理由書4頁以下に詳述したとおりである。仮に一旦金融商品で運用するなどした場合も、その運用行為を記載するのではなく、最終の資金使途を記載する。

本件では、最終的に債務の返済に充てる意図であったから、「債務の返済」と記載した本件臨時報告書には、何ら「欠如」も「虚偽」もない。したがって、重要な事項又は重要な事実のいずれであるとしても、スワップ契約について記載すべき義務はないのであって、原審判決は、法令の解釈を誤ったものである。

（3）「重要」性がないこと

上記の通り、本件スワップ契約は、「事項」としても「事実」としても、記載義務がないものであるが、その点を措くとしても、「重要」性も存在しない。「重要な事項」又は「重要な事実」でもないのである。この点で原審判決は誤っている。

第1に、重要性の判断基準を全く示していない。金商法21条の2第1項が虚偽記載や記載欠如のみを要件とするのではなく、あえて重要性要件を設けていることからして、いかなる場合に重要性があると認定すべきかの判断基準を示さなければならない。

また、同項は無過失責任を定めたものである。重要性要件は、過失責任原則という私法の大原則を修正する代わりに設けられたものと言え、その解釈・認定は厳格に行わなければならない。

民事法で「重要な」と言えば、一般的に、「正しい情報が開示されていれば取引はしなかった」とった程度を要求するものと解されている。金商法21条の2第1項の損害賠償責任についても、重要性要件は、投資家等の投資判断を差し控えさせ

るものであるか否かによって判断すべきであり、投資判断や株価に影響を何らかの与え得るだけでは足りない。

第2に、本件スワップ契約は、申立人準備書面（訴状6頁以下、第1審準備書面（1）2頁以下、第1審準備書面（2）9頁以下、第1審準備書面（3）6頁以下、スワップについては準備書面（4）、控訴理由書5頁以下）で述べたとおり、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。そして最新の金融工学に基づく当時の評価においても、ごく短期間に本件CBが発行総額と同等の資本・資金となることが高い確率で予測されていた（甲68）。したがって、緩やかに市場で消化しながら、新株予約権が行使されて株式に振り替わり、社債が資本に変わるのであって、申立人の財務内容にとって有益なものであった。したがって、本件スワップ契約が存在することは、特段、申立人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って、「重要」性は存在しない。

しかるに、原審判決は、スワップ契約について重要な事項又は重要な事実であるとして重要性を認めたものであって、明らかに法令の解釈、適用を誤ったものである。

第3に、原審判決は、上記のとおり、「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」と判示しているが（原審判決13頁下から6行目以下）、その理由は書いていない。単に「あまりにも明白なこと」と断じているだけである。これは重大な法令の解釈・適用の誤りに当たる。

そもそも、資金調達時期は、せいぜい20ないし30営業日に過ぎないものであって、その程度の時間差は何ら投資判断にとって重要性がないし、資金調達の確実性については、当時金融工学に基づききちんと精査した上で、その確実性が立証されているのであって（甲68）、何ら問題がないことが証拠上明らかである。それらにも拘わらず、何ら理由も付さずに重要性があるとした原審判決は、「重要」性についての法令の解釈、適用を誤ったものである。

また甲68などの客観的に信用性の高い証拠を一切考慮しないで、他に何の証拠

もなく重要性があるとしたのは、事実認定レベルでいうならば経験則違反であり、民訴法247条違反である。なお、甲68のような極めて信用性の高い証拠を排斥しておりながら、その理由について一切触れていないのは、理由不備というべきである。

第4に、原審判決は、本件スワップについて、そ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、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と判示している（原審判決13頁下から1行目以下）。

しかし、すでに述べたとおり、金商法は、臨時報告書の記載事項について、「重要な情報は公開せよ」というような包括的な情報開示義務を設けていなかった。原審判決の上記判示は、金商法が包括的な情報開示義務を設けていなかったことと矛盾するものであり、金商法21条の2の解釈を誤ったものである。

第5に、原審判決は、本件取引の合理性を厳密に検討しなかった。しかしながら、投資家等の投資判断に与える影響度を見るためには、取引内容の合理性を検討しなければならないはずである。本件取引に合理性があり、株価にとって大きなリスクのないものであるならば、当然投資情報としても重要性はなくなるのであって、21条の2にいう「重要」性を持たなくなることは明らかである。したがって、本件取引の合理性の有無を検討していない点においても、原審判決は、理由不備であり、かつ、金商法21条の2の解釈・適用を誤ったものである。

第三 損害額について

1 原審判決の骨組み

本件では、平成20年6月26日に本件臨時報告書を提出した後、株価は下落傾向を続け、8月13日に民事再生手続開始申立を行い、その翌日14日以降、株価は暴落している。そこで相手方が被った損害の原因は何であるかが主たる争点の一つとなっている。それは、金商法21条の2第2項の推定の反証という趣旨と、同条4項5項の適用の問題である。

原審判決の構造は、要約すれば次の通りである。

- ① 申立人は6月末の時点で既に破綻状態であった、

- ② 本件CBの発行は、6月末から7月を乗り切り、倒産の危機を回避するための、会社の命運をかけた重要案件であった、
- ③ 本件スワップを開示していれば、投資家の投資判断に極めて大きな影響を与えるのみならず、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、メリルリンチとの提携交渉もより早期に頓挫していた、
- ④ 本件臨時報告書でスワップを開示していれば、BNPパリバによる本件CBの引受けも成立しなかった、
- ⑤ したがって、申立人は、スワップ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できたのであって、スワップを開示していれば、6月末ころに倒産していた可能性が高い、
- ⑥ 申立人がスワップを開示しなかったのは、6月当時の破綻状況・経営危機を隠蔽するものであって、これがなければ7月には倒産していた、
- ⑦ 破綻状況・経営危機を隠蔽するための虚偽記載等があった場合、金商法21条の2第4項について、倒産の申立てを原因とする推定損害額の減額を主張するためには、「倒産の申立てがなく、虚偽記載等の公表のみが行われた場合に株価下落が推定損害額を下回ること」を主張立証しなければならない、
- ⑧ 申立人が8月13日に民事再生手続開始の申立てをすることなく、虚偽記載等の公表のみをした場合、申立人は資金調達ができずに営業を続けることは不可能であって、倒産に至る蓋然性が高かったので、上記⑦の立証可能性はない、
- ⑨ 8月14日以前の株価下落について、BNPパリバによる株式売却が影響していた可能性を否定することができず、BNPパリバの株式売却は虚偽記載等によって真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が否定できない、
- ⑩ よって、金商法21条の2第4項、第5項の適用はない。

2 申立人の主張

これに対して、申立人の主張の骨子は以下の通りである。

- ① 申立人は6月末の資金繰りはメリルリンチへの物件売却によって手当できていた（破綻状態ではなかった）、

- ② メリルリンチとの資本提携によってそれ以降の信用補完がなされる見込みであった、
- ③ そのため本件CBがなくても破綻に至ることはない状況になっていた（本件CBは倒産危機を回避するためのものではない）、
- ④ 破綻原因は8月6日にメリルリンチとの資本提携が中止となったことである、
- ⑤ 8月14日以降株価が下落したのは民事再生申立をし、それを公表したことが原因である、
- ⑥ よって、8月14日以降の株価下落の原因是虚偽記載等以外の原因によるものであって、金商法21条の2第4項又は第5項の適用がある、
- ⑦ 8月13日までの株価の下落は、虚偽記載等の公表をしていないから、虚偽記載等に起因する下落ではない、
- ⑧ よって、8月13日までの下落も、虚偽記載等以外の原因であるから、金商法21条の2第4項又は第5項の適用がある。

3 6月末に破綻状態であったか

原審判決が、推定損害額からの減額を認めなかつた根拠は、申立人はもともと6月末に破綻状態であつて、本件スワップを本件CBとともに開示しなかつたのは、破綻状態を隠蔽するためであった、ということにある（原審判決22頁6行目以下）。

しかしまず第1に、この6月末破綻状態という事実認定は明らかに誤っている。申立人は、5月頃から万一に備えて民事再生申立を検討開始していたが、その検討を中止したのは6月19日である。このことは原審判決も事実として認定している（原審判決20頁下から10行目）。6月19日に検討を中止したのは、メリルリンチへ物件売却ができる見込みとなつたからである（甲78、79）。原審判決も、判決書19頁下から4行目以下で、354億円の物件売却で、その物件に付された担保の借入金の返済を行つたあとの余剰資金約169億円を調達したと認定している。

なお、本件スワップによる最初の入金日は6月30日であつて、6月末の資金繰りには使えない（甲6・65、取引開始が6月27日なので次の営業日6月30日が最初の支払日である。30日の何時に着金するか分からぬから当日の資金繰り

には使えない。)。したがって、現実的にも本件CBによる調達資金は6月末の資金繰りに使用されていない。

さらにメリルリンチとの資本提携の見込みも高まり、8月にはメリルリンチによってTOBがなされることが想定される状況になっていた。そのことは原審判決も認定している(原審判決19頁下から8行目以下)。

つまり、原審判決の認定事実によても、6月末は破綻状態ではなかつたのである。だから6月19日に申立の検討すら中止したのである(それ以降、6月末までに検討を再開してもいいない。)。

したがって、一方で①6月19日に民事再生申立の検討を中止し、②物件売却により6月の資金繰りの手当てをし、③メリルリンチとの資本提携も想定されるようになったと事実認定しておきながら、他方で「6月末に破綻状態であった」と認定するのは、明らかに矛盾するものであって、理由齟齬というほかなく、経験則違反の違法もある。

第2に、原審判決は、本件CBについて、申立人が6月末から7月を乗り切り、倒産の危機を回避するための、会社の命運をかけた重要案件であったとみなしているが(原審判決19頁7行目以下)、この事実認定も明らかに誤っている。

申立人では、6月末の支払のため、各種の方策を併行して検討、実行していたが、その中の一つがメリルリンチへの物件売却であり、本件CBであり、メリルリンチとの資本提携であり、それ以外にもいくつかの選択肢を検討していた。したがって、検討開始当初は、本件CBも、6月ないしそれ以降の資金繰りのため重要性があったのであるが、6月19日に物件売却ができる見込みとなり、それによって6月末を含めた当面の資金繰りが整ったので、その時点で本件CBは6月末の資金繰りのためにには必須ではなくたのである(それ以降の資金繰りについては、メリルリンチと資本提携によって抜本的に解決する見込みであった。原審判決22頁9行目以下もそのように認定している)。もちろん資本と資金がより充実することは望ましいので本件CBの発行もそのまま行ったが、その発行を決議した時点(6月26日)では、既に本件CBは必須ではなかつたし、申立人も破綻状態ではなかつたのである。

原審判決が言うように、本件CBが倒産の危機を回避するためのものであったとすれば、申立人が8月13日に民事再生手続の開始を申し立てたきっかけは、本件

CBによる資金調達が想定通り進まなかつたことにあつたはずである。しかし本件では、当初想定と異なり、CB＋スワップによる資金調達によって早期に300億円を調達することができなかつたにもかかわらず、そのことは申立人の民事再生手続開始の申立てのきっかけとはならなかつた。申立人が倒産したきっかけとなつたのは、8月6日にメリルリンチのTOBが中止されたことにある。このことは原審判決も認めており、メリルリンチが8月6日にTOBの実施を見送ることを決定し、「その結果」、申立人が倒産不可避と判断して8月13日に民事再生手続開始の申立てを行つたと認定している（原審判決21頁3行目以下）。このように、一方で「メリルリンチのTOB見送りの結果、倒産不可避となつた」と認定しながら、他方で「CBが倒産の危機を回避するための会社の命運をかけた重要案件であった」と認定した原審判決は、内在的に矛盾しており、理由齟齬、経験則違反の違法がある。

また、6月末が破綻状態であると認定したことは経験則に反するものであつて、民訴法247条に違反するものもある。

4 スワップを開示することの影響について

原審判決は、

- ① 本件スワップを開示していれば、投資家の投資判断に極めて大きな影響を与えるのみならず、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、メリルリンチとの提携交渉もより早期に頓挫していた、
 - ② 本件臨時報告書でスワップを開示していれば、BNPパリバによる本件CBの引受けも成立しなかつた、
 - ③ したがつて、申立人は、スワップを開示しなかつたからこそ、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できたのであって、スワップを開示していれば、6月末ころに倒産していた可能性が高い、
 - ④ 申立人がスワップを開示しなかつたのは、6月当時の破綻状況・経営危機を隠蔽するものであつて、これがなければ7月には倒産していた、
- と判示している（原審判決22頁下から2行目以下）。

しかしこれは誤りである。

第1に、本件スワップは、株価に対してマイナスの材料ではないから、開示を行

ったとしても株価は低下などしない。その点を措き、仮に原審判決がいうように本件スワップの開示により、直ちには300億円が手に入らないということが明らかになったとしても、それは申立人の財務内容が現状より悪化するという情報ではない。30営業日前後で、株価次第で、300億円程度の資本が手に入る可能性がある、という情報であるから、いずれにしてもプラスの情報なのである。

したがって、「本件スワップを開示していれば、投資家の投資判断に極めて大きな影響を与えるのみならず、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る、メリルリンチとの提携交渉もより早期に頓挫していた」といったような事実はない。

第2に、スワップの存在はメリルリンチとの提携交渉に影響を与えるはずがない。

申立人は、メリルリンチの意向を尊重して、T.O.Bの公表と同時に、スワップ契約の存在を公表する方向で検討・調整を行っており、その開示資料の案も用意していた（第1審準備書面（2）28頁下から3行目以下）。

申立人は、メリルリンチに対し、T.O.Bの実施が検討され始めていた当初の段階から、本件取引の詳細を伝えており、メリルリンチも、本件取引の存在を前提に、T.O.Bの実施準備を進めていたのである。

申立人の代表取締役であった訴外房園も、別件訴訟の本人尋問において、次の事実を述べている（乙47の本人尋問調書58頁）。

- ・訴外房園が、メリルリンチのマネージング・ディレクターの二名の責任者に対して、6月26日の取締役会で本件取引が決議される前から、スワップ契約の詳細について相談していたこと。
- ・6月26日の取締役会で本件取引について決議する前からすでに、訴外房園が、メリルリンチの担当者に対し、メリルリンチによるT.O.Bが近々行われるという前提で、BNPパリバとの間で本件取引を実行してよいかどうか相談していたこと。

このように、申立人はメリルリンチに対して、当初からスワップ契約の存在を開示しており、T.O.Bの実施を前提にして本件取引を行ってよいかどうかの相談さえ行っており、メリルリンチも、スワップ契約の存在を知ったうえで、T.O.Bの実施準備を進めていたのである。

このような基本的な事実と証拠を看過して、「スワップを開示していれば、メリ

ルリンチとの提携交渉もより早期に頓挫していた」と認定した原審判決は、重大な経験則違反・審理不尽の違法がある。

第3に、原審判決は、本件臨時報告書でスワップを開示していれば、BNPパリバによる本件CBの引受けも成立しなかった、と認定しているが（原審判決23頁4行目以下）、これも誤っている。スワップを開示していても、BNPパリバが本件CBの引受けを拒否することはないことは第1審準備書面（2）31頁などで述べたとおりである。

また、原審判決は、このことに関し、BNPパリバが開示を嫌ったのが固定的なヘッジ比率であったこと（第1審準備書面（2）31頁など）について、原告の主張を看過しており、審理不尽・経験則違反の違法もある。

第4に、原審判決は、「申立人は、スワップ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できたのであって、スワップを開示していれば、6月末ころに倒産していた可能性が高い」と判示したが（原審判決23頁9行目以下）、すでに述べたとおり、本件CBは、6月26日の時点では既に必須ではなく、メリルリンチとの提携があれば十分であった。したがって、この認定も、6月19日に検討を中止した事実や6月末の資金繰りを物件売却によってまかなかった事実等の認定事実と矛盾し、理由齟齬、経験則違反である。

重ねて述べるが、CB+スワップの本件取引による資金調達は、7月以降に本格化するものであり、6月末までに入金されるのは全体のごく一部であった。この点からも、6月末ころにおいて、CBの発行が申立人の延命のためのものであったなどという原審判決の認定が誤っていることは明らかである。

また、原審判決は、「申立人がスワップを開示しなかったのは、6月当時の破綻状況・経営危機を隠蔽するものであって、これがなければ7月には倒産していた」と判示するが（原審判決23頁14行目以下）、これは論理が極端に飛躍している。仮に本件臨時報告書に虚偽記載等があったとしても、そこでの問題はスワップ契約の存在が開示されなかつたことのみである。スワップ契約の存在は、申立人の6月当時の破綻状況・経営危機とは全く無関係であり、スワップを開示したとしても、申立人の破綻状況・経営危機が明らかになることはない（そもそも6月末当時はメリルリンチとの提携によって破綻状況を免れていた。）。スワップの非開示が破綻状

況・経営危機の隠蔽目的であったとする原審判決には、理由不備・理由齟齬、経験則違反の違法がある。

以上のとおり、原審判決は、申立人は6月末時点で本件C Bがなければ倒産する状態であったという認定を柱に据えているのであるが、それが理由不備・理由齟齬、経験則違反であることは明らかであり、金商法の解釈・適用も誤っている。

5 8月14日以降の株価下落原因について

本件で8月14日以降に株価が急落したのは、8月13日の市場取引終了後に民事再生手続開始の申立てをした旨が公表されたからであり、当該株価急落分について推定損害額からの減額が認められるべきである。

しかし、原審判決は、以上の判示の結果、「破綻状況・経営危機を隠蔽するための虚偽記載等があった場合、金商法21条の2第4項について、倒産の申立てを原因とする推定損害額の減額を主張するためには、『倒産の申立てがなく、虚偽記載等の公表のみが行われた場合に株価下落が推定損害額を下回ること』を主張立証しなければならない」との解釈を示し、「申立人が8月13日に民事再生手続開始の申立てをすることなく、虚偽記載等の公表のみをした場合、申立人は資金調達ができずに営業を続けることは不可能であって、倒産に至る蓋然性が高かったので、上記の立証可能性はない」と判示した（原審判決24頁1行目以下）。

しかし、原審判決が示した上記の解釈は、申立人が破綻状況・経営危機を隠蔽するために虚偽記載等を行ったという、証拠に反する無理な事実認定を前提としたものであって、法令解釈の重大な誤りがある。

まず第1に、原審判決は、もともと申立人が民事再生手続開始の申立てをせざるを得なかつたのは、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申立人の「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、申立人の首脳陣において、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る、と認定し、上記解釈を導いているが（原審判決24頁1行目以下）、すでに述べたとおり、申立人が民事再生手続開始の申立てをしたのは、メリルリンチによるT O Bの実施が中止されたからである。このことは、原審判決もその21頁3行目以下で認定している。この点で、原審判決の理由には食違いがあり、経験則違反の誤りもある。また、スワップを開示したとしても、それ

は「資金調達能力の減退ないし欠如」とは無関係である。スワップの経済的機能は、本件CBの転換を促進するというものであり、申立人が資金調達能力を欠いていたことを示す事実ではない。この点でも、原審判決には理由不備・齟齬の誤りがある。また、原審判決の上記判示を基礎付ける証拠は全く存在しておらず、経験則違反、自由心証主義違反（民訴247条）の違法がある。

第2に、すでに述べたとおり、申立人が6月末に破綻状態にあったという認定も誤っている。

第3に、原審判決は、申立人の首脳陣が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申立人が営業を続けることは不可能であって、株価は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、と判示したが（原審判決25頁3行目以下）、申立人が倒産に至ったのはメリルリンチのTOBが中止されたためである。原審判決の上記判示では、推定損害額からの減額事由とされるべき「TOBの中止による倒産」という事実関係が捨象されてしまう。

以上のとおり、8月14日以降の株価下落について、民事再生手続開始の申立てを理由に推定損害額からの減額を認めなかった原審判決の誤りは重大である。

この点については、本件と同種事案で、原・被告の代理人が共通であり、主張立証の内容も全く同じであった事件において、東京高等裁判所第8民事部平成23年4月28日判決（平成23年（ネ）第1581号再生債権査定異議控訴事件）が、「第一審原告（注：申立人を指す）が民事再生手続開始の申立てに至ったのは、不動産市場の低迷や格付け会社からの格下げ等により金融機関などからの資金調達が困難になり、その状態を開拓しようとして進めていたメリルリンチとの業務・資本提携が失敗に終わり、状況を好転できなかつたことによるものであって、本件各虚偽記載等とは無関係なものであり、上記申立てによる第一審原告の株価の値下りは『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』により生じたものということができる。」と判示しており、このような判示こそが証拠に基づく適正な事実認定である。

6 8月13日までの株価下落について

第1に、原審判決は、8月13日までの株価の下落原因について、「B N P 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、一審原告の株式を継続的に売却していたのみならず、このほかにも一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、B N P 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要求する一方で、ひとりB N P 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、一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」と判示して（原審判決25頁下から9行目以下）、8月13日以前の株価下落分について、推定損害額からの減額を認めなかった。

しかし、B N P パリバが、いつ、何株を売却していたのかについては全く触れられていない。B N P パリバによる売却の規模を認定しないと、株価下落に与える影響など推認できないはずである。この点で、原審判決には理由不備の誤りがあり、経験則違反・自由心証主義違反の違法もある。

なお、上記東京高裁第8民事部平成23年6月16日判決も、原審判決の上記判示と同旨の相手方の主張について、「(当該指摘は、) 要するに、B N P パリバが本件スワップ契約に基づいて第一審原告株式を売却したことが本件公表日前の第一審原告の株価に決定的な影響を与えたというに帰するのであって、その論理を透徹させれば本件スワップ契約の締結以外の事情が第一審原告の株価に影響を与える可能性をすべて捨象することとなるが、そのように断ずるだけの根拠は見いだし難い」と切り捨てている。

第2に、原審判決は、8月13日までの株価下落について、推定損害額からの減額を認めなかった根拠事由の一つとして、相手方が株式を取得した時点から8月13日の虚偽記載等の公表までが約1ヶ月半と短期間であったことを指摘するが（原審判決26頁3行目以下）、短期間であっても、社会経済情勢や経営環境によって株価が急落することはある。そして、8月13日までに株価が下落したのは、社会経済情勢や経営環境によるものであることが明らかである。何故ならば、虚偽記載等が公表されておらず、それが株価下落の原因となるはずがないからである。このような場合には、金商法21条の2第2項の推定は破られ、推定損害額からの減額

が認められるべきである。

第3に、原審判決は、「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2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、8月13日以前の株価下落分について推定損害額からの減額を認める必要はない旨、判示している（原審判決26頁5行目以下）。

この判示は、本心としては、原審の裁判官も民事再生申立によって株価が下落したことを認めていることを暗示するものである。しかしその判示もまた誤っている。

相手方の損害額が金商法21条の2第2項の推定の範囲でのみ認められるのは、それ以上の損害が発生していないからである。

そして、この推定規定を利用した損害額についても、虚偽記載等と無関係の事情によって生じた株価下落分も含まれる可能性があるのであるから、その可能性を証拠に基づいて厳密に検証しない限り、因果関係のない損害賠償義務が申立人に課せられてしまう。これは私法の大原則に反するものであり、原審判決の上記附隨的判示は法令の解釈を誤っている。

以上のとおり、原審判決が、8月13日までの株価下落分について、虚偽記載等以外の原因であるものとして金商法21条の2第4項又は第5項を適用しなかったことは、明らかに法令の解釈を誤り、経験則に違反して事実を認定したものというほかない。

この点について、上記東京高裁第8民事部平成23年6月16日判決は、「本件各虚偽記載等の公表前に第一審原告の株価は値下り傾向にあったということができるのであり、その要因となった事情は、本件各虚偽記載等によって生じた値下り以外の事情に当たり得るものである」と認定している。その他にも、東京高等裁判所第24民事部平成23年12月20日判決（平成22年（ネ）第673号）、同平成23年12月20日判決（平成22年（ネ）第2576号）、東京高等裁判所第21民事部平成22年12月24日判決（平成22年（ネ）第792号）が同旨の判断をしている。他の同種事件の高裁判決と比較すると、原審判決の認定の異常さが際立っている。

第四 結論

以上の次第であるから、原審判決は破棄されるべきである。

添付書類

上告受理申立理由書副本 7通

以 上

これは正本である。

平成24年12月21日

最高裁判所第二小法廷

最高裁判所書記官 梶 浦 克

