

(図表) オリパス株価の推移



次に、本件解任後の株価下落が損害額に含まれるかどうかが問題となる。この点について、大阪高裁判決は、虚偽記載の発覚を回避するため本件解任に至ったもので、虚偽記載がなければ本件解任もなかったため、本件解任以降の株価下落は虚偽記載との相当因果関係を有すると判断し、公表直前の終値<sup>2)</sup>、482円と処分額の差額を損害算定の出発点として採用した<sup>4)</sup>。

これに対し、東京地裁判決は、虚偽記載が本件解任後の株価下落に一定程度の影響を与えていたことは否定することができないとしながら、本件解任を損失先送りの隠蔽行為であるとは評価できず、本件解任後の株価下落のすべてが虚偽記載と相当因果関係を有するとは認められないとした。これにより、東京地裁判決は、平均

株価差額602.2円を損害算定の出発点とすることとなった。このように、大阪高裁判決は本件解任後の株価下落(取得額・処分額)に応じて原告ごとに異なるが、708(1,748円)、東京地裁判決は公表日を基準とした平均株価差額602.2円を基準としている。

そして、両判決ともに、いずれも「相当な損害額」を認定するべきとしたうえで、前記基準額から2割を減額して損害額を算定している。大阪高裁判決は、オリパスが優良企業と評価され、虚偽記載がオリパスの「本業での利益水準や業績動向に基づく市場の評価を誤らせるようなものではなかったこと」を指摘している。そのうえで、本件解任後の株価下落は虚偽記載の規模の大きさに加えて、本件解任が大きく報道されたことにより大きく株価が下落したこと、株主下落にはオリパスの損害とすべきでない部分が含まれていると判断した。東京地裁判決は、減額については、「本件に顕れた一切の事情を総合考慮し」とのみ理由づけている。

<sup>4)</sup>ただし、取得額が2,482円より低い場合は、取得額と処分額の差額。

(3) 専門家意見書

大阪高裁判決と東京地裁判決で

# 西武鉄道事件差戻審とオリパス事件にみる 有報虚偽記載に関する 損害算定の考え方と留意点(下)

本稿では、上場企業の粉飾決算が発覚した場合における発行会社に対する損害賠償請求と留意点について取り上げる。今回は、もう1つの事例であるオリパス事件について検討し、まとめとして、平時の心がけ、虚偽記載公表時の留意点、訴訟段階の留意点の観点から、西武鉄道事件とオリパス事件から得られる教訓を明らかにする。

NERAエコノミックコンサルティング  
矢野 智彦  
田辺総合法律事務所  
弁護士  
吉峯 耕平  
NERAエコノミックコンサルティング  
石垣 浩晶

オリパス事件

オリパス事件については、現在、東京地判平成27年3月19日<sup>1)</sup>と大阪高判平成28年6月29日<sup>2)</sup>が公刊されている。東京地裁判決は金商法21条の2<sup>3)</sup>に基づく請求、大阪高裁判決は民法に基づく請求の事案である。

(1) 事案の概要

オリパスは、1990年代終わりから2000年代にかけて、ファンドを使った損失分離スキームを用いてそれ以前の金融資産運用による巨額損失の先送り(損失飛ばし)を行い(ピーク時でおよそ1,300億円)、さらに平成20年以降、海外M&A関連の損失を利用して損失分離スキームの解消を行っていた。これらのスキームによって、四半期報告書記載の純資産額に、実際の金額と約400億円の乖離が生じていた。

平成23年10月14日、当時の代表取締役であったマイケル・ウッドフォード氏が解任され(以下、「本件解任」という)、同氏の海外メディアを通じた情報発信により虚偽記載疑

惑が表面化した。オリパスは第三者委員会を設置して対応にあたり、同年11月8日、第三者委員会の調査の結果、損失計上の先送りが存在したことを公表した。そして、同年12月14日、虚偽記載について、過去5年分の有価証券報告書を訂正した。

(2) 損害算定の出発点と減額

損害算定との関係で、オリパス事件の経緯で特徴的なのは、虚偽記載が対外的に公表されるより前に、本件解任というイベントが起きており、株価が大きく下落していることである。原告としては、本件解任後の株価下落も含めた形で損害を算定したいが、本件解任時には虚偽記載(損失の先送り)は公表されておらず、本件解任に関するトラブルという、虚偽記載とは異なる形で情報が流通していたことが問題の焦点となる。

まず、いずれの訴訟においても、原告は、取得自体損害を主張した。取得自体損害が認められれば、本件解任後の株価下落も、まずは損害額に含まれることになるが、両判決とも、虚偽記載がなかったらオリパス株式を取得しなかったとまではいえないとして、取得自体損害を否定している。

は、被告側から、経済分析を利用した専門家意見書がそれぞれ2通(両事件でほぼ共通するもの)提出されている。

1通は、虚偽記載の影響を、会計上の純資産額に対する影響として把握し、1株当たり約185円(約489円であるとするものである)。

もう1通は、イベント分析を適用するものである。この意見書は、まず、通常のイベント分析の枠組みに従って、超過変動を算定している(A)市場要因・業界要因と(B)固有要因の切り分け)。ただし、オリンパスの株価が下落していた期間は、市場全体が大きく変動していたという事実はなく、超過変動と生の株価変動には大きな差はなかったようである。

そこからさらに、オリンパスの固有要因による株価変動を、虚偽記載(および公表)とこれに附随する本件解任等の事情<sup>5)</sup>を切り分けるために(B)虚偽記載以外の固有要因と(B)虚偽記載の切り分け)、分析者の判断によって、報道件数に基づいて、日次の超過変動を各要因に割りつけて集計するという作業を行っている。本件解任から、加熱する報道等の特異な経緯をたどって虚偽記載の判明に至ったオリンパス事件は、イベント分析によって損害を識別する

ことが難しい事例だった。被告側専門家の経済分析は、事案の特殊性を考慮して、標準的なイベント分析に加えて、応用的な分析に踏み込んだものといえる。

これに対し、大阪高裁判決は、いくつかの問題を指摘したうえで「損害額を検討する1モデル、1資料とはなり得」とするに留めた。また、東京地裁判決は、これらの分析は「虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含む」と考え方と、その内容を異にする<sup>7)</sup>としている。

<sup>5)</sup> ①本件虚偽記載の開示、②相場廃止リスクの高まりと解消、③自己資本減少と増資・資本提携の可能性の高まり、④銀行との関係緊張と交渉決裂の可能性の高まり、⑤捜査当局の動き、⑥ウッドフォード氏解任への落胆、経営混乱、⑦経営陣による私的流用等の責任行為を含む、⑧反社会的勢力との関係に対する懸念を含む、⑨平成23年9月中期期の業績悪化の8要因を特定し、⑩虚偽記載によるものとしている。

#### (4) 検討

本件解任から、加熱する報道等の特異な経緯をたどって虚偽記載の公表に至ったオリンパス事件は、イベント分析によって損害を識別することが難しい事例だった。被告側専門家の経済分析は、事案の特殊性を踏まえて標準的なイベント分析を超えた応用的な分析を実施したものだ。たといえるが、両判決は、専門家意見書を正面から損害額算定の根拠とはしなかった。

しかし、分析が合理的であれば、裁判官の心証には何がしかの影響は与え得るものである。裁判所は、民事訴訟法248条等により「相当な損害額」を認定する裁量を有している。理由として明示しなくとも、2割を減額した判断や、本件解任後の株価下落の相当因果関係についても、専門家意見書が影響した可能性がある。

大阪高裁判決は、前述のとおり、専門家意見書は「損害額を検討する1モデル、1資料とはなり得」と判示している。そして、虚偽記載の財務面の影響が限定的であり、本件解任後の株価下落は加熱した報道の影響によるものであるとした大阪高裁判決の理由づけは、前記の専門家意見書の論調に沿った判断といえる。また、大阪高裁判決は、比較的被告側に厳しい判断を下したといえるが、地裁段階で被告側専門家意見書が提出されず、高裁段階で主張したものの地裁判決<sup>6)</sup>の判断を覆せなかった事例であることにも留意する必要がある。

また、1株当たりの損害額を480円とする東京地裁判決の結論は、会計上の純資産額により1株当たりの損害額を約185円(約489円)と評価する専門家意見の上限とほぼ符合している。このことから、

減額の理由は明示されていないものの、被告の立証が奏功した可能性があると見えよう。

<sup>6)</sup> 大阪地判平成27年7月21日金判1476号16頁

### まとめ—訴訟事例から得られる教訓

#### (1) 平時の心がけ

損害算定の出発点は、取得自体損害や公表後下落損害(平均株価差額)であり、これらに対して何割減額するかという形で最終的な損害は算定される。損害額を限定するためには、まず、これらの出発点を小さくすることである。

市場からネガティブな評価を受けるのは、虚偽記載の内容それ自体だけに限られない。たとえば、長期にわたる虚偽記載の隠蔽、トップレベルの組織的な関与、公表前後の混乱といった事情が、損害額(さらには訴訟の数)を押し上げかねないのがある。

要するに、平時の心がけとしては、虚偽記載(粉飾決算)を行わないこと、虚偽記載の可能性が判明した場合には適時・適切に開示するということである。

#### (2) 虚偽記載公表時の留意点

西武鉄道最高裁判決は、「いわゆるろうばい売りが集中することによる過剰な下落」は損害額に含まれるとした。また、オリンパス事件では、本件解任により反社会的勢力との関係に疑念が生じるなど、無用な混乱が生じ、大きな株価下落に繋がったことは明らかであろう。このような過大な株価下落は、当時の経営陣が一致して秩序立って虚偽記載を公表していれば、避けられたであろう。

これらの事例をみると、虚偽記載を公表する立場からは、混乱を最小限に抑えるような形で虚偽記載を公表し、適切に市場の評価を受けることが、後の訴訟において認定される損害額を抑えることに繋がることを示している。虚偽記載の公表は適時になされる必要があるが、その可能性が判明したらただちに公表しなければならぬというものではない。金融商品取引所や監査法人と協議しながら、第三者委員会の設置を含む適切な事態の取捨策を用意し、虚偽記載公表と同時に開示することは可能である。これにより、市場に無用な混乱を生じさせることを避けることは、適時の開示という枠を踏み外さない限り、すべてのステークホル

ダーにとって望ましいことであると見えよう。

#### (3) 訴訟段階での留意点

その後の訴訟の段階になると、主に減額の具体的な金額が争点となり、専門家による経済分析が提出されることが多く、直接・間接に、裁判所の損害算定に大きな影響を与えている。専門家意見は、法的ルールに適合し、かつ、専門的な見地から合理的な内容であることが要求される。前者については、担当弁護士が適切な「発注」をする必要がある(特に解釈が明確になっていない新しい類型の訴訟では、法的ルールの候補と経済分析を行き来して、訴訟戦略を確定する必要がある)、後者については、仮想裁判官たる担当弁護士を説得できるかが、まずは専門家の試金石となる。いずれにしても、専門家と担当弁護士の実質的な協同作業が極めて重要であり、被告会社としては、適切な人選に意を用いる必要があるであろう。

石垣 浩晶(いしがき・ひろあき)  
NERAエコノミックコンサルティング  
証券金融/一般商事/独禁/知財/規制産業の紛争/訴訟/規制対応支援、価値/損害額/リスク評価、戦略立案支援を行う実務家経済学者。証券分野では虚偽記載、株式買取請求、インサイダー取引、デリバティブ等に関する鑑定意見書の執筆経験を有する。  
立命館大経済学部助教授、公取委企業結合調査官主査を経て、現在NERAエコノミックコンサルティング東京事務所代表/マネジングディレクター。企業法務の経済分析の講演・著作多数。

吉峯 耕平(よしみね・こうへい)  
田辺総合法律事務所 弁護士  
平成17年第一東京弁護士会登録(修習58期)、東京大学経済学部出身。ライブドア事件、IHI事件などで経済分析の専門家と協同して意見書を裁判所に提出する経験を多く積んでいる。第一東京弁護士会総合法律研究所IT法研究会副会長、一般財団法人保安通信協会調査研究会デジタル・フォレンジック分科会委員、国立埼玉病院受託研究(治療)審査委員会・倫理委員会委員。著作として「株式取得価格決定におけるマーケットモデルを用いた回帰分析の具体的な方法論—レックス事件を題材に—」(商事法務2071号28頁、2015、共著)など。

矢野 智彦(やの・ともひこ)  
NERAエコノミックコンサルティング  
ウイスコンシン大学経済学博士。証券分野(虚偽記載に伴う損害賠償請求事件、株式取得価格決定事件、デリバティブ性を有する資産の価値が争われた事件等)、独占禁止法分野(カルテルにおける損害賠償請求事件、企業結合審査等)における経済分析の専門家として、意見書を裁判所および競争当局に提出した豊富な経験を持つ。著作として『ミクロ経済学』(東京大学出版会、2008年、奥野正寛らと共著)などがある。

## 詳解 金融商品取引法

### 〈第4版〉

制度論のみならず、多くの行政処分・民事・刑事・課徴金事件を取り上げながら、体系的かつ網羅的に解説した基本書。平成27年改正法および関係政府令まで織り込んだ最新版。

日野 正晴 著  
A5判・1252頁  
定価:10,584円(税込)  
中央経済社

