

氏名（本籍）	戸村良雄
学位の種類	博士（法学）
学位記番号	博甲第 7215 号
学位授与年月日	平成 27 年 3 月 25 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当
審査研究科	ビジネス科学研究科
学位論文題目	証券不実開示と投資者の損害 —損害概念の再構成—

主査	筑波大学 教授	弥永 真生
副査	筑波大学 教授 博士（法学）	徳本 穰
副査	筑波大学 准教授 博士（法学）	木村真生子
副査	筑波大学 准教授 博士（法学）	小林 和子
副査	早稲田大学 教授 博士（法学）	岸田 雅雄

論文の内容の要旨

第 1 章では、アメリカにおける判例法が分析の対象とされている。アメリカにおいては、1960 年代以降、投資者の損害は、「現実の損害」という連邦証券諸法の規定により、投資者の財産状態に生じた現実のものに限定されるべきであると考えられてきたため、この「現実の損害」を厳密に追求しようとして、取引の実態に応じた多様な方式が採用されてきたが、そのベースにあるものは、不実開示により市場価格（価値）の下落分を賠償させるという現実（修正）損害賠償方式であり、最も採用事例が多いとされてきた。しかし、著者は、損害算定方式に関する過去から直近までの裁判例の傾向を分析したところ、現実（修正）損害賠償方式は、近時、あまり採用されていないようであり、代わりに、契約取消（原状回復）や不当利得返還方式が多くなっていると考えられると指摘している。そして、その要因として、最近では、証券不実開示が、単なる粉飾決算等により証券の市場価格を吊上げるといった単純なケースだけに止まらず、不実開示をベースに公開買付や M&A 等、企業再編に絡む重要な契約が増加していることがあるとする。すなわち、このような場合、企業再編契約等は既に履行され、加害者の違法な契約状態や不当利得は実現されていることになり、市場価格の下落という差額の賠償は、違法な状態をかえって追認することになりかねないため、アメリカでは、加害者の賠償責任を追及すべく、違法な契約状態を解消させ、不当利得を奪うための算定方式が採られている傾向がみられると結論付けている。

第 2 章では、フランス法が分析の対象とされている。そして、フランスでは、投資者の損害について、決定の損害と状態の損害という二つの損害概念が議論されていると整理する。すなわち、決定の損害としてはより良く投資する「機会の喪失」が、状態の損害としては「市場価格の下落損」が、それぞれ認識されていると指摘している。状態の損害については、わが国およびアメリカで議論されている損害と基本的に同じであり、特別な 이슈が存在するわけではないが、決定の損害については、投資者の投資決定という判断に関わるもので、被侵害利益が、「市場価格の下落」のように、客観的に把握し難い

ことから、そのような損害を認めることが妥当なのかという問題が生じるどころ、フランスでは、投資者の意思決定が最も重要なものと考えるとともに、状態の損害こそ、厳密な算定が困難であり、因果関係にも不明確性がある等として、より良く投資する「機会の喪失」という損害を認めているという分析結果を示している。たしかに、フランスにおける従来の民事責任論は、填補賠償を原則とし、損害賠償によって被害者が利得することを是としないとされてきたが、利益追求型不法行為の場合、従来の填補賠償原則を維持する限り、加害者のもとには損害を賠償してもなお利得が残ることが考えられ、加害者に損得計算により不法行為を行う動機を与えてしまうことになる。したがって、法令の目的の一つである証券不実開示の抑止という観点からは、加害者が得た不当利得を被害者に返還させることを可能とする「原状回復的賠償」が有用となることから、違法な利益がもっぱら被害者を害して得られたものである場合、当該利益の全額返還は適法と考える見解も示されているという評価を著者は加えている。

これらの比較法の成果をふまえつつ、著者は、第3章において、日本法の現状と課題について分析及び立論を行っている。すなわち、日本法の下では、投資者の損害について、差額説的な損害論に基づき、証券の市場価格の下落という投資者に生じた財産状態の差額のみで捉えようとする見解が支配的であるといえとまず指摘する。しかし、そこでは、被害者である投資者が不当な賠償を得ることがないよう、精緻な損害賠償額の算定方式を目指しているようでもあり、加害者の得た利益や不実開示によって金商法上のいかなる法益が侵害されたのかという法的評価について十分な議論がなされていないように思われるとし、不実開示が金商法上問題なのは、上場会社が法令に定められた適正な開示を行わず、投資者に対して違法に証券取引を誘引し適切な投資決定を誤らせたことにあるはずであると主張する。また、判例・学説において議論されている差額説については、不実開示により市場価格を吊上げる場合のみを前提としており、M&A等のように市場価格を低く誘導する動機が働くケースは想定されていないこと、市場価格が口頭弁論終結時等に反転上昇した場合、投資者に損害は生じていないとされ、加害者のモラル・ハザードを生む恐れがあること、不当利得返還方式や機会の喪失方式のような、差額では捉えられない損害の算定方式を閉ざしてしまうこと、等の問題があるとする。このように、投資者の損害を差額説のみで考えることは、投資者の救済および証券不実開示の抑止という観点から妥当ではないから、まず、損害を事実として捉え、加害者の行為態様や被侵害利益のタイプに応じて規範的な損害評価を行おうとする損害事実説が有用であることに照らし、損害概念を差額説から損害事実説に再構成する必要があると論ずる。そして、これにより、財産状態の差額として現れてこないような機会の喪失損や加害者の利益について、賠償額を認定する際に適用される民事訴訟法248条に基づき、投資者の損害として認定する途が開けてくるものと考えとする。

まとめを示す第4章では、以下のような主張を行っている。今後は不実開示の実態を十分に把握し、契約取消（原状回復）方式や、不当利得返還方式などによって、加害者の違法な契約状態ないしは不当利得を奪う必要がある。また、フランスにおける機会の喪失論や原状回復的賠償論は、投資者の意思決定を保護するとともに、加害者の不当利得を奪い、証券不実開示の抑止に資するものと考えられる。すなわち、従来、わが国では十分な議論がなされてこなかった、機会の喪失論と原状回復的賠償論は、新たな理論による制度的枠組みとして検討に値するものであり、日本法に対し、これまでとは異なる視点を提供することになるように思われるとする。具体的には、投資者の損害の算定は、投資者の救済とともに、金商法の目的や投資者保護制度に即して行うことが必要であり、アメリカやフランスで採られているような、違法な契約状態を原状に回復する方法、加害者の不当利得を奪う方式、「機会の喪失」を損害と認める方式なども併せて検討すべきであるとする。

審査の結果の要旨

審査対象論文は、上場会社が不実の企業情報の開示（証券不実開示）を行った場合に係る、あるべき損害賠償論について、アメリカ法およびフランス法を比較法の対象としつつ、日本法の現状と課題を考察・検討したものである。

審査対象論文は、第1に、比較制度対象国の裁判例および学説をていねいに渉猟して、議論を展開したものであるが、従来、十分な紹介がなされてこなかったフランスにおける議論をフォローしている点で新規性を有する。また、アメリカにおける動向については、黒沼悦郎論文など重要な先行文献が存在するものの、損害額算定方法を研究対象とした先行研究の公表は、20年ほど前に終わっており、最近のアメリカにおける動向については、ほとんど調査・紹介がなされておらず、審査対象論文は、この20年ほどの動向を埋めるという意味で意義を有するものと考えられる。

第2に、フランスは、民法上、機会の喪失理論の発展がみられる代表的な国ということができるが、証券不実開示との関連でも、機会の喪失という発想が採り入れられていることを、裁判例を渉猟し、明らかにしたという点で、審査対象論文は独創性を有する。すなわち、投資者の損害を機会の損失と捉えて、損害賠償を認めるという考え方が徐々に浸透していることを浮き彫りにすることに相当程度成功しているということができる。

第3に、わが国では、証券不実開示による投資者の損害として、著者がいう（証券価格に注目する）「状態の損害」にもつばら議論が集中しているが、審査対象論文では、投資者の意思決定を保護する点から損害賠償のあり方を検討すべきであると主張されており、この点でも斬新な主張がなされている。また、損害賠償の填補機能のみならず、規律付け機能に着目すべきであるという主張も目を引く。

しかし、審査対象論文には若干の不十分な点があることも指摘しなければならない。

第1に、わが国における損害賠償額算定方法についての議論はやや技術的なものに終始しているように見えるのは事実であるが、審査対象論文では、フランスにおいては、金融商品取引業者の説明義務違反・適合性違反の勧誘との関連で機会の喪失に基づく損害賠償が認められていることを指摘していることに鑑みると、わが国においても、証券取引との関連で、機会の喪失に基づく損害賠償を実質的に認めているものはないのかを深く検討する必要があると思われる。とりわけ、西武鉄道事件判決との関連で、機会の喪失論の適用可能性に関する検討の掘り下げがさらになされてもよかったと考えられる。

第2に、証券不実開示に係る損害賠償につき、損害の填補のみならず、開示者に対する規律付けという機能を重視する解釈論を展開しているが、これは、不法行為責任一般について、その機能をどのように考えるべきかという根本問題と密接に結びついている。それにもかかわらず、日本における状況についての分析はともかく、アメリカおよびフランスにおける不法行為責任の機能についての一般論に係る裁判例および文献の渉猟・分析が簡略なものにとどまっているという印象が残る。

第3に、たしかに、機会の喪失に基づく損害賠償という視点は斬新であるが、議論の展開がやや強引であるというきらいがあるし、損害填補機能と規律付け機能とをどのように止揚すべきなのか、また、損害填補機能に着目するならば損害額を差額として捉えることが最も自然であると考えられることとの折り合いをどのように付けることが適切なのかという点についても課題として残ったままになっているように思われる。

以上に加えて、参照すべき日本語の先行文献が少なかつたためか、やや、日本語としてこなれていない部分があり、この点の改善が必要であるように思われる。

もつとも、これらの課題は残っているものの、審査対象論文は、アメリカとフランスにおける議論の現状を明らかにし、先行研究では指摘されてこなかった点を明らかにしており、意欲的な研究であるといえる。また、この論文を基礎として、さらに、分析と議論を深めていくことが可能なものである。さらに、日本の制度についての整理のみならず、実務からの視点も随所にみられることも併せ鑑みると、審査対象論文は、著者が、法律学の分野について、高度の専門性が求められる社会の多様な方面で活躍する高度の研究能力とその基礎となる豊かな学識を有することを示すものであると評価できる。

【最終試験】 論文審査委員会による最終試験を平成 27 年 2 月 10 日に実施し、全員一致で合格と判定した。

【結論】 よって、著者は、博士（法学）の学位を受けるのに十分な資格を有するものと認める。