

# 証券不実開示と投資者の損害 —損害概念の再構成—

筑波大学審査学位論文(博士)

2014

戸村 良雄

筑波大学大学院

ビジネス科学研究科 企業科学専攻



証券不実開示と投資者の損害  
— 損害概念の再構成 —

目 次

序章 課題の設定 .....	9
1. はじめに .....	9
2. 問題意識 .....	15
(1) 投資者の損害とは何か—意思決定との関連において .....	15
(2) 金商法の実現における投資者の役割 .....	17
(3) 市場価格下落の意味するところ—差額説の問題点と損害論の再構成.....	19
3. 検討の対象および論文の構成 .....	20
4. 考察の前提.....	25
(1) 考察対象とする開示 .....	25
(2) 用語法 .....	27
第1章 アメリカ法 .....	31
第1節 総説 .....	31
1. 投資者保護と証券不実開示訴訟の実態 .....	31
2. 証券不実開示がもたらす三つの問題 .....	34
3. 証券不実開示訴訟自体がもたらす問題 .....	35
4. 証券不実開示の抑止に資する損害算定論 .....	35
第2節 判例の展開 .....	37
第1款 証券不実開示訴訟の特徴 .....	37
第2款 判例の状況 .....	39
第1項 概要 .....	39
第2項 算定方式の種類 .....	39
1. 契約取消 (Rescission) および原状回復 (Restitution) 方式 .....	40
2. 現実損害賠償方式 (The Out-of-Pocket Measure of Damages) .....	41
3. 修正現実損害賠償方式 (Hybrid Out-of-Pocket Measure) .....	42
4. 不当利得返還方式 (Windfall Damages) .....	43
5. 機会の喪失 (Loss of Chance) 賠償方式 .....	43
第3項 判例の傾向 .....	45
第3節 投資者保護の枠組み .....	47
第1款 概観 .....	47
第2款 有価証券と開示主義 .....	48
第1項 有価証券の意義 .....	48

第2項 開示主義の意義 .....	50
第3項 有価証券と開示主義の結合 .....	50
第3款 投資者保護の法理 .....	51
第1項 投資者の意義 .....	51
第2項 投資者保護と消費者保護・預金者保護 .....	51
第3項 投資者保護法理の転換 .....	52
第4節 損害賠償額算定の実体法的側面 .....	54
第1款 概観 .....	54
第2款 投資者の損害—法的アプローチ .....	54
第1項 二つのアプローチ—定性的および定量的アプローチ .....	54
第2項 二つのアプローチの機能および問題点 .....	56
第3款 投資者の損害—経済的アプローチ .....	60
第1項 投資者が被る二つの損害 .....	60
1. 機会の喪失 (Loss of Chance) .....	61
2. 市場の損失 (Market Loss) .....	62
第4款 法的および経済的アプローチの意義 .....	63
第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面 .....	64
第1款 概観 .....	64
第2款 因果関係の要素と立証 .....	65
第1項 取引因果関係と損害因果関係 .....	65
第2項 因果関係の立証方法 .....	67
第3項 因果関係立証の緩和 .....	67
第3款 損害因果関係の訴答基準 .....	73
第1項 1995年私的証券訴訟改革法 (PSLRA) .....	73
第2項 訴答基準 .....	73
第3項 Dura 最高裁判決 .....	73
第4款 クラス・アクションと損害賠償額の算定 .....	76
第6節 損害賠償額の算定方式 .....	79
第1款 概観 .....	79
第2款 算定方式を決定する三つの要素 .....	79
第1項 算定の目的および理念 .....	79
第2項 損害算定の対象 .....	80
第3項 算定方法の形式 .....	81
第3款 算定方式の種類 .....	82
第1項 概要 .....	82
第2項 契約取消 (Rescission)・原状回復 (Restitution) 方式 .....	82

第3項 差額賠償方式	85
1. 概要	85
2. 現実損害賠償方式 (The Out-of-Pocket Measure of Damages)	86
3. 修正現実損害賠償方式 (The Hybrid Out-of-Pocket Measure)	93
第4項 利得返還方式	103
1. 概要	103
2. 不当利得返還方式 (Windfall Damages)	104
3. 機会の喪失 (Loss of Chance) 賠償方式	106
第5項 算定方法の形式	108
第7節 小括	112
第2章 フランス法	114
第1節 総説および考察の順序	114
第1款 総説	114
第2款 考察の順序	117
第2節 判例の展開	119
第1款 これまでの裁判例とその問題点	119
第2款 新たな展開と学説の評価	121
第3節 制度の概観と比較法	130
第1款 ディスクロージャー制度	130
第1項 規制・監督機関	130
第2項 不実開示と損害賠償	130
第2款 民事責任制度の特徴	132
第1項 概要	132
第2項 損害賠償の機能および損害概念の変化	133
第3項 民事責任制度の今後	138
第3款 比較法—フランス法からみたアメリカ法	139
第1項 投資者の損害に対する立場の違い	139
第2項 集団訴訟への対応の違い—フランス版クラス・アクション	140
第4節 損害賠償額算定の実体法的側面	143
第1款 投資者の損害	143
第1項 意義	143
第2項 会社の損害と投資者（株主）の損害—会社法的な観点	145
第3項 決定の損害—損害賠償法的な観点	145
第4項 状態の損害—損害賠償法的な観点	147
第2款 損害賠償額算定に影響を与える二つの理論	148
第1項 機会の喪失論	149

第2項 受益フォートと原状回復的賠償	157
第3款 フランス法における実体法的側面の特徴	161
第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面	163
第1款 訴訟上の問題と対応	163
第2款 証明責任と裁判所の認定	164
第1項 原告の証明責任	164
第2項 裁判官の損害認定	165
第3款 機会の喪失および原状回復的賠償の訴訟法的実現	166
第1項 機会の喪失の訴訟法的実現	166
第2項 原状回復的賠償の訴訟法的実現	168
第4款 訴訟の集団的解決に向けて	169
第1項 機会の喪失論からの視点	169
第2項 原状回復的損害賠償からの視点	170
第6節 損害賠償額の算定方式	171
第1款 概観	171
第2款 決定の損害に関する算定方式	171
第1項 機会の喪失算定方式	171
第2項 算定手順	173
第3款 状態の損害に関する算定方式	175
第1項 損失対象方式	175
第2項 利得対象（原状回復賠償）方式	175
第7節 小括	177
第1款 日本とフランスの法状況を分けたもの	177
第2款 機会の喪失論の持つ意味	179
第3款 結論	180
第3章 日本法	182
第1節 総説および考察の順序	182
第1款 総説	182
第2款 考察の順序	184
第2節 判例・学説による検討	186
第1款 概観	186
第2款 これまでの裁判例と新たな展開	188
第1項 金商法21条の2適用前	188
第2項 金商法21条の2適用後	190
1. 新たな展開とライブドア事件	190
2. 下級審裁判例にみられる損害の捉え方と算定方法	193

(1) 個別算定方式	193
①取得時差額説	193
②取得自体損害説	193
③不実開示発覚後下落説	194
④総体財産損害説	194
(2) 一律算定方式—推定規定適用説	195
第3項 最高裁の見解	195
1. 西武鉄道事件最高裁判決	195
2. ライブドア事件最高裁判決	199
第3款 検討	201
第1項 最高裁判決における損害論の特徴	202
第2項 二つの最高裁判決に対する評価	204
第3節 賠償責任の意義	210
第1款 不法行為の類型と賠償責任—開示主義との関連で	210
第2款 損害填補から証券不実開示の抑止へ	211
第1項 わが国の歴史的経緯	211
第2項 損害賠償制度の目的	212
第3項 金商法における損害賠償制度	214
1. 投資者保護の意義	214
2. 損害賠償の制裁・抑止機能	215
第3款 発行会社の賠償による新たな問題	216
第1項 問題提起—株主間の利益の移転	216
第2項 誰が最終的な責任を負うべきか	218
第4節 損害賠償額算定の実体法的側面	220
第1款 概観	220
第2款 投資者の損害—不法行為損害賠償法の観点	220
第1項 損害概念における二つの理論	220
第2項 差額説とその問題点	222
1. 差額説自体に内在する問題	222
2. 差額説に依拠することにより生ずる問題	223
第3項 損害事実説とその有用性	225
第4項 機会の喪失	227
第5項 損害概念の再構成	228
第3款 投資者の損害—金商法21条の2	229
第1項 金商法21条の2の新設	229
第2項 損害賠償額の制限	229

第3項 損害賠償額の推定 .....	230
第4項 推定規定の適用上の問題 .....	232
1. 「公表」主体性の要件 .....	232
2. 金商法 21 条の 2 第 3 項の立法趣旨 .....	233
3. 判例および学説の状況 .....	233
4. 検討—検察官の公表主体性 .....	238
第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面 .....	243
第1款 概観 .....	243
第2款 証券不実開示訴訟の意義 .....	244
第1項 目的および性質 .....	244
第2項 紛争解決型訴訟と政策志向型訴訟 .....	245
第3項 集団訴訟 .....	246
第4項 共同不法行為と会社の訴訟参加 .....	247
第3款 損害賠償額認定の法的位置づけ .....	248
第1項 民事訴訟法における一般原則 .....	248
第2項 法定証拠主義と自由心証主義 .....	249
第3項 証明度とその軽減 .....	255
第4款 民事訴訟法 248 条による損害額の認定.....	258
第1項 制定の背景と趣旨 .....	258
第2項 解釈上の問題—適用要件と効果 .....	260
1. 解釈にあたって .....	260
2. 立案担当者の説明の変遷 .....	261
3. 248 条の適用要件 .....	262
4. 248 条の効果 .....	269
5. 損害額の算定方法への影響 .....	271
第3項 法的性質—学説および判例 .....	272
1. 証明度軽減説 .....	272
2. 裁量評価説 .....	274
3. 折衷説 .....	274
4. 判例の状況 .....	275
5. 見解の対立の持つ意味 .....	277
第4項 適用上の問題点—可能性とその限界 .....	280
第5款 問題とその対応 .....	287
第1項 問題の顕在化 .....	287
1. 損害額認定のブラックボックス化 .....	287
2. 差額説と結びついた 248 条 .....	287



3. 損害額の低額化と不実開示抑止機能の低下 .....	288
第2項 問題への対応 .....	288
1. 判決理由記載の程度と判示の仕方 .....	288
2. 立証活動の構築 .....	291
3. 集団訴訟化への対応 .....	292
第6款 今後の課題 .....	293
第6節 損害賠償額の算定方式 .....	294
第1款 算定方式の種類と類型 .....	294
第2款 損失対象算定方式 .....	294
第1項 市場の損害（高値取得損害） .....	295
1. 市場の損害という分類法 .....	295
(1) 意義 .....	295
(2) 取得時差額説と公表後下落額説 .....	296
(3) 取得時差額説の問題点 .....	296
2. 不実開示発覚後下落説 .....	301
(1) 意義 .....	301
(2) 不実開示発覚後下落説の問題点および評価 .....	302
3. 推定規定適用説 .....	303
第2項 投資者の個別損害 .....	305
1. 取得自体損害説 .....	305
(1) 取得と売却価格との差額法 .....	306
(2) 不実開示と無関係な株価下落額控除法 .....	307
2. 総体財産損害説 .....	308
第3款 利得対象算定方式 .....	308
第1項 意義および分類 .....	308
第2項 機会の喪失算定方式 .....	310
第3項 加害者の利得吐出し方式 .....	312
第4項 共同不法行為と算定方式 .....	313
第4款 個別算定方式と一律定額算定方式 .....	316
第1項 個別算定方式 .....	316
第2項 一律定額算定方式 .....	316
第7節 小括 .....	318
第4章 まとめ .....	321
第1款 日本法への示唆と総括 .....	321
第1項 アメリカ法 .....	321
1. 判例にみる損害賠償額の算定方法.....	321

2. 現実損害賠償方式に対する批判.....	322
3. 真に不実開示の責めを負うべき者による賠償責任の負担 .....	324
第2項 フランス法 .....	325
1. 投資者の損害論—決定の損害と状態の損害 .....	325
2. 原状回復的賠償と証券不実開示の抑止 .....	325
第3項 総括 .....	327
1. あるべき損害賠償額の算定論 .....	327
2. 利益追求型不法行為に対する損害賠償額の算定論 .....	327
3. 投資者の損害論における機会の喪失論の有用性と問題点 .....	328
4. 損害論の再構成—差額説から損害事実説へ .....	330
第2款 残された課題と結語 ... ..	331
1. ビックデータによるディスクロージャーの変容 .....	331
2. 共同不法行為における賠償責任と損害の算定方式 .....	332
3. 消費者契約法および民法（債権法）改正—不実告知・不実表示.....	333
4. 隣接諸科学との接点と複眼的な思考 .....	334
5. 結語 .....	335
参考文献 .....	337

## 序章 課題の設定

### 1. はじめに

近年、世界の主要な証券市場を有するアメリカ、EU 主要国（フランス、ドイツなど）およびわが国といった先進諸国において、上場会社の不実開示に関する訴訟が増加している。そこでは原告である投資者（株主）は、不実開示の発覚（公表）による株価の下落により、損害を受けたとして発行会社およびその役員等に対して損害賠償を求めて提訴する動きが顕著となっている。ただし従来、この種の訴訟は主にアメリカにおいてみられた現象であったといえる<sup>1</sup>。ところが近年、ヨーロッパおよびわが国においても同様な訴訟がみられ始めてきたのである。このような状況には次の三つの要因があるように思われる。第一は、EU における市場統合の流れを受けた証券分野の法規制の統一および整備の動き<sup>2</sup>、並びにわが国における旧証券取引法（昭和 23 年法律 25 号）改正<sup>3</sup>など、投資者保護の制度が整備されてきたことである。第二は、経済活性化などのための新興市場の開設<sup>4</sup>である。わが国においても、1999 年 11 月の東証マザーズ市場などの導入に伴い、新興企業数は飛躍的に増加した。そこでは未だ内部統制の不十分な企業もみられ、勢い明らかになった不実開示の件数も増加の一途を辿ってきた<sup>5</sup>。上場会社が提出した有価証券報告書<sup>6</sup>の虚偽記載の状況

---

<sup>1</sup> アメリカにおいて規則 10b-5 違反に対して提起された証券集団訴訟の件数は、次のとおりである。2000 年 214 件、2001 年 183 件、2002 年 259 件、2003 年 225 件、2004 年 227 件、2005 年 179 件、2006 年 117 件、2007 年 175 件、2008 年 218 件、2009 年 149 件、2010 年 132 件、2011 年 148 件、2012 年 143 件、2013 年 165 件。

Comolli R. and Starykh S., Recent Trends in Securities Class Action Litigation : 2013 Full-Year Review , 21 January 2014 , NERA , [www.nera.com](http://www.nera.com) at 5.

<sup>2</sup> 「投資サービス指令（ISD）（1993 年）」「市場阻害行為指令（MAD）（2003 年）」「金融商品市場指令（MiFID）（2007 年）」。

<sup>3</sup> 「金融審議会金融分科会第一部会報告—ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて—」（平成 16 年 12 月 24 日）、吉田修ほか「証券取引法等の一部改正の概要—平成 16 年法律第 97 号の解説」商事法務 1703 号（2004）など参照。そこでは、継続開示義務違反に対する発行者の賠償責任規定や損害額に関する推定規定が整備された。

<sup>4</sup> フランスでは、1996 年創設の新興企業向け市場（Nouveau Marché）、同じく 1996 年創設で規制の緩やかな下位市場（Marché Libre）がある。なお、これらの市場についてはその後の市場セグメントの改革により名称が変更されている。ドイツでは、従来から取引のための登録要件が緩和された店頭市場があったが、1997 年に新興企業向け株式市場であるノイアマルクトが創設された。なお、このノイアマルクトは、IT バブル崩壊後の市場低迷を受け 2003 年に閉鎖されたが、2005 年には新たに新興企業を対象とした「オープン・マーケット」が開設された。日本証券経済研究所（編）『図説 ヨーロッパの証券市場 2012 年版』120 頁、128 頁（日本証券経済研究所、2012）。

<sup>5</sup> 金融庁の課徴金納付命令等により判明したものや提出会社みずから公表したものも含まれる。開示書類の虚偽記載等に対する課徴金納付命令は、平成 24 年度 8 件、制度導入（平成 17 年 12 月）以降 77 件となっている。中村信行「公正な市場に向けた取組みについて—平成 24 年度実績—」商事法務 2002 号 6 頁（2013）。

をみると、課徴金の対象となった有価証券報告書（有価証券届出書を含む）の虚偽記載件数は、直近の平成 26 年度では 7 件、課徴金の額は約 10 億円<sup>7</sup>、平成 25 年度では 9 件、課徴金の額は約 10 億円に及んでいる<sup>8</sup>。そしてつい先頃もオリンパス事件<sup>9</sup>が発生し、わが国のみならず欧米の投資家からも訴訟が提起され、現在、係属中となっている。第三の要因は、近年における情報通信技術の進歩、証券取引所のボーダーレス化がある<sup>10</sup>。今や、コンピュータ・ネットワークを通じた証券取引は、国境や地理上の制約に縛られることなく自由に展開できるようになっている。このため、アメリカの証券市場で起きたことは、すぐにヨーロッパや日本の市場に伝播するようになってきている。このような状況は、各国の証券市場における株式の外国人保有割合をみると明らかである。アメリカでは約 20%（2011 年）<sup>11</sup>、フランスでは 41.1%（2007 年）<sup>12</sup>、ドイツでは 21.3%（2007 年）<sup>13</sup>、イギリスでは 40%（2006 年）<sup>14</sup>となっている。これに対し、日本では 30.8%（2013 年）<sup>15</sup>である。

一方で、証券不実開示訴訟の現状をみると、今日の主要な争点は、損害因果関係の立証と損害賠償額の算定である。損害因果関係の立証は、発行会社の不実開示が実際に原告の損失を引き起こしたのか否かを、そして損害賠償額の算定とは、当該不実開示が実際に引き起こしたもの（損害）を評価し、金額を算定することである<sup>16</sup>。このことは、国や市場の制度の違いを問わず生ずる問題である。ただし、現在の先進諸国における不実開示訴訟をめぐっては、国により異なる問題と、各国で共通する問題という二つの問題があるように思われる。まず、各国間で異なる問題というのは、不実開示訴訟において、たとえば、投資者の損害に対する考え方がアメリカおよび日本と、フランスとでは大きく異なっていることである。そもそも、法とは不法行為法を含めて歴史的産物であり<sup>17</sup>、国民の法意識など

---

<sup>6</sup> 金商法 24 条に基づく報告書。その提出件数は訂正有価証券報告書も含めると年間 10,794 件（平成 24 年度）である。中村・前掲注（5）7 頁。

<sup>7</sup> 金融庁「平成 26 年度有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」（平成 26 年 8 月 29 日現在）金融庁 HP。

<sup>8</sup> 金融庁「証券取引等監視委員会の活動状況 平成 25 年度」（平成 26 年 6 月）金融庁 HP。

<sup>9</sup> 2011 年 11 月 8 日付オリンパス株式会社提出の臨時報告書（金商法 25 条 1 項 10 号）。

<sup>10</sup> 大崎貞和「ボーダーレス化する取引所と市場法制」江頭憲治郎＝増井良啓（編著）『溶ける法 超える法 3 市場と組織』185 頁（東京大学出版会、2005）。

<sup>11</sup> 日本証券経済研究所（編）『図説 アメリカの証券市場 2013 年版』37 頁（日本証券経済研究所、2013）。

<sup>12</sup> 吉川真裕「ヨーロッパの株式保有構造」日本証券経済研究所・証研レポート 1652 号 28 頁（2009）。

<sup>13</sup> 吉川・前掲注（12）26 頁。

<sup>14</sup> 日本証券経済研究所（編）『図説 イギリスの証券市場 2014 年版』51 頁（日本証券経済研究所、2014）。なお、イギリスは 2007 年も 40%である（吉川・前掲注（12）27 頁）。

<sup>15</sup> 東京証券取引所「平成 25 年度株式分布状況調査の調査結果について」資 3 頁（株式会社東京証券取引所ほか、平成 26 年 6 月 19 日）

<sup>16</sup> Olazabal A., Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals, 3 Berkeley Bus. L. J. 337 (2005-2006), at 338, 341.

<sup>17</sup> 山田卓生「不法行為法の基礎」山田卓生（編）『新・現代損害賠償法講座 第 1 巻』26

その国・地域の事情によって左右される問題だとすれば、それは当然であるといえるであろう。たとえば、損害賠償の一態様である懲罰的賠償制度の内容は、アメリカ、イギリス、ニュージーランドといった英米法の国々においてさえ、対照的な状況となっているとされる<sup>18</sup>。このように、損害賠償制度やそれを実現するための訴訟法はすぐれて国内的な法であるといえる。したがって、各国とも損害賠償法、不法行為法、証券諸法といった実体法および民事訴訟法といった手続法について独自の定めをしており、そのことが、損害論に関する国による違いを生じさせているものと考えられる。そこで、それらの違いをみてみると、まず、アメリカ法では、投資者の損害を「現実の損害」と規定する。その損害は、文字通り「現実」の損害とされることから、実際に投資者に生じた財産の減少（Out-of Pocket）という損害概念を採る。これは、投資者のポケットから実際に出て行った実費相当額を損害と考え、市場価格（価値）の下落という現実の財産価値の減少を損害として捉えるというものである。わが国も基本的にはこの考え方を採っているが、それは民法における損害論としての差額説的見解に基づいているともいえる。ただし、わが国特有の問題として、この「差額」の算定に際し、不実開示以外の要因による損失の算定が困難であるとして、民事訴訟法 248 条を適用して損害賠償額をその根拠を明確に示さないままに、たとえば有価証券の取得価格と処分（保有）価格の「差額」の 20%から 30%としている現状がある。ここで、わが国のこのような状況は、アメリカの 1970 年代の状況とほとんど変わらないように思われる<sup>19</sup>。アメリカではすでに 1970 年代に、他の適切な損害賠償額算定方式がないことから、あくまでも当面の対応として、「差額」の 25%、50%を損害賠償額として算定していたという実情があった。このため、その後アメリカは、ファイナンス理論などを用いてより適切な算定方式を模索してきたのである。他方、わが国では、このファイナンス理論に基づく算定について裁判所や学説は一部を除き消極的であり、算定方式の検討がまさにこれからという状況にあるといえるように思われる。

次にフランス法では、投資者の損害を投資「機会の喪失」として捉えている。機会の喪失とは、不法行為責任などにおいて、被害者に生じた最終的な不利益ではなく、「最終的な不利益を回避する可能性（機会）」の喪失を損害と捉え、それについての賠償を認めるという考え方である<sup>20</sup>。このように、フランス法では、アメリカ法や日本法とは大きく異なり、

---

頁（日本評論社、1997）。

<sup>18</sup> 会沢恒「懲罰的賠償の現在—アメリカ」、佐野隆「懲罰的賠償の現状—ニュージーランドおよびイングランド」比較法研究 72 号 110 頁以下（2010）。

<sup>19</sup> 1960 年代以降のアメリカにおいては、株価の下落額から 25%から 50%を控除していたのであるが、それはその当時に適切な損害賠償額の算定方式がなく混乱を招いていたことから、あくまでも当面の対応として、発行会社の株価の下落額、プラス、利息と間接損害の額の 25%から 50%相当額で和解により決着することが望ましいとされてきた。Reder B., *Measuring Buyers' Damages in 10b-5 Cases*, 31 Bus.Law.1839 (1975-1976), at 1854.

<sup>20</sup> 「被害者に生じた最終的な不利益」は、「ある不利益が発生したこと」という積極的なものでも、「ある利益を獲得できなかったこと」という消極的なものでもよい。それに応じて

不実開示の発覚（公表）後に現実に下落した株価は、発行会社に生じた損害であるとして、投資者の損害とは認めていない。このような考え方は、より良く投資する機会を喪失したとして、「機会の喪失」という現実には財産価値の減少としては把握できないものを確実な損害として捉え、算定しようとする理論に拠っている。フランスでは、機会の喪失理論が判例・学説において広く認められていることから、当該理論による判例も定着しているといえる<sup>21</sup>。この理論は、アメリカにおいて判例・学説上で一部採用されている「機会の喪失（Loss of Chance）」論やわが国の医療過誤における機会の喪失論と同様のものであるといえよう。このように、アメリカおよび日本とフランスにおいて、投資者の損害をどのように捉え、損害賠償額をどのように算定するかという点について、異なる損害論が議論され多様な損害額の算定方法が示されているのである。

さらに、最近における証券市場のグローバル化の状況をみると、2010年にはトヨタ自動車の株価がアメリカでのリコール問題で下落したことを受け、アメリカの投資家が、アメリカ法に加えて日本法に基づく同社の不実開示責任を主張して、アメリカの裁判所に提訴するという事例も発生している<sup>22</sup>。現在のようにグローバル化が進む市場においては、国の如何を問わず、不実開示に対する法律の対応が投資者保護と不実開示の抑止という法の目的に沿ったものとなっていることが必要となる。それにより、投資者は安心して証券の国際取引を行い、市場もその機能を果たすことができる。そのためには、各国の国内法を踏まえたうえで、先進諸国において共通の投資者の損害論と統一的な損害賠償額算定方式の構築を目指す必要がある。すなわち、投資者の損害とは何かということを各国の状況を踏まえて改めて理論的に検討を加える必要がある。そしてそれを捉え直したうえで、具体的な損害賠償額<sup>23</sup>の算定方法が明らかとなる。そもそも、投資者保護および不実開示に関する法の目的・理念とは、適正な企業内容の開示制度において、投資者の自由な投資判断・決定を尊重し、投資者に対して投資機会を適正に確保することであろう。そうだとすれば、現在フランスのみでなされている投資「機会の喪失」理論に基づく投資者の損害という考え方は、大きな意義を持っているといえる。重要なことは、投資者の自己責任を問う前提である自己決定権（ないしは期待権）が侵害されて、投資者は投資の機会を喪失したということにある。しかしながら、現在のわが国での議論は、投資機会の喪失の結果として生ずる株価の下落（財産状態の差額）のみに目が奪われているという状態にあるように思われる。以上のような議論の背後にある問題の根には、投資者保護に関する金商法の目的・

---

「可能性（機会）」にも積極・消極の両方がありうることになる。中原太郎「機会の喪失論の現状と課題・1」法時 82 卷 11 号 95 頁（2010）。

<sup>21</sup> ただし、一株当たり損害額はある事例では 11 ユーロ程度であり、これに投資者の保有株数を乗じて損害額を算定することとなる。

<sup>22</sup> 小田望未「金商法と国際裁判管轄の考え方：トヨタ証券訴訟を契機に考える」ビジネス法務 13 卷 6 号 81 頁（2013）。

<sup>23</sup> 本章 4.考察の前提（2）用語法「損害賠償額」と「損害額」参照。

理念と損害賠償法の理論と整合性を取ろうとする葛藤にあり、金商法が損害賠償額の算定方法などについて明確な定めを置いていないことにある。これまでの議論におけるそれぞれの立場・見解の相違は何に由来するのか、各見解の背後に潜む価値判断は何なのか、それと法解釈とはいかなる関係に立つか、といった問題について考えることが重要となってくるのである<sup>24</sup>。

次に、各国間で共通する問題というのは、発行会社自体が損害賠償を行うことに伴う問題である。すなわち、投資者（株主）に対する損害賠償が、不実開示を行った役員等ではなく、発行会社自体によってなされていることにより生ずる問題である<sup>25</sup>。これは、資力の少ない役員のほかに、発行会社自体が賠償責任を果たすべきであるという、いわば投資者保護をより図ろうとする制度に伴って生ずる新たな問題でもある。また、実際に不実開示を行った役員等ではなく、保険会社（ひいては保険契約者である会社ないしは株主）が負担しているという問題でもある<sup>26</sup>。そもそも、証券市場における不実開示という詐欺行為は、発行会社が行うといっても、経営者など個人によって引き起こされるものである。しかし、企業という組織（Entity）の責任と経営者という個人の責任の問題<sup>27</sup>が併せて問われるとき、ディープポケット（Deep pocket）といわれるように、損害賠償の損害填補機能を考えると、より資力のある方に賠償請求する方が効率的であり実効性もある。しかして、個人の不実開示に対する金銭的ペナルティーは、発行会社や監査人などに実質的に移ることになる。すなわち、賠償金のみに取りつかれた考え方は、誰が賠償すべきかということをも十分検討せず、単にディープポケットに賠償させればよいとの考えを生み出してしまうことになる<sup>28</sup>。このような問題は、発行会社の無過失責任が認められた金商法 21 条の 2 の立法時（当時は証券取引法）にも指摘されていたことであり<sup>29</sup>、「発行会社が責任を負うことは、結局出資者である、提訴をしなかった株主の負担で損害賠償が払われ、残った株主の犠牲において当事者である株主が救われるということを意味するわけで、そのような構造となるのがよ

---

<sup>24</sup> 奥田昌道元最高裁判事は、最高裁の農地法事件判決（最大判平成 13・3・28 民集 55 巻 2 号 611 頁）に関し、農地法の目的・理念と宅地並み課税制度の葛藤があったとし、法廷意見等各意見の背後に潜む価値判断と法解釈の関係について指摘している（奥田昌道『紛争解決と規範創造』160 頁、171 頁（有斐閣、2009））。

<sup>25</sup> 「金融商品取引法セミナー（第 11 回）民事責任(1)」ジュリスト 1397 号 80 頁、81 頁（神田秀樹発言）（2010）。「株主というのは残余請求権者だから、株価が下がったことによる損害を会社から取れるのはおかしいという若杉先生の議論がある。これには理論的に二つの議論がある。一つは、そもそもおかしいというものと、もう一つは、株主全員が取らなくともかく、一部の株主だけが会社から取ると、残りの株主からの富の移転となっておかしいというものである。こういう議論には、きちんと答える必要がある。」

<sup>26</sup> 同上

<sup>27</sup> Langevoort D., Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 Ariz.L. Rev. 639 (1996), at 639.

<sup>28</sup> *Id.* at 644-645.

<sup>29</sup> 若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判—株主が会社を訴える合理的根拠はあるか—」DIR 経営戦略研究 18 巻 4 頁（2008）。

いのだろうか」<sup>30</sup>と指摘されてきた。また、この問題を長期的投資家から短期的投資家への利益移転と捉え、「金商法 21 条の 2 の賠償請求による負担を実質的に負うのは、虚偽記載等が行われる前に発行会社の株式を購入し、虚偽記載等の発覚まで株式を持ち続けた投資家であり、同条の経済的な意味は、そのような長期的投資家の犠牲のもとに短期的投資家を利することに他ならない<sup>31</sup>。」とする見解もある。

このような株主間における利益の移転という問題は、そもそも株価の下落によって損失を算定することから生じている。すなわち損害賠償額の算定を、被害者の損失のみを対象として賠償額を算定することからくる帰結である。他方、損害概念を従来のように、被害者（投資者）の損失ばかりではなく、加害者（発行会社等）の利益も対象にするとどのように解釈できるであろうか。不実開示を意図的に行う企業は、必ず何らかの利益を得ることを目的として当該不実開示を行うといえる。それは、たとえば、株価の維持であったり、銀行借り換え金利の引き上げ阻止等である。しかし、発行会社が不実開示により得た利益は、会社が違法行為によって得た不当利得であるから、会社がこれを保持できる正当な理由はない。そのため、会社が得た不当利得をいわば騙されて証券を取引した投資者に返還すると考えれば、株主間における利益の移転という問題は生じないことになるようにも思われる。この問題については、賠償されるべき損害の概念を検討することで妥当な解決が図れないかという見解もあり<sup>32</sup>、以上のように不当利得の問題として考えることにより、解決につながっていくようにも思われる。ただし、そのためには、なぜ加害者の得た利益を対象として被害者の受けた損害を算定することができるのか理論的な検討を加え、投資者保護と証券不実開示を抑止するための損害論を再構成する必要があると考える。

以上のように、現在、先進諸国における証券不実開示訴訟については、各国間で異なる問題と各国で共通する問題がある。それらの解決のためには、損害論を再構成することで投資機会の喪失を損害として捉えるとともに、加害者の利益も対象として損害賠償額を算定することができないか、その必要性を検討することが本稿の課題の一つである。

---

<sup>30</sup> 「金融商品取引法セミナー（第 11 回）民事責任(1)」・前掲注（25）71 頁（武井一浩発言）。

<sup>31</sup> 田中亘「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任ーライブドア事件最高裁判決の問題点」金判 1392 号 1 頁（2012）。

<sup>32</sup> 「金融商品取引法セミナー（第 11 回）民事責任(1)」・前掲注（25）84 頁（神田秀樹発言）。



## 2. 問題意識

### (1) 投資者の損害とは何か―意思決定との関連において

2013 年秋に大きな社会問題となった食品偽装事件がある。大手ホテルのレストランなどで、メニュー表示と異なる食材を使用していたことが判明した。すなわち、メニューでは「芝エビ」と表記しながら実際には価格の安い「バナメイエビ」を使う、「鮮魚」といいながら冷凍保存された魚を使う、などのケースがあったとされる<sup>33</sup>。この事件の場合で考えてみると、顧客の損害とは何なのだろうか。一つには「芝エビ」と「バナメイエビ」の価格の差額ということが言えそうである。そうだとすれば、ホテルは顧客に対し、その差額を返金すれば良いということになる。しかし、マスコミ等の報道や社会一般の反応を見る限り、単に商品価格の差額のみを問題としているのではないようにも思われる。そこでは、消費者の信頼を裏切った責任をどのように法的に評価すべきなのかということを考えているようでもある。ある顧客は、普段はマクドナルドなどファストフードの店舗を利用しているが、自分の誕生日ということでホテルに行き、「芝エビ」といういつもより高くても豪華そうなメニューを注文し、少しでもリッチな気分を楽しもうとした。そして、料理が出てきたときには、ウェイターは「芝エビ」のグリルですなどと説明し、なぜか満足した気分を味わった。しかし、後になってそれは「芝エビ」ではなく、「バナメイエビ」であったことが判明した。その結果、顧客が問題にしているのは、「芝エビ」と「バナメイエビ」の味の違いやさらには価格の違いさえ大きな問題としているわけではなく、顧客は「芝エビ」を注文したのに、「芝エビ」と称して別の「バナメイエビ」を騙されて食べさせられた結果、自己の選択がないがしろにされ、自らの意思決定により生ずる満足が台無しにされたこととみることもできるようにも思われる。そうだとすれば、その消費者の損害の一つには「芝エビ」を注文してリッチな気分を味わう「機会の喪失」であるということがいえそうである。消費者は後から「芝エビ」と「バナメイエビ」の価格の差額を返金されたとしても、それだけでは「芝エビ」をもう一度食べて満足することはできない。そして、そのこと自体も顧客の損害といえるのではないだろうか。これら食品偽装事件からみえてくる法律問題とは、顧客の損害とは、違法行為を行った状態と行わなかったと仮定した場合の状態の「差額」だけにとどまらず、自己の望んだ商品の選択が実現できなかったという「機会の喪失」という二つの類型があるのではないかということである。そして、そのことに関連して企業の「信頼」や「あるべき責任」を問うているのではないだろうか。そこでは、消費者の「意思決定」が大きな問題となっているように思われる。このように、意思決定は社会経済生活のあらゆる場面において現れる問題であり、それがとりわけ医療分野においては極めて重要となってくる。このため、生命倫理と法律の分野では、患者の意思決定について法律的にどのように考え、対応すべきかの枠組みの理論が発達してきた<sup>34</sup>。

<sup>33</sup> 日本経済新聞 2013 年 10 月 26 日（朝刊）2 面。

<sup>34</sup> そこでは、患者の「自立性」、家族等による「代理判断」、患者に害を及ぼさないという

他方、この「意思決定」の問題を、証券市場における投資者の損害という文脈で捉えた場合にはどのようなになるであろうか。証券市場がうまく機能するためには、市場参加者である投資者に対して投資対象である証券に関する必要な情報が適切に提供されるべきことが必要である<sup>35</sup>。Akerlof は、市場が適切に機能するためには取引対象である商品に関する適切な情報が買い手に提供される必要があることを論証した<sup>36</sup>。このように、投資者に対する情報提供が必要とされているのは、経営者と投資者の間に情報の非対称性があるために、経営者が提供する情報がそれを緩和する役割を有しているからである<sup>37</sup>。そして提供された適正な情報に基づき、投資者が自らにとって最も望ましい投資決定を実行することが、証券市場がより効率的な資金配分を達成できるとされる。そのような枠組みにおいては、たとえば、①投資決定にとって重要な情報、②自らにとり最も望ましい投資決定の実行、③情報が投資者の意思決定に利用、④投資者の意思決定を誤らせる、などといったように、投資者の自由な意思決定が制度の根幹となっている<sup>38</sup>。このため、金商法は、投資者が有価証券について合理的な投資判断を行えるように、有価証券の発行者その他の者に対し、有価証券に関する投資判断に必要な重要情報の開示を要求している<sup>39</sup>。これまで社会の発展とともに、不法行為法上の保護利益は拡大されてきたといえるが<sup>40</sup>、このように投資者が自己の自由な意思に基づいて投資決定を行う要求もまた、一つの法的利益たるを失わないといえてよい。とりわけ、証券不実開示による投資者の損害賠償請求事件においては、このような投資者の投資行為を全体としてとらえる必要がある。すなわち、投資という行為を、投資先を検討している意思決定の前段階および意思決定を行う時点とその後の段階というように、一連の行為と捉えてその法的効果を考察することが必要であるように思われる<sup>41</sup>。このように、「意思決定」を考えた場合に、それが侵害されたときに問題となるのが、「機会の喪失」である。近時では、この考え方が、ユニドロワ国際商事契約原則に採り入れられているほか<sup>42</sup>、伝統的に機会の喪失の賠償を認めてこなかったドイツ法系の国々で学説上

---

「無危害 (nonmaleficence)」などの原則が挙げられてきた。Jerome Groopman and Pamela Hartzband (著)、堀内 志奈 (訳)『決められない患者たち』268 頁、276 頁 (医学書院、2013)。

<sup>35</sup> 奥村雅史『利益情報の訂正と株式市場』1 頁 (中央経済社、2014)。

<sup>36</sup> Akerlof G., The Market for Lemons : Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, pp. 488-500 (1970)。

<sup>37</sup> 奥村・前掲注 (35) 2 頁。

<sup>38</sup> 奥村・前掲注 (35) 1-2 頁参照。

<sup>39</sup> 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』193-195 頁 (青林書院、2012)。金融商品取引法上の情報開示は法が強制する制度である。

<sup>40</sup> 最大判昭和 63・6・1 民集 42 卷 5 号 277 頁。裁判官伊藤正巳の反対意見参照。

<sup>41</sup> 最大判昭和 63・6・1 民集 42 卷 5 号 277 頁。裁判官伊藤正巳の反対意見に示唆を得た。

<sup>42</sup> 同原則 7・4・3 条(2)は、契約不履行の場合の損害賠償の一態様として、「機会の喪失についても、その機会の生ずる蓋然性に応じた賠償を認めることができる」と規定する (訳文は、曾野和明ほか (訳)『UNIDROIT 国際商事契約原則』201 頁 (商事法務、2004) に拠った)。中原・前掲注 (20) 95 頁以下参照。なお、UNIDROIT 国際商事契約原則の意義については、特集「ユニドロワ原則：国際契約法への新たな展望」ジュリスト 1131 号 (1998)

本格的な検討が始まっている等、機会の喪失論への世界的な注目も高まりつつあるとされる<sup>43</sup>。わが国においては、機会の喪失論は、従来、医療過誤の分野で議論されてきたものの<sup>44</sup>、証券不実開示に関連して議論されたものはまだごくわずかである。古くは、旧商法 266 条の 3 における議論として、不実の計算書類によって株式の売り逃げ機会を逸しさせた場合も、予見と因果関係という特別損害の立証を要せずして賠償を請求できると解すべきであるとする見解もみられた<sup>45</sup>。しかしその後、証券取引に関する機会の喪失を損害と捉える考え方は定着をみななかったが、最近になってフランスにおける機会の喪失論に示唆を得たとする論稿が現れるに至ったのである<sup>46</sup>。

しかしながら、わが国の現状における議論の中心は、投資者が不実開示に基づいて自己の意図しない投資決定をした後の「状態」のみとなっており、肝心の投資者の「決定」が誤らされたことを法律的にどのように評価するべきなのかが十分に意識されていない。ここでは、投資行為に関する意思決定からその後の市場変動という状態に至るプロセスに伴う法律問題が、部分的にしか検討されていないといえる。証券不実開示の発覚により市場価格が下落すれば、投資者は損害を被ることになる。しかし、投資者の損害を考えるにあたっては、ただ眼に映る市場価格の下落という事象だけではなく、証券市場を成り立たせている開示主義と投資者の自己責任といった市場の構造や原理にも着目することが必要である。そして、投資者の意思決定の機会が失われた場合には、それを投資者の損害として捉え、損害賠償額を算定することが必要であるとの問題意識のもとに、その理論および解釈を考察・検討していくのが本稿の目的の一つである。

## （２）金商法の実現における投資者の役割

従来から、わが国における損害賠償の目的および機能は、損害の填補である、ということが判例・学説において広く言われてきた<sup>47</sup>。すなわち、「不法行為に基づく損害賠償制度の目的が、被害者に生じた現実の損害を金銭的に評価し、加害者にこれを賠償させること

---

参照。

<sup>43</sup> ドイツ法に関しては、たとえば、Großerichter, *Hypothetischer Geschehensverlauf und Schadensfeststellung: Eine rechtsvergleichende Untersuchung vor dem Hintergrund der "perte d'une chance"*, 2001. スイス法に関しては、たとえば、Müller, *La perte d'une chance*, Stämpfli, 2002. 中原・前掲注（20）95 頁以下参照。

<sup>44</sup> 小林和子「日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代 機会の喪失」法時 86 巻 5 号 67 頁（2014）。

<sup>45</sup> 龍田節「不実の開示と取締役の責任」論叢 74 巻 4 号 25 頁（1964）。

<sup>46</sup> 酒巻修也「フランスにおける機会の喪失理論の適用領域の拡大とその変容：虚偽情報の流布を理由とした投資家の損害賠償の解明にむけて」北大法政ジャーナル 19 号 73 頁以下（2013）。

<sup>47</sup> ただし、最近ではこのような不法行為法の制裁的性格を否定するという伝統的な見解を再検討する動きもみられる（たとえば、窪田充見「不法行為法と制裁」磯村保ほか（編）『民法学の課題と展望』（成文堂、2000））。

により、被害者が被った不利益を補てんして、不法行為がなかったときの状態に回復させることにある。被害者が不法行為によって損害を被ると同時に、同一の原因によって利益を受ける場合には、公平の見地から、その利益の額を加害者に賠償を求める損害の額から控除することによって損益相殺的な調整を図る必要がある<sup>48</sup>ということになる。しかし、このような立場は、利益を得ることが目的ではない伝統的な不法行為の場合には妥当するものだとしても、果たして、利益を得るために行われる利益追求型不法行為についても妥当するのであろうか。竹内昭夫が指摘するように、まさに「他人に損害を与えて大もうけをしておきながら、僅かな賠償しか払わないのはなおさらおかしい」<sup>49</sup>のであって、被害者が利得することの不道德性ばかりが強調されるのは、わが国の国民性にも由来するのであろうかとさえいわれる<sup>50</sup>。さらに、他人のいわゆるタナボタ利益をやっかむ傾向が強い日本人の精神的特質や被害者の受けた損失だけに目を向け、加害者の得た利益にはあまり考慮を払わないという、物事の二面性を総合的にみることが苦手な日本人の思考法<sup>51</sup>も影響しているといえるかもしれない。「僅かな賠償」額の算定方法については精緻な理論を展開する一方で、「他人に損害を与えて大もうけ」した点やそれをどのように法的に評価すべきなのかという点については、あまり関心を示さない。このような状況のもとでは、不法行為損害賠償法の具体的妥当性はもとより、金商法の目的である、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品の公正な価格形成や証券不実開示の抑止は図れないことになる。単に、被害者のタナボタ利益だけをあげつらうのではなく、加害者の得た利益にも同様に目を向け、両者の比較衡量を公平に行う必要がある。そこで有益と思われるのが、金商法の実現における投資者の役割の再認識である。投資者に対する損害賠償制度のなかで、加害者である発行会社や役員等が「他人に損害を与えて大もうけ」した分を、たとえば賠償として吐出させることができれば、不実開示の抑止には一定の効果が期待できる。

なお、ここで以上の議論を行うにあたっては、予め不法行為の類型を二つに分けて考えることが有益であるように思われる。不法行為といっても、きわめて多種多様な類型があり、類型ごとに特殊な問題が含まれる<sup>52</sup>。本稿のテーマとの関連でいえば、前述のように不法行為には、利益を得ることが目的ではない伝統的な不法行為と違法な利益を得ることが目的の利益追求型不法行為<sup>53</sup>の二つの類型が観念できる。たとえば、伝統的な不法行為とい

---

<sup>48</sup> 最大判平成 5・3・24 民集 47 卷 4 号 3039 頁。

<sup>49</sup> 田中英夫＝竹内昭夫『法の実現における私人の役割』224 頁（竹内昭夫発言）（東京大学出版会、1987）。

<sup>50</sup> 廣峰正子「原状回復的賠償ノススメ」田井義信（編）『民法学の現在と近未来』228 頁（法律文化社、2012）。

<sup>51</sup> このような日本人の特質は、野中郁次郎ほか『失敗の本質—日本軍の組織論的研究』（中央公論社、1991）において指摘されている。

<sup>52</sup> 山田・前掲注（17）6 頁。

<sup>53</sup> この用語は、吉村顕真「近年の日本における懲罰的賠償論」比較法研究 72 卷 133 頁以下（2010）の中で用いられている。このほか、類似の用語と思われるものに「取引的不法

える交通事故の場合、加害者は自らの違法な利益を得るために被害者に損害を与えたのではないといえる。これに対し、証券不実開示を行う者は、たとえば業績悪化による株価の下落を防ぐためや銀行借入を有利に行う等の目的から不法行為を行う。このように、現代社会においては、利益追求型不法行為とそうではないものという二つの種類の違いを考慮しつつ、損害賠償を検討する必要があるように思われる。そのためには、仮に従来の法解釈では妥当適切な解決を導き難いと判断されれば、従来の解釈の枠をどのようにして破るか、それもできることなら、信義則とか権利濫用などの一般条項を用いることなく、投資者保護制度の構造および原理を探究して、それを拠り所として新たな法解釈を提示することが必要となる。現代の裁判においては、できるだけ多角的で多様な観点からの検討をすることが求められているとされる<sup>54</sup>。多様化する不法行為に対し求められるのは、異なる侵害のタイプ、行為態様、被侵害利益のタイプに応じて有効に機能しうるルールのセットを提示することであり<sup>55</sup>、民事責任の枠組みにおける不法行為の抑止を志向すべきである<sup>56</sup>。それこそが、金商法の実現における投資者の役割を認識、促進していくことにつながるようになるように思われる。

### （３）市場価格下落の意味するところ―差額説の問題点と損害論の再構成

不法行為損害論における損害概念については、かつての通説は差額説を採っており<sup>57</sup>、判例もまた「一損害概念につき抽象論を明示的に述べているわけではないが」基本的に差額説的な捉え方をしてきたといつてよいとされる<sup>58</sup>。一方、証券不実開示訴訟における投資者に関する損害論をみると、次のような、差額説に依拠することに伴う問題点を指摘することができるように思われる。すなわち、差額説では、損害とは、「もし加害原因がなかったとしたならばあるべき利益状態と、加害がなされた現在の利益状態との差」<sup>59</sup>であるとされている。投資者の損害を「差額」として捉えるこの考え方は、とりわけ株価の下落により損失を被ったとする投資者にとっても、損害額を認定する裁判所にとっても、株価の下落額という「差額」をベースとしているため、理論上も差額説に親和的であり、また感覚的

---

行為」があり、すでに一般的なものとなっているとされる（道垣内弘人「連載⑩・取引関係における違法行為とその法的処理―制度間競合論の視点から 取引的不法行為―評価矛盾との批判のある一つの局面に限定して」ジュリスト 1090 号 137 頁（1996）。ただし、本稿では自らの違法な利益を追求・獲得するための不法行為という面を強調するため、「利益追求型不法行為」の用語を用いることとする。

<sup>54</sup> 吉戒修一『裁判官の歩き方』33 頁（商事法務、2013）。

<sup>55</sup> 窪田・前掲注（47）137 頁以下。

<sup>56</sup> 廣峰正子『民事責任における抑止と制裁』はしがき i 頁（日本評論社、2010）。

<sup>57</sup> 差額説の経緯については、高橋眞「損害論」星野英一（編集代表）『民法講座 別巻 1』205 頁以下（有斐閣、1990）参照。

<sup>58</sup> 淡路剛久「差額説・相当因果関係説による不法行為損害論の近時の動向」山田卓生（編）『新・現代損害賠償法講座 第 6 巻』5 頁（日本評論社、1998）。

<sup>59</sup> 於保不二雄『債権総論〔新版〕』135 頁（有斐閣、1972）。

にも馴染みやすいものと思われる。このため、判例・学説とも損害論として差額説を当然の前提とし、不実開示により証券の市場価格が高く吊り上げられたことのみを対象に検討を行っている。そこでは、市場価格（価値）の差額を計算し、そこから不実開示に関係ないと思われるものを取り出して減額し、可能な限り投資者に不当な利益は得させないようにする精緻な理論作りを目指しているように思われる。しかし、後述するように不実開示による株価の変動は、たとえば談合事件のように、談合が行われれば自由競争による場合に比して落札価格が高くなることは公知の事実である<sup>60</sup>とされていることとは異なるように思われる。たとえば、安価のうちに証券を買付けようとする者にとっては、開示によって値上がりすれば困ることになる<sup>61</sup>。また、MBO の場合には買収側には株価を意図的に低く誘導しようということが理論的に考えられる。したがって、不実開示であれば、談合事件のように経験則上、高値損害のみしかないと考えることは合理的とはいえないのである。

さらに現在、問題とされている証券不実開示とは、わが国では有価証券報告書等の法定開示書類であり、アメリカではわが国よりは広く 10K など法律・規則に基づくもののほか、発行会社が自ら公表する情報も含まれている。そして、そこで対象とされる情報は、あくまでも法令や発行会社が公式に関与するものとなっている。しかしながら、将来的にはますますソーシャルネットワークシステム（SNS）やビッグデータといわれる情報により株価が変動していくことが予想されている。そのような場合、従来の法定開示書類等による株価変動額の意義が相対的に低下することになり、これまでの賠償額算定的前提が果たして妥当なのかという問題が出てくるように思われる。

### 3. 検討の対象および論文の構成

#### （1）検討の対象

証券不実開示においては、国や法制度などの違いを問わず、民法上の不法行為損害賠償法という一般理論と証券諸法上の開示義務違反の法的性質が重複して問題となり、双方の観点からの検討が求められる。また、損害賠償額の認定という点からは、民事訴訟法が関係する。このため、不法行為に対する損害賠償制度が適切に運用されるためには、損害の捉え方といった実体法的側面および損害賠償額の認定などの訴訟法的側面の双方において、被害者の救済という制度の目的、および違法行為の抑止という制度の機能に即してなされることが重要となる<sup>62</sup>。さらに、将来のあるべき損害論を説くにあたっては、論理的側面のみならず、政策的側面、証拠法的側面にも配慮した理論構成が試みられなければならない

<sup>60</sup> 和歌山地判平成 14・7・2 裁判所 HP（談合による損害を認定した裁判例）。

<sup>61</sup> 龍田節「開示制度の目的と機能」論叢 110 巻 4・5・6 号 130 頁（1982）。

<sup>62</sup> 田中英夫「法の形成と実現における私人の役割」芦部信喜ほか（編）『岩波基本法学 1 一人』305 頁、312 頁（岩波書店、1983）。伊藤眞「損害賠償額の認定」原井龍一郎先生古稀祝賀論文集刊行委員会（編）『原井龍一郎先生古稀祝賀 改革期の民事手続法』52 頁（法律文化社、2000）。

とされている<sup>63</sup>。このように、実体法と訴訟法に分け、政策面も考慮して考察・検討するのは、それぞれの法体系に内在する性質や特徴の違いによるものである。すなわち、実体法を人々の行為を規律する法体系と把握した場合、そこで必要となる事実はすべて明瞭に分かっていることを前提にしている<sup>64</sup>。しかし、現実には「事実とは明らかにされ、また、創造されるものである」との法諺どおり、予め分かっているものばかりではなく、分からないものや当事者間で争いのあるものもある。このため、それらを可能な限り分かったものにしようとするのが訴訟法の意義ということとなるように思われる。

このため、本稿においては、以上の点を踏まえ、証券不実開示訴訟における損害賠償額算定の諸要素として、①投資者の損害概念、②証券不実開示と損害の因果関係、③損害賠償の目的・機能、④機会の喪失論、⑤利益対象型損害賠償といった事項について個別的分析を行い、その構造・機能を再検討することによって、現在の損害賠償額算定方式の是非を論じる。そしてさらに、損害賠償論的・比較法的考察を通じて証券不実開示訴訟を投資者のエンフォースメント（権利実現）の手段の一つとして捉え直し、同訴訟に関する実体法上および訴訟法上の問題に従来と異なる視点を採り入れることとしたい。

そもそも、法律によるエンフォースメントを行政機関だけに「独占」する体制よりも、私人による法の実現の道を広く開いておいた方が、効果的かつ経済的である<sup>65</sup>ととともに、行政機関の能力の限界を補い、その恣意性をも排除できることになる。なお、対象とする証券不実開示（虚偽記載）は、たとえば、用語法の箇所述べる過年度決算訂正という実態をみた場合<sup>66</sup>、①意図的な虚偽記載と、②意図的でない虚偽記載の双方を考察・検討することが必要となる。しかしながら、本稿では、発行会社および役員・会計責任者等のほか、外部の加担者など、資本市場を利用して不実開示を行う者の金商法における違法性や、利益追求型不法行為を、まずは問題にするべきであると考えている。したがって、①意図的な虚偽記載に絞って考察・検討を行うこととしたい。なお、本稿では、流通市場において投資者が有価証券を取得した場合に焦点を当てて論じる。流通市場を主な対象とするのは、①証券不実開示に関する訴訟の多くが流通市場における事例であること、②発行市場と異なる流通市場の特徴として、証券取引が発行会社とではなく、株主と投資者（株式取得後の株主）との間で成立することなどから生ずる、流通市場特有の損害に関する議論があるからである。

次に、比較法としては、アメリカ法およびフランス法を取り上げる。この二か国を考察・検討の対象とするのは、証券諸法に関するアメリカ法の影響の大きさとともに、アメリカ、フランス両国における損害賠償法の適用とそれに基づく投資者の救済方法が大きく異なっ

<sup>63</sup> 潮見佳男「財産的損害概念についての一考察——差額説的損害観の再検討」判タ 687 号 8 頁（1989）。

<sup>64</sup> 高橋宏志『重点講義 民事訴訟法（上）[第 2 版補訂版]』542 頁（有斐閣、2013）。

<sup>65</sup> 田中＝竹内・前掲注（49）174 頁。

<sup>66</sup> 弥永真生（編）『過年度決算訂正の法務[第 2 版]』4-6 頁（中央経済社、2011）。

ているからである。まずアメリカ法は、連邦証券諸法および規則 10b-5 に基づく判例・学説の蓄積が豊富である。また、わが国の証券市場の諸制度は、その多くをアメリカの証券市場の仕組みを参考に構築されてきたという面がある<sup>67</sup>。加えて、金融商品取引法の母法は、アメリカの証券法および取引所法である。このため、アメリカ法およびその判例の検討は、日本法の条文の理論的根拠を明らかにするとともに、適切な法解釈や立法論等の検討に対して有益な示唆を得ることができるように思われる。ただし、アメリカにおける不実開示による証券訴訟は、クラス・アクション制度を悪用して訴訟の濫用を招いたほか、最近では損害賠償金の発行会社や保険金による支払により、不実開示を行った役員などのモラル・ハザードの問題が生じている面もある。このため、検討にあたっては、アメリカの訴訟制度や保険契約の実態も考慮する必要がある。なお、各州の証券規制法、判例および学説については検討の材料とはしない。これは、アメリカでは連邦証券諸法の全米統一的な適用が必要とされており、判例および学説もそれに関するものが多いこと、各州の証券規定の内容も連邦のそれにいわば追随していると思われるからである。

一方、フランスにおいては、アメリカほどの判例・学説の蓄積は未だなされていないものの、不法行為損害賠償法における議論はアメリカと著しい対照をなしている。そこでは、他の先進諸国では一部にしかみられない、より良く投資する「機会の喪失」を損害と捉え、投資者に対する賠償を認める判例・学説が一般的となっている。また、わが国民法の母法はフランス民法であるともいえ、損害賠償理論はフランスにおける理論に大きな影響を受けてきた。また、比較法研究の対象が、英米法および大陸法にわたっていることから、比較の対象となる法体系の用いている法概念を明確にしておくことに留意して論述を進める<sup>68</sup>。なお本稿では、EU 最大の資本市場規模を有するイギリスは考察の対象外とする。その理由は、①イギリスでは、投資者の損害賠償額の評価・算定については、裁判所を望ましくない形で拘束しないような有効なルールを定式化することは困難であり、裁判所の決定に委ねるのが最善であるとされており<sup>69</sup>、②その裁判所の判断が未だ十分に示されていない状況にあるように思われるからである。また、世界第 5 位の株式市場の規模<sup>70</sup>を持つドイツ

<sup>67</sup> 日本証券経済研究所・前掲注 (11) はしがき i 頁。

<sup>68</sup> 野田良之「フランス民法における *faute* の概念」川島武宜ほか(編)『我妻栄先生還暦記念損害賠償責任の研究 上巻』111 頁 (有斐閣、1957)。

<sup>69</sup> Davies 報告書 (HM Treasury, Review of Issuer Liability; Final Report (June 2007)) 26-27 頁。

和田宗久「発行会社の株主等に対する民事責任(下)」ビジネス法務 10 巻 9 号 132 頁 (2010) 参照。ただし、同報告書では、裁判所に決定を委ねた場合の影響として、損害賠償額が不実開示によって生じた損失(loss)ではなく、当該開示を信頼したことによって生じた損失(loss)をもとに算定・評価される可能性がある旨が指摘されている。なお、Davies 報告書については、川島いづみ「不実の流通開示に関する民事責任—イギリス法の動向を参考に—」RID ディスクローチャーニュース 5 号 109 頁以下 (2009) も参照。

<sup>70</sup> 日本証券経済研究所・前掲注 (4) 124 頁。NYSE、東京、ロンドン、ユーロネクストに次いで世界第 5 位 (2010 年)。



については、ドイツ法特有の損害の差額説が、わが国の学説のなかで議論されていると思われることから、日本法の部分で言及することとしたい。

## (2) 論文の構成

第1章では、アメリカ法について検討を加える。本章では、投資者の損害に関し、判例の動向、投資者保護の枠組み、賠償額算定の実体法的側面および訴訟法的側面の両面<sup>71</sup>、算定の諸方式について論ずる。まず、第1節では、総説として、アメリカにおける証券不実開示訴訟の実態を説明、不実開示がもたらす問題点を指摘して検討課題を明らかにする。第2節では、判例の展開について考察する。アメリカでは、主に規則 10b-5 に依拠した判例が極めて豊富である。このため、これまでの証券不実開示訴訟を概観し、そこで示されている賠償額算定方式の種類と内容を概観する。第3節では、投資者保護の枠組みとして、有価証券と開示主義、投資者の意義に触れるとともに、投資者保護法理とその転換、投資者の救済としての損害賠償制度の意義について述べる。なお、本節の構成は、第2章以下で述べるフランス法および日本法にも基本的に共通するものである。第4節では、損害賠償額算定の実体法的側面について論ずる。アメリカでは投資者の損害賠償額算定について、法律上の解釈のみならず、ファイナンス理論等に基づく経済学的な分析が多くなされている。このため、投資者の損害を法的アプローチと経済的アプローチの両面から考察する。法的アプローチでは、実体法が投資者の損害を「現実の損害」と定めるとともに、賠償額を制限する規定を置いていることを述べ、その意義を論ずる。経済的アプローチでは、投資者が被る損害をリスクの観点から分析し、投資者の損害には法律的側面だけではなく、経済的側面があることを示す。第5節では、損害賠償額算定の訴訟法的側面を取り上げる。まず、因果関係として取引因果関係と損害因果関係の二つがあることを示すとともに、因果関係の立証方法とその緩和について述べる。次に、損害因果関係の訴答基準として、1995年の私的証券訴訟改革法や最高裁の判例を説明する。最後に、クラス・アクションと損害賠償額の算定の関係を明らかにする。第6節では、損害賠償額算定の諸方式について論ずる。これまでみてきた判例の展開、投資者保護制度の趣旨や法的側面をもとに、算定方式を決定する要素を分析、典型的に考察するとともに、それぞれの方式の意義を明らかにする。

次に、第2章では、フランス法について考察・検討する。まず、第1節では、総説および考察の順序として、フランスにおける資本市場の経緯と現状、フランス法の特徴について概観し、問題点および検討課題を明らかにするとともに、考察の順序を述べる。第2節では、判例の展開として、まず、これまでの下級審裁判例とその問題点を考察する。次に、

---

<sup>71</sup> ここで、実体法的側面と訴訟法的側面について節を分けるのは叙述の便宜のためであり、実体法学における議論と訴訟法学における議論がまったく独立に展開したということを前提とするものではない。以下、フランス法および日本法の場合も同様である。

その後の新たな展開として、投資者の損害とは、投資決定を歪められた「機会の喪失」であるとする破毀院等の判例の状況を示し、それに対する学説の評価を考察する。**第 3 節**では、まず、ディスクロージャー制度および民事責任制度の概要や法理論の特徴を考察する。次に、フランス法からみたアメリカ法として、投資者の損害に対する立場の違い、集団訴訟への対応の違いについて考察する。**第 4 節**では、損害賠償額算定の実体法的側面について論ずる。フランスでは、投資者の損害を、①決定の損害と、②状態の損害という二つの損害に分類する独自の考え方があることから、まず、それら二つの損害について考察する。次に、賠償額の算定に影響を与えるフランス特有の実体法的な理論である機会の喪失論および受益フォートに対する原状回復的賠償論の内容について考察する。**第 5 節**では、損害賠償額算定の訴訟法的側面について考察する。フランスでは、機会の喪失論が訴訟の集団的解決への対応として議論されてきた面がある。このため、実体法的側面でみてきた機会の喪失および受益フォートに対する原状回復的賠償の訴訟法的実現について考察するとともに、訴訟経済の問題や裁判所の負担軽減なども含めた訴訟の集団的解決の観点から検討を加える。**第 6 節**では、損害賠償額算定の諸方式について論ずる。すでにみた判例の展開およびフランス特有の損害論を参考として、①決定の損害と②状態の損害による算定方式の分類を試み、フランス法の独自性を描き出す。

**第 3 章**では、日本法について考察・検討する。**第 1 節**では総説に続き、わが国における証券不実開示に関する判例・学説の状況を概観し、問題点および検討課題を明らかにし、考察の順序を述べる。次いで**第 2 節**では、判例・学説の動向について考察する。従来の裁判例、および新たな展開としての金商法 21 条の 2 適用前と適用以後に分け、判決内容の相違とその要因を考察する。さらに、西武鉄道事件およびライブドア事件にかかる最高裁判決の内容について詳しく検討する。**第 3 節**では、賠償責任の意義として、金商法における不実開示を行った者の賠償責任の意義について検討を加える。まず、投資者保護制度の枠組みとして、アメリカ法を参照しつつ、有価証券と開示主義の意義を考察する。次に、不実開示が市場を利用した利益追求型不法行為という特徴を有することを示し、不法行為の類型と賠償責任の関連について考察する。それらを踏まえ、金商法における賠償責任とは、単に投資者の損害填補だけではなく、不実開示の抑止をもその目的とするものであることを論ずる。最後に、不実開示を行った発行会社が賠償することに伴う新たな問題について検討を加える。**第 4 節**では、損害賠償額算定の実体法的側面について検討する。実体法である金商法が賠償額の算定に関してどのような規定があるのか、および、金商法と不法行為損害賠償法においていかなる損害論が展開されているのかを検討する。そこでは、投資者の損害を、①不法行為損害賠償法の観点、②金商法 21 条の 2 の観点に区分し、①では不法行為損害賠償法における差額説と損害事実説、および損害概念の再構成の必要性、②では金商法 21 条の 2 の考え方や損害推定規定などについて論ずる。

**第 5 節**においては、損害賠償額算定の訴訟法的側面について考察・検討する。まず、証券不実開示訴訟が有する訴訟の性格に着目し、当該訴訟が紛争の解決と同時に金商法の目

的を実現する政策志向型であることを示し、賠償額の算定にあたっては、両者の性質を同時に考慮する必要があることを論じる。次に、賠償額の認定に極めて大きな影響を及ぼし、重要な機能を持つようになった民事訴訟法 248 条について検討を加える。まず、手続法としての同条がなぜ重要とされるのか、同条制定の背景および趣旨、同条の法的性質を学説・裁判例を通じて明らかにする。次に、同条の解釈上の問題と適用上の問題、同条に関する懸念された問題点の顕在化とそれへの対応が必要なことを述べる。最後に、今後の課題として、同条適用における可能性と限界を考察し、当該適用における妥当な判断枠組みについて論じる。第 6 節では、損害賠償額算定の諸方式について検討を加える。まず、算定方式を、理論的に損害対象の相違により、損失対象算定方式と利得対象算定方式の二つに分類する。さらに、損失対象算定方式については、①市場の損害方式と②投資者の個別損害方式に分類する。利得対象算定方式については、①機会の喪失方式、②加害者利得方式に分け、各方式の意義について検討を加える。このほか、算定形式論の違いによる個別算定方式および一律定額算定方式に分類し考察を加える。

最後に、第 4 章では、本稿のまとめとして、アメリカ法およびフランス法の日本法への示唆と総括を行う。アメリカ法では、判例の考察により、伝統的な現実（修正）損害賠償方式から、加害者の得た利益を奪い、賠償責任の追及をも目的とする契約取消（原状回復）方式や不当利得返還方式が多く採用される傾向にあることを明らかにする。さらに、現実損害賠償方式に対する批判、損害賠償額算定の困難性を指摘するとともに、賠償額が制限されていることや賠償責任の負担が適正になされていないこと等の問題点を指摘する。フランス法では、投資者の損害論として、より良く投資する「機会の喪失」が、損害として判例・学説で認められていることを示す。さらに、証券不実開示の抑止のためには、原状回復的賠償という、加害者の利得を吐出させる賠償方式が必要なことについて述べる。次に、それら比較法をふまえて日本法への示唆を総括する。まず、あるべき損害賠償額の算定論の枠組みを示し、利益追求型不法行為に対する算定方式を示す。次に、機会の喪失算定方式の有用性と問題点について述べる。最後に総括として、それら各算定方式を観念するには、差額説から損害事実説へと損害論を再構成することが必要であることを論じる。残された課題としては、①ビックデータ等の出現により、市場価格の下落に基づいて損害を算定するという方法が早晚意味をなさなくなる可能性のあること、②共同不法行為における賠償責任と損害の算定方式、③民法（債権法）改正との関連で、不実告知・不実表示と証券不実開示の法的対応に再検討が迫られる可能性があること、④隣接諸科学との接点と複眼的な思考の重要性、を指摘する。最後に、金商法の実現における投資者の役割の強化が最も重要であることを述べて結語とする。

#### 4. 考察の前提

##### （1）考察対象とする開示

本稿においては、証券取引所において取引を行う投資者および上場会社を念頭に置いて

いる。したがって、本稿でいう「開示」とは、日本法の場合、金融商品取引法 24 条（有価証券報告書の提出）、同法 193 条（財務諸表の用語、様式及び作成方法）などに基づいて内閣総理大臣に提出され、その後、同法 25 条により公衆縦覧されることになるいわゆる法定開示を対象としている（狭義の開示）。これは、アメリカ法、フランス法においても同様であり、それぞれの国において法令に基づいてなされる法定開示を対象とする。一方、現在多くの上場企業が提出している「環境報告書」、「CSR（社会的責任）報告書」や「統合報告書<sup>72</sup>」など、金融商品取引法に根拠を有しない、任意の自主的な開示についてはその対象としない。ただし、金融商品取引法には根拠を有しないものの、証券取引所の規則等に基づく適時開示や企業による投資家向け広報（IR）は、有価証券の市場価格に影響を与えると考えられることから、このような開示も念頭においている（広義の開示）。なお、近年、世間に広く浸透しているソーシャルネットワーキングシステム（SNS）における情報提供やいわゆる掲示板等の書き込みの類いについては、その対象とはしない。しかしながら、これらの情報は、いわゆるビックデータの一部として有価証券の市場価格に今後大きな影響を及ぼすことが予想される。このため、市場価格に影響を及ぼすという限りにおいて、検討の対象とする（たとえば、問題意識（3））。

さらに、個人は自己の満足ないし欲求（効用）を最大にするように行動するという仮定<sup>73</sup>を置くこととする。「意思決定とは、個人が一定の目標（欲求の充足）を達成するために、可能ないくつかの行動のうちの一つを意識的に選択することまたはその過程を言う。その要素は次の四つから成り立つ。(1)達成されるべき目標の探索・発見、そのために必要な情報の収集、(2)目標達成に必要な行動の選択肢（代替案）の発見、(3)一定の基準にもとづく選択肢の評価とその評価にもとづく選択およびその実行、(4)その選択の目標達成の程度の検討、それにもとづく次の選択の修正（フィードバック）」であるとされる<sup>74</sup>。これを投資者のケースにあてはめ、投資者は一定の利益（有価証券の値上がり、配当・利息収入等）を得るために、ある特定の有価証券、銘柄を意識的に選択すると想定する。そして、ここでは、議論を単純化するため、投資者は経済的な効用を最大化するとして、近年みられるような社会起業家（Social Entrepreneur）に対する出資・投資やクラウド・ファンディング<sup>75</sup>といった今までと異なるモチベーション（動機づけ）に基づいて資金提供を行う意思決定

---

<sup>72</sup> 国際統合報告審議会（IIRC）が公表した「統合報告フレームワーク」に基づく民間による自主的なもの。

<sup>73</sup> 平井宜雄『法政策学〔第2版〕』69頁以下（有斐閣、1995）。

<sup>74</sup> 平井・前掲注（73）38頁、39頁。

<sup>75</sup> インターネットを使った資金調達で、1990年代にアーティストの活動資金をネット上で募ったのが始まりとされ、現在では様々な業種で、投資に近い仕組みとして利用されている。「Crowdsourcing.org」のレポートによると、世界の資金調達額（推計）は2012年に約28億ドルに達しているとされる。（日本経済新聞 2013年7月23日（朝刊）26面）。ただし、このクラウド・ファンディングの「株式型」を2015年にも解禁する内容の金商法改正案が2014年通常国会に提出されていることから（日本経済新聞 2014年4月21日（朝刊）

は想定しないこととする。これはそれらが単に経済合理性のみではなく、社会貢献や芸術振興などをもその目的としていることから、また別の考察が必要になってくると考えられるからである。

## （２）用語法

本稿において主な考察とする日本法は「金融商品取引法」である<sup>76</sup>。したがって、本稿で用いる用語は、基本的には金商法の用語とする。ただし、損害賠償法などとの関係から必要に応じ、他の法律の用語を用いることもある。

### ① 不実開示・虚偽記載等

本稿において不実開示という用語は、証券の市場価格をその本来有する価値よりも引き上げるもの若しくは引き下げるために、法定の開示書類に事実と異なる虚偽のまたは重要な事実が欠けている記載をするものとして用いる。アメリカでは、不実表示 (misrepresentation)、証券詐欺 (fraud) などと表現されるものと同じである。金融商品取引法上においては、不実開示という用語はなく、同様の意味で「虚偽記載等」という用語を用いている。すなわち、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重要な事実の記載が欠けていることを「虚偽記載等」と規定している。しかし、本稿ではこれを「不実開示」という用語として用いる。その理由として、第一は、投資者の損害を、金商法だけにとどまらず、損害賠償法および会社法なども含めて総合的に検討を加える場合、金商法のみで用いられている用語よりも、関係する法律にも当てはまるようなより広い抽象的な表記の方が望ましいと思われるからである。事実、多くの文献が「虚偽記載等」を「不実表示」ないしは「不実開示」と表記している<sup>77</sup>。また、最二小平成 20 年 2 月 15 日民集 62 卷 2 号 377 頁についての判例解説においても、金商法 17 条の虚偽記載等のある目論見書等について「不実の目論見書等」と表

---

15 面)、このように金商法の対象となるクラウド・ファンディングについては、検討に含むこととする。

<sup>76</sup> 昭和 23 年法律第 25 号。平成 18 年法律第 65 号により「証券取引法」を改題。以下、「金商法」という。さらにこれに関連する民法、民事訴訟法などもその対象となる。

<sup>77</sup> 龍田・前掲注 (45) 1 頁以下 (1964)、神田秀樹「不実開示と投資者の損害」小出篤ほか (編)『前田重行先生古稀記念 企業法・金融法の新潮流』313 頁以下 (商事法務、2013)、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法 (上) (下)」ジュリスト 1357 号 108 頁以下、1358 号 63 頁以下 (2008)、岸田雅雄「不実の情報開示—商法 266 条の 3Ⅱを含む—」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘 (編)『企業の健全性確保のための会社・取締役の責任』411 頁以下 (有斐閣、1997)、齊藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響 [上] [中] [下]」商事法務 1714 号 17 頁以下、1718 号 32 頁以下 (2004)、1721 号 54 頁以下 (2005)、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals v. Broudo 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢 53 卷 4 号 329 頁以下 (2009) などがある。

記されており<sup>78</sup>、「不実」とは金商法の法文上の虚偽記載等と同義で用いられていると解して良いものと思われる。ちなみに、わが国の民法（債権法）改正案では、不実表示として、「相手方に対する意思表示について、表意者の意思表示をするか否かの判断に通常影響を及ぼすべき事項につき相手方が事実と異なることを表示したために表意者がその事実を誤って認識し、それによって意思表示をした場合は、その意思表示は取り消すことができる<sup>79</sup>。」としている。さらに、消費者契約法4条1項1号では、不実告知として、「重要事項について事実と異なることを告げること。」により、「当該告げられた内容が事実であるとの誤認」をし、「それによって当該消費者契約の申込み又はその承諾の意思表示をしたときは、これを取り消すことができる。」旨規定されている。一方、「不実開示」については、金商法はこの用語を用いていないものの、「不実表示」の「不実」の部分と金商法が「企業内容等の開示の制度」について定めていることから、その「開示」の部分とを合わせて、「不実開示」と表記しているものと思われる。そこでこの「不実表示」と「不実開示」とを比べてみると、金商法が定める企業内容等の開示とは、あくまでも法例の要件の下になされる「開示」であって、当事者の契約の下にその内容が定まる「表示」ではない。したがって、そのような点からすると「不実開示」とすることがより適切のように思われる。

第二は、「不実開示」と表記することにより、検討の対象をより広げることができることである。「虚偽記載等」と表記した場合には、金商法に基づく法定開示のみがその対象となる。しかしながら、企業は、法定開示のほか、広く IR 活動を行っており、それらが SNS に反映されて株価を大きく動かすことも考えられる。このため、企業の活動全般をカバーするためには、法定開示による「虚偽記載等」のみではなく、SNS などソーシャルメディアも広く含めた企業の IR 活動全般による「不実開示」を対象とする必要があると考える。

なお、金商法上の問題を検討するに際しては、同法が「虚偽記載等」と規定していることから、条文との対応が必要な場合には、「不実開示」ではなく、「虚偽記載等」と表記することとする。

ここで、不実開示（虚偽記載等）については、通常、有価証券報告書等の法定開示書類の訂正報告書<sup>80</sup>が内閣総理大臣<sup>81</sup>に提出されることによりその事実および内容が判明するほ

---

<sup>78</sup> 和久田道雄「証券取引法（平成16年法律第97号による改正前のもの）17条に定める損害賠償責任の責任主体は同法にいう発行者等に限られるか」最高裁判所判例解説民事篇（平成20年度）83頁（法曹会、2013）。

<sup>79</sup> 民法（債権法）改正検討委員会（編）『詳解・債権法改正の基本方針Ⅰ』124頁（【1.5.15】<1>（不実表示））（商事法務、2009）。ここでの考え方は、「相手方もみずから誤った事実を表示した以上、それによって錯誤をした表意者からその意思表示を取り消されてもやむを得ないだろう」とするものである。ここでは、消費者契約法4条1項1号の不実告知による取消しを一般法化し、民法に不実表示に関する一般的なルールを定めようとしている。

<sup>80</sup> 金融商品取引法24条の2ほか。

<sup>81</sup> 実際には権限が委任され、提出者の本店所在地を管轄する財務（支）局長に、電子開示

か、証券取引所<sup>82</sup>に提出される決算短信の訂正や、証券取引等監視委員会が行う課徴金納付命令、検察庁が行う強制調査に伴う報道などで明らかにされることが多い。ただし、それら訂正報告書のすべてが、不実開示になるという訳ではない。訂正報告書の中には、単なる数値や文字の誤記といった類のものも含まれているからである。そこでは、誤謬の重要性の判断が求められることになる<sup>83</sup>。さらに、内容が重要な訂正とみるべきものだとしても、そこには、①意図的な虚偽記載と、②意図的でない虚偽記載がある<sup>84</sup>。このうち、まず、①意図的な虚偽記載とは、その典型的な例として、経営者が自らの報酬や経営者としての地位を維持するために架空売上を計上するケースや、資金調達前に株価を上昇させる目的で会計上の操作を行うケースなどが挙げられる<sup>85</sup>。すなわち、特定の目的のために、事実ないしは実態と異なる情報を意図的に、異なる記載となることを認識しつつ行う行為であり、不法行為法上の故意と同じ意味であるといえる。このほかに、虚偽記載等には、②意図的でない虚偽記載がある。これについては、たとえば、会計上、資産の減損を認識すべき時点に関する判断の誤りなど、財務的に優良な企業も含めすべての企業にとって起こりうる問題である<sup>86</sup>。なお前後の文脈等の関係から、「証券」に関するものであることを強調することが必要な場合には、「証券不実開示」と記載する。

## ② 証券不実開示（訴訟）

わが国では、一般に、有価証券報告書等の法定開示書類の虚偽記載等に関する損害賠償請求訴訟といわれる。一方、アメリカにおいては、証券（詐欺）集団訴訟といわれることが多い。このため、両者を統一的に表記するために、証券不実開示訴訟と表記することとする。なお、文脈等の関係から繰り返しになる場合には、単に、不実開示訴訟と表記することもある。同様に、証券不実開示を単に不実開示と表記することもある。

## ③ 投資者

本稿で投資者という場合、それはあくまでも類型的表現ということになる。なお、一般的には「投資家」といわれることが多いように思われるが、金商法は法文上、「投資者」という用語を用いていることから、本稿においても「投資者」で統一する。また、一般に投

---

システム（EDINET）により提出され、直ちにインターネット上で公衆縦覧に供される。

<sup>82</sup> 金商法上の金融商品取引所（金商法 2 条 16 項）をいう。なお、本稿では経済的観点を重視し、「証券取引所」と記載する。

<sup>83</sup> 弥永ほか・前掲注（66）19 頁以下参照。そこでは、「重要性の概念」という主に会計上の判断が必要となる。

<sup>84</sup> 奥村・前掲注（35）16 頁以下。意図的でない虚偽記載とは、①会計基準の適用上の誤り、②事象の捕捉における誤り、③計算上の誤り、といったもので、会計担当者の会計に関する専門知識の不足や会計基準自体の複雑性がこのような事態を引き起こすこともある。

<sup>85</sup> 奥村・前掲注（35）17 頁。

<sup>86</sup> 弥永ほか・前掲注（66）5 頁。

資者といっても、そこには機関投資家や個人投資家、外国人投資家などさまざまな属性がある。ただし、それらのいずれもが投資という経済的行為によりその収益を最大限に享受しようとする経済合理的な自然人ないしは法人という点では共通していると考えられるため、「投資者」として類型的に表記することとしたい。

#### ④ 損害賠償額と損害額

わが国における損害賠償法に関する主要な実体法上の根拠規定である民法 709 条（不法行為）および 415 条（債務不履行）はいずれも「生じた損害」の賠償を定めている。これは、投資者の損害に関する実体法上の根拠規定となる金商法 21 条の 2（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）などにおいても同様である。そのため、ほぼ必然的に、本稿における考察も「損害額」の確定に関するものでその大部分が占められることになる<sup>87</sup>。そうであれば、内海博俊准教授が指摘するように、「損害賠償額」の確定ではなく、「損害額の確定」という方がふさわしいと考えることもできる。しかしながら、本稿では、単に被害者に「生じた損害」ばかりではなく、加害者に「生じた利益」や被害者に「生ずる可能性のあった機会の喪失」といった概念も、「損害賠償額」の対象とすることができないかについても論じている。また本稿でわずかではあるが触れることとなる懲罰的損害賠償制度（punitive damages）や二倍・三倍賠償制度の場合においても、「損害額」ではなく「損害賠償額」という用語法を用いている。そこでは、たとえば「損害額」の二倍・三倍の額が「損害賠償額」とされることになると思われるからである<sup>88</sup>。以上のことから、本稿では、「損害額」ではなく、「損害賠償額」という用語法で統一することとしたい。

#### ⑤ 資本市場

本稿でいう「資本市場」と、金商法 1 条（目的）<sup>89</sup>における、「資本市場」と同義である。

内容的には、証券・金融市場全体というような意味合いで用いる。なお、前後の文脈等との関係から「証券市場」という用語を用いる場合もある。

---

<sup>87</sup> 内海博俊「訴訟における損害賠償額の確定に関する一考察（一）」法協 128 巻 9 号 2144 頁注(1)（2011）参照。

<sup>88</sup> なお、懲罰的損害賠償制度については、たとえば、平野晋『アメリカ不法行為法』136 頁（中央大学出版部、2006）、二倍・三倍賠償制度については、田中英夫「二倍・三倍賠償と最低賠償額の法定」法協 89 巻 10 号（1972）などを参照。

<sup>89</sup> 同条において、「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」ることが、金商法の目的の一つであるとされている。



## 第1章 アメリカ法

### 第1節 総説

#### 1. 投資者保護と証券不実開示訴訟の実態

アメリカにおける投資者保護の考え方を一言で表すとすれば、それは、1933年証券法（Securities Act of 1933. 以下、「証券法」という。）が制定されたときに、当時のルーズベルト大統領が議会へ送ったとされる教書<sup>90</sup>のなかにあるといえる。そこでは、同法について「買主、注意せよ (caveat emptor)<sup>91</sup>」という古い原則に「売主も注意せよ (caveat venditor)<sup>92</sup>」という原則を付け加えるものであると述べたとされている<sup>93</sup>。証券法や1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934. 以下、「取引所法」という。）は、1929年の大恐慌の後で、証券市場に対する投資家大衆の信頼を取り戻し、その機能を回復するために制定された。そのために採られた政策手段は、開示の強制と不公正取引の防止に集約される<sup>94</sup>。このような修正がなされるに至った要因には、アメリカ証券諸法において、イギリスの開示哲学 (disclosure philosophy) が選択されたことにある<sup>95</sup>とされているが、この「買主注意から売主注意へ」という合言葉は、1960年当時次々と制定されていた消費者保護法の合言葉であったのであるが、それは1930年当時からアメリカの証券取引法（証券法および取引所法）が掲げていた目標でもあったとされる<sup>96</sup>。証券取引法は、行政の責任において不公正取引を防止し正確な情報を開示させる、投資者は提供された情報を利用しその自己責任において賢明な投資判断をしてほしい、というのがその基本的な考え方である。すなわち、証券取引法は、大衆保護という目的においても、そのために利用する政策手段においても、消費者保護法の父であり先達であったといつてよい<sup>97</sup>。

アメリカでは、不実表示 (Misrepresentation) または証券詐欺 (Securities fraud) という証券の売主 (買主) の強欲さに対する責任追及はコモン・ロー上の詐欺 (fraud, deceit)

---

<sup>90</sup> Roosevelt D., Message to Congress on Federal Supervision of Investment Securities. March 29, 1933 (Public Papers 26).

<sup>91</sup> 買主をして注意せしめよという原則である。この原則の適用はまず判例法で制限され、現在は、不実表示への救済の拡大等を認める諸制定法で大幅に制限されている。田中英夫 (編)『英米法辞典』130頁 (東京大学出版会、1991)。

<sup>92</sup> 売主をして注意せしめよという原則。たとえば、売買目的物につき、別段の合意で否定しない限り、売主が品質を保証したものと法律上認められる原則のことである。田中 (編)・前掲注 (91) 131頁。

<sup>93</sup> 竹内昭夫「投資者保護と消費者保護」月刊資本市場 34号巻頭言 (明日への提言) (1988)。

<sup>94</sup> 竹内・前掲注 (93)。

<sup>95</sup> Loss, Fundamentals of Securities Regulation, 2d ed., (Little, Brown and Company, 1988), at 31.

<sup>96</sup> 竹内・前掲注 (93)。

<sup>97</sup> 竹内・前掲注 (93)。

に基づく損害賠償請求や衡平法上の原状回復請求によって追及されてきた。詐欺が独立の不法行為として認められるに至ったのは、契約関係のないところにおいても保証違反に類似した責任を認めるためであった（1789年の *Pasley v. Freeman* 判決）<sup>98</sup>。ただし、コモン・ロー上の詐欺訴権は — 特に悪意（*scienter*）の要件が厳格なために — 証券の分野では無力であることがその後の判例に示され、このことがきっかけとなった制定法が生まれるに至ったとされる。このため、州際通商および外国通商においてなされる証券取引、ならびに郵便を利用して行われる証券取引には、連邦議会の制定した連邦証券関係法が適用されるようになり、そこでの中心は、証券法、取引所法および取引所規則 10b-5（以下、「規則 10b-5」という）<sup>99</sup>やその後に制定された証券改革法の規定である。

アメリカにおける投資者保護の制度において、「完全かつ真実なディスクロージャーの原則（*The principle of full disclosure*）」は、取引所法が定める根本理念であり、証券法制の基本であるとされている<sup>100</sup>。議会は、取引所法を制定することで、不実開示のような証券市場における価格操作から投資者を保護することにより、市場の本来の姿と効率性を促進しようとしたのである<sup>101</sup>。すなわち、この原則の下においては、「公正な開示なくして、公正な市場は存在し得ない」といえる<sup>102</sup>。そこでは、意図的な不実表示（*Misrepresentation*）

---

<sup>98</sup> [1775-1802] All ER Rep 31, Also reported in 3 Term Rep 51; 2 Smith, LC, 12th ed, 71; 100 ER 450.

<sup>99</sup> 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1977).

連邦証券取引委員会が、取引所法 10 条(b)項の授權に基づいて、1942 年に制定したもので、以下のように定めている。

いかなる者も、州際通商の方法もしくは手段、あるいは郵便、または国法証券取引所の施設を用いて、証券の購入または売却に関して、直接または間接に、次の行為を行うことは違法である。

- ① 詐取（*defraud*）するための策略（*device*）、計略（*scheme*）、または技巧（*artifice*）を用いること、
- ② 重要な事実について真実でない（*untrue*）記載を行い、またはそれが作成された状況にかんがみ、記載につき誤解を避けるために必要な重要事実を記載することを省略すること、
- ③ いずれかの者に対して詐欺（*fraud*）もしくは欺瞞（*deceit*）となり、またはなるおそれがある行為、慣行、または営業方法をとること。

規則 10b-5 は、連邦証券取引委員会（SEC）が制定する規則で、詐欺その他重要な不実表示の禁止を定める。この規則は本来、その違反に対し SEC が行政的制裁を加えることおよび SEC が原告となって司法による強制を求めることを予定したものであるが、当該規則に基づいて私人が違反者に対し責任を追及すること（私的訴権；*private action*）も可能だと解されている。

<sup>100</sup> H.R. Rep. No. 73-1383, at 11 (1934) ; SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963).

<sup>101</sup> S. Rep. No. 73-792, at 1-5(1934).

<sup>102</sup> H.R. Rep. No. 73-1383, at 11(1934).

<sup>103</sup>（本稿では、以下「不実開示」と表記する）または証券詐欺（Securities fraud）は、投資者の信頼を損ね開示の原則に違反して投資者に損害を発生させ、資本市場に対する信頼をむしろむしばむことになる。このため、議会は、いかなる投資家も自己が取引をしようとする証券の情報を入手できないままに取引をさせられることはないことを強調して<sup>104</sup>、これまで長年にわたって投資家保護の法整備を進めてきた。この完全なディスクロージャーの原則を担保する制度の一つが損害賠償制度である。そこでは、投資家の救済を十分に図るため、投資家の受けた損害をいかに算定するのが極めて重要となる。

このような歴史的経緯を有するアメリカの証券市場は、現在、いうまでもなく世界で最も活発で、重要な証券市場であり、世界の中心市場であるとされている<sup>105</sup>。その一方、多くの会計不正事件が発生するとともに、数多くの訴訟が提起されている。2001年にはエンロン事件<sup>106</sup>という、アメリカ社会に会計、監査、経営も含めた大きな問題を引き起こした会計不正事件も発生している。現在、アメリカにおける証券詐欺訴訟では、規則 10b-5 による訴訟がもっとも多く利用されており、判例が豊富で学説も蓄積されている。これは、規則 10b-5 が詐欺の抑止および投資家の損害の賠償に有効、効果があるとされているからである<sup>107</sup>。このため、まず、証券詐欺訴訟のこれまでの推移と現状をみる必要がある。ここで、証券詐欺訴訟とは、投資家が有価証券の発行会社が行った不実開示により損害を受けたとして、規則 10b-5 によりその民事責任を追及して起こす訴訟である。発行会社に当該規則違反があったとする連邦裁判所への証券集団訴訟申立件数をみると、2000 年から 2013 年までの年間平均件数は 181 件、直近の 2013 年単年度の申立件数は 165 件<sup>108</sup>となっている。これらの訴訟のうちのすべてではないものの、大部分が不実開示を契機とした証券詐欺訴訟と考えられ、いかに多くの訴訟が提起されてきたかが窺える。それでは、このような訴訟において、いかなる法律問題が争点となっているのであろうか。そこでは、

---

<sup>103</sup> ここでいう不実表示とは、事実と異なる表示ということであり、これが私的訴権の成立要件である。あくまでも事実に対する不実表示ということで、それ以外のたとえば意見や考え方に対する不実表示ということではない。

<sup>104</sup> Scudder M., *The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions*, 92 Nw. U. L. Rev. 435 (1997-1998), at 437.

<sup>105</sup> 日本証券経済研究所・前掲注（11）はしがき i 頁。

<sup>106</sup> 米エネルギー大手のエンロン社は、2000 年の売上高 1000 億ドル（13 兆円）で全米 7 位の大企業であったが、不透明な簿外取引の発覚を契機として資金繰りが悪化し、2001 年 12 月に経営破綻に陥った。その後、同社が行ってきた不正な会計処理および報告が発覚し、同社は最終的に破産に追い込まれた。同社の多くの従業員は、年金資金の多くを自社株で運用していたため、多額の損失を被り、集団訴訟が相次いだと報じられた（日経金融新聞 2001 年 12 月 3 日 11 面）。なお、この事件の概要については、太田養一「米エネルギー会社エンロン社の破綻に関する調査報告書の要約」JICPA ジャーナル 14 巻 4 号 14 頁以下（2002）参照。

<sup>107</sup> Jacobs A., *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases*, 65 Geo. L. J. 1093 (1977), at 1094-1095.

<sup>108</sup> Comolli R. and Starykh S., *supra* note 1.

まず、証券不実開示がもたらす三つの法律問題があると考えられることから、それらについて考察することとしたい。

## 2. 証券不実開示がもたらす三つの問題

証券不実開示は、法律上、異なる三つの分野における法的義務を発生させることになる<sup>109</sup>。第一は、不実開示が保証違反、取引契約違反となることである。証券取引において、不実開示がなされているような証券にあえて投資するような投資者は、経済合理性の観点からは通常考えられない。一般に投資者は、証券の発行者を信頼し、当該証券に不実開示がないという前提の下に契約を行ったと考えることができる。このため、投資者はその信頼が裏切られ、契約に基づいて実現されたであろう状態を目指して提訴することになる。ただし、その投資者が当該投資によって確実に利益を得たとすることはできないものの、投資者は自己の投資決定権を侵害され、自らが意図した投資機会を喪失したと考えることはできるであろう。第二は、不実開示が不法行為になることである。この場合には、不法行為の理論に基づき、投資者の損失に着目して損害填補ないしは原状回復を目的とすることになる。第三は、不当利得の問題である。これは投資者に対する損害に着目するのではなく、被告が得た利得に着目するものである。すなわち、不実開示がなければ、加害者が得た不当利得を投資者が得ていたはずであるという考え方に基づき、当該利得を加害者から投資者へ返還させるのである。この理論は不実開示の抑止と投資者の救済の双方の実現に寄与するといえる。一方、以上の三つの問題はそれぞれ単独で存在しているのではなく、事案ごとに絡まりあい、損害賠償の性質を決定している。これまで判例はこれら三つの分野の救済を事案に応じて適用してきたが、保証違反・契約違反については、不実開示がなされたときの保証についての契約条項がそもそもないとして否定的であった。そして投資者の救済は、不法行為の原則がおおむね支配的であり、事案によっては不当利得の原則も適用され、主としてこの二つの原則に支えられていたとされる<sup>110</sup>。

他方、不実開示がもたらす問題の本質は、投資者の損害が単に価格の下落だけにとどまらず、発行会社が完全かつ真実な開示を行わずに証券取引を誘引されたことにありともいえる<sup>111</sup>。これにより投資者は投資契約違反によって適切な投資を行う機会を喪失したことになる。したがって、投資者の損害とは、不法行為の原則における損害填補のみにとどまらず、公正な開示が行われずに証券の購入をさせられたという機会の喪失(Loss of Chance)の問題も考察・検討する必要があるように思われる。なおその際、留意すべきなのは、「全ての状況に適した算定方式というものはなく、また裁判所はそれを作ろうとすべきでもな

---

<sup>109</sup> Thompson R., The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, 37 Vand. L. Rev. 349 (1984), at 349-351 .

<sup>110</sup> Thompson, *supra* note 109, at 350-351.

<sup>111</sup> Chasins v. Smith, Barney & Co., 438 F. 2d 1167 (2d Cir. 1970). Lee R., The Measure of Damages under Section 10(b) and Rule 10b-5, 46 Md. L. Rev. 1266 (1987), at 1274.

い。その代りに様々な算定方法を用いて公正妥当性を追求していくべきである。」<sup>112</sup>ということである。そこでは、証券不実開示がもたらす問題の状況に応じた賠償額の算定が求められているといえよう。

### 3. 証券不実開示訴訟自体がもたらす問題

一方、この証券不実開示がもたらす問題とは別に、不実開示訴訟自体がもたらす問題というものがある。それが、ポケットシフティングの問題である<sup>113</sup>。具体的には、株主でもある投資者（原告）が発行会社を訴える結果、当該発行会社が賠償の責めを負うこともあるが、それは結局、株主が自ら賠償金を負担していることにもなる<sup>114</sup>。アメリカでは多くの場合、賠償するのは詐欺を行った者（発行会社の役員等）ではなく、保険会社、ひいては一保険料の負担を通じて一発行会社（すなわち株主）が賠償しているとされ<sup>115</sup>、それが株主から株主へのポケットシフト、つまり既存の株主（発行会社）から新たな株主（原告である投資者）への賠償金の負担であるといわれている<sup>116</sup>。ただし他方で、そこには証券不実開示による高値で売り抜けた既存株主がいることにもなる。彼らは、不実開示に関係するいかなる費用も負担することなく、不実開示がない場合の本来の価格よりも高値で売り抜け、当該会社から離脱することとなる<sup>117</sup>。このように考えた場合に、会社が不実開示による責任を負い賠償することは、いかなる意味を持つのか、そしてそれは果たして妥当なのかということが問題となる。また、誰が加害者で、誰が被害者かを考えた場合、それは、加害者が賠償しているのではなく、ただ単に被害者が被害者に賠償しているのではないかという疑問にもつながる。このような問題は、近時、不実開示を行った役員の賠償責任が保険によりカバーされていることで、より一層複雑となっているように思われる。

### 4. 証券不実開示の抑止に資する損害算定論

従来、そもそも損害賠償額の算定は、被告の悪意（*scienter*）の程度によって影響を受けないと判示されてきた<sup>118</sup>。損害とは、証券不実開示の内容の相違（事実と異なる記載なのか記載すべき事実が欠けているのかなど）によって異なるものではない。しかしながら、

---

<sup>112</sup> Lee, *supra* note 111, at 1278-1280.

<sup>113</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 644.

<sup>114</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 644 ; Dunbar F. and Sen A., Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class Action Lawsuits, 2009 Wis. L. Rev. 199 (2009), at 205-206.

<sup>115</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 644.

<sup>116</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 644.

<sup>117</sup> Coffee J., Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo, 60 Bus. Law. 533 (2005). 前越・前掲注（77）38頁。

<sup>118</sup> Myzel v. Fields, 386 F.2d 718, 747 (8th Cir. 1967), *cert. denied*, 390 U.S. 951 (1968). Jacobs, *supra* note 107, at 1098.

証券不実開示は資本市場の機能を阻害し、証券諸法に反する悪質な有害行為であり、他の多くの悪質な有害行為と同様、行為に釣り合った法的対応がなされる必要がある。一方、何が証券不実開示を構成するのか、それをどのように立証するのか、また誰が真の被害者なのかという問題は未だ十分な答えが出ていない状況にもある<sup>119</sup>。他方、必要な訴訟提起が困難となれば、多くの不実開示が問題にされないことにもなる。したがって、問題の解決にあたっては、損害賠償額算定の実体法的および訴訟法的側面に十分な考察を加えるとともに、悪質な行為に釣り合った法的対応を行い、不実開示の抑止に資する損害賠償額の算定理論が必要であると考ええる。

以上のような問題について、アメリカの裁判所はこれまでいかなる判断を示してきたのであろうか。次に、判例の展開および現状について考察を加えることとしたい。

---

<sup>119</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 652.

## 第2節 判例の展開

### 第1款 証券不実開示訴訟の特徴

アメリカにおける証券不実開示訴訟は、いくつかの点でわが国および EU 主要国のそれと大きく異なっており、それらを前提としたうえで、本稿の問題について検討することが肝要である。それは、損害賠償額の算定というテーマが各国における訴訟制度に大きく影響を受けているからであり、そこでは三つの特徴があるように思われる。

第一の特徴は、クラス・アクション制度の存在とそれを利用した訴訟の濫用がみられてきたことである。そもそも、クラス・アクション<sup>120</sup>とは、共通の利害を有する者の大きなグループや集団を代表し、複数の個人が名乗り出て自分自身のためだけではなく、あらかじめ画定される他の利害関係者—クラス構成員（class member）—のためにも訴訟遂行を行い、その結果としての判決や和解などの効果が、有利不利にかかわらず、すべてのクラス構成員に及ぶ訴訟である。その主要な利点は、当事者の数が多すぎるなど司法解決が不可能であった請求を可能とする点にある。一方、その問題点としては、1990年代頃から顕著にみられるようになってきたクラス・アクション制度を濫用する弁護士および投資者の行動がある。その典型的な事例として、フリップ・モリス事件<sup>121</sup>があり、そこでは、次の二つのことが挙げられている<sup>122</sup>。一つ目は、クラス・アクションを利用した裁判所への競争（race to the courthouse to file）という問題である。クラス・アクションは名義上の原告を作り上げて、弁護士が裁判所へ殺到する「裁判所への競争」を生んでおり、巨額の弁護士報酬と原告投資者のわずかな和解額にみられるような弁護士の横暴が顕著であり、投資者はその受けた損害の70%しか賠償されていないともいわれてきた<sup>123</sup>。二つ目は、「裁判所への競争」と関連する専門的原告（professional plaintiff）の存在である。そこでの原告は、わずかばかりの証券を保有して弁護士に雇われ、わずかな報酬を受けとる一方で、弁護士は巨額の報酬を目指すという構図がある。このような「裁判所への競争」や「専門的原告」の存在から、弁護士、会計士や証券アナリストなど専門家の必要性が増大し、これら専門家同士の応酬が今日の証券不実開示訴訟の核心の一つとさえなっているといわれている<sup>124</sup>。このように、損害賠償額の算定には、アナリストなど専門家の協力が欠かせないものとなっており、その費用負担なども多額に及んでいる。そのため、円滑で公正な訴訟の遂行には、裁判所の専門家の選任提案や専門家選任義務付けと専門家費用の敗訴者負担

---

<sup>120</sup> クラス・アクションについては、浅香吉幹『アメリカ民事手続法〔第2版〕』（弘文堂、2008）35頁～45頁。モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所『アメリカの民事訴訟〔第2版〕』55頁（有斐閣、2006）などを参照。

<sup>121</sup> Philip Morris Sec. Litig., 872 F. Supp. 97, 98 (S.D.N.Y. 1995).

<sup>122</sup> Scudder, *supra* note 104, at 435-436.

<sup>123</sup> *Id.* at 435-436.

<sup>124</sup> Eisenhofer J., Jarvis G. and Banko J., Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation, 59 Bus. Law. 1419 (2004), at 1429.

制度の導入<sup>125</sup>など、訴訟法的側面との関連も欠かせないものとなっている。

このような状況のなかで、訴訟の濫用に対応するため、証券訴訟民事制度改革を目指して1995年私的証券訴訟改革法が成立した。そこでは、専門的原告を排除して最も適切な原告の制度を作るのが改革法のねらいとされ、そのほか、ディスカバリーの制限や規則10b-5違反に対する制裁の確立が目指されたのである<sup>126</sup>。具体的には、「適切な原告代表」という仕組みを採用し、裁判所が原告のなかから、訴訟に最も大きな経済的利害を有する者を原告に指名してその原告が代理人を選任するという仕組みである。さらに、持株割合に応じた回復額以上のものを受け取ることを禁止するとともに、原告代理人の適格性を裁判所が判断できる規定などを採用した。

第二の特徴は、保険・和解による解決が多くなされていることである。近時、アメリカではこれまでの優れた判例・学説の蓄積にもかかわらず、多くの訴訟が和解によって終結し、欺網の意図の立証の困難および和解プロセスにおける力学により、発行会社の役員などが財産の抛出を求められることが稀であるとともに、投資者が実際に享受する回復額は請求額に比して小さなものとなっているという現状があるとされる<sup>127</sup>。これにより、経営者のモラルハザードがみられるとともに、損害賠償額が厳密に算定されることが少なく、当事者双方が合意した和解金や保険金の範囲内での支払がなされることで、賠償額算定の意義が低下しているように思われる。

第三の特徴は、訴訟におけるファイナンス理論の活用である。1980年代より、証券不実開示訴訟における損害の算定は、ますますコーポレートファイナンス理論に基づいてなされるようになったといわれている<sup>128</sup>。そこでは、不実開示の訂正による株価の下落とマーケットの動向等のような不実開示以外の要因による株価の下落を区別することが必要となる。そのため、不実開示のみに関連した株価に対する影響要因を分析・検討する理論が模索され、後述するイベントスタディなどが用いられるようになってきたのである<sup>129</sup>。

---

<sup>125</sup> Goldman J., *Avoiding Blurred Lines :The Computation of Damages in Rule 10b-5 Securities Class Action Lawsuits in the Ninth Circuit and a Proposal for a More Sensible System*, 2 *Hastings Bus. L. J.* 261 (2006), at 268-269.

<sup>126</sup> Scudder, *supra* note 104, at 436. 詳細は協議会報告書(H.R. Conf. Rep. No. 104-369, at 31-32 (1995), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N. 730,730-31) 参照。

<sup>127</sup> 藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学 63 巻 4 号 139 頁 (2011)。

<sup>128</sup> Eisenhofer *et al.*, *supra* note 124, at 1419.

<sup>129</sup> Eisenhofer *et al.*, *supra* note 124, at 1419. ; Ferrell A. and Saha A., *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broude*, 63 *Bus. Law.* 163 (2007), at 165.



## 第2款 判例の状況

### 第1項 概要

アメリカでは、不実開示により損害を受けた投資者を救済するため、英米法における二つの救済方法が考えられてきた。第一は、エクイティ法に基づく方法で、契約を取消して契約がなかった状態に戻す契約取消（解除）である。第二は、コモン・ロー上の不法行為に基づく損害賠償である。したがって、投資者は、契約を取消して元の状態に戻すことを求めるか、契約を維持して被った損害の賠償を求めるか選択することができるとされてきた<sup>130</sup>。まず、契約取消の場合には、損害の算定（measure of damages）という問題は存しない<sup>131</sup>といわれるように、賠償額の算定というよりも、むしろ投資者の救済方法として位置づけられてきた<sup>132</sup>。一方、損害賠償については、1960年当時から適切な賠償額の算定方法がなかったとされるように、多くの訴訟において司法判断の混乱を招き、投資者の救済を妨げてきたことから、これまで適切な算定方法が模索されてきたといわれている<sup>133</sup>。ただその中では、コモン・ロー上の不法行為におけるアウトオブポケット（out-of-pocket）、すなわち現実に投資者のポケットから失われた価値を損害とするという考え方が中心となってきた。1970年代以降からは、①証券の価値と支払われた価格の差異、②不実開示発覚後の価格と証券取得価格との差額、③不実開示発覚後の下落額などにより算定する考え方が既にあったとされる<sup>134</sup>。このような算定方法がみられるなかで、判例は具体的な事案に即して個別に判断するとともに<sup>135</sup>、イベントスタディなどファイナンス理論に基づく方法を採用してきたのである<sup>136</sup>。具体的な算定方法は、次のようないくつかの種類に分類することができる<sup>137</sup>。

### 第2項 算定方式の種類

1960年代以降、規則 10b-5 により提起されたとみられる証券詐欺訴訟に係る判決で入手可能なものの総数は、約 7400 件となっている<sup>138</sup>。なお、以下の各方式の件数の合計は、

---

<sup>130</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1110.

<sup>131</sup> Loss, *supra* note 95, at 875.

<sup>132</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1110.

<sup>133</sup> Reder, *supra* note 19, at 1839.

<sup>134</sup> Id., at 1840-1841.

<sup>135</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（三）」法協 106 巻 2 号 83 頁（1989）。

<sup>136</sup> Eisenhofer *et al.*, *supra* note 124, at 1419.

<sup>137</sup> 損害賠償額の算定方法については、次の文献を参照。

Jacobs, *supra* note 107 ; Scudder, *supra* note 104 ; Thompson, *supra* note 109 ;

Lee, *supra* note 111, at 1266 ; 黒沼・前掲注（135）83 頁。

<sup>138</sup> 判例の選定にあたっては、Lexis.Com の検索システムを用い、連邦裁判所における規則 10b-5（1942 年制定）に基づく証券不実開示（詐欺）訴訟の事例を対象とした。キーワードを「rule 10b-5 and securities fraud」として検索。期間は、証券詐欺訴訟が確認される 1960 年代以降 2014 年末現在。内訳は、1960 年～80 年 約 700 件、1981 年～2000 年 約

上記総数に一致しないが、この調査はあくまでも判例の分布状況および傾向をみるためのものである。

## 1. 契約取消 (Rescission) 方式および原状回復 (Restitution) 方式

### (1) 特徴

契約取消方式は、契約を取消して契約がなかったときの状態に戻すことが目的であり、当事者間で契約がある場合を前提としている<sup>139</sup>。たとえば、証券の相対取引において買主が売主の不実開示に騙されて証券を取得したような場合、契約を取消して買主は当該証券を売主に返還するとともに、売主は買主に代金を返還することになる。このため、公開市場における証券取引など、証券の発行者と直接に契約関係のない場合や証券が上場されており価格の変動があるような場合、従来、この方式は適用できないとされてきた<sup>140</sup>。なぜなら、契約時と証券返還時に価格の変動がある場合、当事者の一方が損失を受け、他方が利益を得ることになり、公平な解決が図れないことになるからである。ただし、**(2) 判例の状況**に示したように、近時、公開市場における取引と思われるものについても、この方式が多く採用されている。なお、直接の契約関係がなくとも一連の流れのなかで原告と被告の関係がつながっていればこの方法は除外されないとする見解<sup>141</sup>もあるものの、一連の流れをどこまでみるのかという問題がある。

そこで考えられたのが原状回復方式である。この方式は、契約取消の場合と異なり、契約の有無を問わない<sup>142</sup>。契約がない場合においても不法行為がなかった当初の状態に戻すというものである<sup>143</sup>。そこでは、被告が不当利得を得ており、それを奪うべきであるという前提があるとされる。したがって、この方式では、被告が不当に得た財産（不当利得）を交換することにより、原告は被告の不当利得を得る（奪う）ため、不当利得の理論による救済でもあるとされる<sup>144</sup>。

### (2) 判例の状況

契約取消方式によったと考えられるものとして、古くは、*Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1970) ; *Metro-Goldwyn-Mayer, Inc. v. Ross*, 509 F. 2d 930, 933 (2d Cir. 1975)などがあつたが、比較的最近でも、*SEC v. Johnson*, 174 Fed. Appx. 111 (3d Cir.

---

3000 件、2001 年～2014 年 約 3700 件となっており、1980 年代以降増加したことが窺える。

<sup>139</sup> Leas P., *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 *Stanford L. Rev.*, 371 (1974), at 371-374 ; Jacobs, *supra* note 107, at 1110.

<sup>140</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1112.

<sup>141</sup> *Id.*, at 1110.

<sup>142</sup> Lee, *supra* note 111, at 1274.

<sup>143</sup> *Id.* at 1274.

<sup>144</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1114.

2006) ; McGowan Investors LP v. Frucher, 392 Fed. Appx. 39 (3d Cir. 2010) ; Michael S. Rulle Family Dynasty v. AGL Life Assur. Co., 459 Fed. Appx. 79 (3d Cir. 2011) ; Ledford v. Peeples, 657 F. 3d 1222 ( 11th Cir. 2011) ; SEC v. Morgan Keegan & Co., 678 F.3d 1233 (11th Cir. 2012) ; Pope Invs. II, LLC v. Deheng Law Firm, Fed. Sec. L.Rep.(CCH) 98, 175 (2d Cir. 2014) ; Finnerty v. Stiefel Labs., Inc., 756 F. 3d 1310 (11th Cir. 2014) ; Escue v. Sequent, Inc., 568 Fed. Appx. 357 (6th Cir. 2014)などが存在する。

他方、原状回復方式によったと考えられるものとしては、古くは、Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F. 2d 90, 105 (10th Cir.). cert. Denied, 405 U.S. 918 (1972) ; Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F. 2d 1355 (9th Cir. 1976)などが存在するが、最近でも、

SEC v. Quinian, 373 Fed. Appx. 581 (6th Cir. 2010) ; Marion v. TDI, Inc., 591 F. 3d 137 (3d Cir. 2010) ; SEC v. Brown, 658 F. 3d 858 (8th Cir. 2011) ; Armstrong v. SEC, 476 Fed. Appx. 864 (D.C. Cir. 2011) ; SEC v. Razmilovic, Docket, 738 F. 3d 14 ( 2d Cir. 2013) ; SEC v. Das, 723 F. 3d 943 ( 8th Cir. 2013) ; Prousalis v. Moore, 751 F. 3d 272 (4th Cir. 2014) ; United States v. Durham, 766 F. 3d 672 (7th Cir. 2014)などが存在する。

## 2. 現実損害賠償方式 (Out-of-Pocket Measure of Damages)

### (1) 特徴

現実損害賠償方式は、実際の取引価格と取引時における公正な価格（価値）との差額を賠償額として算定するものである<sup>145</sup>。これは、被害者が被った損害を証券取引時における価値の減少として捉えるという不法行為法に基づく伝統的な方法であり<sup>146</sup>、多くの判例がある<sup>147</sup>。この方式のメリットは、取引時以降に生じた価格変動を考慮しないことにより、不実開示以外の要因による市場価格への影響を理論上排除できる点で、優れているとされる。もともと、取引日の公正な価格を認定することが困難なため、実際には、それに代え次に示す、訂正情報が市場に吸収された時の価格（下落価格）を基準とする方式（修正現実損害賠償方式）などをとる判例が多いとされる<sup>148</sup>。

### (2) 判例の状況

現実損害賠償方式を採用したものとしては、古くは、Myzel v. Fields, 386 F. 2d 718, 744-45 ( 8th Cir. 1967), cert. denied, 390 U.S. 951 (1968) ; Sarlie v. E. L. Bruce Co., 265 F. Supp. 371, 376 ( S. D. N. Y. 1967) が存在し、現実損害賠償方式または修正現実損害賠償方式を採用するものとして、Hackbart v. Holmes, 675 F. 2d 1114, 1121 (10th Cir. 1982) ; Harris v. Union Elec. Co., 787 F. 2d 355, 367 ( 8th Cir. 1986 ), cert. denied, 479 U.S. 823

---

<sup>145</sup> Leas, *supra* note 139, at 371.

<sup>146</sup> Thompson, *supra* note 109, at 352.

<sup>147</sup> Loss, *supra* note 95, at 967 ; Jacobs, *supra* note 107, at 1103-1122

<sup>148</sup> 黒沼・前掲注(135) 85 頁。

(1986) ; *Feldman v. Pioneer Petroleum, Inc.*, 813 F. 2d 296 (10th Cir. 1987) ; *Nottingham v. General American Communications Corp.*, 811 F. 2d 873 (5th Cir. 1987) ; *James v. Nico Energy Corp.*, 838 F. 2d 1365 (5th Cir. 1988) ; *SEC v. Wang*, 944 F. 2d 80 (2d Cir. 1991) ; *Donohoe v. Consolidated Operating & Production Corp.*, 982 F. 2d 1130 (7th Cir. 1992) ; *Dalton v. Jones, Bird & Howell*, 1993 U.S. App. ( 7th Cir. 1993) ; *SEC v. Fischbach Corp.*, Docket, 133 F. 3d 170 ( 2d Cir. 1997) ; *Robbins v. Koger Properties Inc.*, 116 F. 3d 1441, 1449 n. 5 (11th Cir. 1997) ; *Rowe v. Marietta Corp.*, 1999 U.S. App. (6th Cir. 1999)など、1990年代までは広く採用した裁判例も見受けられた。最近では、これらの方式を採用する裁判例は少ないが、それでも *Rosado v. China North East Petroleum Holdings, Ltd.*, 692 F. 3d 34 ( 2d Cir. 2012) ; *Pure Earth, Inc. v. Call*, 531 Fed. Appx. 256 ( 3d Cir. 2013)などがこの方式によっているといえる。

### 3. 修正現実損害賠償方式 (Modified (Hybrid) Out-of-Pocket Measure)

#### (1) 特徴

修正現実損害賠償方式<sup>149</sup>は、原告（投資者）が取引した実際価格と不実開示に関する訂正情報が発覚（公表）した後の価格とを比較して、その差額のすべてまたはその一部を損害とするものである。実際価格と比較する価格は、取引時における不実開示がなかったと仮定した場合の想定価格（公正な価格）ではなく、訂正情報が発覚（公表）した後の現実の価格である。このアプローチは、加害者（被告）を不実開示発覚後の合理的期間（それはそれほど長い期間ではない）、市場価格の変動リスクにさらすことになる<sup>150</sup>。すなわち、不実開示発覚後の状況を勘案して被害者に生じた損害を回復しようとするものであることから、原状回復の効果も有する。このためこの方式は、現実損害賠償方式と原状回復方式のハイブリッド (Hybrid) 方式ともいわれる<sup>151</sup>。

#### (2) 判例の状況

1990年代以降、現実損害賠償方式と修正損害賠償方式とを裁判所が明確に意識して適用しているかどうかは必ずしも定かではないが（上記 2. 現実損害賠償方式の(2)判例の状況に挙げた裁判例参照）、修正現実損害賠償方式を採用した比較的初期の裁判例としては、*Ross v. Licht*, 263 F. Supp. 395, 410-11 (S.D.N.Y. 1967) ; *Esplin v. Hirschi*, 402 F. 2d 94, 104-05 (10th Cir. 1968), cert. Denied, 394 U.S. 928 (1969) ; *Richardson v. MacArthur*, 451 F. 2d 35, 43 (10th Cir. 1971) ; *Gottlieb v. Sandia Am. Corp.*, 304 F. Supp. 980, 989 (E. D. Pa. 1969) aff'd, 452 F. 2d 510 (3d Cir.), cert. denied, 404 U.S. 938 (1971) ; *Blank v. Talley Indus., Inc.*, 64 F.R.D. 125, 131-32 (S.D.N.Y. 1974) ; *Harris v. American Inv. Co.*,

<sup>149</sup> Thompson, *supra* note 109, at 353.

<sup>150</sup> Thompson, *supra* note 109, at 353-354.

<sup>151</sup> Thompson, *supra* note 109, at 353-354.

523 F.2d 220, 228 (8th Cir. 1975) ; Tucker v. Arthur Andersen & Co., 67 F. R. D. 468, 482 ( S. D. N. Y. 1975) ; Bonime v. Doyle, 416 F. Supp. 1372, 1384(S.D.N.Y. 1976), *aff'd*, 556 F.2d 554(2d Cir. 1977), *cert. denied*, 431 U.S. 924(1977) ; Sharp v. Coopers & Lybrand, 649 F.2d 175, 190(3d Cir. 1981)を挙げることができる。

#### 4. 不当利得返還方式 (Windfall Damages)

不当利得返還方式<sup>152</sup>は、加害者が不当に得た利得を返還させることを目的とする方式である。この方式は、他の方式とは非常に異なる性質を有する。そこでは、被告が得た利益を、原告の損害額の根拠として利用しているからである。すなわち、被告が不実開示により原告の証券を取得した後に、当該証券を転売して利益を上げたような場合、その利益相当額を原告が取得できたはずであったとして、原告に賠償させるのである。このようにこの方式は、加害者の得た利得を被害者の損害としていることから、利得対象型方式といえる。

##### (2) 判例の状況

不当利得返還方式によったものとしては、古くは Zeller v. Bogue Elec. Mfg. Corp., 476 F.2d 795, 802 & n. 10 (2d Cir.), *cert denied*, 414 U.S. 908 (1973)があり、比較的最近では、

Centra v. Inc. v. Chandler Ins. Co., 2000 U.S. App. (10th Cir. 2000) ; In re Digital Island Sec. Litig., 357 F. 3d 322 (3d Cir. 2004) ; United States v. Mooney, 425 F. 3d 1093 (8th Cir. 2005) ; DeJulius v. New Eng. Health Care Emples., 429 F. 3d 935 (10th Cir. 2008) ; R. W. Grand Lodge of F. & A.M. of Pa. v. Salomon Bros, 425 Fed. Appx. 25 (2d Cir. 2011) ; McCann v. Hy-Vee, Inc., 663 F. 3d. 926 (7th Cir. 2011) ; United States v. Peppel, 707 F. 3d 627 (6th Cir. 2013) ; Parkcentral Global HUB Ltd. v. Porsche Auto, 763 F. 3d 198 (2d Cir. 2014)を挙げることができる。

#### 5. 機会の喪失 (Loss of Chance) 賠償方式

##### (1) 特徴

以上がこれまで採られてきた損害算定方式である。一方で、従来から規則 10b-5 に違反した特別な取引に対しても適用できる損害算定方式が必要であると指摘されてきた<sup>153</sup>。それが、合併など企業結合における当事会社の不実開示の場合に採用された「機会の喪失 (Loss of Chance)」方式である。

機会の喪失 (Loss of Chance) という場合の機会 (Chance) とは、事案や状況に応じて、

---

<sup>152</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1121.

<sup>153</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1144.

機会（事をするのに最も都合のよい時機）、または可能性の意味で用いられている<sup>154</sup>。これと同様の方式は、第 2 章で述べるようにフランスの判例では一般に認められている。しかしながら、アメリカではこの方式は、特別な取引における賠償方式であるとされ<sup>155</sup>、判例も後述するように極めてわずかである。その少ない事例の一つが、合併など企業結合や投資ファンドに関する不実開示である。そこでは、合併を評価・検討する権利・機会の喪失は、賠償されるべき損害とされ、合併時の存続会社株式の価値に相当する対価および金利相当額の賠償を認めたのである<sup>156</sup>。一般に、合併などの企業結合の場合においても、当事者の交渉に当たり一方の当事者について企業内容等に関する不実開示が行われ、他方の当事者（株主等）に損害が生じる場合も考えられる。ただし、いったん合併がなされると、不実開示があったからといって当該契約を取消すことは現実的ではない場合が多く、法的安定性を損ねるとして裁判所は原状回復に消極的であるとされてきた。その理由として、伝統的な因果関係論が壊れることを畏れていること、また、「因果関係証明基準の緩和は、不法行為によって不利益を被った可能性（possibility）は証明できるが、因果関係の蓋然性（probability）を証明できない原告に対する不公平を是正することはできる一方で、同時に不公正を創出するであろう」ことを懸念するからであるとされている<sup>157</sup>。すなわち、裁判所は、機会の喪失が問題となる事例において権利回復を認めると、主原因に関する判断基準が複雑になるのではないかとの思惑から、権利回復を否定してきたのである。このように、裁判所は、伝統的で長年採用してきた因果関係の基準を緩めることを畏れてきたとも指摘されている<sup>158</sup>。

これに対して、学説では、裁判所は機会の喪失に起因する原告の権利侵害は何かを正しく捉えるべきであるとする見解<sup>159</sup>や、機会の喪失について、たとえば医療過誤事例におけるように、患者が被った真の権利侵害であるとして対処し、この機会の価値を相当に評価すべきであるとする見解<sup>160</sup>が主張されてきた。しかし多くの裁判所は、この機会の喪失を請求原因とする訴訟において、被告の過失の有無にかかわらず、遅かれ早かれ同様の結果を迎えたであろう可能性が高いと考えた場合には、被告勝訴の判決を下しており<sup>161</sup>、この

---

<sup>154</sup> 高波澄子「米国における『チャンスの喪失（LOSS OF CHANCE）』理論（一）」北大法学論集 49 巻 6 号 28 頁（1999）。

<sup>155</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1144.

<sup>156</sup> Swanson v. American Consumers Industries, Inc. 475 F.2d 516 (7th Cir. 1973).

<sup>157</sup> Gooding v. University Hosp. Bldg., 445 So.2d.1015 (Fla.1984), at 1019-20. 高波・前掲注（154）61 頁参照。

<sup>158</sup> Andel P. L., Medical Malpractice : The right to recover for the loss of a chance of survival, 12 Pepperdine L. Rev. 973 (1984), at 982. 高波・前掲注（154）39 頁。

<sup>159</sup> Perdue J. M., Recovery for a lost chance of survival, 28 South Texas L. Rev. 37 (1987), at 45.

<sup>160</sup> Andel, *supra* note 158, at 997-98 ; Perdue, *supra* note 159, at 63-64.

<sup>161</sup> Cross L. L., Alfonso v. Lnund : Loss of chance rejected as a basis for recovery in medical malpractice, 12 Oklahoma City University L. Rev. 187 (1987), at 195.

機会の喪失論の適用に慎重な姿勢を示していることが窺える。

## (2) 判例の状況

この方式による算定が検討されたものとしては、Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544, 562-63 (E.D.N.Y. 1971); Swanson v. American Consumer Indus., Inc., 475 F.2d 516, 521 (7th Cir. 1973) ; Zeller v. Bogue Elec. Mfg. Corp., 476 F.2d 795, 801-03 (2d Cir. 1973) ; Chance v. F. N. Wolf & Co., 1994 U.S. App. (4th Cir. 1994) ; Access Cardiosystems, Inc. V. Fincke, 404 B.R. 593. (Bankr. Mass. 2009)が存在する。

## 第3項 判例の傾向

以上の判例の状況からは、次のような傾向が窺えるように思われる。まず、現実損害賠償方式および修正現実損害賠償方式については、最近、とりわけ2000年以降、極めてわずかしき、これらの方式によったと思われるものが確認できない<sup>162</sup>。一方、契約取消方式、原状回復方式は、現実損害賠償方式よりも件数がかかなり多いほか、2000年以降も多くの事例が確認できる<sup>163</sup>。さらに、不当利得返還方式によったものもかなりの件数があり、しかも2000年以降の事例も多くなっている。これに対し、機会の喪失方式は極めてわずかであり、ほとんど採用されていないとみられることがわかる。なお、このような傾向は、いくつかの文献においても明らかにされている<sup>164</sup>。

以上のように、2000年代以降、現実および修正現実損害賠償方式の採用はあまり見られない。その一方で、公開市場における方式としては適していないとされてきた契約取消方式が最も多くなっている理由は必ずしも明らかではない面があるものの、それらの事例は、公開買付や企業結合などM&Aに関連したものが多く、不実開示がその後の契約等に大きな影響を及ぼしたとみられるものとなっている。すなわち、当該不実開示が単に証券価格の下落をもたらしたということにとどまらず、企業結合等に際して重大な経営判断の誤りをももたらしたと評価することができるように思われるのである。

また、原状回復方式についても、不実開示を行った役員等が刑事訴追を受けたとみられる事例が多くなっている。このため、現実（修正）損害賠償方式のように、単に市場価格の下落額だけを賠償させるのではなく、契約を取消す、ないしは、契約前の原状に回復させ、それに伴うリスクを加害者に負わせるとともに、加害者の不当利得を奪うことが必要

<sup>162</sup> キーワードを「out-of-pocket and rule 10b-5 and securities fraud」として検索した。

<sup>163</sup> キーワードを「rescission and rule 10b-5 and securities fraud」ないしは「restitution and rule 10b-5 and securities fraud」として検索した。

<sup>164</sup> Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation Vol. 4, 6th ed. ( West 2013 ) §12. 12 [ 2 ] and cases cited therein ; Grundfest J. A., Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act, Stanford Law School and The Rock for Corporate Governance (2013), at 51.

<<http://ssrn.com/abstract=2317537>>

と考えられたことがあるように思われる。さらに、不当利得返還方式の件数も多くなっているのは、加害者が不実開示により被害者の証券を取得後、転売して利益を上げたとみられる事例のほか、公開買付、インサイダーの事例もあり、そのような場合には、加害者の不当利得を奪うべきであるという考え方に基づいているように思われる。最後に、機会の喪失方式がほとんど採用されていないのは、不実開示による影響が大きく、加害者の悪質性も強い場合、契約取消・原状回復方式や不当利得返還方式の方がより適していると考えているほか、機会の喪失論自体も一般的とはなっていないこともあるものと考えられる。以上、各方式における判例の状況を考察し、その傾向の分析を試みたが、長期間にわたる膨大な件数の判例が対象となっており、さらに詳細な分析は今後の課題としたい。



### 第3節 投資者保護の枠組み

#### 第1款 概観

証券不実開示における損害賠償制度は、投資者保護制度の一環として位置づけられる。このため、損害賠償額の算定を考察するに当たっては、まず、投資者保護制度の枠組みを概観しておくことが必要である。アメリカでは、連邦証券諸法が全体として投資者保護の枠組みを規定しているが、その枠組みの基盤を形成しているのが、有価証券の概念と開示主義である。この開示主義との結びつきが有価証券という商品の特性を定義するとともに、投資者とは何なのかという投資者の定義が導かれ、投資者保護の法理、ひいては損害の算定についての理念および概念というものも明らかにされることになる。アメリカにおける投資者保護は、投資者保護の法理や有価証券の概念および開示主義といった概念的および理念的なものによってその枠組みが規定されている。そしてこのような枠組みが民事責任の制度、ひいては投資者の損害額の算定という問題に影響を与えている。投資者が被った損害の算定については、第6節で詳しく考察することになるが、そもそもその算定方法は法律や規則等において具体的には定められていない。このため、個別事案の状況や類型ごとの解釈により決定することになる。したがって、損害を算定するという投資者を保護する行為は、その制度の背景となる理念、法理といったものや枠組み自体を十分に把握しておくことが必要である。

そもそも投資者保護とは預金者の保護のように、投資者が損をしないように有価証券の発行会社の活動や財務内容を規制したり、有価証券という商品自体の価値を保証したりすることではない。むしろそれとはまったく逆に投資者が損をすることも許容する枠組みを採用している。そのための枠組みが、「有価証券」という概念の導入と有価証券の発行会社に対する情報開示の強制という開示主義である。この有価証券は単に株式や債券といったものだけにとどまらず、投資契約や石油、ガス等の鉱業権にまでその範囲を広げて投資者保護の実効性を確保しようとしている<sup>165</sup>。その有価証券の発行会社に当該有価証券の内容や企業情報を適切に開示させ、それらの情報によって投資者が自己の責任で投資決定を行い、その損益はすべて投資者に帰属することになる。このため、投資者がいかに大きな損失を被ったとしても、適正な情報開示とそれに基づく自己の自由な意思に基づいているのであれば、法律や投資者保護制度はそれを許容し、逆にその投資者に対する損失補填を禁ずることになる。このような開示主義が、投資者保護の枠組みの根幹であり、その根幹を揺るがすことになる不実開示に対しては、厳しいペナルティーが課されることとなる。

---

<sup>165</sup> SEC v. C.M. Joiner Leasing Corporation, 320 U.S. 344(1934).

## 第2款 有価証券と開示主義

### 第1項 有価証券の意義

#### 1. 有価証券の概念

連邦証券諸法は、広く投資者の保護を図ることを目的としているが、それは、有価証券という概念によりなされている。この有価証券とは、単に株式や一般的に『証券』といわれているすべての権利等にとどまらず、投資契約、石油・ガスその他の鉱業権に対する非分割の割合的権利なども含まれる。この投資契約については、最も有名で、後に大きな影響を及ぼしている判決として、SEC v. W.J.Howey Company 判決<sup>166</sup>がある。そこでは、「証券法上の投資契約とは、ある者がその資金を共同事業（common enterprise）に投資し、専ら（solely）その推進者または第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引または仕組みを意味する」という要件を満たすものとされた<sup>167</sup>。このように、有価証券の定義を、きわめて広く多種多様のものを含みうるものと解釈して規制の対象とし、それにより、当該有価証券を取得する者（投資者）を保護する構造となっている。

#### 2. 有価証券の特性

##### （1）有価証券と一般商品・製品との特性の違い

有価証券と、食品および医薬品などの一般商品・製品との最も大きな違いは、その法的性質の違いにある。まず、有価証券の場合には、法律および行政機関などが、その価値を保証しているのではないことである。すなわち、証券法および取引所法では、SEC はこれら法律において適用される「証券」（Security）について、いかなる場合にもそれらの価値を判定または承認し、もしくは認定をするものではない旨を定めている。これは、証券価格（価値）は、法定開示情報をはじめとするさまざまな情報や経済要因などにより、市場において決定されることから、「証券」に関する登録届出書等を受理する SEC が、その価値を判定または承認し、もしくは認定するものではないということを意味している。具体的には、証券法 23 条は「不法な表示の禁止」として、SEC は証券の価値を何らかの方法で判定しまたは証券に承認を与えたことを意味するものと解してはならない旨定めている<sup>168</sup>。また、取引所法 26 条は、「不法な表示の禁止」として、SEC は、証

---

<sup>166</sup> 328 U.S. 293 (1946).

<sup>167</sup> 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎（編）『証券取引法大系』29 頁、31 頁、32 頁（商事法務研究会、1986）。

<sup>168</sup> 「証券の登録届出書が提出されたという事実、効力をもっているという事実または届出書に関する停止命令が無効となっているという事実によっては、その記載事項に関し当該登録届出書が書面上真実もしくは正確であること、または当該登録届出書に事実に関しそれと異なる記載がされていないこと、もしくは重要事項についての記載が省略されていないことを委員会が認定したものとみなされず、また、委員会が当該証券の価値をなんらかの方法で判定しまたは当該証券に承認を与えたことを意味するものと解してはならない。将来の購入者に対して、本条前段の規定に反する表示を行いまたは行わせることは、不法

券またはその取引の是非について判定しまたは承認したことを意味するものと解してはならない旨定めている<sup>169</sup>。

これをたとえば、食品・医薬品とアメリカ食品医薬品局（以下、「FDA」<sup>170</sup>）との関係と対比させるとその違いが明らかとなる。すなわち、FDA は、自らの責務を「食品、医薬品などの製品の安全性と有効性を保証することによって国民の健康を守ること」と定めている<sup>171</sup>。これによれば、FDA は自ら許可した食品や医薬品等の有効性をまさに保証しているのであり、SEC が自ら受理・登録した証券の有効性（価値）を承認等したものではないと法律で規定しているのと対照的である。そして、この両者の特性の違いは、次のように食品・医薬品等に対する規制主義と有価証券に対する開示主義といった形で現れ、この違いが損害の算定という問題にも影響を及ぼしているといえる。

## （２）食品・医薬品等と規制主義

規制主義とは、商品等に関する情報の開示という手法によらず、取引や商品の内容・基準それ自体を個別法規で規制することにより法律の目的を達成しようとする方法である。規制を行う法制定の効果は、第一に、規制それ自体によってある種の詐欺的取引を直接的に阻止することである。第二として、開示されたものを理解する者やその助言者の判断によるのではなく、規制当局自体が判断を行い法目的を実現する手法を採る。そして、第三として、規制違反により損害を受けた私人が訴権を行使できるものの、一次的には規制当局により訴訟が提起され、法の実効性が担保される。これは、食品や医薬品などの商品・製品の安全性や有効性が、国民の生命や健康などに対して直接被害を及ぼしたり、影響を与えるため、その安全性や有効性を保証しなければ、行政目的が達成できないことにあると考えられる。

この規制主義の過去の典型的な事例としては、たとえばアメリカにおける第二次世界大

---

（unlawful）である。」（邦訳は、日本証券経済研究所（編）『外国証券関係法令集 アメリカⅠ〔改訂版〕』（日本証券経済研究所、1990）による。）。

<sup>169</sup> 「本法を執行するに当たり、委員会または連邦準備制度理事会のいかなる行為または不作為も、それらが証券またはその取引の是非についての判定を下しまたは承認を与えたことを意味するものと解してはならず、かつ、本法またはこれにもとづく規則にしたがってこれらの当局に提出されまたはこれらにより審査された陳述または報告に関するこれらの当局のいかなる行為または不作為も、その陳述または報告がその書面上真正かつ正確でありまたは虚偽もしくは誤解を生じさせるものでない旨をこれらの当局が認定したものと解してはならない。証券を購入しまたは売却しようとする者に対し、これらの当局による上記のような行為または不作為が前段の規定に反するような意味で理解される表示またはそのような効果をもつ表示を行うことまたは行わせることは不法である。」（邦訳は、日本証券経済研究所（編）・前掲注（168）による。）

<sup>170</sup> FDA（Food and Drug Administration）は、食品や医薬品など、消費者が日常生活を行うに当たり接する機会のある製品について、その許可などの行政を専門的に行うアメリカの政府機関である。

<sup>171</sup> <http://www.fda.gov/>.

戦中の物価統制、地代家賃統制がある。そこではそれら統制法の実施において主役を演じたのは、物価統制局（Office of Price Administration）であった。この機関が提起した訴訟件数をみると、1943年から1948年度までに、総計民事事件 87,614 件、刑事事件 15,885 件に及んでいる一方で、私人の民事訴訟の提起件数はこの間総計 3,711 件となっている<sup>172</sup>。このように、物価統制のようないわば非常時において規制当局が直接規制を行うことはともかくとして、現代のような国民の生命・安全が強く要請される時代においては、とりわけ食品安全や薬品規制行政において規制主義が適していると考えられる。

## 第2項 開示主義の意義

アメリカにおける開示主義は、前述のとおり、英国における開示哲学（disclosure philosophy）を採用したものである<sup>173</sup>。それは、タイムズの 1844 年会社法における論争に関する表現<sup>174</sup>やブランドイスの表現<sup>175</sup>に端的に表れている。投資者のための開示を強制する法制定の効果としては、第一に、開示の強制はそれ自身公開の光の中で存在しえないある種の詐欺的取引を阻止するであろうということである。第二として、開示されたものを理解する者の判断は市場価格に反映し、かつその助言者を通して投資者に浸透していくことになろうということである。加えるに制定法上の厳格な民事責任の規定は、過度に技術的なコモン・ローを超えた大きな進展であるとされる<sup>176</sup>。第三の効果として強調されるべきと思われるのは、開示違反により損害を受けた私人に訴権を明示、黙示を問わず認めていることである。この場合、規制当局の訴訟提起も当然予定されてはいるものの、私人の訴訟に対する行政機関の援助など、法の実現における私人の役割を重視することになるといえる<sup>177</sup>。

## 第3項 有価証券と開示主義の結合

以上のように、有価証券の概念と開示主義の二つが結びつくことにより、投資者保護の制度が機能することになる。これら二つは、そのいずれが欠けても投資者保護制度が十全な機能を発揮することができない。そしてこれにより、投資者の自己責任を問えるという

---

<sup>172</sup> 田中・前掲注（62）519 頁。

<sup>173</sup> Loss, *supra* note 95, at 31.

<sup>174</sup> 「ペテンを暴け、そうすれば人を害することはない（Show up the roguery, and it is harmless）」。The Times, July 4, 1844 [quoted in: Hunt B., The Development of the Business Corporation in England 1800-1867 (Harvard University Press, 1936), at 95, n.12]

<sup>175</sup> 「太陽の光は最上の消毒剤であるといわれており、電気の光は最も有効な警察官である（Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman）」。Brandeis L. D., *Other People's Money* (Frederick A. Stokes Co. ed., 1914), at 92.

<sup>176</sup> Loss, *supra* note 95, at 29- 30.

<sup>177</sup> 田中＝竹内・前掲注（49）89-117 頁参照。

前提が整うことになる。逆にいえば、証券不実開示がなされたということは、有価証券という商品価値が保証されないというスキームだけを利用し、それと不可分の関係にある開示主義が適正に行われていないことになるといえる。このような場合には、投資者の自己責任を問うことができず、損失補てんの禁止という原則も修正を迫られることになるであろう。このように、有価証券の概念と開示主義は不可分に結びついているのである。

したがって、投資者の損害を算定する場合には、不実開示を行った者が、開示主義を損ない投資者に損害を与え、損害賠償額の算定をしなければならない事態を招いたということとをまず認識することが重要となる。その詳しい内容については、具体的に第 6 節で触れることとしたい。

### 第 3 款 投資者保護の法理

#### 第 1 項 投資者の意義

連邦証券諸法には、直接、投資者の定義を定める規定は存在しない。このため、まず、投資者とは誰かということについて解釈を行う必要がある。そのためには、一つのいわば便法として、直接的に投資者を定義しようとするのではなく、ある属性を有する者を投資者とするという間接的な方法が考えられる。すなわち、まず有価証券を定義し、その有価証券を取得もしくは処分した者を投資者とすると解釈するのである。アメリカ法における投資者とは、証券の買主だけではなくその売主も対象としている。投資者とは、投資をする者ということであり、投資とは、単に証券を取得するだけでなく売却することも含むであろうから、証券の買主と売主を投資者とすることは当然である<sup>178</sup>。このことは、有価証券をできる限り広く包括的に定義づけしようとする規定と併せ、投資者保護に資するものとなっている。

#### 第 2 項 投資者保護と消費者保護・預金者保護

投資者保護の意義・内容を理解するためには、投資者と関連する者として挙げることのできる、消費者や預金者の保護とどこが同じでどこが異なるのかという考察をすることが有益である。まず、消費者保護の内容については、有名なケネディ米国大統領の教書（1962 年）に出てくる消費者の次の四つの権利に要約される<sup>179</sup>。①安全な商品の提供を受ける権利、②商品についての正しい情報を知る権利、③公正な競争条件のもとで商品を選択できる権利、④要望や苦情が適切に処理される権利、であるとされている。これら消費者保護

---

<sup>178</sup> これまで金商法 21 条の 2 は、アメリカ法などとは異なり損害賠償の請求権者を有価証券の「取得者」のみに限定していた。しかしながら、虚偽記載により損害を被る者は「取得者」だけに限られず、場合によっては「処分者」もありうること、他の主要国も「処分者」を損害賠償請求権者としていることから、「処分者」を請求権者に加える改正を行った（金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年 5 月 30 日法律第 44 号））。

<sup>179</sup> 谷村裕「資本市場における投資者保護」龍田＝神崎（編）・前掲注（167）7 頁参照。

の内容についてみると、投資者保護にも基本的には妥当するといえそうである。ただし、①の安全性については、消費者保護の場合とは意味合いが大きく異なり、有価証券という商品の安全性（価値）を保証することではなく、代わりに、発行体についての企業内容の開示を強制するとか、証券取引所への上場などを要件としている。また、④の要望・苦情については直接的に関係する事項はないといえそうである。

次に、預金者保護の内容は、金融機関の経営の健全性を確保するということに尽きる。預金者の保護には、貸出しその他資金の運用に配慮することが何よりも大事であり、また内部留保を厚くして万一の場合に備える必要も大きい。預金者の唯一最大の関心事は元本の安全性にあるからである<sup>180</sup>。このように、預金者保護は、預金を預かる金融機関の経営の健全性を直接規制して、金融機関の収益性および流動性を確保することを通じ、預金元本の安全性を担保している。この点、有価証券の発行体の財務の健全性については基本的に関知せず<sup>181</sup>、代わりに企業内容の開示そのものを規制しようとする投資者保護とは大きく異なっているといえることができる。

### 第3項 投資者保護法理の転換

かつて、古典的な投資者保護の法理<sup>182</sup>とは、「買主をして注意せしめよ（*caveat emptor*）」<sup>183</sup>とされていた。これは、たとえば、動産売買の場合、売買目的物の品質などが契約条項に明示に定められていなければ、売主に詐欺がある場合を除き、買主は売買目的物の瑕疵などの危険を負担し、瑕疵に対する責任を売主に求め得ないとの原則で、不動産売買の場合にも、その品質または状態の隠れた瑕疵にも適用されることになる。その後、この「買主をして注意せしめよ」の原則の適用は、まず判例法で制限され、現在は不実表示などへの救済の拡大等を認める諸制定法で大幅に制限されている<sup>184</sup>。

そしてその後、新たな法理として「売主をして注意せしめよ（*caveat venditor*）」が唱えられるようになってきた。この法理はたとえば、売買目的物につき、別段の合意で否定しない限り、売主が品質を保証したものと法律上認められる原則をいう<sup>185</sup>。すなわち、投資者保護法理の内容が、「買主をして注意せしめよ」から「売主をして注意せしめよ」へと転換されてきたのである。

以上の、有価証券と開示主義の結合、投資者保護法理の「買主をして注意せしめよ」から「売主をして注意せしめよ」への転換により、損害賠償額の算定に関連する二つの考え

---

<sup>180</sup> 谷村・前掲注（179）7-8頁。

<sup>181</sup> 社債発行における財務制限条項など、一部の有価証券では規制もみられる。

<sup>182</sup> ここでの「法理」とは、法の理念、一般原則もしくは基本原理といった意味で用いている。

<sup>183</sup> Loss, *supra* note 95, at 32.

<sup>184</sup> 田中（編）・前掲注（91）130頁。

<sup>185</sup> 田中（編）・前掲注（91）131頁。

方が形成される。第一に、法律上、SEC は有価証券の価値を認定や証明はしない代わりに、開示主義に拠っている。このため、その開示主義が不実開示により成り立っていないのであれば、SEC が証券の価値を認定等しないという前提も崩れることになる。すなわち、SEC は、証券の価値の有効性等について FDA のように何らかの関与、規制を行い、開示主義から規制主義への部分的修正などが必要となる。第二に、不実開示を行った者は、投資者の自己責任を問う前提となる開示主義を自ら否定したのであるから、投資者の自己責任を問うことは出来ないことになる。その結果、投資者がより良く投資するという「機会」が喪失していることになると考えられる（ただし、第 4 章第 2 款で述べるように、連邦証券諸法は損害を「現実の損害」に限定していることから、機会の喪失といういわば抽象的な損害は消極的に解される可能性はある）。さらには投資者の損害は、発行会社の違法な不実開示によって不当に取引に誘い込まれたものであるといえる。したがって、当該取引に伴い生じた損害は原則として発行会社の責任とすべきであり、経済動向など、不実開示以外の諸要因による市場価格の下落などを常に控除すべきでないとする。

## 第4節 損害賠償額算定の実体法的側面

### 第1款 概観

アメリカの連邦証券諸法は、投資者の損害の算定方法について、直接に具体的な定めは置いていないものの、取引所法は損害の内容・性質に関する定性的な規定、および損害額の上限額に関する定量的な規定を置いている。このため、これら定性的および定量的な規定を参照しつつ、投資者の損害概念とその算定方法について解釈を行うことになる。それが、本節でいう損害賠償額算定の実体法的側面からの検討であり、そのための方法として、実体法の法解釈をベースとした法的アプローチと、投資リスクを分析する経済的アプローチという二つのアプローチが有用と考えられる。これらのアプローチを用いることで、投資という法律行為であると同時に、リスクを冒す経済的行為でもある投資の本質を捉えることができる考える。

まず、法的アプローチとしては、第一に、損害の内容および性質に関する規定の解釈がある。具体的には、取引所法 28 条(a)項は、投資者の損害は「現実の損害」を超えることはできないと定めていることから、この「現実」とは何を意味するのか検討する。これが、「現実」という法的性質に着目した定性的アプローチである。第二に、損害額の上限については、算定方法が定められていることから、その具体的な方法を考察する。これが、損害額を量的に制限しようとする定量的アプローチである。次に、経済的アプローチとは、投資リスクという経済的な観点から投資者の損害を考察しようとするものである。また、判例は、投資者の損害とは、投資という経済行為に関して発生するものであることから、経済的な財産上の損失のみがその対象となるのであり、精神的苦痛のような非経済的損失は含まれないと解している<sup>186</sup>。このため、経済的損失とは何なのか、それは非経済的損失とどのように異なるのかといった点についても考察する。

### 第2款 投資者の損害—法的アプローチ

#### 第1項 二つのアプローチ—定性的および定量的アプローチ

法的アプローチとは、投資者の損害について、法律（規則を含む）がどのように規定し、また、判例がどのように解釈しているのかという観点からのアプローチである。前述したように、証券法、取引所法や規則 10b-5 などは、投資者の損害の内容および方法について、直接的かつ具体的な定めは置いていない。このことはつまり、取引所法が、規則 10b-5 訴訟における損害の算定について、いかなる方法も禁止していないと解釈することができる<sup>187</sup>。ただし、取引所法は間接的に損害に関する規定を置くことにより、損害の性質および内容を実質的に定めているように思われる。そうだとすれば、投資者の損害に関する

---

<sup>186</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1097. ; *Herpich v. Wallace*, 430 F.2d 792, 810(5th Cir. 1970); *Abrahamson v. Fleschner*, 392 F. Supp. 740, 746(S.D.N.Y. 1975); *Weiss v. Hayden Stone, Inc.*, 340 F. Supp. 1074, 1075 (E.D.N.Y. 1972).

<sup>187</sup> Scudder, *supra* note 104, at 440.



間接的な規定の趣旨および内容を考察することで、投資者の損害とは何かについて解釈することができる。このため、損害の内容を性質的な観点から規定する、取引所法 28 条(a)項の定性的アプローチと、損害額を量的に規定する取引所法 21D 条(e)項の定量的なアプローチにより考察を加えることとしたい。

## 1. 定性的アプローチ

取引所法 28 条(a)項は、賠償を求めることができる損害は、「現実の損害を超えることはできない」と規定している。すなわち、投資者の損害について「現実」といういわば定性的な用語を用いることにより、その損害回復を「現実の損害」に制限している、と解される<sup>188</sup>。そして同項は、投資者の損害の要件・範囲などについて、解釈の指針を与えるとともに、その内容・性質を定性的に限定する機能を有しているといえる。ここで問題となるのは、この「現実の損害」とは何を指すのかということである。具体的には、規則 10b-5 に違反した行為（不実開示等）に伴い生じた株式価値（価格）の下落による投資者の損害が挙げられる<sup>189</sup>。すなわち、証券の市場価格の下落のように、それが証券取引所の公表相場など、客観的な指標にもとづいて具体的かつ一般にも明白に認識することができる実際上の損害ということがいえそうである。そうだとすれば、「現実の損害」とは、不実開示により投資者の投資結果に通常生じ得るような、当該不実開示と因果関係のある実際上の損害で、一般に客観的、具体的かつ明白に認識することができる損害と解することができるように思われる。また、通常発生すると認められる一般的な損害だけに止まらず、被告の不実開示により生じたと合理的に広く認められるような特別（ないしは結果的な）（special(or consequential) damages）損害も含まれ<sup>190</sup>、さらには、合理的な確実性があれば結果的な損害賠償が認められることもあるとされる<sup>191</sup>。判例にも、原告自身に直接、実際に発生した損失だけとは限らないとして、被告の利益が原告の損失を上回っていればその上回った部分の賠償を認めているものがある<sup>192</sup>。この判例は、詐欺により騙されて証券を売却した株主が原告のケースで、被告が得た利益相当分の損害賠償を原告に認めることは取引所法 28 条(a)に違反しないと判示している。その理由として、判決は、不実表示がなければ騙された原告（売主）は、証券を保有し続け、被告のように利益を得たであろうからとしている。このように、取引の経緯・状況からして、加害者の利益を被害者が得たであろうことに合理的な確実性が認められる場合には、加害者の利益も投資者の「現実の損害」になると考えられる。

<sup>188</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1096.

<sup>189</sup> Goldman, *supra* note 125, at 262.

<sup>190</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1144.

<sup>191</sup> Goldman, *supra* note 125, at 263. ただし、経済全体や産業全般、不実開示に無関係と認められる当該企業固有の情報は除かれる。

<sup>192</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972). ; Jacobs, *supra* note 107, at 1096.

一方、投資者の「現実の損害」とされないものには、不実開示と損害との間の因果関係が認められないものや、投資者に生じた精神的苦痛のような非経済的損失、主観的、抽象的で単なる推測に過ぎないような損害等が挙げられる。さらに、懲罰的損害賠償（punitive damages）が除外されることは明らかであるとされている<sup>193</sup>。

## 2. 定量的アプローチ

定量的アプローチとは、損害算定方法の枠組みを定めることにより、損害額を直接、定量的に制限しようとするものである。取引所法 21D 条(e)項は、損害額の上限として、証券の取得価格と処分（保有）価格の差額と定め、具体的には、訂正情報の開示前後 90 日間の平均価格を限度とした。これは、1995 年の私的証券訴訟改革法により新たに導入されたもので、訂正開示直後のクラッシュ理論という訂正情報に対する市場の過剰反応を排除し、「適正」な損害額の算定に寄与することを目的として制定されたものとされる<sup>194</sup>。

この規定によれば、損害額は証券の取得価格および処分（保有）価格をベースとして、取引に伴い投資者が保有する現状の価格（価値）を賠償額と考えていることがわかる。同時にこの規定は損害の算定方法についての実体法の趣旨をも示しているといえよう。

## 第 2 項 二つのアプローチの機能および問題点

以上のように、定性的および定量的アプローチに対しては、いくつかの機能および問題点が挙げられる。

### 1. 二つのアプローチの機能

#### (1) 定性的アプローチ

定性的アプローチには、二つの機能があると思われる。第一は、損害の算定方法の性質を間接的に制約することである。「現実の損害」という定性的かつ抽象的な用語、表現により、定量的アプローチの場合よりも、その制約効果はより大きいように思われる。具体的には、仮に投資「機会の喪失」を損害と捉えようとしても、それは「現実の損害」といえるのかといったような議論が提起され、投資者の損害として認められないという解釈がなされる可能性などが考えられる。従来から、連邦最高裁は、投資者の損害は取引所法 28 条 (a)における「現実の損害」を超えてはならないと判示してきた<sup>195</sup>。そもそも、黙示の訴権

---

<sup>193</sup> Loss, *supra* note 95, at 973. Jacobs, *supra* note 107, at 1148. Green v. Wolf Corp., 406 F. 2d 291, 302-03 (2d Cir.19689, *cert. denied*, 395 U.S. 977 ; Myzel v. Fields, 386 F. 2d 718, 748 (8th Cir.1967), *cert. denied*, 390 U.S.951 ; Richardson v. MacArthur,451 F.2d 35,43 (10th Cir.1977) ; Byrnes v. Faulkner,Dawkins & Sullivan, 550 F. 2d 1303, 1313 (2d Cir.1977).

<sup>194</sup> Scudder, *supra* note 104, at 436.

<sup>195</sup> Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 155(1972). Scudder, *supra* note 104, at 440.

である規則 10b-5 に取引所法の明文規定を適用することについては議論があるものの、連邦最高裁は、損害の算定は取引所法により定まるとしたのである<sup>196</sup>。このように、法律がいかなる損害の算定方法も禁じていないにもかかわらず、「現実の損害」という定性的な枠組みを設けることにより、たとえば、機会の喪失や利益対象型損害といった特別な損害に関する算定方法<sup>197</sup>を制約することになる効果は否定できないであろう。

第二は、懲罰的損害賠償が認められないとされていることである<sup>198</sup>。これについて、過去には証券取引に関する紛争の仲裁との関係で、「仲裁合意書」の内容からみて懲罰的損害賠償が認められるとした *Mastrobuono* 最高裁判決がある<sup>199</sup>。また、1970 年代には原告に生じた現実の損害を超過して、懲罰的損害賠償ないしは弁護士報酬を認めたものもあった<sup>200</sup>。しかしながら、*Ute* 判決以後、懲罰的損害賠償は認められないとされている<sup>201</sup>。その理由としては、取引所法 28 条(a)項が、損害について「現実の損害」と規定していることがやはり最大の根拠となっている。懲罰的損害賠償とは、懲罰的見地から「現実の損害」に付加するものだと一般に解釈できるであろうからである。このような状況は、極めて悪質な法違反のケース（たとえば、2001 年に不正会計が発覚したエンロン事件<sup>202</sup>）のように、投資者や証券市場に甚大な損害をもたらしたような場合でも、実際に生じた差額である現実の損害のみが賠償の対象となるのであれば、証券不実開示に対する民事責任における抑止効果は極めて限定的なものとならざるを得ないであろう。

## （２）定量的アプローチ

次に、定量的アプローチにも、二つの機能があると思われる。第一は、算定方法の制限である。このアプローチは、損害額を証券の取得価格と処分（保有）価格の差額を上限としていることから、より具体的かつ直接的な制限であるといえる。損害額の上限が証券の取得価格と処分（保有）価格により定められているのであれば、当然のことながら、損害額は、両者を基にして算定すると考えるのが自然だからである。第二は、損害賠償額の上限を設定するという手法を取っていることから、結果として損害賠償額を低く抑える効果があるということである。前述した私的証券訴訟改革法改正前の 196 件のクラス・アクション

---

<sup>196</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, at 155.

<sup>197</sup> *Jacobs*, *supra* note 107, at 1125.

<sup>198</sup> *Jacobs*, *supra* note 107, at 1147-1148.

<sup>199</sup> *Mastrobuono v. Shearson Lehman Hutton, Inc.*, 115 S. Ct. 1212 (1995). 金祥洙『証券仲裁』92-94 頁参照（信山社、1997）。なお、本件は、仲裁人が仲裁判断において懲罰的賠償を命じることができるかというものであり、一般的な事案ではないものと思われる。

<sup>200</sup> *Young v. Taylor*, 466 F. 2d 1329, 1337-38 (10th Cir. 1972) ; *Goodman v. Poland*, 395 F. Supp. 660, 686 (D. Md. 1975).

<sup>201</sup> *Jacobs*, *supra* note 107, at 1148.

<sup>202</sup> *Enron Corp. Secs v. Enron Corp.*, MDL 1446, Civil Action No. H-01-3624 and Consolidated Cases Civil Action No. H-04-4520 (Coordinated Case), United States District Court for The Southern District of Texas, Houston Division, 2013 U.S. Dist.

ョンの事例に改正法の損害賠償ルールを適用した研究によると、改正法のもとでは、40%の事件において損害賠償額が減少し、2.6%の事件では賠償額はゼロになるとされている<sup>203</sup>。

### (3) 二つのアプローチ

これら二つのアプローチには、共通する機能として、原告の不当な訴訟の提起を妨げる効果があるといえる。アメリカでは、前述のように専門的原告の存在や会社荒らし訴訟など、証券不実開示を奇禍として、発行会社およびその関係者などから、巨額の損害賠償を得ようとする、いわゆる濫訴の弊害が顕著とされる<sup>204</sup>。このため、立法で損害賠償額の算定方法の性質や具体的な額を制限することにより、懲罰的損害賠償は請求し得ないことになるほか、損害賠償額は証券の取得価格をベースとして算定されるため高額な賠償請求は行いにくくなるものと考えられる。

## 2. 問題点

以上の二つのアプローチには、主として定量的アプローチの問題と、双方のアプローチに共通する問題があると思われる。

### (1) 定量的アプローチの問題

まず、定量的アプローチには、三つの問題が考えられる。第一は、損害賠償の補填機能の減少である。法律により損害額の上限が定められていることから、仮に投資者が上限額以上の損害を被っていたとしても、それに対する賠償がなされないことになる。もっとも、損害額の上限を超える損害は一切請求できないのかという問題があるものの、法の規定の仕方が定量的である以上、原則として上限を超える損害は請求できないと解されることになるだろう。

第二は、第一の問題点と関係するが、理論的な欠陥の一つとして、市場が上昇傾向にあるときは、原告に利益が生じて、それは市場の傾向によるものであって、その利益は損害賠償額から減額されるべきではないのに、上限額があると、真の損害額がその上限を超えることを立証しても、損害賠償額を増額させることはできないことになる。このような、情報訂正後の価格変動リスクの分配の非対称性は、コモン・ローや証券諸法制下の判例にそぐわないものであり、一貫した理論的基礎を欠いているとの批判がある<sup>205</sup>。さらに、訂正情報に対する市場の過剰反応（クラッシュ理論）があるため、不実開示とは無関係の要

---

<sup>203</sup> Dickey J.C. and Mayer M.K., Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act ; A Forward-looking Assessment, 51 Bus. Law. 1203, at 1214-1216 (1996). 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』151頁（弘文堂、2006）。

<sup>204</sup> Scudder, *supra* note 104, at 435-436.

<sup>205</sup> Thompson R.B., “Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5, 51 Bus. Law. 1177 (1996), at 1177, 1199. 黒沼・前掲注（203）151頁。

素が市場価格に影響を与えて適正価値の低下をもたらす。このため、訂正開示後の市場価格は、証券の適正価値を反映していないとの批判もなされている<sup>206</sup>。

第三は、市場の効率性の観点からの問題である。すなわち、現実の市場はもっと効率的であって、訂正開示後 90 日間の市場価格の変動を考慮しようとするなどというのは非現実的であるというのである<sup>207</sup>。そこでは、定量的な制限のない従来 of 算定方法の方が実質的に多様な状況に対応できたのであり、議会は取引所法のもとで改革法により損害を制限することで問題を複雑（混乱）させてしまったと指摘されている。さらに、議会は損害を制限するために事後期間などを設けるよりも、単に取引所法 28 条(a)項の「現実の損害」を超えることはできないという制限規定を強化するとともに、現実損害賠償方式に対するクラスメンバー間の対立についての評価（調整）を裁判所に求めることができる規定を明確に付け加えるべきであったともされている。

## （2）二つのアプローチの問題

次に、二つのアプローチに共通する問題として、損害を定性的かつ定量的に制限することにより、加害者の責任が結果として軽くなり、証券不実開示という違法行為の制裁・抑止効果が小さくなるとみられることがある。加害者としてみれば、損害額を法律により制限してもらえるのであれば、それにこしたことはない。損害賠償を支払ってもそれ以上の利得が残ればもとは取れるのであって、違法行為をさせないようにする抑止効果は大きく減殺されることになるだろう。すなわち、証券不実開示という違法行為がビジネスとして成立するのであり、それを法律がいわば保証してくれるために、発行会社等に対する制裁を行い、不実開示を抑止する機能は大きく削がれることになる。このように、二つのアプローチは、損害賠償の制裁・抑止機能の減少に威力を発揮しているということがいえよう。

しかしながら、証券不実開示という行為は、投資者を騙す詐欺的な重大な犯罪行為であるとともに、投資者の投資決定を阻害し、資本市場の拠って立つ基盤と信頼性を大きく損なうものである。このように市場取引の公正性を阻害するような行為に対し、アメリカでは、たとえば反トラスト法<sup>208</sup>違反によって生ずる損害の賠償請求に関しては、クレイトン法 4 条に規定がおかれている。それによると、反トラスト法違反によって営業または財産に損害を受けた者は、その受けた損害の 3 倍額などの請求をすることができるとされているのである<sup>209</sup>。一方、証券不実開示により損害を被った投資者が、単に被った現実の損害のみしか請求することが出来ず、たとえ加害者が賠償額以上の利得を得ていたとしても、

<sup>206</sup> Scudder, *supra* note 104, at 445.

<sup>207</sup> Scudder, *supra* note 104, at 452-453.

<sup>208</sup> 反トラスト法は単一の法律ではなく、いくつかの法律の総称であるが、このうち、シャーマン（Sherman Act）、クレイトン法（Clayton Act）、および、連邦取引委員会法（Federal Trade Commission Act）が中核の法律である。

<sup>209</sup> 松下満雄＝渡邊泰秀『アメリカ独占禁止法〔第2版〕』453頁以下（東京大学出版会、2012）。

利得の吐出し損害賠償請求も懲罰的損害賠償もなし得ないとすれば、不実開示の抑止というものは損害賠償法には全く期待できないことになる。事実、アメリカでは、さまざまなエンフォースメントが制度的に存在するものの、証券不実開示の事例は減少する傾向が見られていない。

以上が投資者の損害についての法的アプローチであるが、次に、経済的アプローチについて考察することとしたい。

### 第3款 投資者の損害—経済的アプローチ

#### 第1項 投資者が被る二つの損害

投資者の損害と証券不実開示との間には、投資者が投資行為を為すにあたり、いかなるリスクを認識および許容していたのかという経済的な問題がある。これが経済的なアプローチが必要となる所以である。そもそも、証券不実開示は、投資者（原告）が認識かつ許容するリスクを冒すことを自発的に選択する過程において起こる。投資者の投資評価や価格に対する判断は、そのようなリスクに基づいてなされている。発行会社等（被告）は、自らの経営成績および財政状態等について虚偽の報告を行った場合、投資者の開示情報に基づく意思決定を歪めることになる。そこでの不実開示の経済的な問題とは、当該虚偽報告が投資時点において投資者が認識・許容していたリスクとどのような関係にあるのかということであり、顕在化し損害をもたらしたリスクの範囲ではない。それはある意味、原告が賭け事において本当のオッズを得ることができなかったことと同じであるともいえる<sup>210</sup>。このように、投資者の損害は、投資者が冒したリスクと不実開示によってもたらされた結果との関係という経済的に重要な問題を含んでいる。

そして、この証券不実開示により投資者が被る損害の種類には次の二つがある。一つは、見かけ上の株式価値を上げる不実開示に依存して、当該不実開示がなければ購入しないはずの株式を購入してしまったり、もしくは処分するはずの株式を保有し続けたりしてしまうことに伴う損失である。たとえば、本来の価値よりも高く購入してしまうことになったり、より高い価格で処分する機会を逸して保有し続けたりしてしまうケースが該当する。他の一つは見かけ上の株式価値を下げる不実開示に依存して、当該不実開示がなければ購入するはずかもしくは保有していた株式を処分するはずであったにもかかわらず、購入するのを控えたり、保有株を処分しないで持ち続けることに伴う損失である<sup>211</sup>。このような損害を経済的観点からも捉えた場合、「機会の喪失」と「マーケットロス（市場の損失）」<sup>212</sup>という二つの概念が考えられる。以下、順にみていくこととしたい。

---

<sup>210</sup> Fisch J.E., Cause for Concern : Causation and Federal Securities Fraud, Iowa L. Rev. 811 (2009), at 826.

<sup>211</sup> McCormick K., Untangling the Capricious Effects of Market Loss in Securities Fraud Sentencing, 82 Tul. L. Rev. 1145 (2007-2008), at 1145-1146.

<sup>212</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1147-1148.

## 1. 機会の喪失(Loss of Chance)

この機会の喪失(Loss of Chance)理論の起源は、初期のイギリス契約法にあるとされ、この理論が適用された最も古く知られた事例は、1911 年、イギリスの美人コンテスト事件である<sup>213</sup>。これは、美人コンテストに出場した原告が、被告（主催者側）の過失により面接を受けることができず結果的に入賞を逃したことによる損害の賠償を求めたものである。裁判所は、潜在的利益の喪失に対する賠償は支払えないという被告の抗弁に対し、原告の損失は賞そのものの喪失ではなく賞を獲得する機会の喪失であると判示し、被告の過失がなければ 50 分の 12 の確率で決勝戦に進めたはずであるとし、100 ポンドの賠償を認めた<sup>214</sup>。この判決の意義は、「機会（チャンス）」自体を独立した価値として認めたことにあるとされている<sup>215</sup>。

このような機会の喪失による損害は、「可能性に関する損害」、すなわち、エコノミストが「期待利益」と呼ぶところの損害と定義される<sup>216</sup>。そこでは投資者が得ようとした期待利益が加害者の不法行為によって得る機会を喪失したのであるから、その機会の喪失自体を投資者の損失として認識しようとする。この期待利益を保護するために裁判所が採ったアプローチが、機会の喪失論である<sup>217</sup>。しかし当初、裁判所は投資者の損害は、期待利益といういわば予想利益であるとして、当該損害を概念化することに難色を示してきた。ここで、不法行為法と契約法の決定的な違いとは、不法行為法が一般に期待利益を保護しないのに対し、契約法はそれを保護することにあるとされている。この期待利益か否かの区別は、経済的損失の理論によってなされる。それによれば、人身および物的被害を伴わない純粋経済損失が意図的でない不法行為による場合には、当該損失は回復されないことになる。そしてその後、裁判所は徐々に、医療過誤訴訟や不実表示（**fraudulent misrepresentation**）のような不法行為と契約法が重なり合う取引的不法行為のケースなど特定の場面において適切な枠組みを提供するために<sup>218</sup>、期待利益をしばしば認めるようになった。さらに、競争入札やビジネス機会の喪失といった場面においても、真の損害を回復するための有効な手段と考えられるようになり、とりわけ第 7 巡回控訴裁判所では、雇用差別により昇進機会が失われたとする事案や営業上の取引差別に関する事案において、機会の喪失論が採用されている<sup>219</sup>。そこでは、機会の喪失論は、原告が被告の不法行為により損害を受けたことを証明できない場合でも、それらの損害を減少ないしは避けられた

---

<sup>213</sup> *Chaplin v. Hicks*, [1911] 2 K.B. 786 (C.A.), at 787.

<sup>214</sup> 高波・前掲注（154）39 頁、40 頁。

<sup>215</sup> *Boggs B., Lost Chance of Survival Doctrine: Sould the courts ever tinker with chance?*, 16 *Southern Illinois University L. J.* 421 (1992), at 423. 高波・前掲注（154）40 頁。

<sup>216</sup> *Milam v. Dominick's Finer Foods, Inc.*, 588 F.3d 955, 958 (7th Cir. 2009).

<sup>217</sup> *Fisch*, *supra* note 210, at 856.

<sup>218</sup> *See e.g.*, *Frey v. AT&T Mobility, LLC*, 379 Fed. Appx. 727, 729 (10th Cir. 2010).

<sup>219</sup> *Alexander v. City of Milwaukee*, 474 F.3d 437, 449 (7th Cir. 2007); *Biondo v. City of Chicago*, 382 F.3d 680, 688 (7th Cir. 2004).

可能性を証明できれば、原告に損害賠償を認めるという考え方として表れている。なかでも、医療過誤の事例（原告は、適切な医療行為がなされれば生命が救われたことを証明できなくても、当該医療行為が生存の可能性が増したことを証明できるケース）で最も多く利用されてきたのである<sup>220</sup>。

他方、証券不実開示のケースでは、一般的に期待利益を認めることに消極的であり、とりわけ、投機的な経済利益に対して機会の喪失を認めることは、極めて制限されてきた<sup>221</sup>。ただし、その後極めてわずかではあるものの、機会の喪失を認める裁判例も現れており、今後、この機会の喪失論がいかなるケースで認められていくのか見極めていくいくことが必要であろう<sup>222</sup>。投資者の損害を機会の喪失の観点から再構築することは、結果的損害に関連したものだけを取りあげるといふ、これまでの不確実な分析を制限するというメリットがあり、証券市場の動きのように、結果として生ずる事象に伴う損害に対する被告の責任を制限しようとしている裁判所の取組みと一貫する面も有しているといえる<sup>223</sup>。

## 2. 市場の損失 (Market Loss)

第二は、「市場の損失 (Market Loss)」概念で、これはある特定の損害だけを投資者が被った損害とするのではなく、証券不実開示により市場全体の投資者に生じたすべての損失を投資者の損害とするものである<sup>224</sup>。この理論では、証券不実開示による損害は、捉えどころのないものであることの説明として、銀行強盗とのケースの違いをあげている。すなわち、銀行強盗では、強盗による銀行の損害額は、文字通り盗まれた現金等の金額とすることができ損害は明確である。一方、例えば不実開示による証券の市場価格の吊上げ額は、多数の投資者に対して生ずる潜在的な損失であって捉えどころがなく、銀行強盗のケースのように明確に損害を算定できないのではないかとしている。このように、市場の損失とは捉えどころのないものではあるものの、投資者の損害を、市場全体という新たな視点から捉えている点に意義がある。そこでは、不実開示と投資者の損害に関する因果関係を全体として一つのものとして考えることから、投資者ごとに因果関係を個別に判断しない。そこから、損害の算定方法は、単一かつ一貫した方法に収束されるべきであり、複数の算

---

<sup>220</sup> Hicks v. United States 368 F. 2d 626 (4th Cir. 1966) ; Schuler v. Berger , 275 F. Supp.120 (E. D. Pa. 1967).

<sup>221</sup> Fisch, *supra* note 210, at 854.

<sup>222</sup> Doll, 75 F. 3d at 1206-1207.

<sup>223</sup> Fisch, *supra* note 210, at 857.

<sup>224</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1147-1148. マーケットロス理論は、主に刑事裁判において被告人の量刑を判断する材料として考えられた理論とされる。その前提として、①被告人は不実表示により証券の市場価格を人為的に変えたこと、②投資者は、その人為的に変えられた市場価格で取引したこと、③不実表示が発覚し、それに伴って投資者に損失が発生したこと、の三つがある。ただし、裁判所の多くは、この理論は、完全・合理的なマーケットを想定しており、多様な関係者がそれぞれの役割で関与していることが多いマーケットの不合理性を見落としているとして否定的である。



定方法は、訴訟当事者はもとより、裁判所にも混乱をもたらすとするのである<sup>225</sup>。このような、損害が認められるのであれば、それを評価したうえで、加害者から賠償金として徴求し、投資者保護基金などへの充当、さらには、投資者への分配という考え方も出てくることになる。

以上のように、市場の損失の考え方は、一面、捉えどころのないというデメリットはあるものの、損害を市場全体として捉えるという新たな視点を提供するものといえる。このことは、損害をいわばマクロ経済的に捉えているということでもあり、個々の投資者の損害を個別に、いわばミクロ経済的に捉える考え方とともに、投資者の損害を複眼的に検討する手法として有用と思われる。そしてそこから、単一の損害算定方法といった新たな方法も生まれてくることになる。

#### 第4款 法的および経済的アプローチの意義

以上みてきた、法的アプローチと経済的アプローチという二つのアプローチからは、次のことがいえるように思われる。まず、法的アプローチでは、「現実の損害」という定性的な規定と「取得価格マイナス不実開示発覚後の90日間の平均価格との差額」を上限とするという定量的な規定により、損害の性質と損害賠償額が制限されていることをみてきた。しかしながら、投資とは、法律行為であると同時に、一定のリスクを認識・許容して行うという経済的な行為でもある。この経済的アプローチでは、機会の喪失という投資者の損害が指摘された。このように、法的アプローチだけでは、制限されていた投資者の損害が、経済的アプローチも行うことにより、投資という経済的行為に内在する新たな損害を作り出すことにつながったということがいえるように思われる。

投資行為の本質は、法の定める「完全な開示の原則」によって、自己責任で投資意思を決定し、その結果については、利益が出たときのみならず、損失が出たときにもそれを受け入れなければならないということである。すなわち、自己の目論見がはずれば損失を負わなければならない。以上のように、単に法的アプローチによる解釈だけではなく、経済的アプローチによる解釈も採り入れて投資者の損害を考える必要がある。すなわち、投資者の損害は、単に価格が下落した等の問題だけではなく、投資意思決定が不実開示によって損なわれたという「機会の喪失」をも問題とすべきであると考ええる。そこに経済的アプローチを行う意義があるのであり、法律行為と経済行為という二つの側面を有する投資行為をトータルで正しく捉え直すことができるように思われる。

---

<sup>225</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1159.

## 第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面

### 第1款 概観

証券不実開示訴訟において、損害の立証と損害賠償額の算定は、たとえそれが市場で取引されている証券であった場合でも困難な問題である。それは、市場における取引価格が様々な要因によって決まるとされていることから、原告は不実開示と自らの損害の間の因果関係を立証しなければならないからである<sup>226</sup>。ここに損害因果関係の立証という訴訟法的側面が現れる。またアメリカでは、損害賠償額の算定は、正式事実審理（trial）において陪審（jury）によって行われる。このため、陪審が賠償負担力のある企業や監査人などに対し不当に厳しい評決を下しているのではないかという、いわゆる **deep pocket** 仮説の問題がある<sup>227</sup>。さらに、これまでみてきたように、証券不実開示訴訟のほとんどがクラス・アクション<sup>228</sup>により提起されており、代表する構成員の請求または防御がクラス全体の中で典型的であり<sup>229</sup>、クラスの利益を公正かつ適切に保護するものでなければならない<sup>230</sup>とされている<sup>231</sup>。クラス・アクションにおける損害賠償請求においては、個々の構成員の請求額を合算するのではなく、不実開示期間全体に亘って推定される損害額とこれも計算により推定される提訴可能な証券所持者数を導き出し、代表者（実際に訴訟を行うのは訴訟代理人である弁護士）が、クラス全体としての損害額総額を請求することになる<sup>232</sup>。したがって、クラス・アクションにより、損害の算定方法が投資者ごとの個別算定方法から、クラス全体を対象とする総額算定方法に変容しており、ファイナンス理論の活用が必須となっているのである。

以上の点を踏まえ、本節においては、損害の因果関係についての立証およびその緩和の理論、クラス・アクションにおける損害算定の特徴について、ファイナンス理論にも触れながら考察することとしたい。

---

<sup>226</sup> Basic, Inc. v. Levinson 485 U.S. 224 (1988). Cornell B. and Morgan R.G., Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 UCLA L. Rev. 883 (1990), at 883-884.

<sup>227</sup> Gilbertson D.L. and Avila S.D., The Plaintiffs' Decision to Sue Auditors in Securities Litigation : Private Enforcement or Opportunism ?, 24 Iowa J. Corp. L. 681 (1999), at 689. 浅香・前掲注(120) 107 頁参照。

<sup>228</sup> 特定の原告がクラスを組成して共通の問題を有する他の構成員（クラスメンバー）を代表して訴訟をするというのがクラスアクションのメカニズムである。

Scudder, *supra* note 104, at 438. 黒沼・前掲注(203) 194 頁、195 頁。

<sup>229</sup> 連邦民事訴訟規則 23 条 (a) 項 (3) 号。

<sup>230</sup> 連邦民事訴訟規則 23 条 (a) 項 (4) 号。

<sup>231</sup> 浅香・前掲注(120) 38 頁参照。

<sup>232</sup> Coffee and Seligman, Securities Regulation Cases and Materials, 9th ed (Foundation Press 1998), at 1382-1391. 前越・前掲注(77) 375 頁参照。

## 第2款 因果関係の要素と立証

### 第1項 取引因果関係(transaction causation)と損害因果関係(loss causation)

損害賠償額の算定に不可欠となる因果関係を考察する場合、まず、因果関係の構成要素を分析することが有益である。その構成要素を分析することにより、それぞれの構成要素ごとの観点からの議論を行うことができ、立証すべき問題点が明らかになってくる。そこで、因果関係の構成要素をみると、そこには二つの要素があるといわれている<sup>233</sup>。それが取引因果関係(transaction causation)と損害因果関係(loss causation)で、この用語を初めて用いたのは、1974年の第二巡回区裁判所における判決<sup>234</sup>とされる<sup>235</sup>。しかし当初は損害因果関係が、「経済的有害」を引き起こした関係とされるなど、その範囲があいまいななどと批判され、定着をみなかった<sup>236</sup>。ただその後は、判例・学説の蓄積により、以下の内容で判例<sup>237</sup>として確立した。

#### (1) 取引因果関係

まず、取引因果関係とは、その理念型として、不実開示がなければそもそも取引を結ばなかったであろうとするもので、当該不実開示が結果的に原告との取引をもたらしたと認められる場合である。理論的には、「あれなければこれなし (but for test)」という事実的因果関係という形をとる。具体的には、「規則 10b-5 違反行為（たとえば、粉飾決算の発表）がなければ、当該有価証券の売買を行わなかった」という因果関係であるとされる<sup>238</sup>。この取引因果関係は、資本市場における取引慣行や社会通念などにより、主として個々の事案ごとの事実関係の問題として判断されることになる。

#### (2) 損害因果関係

次に損害因果関係は、被害者が受けた損害が、加害者の行為（不作為も含む）によって生じたと認められるかどうかという関係である。すなわち、不実開示によって投資者の損害が生じたと認められるかどうかということになる。言い換えると、被告は原告に生じた損失のすべてについて責任を負うのではなく、被告に責任があると法律的に解釈できる損失についてのみ責任を負う。その背景にあるのは、投資者を騙した者は悪く彼らは罰せられるべきであるが、規則 10b-5 は投資者が被った経済的災難までも保証しているわけではない<sup>239</sup>という考え方である。したがって、適正な損害因果関係の観点から、被告はみずか

---

<sup>233</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1429-1430.

<sup>234</sup> Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp. 507 F. 2d 374 (2d Cir. 1974).

<sup>235</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1430.

<sup>236</sup> *Id.*, at 1429.

<sup>237</sup> Suez Equity Investor, L. P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F. 3d 87, 95 (West 2005) (2d Cir. 2001).

<sup>238</sup> Hazen, *supra* note 164, §12.11 [2].

<sup>239</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1432.

らの違法行為に基づく損失を負担すべきであり、原告の損害は当該違法行為によって生じた現実の損害に限定されることになる。すなわち、投資者の損害とは、当該投資者に結果的に生じたすべての損害を指すわけではなく、不実開示と損害因果関係のある原告の損害がその上限となる。具体的には、たとえば、不実開示が企業の将来キャッシュフローを変化させて株価を吊上げ、その後の当該不実開示発覚後の将来キャッシュフローの変化に伴う株価の下落した分<sup>240</sup>が挙げられる。

この損害因果関係について、判例は当初、制限的な解釈をするものとそうでない解釈をするものとで判断にバラつきがみられていた<sup>241</sup>。より積極的に損害因果関係を認めていた第2巡回区裁判所は、被告の不実表示が取引時における価格と投資価値との相違をもたらした、としてワールドコム事件のケースを挙げ、規則 10b-5 訴訟における因果関係の要素は明確である。と判示した<sup>242</sup>。すなわち、ワールドコム事件<sup>243</sup>では、投資銀行は手数料をもらいワールドコム社の詐欺（fraud）のスキームに協力した。不実表示の発覚によりワールドコム社の株価だけではなく同社の経済的状況にも影響を与えることは十分に予測できた、と判示したのである<sup>244</sup>。そこでは、損失の予見可能性理論、開示されないリスクの重要性理論や何らかの原因結果の関連（some causal nexus）理論により、それらの裁判所において原告は、被告の詐欺と投資価値の減少の間の直接的な関係を求められてはこなかった。そのために、訴訟の濫用ともいえるような弊害もみられていたとされる<sup>245</sup>。

そのような議論の状況をみると、ワールドコム事件のような事実関係が明らかで、発行会社側の悪質性が比較的明瞭なケースでは、因果関係の要素は明確であるということもできる。しかしながら、市場はさまざまな要因によって変動するとされていることから、必ずしも因果関係の要素がすべて明確であるとはいえない状況が多い。むしろ、いくつかの複合的な事実が相互に関係しているような場合が多く、どこまで因果関係を認めるのかという認定が困難な場合も生ずる。これが、いわゆる複合的な因果関係（multiple causation）の問題である。さらに、生じた結果からさらに損失が生じることもある。これが二次的損失の問題である<sup>246</sup>。このような場合、続いて起こった結果が、火事における火災と酸素の関係のように、二次的損失の原因なのか条件なのか判然としないこともある。<sup>247</sup>。このように、証券不実開示が実際に投資者の損失を引き起こしたと認められるのかどうかという

---

<sup>240</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1446.

<sup>241</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 338. 損害因果関係をより積極的に認めていたのは、第2、7、8、9巡回区裁判所であった。

<sup>242</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1441-1442.

<sup>243</sup> WorldCom, Inc., Securities Litigation, 294 F. Supp. 2d 392 (S.D.N.Y. 2003).

<sup>244</sup> *Id.*

<sup>245</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 337-338.

<sup>246</sup> 不実開示の公表により企業の信用に対する不確実性が生じ、株価の更なる下落に影響を及ぼすことなどが挙げられる。

<sup>247</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 216-217.

ことが争点の一つとなっている<sup>248</sup>。

## 第2項 因果関係の立証方法

そもそも投資者の損害とは、発行会社の不実開示と投資者の被った損害との因果関係を立証することが困難な損害である。資本市場における市場価格は一般にさまざまな要因によって変動するとされている。このため、市場価格の変動のうち、どの部分が不実開示によるもので、どの部分がそうでないかを特定することは困難な作業を伴うといわれている。このような因果関係の立証の困難性を克服するものとしては、次の二つの理論が考えられる。第一は、「市場に対する詐欺理論」およびその修正理論である。「市場に対する詐欺理論」は、訴訟提起の濫用を招くなどの問題があるとして批判が高まり、後述する *Dura* 最高裁判決で述べるように修正がなされたことから、その修正理論も併せて考察する。この修正理論は、具体的には、損害因果関係テストや不実表示の公表の意義の明確化などの損害因果関係の要件の厳格化である。これも主に損害因果関係の範囲を決定するのに有用なものである。

第二は、「機会の喪失論」<sup>249</sup>である、この理論は、第3章でみたように、損害の因果関係の立証が困難な場合に、それを克服するための方策として、主に医療過誤訴訟において考え出された理論である。ただし、証券不実開示訴訟において、投資者の損害は「現実の損害」に限られるという法律の規定があることから、医療過誤訴訟のようにその有用性はこれまで認められてこなかったといえる。しかしながら、合併など企業結合の特別な場面においては、「機会の喪失論」が判例・学説においてわずかではあるが認められている。このため、一般的な場面においても、この理論が因果関係の立証緩和に有効か否か検討を試みることにしたい。

## 第3項 因果関係立証の緩和

### 1. 市場に対する詐欺理論—Basic 判決

市場に対する詐欺理論が主張されるようになった背景として、公開市場においても証券不実開示が多く発生するようになったことから、相対取引における信頼の要件を緩和して規則 10b-5 を適用する必要性が生じてきたことが挙げられる。すなわち、規則 10b-5 が、相対取引における不実開示に適用されている限りでは、不実開示を主観的に信頼したという要件を課すことは原告にとって特別の負担とはならなかった。しかしながら、公開市場では原告が投資判断にあたって不実開示を重要な要因と考えたことを立証することは困難であることが自覚され出したのである<sup>250</sup>。このため、この理論は、被告は資本市場と

---

<sup>248</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 214.

<sup>249</sup> この理論は、第4節 損害賠償額算定の実体法的側面の投資者の損害の箇所でも、その考え方については既に触れた。

<sup>250</sup> Black B., *Fraud on the market : A criticism of dispensing with reliance requirements*

いう不特定多数の投資者を相手に詐欺を行ったのであるから、個々の投資者を相手にしたときと比べて異なる因果関係論を採用しようとする動きにつながった。これは不実開示が証券価格を高く吊り上げたという要件を満たせば、当該不実開示によって投資者の損害が生じたと考えて、市場に対する詐欺理論を示すだけで損害因果関係を認める考え方である。

このようななかで、最高裁として初めて「市場に対する詐欺理論」を認めたとされるのが、1988 年の Basic 判決<sup>251</sup>である。そこでは、「投資者は市場価格を信頼して取引を行ったが、実際には重要な不実記載があったことから、株価が下落し投資者が損害を受けた」として、原告の信頼の要件を緩和して次のように判示する。すなわち、「信頼の要件は被告の不実表示と原告の損害との因果関係の構成要素である。しかし、開示されなかった事実が開示されていたら、あるいは、不実表示がなかったとしたら、どのように行動していたかを原告に立証させることは、公開市場で取引した原告に、不必要かつ非現実的な立証責任を課すこととなる。公正、公序、蓋然性、訴訟経済の観点からみても、信頼を推定することは適切である。」としたのである。

この Basic 判決がもたらした最大の効果は、不実開示に関する公開会社およびその関係者の民事責任をクラス・アクションを用いて追及しやすくした点にあり、そのことが証券民事訴訟の濫用を招き、これに対処するための近年の民事訴訟制度改革を招いたともいわれている<sup>252</sup>。原告は、証券価格が吊り上げられていたことだけを立証すればよいのであり、事実、Basic 判決以降、証券クラス・アクションが増加することになった。このように、市場に対する詐欺理論の採用により、訴訟の提起が増加、訴訟の濫用の弊害がみられるようになってきたことから、市場に対する詐欺理論修正の必要性が議論されるようになってきたのである<sup>253</sup>。

## 2. 市場に対する詐欺理論の修正の動き

証券クラス・アクションが増加するなかで、被告はたとえば、「原告の主張である不実開示公表（発覚）前の株価の下落は、損害因果関係の立証としては不十分である」などとして、原告の損害因果関係の欠如を抗弁として主張することとなる。それは、損害因果関係がないと判断されれば、被告はすべての責任を負わないことにつながるからである<sup>254</sup>。こ

---

in certain open market transactions, 62 N.C.L. Rev. 435 (1984), at 439.

黒沼・前掲注（135）110 頁、111 頁参照。

<sup>251</sup> Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

<sup>252</sup> Scudder, *supra* note 104, at 435-436.

<sup>253</sup> 規則 10b-5 訴訟の焦点が、個人原告を主体とした考え方から集団訴訟の理論にシフトしている（このことは、後に述べるフランス法でも同様である）。しかしながら、そのシフトがクラス・アクションのメカニズムから原告間の不毛な競争を招いてはならない。ウォーカー判事の述べるように、FRCP23 条の要件を満たすために裁判所は市場に対する詐欺理論について慎重に検討しなければならない。Scudder, *supra* note 104, at 443-444.

<sup>254</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1429.

のような主張に対し、判例の見解は次のように二つに分かれた。すなわち、①従来どおり不実開示公表後の実際の株価の下落を示す必要はない。なぜなら、損害は取引の時点で既に発生しているからである、とするものや、価格が吊上げられていること、その原因が十分に特定できることを要件とすれば良いとする見解も引き続きなされていた<sup>255</sup>。他方、②不実開示公表後の株価の下落は不可欠の条件で、株価の下落がなければ損害因果関係は認められない。とするものや、吊上げられた価格で取得させられたというだけでは不十分、と判示するものなどがあった<sup>256</sup>。その後徐々に、証券価格が詐欺により高く吊り上げられていたことを立証するだけでは不十分であり、それに加えて、その価格の吊上げにより原告が具体的に損失を受けたことを示す必要があるという考え方に修正されるようになってきた。このように判例における結論が異なるなか、学説は、不実開示の公表の定義や損害因果関係テストという考え方を示し、従来の単に証券価格が吊り上げられていたことを立証すれば良いとの考え方から、より直接的な損害との因果関係が必要とする考え方に移っていったのである<sup>257</sup>。このような動きの背景には、前述の、騙した者は悪く彼らは罰せられるべきだが、規則 10b-5 は投資者が被った経済的災難までも保証しているわけではないという考え方<sup>258</sup>があるように思われる。さらに、必ずしも十分に因果関係が認められないような訴訟の提起が多くなり、濫訴の弊害が顕著となるにつれ、市場における価格の吊上げだけでは損害因果関係として不十分であり、他に不実開示により投資者に損害が生じることが合理的に予測できたとする予測可能性が必要とされるようになったのである<sup>259</sup>。

このように、損害因果関係は、不実開示が投資価値の減少に関係があるときのみに認められるべきであり、その適用は厳格になされることが求められるようになった。すなわち、市場に対する詐欺理論により損害因果関係を認める従来の考え方は、修正を迫られることとなり、証券の価格に対する正確な投資者の信頼の程度（範囲）や誤った情報が証券の価格に影響を与える正確な損害程度を知ることなく、不実開示が引き起こした損害額を正しく把握するのは困難であるとして、市場に対する詐欺理論に疑問が提起されるようになったのである。そこでは、単なる株価の吊上げといういわば未実現利益が存在したという事実だけでは不十分であり、投資者が保有している証券の市場価格が実際に下落したという実現損失が求められることとなった。さらに、その後、マーケットモデルにより、一定の期間における証券のリターン、リスク構造を決定することが可能であるとして、市場に対する詐欺理論に対する問題解決方法が示されるようになってきた<sup>260</sup>。

---

<sup>255</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1431-1432.

<sup>256</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1432, 1434.

<sup>257</sup> Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), *aff'd in part and rev'd in part*, 459 U.S. 375 (1983). Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1431.

<sup>258</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1432.

<sup>259</sup> WorldCom, Inc. Securities Litigation, 294 F. Supp. 2d 392 (S.D.N.Y. 2003).

Eisenhofer, *supra* note 124, at 1441-1442.

<sup>260</sup> Adams E. S. and Runkle D.E., Solving a Profound Flaw in Fraud-On-The-Market

このようななかで、損害因果関係の問題に大きくスポットライトを当てた<sup>261</sup>Dura 連邦最高裁判決<sup>262</sup>が下されたのである。この Dura 連邦最高裁判決により、市場に対する詐欺理論の修正が決定的となったといえる。こうした動きと並行して、ファイナンス理論を用いて、損害との因果関係や投資者の損害額を可能な限り合理的に判断しようとする試みが始まることになった。そこで新たに必要となってきたのが、訂正ディスクロージャーの要件および効果という問題である。これは、いつ、どのような訂正ディスクロージャー（不実開示の発覚等）がなされたのかを判断し、それを基準として損害因果関係の有無の判断や価格の下落額を算出しようとするものである。

### 3. 訂正ディスクロージャーの要件および効果

#### (1) 要件

訂正ディスクロージャーの要件を考えるにあたっては、次の二つの考え方が参考になるとされている<sup>263</sup>。第一は、マーケット・フォーシズ・オペレーティング理論（**market forces operating on the fraud theory**）である。この理論は、訂正ディスクロージャーの要件としては、詐欺の発覚（公表）など何らかの事実の変化を要するものではないと考える。たとえば、詐欺によって吊り上げられていた価格が、詐欺以外の要因により下落した価格で売却したような場合、投資者は損害を受けているとする。なぜならば、投資者は吊り上げられた価格で証券を取得し、その後の売却で当該吊り上げ部分を回収できずに売却すれば損害を受けている、と考えるのである。ただし、この理論には次のような批判がなされている<sup>264</sup>。まず、①**market forces operating** 理論は、不実開示が発覚したことが必要であることを無視している。この理論では、たとえマーケットが不実開示の事実を知らない場合でも規則 10b-5 違反の責任が生じてしまうことになる。次に、②この理論は、原告が詐欺発覚前に売却した場合において因果関係がないとした考え方を著しく制限してしまう。これでは原告の取得と売却の間に時の経過があれば、損害が発生していることになってしまう。さらに、③このようなアプローチだと、マーケットや業種全般の市場価格下落は賠償すべき損害とはならないということは無視している。この理論では、マーケットや業界の変化があれば、不実開示に関する訂正ディスクロージャーがないとしても、容易に賠償すべき損害が生じてしまうおそれがある、という。

第二の考え方は、訂正ディスクロージャーの要件として、不実開示の発覚（公表）など何らかの事実の変化が必要とするものである。ここでいう不実開示の発覚等では、単に株

---

Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev. 1097 (1997), at 1097.

<sup>261</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 222.

<sup>262</sup> Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 342 (2005).

<sup>263</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 168-174.

<sup>264</sup> Dura 判決との関係における market forces operating 理論との問題点。



価の吊り上げだけでなく株価にインパクトを与える事実が必要とされている。たとえば、公表の場合で考えると、公表される内容も、単に詐欺があったという事実だけではなく、株価を下げるような内容を含む公表が必要であるとされる<sup>265</sup>。不実開示発覚日の定義としては、一般に、不実の報告が明らかになった日とされている。すなわち、マーケットが最初に詐欺を知って大きく株価が下落した日とされる。ただし、このように、訂正ディスクロージャー後の株価の変動により判断した場合、当該訂正ディスクロージャー後に下落し、その後回復した場合にどのように考えるかという問題は残されている<sup>266</sup>。また、第一のプレスリリースが不十分で、第二のリリースでそれを補充するときなども問題となる。すなわち、第一と第二のいずれを不実開示の発覚等として捉えるのかということになる。さらに、事業の成否が不透明で、成否の可能性が 50%程度とみられる場合、発行会社はいかなるディスクロージャーをすれば良いのか、という問題もある。リスクが複雑であるとき、それらが開示されるのは 1 日だけとは限らないときもあるからである。

このように、不実開示の発覚等が必要とされるその根拠としては、マーケット・フォーシズ・オペレーティング理論に対する批判で示された次のような考え方が挙げられている。まず、①マーケットが不実開示の事実を知らない場合でも規則 10b-5 違反が生じるのはおかしい。したがって、マーケットが不実開示の事実を知ることとなる当該事実の発覚などが必要である。②原告である投資者が、不実開示発覚前に証券を売却した場合には損害因果関係がないという考え方との整合性からも、不実開示の発覚など何らかの事実の変化が必要である。③マーケットや業種全体の市場価格の下落は、加害者が賠償すべき損害とはならないと考えるべきである。

## (2) 効果

訂正ディスクロージャーには、その効果として、投資者の損害が顕在化するというもののほかに、二次的損害という問題が生ずる。そこでは、次のような 2 種類の二次的な損失が発生することになる。まず、①企業経営の質に対する再評価、である。一般に投資者は、不実開示を行っている若しくは行わざるを得ない企業に対し、投資をしようとは思わないであろう。そこでは企業経営の質に問題があると認められるからである。このため、たとえ投資者が訂正ディスクロージャーを重要な事項と評価していない場合でも、市場価格は下落することもあるであろう。そして、不実開示に関与した役職員の退職などや企業価値の毀損を招くことになる。次に、②訴訟の提起による企業経営に対する困難性がある。損害を被ったとする多くの投資者から訴訟を提起され、それに伴う膨大な訴訟事務が発生するとともに、損害賠償金や和解金等の支払いによる財務状況の悪化が生じ、企業経営が困難となる。ただし、実際の問題としては、この二次的損失を不実開示の発覚等に直接的に

<sup>265</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1446.

<sup>266</sup> このことは、わが国の西武鉄道事件などでも問題となり、株価が回復した場合には、損害はないと判示されている（第 3 章 日本法 第 2 節 判例・学説による検討）参照。

関係しているとみるか、間接的なもので他の要因も関係しているとみるべきかということがある。すなわち、不実開示が投資者の損害の原因なのか条件なのかという問題であり、これについては、具体的な状況に即して個別に判断していくしかないように思われる。

### 3. 機会の喪失論による立証緩和

損害算定の実体法的側面のところでみてきた「機会の喪失」論は、原告の因果関係立証の困難性を克服する方策として用いられてきたことからわかるように、立証責任の緩和という訴訟法的な側面を有する。

#### (1) 因果関係の立証緩和—医療過誤の事例

専門的な分野においては、ある結果が特定の事実を原因として発生したかどうかという因果関係の立証は、困難な場合が少なくない。たとえば、手術において医療過誤があり患者が死亡したような場合、医師の行為が患者の死をもたらしたかどうかは判然としないことが多いであろうことは容易に推測できる。このような場合、医師の行為と患者の死に関する因果関係の立証が困難であることから、その困難性を克服する方策として利用されてきたのが、「機会の喪失 (Loss of Chance)」理論である。その考え方は、従来の因果関係理論の延長線上にあるものではない。それはいわば発想を転換し、被告の行為と原告の最終的結果との因果関係を問うのではなく、被告の行為が原告患者の生存または回復の実質的な機会を奪ったかどうかを問題にすることになる<sup>267</sup>。通常、ある原因が絶対的で確実にある最終的結果を引き起こしたかを立証することは難しいと考えられる。一方、その最終的結果に至る途中において、機会ないしは可能性を失ったか否かを判断することは、比較的容易であることが多いであろう。すなわち、結果という仮定の事実よりも、機会ないし可能性という仮定の状況を立証するほうがより容易であるといえる。また、最終的結果に至る途中であれば、当初の事実からも因果関係の距離感が近くなり、立証しやすいということもあろう。このように、医療過誤といった専門的な分野において、機会の喪失は、因果関係の立証の困難さを緩和するという機能を果たしてきたといえる。

#### (2) 不実開示事例への適用

一方、この機会の喪失論は不実開示の事例でも、わずかながら採用されてきた。それが、前述の企業の合併において株主が一方の企業を適正に評価する機会を喪失したことを損害とした事例である。そこでは、医療過誤事例のように、因果関係の立証緩和のためというよりも、むしろ、企業評価の「機会」を逃したという機会の喪失論の本質を利用したものとなっているものと考えられる。そこでは不実開示発覚後の株価の下落という最終的な結果に焦点を当てているのではなく、投資において最も重要である、投資者が適正な情報に

---

<sup>267</sup> 高波・前掲注(154) 61頁。

基づき自由な意思決定を行うことが妨げられたこと自体を損害と捉えているのである。このように、証券不実開示の事例においては、因果関係の立証緩和という訴訟法的側面よりも、機会の喪失そのものの特質を利用するという、いわば実体法的側面として現われているように思われる。

### 第3款 損害因果関係の訴答基準

#### 第1項 1995年私的証券訴訟改革法（PSLRA）

1995年私的証券訴訟改革法は、規則 10b-5 に関するクラス・アクションにおいて、原告に損害因果関係の立証責任があることを明文化した<sup>268</sup>。これは、これまで述べてきたように、損害因果関係が曖昧なまま訴訟を提起するという濫訴の弊害が顕著となってきたことに主として対応するものである。しかし、そこでは、具体的に何を立証すれば訴答として十分なのかということが明らかにされなかった。このため、原告である投資者は、どのような損害因果関係の要件を訴訟において立証すれば訴答として十分なのかということが問題となった。

#### 第2項 訴答基準

損害因果関係の訴答の基準は、連邦巡回区裁判所によって異なり、次のように、厳しく判断する「多数派ルール」と、緩く判断する「少数派ルール」に分かれていた<sup>269</sup>。すなわち、「多数派ルール」は、規則 10b-5 違反者の行為が、申立てられている損失をいかに引き起こしたのかを具体的に明らかにすることを求めるものである。これに対して、「少数派ルール」は、申立てられている損失と規則 10b-5 違反行為との間の一般的な関連を立証することだけで、損害因果関係の要件充足を認めるというものである。このような見解の対立が続くなかで、最高裁判所は、第 9 巡回区控訴裁判所の判決を裁量上訴で取り上げ、損害因果関係の訴答基準に関し、一つの判断を下したのが、次に述べる *Dura* 最高裁判決である。

#### 第3項 *Dura* 最高裁判決<sup>270</sup>

##### 1. *Dura Pharmaceuticals, Inc* 事件

この事件は、製薬会社 *Dura Pharmaceuticals, Inc* が、新薬の認可を食品医薬局（FDA）から間もなく得られるなどとの虚偽の発表を行ったとして、証券市場で同社の株式を購入

<sup>268</sup> 取引所法に、21D 条を追加した。

21D 条 証券民事訴訟 (b)項 (4)号

「本法に基づき提起される私的訴訟において、原告は、本法に違反すると主張される被告の行為または不開示が原告の求める損害賠償に関する損失 (loss) をもたらしたことを証明する責任を有する。」

<sup>269</sup> 前越・前掲注 (77) 342 頁。

<sup>270</sup> *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

した個人が、同社およびその経営者に対して提起したクラス・アクションである。第 9 巡回区控訴裁判所は、不実開示により株価が吊りあげられていれば損害は発生したと判示したのに対し、最高裁はそれを破棄した。すなわち、詐欺により株価が吊上げられていたことを証明するだけでは不十分で、その価格の吊上げにより原告が具体的に損失を受けたことを示す必要がある。つまり詐欺と訂正ディスクロージャーとの間の損害因果関係の存在が求められるとしたのである。この見解によれば、被告の不実開示により原告の損失が発生したといえるのかどうかということがポイントとなる。そして、判決では、①重要な不実表示（欠落）、②故意、③重要な不実表示に基づく取引、④信頼もしくは取引因果関係、⑤経済的損失、⑥損害因果関係の 6 項目が明らかにされた。

## 2. 意義

この *Dura* 判決には二つの意義があるとされている。第一は、損害因果関係の立証が重要であることを示し、その要件の立証を厳格にした点である<sup>271</sup>。ただし、同判決は損害の認定についての判断はしておらず、いかなる損害賠償額の算定方法を採用すべきかについては何も触れていない、と限定的に解釈するべきであるともされている<sup>272</sup>。この判決の核心は、損害は証券取得の日に確定したとする第 9 巡回区控訴裁判所の結論に反対し、価格の吊上げを立証すれば足りるとしていたこれまでの判断を変更したことにある<sup>273</sup>。その理由として、取得者は不実開示公表前に株式を売却するかもしれないために、不実開示は必然的に損失につながる訳ではなく、その後の損失の可能性を示唆しているに過ぎない、としている。すなわち、少なくとも理論的にいえることは、吊り上げられた取得価格が、将来の損失をもたらすことがあるということだけである。この結果、原告は被告の詐欺が損失を発生させたことを証明しなければならない。つまり単に価格の吊上げを立証しただけでは足りないということになる。このように、最高裁は、市場における損害に対し、広い保証を与えることになるのは許されないと判断したのである<sup>274</sup>。

第二の意義は、損害因果関係の分析手法も併せて示唆した点である<sup>275</sup>。すなわち、損害因果関係の立証とは、科学的な証明を行うことではなく、反事実的条件分析 (counterfactual analysis) でもあることを示した。反事実的条件分析とは、事実と異なることを条件として、それがあたかも事実であるかのように扱うもので、クラス・アクションにおける損害算定に有益であるとされる<sup>276</sup>。この反事実的条件は、通常、①仮定的条件法と、②暗示的直説法の二つに区分できる<sup>277</sup>。すなわち、①仮定的条件法は、もし賢明な投資者が、エンロン

---

<sup>271</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 163-165.

<sup>272</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 337-338.

<sup>273</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 346.

<sup>274</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 347.

<sup>275</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 199-203.

<sup>276</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 200.

<sup>277</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 202.

社の粉飾決算を知っていたならば、彼らがエンロン株を取得したとき、同社の財務状況が悪いことを理解したはずである、と考えるものである。そして、②暗示的直接法は、もし、賢明な投資家が、エンロン社の粉飾決算を知ったら、彼らがエンロン株を取得したとき、同社の財務状況が悪いことを理解した、と考えるものである<sup>278</sup>。このように、従来、科学的な損害因果関係をベースとして考えられていたことについて、自然科学の適用は法律には適していないと結論づけ、反事実的条件分析という考え方を採り入れたことは、法律の領域で因果関係を見る場合に有益な示唆を与えることとなった<sup>279</sup>。そして、この **Dura** 最高裁判決以後、次のように、訴答基準の厳格化やファイナンス理論の採用がより一層進んでいくことになる。

### 3. **Dura** 最高裁判決以後の状況

#### (1) 訴答基準の厳格化

**Dura** 最高裁判決以後は、次のような、二つの損害因果関係の要素が求められるようになった<sup>280</sup>。第一は、被告の不実開示が直接に原告の損害に関係していること（損害因果関係）、第二は、不実開示がなければ投資者はその株式を購入しなかったであろうことである（取引因果関係）。すなわち、これまでの判例のように、原告が証券を本来の価格よりも高値で取得し、安値で売却したというだけでは損害因果関係を認めるのに不十分であるとされるようになった。こうして、原告は損害賠償請求にあたり、取引因果関係と損害因果関係の二つの要素が求められるようになり、訴訟の濫用に一定の効果をもたらしたといえる。最高裁によって判示されたこのより厳しい基準による損害因果関係は、クラス・アクションに対し大きな影響を及ぼすこととなった。今日では、一般に、不実開示の発覚前に生じたクラス期間中の **S&P500** の下落のように、いわゆる「損害因果関係が認められない事実」を投資者の損害から除外すべきということは、広く受け入れられている。ただし、不実表示の発覚時に当該不実表示と関連があるのか区別できないような事実があったときに問題は複雑となる<sup>281</sup>。これに対応するために採られたのが、次に示すファイナンス理論である。

#### (2) 訴答基準とファイナンス理論

**Dura** 最高裁判決以降、損害因果関係の立証と適切な訴答基準は、コーポレート・ファイナンスの正しい原則に基づかなければならないという認識が広まり、裁判所も、被告の詐欺が原告の損失を引き起こしたことを要件とする基準を求めるようになった。すなわち、損害因果関係をより客観的・合理的に認定することが必要となり、損害因果関係を予測可

---

<sup>278</sup> Adams E.W., *A Primer of Probability Logic* (Center for the Study of Language and Information, 1996), at 281.

<sup>279</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 202.

<sup>280</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 358-359.

<sup>281</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 199, 222.

能で理論的なものにするためには、コーポレート・ファイナンス理論に基づいた方法が必要とされたのである<sup>282</sup>。このため、*Dura* 最高裁判決が示した反事実的条件分析やファイナンス理論におけるイベントスタディの利用に関する理論が発達してきた。そこで、採られたのが、次のような損害因果関係テストである<sup>283</sup>。これは、詐欺が将来キャッシュフロー（CF）を吊り上げ、後にその CF が修正されるということが必要だとする。そして、詐欺により価格の吊り上げがなされていたことが発覚し（若しくは公表され）、それが株価に影響を与えたか否かをイベントスタディによって決定する。そこでは、ある事実の発覚等が、株価にインパクトを与えたか否かを判断する。仮に、株価の異常な動きに対する詐欺の影響が認められなければ、損害因果関係はないことになる。一方、ある事実の発覚等により生じた株価の異常なリターンが詐欺に関連していること、またマーケット価格が吊りあげられていたことを立証できるならば、詐欺により損失が生じたと決定することができるのである。

そもそも、損害の算定にあたって重要な指標となる市場価格は、企業の将来 CF を反映し、資本コストを現在価値に割引いたものであるとされている<sup>284</sup>。この将来 CF が、不実開示の発覚（公表）により変化して、市場価格が変動することになるが、価格は市場のさまざまな要因を反映するとされている。そのなかで、不実開示だけに起因したものと取り出す作業が、イベントスタディである。これにより、不実開示に関係のない高値吊り上げ部分がある程度、推定できることになるのである<sup>285</sup>。

以上のように、*Dura* 最高裁判決で示された損害因果関係の要件を確認することは、規則 10b-5 訴訟における救済が投資者にとって問題の多い保護手段となることを防ぐことに大きな役割を果たす。ただし、イベントスタディおよび反事実的条件分析とも、事案の状況によって使い分けることが必要である。二つの方法とも有用なツールではあるものの、いかなる状況においても万能な訳ではないことに留意が必要である。また、裁判所が、このような理論・分析手法を一般的に認めることも必要となってくる<sup>286</sup>。ひるがえって、わが国の場合、裁判所はこのような理論・分析手法を認めることに消極的であるように思われることから、アメリカの判例・学説を参照する意義は大きいといえよう。

#### 第4款 クラス・アクションと損害賠償額の算定

クラス・アクションにおいては、損害賠償額を算定するために、損害を受けた見積み株数の算定という作業が必要となる。わが国における証券不実開示訴訟では、このような作業は制度的にあり得ない。損害を受けた見積み株数とは、すなわち原告が主張する株数（原

---

<sup>282</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1419.

<sup>283</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1446-1447.

<sup>284</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 352.

<sup>285</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1448.

<sup>286</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 223.

告が複数であればそのその合計株数)になるからである。しかしながら、クラス・アクションでは、そもそも損害を受けた株数や市場価格の高値部分の額が、訴訟が提起されたときには不明であり、それらを何らかの方法により決定しなければならないことになる。このような作業は、損害の算定に二つの影響を及ぼすことになる。一つ目は、算定が見積りによらざるを得ないために、投資者の損害を数学的正確さで算定することはおよそ不可能になるということである。二つ目は、賠償額の算定にあたっては、価格や株数等を見積もるために、ファイナンス理論を用いざるを得ないことである。このため、損害を受けた見積株数を算定する取引モデルの設定が有用となり、そこでは三つの要件が必要とされている。第一は、当該モデルにおいて使用するデータが、容易に入手して見積評価できるもので、データ自体取扱い易いものであること、第二に、重要な前提およびパラメーターについて、恣意的なものであるとは認められないこと、第三に、一般に認められたファイナンス理論に基づき、実際のデータによって検証可能であること、である。

これについて、従来より用いられてきた取引モデルである PTM 法(Proportional Trading Model) は、すべての取引者が同じ取引性向を持つということを前提としており、このような非現実的なモデルは、専門家のみならず、裁判所からも批判が加えられていたとされる<sup>287</sup>。すなわち、PTM 法が前提とする取引は、市場の取引が単一で同質かつ均質であるという前提に立っており、この方法は、簡便ではあるが、明らかに科学的基礎を欠いていると評価されている。このため、新たなモデルを設定する必要があるとされ、それには、市場における取引性向は一定ではないという前提を置くとともに、ビッド・アスクスプレッド<sup>288</sup>や、情報量、流動性といったマーケット機能を重視したモデルでなければならないことになる。それらの要因を考慮したモデルが、TMTM 法(The Theoretically-grounded Microstructure Trading Model) である。この TMTM 法が用いる二つの変数は、①取引量の合計を売りと買いに分類したもの、②日々の取引性向を平均したもの、となる。この TMTM 法は、ビッド・アスクスプレッドの機能により、取引性向の決定という問題を解決する。すなわち、日々の平均ビッド・アスクスプレッドという容易に利用可能なデータを用いることにより、TMTM 法は、クラス期間中の日々の買いの取引性向を導く(演繹)ことができるのである。この法により、エコノミストは、日々のネット売買高にクラス期間中の日々の要素の調整を考慮して、損害に対応するクラス構成員の保有株数の全体を見積もることができるようになった。以上の点から、投資者の損害を算定するには、TMTM 法のようなエコノミック・トレーディングモデルの使用が必要となる<sup>289</sup>。

---

<sup>287</sup> Allen L., Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation, 62 Bus. Law. 955 (2006-2007), at 960.

<sup>288</sup> 市場における買値と売値の開き(差額)のことで、両者が一致すれば取引が成立する。したがって、他の条件が同じであれば、ビッド・アスクスプレッドが小さくなるということは、取引が成立する可能性が高くなるといえる。

<sup>289</sup> Allen, *supra* note 287, at 955-956.

このように、損害賠償額の算定には、より合理的で妥当な算定方法を採用することがますます必要となってきたことから、最高裁は、**Daubert** 事件<sup>290</sup>において、より合理的で妥当な算定方法の基準について明らかにした<sup>291</sup>。すなわち、①算定理論および技術が、適切にテストされ有効だとされていること、②算定理論および技術にはピアレビュー<sup>292</sup>がなされ、信頼される雑誌等で公刊されていること、③エラー率が低く、算定理論および技術が信頼できること、④算定理論および技術は専門家によって一般的に受け入れられていること、が要件となるとした。ただし、現在の専門家による算定方法は、以上の 4 点を必ずしも満たしていないともされている<sup>293</sup>。しかし、このことは逆に、上記の 4 つの点を満たせば、算定方法として認められるということでもあり、裁判所が算定方法の理論に深く関与していることが窺えるのである。

以上のように、証券クラス・アクションにおける損害賠償額算定のためには、第一に、市場価格の高値相当額、第二に、高値により取得された株数という二つの算定作業が必要となる。第一の市場価格の高値相当額の算定には、イベントスタディが、第二の高値により取得された株数の見積評価には、**TMTM** 法が有用である<sup>294</sup>。このように、アメリカ法における投資者の損害は、損害因果関係の訴答基準とクラス・アクションという訴訟制度に大きな影響を受けており、イベントスタディと **TMTM** 法のような取引株数算定モデルというファイナンス理論を用いなければ、賠償額の算定が不可能といえる状況にあるといえる。なお、この点、わが国の証券不実開示訴訟においては、現状、アメリカのようにファイナンス理論を用いなければ、賠償額の算定が不可能とまではなっておらず、このようなことも、わが国でファイナンス理論が浸透しない要因の一つとなっているように思われる。

---

<sup>290</sup> *Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc.* 509 U.S. 579 (1993).

<sup>291</sup> Allen, *supra* note 287, at 955.

<sup>292</sup> 専門家による相互チェックのこと。

<sup>293</sup> Allen, *supra* note 287, at 955-956.

<sup>294</sup> Allen, *supra* note 287, at 968.



## 第6節 損害賠償額の算定方式

### 第1款 概観

これまで述べてきたように、アメリカでは1960年当時から適切な損害額算定方法がなかったために司法判断の混乱を招き、投資者の損害の救済を妨げてきたとされてきた<sup>295</sup>。損害賠償額の算定は、規則10b-5訴訟において最も困難なものの一つであるとされ<sup>296</sup>、損害賠償についての法（判例法）は何もないと結論づけたくなるほどに非常に多様な判例が存在してきたとされている<sup>297</sup>。本節ではこのような経緯を踏まえ、本稿の中心的主題である損害賠償額の算定方式について、理論的な整理を行うとともに、あるべき算定方式を検討する。一般に、損害賠償額の算定方法について、その方法および内容を実質的に決定づけるのは、大きく分けて三つの要素がある。第一は、何のために損害を算定するのかという、損害賠償額算定の主要な目的および理念である。第二は、何を損害の対象として算定するのかという損害賠償額算定の対象である。第三は、算定方法の形式である。ただし、これは算定方法の単なる外形的な形式にとどまらない。これら三つの要素に基づいて、具体的にいかなる算定方法が考えられるのか、また、各方法はどのような特徴および効用を有するのかなどについて理論的に考察する（第2款）。次に算定方法を、①契約取消・原状回復方式、②差額賠償方式としての現実（修正）損害賠償方式、③利益返還方式としての不当利得返還方式および機会の喪失賠償方式について、関連するファイナンス理論も紹介しつつ各方式の内容について詳しく考察・検討する（第3款）。

## 第2款 算定方式を決定する三つの要素

### 第1項 算定の目的および理念

損害賠償額の算定方式および形式の内容・性格を実質的に決定する第一の要素は、算定の目的および理念である。これは、そもそも何のために損害の算定をするのかという目的および損害賠償額の算定方法とはいかにあるべきかという理念が、算定方法の形式からその実質的内容までも決定するということを意味する。そこでは、それぞれ二つの目的および理念が考えられる。

第一の目的は、契約取消・原状回復である。まず契約取消は、契約を取消して不実開示がなかった当初の状態に戻すものである。しかし、公開市場の場合、証券の価格が変動するために、単に契約を取消すだけでは、結果として当事者の一方が損失を被り、他方が利益を受けることになる。このため、契約がなかった当初の状態に戻して原状回復を実質的に図るためには、変動価格（下落価格）を算定する必要が出てくることになる。この方法は、契約取消・原状回復方式と呼ぶことが出来る。第二の目的は、被害を受けた投資者の損失填補（差額填補）である。これは、投資者の救済を図るため、契約は有効としつつも、

<sup>295</sup> Reder, *supra*, note 19, at 1839.

<sup>296</sup> Goldman, *supra* note 125, at 261.

<sup>297</sup> Loss, *supra* note 95, at 965.

投資者の受けた損失（財産の減少差額）を填補するものである。この方法の場合、損失は財産の減少部分である差額として把握されることから、当該差額の算定が必要となる。以上の二つの目的は、それぞれ相反する目的ではなく、原状回復を図るため損失填補（差額填補）するということのように、関連する共通の目的である。この方法は、損失填補（差額填補）方式ということが出来る。

次に、第一の理念は、加害者の得た不当利得の返還である。これは、投資者の救済を図るとともに、加害者にはいわゆるタナボタ利益（windfall damages）を許さないという考え方に基づいている。すなわち、加害者が得た不当利得は投資者が得ることができずであったとして、それを投資者が失ったのであるから当該不当利得を投資者の損害と捉えるものである。この方法は、加害者が投資者に損害を与えておいて自ら不当な利益を得るべきではないという衡平の考え方に基づいている。そしてそのような不当利得はそもそも投資者に帰属させることが妥当であるとして、投資者に返還させることになる。この方法は、不当利得返還方式ということが出来る。第二の理念は、資本市場に対する信頼の確保と市場秩序の維持である。これについては、上記二つの目的および第一の理念とも密接に関係する。すなわち、投資者の救済を図り、加害者の不当利得を返還させたとしても、結果的にそれらが不十分で、不実開示が繰り返され、市場秩序の維持と信頼の確保がなされなければ、法の目的は達せられないことになる。そのためには、加害者に対する制裁を行い不実開示が繰り返されないようにしなければならない。この方式は、不実開示を抑止・制裁することを目指しているものといえる。さらに、この第二の理念は、二つの目的および第一の理念の実現に向け、バランスの取れた実効性のある算定方法を構築するための機能を果たすことである。すなわち、損害の算定方法を検討するに際しては、単に一つの目的または理念の実現のみを図るのではなく、原状回復、損失填補、不当利得の返還、不実開示の制裁・抑止、市場秩序の維持および信頼の確保といったすべてについて、事案に応じて柔軟にバランスを取りつつ組み合わせて算定方法を検討していくことが必要である。

## 第2項 損害算定の対象

損害賠償額の算定方法の内容および性格を実質的に決定する第二の要素は、算定の対象である。これには大きく分けて二つの対象がある。第一の対象は、投資者の受けた損失を算定の対象とするものである。損失は損害額を算定するにあたり考慮すべき第一の要素であり、被害者も自らが受けた損失に最も多く関心を払ってきたといえる<sup>298</sup>、この方式が最も一般的なものといえ、その考え方としては、原告は何を得るはずだったかではなく、何を失ったかということに焦点を当てている<sup>299</sup>。これについては、投資者の財産（証券）に

---

<sup>298</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1149.

<sup>299</sup> Estate Counseling Serv., Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 303 F.2d 527,533 (10th Cir. 1962). Leas, *supra* note 139, at 383.

生じた現実の損害が考えられる。具体的には、見かけ上の株式価値を上げる誤った情報を信用し、本来なら取得せず若しくは処分するはずであった株式を、取得し若しくは保有し続けてしまうことによる損失や、見かけ上の株式価値を下げる誤った情報を信頼して、本来なら取得若しくは保有し続けるはずの株式を、取得せず若しくは処分してしまう損失などがある。この方法は、損失対象型ということが出来る。

第二の対象は、加害者が受けた利得もしくは投資者が得ることができたかもしれない利益に着目し、利益を算定の対象とすることである。利益に着目するのは、原告は何を失ったのかということではなく、何を失ったはずだったのかということに焦点を当てている。具体的には、加害者が不実開示によって投資者から証券を取得し、それを転売して得た利益や自己の望んだ証券に投資して利益を得る機会を失ったこと、などがある。この方法は、利益対象型ということが出来る。さらに、投資者の損害と加害者の利益の双方を併せて算定の対象とすることも考えられ、それは損失・利益対象型ということが出来る。

### 第3項 算定方法の形式

損害賠償額の算定方法の内容および性格を実質的に決定する第三の要素は、算定方式の形式である。これは、集団的訴訟において、各原告（投資者）の事情を個別にどこまで考慮する必要があるのか、という問題である。すなわち、個々の原告の個別事情を考慮せず、すべての原告の賠償額を同一とするのが良いのか、個々の原告の個別事情を考慮して、個々の原告の賠償額が異なることを容認するのかということである。各投資者の証券取得価格の違いを考慮するか否かにより、算定方法の内容および個々の原告の賠償額が変わることになる。損害算定方式の形式については、大きく分けて二つの形式がある。第一は、個々の原告の個別事情（証券取得価格など）を考慮せず、算定形式をすべて同一とする単一形式である。第二は、個々の原告の個別事情（証券取得価格など）を考慮し、複数の算定形式を認める形式である。そして、単一形式には、同一の事案においては単一方式しか認めない同一事案・単一形式と、事案が異なれば複数の形式を認める複数事案・単一形式が考えられる。さらに、複数形式には、同一の事案においても複数の形式を認める同一事案・複数形式と、異なる複数の事案において複数の形式を認める複数事案・複数形式が考えられる。

一方、損害の算定形式については、いろいろな損害の態様が考えられ、問題は複雑である。したがって、単一の算定形式はなく、裁判所はそれを作ろうとすべきでもないとの見解もなされている<sup>300</sup>。このような見解によれば、裁判所はアドホック（ad hoc）的な対応を採るべきであるということになるが、現在の証券不実開示訴訟が、集団的かつ定型的な性格を帯びていることを考慮すれば、事案ごとのアドホックな対応というのは現実的ではないように思われる。

---

<sup>300</sup> Lee, *supra* note 111, at 1279.

### 第3款 算定方式の種類

#### 第1項 概要

算定方式の種類とは、ある基準でみて性質が共通するものを分類したものである。これを第2款でみた、算定の目的・理念、算定の対象および算定方法の形式により分類すると算定目的・理念基準による四つの方式と対象基準による三つの方式がそれぞれ組み合わせられる、すなわち、①契約取消方式・原状回復方式（第2項）、②差額賠償方式（第3項）、③利益返還方式（第4項）である。なお、このうち、②差額賠償方式が算定方式の中心であり、複数の方式があるほか、想定価格を算定するためのイベントスタディなどの論点が多くなっている。以下、順に詳しくみていくこととしたい。

#### 第2項 契約取消（rescission）・原状回復（restitution）方式

契約取消・原状回復方式は、投資者の救済のため、契約の取消ないしは原状回復を目的とするものである。契約取消方式は、契約を取消して契約がなかったときの状態に戻すことが目的であり、当事者間で契約がある場合を前提としている<sup>301</sup>。規則 10b-5 訴訟においても、原告は、取引を維持して受けた損害の賠償を求めずに、契約を取消して元の状態に戻すことを求めることができる。この方式は、損害の算定というよりも、むしろ救済の方法として位置づけられる<sup>302</sup>。原告は、契約を取消して元の状態に戻すのが目的であることから、不法行為損害賠償法ときには必要となる損害を立証する必要がない。さらこの方式は、取引後のマーケットの下落リスクを被告に移転することになるため、後述する現実損害賠償方式に比べて有利であることから、裁判所は、原告の投機的、機会主義的行動に注意を払っており、不実開示後、市場価格の動向をみながら提訴の有無を決定することは認められないとしている<sup>303</sup>。次に原状回復方式は、契約取消の場合と異なり、契約の有無を問わないとされている<sup>304</sup>。たとえ契約がない場合においても、不法行為がなかった当初の状態に戻すことが目的であり、その考え方は、詐欺によって勧誘された契約の場合におけるコモン・ロー上の方式と同じであるとされる<sup>305</sup>。この方式では、被告が不当に得た財産（不当利得）を交換することにより、原告は被告の不当利得を得る（奪う）こととなるため、不当利得の理論による救済でもある<sup>306</sup>。

これら二つの方式における損害の対象は、一般に損失対象型であると考えられる。ただし、契約を取消して原状回復をすることから、加害者の得た利得の返還も可能であり、損失・利得対象型も併せて考えられる。この方式は、あくまでも投資者の救済を図ろうとす

---

<sup>301</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1110-1111.

<sup>302</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1110-1111.

<sup>303</sup> Occidental Life Ins Co. v. Pat Ryan & Assocs., 496 F.2d 1255, 1268 (4th Cir.), *cert. denied*, 419 U.S. 1023(1974).

<sup>304</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1114.

<sup>305</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1114-1115.

<sup>306</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1114.

るもので、そこには、不実表示の制裁・抑止という観点は存しないか、たとえあったとしても弱いものといえる。具体的には、当事者間に契約がある場合にはそれを取消して契約がなかった状態に戻し、また、当事者間に契約がない場合でも、不法行為がなかった当初の状態に戻して原状回復を行うことになる。ただし、上場されている証券の場合に、単に契約を取消だけでは、市場価格が変動して当初の状態に戻して原状回復することにならないことが多い。このため、変動分の差額をいずれの当事者がどのように負担するのかという問題が生じる。したがって、変動差額を填補して原状回復するということになり、②の損失填補（差額填補）方式と類似するともいえる。

このような取消方式に関する具体的な算定方式としては、次の二つがある。なお、これらの方式は、契約の存在を前提としていることから、発行者が契約当事者となっていない、公開市場における不実開示のケースには適していないとされている<sup>307</sup>。

### 1. 単純取消方式 (Simple Rescissory Method) <sup>308</sup>

単純取消方式は、原状回復を目的として、売買取引を取消し当該取引がなかった状態に戻すもので、不実開示発覚後の株価が下落していればその差額が損害となる。このため、結果的に損失填補（差額填補）方式と同じになるが、契約を取消したうえで損失を填補することがポイントである。なお、差額を損害とすることから、損失対象型といえる。この方式のメリットは、他の方式と異なり当初の取引と反対取引を行う単純な方式で、算定が簡単であることが挙げられる。しかし、デメリットとしては、不実開示が市場価格に与えた影響を無視しており、反対取引を行うまでに不実開示以外の要因で下落した市場価格も損害として計算してしまうことになり、因果関係の点で問題があるといえる。たとえば、投資者が1株20円で取得後、不実開示と無関係の一般的な経済要因で1株15円に下落、その後、不実開示が発覚して5円に下落した場合に、損害額は、取得価格と不実開示発覚後の価格との差額の15円になる。すなわち、不実開示と無関係の下落額5円も損害に含めってしまうことになるのである。計算式は、以下のとおりとなる。

$$\text{損害賠償額} = (\text{投資者の支払価格}) - (\text{不実開示発覚後の市場価格})$$

たとえば、投資者が1株20円で証券を取得した後、不実開示が発覚して市場価格が10円に下落した場合、取得価格20円と不実開示発覚後の価格10円の差額である10円が損害額となる。

### 2. 修正取消方式 (Modified Rescissory Method) <sup>309</sup>—損失対象型

<sup>307</sup> Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F.2d 1355 (9th Cir. 1976).

<sup>308</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1153.

<sup>309</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1153.

修正取消方式は、単純取消方式の欠点を補うもので、市場全体の下落など他の要因を考慮して、不実開示発覚後の一定期間の平均価格と発覚直後の価格を比較するものである。この方式も損失を対象とする損失対象型である。しかしながら、この方式は、①平均価格を取るとしても、すべての外部要因と不実開示の要因を考慮しているとはいえないこと、②不実開示発覚後、いつまでの期間を取るかによって損害額は大きく異なることになる、などの批判があり、因果関係の点で依然として問題があるといえる。計算式は以下のとおりとなる。

$$\text{損害賠償額} = (\text{不実開示発覚直後の価格}) - (\text{不実開示発覚直後の一定期間の平均価格})$$

たとえば、投資者が1株100円で証券を取得、不実開示発覚後直ちに40円に下落したが、不実開示発覚後の一定期間の平均価格は75円であったとした場合、損害額は35円になる。この場合、単純取消方式であれば、損害額は60円である。

以上、いずれの方法を採るにしても、契約を取消して単に差額を填補するだけでは、因果関係の点で問題が残るといえる。また、取引時以後の価格変動のすべて（若しくはその一部）を被告に負わせることになるので、不公平だとする批判がある。しかしながら、このような考え方には二つの点についての考慮がなされていないように思われる。第一は、被告は不実開示という詐欺、違法行為を行って原告を証券取引に誘い込んだといえる。この違法に誘引したという行為に焦点を当てるとすれば、そこから生じたすべての損害を負担するべきであるという考え方は、あながち不合理であるといえないであろう。とりわけ、違法行為である不実開示の抑止・制裁という観点を重視するのであれば、加害者は取引時以後の価格変動のすべての責任を負わせられるだけの違法行為を行ったと考えることができるように思われる。そうだとすれば、不実開示に直接起因しないような損害についても加害者に責任を負わせることも、抑止・制裁の一つの方法であると考ええる。第二は、有価証券の発行者は契約当事者ではないことから、これらの方式は、公開市場における不実開示のケースでは適していないとされている点である。この場合の契約当事者とは、証券の取得者とその相手方である売却者ということになりそうである。しかし、これは形式上のことであり、公開市場においては、実質的には証券の発行者が開示する情報に基づく売買が、発行者と市場参加者の間で行われていることになると考えられる<sup>310</sup>。この

---

<sup>310</sup> このような関係は、たとえば、競馬レースにおける騎手と馬券購入者との関係と同じであると考えられる。馬券購入者は、騎手と直接に契約を結ぶわけではないものの、それは単に競馬レース運営主体を間に介在させているだけであり、実質的な契約当事者は騎手と馬券購入者である。なお、フランスの判例ではあるが、馬券購入者がレース中の騎手の不法行為に対して損害賠償を請求した事例があり、そこでは、騎手と馬券購入者が実質的な契約当事者ないしは不法行為に関する当事者となっていると考えられる。

ため、証券法および取引所法では、発行会社の不実開示に伴う賠償責任を認めているのである。したがって、違反者である証券の発行者を契約の直接当事者でないとするのは妥当ではなく、事実上の契約当事者もしくは契約当事者に準ずる者とするのが妥当であると考ええる。さらに、発行者と投資者を発行者の不法行為に関する当事者とみれば、両者の間の契約の有無は問題にならないともいえよう。

以上の契約取消・原状回復方式については、第 2 節 判例の展開 でもみたように、最近では、第 3 項 差額賠償方式より多く用いられていることが窺える。それら事例では、公開買付、企業結合等、企業再編の過程における証券不実開示であり、多くは証券取引契約がなされていること、加害者の悪質性が強く、単に市場価格の下落額だけを賠償額としたのでは、加害者を不当に利する結果になること等が勘案され、加害者に市場価格変動リスクも負わせることができる、契約取消・原状回復方式が多く採用されているように思われる。

### 第 3 項 差額賠償方式

#### 1. 概要

差額賠償方式とは、投資者が被った財産上もしくは取引上の損失に着目し、当該損失を財産価格（価値）の差額で算定しようとするものである。損失を基準としていることから、損失基準算定方式（loss-based damages scheme）とも言われ、最も一般的な方法である。この方式は、原状回復のために契約を取消すというものでなく、行った取引は有効に成立しているものとして、投資者の財産に生じた減少である損失相当（通常、差額分）を填補する方式である。したがって、結果的に、原状回復や契約の取消しと同等の効果をもたらす場合があるものの、それらを目的とするものではなく、あくまでも投資者の損失を填補するところに意義を有する。

この方式が一般的なものとされている理由としては、二つ考えられる。第一は、取引等において失った価格（価値）というアウトオブポケット（out-of-pocket）<sup>311</sup>の考え方が、支払われた約定代金と公正な価値との差額もしくは株価の下落額という差額を填補するという、不実開示における損害の考え方と親和的であることが挙げられる。第二は、アメリカでは、投資者の損害を考える場合、第一の理由で述べたように、コモン・ローの影響で不法行為前後の差額で損害を捉えるという方法が中心であったことが挙げられる。このため、「機会の喪失」論という考え方は、主に医療過誤の分野である程度受け入れられはしたものの、投資者の損失としては合併などの特殊なケースで採用されたのみであり、フランスのように判例・学説で広く受け入れられることはなかった。このようにアメリカにおいては、この差額賠償方式が最も一般的な方法として受け入れられてお

---

<sup>311</sup> out-of-pocket とは、「事業や取引などにおける失費」というような意味であるとされる。竹林滋（編）『新英和大辞典』1760 頁（研究社、2002）参照。

り、この方式に関する文献が最も多い状況となっている。しかし、第2節 判例の展開でもみたように、比較的最近では、この方式に拠っていると思われるものはわずかしみられていない。この方式には、現実損害賠償方式（The Out-of-Pocket Measure of Damages）およびこの方式を一部修正した修正現実損害賠償方式という二つの方式がある。この二つの方式とも、投資者の救済を目的としており、不実開示の制裁・抑止のためのものではないといえる。

## 2. 現実損害賠償方式（The Out-of-Pocket Measure of Damages）<sup>312</sup>

### （1）特徴

従来から損害賠償額は、連邦裁判所が Erie 判決<sup>313</sup>以前からコモン・ロー上の詐欺事件に適用していた不法行為損害賠償方式（Tort Measure）、すなわち、現実損害賠償方式にしたがって算定されてきた<sup>314</sup>。これは、被害者が被った損害を、不法行為時における価値の減少として捉えるコモン・ロー上の不法行為に基づく伝統的な方法とされる<sup>315</sup>。通常、この算定方式においては、証券の価値（必ずしも被告の購入時の市場価値ではなく、発行者のそれ以後における業績の推移に照らして判定される購入時点における推定価値）と、原告に対して支払われた価値（もしくは被告が交換に与えることができた何らかの価値）、との差額が基準となることが求められる<sup>316</sup>。すなわち、この方式では、実際の取引価格（支払価格）と取引時における正当な価値との差額を賠償額として算定することになる。その最も大きな特徴は、取引時点における実際の価格と不実開示がなかったと仮定した場合の想定価格とを比較することである。したがって、取引時以降に生じた価格変動を考慮しないことにより、不実開示以外の要因による市場価格への影響を理論上排除している点で優れているとされる。損害を取引日で算定するのは、取引後の株価の変動は、原告の損害回復に影響を与えるべきではないという考え方による<sup>317</sup>。たとえば、不実開示により公正価値よりも高値で株式を取得した者は、たとえその後株価が上昇したとしても、あくまでも取引日における損失を回復されるべきである。反対に、不実開示により公正価値よりも低値で株式を売却した者は、たとえ取引日後に株価が上昇したとしても、さらにはたとえ当該株式の取得者が転売により原告の損害よりも大きな利益を上げたとしても、あくまでも取引日において公正価値よりも低値で売却したという損失が回復されるべきであって、その

<sup>312</sup> Leas, *supra* note 139, at 383-385.

<sup>313</sup> Erie R. Co. v. Tompkins, 305 U.S. 673 (1938). 連邦裁判所は、連邦制定法に関しない事件については、それまで連邦コモン・ローによるべしとされていたのを否定して州法（州コモン・ローを含む）によるべしとした1938年連邦最高裁の判決。

<sup>314</sup> Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128, 154-55 (1972).  
Loss, *supra* note 95, at 967.

<sup>315</sup> Thompson, *supra* note 109, at 352.

<sup>316</sup> Loss, *supra* note 95, at 967

<sup>317</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1101-1102. 黒沼・前掲注（135）83頁。



後の状況で損害を増やすことはできないことになる<sup>318</sup>。

不実開示により証券を購入した者のケースでは、算定方法は以下のとおりとなる<sup>319</sup>。

損害賠償額＝（証券購入日における買主の取得価格）－（証券購入日における当該証券の公正価値、

なお、そこでの前提は、（取得価格＞公正価値）であり、効率的資本市場仮説（Efficient Capital Market Hypothesis；ECMH）<sup>320</sup>が成り立っていることである。このように、市場価値による算定方法というものは、少なくとも上場企業にとっては最も現実的な方法であるとされている<sup>321</sup>。市場性のある証券は、そもそも変動する性質があることから、その変動する価格（株価）をもとに損害を算定するという前提を置いている。したがって、判決までに損害は増減することになる。その不都合を回避するためもあり、不法行為時における価値の減少として損害を捉えるのである。この方式はこれまでのいかなる方式よりも適用範囲が広く、多くの判例は、この現実損害賠償方式を採用してきたとされている<sup>322</sup>。

## （２）想定価格の算定方法

### ①プライスライン（価格ライン）とバリュールライン（価値ライン）

現実損害賠償方式は、想定価格という実際には存在しない価格を算定しなければならない。それには、いくつかの算定方法がある。第一は、実際の証券購入価格と当該証券の取引時における真の価値との差額を計算するためのプライスライン（価格ライン）とバリュールライン（価値ライン）を用いる方法である<sup>323</sup>。この二つのラインの差が、不実開示が市場価格に与えた効果、影響を及ぼした額であり、投資者の損失額ということになる。そこで、まず、プライスラインは、実際の価格の推移という客観的な事実であるから、市場価格の統計データに基づいて決定される。一方、バリュールラインの決定は、事実や統計データに基づく科学的なものではないものの、第 9 巡回区裁判所は、それが困難ではあるが、専門家によるイベントスタディもしくは同様な分析でなされなければならないとした<sup>324</sup>。

---

<sup>318</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1101-1102.

<sup>319</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1099-1102.

<sup>320</sup> 現実の証券市場が情報に対して効率的であるとする仮説のこと。

Fama E.F., Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, 25 Journal of Finance. 383 (1970).

<sup>321</sup> Lee, *supra* note 111, at 1269.

<sup>322</sup> Lee, *supra* note 111, at 1267.

<sup>323</sup> *E.g.*, Madigan, Inc. v. Goodman, 498 F. 2d 233, 239 (7th Cir. 1974); Myzel v. Fields, 386 F. 2d 718, 744-45 (8th Cir. 1967), *cert. denied*, 390 U.S. 951 (1968).

<sup>324</sup> Goldman, *supra* note 125, at 261.

その算定に必要な要件は、損害を受けた株数と一株当たりの金銭的損害の決定である。この一株当たりの損失を決定するために、以下の算定式が用いられる<sup>325</sup>。

損失額＝「プライスライン (price line) <sup>326</sup>」－「バリュールライン (value line) <sup>327</sup>」<sup>328</sup>。

この算式の前提は、(プライスライン>バリュールライン) である。なお、ここで、留意すべきなのは、プライスラインとバリュールラインが等しいか、もしくはバリュールラインの方が上回っている場合、購入した投資者は損害を受けておらず、したがって損害賠償を求めて訴訟を提起することはできないことになる<sup>329</sup>。しかし、バリュールラインがプライスラインと等しいか上回るような不実開示は、主に MBO のようなケースにおいてなされることが理論的に考えられる。そして、そのような不実開示も資本市場の機能を阻害し、投資者の適正な投資判断を歪めることには変わりがないといえそうである。そうだとすれば、この点は後述するように現実損害賠償方式の問題点であるように思われる。これらプライスラインとバリュールラインの活用により、日々の株価に影響を与える詐欺に係る若しくは関係しない要素を取り出し分析できることになる。

## ②バリュールラインの決定

バリュールラインの決定方法としては、次のとおり二つの段階があるとされている<sup>330</sup>。第一の段階は、訂正情報の公表日（発覚日）と公表（発覚）時の想定価格の確定である。まず、この訂正情報の公表日の正確な特定は必須である。なぜなら、バリュールラインは訂正開示日から不実開示開始日まで遡って決定されるからである。しかしながら、この訂正開示日の決定は、不実開示の行為が後に訂正される一連の多くの作為や不作為から成り立っているために問題が多いものとなる。次に、想定価格とは、不実の情報が正しく開示されていた場合に想定される価格のことである。これには、①不実開示の対象となる情報の正確な性質の決定、および②訂正情報の価値の評価、つまり、訂正情報が開示されていた場合の証券価格に対する影響を評価することの二つが求められる。ただし、この②の作業は、

---

<sup>325</sup> Goldman, *supra* note 125, at 263-264.

<sup>326</sup> 「プライスライン」とは、不実開示という不法行為を反映した現実の価格の推移である。これらの価格は証券取引所などにおける実際の統計データから得ることができる。これは証券価格の推移という客観的な数値であり、バリュールラインのような推定や見積りに基づくものとは異なる。

<sup>327</sup> 「バリュールライン」とは、取引時において、仮に不実開示という不法行為がなかったとした場合の価格。すなわち、投資者はもし不実開示がなければいくら支払うべきだったのかという価格になる。このラインは、プライスラインのような統計に基づく事実ではなく、設定する者の推定や見積りに基づく理論上のものである。

<sup>328</sup> Adams and Runkle, *supra* note 260, at 1100-1101.

<sup>329</sup> Adams and Runkle, *supra* note 260, at 1101.

<sup>330</sup> Adams and Runkle, *supra* note 260, at 1101-1102.

訂正情報が個々の投資者の将来キャッシュフロー（CF）などの諸条件に対する予想をどのように変化させたのかということの評価することであり、①よりも多くの問題を含んでいる。なお、ここで用いるキャピタルマーケット理論は、投資者の訂正情報評価のために価格という量的なフレームワークを提供するものではなく、投資者の訂正情報評価の前提のなかで与えられた証券価格の決定のフレームワークを提供するに過ぎない。したがって、想定価格は必ずしも特定の事実に基づくものではなく、あくまでも推定によるものである。

第二の段階は、不実開示がなされていた期間におけるバリュエーションを示す価格（想定価格）の算定のため、適切な資産プライシングモデル（CAPM）<sup>331</sup>が用いられなければならないことである。このバリュエーションの計算方法には二つの方法がある。第一は、比較指標アプローチで、この方法はもし不実開示がなければ証券に生じたであろうリターンの見積を計算するため資産プライシングモデルを用いる。ただし、この方法の欠点は、マーケット全体もしくは業種全体の動き（価格の下落）と異なるものは、たとえ他の事情があったとしても、すべて不実開示の影響としてしまうために、真の損害を過大評価してしまうことである。第二は、イベントスタディ・アプローチで、この方法は、訂正開示情報をイベントとして訂正開示がなされたイベント日における不実開示がない状態の予想リターンに実際のリターンを置き換えるというものである。この方法の欠点は、情報のリークがイベント前からあった場合には、価値ラインは実際より低くなり損害を少なく算定してしまうことである。

以上のプライスラインとバリュエーションの決定および分析により、取引時における二つのラインの差が損失となる。すなわち、実際の価格と不実開示がなかった場合の想定価格との差額が高値部分として投資者の損害となるのである。この方式は、すでに述べたように、取引時点における実際価格は想定価格よりも高値であったはずであるという、高値部分があることを前提とし、当該高値を算定することを目的としている。

### ③バリュエーションの問題点

---

<sup>331</sup> 資産プライシングモデル（CAPM）とは、投資に際しての「リスク」という掴みどころのない概念を理解する便利な方法として考えられたもので、①投資者はリスクが高ければそれだけ高い収益率を求める、②投資者は分散化によっては取り除くことのできないリスクに関心がある、という前提を置いている。このモデルでは、競争的な市場においては、期待リスク・プレミアム（投資の期待収益率と無リスク金利との差）は、ベータ（ある証券の市場の変化に対する感応度）に比例する。資産の期待収益率がCAPMによって計算されれば、当該資産の将来CFを、この期待収益率を用いて現在値に割引き、当該資産の適正な理論上の価格が得られる。これを実際の資産価格と比較することにより、過大（小）評価されているか否かを判定することができる。Adams and Runkle, *supra* note 260, at 1107-1109. Brealey R.A. and Myers S.C.（著）藤井真理子ほか（監訳）『コーポレート・ファイナンス 上[第6版]』197-228頁（日経BP社、2002）参照。

バリュエーションの決定については、以上のような方法が考えられているものの、これらには、次のような三つの問題点があるとされている。まず、第一は、この方法が取引時点における実際価格は想定価格よりも高値であったはずであると予め結論づけ、その高値部分を測定しようとするバックキャスティング法<sup>332</sup>によっていることである。バックキャスティング法とは、不実開示により高値部分が存在すると予め結論づけ、それを測定するという手法である。その特徴は、規範的で問題解決型であるとされる<sup>333</sup>。しかしながら、繰り返し述べてきたように、株価とは将来 CF の予想を反映した資本コストの割引現在価値である。過去および現在の財務状況に関する開示は、将来 CF の判断材料の一つとされる。将来 CF がマーケットの期待に合致していないと市場が判断すれば、いかなる開示も、それが不実開示に関わっていようとなかろうと、株価の下落要因となる<sup>334</sup>。このような考え方からすれば、マーケットの予想に応じて市場価格がいわば動態的に形成されるのであり、各時点における理論価格が静態的に存在するのではない。すなわち、高値部分が存在するという前提に問題があるように思われるのである。さらに、このバックキャスティング法には、①マーケットの過剰反応、②訂正ディスクロージャー後の価格変動、③二次的損害のいずれの要因にどの程度影響を受けたのかの評価が難しいとされている<sup>335</sup>。このような、バックキャスティング法の難点を回避するためには、フォワードキャスティング法が有用とされている。フォワードキャスティング法では、過去の市場価格などのデータの積み重ねにより分析するもので、マーケットの予想に合わせて不実開示をした場合、株価の変動はないことになる<sup>336</sup>。すなわち、不実開示を行った日に現実の財務状況を開示していたら株価はどのようになっていたのかを、従来のデータを基に算定する。このように、バリュエーションの前提とする、まず不実開示による高値部分ありきというバックキャスティング法だけによる分析は、市場価格の一面しか表していないことになるように思われる。そうだとすれば、市場価格（株価）は、将来 CF の予想を反映したものであり、高値部分を所与の前提とせず、不実開示を行った日に現実の財務状況を開示していたら株価はどのようになっていたのかを、従来のデータを基に算定するフォワードキャスティング法も採り入れることが有益なように思われる。第二の問題点は、損害算定時を取引時点に限定するため、投資者は不実開示発覚前に処分して損失を埋め合わせることができることを考慮に入っていないことである。それらの投資者は株式の処分により取引時の損失を他の投資者に転嫁することができる。一見するとこれは、不実開示発覚前に処分した投資者を除外することで避けられるように思われるかもしれない。しかし、不実開示発覚前に処分した投資者は損

---

<sup>332</sup> Ferrell and Saha , *supra* note 129, at 179-180.

<sup>333</sup> 古川柳蔵「バックキャスティングから見た 2030 年の日本人のライフスタイル—環境制約が引き起こすパラダイムシフト—」AD Studies 39 巻 25 頁 (2010)。

<sup>334</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 352.

<sup>335</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 179-180.

<sup>336</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 180.

失を被っていないとすることは、理論的には正しくない。それは、たとえ投資者は不実開示発覚前に株式を処分したとしても、プライスラインとバリュールラインは一定ではないことから、損失を被っていたかもしれないからである。さまざまな外的要因は、不実開示の発覚前にプライスラインとバリュールラインを近づけも遠ざけもするのである。第三の問題は、これらバリュールラインの決定方法には、完全に正しい方法はないとされていることである。バリュールラインの決定は非常に複雑であり、素人の陪審員やいわんや多くの裁判官たちにとっても理解を超え、非常に多額の費用が必要となることが挙げられている<sup>337</sup>。

### (3) 現実損害賠償方式の問題点

次に、この現実損害賠償方式には、以下のような、この方式特有の問題点が指摘されている。第一の問題点は、バリュールラインの決定のところでもみたように、公正な価値の計算が困難であることである。公正な価値とは、仮に不実開示がなかったとした場合に想定される価値のことで、証券取引所の公表データ等により客観的に確認できる実際の価格ではなく、あくまでも仮定の価格であることが大きな特徴である。このように仮定の価格であることから、ファイナンス理論などを用いて算定することとなるが、そこでは様々な前提条件が置かれることになる。そして訴訟においては、実際の価格ではなくそれら仮定の価格に基づいて立証せざるを得ない<sup>338</sup>。

第二の問題点は、複数の想定価格が算定される可能性があることである。算定が困難なためにファイナンス理論を用いるということは、その算定条件の前提に関してさまざまな理論がある場合もあり、いくつもの想定価格が算定されることが考えられる。このため、いずれの価格を採用するか当事者間で合意が得られない状況も想定される。

第三の問題点は、クラス・アクションを提起する原告団であるクラスメンバー間の対立である<sup>339</sup>。たとえば、原告間で証券の取得時期がそれぞれ異なる場合、すべての原告が一律定額の賠償請求をする場合などに利害対立が生じるおそれがある<sup>340</sup>。さらに、この対立は、クラス期間中の高値部分についてクラスメンバーが異なるそれぞれの証明をしなければならないという正反対のインセンティブから生じる。そこでは具体的に、二つの形態が考えられる。第一の形態は、取得株主対売却株主である。原告であるクラスメンバーには、不実開示により高値で証券を取得させられた取得株主だけではなく、実際よりも低い価格で売却することになった売却株主も存在することも考えられる。この場合、取得株主は高値部分を最大化しようとするインセンティブ<sup>341</sup>が働くが、同じ日の売却原告は高値部分を

---

<sup>337</sup> Goldman, *supra* note 125, at 268-269.

<sup>338</sup> Lee, *supra* note 111, at 1268-1269.

<sup>339</sup> Scudder, *supra* note 104, at 443.

<sup>340</sup> Scudder, *supra* note 104, at 443.

<sup>341</sup> たとえば、実際の取得価格が 100 円の場合、想定価格は 90 円より 80 円の方が賠償額（差額）は大きくなる。そこでの前提は、実際価格 > 想定価格である。

最小化（マイナス）しようとする反対のインセンティブ<sup>342</sup>が働くといえる。すなわち、想定価格の高低をめぐる利害が対立するのである。第二の形態は、持分株主対非持分株主である。持分原告とは、証券を未だ保有している原告で、訴訟時点において会社の持分がある原告であるのに対し、非持分原告とは証券を既にクラス期間中に売却した原告で、訴訟時点において会社の持分が既にある原告である。持分原告は、会社の持分を有するために、訴訟コストが会社財産（価値）の減少を防ぎ、損害の賠償とともに会社のリスクを最小限にしようとするインセンティブがある。これに対し、非持分原告は、すでに会社持分を有していないことから、もはや訴訟コストや会社の財産状態などには関心がなく、不実開示による価格インパクトを誇張するインセンティブがあるといえる。このように、利害が異なるそれぞれの原告は、立証の過程において異なるインセンティブを有することになる<sup>343</sup>。連邦民事手続規則 23(a)(4)は、個々の原告の利益は、公正かつ適正に保護されることを求めている<sup>344</sup>。以上のようなクラスメンバー間の利害の対立は、とりわけ数度にわたる訂正開示の場合に、原告クラスメンバー間で最も深刻な争いをもたらすことになってしまうのである。

第四の問題点は、この方式は、これまでも述べてきたように、想定価格が実際の価格よりも低いということを前提としていることから、そうでない場合、つまり、想定価格が実際の価格よりも高いような場合には、この方式を用いることはできないということである。後者の事例としては、たとえば、MBOなどで経営者が意図的に企業価値を低くするような不実のディスクロージャーを行うケースが考えられる。一般的には、経営者は自社の企業価値を高めるような不実のディスクロージャーを行うであろうことから、前者のような事例が多いことと思われる。しかしながら、MBOなどの企業のプライベート化が多くみられるようになってきている昨今、決して前者のようなケースのみであるとは言い切れないであろう。第五の問題点は、取引時点において、果たして真に損害が発生しているといえるのかという点である。投資者は取引時点で損害を被っているといっても、それを処分するまでは損失は顕在化していない<sup>345</sup>。Dura 最高裁判決において、Breyer 判事が指摘するように、「投資者は取引時点において資金を失ったといえるのか」ということになり、「それには何の根拠もないというべきである」とされる<sup>346</sup>。確かに、理論的には取引価格と不実開示がなかった場合における想定価格との差額の損失を被っているといえるのかもしれないが、それはあくまでも理論的に仮定した損害であると考えべきである。また、会計的に考えても、当該差額は評価損ともいえるもので、現実には発生した実現損とはなっていない

---

<sup>342</sup> たとえば、実際の売却価格が 100 円の場合、想定価格は 110 円より 120 円の方が賠償額が大きくなる。そこでの前提は、実際価格 < 想定価格である。このように考えないと、売却株主が原告となるメリットはないことになる。

<sup>343</sup> Seagate, 843 F. Supp. at 1359. ウォーカー (Walker) 判事の意見。

<sup>344</sup> Fed. R. Civ. P. 23(a)(4). Scudder, *supra* note 104, at 443.

<sup>345</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1155.

<sup>346</sup> Quoted[... he lost the money? ... All they are asking is not for evidence,...].

いといえる。このような評価損についてまでも法律上の損失と考えるならば、場合によっては、被害者に理論的かつ恣意的な賠償請求を許すことになり、損害賠償請求制度の趣旨に反することになる可能性があるように思われる。法律上の損害とはあくまでも、現実発生したと認められる実現損に限るべきであると考ええる。

第六の問題点は、この方式が取引後の価格の変動（下落）を考慮しないことであり、これがこの方式のメリットの一つとされている。しかしながら、加害者は不実開示という証券詐欺によってその不正な取引に投資者（被害者）呼び込んだということがいえる。このため、これまでも述べたように、不実開示の制裁・抑止の観点から、取引後の価格変動の結果を加害者に負わせることが必要とする見解<sup>347</sup>も存在する。この点、後述するチェyson方式における考え方は、加害者（発行会社）は、投資者を騙す詐欺を行い、それにより投資者の投資決定の機会を奪い、不当な証券取引に投資者を誘い込んだことから、当該取引によって生ずる価格変動リスクについてすべて責任を負うべきであるとするものである。したがって、このように加害者の責任を問う考え方においては、現実損害賠償方式よりもチェyson方式の方が妥当と考える。さらに、過失・不注意による不実開示と投資者を騙す意図的な詐欺の賠償責任が同列に扱われてよいのかという問題もある<sup>348</sup>。意図的な詐欺には現実損害賠償方式を用いる理由がなく、より多くの賠償額とすべきであるという考え方である。そこでは、利得に応じたペナルティーの必要性を認めるというもので、加害者の得た利益にも着目して賠償額を算定するという利得参照型損害賠償方式へとつながっていくことになる。さらには、いくつかの有力説では、現実損害賠償方式は、差額だけの賠償であることもあり、規則 10b-5 における不実開示、証券詐欺の抑止や損害の賠償の趣旨に寄与するのか疑問であるとするものもある<sup>349</sup>。

### 3. 修正現実損害賠償方式 (The Modified Out-of-Pocket Measure)

#### (1) 意義

修正現実損害賠償方式は、現実損害賠償方式において想定価格を算定することが困難なことから、それに代えて訂正情報が市場に吸収された時（下落した時）の現実の価格を基準とする方式である。実際にはこの方式を取る判例が多いとされている<sup>350</sup>。この方式は、原告（投資者）が取引した実際価格と不実開示に関する訂正情報が発覚（公表）した後の価格とを比較して、その差額のすべてまたはその一部を損害とするものである。実際価格

---

<sup>347</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 344 ; Merritt A.L., A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation : Suiting the Remedy to the Wrong, 66 Tex. L. Rev 469 (1988).

<sup>348</sup> Langevoort, *supra* note 27, at 650.

<sup>349</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1102. McCormick C.T., Handbook of the Law of Damages (West Pub. Co. 1935), at 453 ; Note, Texas Gulf Sulphur: The Question of Remedy, 65 Nw. U. L. Rev. 486 (1970), at 505.

<sup>350</sup> 黒沼・前掲注(135) 85 頁。

と比較する価格は、取引時における不実開示がなかったと仮定した場合の想定価格ではなく、訂正情報が発覚した後の現実の価格である。この方式は、加害者（被告）を不実開示発覚後の合理的期間（それはそれほど長い期間ではないとされる）、市場価格の変動リスクにさらすことを意味している<sup>351</sup>。すなわち、不実開示発覚後の状況を勘案して被害者に生じた損害を回復しようとするものであることから、取引を取消して原状回復するという効果も有する。このためこの方式は、現実損害賠償方式と取消方式のハイブリッド方式ともいわれる<sup>352</sup>。この方式が、実際の取引価格と比較する価格を訂正情報が発覚した後の価格とするのには、三つの理由がある。第一は、現実損害賠償方式における取引時における不実開示がなかったと仮定した場合の想定価格の算定が困難であることである<sup>353</sup>。このため、現実の市場価格として把握できる、訂正情報の発覚（公表）後の価格を用いることとしたのである。したがって、算定方式としてはあくまでも代替的なものであり、消極的に方式を修正したということがいえる。第二の理由は、訂正情報が発覚した後の市場価格の変動こそ、投資者の損害の本質的なものとする考え方によるものである<sup>354</sup>。すなわち、不実開示訴訟における問題の核心は、不実開示が発覚したときの市場価格の動きであると考えている<sup>355</sup>。隠された事実がそれが発覚するまでは、株価の下落を引き起こさず、潜在的な経済的損失は発生していたとしても、実現損失は発生していないと考えられる<sup>356</sup>。このような考え方によれば、この方式は決して現実損害賠償方式の代替ではなく、修正方式というものの、本来あるべき方式であるということが出来る。第三の理由は、不実開示発覚後の市場価格と比較することにより、加害者を価格変動リスクにさらし、不安定な状態に置いて制裁的な意味合いを持たせるとともに、不実開示発覚後の状況を勘案して取引を取消す効果を狙っているといえる。この契約取消しの背景にあるのは、コモン・ロー上の二つの独立した別々の考え方である。すなわち、まず不法行為の概念から被害者の損害に焦点を当て、因果関係の観点から損害を限定する。次に、不当利得の概念から、加害者の利得に焦点を当て、たとえその利得が被害者の損害を超えていたとしても、不実開示を通じて加害者が得た利得を被害者に返還することを求めることになる<sup>357</sup>。これに対して、わが国の「不実開示発覚下落説」は、不実開示発覚後の価格と不実開示発覚直前の価格と比較するものである<sup>358</sup>。

---

<sup>351</sup> Thompson, *supra* note 109, at 353-354.

<sup>352</sup> Thompson, *supra* note 109, at 353.

<sup>353</sup> Lee, *supra* note 111, at 1269.

<sup>354</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 214.

<sup>355</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 214.

<sup>356</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 213.

<sup>357</sup> Thompson, *supra* note 109, at 350-351.

<sup>358</sup> 詳細は、第3章 日本法 第6節 損害賠償額の算定方式を参照。



## （２）修正現実損害賠償方式の種類

### ①チェイソン方式（The Chasins Measure）<sup>359</sup>

チェイソン方式は、不実開示により株式を取得した買主のための算定方法で、後述する株式を売却した株主のための③カバー方式とは対照的な方法である。この算定方法は、チェイソン 対 スミス・バーニー事件<sup>360</sup>で採用されたことから、チェイソン方式と呼ばれている。この方式による算定式は次のようになる。

$$\text{損害賠償額} = (\text{取得価格}) - (\text{その後の合理的期間内の最低価格})$$

すなわち、損害賠償額を、株式取得日における対価の公正価値（実際の支払価格）から不実開示発覚後の合理的期間内の特定日（訴訟開始日、不実開示発覚日、合理的期間の最終日など）における最低の公正価値（実際の市場価格）を控除して求めるという方法である。この方式は現実損害賠償方式よりも損害額が大きくなる傾向があり、取引時の想定価格が決定できないなどの状況では原告に有利である<sup>361</sup>。なお、原告が合理的期間の最終日までに当該株式を売却した場合には、売却日における対価の公正価値を控除することになる。

### ② 不実開示発覚後 90 日間方式<sup>362</sup>

不実開示発覚後 90 日間方式は、1995 年私的証券訴訟改革法が、損害賠償額を制限するとともに、その算定方法の確実性および簡潔性を図るため、新たに導入したものである。そこでは、「損害は、取得価額と不実開示発覚後 90 日間の取引平均額との差額を超えてはならない。」とする。実際の取引価格と比較する価格は、不実開示発覚後 90 日間の取引平均額になる。すなわち、投資者の実際の取引価格と、不実開示発覚後 90 日間の取引平均価格の差額を損失額（の上限）とするものである。その考え方は、不実開示発覚後、クラッシュ理論により実態以上に下落したような価格を採るのではなく、市場に徐々に吸収される 90 日間の平均価格を採ることにより、下落幅を緩和させようとしている。しかしながら、この 90 日間という期間は、市場の反応期間としては長すぎるとの批判もなされている<sup>363</sup>。

### ③ カバー方式（The Cover Measure）<sup>364</sup>

カバー方式は、不実開示により騙されて株式を売却した株主のための算定方法で、損害

---

<sup>359</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1107.

<sup>360</sup> Chasins v. Smith, Barney & Co., 438 F. 2d 1167 (2d Cir. 1970), *aff'd*, 306 F. Supp. 177 (S.D.N.Y. 1969).

<sup>361</sup> Lee, *supra* note 111, at 1273.

<sup>362</sup> Scudder, *supra* note 104, at 444.

<sup>363</sup> Scudder, *supra* note 104, at 446-447.

<sup>364</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1102-1107.

賠償額は、取引後の合理的期間内における株価の最高値から株主が受け取った対価の公正価値を控除する方法である。取引日の状況だけではなく、原告が、取引後に不実開示を知ったか、もしくは知り得るべき状況となったときまでの期間の株価の変動も考慮するものである。アメリカにおいては、前述したように、証券法および取引所法で救済の対象となる投資者は、証券の取得者のほか処分者も含まれる。このため、カバー方式のように、証券を処分（売却）した者のための算定方法があり、企業の非公開化（going private）時の不実開示の場合などにも用いることができる。この方式は、他に考慮する要素として、原告の投資知識・経験、不実開示の類型（たとえば、悪質性など）、損害賠償額の多寡なども検討したうえで算定する方法とされる。このため、画一的・定型的ともいえる現実損害賠償方式に比べて柔軟な解釈を可能とし、規則 10b-5 の趣旨に沿った方法といえる一方で、他の要素の考慮次第では、事案ごとに算定額が大きく異なってしまうという問題もある。

### （３）不実開示発覚後の市場価格下落の意味

投資者が証券を市場で取引する場合、通常、不実開示により高く吊り上げられた市場価格を、不実開示がないものと信頼して証券を購入する。一般に、不実開示発覚後に証券価格が変動（下落）するというのは、主に二つの要因が考えられる。第一は、発行会社の将来 CF が変化すると予想されることに伴う変動である。株価はその企業の将来 CF の割引現在価値であるとされている。このため、これまでの財務情報などに関する不実の情報が出されれば、それに伴い将来 CF が変化すると予想される場合があることから、株価も変動することになる。この場合のマーケットのネガティブな反応は、不実開示による高値部分が取り去られたというよりは、将来 CF への期待が変化したことによることを意味している<sup>365</sup>。

第二は、発行会社の信用が失墜することによる変動である。投資者は、通常、不実開示がないものと信頼して取引を行う。このため、投資者はその信頼が裏切られたと感じ、その企業の経営者に対する信頼や内部統制がこれまで考えていたものよりも低いと考え、これまでの企業経営に対する評価を下げることになる。以上のように、隠されていた企業の財務情報等が発覚して将来 CF が変化するという事実と、経営者等が当該情報隠しを行っており信用が失墜したということを区別することが決定的に重要であるとされている<sup>366</sup>。

### （４）ファイナンス理論による市場価格の変動（下落）額の算定

修正現実損害賠償方式のように、不実開示発覚後の市場価格の下落を考慮する場合、その下落額のどの部分が不実開示によるものなのかを明らかにすることも必要となる。そのためには、ファイナンス理論を用いることが有用である。そもそも、投資者の損害の算定にあたり必須の指標である株価（市場価格）とは、その発行会社の事業に関する法律解釈

---

<sup>365</sup> Ferrell and Saha , *supra* note 129, at 171.

<sup>366</sup> Dunbar and Sen , *supra* note 114, at 219.

によって決まるものではない。これまで述べてきたように、株価とは企業の将来 CF を反映し、資本コストを現在価値に割引いたものである<sup>367</sup>。換言すれば、上場企業の株価とはその企業の将来の事業成績の予想に基づいているといえる。このように、市場価格とは、法律解釈論ではなくマーケットに対する解釈論ともいえるファイナンス理論によっても決定されていることになる。したがって、損害賠償額の算定にあたっては、法律解釈論ばかりでなく、必然的にファイナンス理論の助けを借りなければならないこともあるであろう。実際、ファイナンス理論は、規則 10b-5 のクラス・アクションにおける損害の算定に有益であるとされている<sup>368</sup>。この理論は損害賠償額の算定に当たり、一定の前提を置くなど完全なものとはいえないものの、算定方法として確立された方法といえる。しかしながら、当初は、一部の裁判官や弁護士の間では損害の評価にファイナンス理論を適用することについて反対もみられたとされる<sup>369</sup>。たとえば、Basic 判決においてホワイ特判事は、伝統的な法律判断が経済理論に置き換わるとすれば、訴訟に混乱をもたらすとして反対している<sup>370</sup>。しかし、このような反対にもかかわらず、ファイナンス理論は、①損害賠償額の算定問題について紋切り型の解決策を提供して当事者に押し付けるというのではなく、たとえ訴訟当事者がファイナンス理論によって算定された価格に同意できないような場合でも、事実を体系づけて理論的に整理したり、問題となっている議論に焦点を当てるのに有用である、②そこでは問題の解決に役立つ一般的な枠組みや立証責任の分配（の視点）を提供することが重要である、③当事者において適用、認容された事項が和解に至る範囲を広げるような考え方を提供する、等の理由から認められるようになったのである<sup>371</sup>。現在では、大多数の裁判所はイベントスタディの有用性を認識し、専門家に対し株価の変動に対する影響で詐欺に関するものとそうでないものとの区別するよう求めるようになっている<sup>372</sup>。

このファイナンス理論については、前述したように<sup>373</sup>、最高裁は損害賠償額の算定が問題となった Daubert 事件<sup>374</sup>において、以下の四つの点を強調した。これが Daubert 基準<sup>375</sup>といわれるものである。第一は、算定理論および技術は、適切にテストされ一般に有効だとされていること。第二は、算定理論および技術にはピアレビュー<sup>376</sup>がなされ、信頼される雑誌等で公開されていること。第三に、エラー率が低く、算定理論および技術が信頼で

---

<sup>367</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1424.

<sup>368</sup> Cornell B. and Morgan R.G., Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 U C L A L. Rev. 883 (1990), at 900.

<sup>369</sup> Cornell and Morgan, *supra* note 368, at 895.

<sup>370</sup> 485 U.S. 224, 252 (1988) (White, J., concurring in part and dissenting in part).

<sup>371</sup> Cornell and Morgan, *supra* note 368, at 894.

<sup>372</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1427.

<sup>373</sup> 第 5 節 損害賠償額算定の訴訟法的側面 第 4 款 クラス・アクションと損害賠償額の算定参照。

<sup>374</sup> Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc. 509 U.S. 579 (1993).

<sup>375</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 955-957.

<sup>376</sup> 専門家による相互チェックのこと。

きること。第四に、算定理論および技術は専門家によって一般的に受け入れられていること、である。ただし、現在の専門家による算定方法は、以上の 4 点を必ずしも満たしておらず、この Daubert 基準を適切にクリアすることが重要であり、従来の方法の不十分な点をチェックし、正しい方法に修正することが求められるとする見解もみられる<sup>377</sup>。他方で、後述するように理論の枠組みなどについて一定の前提を置いていることから、問題の事案に当てはまるかどうかの検証が必要であり、その限界も認めなければならないことに留意する必要があるとされている<sup>378</sup>。このようなファイナンス理論により、不実開示に関する損害賠償額を算定するにあたっては、具体的には、次に述べるイベントスタディの手法によることとなる。

## （５）イベントスタディ

### ① 意義と効用

損害の因果関係について検討する場合、これまで述べてきたように、ファイナンス理論におけるイベントスタディの利用が有益であるとされている<sup>379</sup>。イベントスタディとは、不実開示発覚（公表）後の市場価格の動きを分析して、不実開示に係る市場価格の下落とそうでないものを区別する手法である。イベントスタディは、政策分析における最も成功した経済学の利用と呼ばれており、その手法は、企業価値の評価に係るあらゆるタイプの新しい情報が市場価格に与える影響を測定するためのツールとして、フィナンシャルエコノミストによって用いられるものである<sup>380</sup>。これは、企業情報と株価変化との間の因果関係の存否を実証的に検証する研究手法で<sup>381</sup>、具体的には、統計的回帰分析により、株価のような独立の変数に対するイベント（企業情報等の公表等）の効果を調べる方法である<sup>382</sup>。そもそも、企業に関する何らかの情報が公表されると株価や取引高はなぜ反応するのか、それは、情報に含まれているサプライズ（surprise）部分が、当該企業の将来 CF に対する予想、当該株式の将来リターン（あるいは将来株価）に関する個々の投資者の期待、あるいはそれを集合した市場全体の平均的な期待を変化させるからであるといわれている<sup>383</sup>。

Beaver や Morse は、決算発表に対するアメリカ証券市場の反応を調査し、その発表時点（イベント・デイ）において有意な株価および取引高の反応が生じることを示す証拠を提

<sup>377</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 955-956.

<sup>378</sup> Cornell and Morgan, *supra* note 368, at 900.

<sup>379</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 215.

<sup>380</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1426.

<sup>381</sup> 須田一幸＝山本達司＝乙政正太『会計操作』177 頁（ダイヤモンド社、2007）。

<sup>382</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1426.

<sup>383</sup> Beaver W., The Information Content of Annual Earnings Announcement, *Journal of Accounting Reserch* 6 (supplement) (1968), at 67-92, Kim O. and Verrecchia R.E., Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements, *Journal of Accounting Research* 29 (1991), at 302-321. 須田ほか・前掲注（381）175 頁。

示している。わが国においても、個別・連結決算発表に対する有意な株価と取引高の反応を検出する研究がある<sup>384</sup>。すなわち、公表された決算情報には、市場参加者の事前の期待を変更させるに足る十分な新情報が含まれているのである。粉飾決算企業に対して、このようなイベントスタディの研究手法を適用したのが、Feroz & Pastena<sup>385</sup>と Dechow & Sweeney<sup>386</sup>である。両研究とも、違法な会計操作で財務諸表上の利益を過大計上し、SECに摘発・処罰された企業を分析している<sup>387</sup>。このように、イベントスタディの活用は、すでに40年に及ぶ実績があり非常に有効とされており、不実開示訴訟の解決に適し、今や学説の研究にも欠かせないツールとなっている<sup>388</sup>。

## ② イベントスタディによる分析

### (a) 前提

イベントスタディは、ある企業の証券の価格と価値は、当該企業固有の情報のディスクロージャーが証券価格に影響を与える期間を除き、連動して変化するという前提を置いている<sup>389</sup>。さらに、効率的市場仮説が成り立つこと、および市場取引価格が最適な価格となることが必要である<sup>390</sup>。

### (b) 分析枠組み

イベントスタディでは、不実開示に関係するものだけを取り出すことが重要であり、当該不実開示に関係しない経済全般の要因や関連業界、当該会社の個別要因を除外することが必要となる<sup>391</sup>。損害の算定には、なかりせば分析 (but-for analysis) を用いる。すなわち、クラス期間中に不実開示がなかったとしたならば価格はどうなっていたか、ということを経算定することになる<sup>392</sup>。その分析に当たり、原告側の専門家は、会社の発表のすべてが詐欺に関係するなど一般的に詐欺を出来る限り広く定義しようとする。一方、被告側の専門家は、当該企業の詐欺に関係のない要因を出来る限り広く取ろうとする。このような専門

---

<sup>384</sup> たとえば、桜井久勝＝後藤雅敏「決算発表に対する株式市場の反応—個別・連結会計情報に関する日次分析—」企業会計 37 巻 11 号 86-91 頁、12 号 68-75 頁 (1985)、石川博行『連結会計情報と株価形成』(千倉書房、2000) がある。

<sup>385</sup> Feroz E., Park K. and Pastena V., The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing releases, *Journal of Accounting Research* 29 (1991), at 107-142.

<sup>386</sup> Dechow P., Sloan R. and Sweeney A., Causes and Consequences of Earnings Manipulation : An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* 13 (1996), at 1-36.

<sup>387</sup> 須田ほか・前掲注 (381) 175 頁、176 頁。

<sup>388</sup> Allen, *supra* note 287, at 955-958, 968.

<sup>389</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1426.

<sup>390</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 215.

<sup>391</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1428.

<sup>392</sup> Allen, *supra* note 287, at 957.

家同士の攻防が今日の証券詐欺訴訟の核心の一つでもある。イベントスタディを行うアナリストは、たとえば、ある株式だけがマーケット全体やその産業固有の動きと異なる変化を示した場合、それを「アブノーマルリターン」として注目する。そしてそのアナリストは、この「アブノーマルリターン」が詐欺によるのかそうでないファクターによるものなのかということを決定することになる<sup>393</sup>。

イベントスタディ分析の枠組みは、以下の四つで説明されている<sup>394</sup>。第一は、産業指標の適切な選択で、これには、真に比較可能な企業の選択が必要となる。第二は、イベント範囲の長さで、マーケットのクラッシュ効果（オーバーリアクション）に対する考慮が必要である。第三は、不実開示発覚後の長引く効果がある。これは、不実開示発覚後、真実が徐々にマーケットに浸透する場合があります、この場合には、1日だけの異常な株価のリターンだけでなく、もっと長い期間の状況をみる必要がある。すなわち、変数、期間の取り方に対応が必要となるのである。第四は、他のイベントの発生である。不実開示とは別の他のイベントが発生すると、問題を複雑にして算定を難しくさせることになる。さらに、私見では、デイトレーダーや超高速回転売買を行うヘッジファンドなどの問題もあり、このようなことも算定を一層困難にする要因になると思われる。したがって、イベントスタディの結果を万能視することなく、一つの有益な資料と捉えることも必要であろう。

### (c) 算出方法

損害賠償額は、次の算式で示すことができ、そこにおける高値部分をイベントスタディで算出することになる。

$$\text{損害賠償額} = (\text{高値部分})^{395} \times (\text{損害を受けた見積株数})^{396}$$

そこでは、証券取得から売却までの期間が長くなるほど、詐欺以外の要素が生じる。したがって、不実開示が損害に作用したというだけでは不十分であり、実際に損害を引き起こしたことが必要となり、それが法律の求める要件であるとされる<sup>397</sup>。イベントスタディによる高値部分の算定モデルとしては、クラス期間前から詐欺がなされた期間にかけて、そしてその後の訂正ディスクロージャーにかけてのデータを利用することになる。クラス期間中の高値部分の計算は、実際の価格ラインからモデルにより見積もられた正常価格ラインを控除して算出する。そこでは、①適用されるマーケットモデルは特定・明示されな

---

<sup>393</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1428-1429.

<sup>394</sup> Ferrell and Saha, *supra* note 129, at 165-168.

<sup>395</sup> 一般に、証券不実開示訴訟の事案では、高値部分は損害の直接的な原因だけで構成されているものではないという前提が置かれる。

<sup>396</sup> TMTM モデルを用いたパラメーターなどで理論的に算定する。

<sup>397</sup> Allen, *supra* note 287, at 957.

ければならず、②イベント期間は具体的に指定されなければならない。たとえば、計算日は1日だけではなく、少なくともその前後1日、合計3日間が必要である。さらに、③イベント自体の設定内容が最も重要となる<sup>398</sup>。

### ③ イベントスタディの問題点

以上のように、非常に有用な側面があるイベントスタディであるが、次のような問題点も指摘されている。すなわち、イベントスタディは、市場価格の変動について、統計的な重要性を見つけることはできるものの、同時に発生した事実がある場合、いずれの事実が価格の下落を引き起こしたのかを決定することはできない。そのような場合には、カンパニーリスクとマーケットリスクの区分、二次的損失の有無の検討、関連事実の発覚の原因分析といったアプローチも併せて必要となるとされている<sup>399</sup>。

### (4) 修正現実損害賠償方式の問題点

修正現実損害賠償方式には、前述のとおり、①この方式が現実損害賠償方式の代替方式であるということ、ないしは、②不実開示公表後の価格の下落こそ、投資者の損害の本質であるとする二つの異なる考え方がある。しかしながら、この修正現実損害賠償方式が代替的な方式であろうとなかろうと、また消極的な理由か積極的な理由かにかかわらず、この方式には次のような問題点があるとされている。第一は、訂正情報の発覚（公表）後の価格というのをいつ時点（期間）の価格とするのかという問題である。訂正情報が市場に吸収されたと時点であると考えても、いつの時点で市場に吸収されたとするのかということになる。すなわち、いつ時点もしくはいつまでの市場価格を採るのかという問題があるのである<sup>400</sup>。そこで、この問題を考えるにあたっては、まず、訂正情報が発覚（公表）した後になぜ市場価格が下落するのかということを考察しておく必要がある。

第二は、不実開示発覚後90日間の平均価格規定の妥当性・合理性の問題である。現在のマーケットは、一般的に、情報に対して敏感に反応し、程度の問題こそあれ効率的であるということを前提としている。このため、市場が情報に素早く反応することを考えれば90日間もみる必要があるのか、という問題が出てくることになる。すなわち、私的証券訴訟改革法の90日間規定だと、我々の市場は訂正開示後3カ月も情報に対して非効率であるという批判もなされている。さらに、90日間もの事後期間は、原告に訂正開示後の株価の状況を見させるという機会主義を与えてしまうことにもなる。90日間も事後の市場価格の動向を考慮するということは、結果として不実開示に無関係の事項を取り出すことにつながるために、意味のある規定ではない。このため、もっと短い事後期間とするべきであると

<sup>398</sup> Allen, *supra* note 287, at 957-959.

<sup>399</sup> Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 215-218.

<sup>400</sup> Lee, *supra* note 111, at 1267-1268.

の主張もなされている<sup>401</sup>。第三は、修正現実損害賠償方式のように、不実開示発覚（公表）後の株価の下落を基準とすべきではないとの見解である<sup>402</sup>。これは、不実開示発覚後の価格の下落こそ、投資者の損害の本質であるとする見解と真っ向から対立する。その理由は、価格の下落には不実開示の発覚と因果関係が明らかなケースとそうでないケースがある。因果関係が明らかでないケースにおいて、下記の例のように、不実表示の発覚があってもなくても損失があると認められるような場合、当該発覚に拘るのは妥当でないからであるとされる。さらには、企業が不実開示の公表（発覚）を操作することも考えられ、公表を遅らせて他の悪いニュースと一緒にしてしまうという方法も考えられるからである。具体的には、次のような事例が挙げられている。

（事例）

（A ケース）：不実開示と損害との因果関係が明らかなケース

10 円の株価が不実開示により 30 円に上昇、その後不実開示が発覚して 10 円に下落。このケースでは、不実開示発覚後に大きく株価が下落しているから、通常、因果関係が明らかとされる。

（B ケース）：因果関係の判断が難しいケース

10 円の株価が不実開示により 30 円に上昇、その後、実際の財務状況を開示、10 円に徐々に下落。このケースでは、因果関係が明確には認められにくい。

しかしながら、上記 A ケースも B ケースも同じ損失があるといえ、違いは単に不実開示の公表（発覚）の有無という違いがあるだけである。このため、悪知恵のある経営者は、詐欺の発覚時期や方法を操作することにより責任を回避することができる場合が出てくるとも考えられる。たとえば、不実開示後、市場が実際の適正価格をつけた後で、当該不実開示を公表すれば、理論的にもはや株価は下落しないことになる。すなわち、不実開示と株価下落を厳密に結びつける方式のもとでは、多くの株主が吊上げられた株価で損害を受けているケースでも、責任を免れる企業が出てしまうことになるのである<sup>403</sup>。また、株価は企業の将来 CF を反映し、資本コストを現在価値に割引いたものである。たとえ企業の詐欺公表後に株価が下落しなくても、マーケットの当初の将来 CF の予想とその後の詐欺に關係するディスクロージャーに関連があると認められれば、損害因果関係の要件は満たしていることになる<sup>404</sup>。このように、私見でも、単に株価の下落だけをもって損害因果関係の要件を満たすと考えるのは問題があるように思われる。

---

<sup>401</sup> Scudder, *supra* note 104, at 446-447.

<sup>402</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1443-1444.

<sup>403</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1445.

<sup>404</sup> Eisenhofer *et al*, *supra* note 124, at 1446-1447.



これまでみてきたように、アメリカにおける損害賠償額の算定方式は、従来、損失を対象とする現実損害賠償方式および修正現実損害賠償方式という損失対象型を中心に考えられてきた。すなわち、投資者は何を失ったといえるのか、それを中心に考察・検討しようというものであり、そこでは、投資者はいかなる利益を得ようとしていたのか、ないしは、発行会社は不実開示によりいかなる利益を得たのかという利益・利得についての考慮がなされていない<sup>405</sup>。しかしながら、投資という経済行為は、そもそもリスクをとって利益を追求するものであるところ、そこでは、「何を失ったのか」だけではなく、「何を得ることができなかったのか」ということも、その行為の本質からして当然に問題となるものと考えられる。また、視点を変えれば、投資者（被害者）が損失を受けたということは、利益を得ることができなかったということであり、その場合の利益とは何なのか、それはどのように評価・算定されるべきなのかということも問題となりうる。さらには、被害者が被った損失に対し、加害者は利益を受けたということもいえそうである。そうだとすれば、投資者の損害としては、実際に生じた証券価格の下落や不当に高く吊りあげられた高値部分という損失に対応するものとして、投資者が得ることができなかった利益、さらには、加害者が得た利益にも目を向ける必要があるのではないだろうか。そのような考え方による算定方式が、次に述べる利益対象型の損害算定方式である。

#### 第4項 利益返還方式

##### 1. 概要

一般に、不当利得における利得と違法行為との関係は、不法行為における原告の損害と不実開示との関係ほど近い（強い）関係にあるものではない。本項で考察・検討の対象とする利益返還方式における「利益」とは、証券取引の相手方や加害者である発行会社およびその役員等（被告）が得たと考えられる「利益」だけではなく、被害者である投資者（原告）が得ようとしていた「利益」も含んだものである。被告が得た利益が「不当利得」であるとすれば、投資者（原告）が失った利益は、「機会の喪失」であるということもいえる。それは、あくまでも、投資者が得ようとしていた「最終利益」ではなく、もはや「最終利益」を得る「機会を喪った」ことを損害と評価するものである。したがって、検討されるべきなのは、不法行為責任とともに、不当利得の理論や機会の喪失（Loss of Chance）理論であるといえる。さらに、現実損害賠償方式などの損失対象型が、当事者に発生した利益や今後発生するかもしれない未実現利益を一切考慮しない一方、利益返還方式は、基本的には、被告が得たいかなる利益も原告に対して賠償させようとするもので、原状回復方式のように取引後に生じた被告の利益の賠償を原告に認めることになる。そこでは、原告に対し違法行為により生じた損害の証明を求めず、むしろ不実開示から生じた被告の利得に目を向ける。また、機会の喪失論ならば、原告が失った利益に目を向け、その利益を得る

---

<sup>405</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1160.

機会を失ったことを損害として捉えることになる。この利益返還方式には、理念型として次の二つの方式が考えられる。第一は、不当利得の理論に基づくもので、被告が不当に得た利益を返還させる不当利得返還方式である。この方式は被告の利益に着目することから、当然ながら利益対象型となる。第二は、機会の喪失論に基づくもので、原告が失った利益にも着目し、その利益を得る機会を失わせられたことを損害と捉えるものである。この方式は、原告の利益に着目することから、利益対象型であるといえる。以下、これらの方式をみていくこととしたい。

## 2. 不当利得返還方式 (Windfall Damages) <sup>406</sup>

### (1) 意義

不当利得返還方式は、加害者（被告）が不当に得た利得を原告に返還させることを目的とする方式で、その得た利得を損害の対象としていることから、利得対象型方式と結びつくことになる。この方式は、原告の損失を填補するというよりは、不実開示の制裁・抑止という面が強い。加害者の得た不当利得が原告の損失を上回る場合に、当該利得を取り上げなければ、加害者（被告）を制裁して不実開示を抑止することにはならないからである。ただし、当初は、制裁・抑止という考え方はそれほど強くはなかったようである。すなわち、いわゆるタナボタ損害方式として表現されるように、加害者が得た利益を被害者も得たはずであるから、当該利益を吐き出させるというもので、判例もそのような考え方を採っていた。そこでは、加害者が詐欺によって被害者の証券を取得した後、当該証券を転売して利益を上げた場合、その利益相当額を被害者が取得できたはずであったとして、被害者に賠償させたのである。そこからさらに、加害者が転売利益を得ていない場合においても、不当利得を保持させるのは公平の原則に反するという考え方が唱えられるようになった。

ただし、この方式で問題となるのは、不当利得としての加害者（被告）からの利益の剥奪について、その根拠をどのように考えるかということである。これには、二つの根拠が考えられる。まず一つ目の根拠は、タナボタ方式における考え方のように、不実開示によって被告が得た利益というのは、当該不実開示がなければ、本来、原告である投資者が得ていたはずである、と考えるものである。具体的には、原告は不実開示という詐欺行為がなければ証券をその価格で売らなかったはずであり、被告が転売した価格で売ったはずであるとするものである。このケースでは、不実開示により騙されて証券を売却した売主が原告、原告を騙して証券を取得した買主が被告となり、被告は当該取得した証券を第三者に転売して利益を得たというような場合、原告（売主）は被告（買主）が証券を転売して受け取った価格と原告の売却価格との差額を損害賠償として受け取ることになる。この方式は、騙されて証券を取得した買主にも認められるものの、証券を売った被告の不当利得

---

<sup>406</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1121-1125.

を認めるのは、証券を買った被告が転売して不当利得を得たときより難しいことになる。二つ目の根拠は、他人の利益を侵害ないしは損害を与えることにより、利得を得るということは認められないと考え、被告に対する制裁および不実開示の抑止のため、被告の利益をはく奪して原告に与える、というものである。判例では、騙した者に利得させておくよりも、騙された者にその利得を与えた方が妥当であると判示されている<sup>407</sup>。

## （２）利益の評価および算定

裁判所は、投資者の損害として加害者等（被告）の利益を評価するに当たり、被告の転売価格を不実開示における原告（投資者）の損害（公正価値）として利用している<sup>408</sup>。すなわち、被告が不実開示により原告から証券を取得してそれを転売した場合、被告の得た利益は転売して得た利益相当額とするのである。一方、被告が不実開示により原告に証券を本来よりも高値で売却した場合、当該高値部分のみならず、売却額全額を被告の得た利益と考える。これは、売却額という被告が得た収益は、被告に流入した資産の増加であり、当該増加分を被告に対する制裁の見地からいわば没収して、被害者に返還させると考えるものである。ただし、流通市場における証券取引の場合、不実開示による被告（発行会社）の利益は、発行市場における発行会社の利益ほど明確に把握することは困難である。具体的には、財務状況を粉飾したことによる銀行借入金金利や社債発行金利の低減分などが考えられるものの、一般的にはその算定は困難かつ煩雑である。このため、会社の得た利益等も勘案して算出される民事制裁金相当額を、会社の得た利益相当額であるとみなすことが合理的な算定方法であるように思われる。さらに、発行会社の役員や外部協力者がその見返りとして報酬を得ているような場合には、当該報酬相当額も利益相当額として算定し、没収することが必要である。なお、原告の損失は騙されて取得した証券の転売によって生じた損失や得た利益にまでは影響されないと解すべきである。

## （３）問題点とその対応

不当利得返還方式の問題点としては、次のような二つが挙げられる。第一に、被告の得た利益の算定が困難な場合があることである。第二は、不実開示の抑止および被告に対する制裁の実効性という問題である。被告の得た利益を没収して原告に返還するだけでは、単に当初の状況に戻るだけに終わってしまう。これは不当利得を被告に得たままにしておくことよりは効果があるものの、被告は不実開示をしなかった当初の損も得もしない状態

---

<sup>407</sup> *Rochez Bros. v. Rhoades*, 491 F.2d 402 (3d Cir. 1973). ; *Thompson*, *supra* note 109, at 357.

<sup>408</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972) ; *Rochez Bros. v. Rhoades*, 491 F.2d 402, 411-12 (3d Cir. 1974), *cert. denied*, 425 U.S. 993 (1976) ; *Janigan v. Taylor*, 344 F.2d 781, 786 (1st Cir.), *cert. denied*, 382 U.S. 879 (1965) ; *Speed v. Transamerica Corp.*, 135 F. Supp. 176, 186(D. Del. 1955). ; *Jacobs*, *supra* note 107, at 1121.

に戻るだけである。すなわち、不実開示が発覚すれば不当利得を返還し、発覚しなければ当該利得を保持できるとするならば、発覚するリスクを考慮にいれて不実開示を行うインセンティブはなくなることになる。したがって、被告に対して制裁を課すには、被告の得た利得に加えてさらに何らかのペナルティがなければ、結果として不実開示の抑止につながらないであろう。

このため私見では、私人による損害賠償<sup>409</sup>と SEC による民事制裁金というダブルのペナルティを課すことが必要であると考え。また、サーベンス・オクスリー法は、SEC が民事制裁金を違反行為の被害者のための「吐き出し」基金に加えることができるようにしたところである<sup>410</sup>。このように、損害賠償と民事制裁金の組み合わせにより、不実開示の制裁・抑止効果は飛躍的に高まっていくように思われる。さらに、次のように、法人に対する罰金を被害者に分配することを提案する見解もなされている<sup>411</sup>。そもそも、企業は不正を犯すリスクを投資者も負わなければならないとすれば、それら投資者は少なくとも徴収された罰金の一部を受け取る権利を有するという考え方も成り立つことになる。その罰金が十分に高額であれば投資者の損害は相当程度埋め合わされる。そして、罰金額は損害賠償額の総額、発行株総数、詐欺に対する抑止力を持つレベル等といった観点により決定されることになる。そして徴収された罰金は、クラス当事者に各自の取引（保有）高に基づき、もしくは、専門家が示したプライスラインとバリュースラインを利用するなどの基準によって、分配されることになるのである。そもそも、罰金とは国家が科し、国家に帰属するものではあろうが、このように、行政制裁金のみならず、刑罰の一つである罰金についても、被害者に配分すべきであるとの主張がなされること自体、法のエンフォースメントや私的自治を重視するアメリカ社会の特徴がよく現れているように思われる<sup>412</sup>。

### 3. 機会の喪失 (Loss of Chance) 賠償方式

#### (1) 意義

これまでみてきたように、規則 10b-5 に違反する取引には実にさまざまなケースがある。このため、従来から規則 10b-5 違反の特別な取引にも適用できる損害算定方式が必要であるとされてきた<sup>413</sup>。その特別な場合の一つが、これまでもみてきた合併など企業結合における当事会社の不実開示で、そこで投資者の損害として採られたのが、機会の喪失 (Loss

<sup>409</sup> そこには三つの種類の損害賠償額がある。①修正損害賠償方式により算定したもの、②不当利得返還方式により算定した被告の不当利得相当額全額、③機会の喪失方式により算定した原告の機会の喪失損である。

<sup>410</sup> 黒沼・前掲注 (203) 234 頁。サーベンス・オックスリー法 308 条(a)項。

<sup>411</sup> Goldman, *supra* note 125, at 266-269.

<sup>412</sup> わが国の場合も、罰金はともかく、アメリカの民事制裁金に相当する課徴金の一部を被害者基金のようなものに充当することは、政策的に考えることができるように思われる。このように考えれば、課徴金と罰金の二重処罰という問題はなくなるようにも思われる。

<sup>413</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1125.

of Chance) 方式である。ただし、第 2 節 判例の展開 でもみたように、事例は極めて少ないものとなっている。この方式は、不当利得返還方式と同様に利益を対象とするものである。ただし、その利益は加害者ではなく、被害者の利益であることが大きな特徴である。すなわち、投資者が得ようとした利益に着目し、投資を行う機会ないしは権利（期待権等）を喪失したことを損害と捉えて算定する方式である。ただし、そこでの利益は、投資者が得ようとした最終利益の全額ではなく、あくまで当該最終利益を得る機会を可能性として換算したものとなる。

この方式の特徴は、極めて理論的であるとともに、現実的であることが挙げられる。まず、理論的側面としては、投資者の自由な意思決定を妨げ、資本市場の効率性を阻害したことによる損害であり、いわば抽象的な損害でもあることから極めて理論的といえる。一方、理論的かつ抽象的ともいえる損害であることから、実際に投資者に「現実の損害」が生じているのかという、取引所法 28 条(a)項との関係が問題となる。他方、現実的側面としては、機会の喪失とは、投資者が得ようとしていた最終利益の一部として算定されることから、一般に損害額は高額とはならないといえる。したがって、不当な訴訟の濫用を招くことにはならないであろう。とりわけ、乱訴の弊害が顕著にみられるアメリカでは、このことが実際問題として特に重要である。なお、この機会の喪失論は、反事実的条件分析にも影響されることがない理論である。なぜならば、機会の喪失論は、原因と最終結果の因果関係を問題としているのではなく、最終結果に至る過程における機会が奪われたことを問題としているからである。すなわち、原因と最終結果がどうあろうと、投資機会が奪われたことはすでに起こった客観的事実であり、そのことは分析上、原因や最終結果の状況によって変わるものではないといえる。

## （２）算定方式の事例

アメリカにおいてこの方式は、（１）で述べたように、特別な取引における賠償方式であるとされており<sup>414</sup>、具体的には、次のように合併や投資ファンドなどのケースがある。

### ① 合併等の企業結合のケース

合併を評価・検討する権利・機会の喪失は、賠償されるべき損害であり、合併時の存続会社株式の価値に相当する対価および金利相当額を認めたものがある<sup>415</sup>。

### ② 投資ファンドのケース

投資ファンドを利用する投資者は、当該ファンドに不実開示があった場合、それによって利益を得る機会を喪失したとして、不実開示と損害との因果関係を立証できれば賠償が

---

<sup>414</sup> Jacobs, *supra* note 107, at 1125-1130.

<sup>415</sup> Swanson v. American Consumer Indus., Inc., 475 F.2d 516, 521 (7th Cir. 1973).

認められる<sup>416</sup>。なかでも、投資ファンドを利用して事業を行っている機関投資家のような場合には、その立証は比較的容易であるように思われる。通常、投資ファンドの投資方針等は予め開示されており、それと異なる投資を行ったことが、たとえば SEC の調査等により判明すれば、機関投資家等はそれを基に立証できるからである。なお、そこでの損害賠償額は、直近の配当実績を基に市場動向等を勘案して合理的と思われる額を算定することになろう。

### （３）機会の喪失方式の問題と対応

以上のように、機会の喪失方式には有益な面がある一方で、次のような三つの問題点があると考えられる。第一は、算定にあたり、機会ないしは可能性の評価をしなければならないが、それを定量的に評価することは一般に困難なことである。そして、その困難度も事例によりかなり異なることが考えられる。

第二は、機会・可能性の評価については、株価等のように客観的な指標が存在しないことから、一定の前提を置いた見積評価とならざるを得ない。このため、前提の置き方次第では複数の異なる額が算定されることが考えられ、いずれを採用するか当事者間で争いが生じるおそれがある。このため、ファイナンス理論や市場理論などを利用して、妥当で合理的と判断できるような算定方式を構築することが必要となる。たとえば、投資者が投資した企業と同業種・同規模で不実開示がない一定数の企業を選び、当該企業の市場価格の変化などを参考に、投資者が利益を得られたかもしれない可能性と利益額を推定すること等が考えられる。なおその際、算定の根拠とした数値とその理由などの開示が必要となるであろう。さらに、フランスで多くの証券不実開示訴訟に利用されている機会の喪失算定方式を参考とするのも有益である。第三は、アメリカでは、この方式が特別な取引における方式であるとされていることから、第 2 章で述べるフランスのように、不実開示事例において、個人投資者なども含めた投資者一般の損害算定方式には、直ちになりにくいように思われることである。

## 第 5 項 算定方法の形式

### 1. 算定方式の実質と形式

損害賠償額の算定方式は、実質<sup>417</sup>と形式<sup>418</sup>による区分が考えられる。まず、実質的区分としては、個々の原告の個別事情（証券の取得価格など）を考慮しない単一賠償方式と、

---

<sup>416</sup> *Zeller v. Bogue Elec. Mfg. Corp.*, 476 F.2d 795, 801-03 (2d Cir. 1973).  
*Jacobs*, *supra* note 107, at 1146.

<sup>417</sup> ここで「実質」というのは、実際に事物に備わっている内容や性質のことで、「形式」と対比させて用いている。

<sup>418</sup> ここで「形式」というのは、算定方法が存在するときに表に現れている形、外形という意味である。

個々の原告の個別事情を考慮する個別賠償方式である。次に、形式的区分としては、一つの事案について一つの算定方式しか認めない単一形式と、状況に応じて複数の形式を認める複数形式が考えられる。単一賠償方式は、単一形式としか結びつかない一方、個別賠償方式は、単一形式とも複数形式とも結びつくと考えられる。

また、損害賠償額の算定方法の形式については、大きく分けて二つの考え方がある。一つは投資者の損害には、いろいろな態様が考えられ、問題は複雑である。したがって、単一の算定形式はなく、裁判所はそれを作ろうとすべきでもないとの見解である。そこでは、事案に応じたアドホック (ad hoc) な算定形式が模索される。そして、裁判所は原告が被告に対して厳しいリスクを負わせて賠償を求めることについて、公平な解決を図るべくバランスを取り続けなければならないことになる<sup>419</sup>。他の一つは、単一の算定形式を前提に考えるものである。これについては、これまで様々な算定形式をみてきたように、アメリカにおいてはあまりみられないように思われる。なお、第2章 フランス法で述べる機会の喪失算定方式のみを唯一の方式とする判例・学説は、単一の算定形式を採っているといえそうである。

## 2. 算定方式の実質的区分

### (1) 単一賠償方式

単一賠償方式とは、原告ごとの個別事情を考慮せず、一つの算定方式を採るものである。この方式では、原告ごとに証券の取得および処分時期が異なる結果、それぞれ取得価格や処分価格が異なることや、証券を既に処分してしまった処分株主と未だ証券を保有している保有株主との違いなどを考慮しない。このため、不実開示発覚日の市場価格や発覚後 90 日間といった市場価格を基準とした算定方式となる。したがって、すべての原告について、同一の数値を内容とする算定方式<sup>420</sup>が適用される結果、原告すべての一株当たりの損害賠償額は同額となることがポイントである。この方式によると、すべての原告が同一の方式で算定が煩雑とならず、クラス・アクションに適したものであるといえる。

### (2) 個別賠償方式

個別賠償方式とは、原告ごとの個別事情を考慮し、それが原告の損害額に反映される方式である。ここでいう個別事情とは、証券の取得時期や処分時期、処分原告や保有原告か、などといったものである。このため、算定方式は、たとえば「(取得価格) - (処分価格)」という単一の方式であっても、そこに個々の原告の取得価格等が代入されることから、賠

---

<sup>419</sup> Lee, *supra* note 111, at 1279.

<sup>420</sup> ここで、「同一の算定方式」としているのは、たとえば、1株当たり損害額 = (不実開示発覚日の市場価格) - (発覚日後 90 日間の平均市場価格) で示されるように、客観的な市場価格による方式である。したがって、たとえ「同一」であっても、(取得価格) - (処分価格) のように、原告ごとの取得価格や処分価格を考慮する方式ではない。

償額は異なることになる。この方式では、原告の事情を賠償額に反映することができるというメリットを有する反面、算定が煩雑となり、クラス・アクションのような原告が多数となる訴訟には適さないというデメリットがあるといえる。

### 3. 算定方式の形式的区分

#### (1) 単一形式

単一形式は、一つの事案において、一つの算定方式しか認めないものである。この方式は、二つの状況において有用であると思われる。第一は、集団的解決を図る必要がある場合で、第二は、行政および刑事上の制裁に関係する場合である。第一の集団的解決を図る必要がある場合、被害者が多数存在するという状況のなかで、当該被害者個々の事情を勘案することが事実上困難な場合や、仮に個々の事情を勘案できたとしても、被害者間で利害が異なり個々に損害額を算定することの合意が得られないようなケースで有効である。この場合には、一般的には、同一の事案について一の方式でれば良いと思われる。したがって、上記の第一の考え方である、同一事案・単一方式、複数事案・複数方式になると思われる。

第二は、刑事処罰を行う必要がある場合で、損害賠償額の算定方法は、単一で一貫した方法に収束すべきであるとされることによる<sup>421</sup>。被害者ごとに損害賠償額が異なると、加害者の量刑上の斟酌が難しくなるようなケースで有効である。損害賠償額の算定方式が多種多様であるということは、証券詐欺罪などを適用して、加害者の量刑などに関して、裁判所、法律家、原告、被告など多くの関係者に混乱をもたらすとされている<sup>422</sup>。このため、議会がこの問題についての沈黙を破り、損害因果関係についての単一の理論を確立すれば、判決はもっと効率的で公正なものとなり得るとして、立法によって単一の算定方式とすることを求める見解もみられる<sup>423</sup>。確かに加害者を処罰するという刑事法の観点からは、被害者が受けた損害の大きさも加害者の量刑上の考慮に影響を与える場合があると思われる。その場合、損害賠償額の算定方法が多様で、被害者ごとに賠償額が大きく異なるようなケースでは、どの被害者の賠償額を基準にして検討すべきなのか、予測可能性などの観点から関係者に混乱が生じる場合もあると考えられよう。ただし、同じ証券詐欺罪の適用であったとしても、事件の内容や事情は個々に異なるのであり、複数事案・単一方式のように、事案が異なっても単一の方式を求めることまでは必要なく、かえってすべての事案において一つの方式とすることは、適正な刑事処罰の観点からは妥当でないといえよう。なお、第3章 日本法のところで述べるように、わが国の金商法 21 条の 2 では、推定方式が認められている。この方式は日本以外にはないもので、これによれば複数の異なる事案におい

---

<sup>421</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1159.

<sup>422</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1159.

<sup>423</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1159.



でも単一の方式が用いられ、しかもその結果、賠償額（一株当たり）も単一となることになる。

## （２）複数形式

複数形式は、同一の事案について、複数の方式を行うことを認めるものである。そもそも、投資者が受けた損害の状況や不実開示の状況などは、それぞれ異なっている。このため、それらの個別事情を考慮して賠償額を決定することが合理的であると考えるのである。すなわち、投資者の損害を、不実開示発覚後の市場価格の下落額のほかに、どの証券に投資するか選択する「機会の喪失」と考えた場合、そこでの損害は異なる二つの算定方式で導かれることになる。

本稿においては、投資「機会の喪失」損を、投資者の損害と考えているほか、投資者が保有する証券価格の下落や発行会社およびその役員等の得た利益までも、投資者の損害とみるべきであるという立場を取っている。このような場合、たとえば、①機会の喪失算定方式、②修正現実損害賠償方式、③不当利得返還方式という三つの算定方式が必要となることから、ここでいう複数形式が妥当することになる。

## 第7節 小括

本章では、アメリカにおける不実開示の事例について、投資者保護の枠組みとともに、損害賠償額の算定に関する判例・学説の考察・検討を行った。それにより、まず投資者の損害賠償額算定の枠組みが明らかとなった。そこでは、損害を投資者の財産状態に発生した現実のものに限定しようとする取引所法の「現実の損害」という規定があり、それが賠償額の算定方法に大きな影響を与えている。このため、発行会社やその役員等に対する懲罰的損害賠償は認められないほか、公開市場における投資者は、不実開示によって現実を受けた損害以上のものを賠償されるべきではないといわれている<sup>424</sup>。このような状況の背景としては、法令の規定や投資者の損害に関する考え方が、現実には被った損害の賠償というコモン・ロー上の概念や原状回復というエクイティ上の救済から出発していることが一つの要因であるように思われる。したがって、アメリカでは、この「現実の損害」を厳密に追求しようとし、取引の実態に応じて、①契約取消（原状回復）方式、②現実（修正）損害賠償方式、③不当利得返還方式、④機会の喪失方式といった様々な方式が採用されてきた。ただ、それらのなかでも、契約取消方式は、証券発行者と投資者に直接契約関係がないこと等から、公開市場における不実開示の事案には適していないとされ、比較的最近まで、実際には、不実開示による市場価格（価値）の下落分を損害とする、②現実（修正）損害賠償方式が実際には多いといわれてきた。

しかしながら、損害算定方式に関する過去の判例の傾向を分析したところ、1970～80年代までは、確かに、②現実（修正）損害賠償方式が多く用いられていたようではあるものの、2000年以降は、①契約取消（原状回復）方式や不当利得返還方式が多く用いられていることが窺える結果となった。その一方、現実（修正）損害賠償方式については、わずかしかならぬ用いられていないことが窺え、このような状況は、直近の文献においても示されている。このような状況が見られる一つの要因として、契約取消方式が採用されたと思われる事例では、公開買付や企業結合などM&Aに関連したものが多く、不実開示がその後の契約等に大きな影響を及ぼしたとみられるものとなっていることが挙げられる。また、原状回復方式についても、不実開示を行った役員等が刑事訴追を受けたとみられる事例が多くなっている。このような事例では、現実（修正）損害賠償方式のように、単に市場価格の下落だけを賠償させるのではなく、契約を取消す、ないしは、契約前の原状に回復させ、それに伴うリスクを加害者に負わせるとともに、加害者の不当利得を奪うことが必要と考えられていることがあるように思われる。さらに、不当利得返還方式の件数も多くなっているのは、加害者が不実開示により被害者の証券を取得後、転売して利益を上げたとみられる事例のほか、公開買付、インサイダーの事例もあり、そのような場合には、加害者の不当利得を奪うべきであるという考え方に基づいているように思われる。最後に、機会の喪

---

<sup>424</sup> Leas, *supra* note 139, at 385. これは、公開市場における投資者の損害が「現実の損害」に限られていることによるものとされる。

失方式がほとんど採用されていないのは、不実開示による影響が大きく、加害者の悪質性も強い場合、契約取消・原状回復方式や不当利得返還方式の方がより適していると考えているほか、機会の喪失論自体も一般的とはなっていないことであろう。このように、1970、80年代当時までは、証券不実開示の事例では、粉飾決算等、単純な財務諸表等の不実開示であり、現実（修正）損害賠償方式により発行会社等の責任を問えば済んでいたものが、2000年前後からは、不実開示により公開買付、M&A等の企業結合等の適切な契約が歪められ、加害者が利益を得ているような事例が多くなってきたということが指摘できるように思われる。

また、アメリカにおけるファイナンス理論の適用状況や理論の内容についてもやや詳しい考察を行った。そこでは、とりわけ、クラス・アクションにおいて、不実開示に影響を受けた株数の算定に様々な理論の適用が不可欠であることが明らかとなった。このほか、不実開示による証券価格の下落相当部分を分析するに当たっては、イベントスタディの利用が有効であり、より合理的な損害賠償額に寄与していることを示した。

以上からアメリカ法の特徴をまとめると、①事案に応じた様々な損害賠償算定方式の存在、②当初の現実（修正）損害賠償方式による事例が少なくなり、加害者の利得を奪う効果も有する、契約取消（原状回復）方式や不当利得返還方式が増加していること、③機会の喪失方式はほとんどみられないこと、③契約取消方式等の増加には、証券不実開示の事例が、単なる粉飾決算から公開買付・M&A等の企業結合に関連するものの増加が窺えること、④ファイナンス理論におけるイベントスタディが、不実開示に影響を受けなかった価格変動を分析するのに有効であること、といった以上四つの点にあるように思われる。

## 第2章 フランス法

### 第1節 総説および考察の順序

#### 第1款 総説

本章では、アメリカに次ぐ資本市場の規模を有する EU 市場のうちでフランスを取り上げる。フランスの金融・資本市場は戦後、国営銀行を中心とした規制色の強い閉鎖的な金融制度のもとに、歴史的に間接金融方式が主流であり、また、国営企業・同族企業が多く、上場企業数が少ないことや投資者も保守的で株式投資に消極的なことがその特徴とされてきた<sup>425</sup>。すなわち、フランスの金融・資本市場は、アメリカやイギリスの市場ほどには発展してこなかったということができよう<sup>426</sup>。このため、過去においては、投資者の損害といった問題に関する研究も法学者の関心を集めるものではなく、損害の評価については、より悲観的な論者からは「不可能なミッション」<sup>427</sup>である、また、より現実主義的な論者からは「いくつかの理論的方式に単純化することは困難である」<sup>428</sup>などと言われてきた<sup>429</sup>。その背景としては、証券取引に対するある種の偏見（それは投機であり、さらにはまさに賭け事であるという考え方）があったことも関係しているとされる。そうしたなかで、フランスの優良銘柄の取引がロンドン市場に流出していったことの危機感や、1986年の第一次民営化による市場規模拡大に対処するため、フランス版ビックバンとして市場整備が行われてきた<sup>430</sup>。こうして過去30年間にわたり、証券市場は経済社会の資金調達において、金融機関の代替的な役割を果たしてきたのである<sup>431</sup>。そして、証券投資の国際化と取引のグローバル化の時代においては、単に新たな資金を呼び込むことだけでなく、より良い損害回復の機会が与えられることがとりわけ重要となってきた<sup>432</sup>。しかしながら、一

<sup>425</sup> 国際金融情報センター（編）『変動する世界の金融・資本市場〔上巻〕日・米・欧（編）』143頁、152頁（金融財政事情研究会、1999）。

<sup>426</sup> フランスでは現在においても、航空機製造・防衛大手エアバス・グループはもちろん、電力やガス、鉄道など公的インフラ企業のほか、航空大手エールフランス KLM や自動車大手ルノーの大株主はフランス政府である。なお、同政府は最近の財政難等から、影響力を失わない範囲で、それら企業の保有株式の一部売却を進めているとされる（日本経済新聞2014年1月31日（朝刊）6面）。

<sup>427</sup> Mazeaud, *Le délit d'altération des prix*, Dalloz, 1927, IV, p.146. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, Revue banque, 2010, p.210.

<sup>428</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.210.

<sup>429</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.210.

<sup>430</sup> 国際金融情報センター（編）前掲注（425）143頁、152頁。

<sup>431</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.453.

<sup>432</sup> Laure, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Calyon 2006-2007, p.71.

<[http://mja-paris2.webs.com/MEMOIRES%202005/Laure\\_Valance\\_InfractionsBoursieres.pdf](http://mja-paris2.webs.com/MEMOIRES%202005/Laure_Valance_InfractionsBoursieres.pdf)>

般論としていえば、フランスでは未だ証券取引に関する損害賠償を促進させるような政治的選択がなされていないという評価もあり<sup>433</sup>、クラス・アクション制度を持つアメリカとはかなり異なった状況にあるように思われる。

一方、EU 証券市場をみると、EU 指令<sup>434</sup>とその国内法化により、証券法制および投資者保護法制が整備され、不実開示に関する証券訴訟の判決および学説の蓄積が進みつつある。上場会社に関する投資者保護の制度は、現在、主に貨幣金融法典（Code monétaire et financier）<sup>435</sup>において定められている。そこで、市場の透明性を確保するために、開示主義や不実開示により損害を受けた投資者の損害賠償請求権を認めているのは、アメリカやわが国と同様である<sup>436</sup>。またフランスは、世界第 4 位<sup>437</sup>のユーロネクスト<sup>438</sup>を擁して資本市場規模が大きく、また、大陸法国として、アメリカ法とは異なる独自の不法行為法、損害賠償法の理論を発展させてきた。そこでは、より良く投資する機会の喪失を損害と捉える「機会の喪失」論が判例および学説で広く認められており、他の国における判例および学説とは大きく異なる展開をみせている。そして、1980 年代から 90 年代にかけての証券市場改革により、株式投資を行う投資家が増加してきた。その後の EU 透明性指令などにより、その動きはますます強いものとなっている。そのような中、フランスでは、1995 年に戦後最大の倒産事件（120 億ユーロ）といわれる Pallas Stern 銀行（BPS）事件が起こり、破産院は、銀行およびその親会社の元取締役らに対し、虚偽の財務情報の公表（diffusion des fausses informations financières）について有罪判決を言い渡したのである<sup>439</sup>。

その後、フランスにおいても不実開示により損害を被った投資者から発行会社等に対して損害賠償請求がなされ、判例および学説の蓄積が一定程度進んできた。そこでの大きな特徴は、不実開示という行為を単に経済的な観点だけではなく、非道義的（反道徳的）な

---

<sup>433</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.419.

<sup>434</sup> 2004 年に採択された EU 透明性指令において、継続開示書類にかかる発行会社やその機関構成員等の責任に関する法制度の整備を加盟国に義務付けている。この情報開示の目的は、主に投資者保護と市場の効率性の確保とされる。

<sup>435</sup> アメリカの証券法および取引所法や日本の金商法に相当する部分を含んだ法典。

<sup>436</sup> 貨幣金融法典（Code monétaire et financier）第 4 卷 市場 第 5 編 投資者の保護 第 1 章 市場の透明性 第 1 節 計算書類に関する情報提供義務、第 2 章 投資者保護組合。D. 764-1-2 条（継続開示規定）が準用する L. 451-1-2 条（発行開示規定）ほかで定められている。

<sup>437</sup> 日本証券経済研究所（編）・前掲注（4）124 頁。NYSE、東京、ロンドンに次いで世界第 4 位（2010 年）。

<sup>438</sup> 2000 年 9 月に パリ証券取引所が、アムステルダム、ブリュッセルの各取引所と合併して誕生した。その後、市場内の区分が廃止され、2005 年 4 月に単一市場として現在の形になった。

<sup>439</sup> Cass. crim., 4 nov. 2004, pourvoi n° 03-82777, rejet, non publié au bulletin ; *Le Monde*, 11 novembre 2004. 内田千秋「フランスにおける会計監査役の仕事と民事責任(1)」早稲田法学 80 巻 4 号 99 頁（2005）参照。

観点からもこれを捉えようとしていることである<sup>440</sup>。そして、そこでは違法な証券取引の被害者の救済について、それぞれの状況により適した解決方法を示すために、異なる性質のものを一括りにしたことにより整合性がとれなくなっている現在の状況を、損害賠償の要素に分けて分析することが適当であるとされている<sup>441</sup>。その一つが、アメリカや日本のように、不実開示の発覚による市場価格の下落という経済的側面のみではなく、投資者の意思決定が歪められたことについて、裁判所が投資機会の喪失と捉えて投資者の賠償請求を認めていることである。この投資機会の喪失を損害として捉えるという考え方は、その概念もしくは用語にある程度の違いこそあれ、アメリカにおいても、学説において論じられ、判例もわずかながら存在している<sup>442</sup>。しかし、フランスのように判例および学説で広く一般的にこの理論を認めている国はみられないように思われる。その背景としては、「機会の喪失<sup>443</sup>」論というものが、損害賠償法全般において広く判例および学説において受け入れられていることが挙げられる<sup>444</sup>。二つ目は、損得計算に基づいて意図的に犯される侵害行為に対する抑止の観点である。証券不実開示のような、市場を利用して自らは違法な利益を追求する一方で、不特定多数の者に損害を与える不法行為の場合、加害者に損害賠償義務を課したとしても、なおその手元に利益が残るのであれば、それは問題の解決につながらない。このような状況に対処すべく、フランスにおいては、原状回復的損害賠償という、有責者から違法行為によって得た利益を返還（*restitution*）させることを志向する損害賠償が検討されている<sup>445</sup>。これは、加害者が損害を賠償してもその手もとになお利得が残る場合に、その利得の吐き出しを命ずるものである<sup>446</sup>。

以上のように、不実開示の発覚後の状況を単に市場価格の下落という一つの経済的観点からのみ理解するのではなく、投資者の適切な金融商品選択の機会が奪われ、投資の意思決定に歪みが生じたことを問題とするフランスにおける議論は、示唆に富むように思われる。そして、不実開示のように、不特定多数者（*masse*）に対して損害が生じた場合におけ

<sup>440</sup> Laure, *op.cit.*, n° 432, p. 20.

<sup>441</sup> Laure, *op.cit.*, n° 432, p.11.

<sup>442</sup> 第1章 アメリカ法 第4節 第3款 機会の喪失（Loss of Chance）参照。

<sup>443</sup> フランスにおける機会の喪失論を紹介・検討する文献として、高畑順子『『損害』概念の新たな一視点—*perte d'une chance* 論が提起する問題を通して—』法と政治 35 巻 4 号 129 頁（1984）、フランソワ・シャバス（野村豊弘（訳））「フランス法における機会の喪失（*perte d'une chance*）」日仏法学 18 号 66 頁（1993）、澤野和博「機会の喪失の理論について（一）～（四）」早稲田大学大学院法研論集 77 号 99 頁（1996）、同 78 号 95 頁（1996）、同 80 号 87 頁（1997）、同 81 号 163 頁（1997）、同「機会の喪失に基づく損害賠償」私法 68 号 188 頁（2006）、中原・前掲注（20）95 頁、中原太郎「機会の喪失論の現状と課題（2 完）」法時 82 巻 12 号 112 頁（2010）、酒巻・前掲注（46）等がある。

<sup>444</sup> フランソワ・シャバス・前掲注（443）84 頁訳注 1。

<sup>445</sup> Francois Terré（Sous la direction de）, *Pour une réforme du droit des contrats*, Dalloz, 2009. 廣峰正子「フランス債務法改正の最新動向」法時 82 巻 11 号 127 頁（注 2）（2010）参照。

<sup>446</sup> 廣峰・前掲注（50）233 頁。

る紛争の解決には、いかなる法の適用と規範が必要となるのか、アメリカ法および日本法と異なる不法行為損害賠償法の理論を有するフランス法を対象として考察することとした。

## 第2款 考察の順序

第1節では、総説および考察の順序について述べる。第2節では、判例の展開について考察する。フランス法がアメリカ法や日本法と大きく異なっている証券不実開示訴訟の判例を取り上げ、その大きな特徴である機会の喪失論を考察する。フランスでは、「機会の喪失」を損害と認めるか否かにつき、従来の裁判例と最近の裁判例とでは大きな変化がみられてきた。このため、まず、これまでの判例とそこで指摘されていた学説上の問題点を明らかにする(第1款)。従来の判例が、現在のアメリカ法や日本法と同様に、取得価額と処分価額との差額を損害として認めていたことを示す一方、現在では機会の喪失が損害として認められていることから、破毀院も含めた判例の状況を紹介する(第2款)。第3節では、制度の概観と比較法について考察・検討する。まず、フランスのディスクロージャー制度として、規制・監督機関の変遷と現状に触れ、不実開示と損害賠償の理論的側面について考察する(第1款)。次に、アメリカ法や日本法と異なるフランスの民事責任制度の特徴およびその背景を概観する(第2款)。そのうえで、比較法として、フランス法からみたアメリカ法との違いについて考察する(第3款)。第4節では、損害賠償額算定の実体法的側面について考察する。フランスでは、手続法重視の思考様式を有する英米法と異なり、実体法優先の思考が支配的であるとされてきた<sup>447</sup>。このため、まず、投資者の損害は実体法においてどのように定められ、解釈されているのか、損害賠償額の算定方法については、どのように定められているのかについて、規定の意義と解釈を中心に考察する。そこでは、フランス法特有の①決定の損害と②状態の損害という二つの種類の損害を示し、それぞれの意義および内容について考察する(第1款)。次に、損害賠償額算定に影響を与える二つの理論として、機会の喪失論、原状回復的賠償論を取り上げ、その実体法的意義を検討する(第2款)。第5節では、損害賠償額算定の訴訟法的側面を考察する。フランスにおいても、不実開示による投資者の損害については、実体法的側面とともに、訴訟法的側面の考察・検討が欠かせないとされている<sup>448</sup>。このため、まず、訴訟上の問題と対応として、投資者が損害賠償を行う際における民事訴訟法について紹介し、さらに、訴訟費用、裁判所

<sup>447</sup> 滝沢正『フランス法[第4版]』291頁(三省堂、2010)。ただし、最近では、公害訴訟、消費者訴訟や本稿のテーマである証券不実開示訴訟の増加など、事案の集団的解決が必要となる訴訟が増加し、フランスにおいても、手続法重視の思考様式が増えているように思われる。

<sup>448</sup> Tchinda, *Droit Commun de la Responsabilite Civile et Indemnisation des Victimes des Prejudices des d'Infractions* Bousierses : *Le Cas du Cameroun* , p.1 , p.29.

<<http://revue.ersuma.org/no-3-septembre-2013/doctrine-25/DROIT-COMMUN-DE-LA-RESPONSABILITE>>

の負担や集団的解決方法の実情にも触れ、不実開示訴訟における議論の状況を明らかにする（第1款）。次に、証明責任と裁判所の認定として、原告の証明責任や裁判官の損害認定に関する民事訴訟制度を概観する（第2款）。さらに、機会の喪失と原状回復的賠償の訴訟法的実現について検討を加える（第3款）。最後に、訴訟の集団的解決の必要を論じ、機会の喪失論による損害算定が集団的解決に適していることを明らかにする（第4款）。第6節では損害賠償額の算定方式について考察する。算定方式を類型的に、①決定の損害に関する方式と、②状態の損害に関する方式に区分し、それぞれの方式の特徴・内容を概観する（第1款）。次に、①決定の損害に関する算定方式として機会の喪失について（第2款）、②状態の損害に関する算定方式として損失対象型および利益対象型（第3款）について検討を加える。最後に、第7節では小括として、まず、フランス法における独自の理論が展開されてきたことにつき、フランスと日本の法状況を分けたものについて考察する（第1款）。そのうえで、機会の喪失の持つ意義について総括し（第2款）、本章の結論を述べる（第3款）。



## 第2節 判例の展開

フランスにおける判例の展開で最も大きな特徴は、不実開示により投資者の適切な金融商品の選択機会が奪われたことを、「機会の喪失」として投資者の損害と認めるようになったことである。フランスにおいても、機会の喪失を賠償の対象とすることができるか否かについては、裁判例はその当初否定的であったとされる。ただし、19世紀末には、裁判所官吏のフォート（faute）<sup>449</sup>により訴えの提起の可能性が失われ、勝訴の可能性が喪失したケースにおいて破毀院が賠償を認めた事例<sup>450</sup>を皮切りに、様々な機会の喪失の賠償が肯定されてきた<sup>451</sup>。具体的な事例としては、たとえば、①競馬レースや宝くじで賞金を得る機会の喪失、②弁護士などのフォートによる勝訴する機会の喪失、③医療事故による治癒の機会の喪失、などが挙げられている<sup>452</sup>。

しかしながら、機会の喪失が投資者の損害として捉えられるようになったのは、比較的最近のこととされる。従来の判例は、現在のアメリカ法や日本法と同様、有価証券の取得価格と処分価格の差額を投資者の損害として捉えていた。ところが、その後、当該差額を損害とすることの問題点が指摘されるようになり、機会の喪失を損害とすることの有用性が唱えられるようになってきたのである<sup>453</sup>。このため、まず、従来の判例とその問題点についてみていくこととしたい。

### 第1款 これまでの判例とその問題点

不実開示がなされた後に株式を取得した投資者が、その後の株式処分により金銭的損失を被ったとして、損害賠償請求を認容した以下のような事例がある<sup>454</sup>。

#### 1. SGF 事件判決<sup>455</sup>

SGF 事件は、不実開示前ないしは開示後に株式を取得し、当該不実開示の訂正後に株式を処分して損失を出した投資者が、経営者らに対して取得価額と処分価額との差

---

<sup>449</sup> フォート（faute）とは、故意・過失・違法性を含んだ概念であるとされる。山口俊夫『概説フランス法 下』164頁参照（東京大学出版会、2004）。

<sup>450</sup> Cass.req., 17 juillet 1889.S.1891.1.399. 機会の喪失を損害と認める萌芽となったとされるのが、この1889年7月17日判決だといわれている。酒巻・前掲注（46）94頁注11。

<sup>451</sup> 住田守道「治癒の機会の喪失の賠償」松川正毅ほか（編）『判例にみるフランス民法の軌跡』263頁（法律文化社、2012）。

<sup>452</sup> 住田・前掲注（451）263頁、264頁。

<sup>453</sup> 酒巻・前掲注（46）82頁。

<sup>454</sup> 酒巻・前掲注（46）82頁以下。

<sup>455</sup> 破毀院刑事部1993年3月15日判決。Cass.crim., 15 mars 1993, Bull.crim. 1993, n° 112. なお、刑事事件の中で損害賠償請求がなされているのは、私訴権（附帯私訴）という制度によるものである。すなわち、刑事訴訟法典2条1項によると、「重罪、軽罪または違警罪によって生じた損害の賠償に関する私訴権は、犯罪によって直接的に生じた損害を、属人的に被ったすべての者に与えられる」とされている。酒巻・前掲注（46）82頁（注55）。

額に基づく損害賠償を請求した事案である。控訴院は、不実開示後の株式取得者について、株式を不実開示により過大に評価された株価で取得したことから損害の確実性が認められるとして、取得価額と処分価額との差額を損害として認容した。他方、不実開示前の株式取得者については、不実開示後も株式を保有し続けるという決定が、当該不実開示による株価の上昇により直接余儀なくされたとの「決定的な証明 (preuve péremptoire)」がなされなかったとして、損害賠償を否定した。破毀院は、この控訴院判決を認容した。

## 2. Eurodirect Marketing 事件判決<sup>456</sup>

Eurodirect Marketing 事件は、不実開示後に株式を取得し、その訂正直前に株式を処分して損失を出した投資者が、会社に対して取得価額と処分価額との差額に基づく損害賠償を請求した事案である。控訴院は、不実開示は原告にとって重要であり、会社のフォートと投資者の損害との間に因果関係が存在することを認め、投資者の損害賠償請求を認容した。破毀院もこの控訴院判決を認容した。

以上のように、不実開示がなされた後に株式を取得した投資者に対し、取得価格と処分価格の差額の賠償を認めた控訴院判決を破毀院が支持する事例が続いた。これにより当時においては、フランスにおいてもアメリカやわが国と同様、証券の取得価格と処分価格の差額が投資者の損害だと考えていたことがわかる。しかし、その後のフランスにおける投資者の損害評価をめぐる判例・学説の動きは、アメリカやわが国のそれと大きく異なっていくことになる。フランスではその後、これらの判例に対し、学説上、次のような四つの問題点が指摘されたのである<sup>457</sup>。第一の問題は、損害賠償を請求しうる投資者の範囲についてで、被害投資者の範囲が限定されていることが問題とされた。すなわち、これらの判例によれば、不実の情報開示後に株式を取得した者しか救済されないことになる。これに対しては、不実の情報開示前から保有し、当該不実開示後も保有を続ける投資決定をした投資者は、仮に不実開示がなされず、株価が真の価値を反映していたならば、保有し続ける決定をしなかったであろうことも考えられる<sup>458</sup>。このとき、投資者の投資決定は、不実の開示情報によって歪められていることになる。したがって、不実の情報開示前から取得していた株式について、保有し続ける投資決定をした投資者についても保護する必要があるとされた。

第二は、金銭的損失を損害とすることによって生ずる問題である。そこでは、金銭的

---

<sup>456</sup> Cass.com., 22 nov. 2005, *Revue trimestrielle de droit commercial*, 2006, p.445, obs. Michel Stock.

<sup>457</sup> 酒巻・前掲注(46) 83頁。

<sup>458</sup> Vauplane et Simart, « *Délit boursiers : propositions de réforme* », *Revue de droit Bancaire et de la bourse*, mai-juin 1997, p.85, spéc., n°29.

損失を損害とすることの難しさが問題とされた。不実開示事例における株価の下落は、当該不実情報以外の要因による可能性も存在する。このため、投資者が被った金銭的損失すべてを損害とすることはできないと判示されている (Sidel 事件パリ控訴院判決)<sup>459</sup>。しかし、株価が不実の情報の開示以外の外的要因によっても変動するために、不実情報の開示がなかった場合の想定株価を評価することは難しい、ないしは不可能であるという<sup>460</sup>。第三は、因果関係に関する不確実性の問題で、不実の情報開示がなかった場合において投資者が取ったであろう行動が不明確なことがある。このため、不実の情報開示が、投資者の投資意思に決定的な影響を与えた場合にしか損害賠償は認められないとして、投資者による損害賠償請求の受理可能性を否定する判決がある<sup>461</sup>。因果関係については、原告が立証責任を負うことになるが、不実の情報開示がなかった場合に、自分がいかなる行動をとったかは推定することはできても、それを「立証」することは通常は、困難ないし不可能であると思われる。学説も、実務上、そのような因果関係についての立証責任が、いっそう、投資者の損害賠償請求を認めることの妨げになるとしている<sup>462</sup>。第四は、被害投資者が多数存在する事案における裁判所の負担の問題である。裁判所は、不実情報の開示がなかったとした場合の投資者の意思決定や株価に対する影響を評価する必要があるが、それらの評価を多数の原告ごとに行うことは、裁判所の大きな負担になるとされる<sup>463</sup>。以上のような批判を踏まえた議論がなされるなかで、その後、判例が新たな展開をみせることになる。

## 第2款 新たな展開と学説の評価

### 第1項 判例の新たな展開

その後にみられる最近の裁判例は、上記四つの問題を踏まえ、機会の喪失の理論に向け、損害賠償原則の確立に向けて進んできたように思われる。それが最も端的に現れた判決が、Sidel 事件判決および Gaudroit 事件判決である。これらの判決では、不実開示前からの保有株主および当該開示後の取得株主たる投資者に対して、各投資者の個別の事情を考慮することなく一律の損害賠償が認められた。

---

<sup>459</sup> CA Paris(corr), 9<sup>e</sup> ch.,Sect.B,17 oct. 2008 .

<sup>460</sup> Schiller, « *L'indemnisation du prejudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée* », *Droit des sociétés*, août-sept. 2009, p.6 , spéc., n°16.

<sup>461</sup> 破毀院刑事部 2004 年 5 月 5 日判決 (Cass.crim., 5 mai 2004, *Droit des sociétés*, août-sept. 2004, p32, note R. Salomon.) によれば、不正確な会計資料の公表が「…投資を決定した限りでしか、損害賠償の付与を正当化しえない」という。酒巻・前掲注 (46) 100 頁(注 61)。

<sup>462</sup> *Ibid.* n°15; Dezeuze , note , *Bulletin Joly Bourse*, janv.-fév. 2007 , p.36 , spéc., p.61.

<sup>463</sup> Clerc, « *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations* », *Revue trimestrielle de droit financier*, N°1-2007 , p.31 , spéc., n°s 36 et 38.

## 1. Sidel 事件判決<sup>464</sup>

### (1) 事案の概要

Sidel 社は、1998 年および 1999 年の事業年度において、会社の財務状況をよくみせるために実際の状況とは異なる不実の開示を行ったが、それが 2001 年に行われた Z 社による公開買付時に発覚した。このため、Sidel 社の株式を不実開示の前後に取得した投資者（株主）らは、二つの投資者団体を組成し、同社に対して損害賠償請求を行った。そこでの請求内容は団体によって異なり、一つの団体は、一株当たり少なくとも 20 ユーロ以上の一律賠償を請求したのに対し、他の団体は、投資者ごとに異なった賠償額を請求した。

### (2) 判示内容

第 1 審のパリ軽罪裁判所は、「財務状況が過大に評価された株式を投資者らが取得ないしは保有していることにより、（投資）機会の喪失を被り、投資選択の自由が歪められ、投資者に直接の損害が発生した」と判示した。これについて、パリ控訴院は、投資者が「適正な情報に基づいて決定することを妨げられ、適切な投資決定が行えず、明確な認識のもとで決定する機会、すなわち、よりよく投資する機会を奪われた」こと、および「証券取引における固有のリスクや偶然性が存在するため、この機会の喪失の額が株式処分時に投資者が被った損失額と混同されるものではない」として、第 1 審判決を是認した。

## 2. Gaudriot 事件判決<sup>465</sup>

### (1) 事案の概要

Gaudroit 社は、2002 年の事業年度における会計報告に在庫等の虚偽があることが監査で指摘されたことから、その旨の公表と会計報告の訂正を行ったところ、銀行取引の停止等により資金繰り等が悪化、2005 年に上場廃止となった。このため、投資者（原告）らは、経営者による不実開示によって同社株式を取得させられ若しくは保有し続けることになったとして、経営者等に対し各原告の投資額（取得価額）全額の損害賠償を請求した。

### (2) 判示内容

控訴審では、投資者の損害は、原告らが不実開示により投資を行った額（全額）であるとして、投資（額）に相当する損害の賠償を認めた。これに対し、破毀院は、次のとおり控訴審判決を一部破毀移送した。すなわち、「発行会社の財務状況に関する虚偽情報をみて

---

<sup>464</sup> TGI Paris, 12 sept. 2006, *Bulletin Joly*, 2007, n°1, pp. 119-138, note Barbiéri. CA Paris (corr), 9<sup>e</sup> ch., Sect. B, 17 oct. 2008, RG n° 06/09036 : *Banque et Droit*, janvier 2009, n°123, p. 28. 酒巻・前掲注(46)も参照。

<sup>465</sup> Cass.com., 9 mars 2010, *Bulletin Joly société*, n°6, juin 2010, p.537, note Schmidt.

株式を取得ないしは保有し続ける者は、単に他の運用に投資する、または既になされた投資を止める機会を喪失したことに鑑みると、少なくとも、不正確な情報に基づいて実現した投資（額）を損害であるとして、他の経済活動に投資する機会の喪失を損害としなかった控訴院は、商事法典 L.225-252 条<sup>466</sup>に違反した」と判示した。なお、これらの事案においては、取締役の不実開示の責任を問うに当たり、商事法典がその根拠規定となっている。

以上からは、控訴院が、わが国における投資者の取得価額をベースとする「取得自体損害説」的な立場を採っているのに対し、破毀院は「機会の喪失」、すなわち、明確な認識のもとで決定する機会、よりよく投資する機会を喪失したことを投資者の損害とする立場を採っているといえる。さらに、直近の事例としては、次の **Marionnaud** 事件判決がある。

### 3. Marionnaud 事件判決<sup>467</sup>

#### (1) 事案の概要

Marionnaud 社（被告）は、2002 年および 2004 年、その経営成績および財政状態について事実と異なるより良い情報を開示した。このことが後に発覚し、2008 年、金融市場庁（AMF）は、Marionnaud 社に対し行政制裁を課した。これを知った Esca 社（原告：2003 年から 2004 年にかけて同社を買収）は、同社およびその役員に対し、不実開示により同社株を取得させられたとして損害賠償請求を行った。Marionnaud 社は、不実開示と原告の株式取得等には因果関係が存しない等の主張をしたが、破毀院は以下のとおり判示した。

#### (2) 判示内容

「Marionnaud 社（被告）の不実開示は、証拠資料および AMF の行政制裁に照らしても明らかである。Esca 社（原告）は、当該不実開示により、Marionnaud 社の株式を取得するか否か、もしくは、財務内容のより良い他の株式を取得して転売利益を得るなどの投資について、適正に判断する機会を失わせられたといえ、不実開示と株式取得の間には因果関係が認められる。Marionnaud 社の株式は不実開示により実際よりも高く吊り上げられていたともいえるが、Esca 社の損害は、誤った情報が市場に開示されたことによる機会の喪失である。」。なお、この判決において根拠規定としては、商事法典 L. 225-254 および民法典 2234 条が挙げられている。

---

<sup>466</sup> 商事法典 L.225-252 条「株主は、自ら被った損害の賠償を請求する訴権に加え、個々に、L.225-120 条に定められる要件を充たす非営利社団（association）によって、または、コンセイユ・デタにおけるデクレに定められる条件のもとで集団を構成することによって、取締役に対し責任を追及する会社訴権を行使することができる。〔後略〕」。酒巻・前掲注（46）85 頁注 67。

<sup>467</sup> Cass. com., 6 mai 2014, 13-17632 et 13-18473, Publié au bulletin.

以上が、証券不実開示に直接関連する判例であるが、破産院ではこのほか、証券に関する情報開示（提供）などの事案についても、機会の喪失論を採用した判示を行っている。そこでは、破産院の考え方が如実に示されているといえる。

#### 4. 証券取引に係る不実開示等に関するその他の裁判例

次に示すその他の裁判例は、いずれも、情報開示（提供）ないしは証券処分の執行義務を負う者が、不実の情報開示を行ったないしは執行義務を怠ったという事案に関するものである。そこでは、当該不実開示等と投資者等の利害関係者に生じた損害との間の因果関係の有無および損害内容が問題となっており、いずれも価格が変動する証券（契約）と不実の情報開示ないしは不適切な取引の執行が争点の一つとなっている。

##### （1）投資顧問契約違反事件判決<sup>468</sup>

本件は、証券会社 Y（被告）と投資顧問契約を締結した個人投資家 X（原告）が、当該証券会社が推奨した証券に関して損害を被ったとして損害賠償を請求した事案である。X は、Y が推奨した証券等のリスクについて十分な説明義務を怠り、証券価格の下落やより適切な銘柄に投資する機会を喪失したことなどによる損害を被ったとして、Y に対し賠償を求めた。

これに対し、破産院は、Y に説明義務違反があったとするとともに、X の損害は適切な説明を受けて銘柄を決定する機会を喪失したことにあると判示した。その理由として、X が締結した投資顧問契約の目的は、X の資産（元金）をより良く投資する機会を提供することにある、それが履行されなかったことによる X の損害は、証券価格の下落という結果事実ではなく、当該機会の喪失にあるからであると説示されている。なお、より良く投資する機会とは、投資助言に基づいて適切な時期に証券を取得ないしは処分する機会であるとされる。

##### （2）相続財産処分委託事件判決<sup>469</sup>

本件は、X（原告）が所有する相続財産（有価証券等）の処分等を依頼された外交員 Y（被告）が、当該委託内容に沿った処分等を行わなかったとして損害賠償を請求した事案である。X は、Y が指示された証券を直ちに処分することを怠った結果、当該証券価格の下落および適切な時期に証券を処分する機会を失ったことにより損害を被ったとして、Y に対し賠償を求めた。

これに対し破産院は、Y の義務違反を認める一方、それによる損害の評価については、証券価格は常に変動していることから、Y が委託どおりに処分していた場合、どの程度の

---

<sup>468</sup> Cass. com., 4 fév. 2014, 13-10. 630, Publié au bulletin.

<sup>469</sup> Cass. civ. 2<sup>e</sup> ème, 15 déc. 2011, 10-27. 164, Inédit.

利益を得ることができ、もしくは損失を被ったか等、厳密な算定を行うことは不可能であるとした。そしてさらに、そのような場合においては、XがYの適切な処分による利益を享受する機会を喪失したことを証明することしかできないと判示したのである。なお、ここでは、Xが得られたかもしれない利益を損害と認めているわけではなく、機会の喪失を認めるのは、不確実な市場における証券売却というプロセスの中で、不適切に証券を処分されたことに対し、Xに賠償を与えることを可能にするだけの意味しか有しないとされている。

### (3) 証券取引説明義務違反事件判決<sup>470</sup>

本件は、個人投資者であるXら（原告）が、証券会社Y（被告）に対して証券取引執行の委託をしたところ、Yの取引担当者は、当該取引に伴うリスク等を十分にせず、適切な執行を行わなかった結果、損失を受けたとして損害賠償を請求した事案である。Xは、Y側が、証券取引に伴うリスクを適切に説明し、その時点における市場の指標等の情報を正確に提供していれば、当該取引の執行を依頼することではなく、したがって損失を被ることもなかったとして、Yに対し賠償を求めた。

これに対し破毀院は、Yの説明義務違反を認めるとともに、それによるXの損害とは、当該証券取引に伴う適切な説明を受けて執行を委託する機会の喪失であると判示した。なお、ここでいう「機会」とは適切な執行を委託する機会のほか、それによって利益を得る機会も含まれていることになる。

### (4) スtockオプション事件判決<sup>471</sup>

本件は、Y社（被告）の従業員X（原告）は、Y社のストックオプションを付与されていたが、その後、業務に関する重大なフォート（faute）があったとして解雇された。これに伴いXは当該ストックオプションの権利行使ができなくなったとして、Yに対しストックオプション全体の評価額相当の損害賠償請求を行った。

これに対し破毀院は、Xの解雇に伴う損害は、ストックオプション全体の評価額ではなく、あくまでも当該ストックオプションを行使する機会の喪失によるものに限られ、それを別途評価して賠償額とすべきであると判示した。

### (5) 有価証券隠匿事件判決<sup>472</sup>

本件は、証券会社Y（被告）がその顧客Xら（原告）の委託等した保管ないしは処分委託有価証券等を隠匿したとされる刑事事件である。そのなかで、Xらの損害賠償請求が取り上げられ、Xの損害の有無およびその評価が問題となった。

---

<sup>470</sup> Cass. com., 4 oct. 2011, 10-25. 077, Inédit.

<sup>471</sup> Cass. soc., 18 jan. 2011, 09-70. 573, Inédit.

<sup>472</sup> Cass. crim., 20 juin 2007, 06-87, 470, Inédit.

これについて破毀院は、Y の刑事責任を認めるとともに、損害賠償請求については、Y の違法行為と因果関係のある X の損害とは、委託した有価証券が隠匿（流用）等され、自己の証券を運用等する機会の喪失にあり、それを評価することが必要であるとしつつ、ここでいう、運用等する「機会」とは、自ら望む時期に売却等の処分などを行う機会である旨判示した。

#### （6）有価証券管理運用違反事件判決<sup>473</sup>

本件は、個人投資家 X（原告）が、証券会社の外務員 Y ら（被告）に有価証券の管理・運用を委託したところ、Y らは虚偽の運用管理報告を X に行い、当該有価証券を横領等した刑事事件である。そのなかで、X の損害賠償請求が取り上げられ、X の損害の有無および評価が問題となった。

破毀院は、Y らが不正な運用管理を行い証券業務に関する法令に違反したことを認めるとともに、損害については、運用管理を委託した証券から得られたかもしれない機会の喪失である旨判示した。

### 5. 判例の意義

以上から明らかなように、破毀院は、投資者の損害を証券の市場価格の下落としてではなく、より良く投資する機会の喪失として捉え、これを評価して損害と認定している。そこではいずれも損害の評価について、具体的にいかなる算定評価方法に拠っているのかが明らかではないものの、原告が得られたかもしれない最終利益および当該利益を得る機会の可能性を証拠資料等をもとに鑑定人が見積もり、それを裁判所が判断して賠償額を決定しているように思われる。そして、このように、機会の喪失による損害賠償責任を認めるのは、そもそも相場が変動する証券価格により損害を正確に算定することは不可能であるとしつつ、契約義務違反等がなかったとした場合の想定価格や証券価格の下落額のうちいくらが当該義務違反に関するものなのかを正確に算定することは出来ず、出来るのは投資者が得られたかもしれない利益を実現する機会を喪失したことを証明することだけであるとしている。

このような破毀院の判断は、企業の財務諸表等の不実開示に関する事例のみにとどまらず、他の証券取引事例、たとえば、ストック・オプション取引や証券取引の委託といった事例においても広く採用されている。そこでは、証券不実開示事例であれ、証券取引委託事例等であれ、証券に関する情報開示（提供）ないしは契約義務と投資者等に生じた損害の因果関係および証券の評価が問題となっており、情報開示義務違反等による投資者等の損害の本質は、意思決定を歪められたことにあると考えているといえる。このような判断の背景にあるものは、後述するように、フランスでは沿革的に情報提供義務違反事例にお

---

<sup>473</sup> Cass. crim., 19 nov. 2003, 02-86, 540, Inédit.



いて、機会の喪失論が採用されてきたことと関係しており、情報受領者ないしは契約者の意思決定を重視してきたことがあるように思われる。

## 第2項 学説の評価

第1款で述べたように、証券価格の下落を損害であるとした場合、多くの問題があると指摘されてきた。これに対して、最近の判例における損害賠償の認容方法は、それらの問題を解決できるとして、以下の理由から、多くの学説に好意的に受け止められているとされる<sup>474</sup>。

### 1. 被害投資者の範囲の拡大

第一に、最近の判例によれば、損害賠償請求が認められる被害投資者の範囲が拡大する。従来の判例では、不実開示後に株式を取得した投資者しか損害賠償を請求しえない。一方、最近の判例によれば、不実開示前に株式を取得した者も損害賠償が認められ、被害投資者の範囲が拡大することになる。投資者は受け取った情報により、株式を取得するか、売却するか、保有し続けるかを決定する。このため、もし情報が虚偽であるならば、投資者の投資に関する選択が歪められることになる。情報に欠陥があること、情報が虚偽であること、または情報が与えられないことは、投資者が利益を得る、または、損失を避ける（もしくは限定する）機会を喪失させるのである<sup>475</sup>。そもそも、不実開示により株式を保有し続ける決定をした投資者は、当該不実開示により株価が上昇した分、その後の公表によりその分株価が下落するのであるから、結果的にプラスマイナス同じとなり、金銭的損失を被ったとはいいがたい。しかしながら、当該投資者は、不実開示の期間に当該株式を処分して他の投資先に投資し、利益を得られた可能性があったということもできる。したがって、上記保有株主（投資者）に対しても賠償請求を認めることが望ましく、より良く投資する機会の喪失が損害であるとすることで、これを可能にするという。

### 2. 金銭的損失を損害とすることにより生ずる問題の回避

第二に、金銭的損失を個別に算定することの難しさを回避しうる。従来の裁判例では、市場価格の下落という金銭的損失を算定することの難しさがある。これに対し、最近の判例では、適正な企業内容の開示により、明確な認識のもと、自らの自由な意思に基づいて決定する機会、つまりより良く投資する機会の喪失を損害とする。そこでは、被害投資者らに対して一律の賠償がなされており、損害額につき個別に詳細な算定がなされているわけではない。現実の損害を評価することに対する実務上の困難から、このような一律の賠

<sup>474</sup> 酒巻・前掲注（46）85頁以下。

<sup>475</sup> Scumidt, *« De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés «cotées» in bonis »*, *Etudes de droit privé offertes à Paul Didier*, Economica, 2008, p.383, spéc. p.388.

償が是認されなければならないという<sup>476</sup>。

### 3. 因果関係に関する不確実性の回避

第三に、不実の情報開示がなければ投資者がとったであろう行動に関する不明確・不確実性を回避することができる。従来の裁判例では、不実開示がなかった場合において投資者が取ったであろう行動の不確実さが指摘されていた。すなわち、投資者が、適正な開示がなされていれば損害を避ける決定をしたかどうかは、それが意思に左右されるため、完全に明らかになることはないことになる<sup>477</sup>。このため、不実開示が投資者の投資意思に決定的な影響を与えた場合にしか損害賠償は認められないとして、投資者による損害賠償請求の受理可能性を否定する判決がなされていた<sup>478</sup>。実務上、このような因果関係についての立証責任が、よりいっそう、投資者の損害賠償請求を認めることの妨げになっていたのである<sup>479</sup>。しかし最近の判例によれば、不実開示がなければとったであろう投資者の行動について残る不明確さを回避しうる。確かに、不実の開示がなければ投資者がいかなる投資決定をしたかについて、それが投資者の意思に左右されるために、明確な確実性をもって判断することは困難である。そこで、因果関係にかかわる不確実性を考慮して、投資者がいかなる決定をしたかは不確実であるものの、適正な情報に基づいて「投資決定をする機会」を喪失したことは確定的な事実であったと考えるのである。適正な開示がなされた場合に投資者がとったであろう決定とその決定による結果について明確でない場合においては、損害は機会の喪失でしかないという<sup>480</sup>。実際、被害者に賠償を得させるために、「損害を避ける決定をする機会」の喪失について不法行為責任に基づく損害賠償請求を認める裁判例が多いとされる。

### 4. 被害投資者が多数存在する事案への適合

第四に、被害投資者が多数存在する場合に適合的であるとされる。不実の情報開示の事例においては、それによる被害投資者が多数生じることが予想される。この場合に、各投資者の個別事情を一つ一つ考慮することは非常に煩雑で時間がかかるとともに、裁判所の

---

<sup>476</sup> Schiller, *op.cit.*, n°460, n°17.

<sup>477</sup> Schiller, *op.cit.*, n°460, n°15; Viney et Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, 3<sup>e</sup> éd., L.G.D.J., 2006, n°369-1. 酒巻・前掲注(46) 76 頁。

<sup>478</sup> 破毀院刑事部 2004 年 5 月 5 日判決 (Cass. crim., 5 mai 2004, *Droit des sociétés*, août-sept. 2004, p 32, note, R. Salomon) によれば、不正確な会計資料の公表が「…投資を決定した限りでしか、損害賠償の付与を正当化しえない」という。酒巻・前掲注(46) 100 頁注 61。その他の注釈として以下のものがある。Barbièri, note, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, n°10, pp. 1250-1254; Rebut D., note, *Rev. soc. crim.*, 2005, n°2, pp. 313-317.

<sup>479</sup> Schiller, *op.cit.*, n°460, n°15. ; Dezeuze, *op.cit.*, n° 462 , p36 , spec., p.61.

<sup>480</sup> Rntchevsky, note, *Revue trimestrielle de droit financier*, N° 2-2010 , p.130 , spéc.p.132.

負担も大きくなる<sup>481</sup>。このため、最近の判例による一律の賠償方法は、多数当事者の訴訟に適していると評されている<sup>482</sup>。このような議論はわが国ではみられておらず、フランス法における大きな特徴であるように思われる。

以上のように、フランスの証券不実開示事例に関する判例・学説は、日本法およびアメリカ法と大きな違いがみられる。このような違いはどこから来るのであろうか。それはおそらくフランスにおける損害概念およびフランス法の特徴を考察することにより明らかになってくるものと思われる。このため、次節においては、フランスにおける民事責任制度を概観するとともに、比較法としてアメリカ法との違いについても若干触れることとした。

---

<sup>481</sup> Clerc, *op.cit.*, n°463, nos 35 et 38.

<sup>482</sup> Rntchevsky, note, *Bulletin Joly bourse*, juillet-août 2010, p.316, spec., n°20.

### 第3節 制度の概観と比較法

#### 第1款 ディスクロージャー制度

##### 第1項 規制・監督機関

フランスの株式会社制度は、商事会社法によって運用・規制されており、従来は、わが国やアメリカのように、上場会社だけを特に規制するための証券取引法のような法律があるわけではなかった。上場会社といえども、中小・零細企業と同様、商事会社法およびその運用令によって規制されていたのである。そしてそれら上場会社等のディスクロージャーについては、証券取引委員会（Commission des Opérations de Bourse ; COB）が、規則を制定して規制を行っていた<sup>483</sup>。このような中で、エンロン事件に代表される一連の金融スキャンダルが世界的規模で発生し、金融・資本市場に対する信頼を大きく損なわせることとなった。その信頼を取り戻すために、アメリカでは、2002年7月30日、企業改革を強力に推し進めるサーベンス・オクスレー法が制定されたわけであるが、同じくフランスにおいても、その約1年後に、市場と企業に関する法制度の大改革が行われた。それが、「金融の安全に関する2003年8月1日の法律第706号」<sup>484</sup>、いわゆる「金融安全法 (loi Sécurité financière)」である<sup>485</sup>。この金融安全法は、①監督機関の現代化、②投資者および被保険者の安全、③計算書類の法定監査の現代化と透明性の3点を柱として、通貨金融法典、商法典等の多くの規定の改正がなされた。①監督機関の現代化では、証券、銀行、保険等に関する各種の監督機関を統合・整理・強化することであり、前述のこれまでディスクロージャー規制を担ってきた証券取引員会（COB）は、金融市場評議会（CMF）などの機関とともに統合され、金融市場庁（AMF : Autorité des marchés financiers）が2004年11月24日創設された。これにより、AMFは、ディスクロージャー制度等に関する規則制定権、公募の許可、監督・調査権、行政上の制裁等の権限を行使することとなったのである<sup>486</sup>。

##### 第2項 不実開示と損害賠償

ディスクロージャーに関する規則は、主にEU指令に基づきその制定・改廃等がなされており、その基本的考え方は、開示主義を意味すると思われる「情報の透明化」(Politique de transparence)である<sup>487</sup>。そこでは、わが国およびアメリカと同様、上場会社等の継続

<sup>483</sup> 蟹江章「フランスのディスクロージャー制度の枠組みと実情」経済学研究（北海道大学）46巻4号55頁（1997）。

<sup>484</sup> Loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière (*J. O.* du 2 août 2003, p. 13220)。

<sup>485</sup> 白石智則「フランス金融安全法による監督機関の現代化」比較法学38巻1号355頁（2004）。

<sup>486</sup> 白石・前掲注（485）。

<sup>487</sup> Ducouloux-Favard, *Infractions Boursières, délit et manquements et fautes disciplinaires*, 1997, p. 67.

<<http://storage.canalblog.com/62/64/443553/62069828.pdf#search='DucoulouxFavard%2C+Infractions+Boursières%2C+d%C3%A9lit+et+manquements+et+fautes+disciplinaire>

開示義務が定められており、第 1 項で述べたようにその適正な履行を担保するため、1968 年以降、証券取引委員会（COB）がその任務に当たってきており、2004 年 11 月に金融市場庁（AMF）に引き継がれた。

フランスにおける不実開示は、虚偽情報の不法行為（*délit de fausse information*）とされ、貨幣金融法典（*Code monétaire et financier*）L 465-1～3 条で規制されている。不実開示がフォートによりなされた場合、それは不法行為（*délit civil*）になるとともに、犯罪（*délit pénal, infraction*）にも該当する<sup>488</sup>。このうち、本稿では、不法行為という民事上の観点から考察・検討を行うものであるが、不実開示を犯罪とリンクさせているという点がフランス法の制度では極めて重要である。それは、付帯私訴（*action civile*）と呼ばれる犯罪によって生じた損害の賠償を求める訴えで、公訴と同時に同一の刑事裁判機関に提起できるし、また、別個に民事裁判機関にそれを提起することもできる<sup>489</sup>。不実開示により損害を受けたと主張する投資者（被害者）は、直接的な損害が賠償されることになる。しかし、それは容易なことではない。そしてその損害は、法律によって禁止され、刑を科される犯罪行為から生じている。訴訟が経営者（の経営活動におけるフォート）に対して提起されたのであれば、そのフォートは損害賠償とは切り離して別の問題として審理することができる<sup>490</sup>。しかし、なされたフォートが刑罰に関する場合、損害賠償はそのフォートと切り離した問題として審理できないとされる<sup>491</sup>。そして、不実開示による投資者の損害は、「機会の喪失」に関連して評価されるべきであるとされている<sup>492</sup>。その理由としては、不実開示という違法行為が、資本市場の根幹である投資者の自由な意思決定を阻害したという点を重視していることにある。このように、フォートを損害賠償と切り離して考察するかどうかのメルクマールとしては、①民事上のフォート（*faute civile*）と②刑事上のフォート（*faute pénale*）という二つのタイプのフォート<sup>493</sup>が観念されていることにあるように思われる。このうち、②刑事上のフォートは、それが公共の秩序を乱す違法行為となるため、制裁を与えて当該違法行為を罰することが必要となる。そこには、①民事上のフォートのように、発生した損害の回復のみに止まらない、公的観念ないしは公法的な概念も考慮してフォートに対する法的効果を考えている。さらに、フォートの類型により、その法的な効果が変わると考えていることは、フォートが単なる非行（故意・過失）

---

s%2C+1997>

<sup>488</sup> Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n° 487, pp. 71-72.

<sup>489</sup> 山口俊夫（編）『フランス法辞典』13 頁（東京大学出版会、2002）。

<sup>490</sup> C A Paris, affaire Flammarion, 26 sept. 2003 et affaire Gaudriot, TGI Guéret 20 février 2007, *Banque et droit 2007*, n°113. Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n°487, p 78.

<sup>491</sup> Ducouloux-Favard, « *La règle de la faute séparable des fonctions de gestion des sociétés de capitaux est dans la loi* », *Droit des sociétés*, octobre 2007, étude 11. Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n°487, p 78.

<sup>492</sup> Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n°487, p 78.

<sup>493</sup> Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n°487, p 9-10.

494という概念だけでは捉えきれない、因果関係など加害者に帰責すべき要因をも含んだ総合的な法的判断であると理解することができる。

なお、直接損害の立証の困難性については、預金のような貯蓄性商品と比較することで、より明らかとなる。すなわち貯蓄性商品の場合には、金額ないしは券面額等といったものが確定していることから、虚偽情報に起因して当該資産が失われても、預金者は当該金額を証明することが容易である。一方、有価証券等の場合には、そもそも市場価格が変動することから、いつの時点を採るかにより金額が異なるほか、何を損害とすべきなのか等について議論が生じる余地があるのである<sup>495</sup>。

以上のように、フランスにおける不実開示（虚偽情報の不法行為）に対する損害賠償は、刑事上のフォート（*faute pénal*）によるものとして、当該不実開示が開示主義という法秩序を乱したことに對する制裁的、処罰的な側面を有しているように思われる。

## 第2款 民事責任制度の特徴

### 第1項 概要

フランスにおける民事責任制度の特徴として挙げられるものとしては二つある。第一の特徴は、損害賠償の役割および損害概念の変化である。フランスでは、損害賠償の役割は、伝統的に損害填補機能から始まったとされる。しかし、今日では、現代的な役割として、懲罰的・抑止的機能や権利創造機能などの規範的機能が重視されるようになっており、これらの諸機能が民事責任における損害の位置と範囲を決定すると指摘されている<sup>496</sup>。そして、民事責任の経済的・社会的変容に適応すべく、損害概念は大きな展開を遂げている。このような動きは、広汎な損害の受容（*accueil*）という視点から分析されており、損害概念は、民事責任の賠償機能の要請に応じ、次のように拡張する傾向にあるとされる<sup>497</sup>。一つは、個人的損害の拡張で、損害の「性質」の拡張があるとされる。フランスにおいては、後述するように「確実な損害」のみが賠償となるのが原則であるが、因果関係の確定の不確実性を他の形態の確実性に代替する傾向がみられる。これが本稿のフランス法における大きな特徴である「機会の喪失」論で、適正な企業開示がなされたならば、投資者はその企業の証券を選択しなかったであろうと考え、当該選択の機会が奪われたこと自体の賠償を求めるというものである。そこでは、因果関係および損害概念の判断に、責任の成否および内容に関わることにより、損害認定が規範的判断を伴うものとなっている<sup>498</sup>。二つ目

<sup>494</sup> 山口（編）・前掲注（489）227頁。

<sup>495</sup> Ducouloux-Favard, *op.cit.*, n°487, p 78.

<sup>496</sup> 2013年9月10日、11日に開催された《日仏二国間研究集会》（Journées bilatérales franco-japonaises de l'Association Henri Capitant）における、パリ13大学のムスタファ・メキ教授（Mustapha Mekki）の報告。森田宏樹「日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代序論—損害概念について」法時86巻5号55頁（2014）参照。

<sup>497</sup> 森田・前掲注（496）55頁。

<sup>498</sup> 高畑順子「fauteから因果関係へ」法と政治34巻2号163頁（1983）。

は、集团的損害の増大で、個人的利益の集合としての損害である。伝統的には、共有財産の侵害の事例で論じられたが、現代で問題となっているのは、共通の原因である単一の加害行為によって多数の被害者の法益が侵害された「集团的損害 (dommages des masses)」とされる。これまでフランスでは、このような集团的損害に関する訴訟制度が必ずしも十分に整備されてこなかったために、現在その整備のための法案が審議中であり、将来は集団訴訟制度によって対応が図られることになるとされている。

第二の特徴は、完全賠償の原則である。フランス法における損害賠償の原則は完全賠償 (reparation intégrale) であり、被害者を不法行為がなかったならば、あったであろう地位に戻すことが目的であるとされる<sup>499</sup>。したがって、この完全賠償の原則が、機会の喪失や集团的損害の考え方にいかなる影響を与えているかという考察も必要となる。次に、損害賠償の機能と損害概念の変化について、少し詳しくみていくこととしたい。

## 第2項 損害賠償の機能および損害概念の変化

### 1. 損害賠償の機能・範囲

フランスにおける損害賠償の基本原理は、発生した損害の総体的回復 (修復) である<sup>500</sup>。そのためには、次のとおり①現物賠償 (réparation en nature) と、②等価賠償 (réparation par équivalent) の二つの方法が用いられる<sup>501</sup>。まず、①現物賠償は、現実には損害状態を払拭する完全な原状回復であり、理論的には回復の理想とされている。したがって、そうした完全な原状回復が可能である限り、原則として被害者は有責者に対してそれを要求する。具体的には、詐欺行為の取消、不正競合の場合の店舗の閉鎖などが挙げられる。これに対し、②等価賠償は、損害状態を残存させることになるもので、単なる補償 (compensation) しかもたらさず、損害の原因を留めたままになるとされる。

このように、現物賠償は、それが実際に損害状態を払拭する完全な原状回復であり、被害者の救済に最も資する方法とされているものの、実際上は、しばしば完全な損害の払拭は困難であるから、被害者はそれに代わる等価賠償に甘んじなければならない。また、実際の不法行為訴訟においては、裁判官が命じる非金銭的判決の中には、実際に単なる補償のみを志向するものと、その損害原因までも消滅させることにより真の回復、すなわち合法性への回帰を可能とするものを区別することが重要であるとされる<sup>502</sup>。要するに、フランスにおいては、少なくとも 1930 年代以降、不法行為責任において現物賠償の優位性が

---

<sup>499</sup> Mazeaud et Chabas, *Traite theorique et pratique de la responsabilite civile delictuelle et contractuelle*, t. 3, 1<sup>er</sup>, 6<sup>e</sup> éd. L.G.D.J. 2013, n° 2358. 加藤雅之「不法行為法における意思決定の機会の保護について—近時の最高裁判決の検討を通して—」タートンヌマン 8 号 66 頁 (注 51) (2006)。

<sup>500</sup> 山口・前掲注 (449) 218 頁。

<sup>501</sup> 山口・前掲注 (449) 217-218 頁。

<sup>502</sup> Savatier, *Traité de la responsabilité civile en droit français* (Reliure inconnue 1939), n°597.

主張されて現在に至っている。そして破毀院も、賠償方法の選択は事実審裁判官の裁量権に属することを認め続けているのである<sup>503</sup>。

以上から、フランスにおいては、損害賠償の完全な回復が原則であり、そこでは、等価賠償は単なる補償しかもたらさない、とされていることは、フランス法の大きな特徴であるように思われる。それは、アメリカ法でみてきたような、たとえば、証券価格の下落相当額を填補するのでは、単なる補償しかもたらさず、不実開示の完全な払拭とはならないとみられるからである。さらに、損害の完全な払拭とは何なのか、損害賠償額の認定や、いかなる賠償方法が妥当なのかということについて、裁判官の果たす役割が大きいことも、フランス法の特徴の一つであろう。なお、フランス法では、不法行為責任に基づく損害賠償については、その範囲に関する規定が置かれていない。不法行為における被侵害利益について、対象となる利益の種類が限定されておらず、一般的には、被害者に帰属しているといえる「法的に保護される利益」であれば足りるとされている<sup>504</sup>。

## 2. 損害の性質・種類

### (1) 損害の性質

フランス民法典 1382 条は、「いかなるものであれすべての他人に損害を生じさせる人の行為は、フォート (faute) によってそれをもたらした者に、それを賠償する義務を負わせる」と規定し、損害の存在を民事責任成立の要件としている。しかし、民法典は、どのような損害が賠償の対象とされるのかについては、特に規定していない。もっとも、フランスの判例・学説は、一定の要件を満たした損害のみが賠償の対象となるとしている。それらの要件は、損害の確実性、直接性、正当な保護法益の侵害である。ここで、フォート (faute) とは、加害者が為すべからざることを為し（作為 *faute de commission*）あるいは為すべきことを為さなかった（不作為 *faute d'omission; faute d'abstention*）ことに由来するとされる<sup>505</sup>。これを日本法の考え方に置き換えると、故意・過失による作為または不作為となるが、この「フォート」とは、故意・過失、違法性や因果関係をも含むフランス法独自の概念である<sup>506</sup>、フランス民事責任法における最も重要な責任要件である。このように、フランス法において賠償されうる損害の性質は、①確実 (*certain*) なものであること（確実性）、②直接的 (*direct*) なものであること（直接性）、および③正当な保護法益 (*intérêt légitime juridiquement protégé*) の侵害があることが必要であるとされている<sup>507</sup>。このほ

---

<sup>503</sup> Cass. Civ., 2<sup>ème</sup>, 29 juin 1961, *Bull.civ.* 1961, II .285 ; Cass. Civ., 2<sup>ème</sup>, 21 mai 1997, *Bull.civ.* 1997 II ,n°151 等多岐にわたる。

<sup>504</sup> 澤野・前掲注 (443) 188 頁。

<sup>505</sup> 山口・前掲注 (449) 164 頁。

<sup>506</sup> フォート (faute) とは、故意・過失・違法性を含んだ概念である。山口・前掲注 (449) 164 頁。廣峰・前掲注 (56) 6 頁。

<sup>507</sup> 山口・前掲注 (449) 162 頁。



かに、投資者の損害では、④損害の属人性も重要な要件となる<sup>508</sup>。これは、生じた損害が他人や法人等ではなく、その被害者本人に属していると認められることである。

これらの損害の要件をみていくと、まず、①確実性がある。損害はその発生が確実でなければならないが、不法行為の時点で現に存在する (*actuel*) ことまで必要でなく、将来の損害 *préjudice futur* もその発生が確実であれば賠償されうる。したがって、機会の喪失 (*perte de la chance*) <sup>509</sup>による損害の発生も確率が十分に高いときには考慮されることになる。破産院も、機会が不確実ないし仮定的でない場合に、損害賠償を認めている。次に、②直接性としては、広義には *faute* と損害との間の因果関係の問題であるが、特にここで議論されるのは、「反射（間接）的損害 (*dommages par ricochet ; dommages réfléchis*)」の問題である。たとえば、死亡事故の被害者の債権者は、被害者が生存していれば弁済を受けられたであろうと主張して、加害者に賠償請求することはできない（被害の間接性）。この考え方からすれば、虚偽記載がなければ別の有価証券を取得して利益を得られたであろうと主張して賠償請求することはできないことになる。すなわち、得ることができたかもしれない利益相当は損害として認められないことになる。さらに、この反射的損害を受けた者を、間接的被害者 (*victim par ricochet*) という概念で捉え、投資者の損害を立証しようとする見解もみられる<sup>510</sup>。③正当な保護法益の侵害については、賠償請求のためには、被害者の権利の侵害までは必要なく、なんらかの利益の侵害をもって足りるが、この利益は法令または公序良俗に反するものであってはならない。不実開示のケースであれば、投資者は適正な情報を得て自己の判断により投資を行うことを妨げられ、取引した有価証券の価格が下落したことにより投資利益を侵害したと評価できるのであるから、正当な保護法益の侵害についての問題は生じないと考えられる。以上のように、フランス民事責任法では、損害とは、利益に対する侵害であるとされる<sup>511</sup>ため、投資者が投資行為によって利益を得ることが侵害され、これが機会の喪失という理論に結びついているように思われる。そうだとすれば、損害の内容は、侵害された利益の内容に拠るということになる。

これらの要件に加え、損害の性質に新たな枠組みを与えていると考えられるものに、損害は、加害者・被害者・社会の关系的な概念とされていることがある<sup>512</sup>。従来、損害は加害者・被害者という二つの当事者の关系的な概念であるとされてきたといえよう。しかし、これに社会との関係が加わることにより、加害者に対する社会のマイナスの反応としての制裁・抑止という機能が新たに加わったとみることもできる。単に、従来のような被害者

<sup>508</sup> Tchinda, *op.cit.*, n°448, p. 25.

<sup>509</sup> たとえば、競馬騎手の過失による賞金獲得機会の喪失など。

<sup>510</sup> Tchinda, *op. cit.*, n°448, p.9, 25, 29.

<sup>511</sup> 小野寺倫子「人に帰属しない利益の侵害と民事責任(1)」北大法学論集 62 巻 6 号 49 頁 (2012)。

<sup>512</sup> 2013 年 9 月 10 日、11 日に開催された《日仏二国間研究集会》(Journées bilatérales franco-japonaises de l'Association Henri Capitant) における、パリ第 13 大学のムスタファ・メキ教授 (Mustapha Mekki) の報告。森田・前掲注 (496) 55 頁参照。

の損害填補機能のみならず、損害賠償という規範的機能が意識され、かつ、それが求められるようになってきているように思われる。

## （２）損害の属性による区分

損害には、その属性による区分として、会社という法人の損害と株主（投資者）個人の損害という二つに分けることができる。その具体的内容については次のように考えられている。発行会社の損害と株主個人の損害との違いは、彼らの資産の違いと関連している。すなわち、株主個人の訴訟が彼らの資産に対する侵害に基づいてなされるのに対し、会社訴訟は会社自体の資産に対する侵害に基づいてなされる。このように、原則は単純で理解しやすいのであるが、いざ実際に区別するとなると難しい側面を有している。

原則として株主個人は、その損害が（取締役の）権限濫用や会社財産の流用など、会社に対する間接的なものに過ぎなければ、その賠償は一般に認められない。それに対し、株主個人の損害が直接的なものであれば、その賠償は認められることになる。このような二分法は、同じ侵害行為から生じた損害が二つの訴訟に分けることができなければ、認められないことになるのである<sup>513</sup>。なお、この損害の直接性および属人性に関連して、「間接被害者（*victim par ricochet*）」という概念を用いることが有用であるとする見解もある<sup>514</sup>。これまでみてきたように、損害賠償が認められるためには、その損害に確実性、直接性、属人性が必要となる。しかし、投資者の損害は、捉えにくい不確実な要素を持つために、この直接性を示すことが難しい。さらに、会社の損害か株主個人の損害のいずれなのかということでその属人性を立証することも難しい場面もあると考えられる。このため、間接的なしは波及的（*par ricochet*）という用語法も用いられている。

## （３）損害の種類

損害の定義として、損害の種類から分類することも有益である。損害の種類には、物的損害（*dommage matériel*）、精神的損害、身体損害の三つの種類がある。このうち、投資者の損害は、物的損害のみが対象となり、精神的損害や身体損害は含まれない。物的損害とは、財産的あるいは金銭的（*patrimonial ou pécuniaire*）なもので、それらの減少をもたらすもの（*perte éprouvée ; damnum emergens*）のほか、得べかりし利益（*gain manqué ; lucrum cessans*）を含むということになる。

## ３．完全賠償（*reparation intégrale*）の原則<sup>515</sup>と最近の判例

---

<sup>513</sup> Fasterling et Duhamel, « *Le Comply or Explain : La Transparence Conformiste en Droit des Sociétés* », *Revue internationale de droit économique* 2009, pp.148-149,

<sup>514</sup> Tchinda, *op.cit.*, n°448, p. 9, 25, 29.

<sup>515</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p. 245. 日本語訳では、他に、損害の「総体的修復」（山口・前掲注（449）218頁）、ドイツ法の完全賠償との対比で、全部賠償や全額賠償という訳語があ

判例および学説上では、不法行為責任においても完全賠償の原則が妥当するとされている<sup>516</sup>。ここで、完全賠償の原則とは、損害賠償に関する基本的原則の一つであり、損害賠償額の算定にあたっては、賠償可能な損害項目のすべてが考慮されなければならない、それらの各損害は、完全かつ有効に賠償されなければならない。同時に、損害賠償は、損害の価値を超えてはならず、また、被害者に利益を与えるものであってはならないとされる<sup>517</sup>。フランス法は、損害の評価に関する外国法のさまざまな原則（たとえば、懲罰的損害賠償、純粹経済損失や被害者の損害制限義務など）に対し、第一に完全賠償の原則に準拠するとされている<sup>518</sup>。破毀院は、この原則についていくつかの考え方があるとしている。一つは、「適切な損害賠償責任とは、損害によって損なわれた状態（バランス）を出来るだけ同じ程度に回復させ、もし不法行為がなかったならば生じたであろう状態に被害者を戻してやるということである。」とする。さらに、「損害の賠償（額）が損害（額）を上回らなければ、それはいずれにせよ完全なものである」、「損害賠償は、その賠償が被害者に損失や利益をもたらすものであってはならない」と判示している。

また、完全賠償の原則は、損害よりも少なく、実体のないもしくは見積りの賠償を禁じている。なお、この原則は、不法行為の一般規定（フランス民法 1382 条）が語らない点を埋めるものであるが、同法は原則を謳うのみであり、「完全賠償（全部填補）」の具体的な内容に直接言及する箇所はないともされている<sup>519</sup>。このため、学説は、さらにいくつかの下位の原則でそれらの内容を捉えようとする。たとえば、①狭義の全部填補原則（填補が損害を下回らないこと、すなわち全損害をカバーするものであること）、②補償性原則（填補が損害を上回らないこと、いわゆる利得禁止原則に相当）、③損害の具体的評価原則（抽象的評価ではなく被害者を考慮した個別化を行うこと）などである<sup>520</sup>。しかしながら、最近の判例は、損害をよりよく投資する機会の喪失であると捉えて、たとえば、原告に対し一株あたり 10 ユーロといった一律の損害を認めており、このような損害の認容の仕方は、各投資者が有している機会を個別具体的に評価しておらず、従来の完全賠償の原則の理解

---

てられている。

<sup>516</sup> Cass.civ. 2<sup>ème</sup>, 20 dec. 1966, D. 1967, p. 169.

「民事責任本来の意義は、出来る限り正確に被害によって破壊された状況を元に戻し、被害者を加害行為がなかった状態に戻すことである」旨判示されている。

<sup>517</sup> Cass. civ. 2<sup>ème</sup>, 6 juill. 1983, *Bull. civ.* n°143, p.100.; Cass. civ. 2<sup>ème</sup>, nov. 1976, pourvoi n°99-18 712. Spitz, *op. cit.*, n° 427, p.245.

<sup>518</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p. 245.

<sup>519</sup> Margeat, « *Sang et droit, lindemnisation des victimes* », *Gaz. Pal.*, 1993 doct., p. 980

<sup>520</sup> Savatier, « *Le principe indemnitaire à l'épreuve des jurisprudences civile et administrative : À propos de l'indemnisation des victimes de transfusions sanguines* », *J.C.P.*, 1999, p. 617 et s. ; Viney et Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, 3<sup>e</sup> éd, L.G.D.J., 2011. n°57.

からは乖離しているとする見解もなされている<sup>521</sup>。

### 第3項 民事責任制度の今後

以上のように、フランスにおける民事責任制度は、多くの議論がなされ、制度的にも理論的にも発展を遂げてきたが、近年の社会情勢の変化にも対応するため、現在、改正作業が進んでいる。2004年にフランス民法典200周年を記念して旧シラク政権下で始まったフランス債務法改正作業は、着実に作業が進められているものの、時効法改正以外は未だ結実していない。現在俎上に上がっているのは、損得計算に基づいて故意的に犯される侵害行為に対する抑止である。とりわけ、「受益フォートないしは営利的フォート (faute lucrative)」と呼ばれる、加害者に単なる填補賠償義務を課すだけでは加害者のもとに利益が残る、とりわけ重大で意図的なフォートに対する対応である。

これについては、懲罰的損害賠償制度を設ける案（カタラ草案<sup>522</sup>）と加害者の利得を吐出させる原状回復的賠償で対応する案（テレ草案<sup>523</sup>）の二つがあるとされる。まず、カタラ草案1371条は、「明白に意図的なフォート、とりわけ営利的フォートを有する行為者は、填補的損害賠償に加えて、懲罰的損害賠償を命じられる可能性があり、この賠償については、裁判官がその一部を国庫の利益とする権限を有する。この損害賠償を命じる裁判官の決定は、特別な理由づけがなされなければならないし、被害者に付与されるその他の賠償金と区別されなければならない。懲罰的損害賠償は、保険に付すことができない。」と規定し、明白に意図的なフォートに対して懲罰的損害賠償を明文化したことが注目されている。これに対してテレ草案は、54条が「損害の行為者が意図的に営利的フォートを犯す場合、裁判官は、特別に理由づけした判決により、原告が蒙った損害の賠償よりもむしろ被告が引き出した利益額を付与する権限を有する。填補賠償の名で原告が受領する額を超過する部分は、責任保険によっては保障することができない。」と規定する。ここでは、営利的フォートに対して従来の填補賠償とは異なる賠償を付与することで、こうした侵害行為を抑止しようとする姿勢はカタラ草案と異ならないが、懲罰的損害賠償ではなく、利得の吐出しを認める賠償、すなわち「原状回復的賠償」を明文化した点が大きく異なる<sup>524</sup>。この「填補賠償の名で原告が受領する額を超過する部分」というのがいったい何を指すのか、疑問

---

<sup>521</sup> Spitz, note, *Revue trimestrielle de droit financier*, N° 2-2010, p.60, spéc., n°30. 酒巻・前掲注(46) 87頁。

<sup>522</sup> カタラ草案については、司法省のHPで入手できるほか公刊されている。

Catala, *Avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription*, La documentation Française, 2006. なお、フランス債務法改正の動向を紹介するものとして、金山直樹「フランス民法典改正の動向」石井三記（編）『コード・シヴィルの200年』（創文社、2007）、廣峰・前掲注(445) 127頁以下などを参照。

<sup>523</sup> テレ草案は公刊されている。

Terré (Sous la direction de), *Pour une réforme du droit des contrats*, Dalloz, 2009.

<sup>524</sup> 廣峰・前掲注(50) 237頁。

なしとはしない面もあるが、原状回復的賠償は、加害者が実現した利益に相当する額の損害賠償の支払いを命じることのみに向けられたものであるから、厳密な意味での懲罰的損害賠償とは区別される<sup>525</sup>。一方で、やはり何らかの填補とは異なる異質なものが認められるのかなど、法的性質や特別法が一般法に与える影響等も含め、今後の立法作業の中でどのように議論され結実していくのか、注視が必要である<sup>526</sup>。

### 第3款 比較法—フランス法からみたアメリカ法

#### 第1項 投資者の損害に対する立場の違い

フランス法からアメリカ法をみた場合に、アメリカ法はフランス法にどのように映っているのだろうか。そこには、次のように、投資者の損害に対する立場に大きな違いがみとれる。まず、投資者の損害を、①証券の市場価格の問題（アメリカ法）として捉えるのか、②投資者の投資判断および機会の問題（フランス法）として捉えようとするのか、という点がある。すなわち、アメリカ法は一貫して、投資者が情報開示に関する訴訟に関し、固有の客観的な価格ではなく、主観的かつ機会的な価格により訴訟を提起することを認めてこなかった。そこにおける問題の本質は、客観的な考え方に適合する認定がなされなければならないとされている<sup>527</sup>、と評価されている。このように、アメリカ法では、投資者の損害を市場価格の問題として捉えているため、アメリカの裁判所は、経済理論に基づき不実開示発覚直後の市場価格が、当該証券の真の価格を反映していると考えていることになる<sup>528</sup>。しかし、フランスでは、そのような考え方は、不実開示以外のその他の変数、特に大暴落のような相場の動きを考慮に入れていないとして批判されている<sup>529</sup>。ただし、フランス法においても、市場価格に拠ることを完全に否定しているようではなく、問題は、損害評価に関する実定法の不確実さと不十分さであるとしつつ、それら評価方法等の改善は、損害の立証の観点からも望ましいことであると考えている<sup>530</sup>。フランスにおいても、投資者の損害算定に関する統一的な算定理論がないことから、裁判所は頭を悩ませてきたとされるが、2003年の市場詐欺行為指令による改革では、詐欺という悪質性ではなく相場を歪めた市場価格の問題として考えようとする動きが窺える。そこでは、違法行為の経済的側面が強調されているのである<sup>531</sup>。

このような動きの背景にあると思われるのが、資本市場のグローバル化の著しい進展で

---

<sup>525</sup> Bourghetti, « *Les sanctions en droit de la responsabilité civile-De la réparation sans sanction aux sanctions non réparatrice* », in Chainais et Fenouillet (sous la direction de), *Les sanctions en droit contemporain*, Dalloz, 2012, p. 271.

<sup>526</sup> 廣峰・前掲注(50) 237頁。

<sup>527</sup> Fasterling et Duhamel, *op.cit.*, n°513, pp. 151-152.

<sup>528</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p. 26.

<sup>529</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p.26.

<sup>530</sup> Laure, *op.cit.*, n° 432, p.19.

<sup>531</sup> Laure, *op.cit.*, n° 432, p.13, 26.

ある。膨大なマーケットマネーは、アメリカの資本市場、フランス、イギリス、ドイツ等の EU の資本市場を問わず、国境をまたいだ取引を日々行っている。それに伴い、各市場における規制や法的インフラの統合化が進み、EU 指令による改革で、アメリカ法的な考え方も導入されてくることになる。しかしながら、一般に、不法行為損害賠償法はすぐれて国内的な法律であり、各国において損害の捉え方や賠償額の算定方法が異なるのは、国内的な要因が大きく影響していると考えられる。このような証券法におけるグローバル化の進展と国内的な問題をどのように折り合いをつけていくのか、証券法および比較法の総合的な考察・検討が今後ますます求められることになるように思われる。

## 第2項 集団訴訟への対応の違い—フランス版クラス・アクション

証券不実開示により損害を受けた投資者の救済が実効的なものとなるか否かは、集団訴訟 (Actions collectives) への対応と密接に関わっている。しかしながら、現行のフランス法の規定は、必ずしも集団訴訟に十分に対応しているとはいえず、その結果、投資者の救済は極めて限定的となっていたといえる。このような背景の一つには、投資者救済の実効性を図っていこうとする意識が乏しい政治の状況があったとされる<sup>532</sup>。このように、フランス法のルールが集団訴訟に対応していないという問題を改革していくうえで、外国の制度・状況について二つの観点から考察する必要がある<sup>533</sup>。まず、第一の観点はアメリカ法における証券取引に関する損害賠償制度 (クラス・アクション) であり、第二の観点は、ヨーロッパにおける損害賠償制度 (団体訴訟制度等) との比較考察であるとされてきた<sup>534</sup>。

このような事情を背景にして、フランス政府は、2005 年春、フランス版クラス・アクション (グループ訴権) の手続きを導入する条件を検討するためにワーキンググループ (WG) を設置した<sup>535</sup>。この WG は、①アメリカ等のクラス・アクション型、②集団的損害賠償責任に関する確認的訴訟等との比較を行ったものの、単一の解決を推奨しないとの報告書<sup>536</sup>を 2005 年 12 月 16 日、政府に対し提出した<sup>537</sup>。これを基に政府案が決定されたが、そこでの検討内容は、次のとおりとされる<sup>538</sup>。第一のアメリカ等のクラス・アクション型では、アメリカのクラス・アクションおよびカナダケベック州の集団不服申立て (recours collectif) が検討されたものの、グループの構成方法の一つである「オプト・アウト (opt-out)」が、フランス法で禁じられてると解釈するのがほぼ一した学説である等として採用されなかった。第二の集団的損害賠償責任に関する確認的訴訟では、ヨーロッパでグループ訴権

<sup>532</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p 419.

<sup>533</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.419.

<sup>534</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.419.

<sup>535</sup> 後藤巻則「消費者団体と損害賠償請求」早稲田法学 84 巻 3 号 56 頁 (2009)。

<sup>536</sup> *Rapport du groupe de travail sur les actions collectives*, 2005. 後藤・前掲注 (535) 56 頁。

<sup>537</sup> 後藤・前掲注 (535) 56 頁。

<sup>538</sup> 後藤・前掲注 (535) 56 頁以下。

を導入したスウェーデン、ポルトガルが検討された。この案は、第一段階では、認可消費者団体のみに確認的判決の提訴権を与えるものの、第二段階として被害を受けた消費者は申請により損害賠償請求を行うというものである。したがって、損害賠償はあくまでも各消費者が行い、消費者団体等に委任するものではないことから、民事責任に関する原則に準拠している、訴訟の濫用がある程度抑えられる等として、第二の案が採用された。なお、この案は、コンセイユ・デタで審議された後、2006 年 11 月に閣議で採択されたものの、その後の大統領選挙等による議会の活動停止などから、最終的には政府はこの法案を取り下げた<sup>539</sup>。

その後の状況としては、政府内の委員会などの場で検討がなされたほか、野党などからグループ訴権を導入する法案の提案がなされるなどの動きがあったものの、いずれも法案の成立までには至らず、フランス国内でのグループ訴権導入の動きは停滞していたとされる<sup>540</sup>。他方、EU レベルにおいては、2000 年代初頭以降、主に競争法と消費者法の分野で個人的損害の集合的な救済制度の必要性の議論が積み重ねられ、2013 年 6 月には加盟各国に二年以内に集合的な損害賠償請求訴訟制度を導入するよう求める勧告が欧州委員会より出されるに至った<sup>541</sup>。このような動きと並行し、フランスにおいても 2013 年 5 月、グループ訴権手続を定める HAMON 法案が提出された。そこには、EU レベルでの政策形成に有利に関与するという観点からも、フランス国内における集団的消費者被害回復制度の導入が急がれたという側面もあったとされている<sup>542</sup>。この HAMON 法案によるグループ訴権手続は、訴訟手続きを二段階に分離する。すなわち、①第一段階は、認可消費者団体の提訴により開始され、事業者の責任原因の有無のほか、損害額または損害の算定を可能とするすべての要素について審理が行われる。その結果、事業者の責任が確定した場合には、次に移行する。②第二段階では、対象となる消費者に告知・公告を行った上で手続への参加を求め、事業者は第一段階で裁判所が判断した損害額や算定要件に従い、手続に参加した消費者に賠償を行うことになる<sup>543</sup>。HAMON 法案は、憲法院の審査等を経て、2014 年 3 月 18 日公布された<sup>544</sup>。これにより、消費者法典にグループ訴訟（Action de groupe）の規

---

<sup>539</sup> 後藤・前掲注（535）59 頁。

<sup>540</sup> 京都弁護士会「ギリシャ・フランスにおける集団的消費者被害回復訴訟制度の運用状況に関する調査報告書」27-28 頁（2014 年 3 月）。

<sup>541</sup> Commission Recommendation of 11 June 2013 on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in the Member States concerning violations of rights granted under Union Law (2013/396/EU, OJ L 201, 26. 7. 2013, p. 60-65). なお、この勧告の概要については、大高友一「集合的救済制度に関する 2013 年 6 月 11 日欧州委員会勧告について」消費者法ニュース 98 号 108 頁以下（2014）参照。

<sup>542</sup> 京都弁護士会・前掲注（540）28 頁。フランス司法省ヒアリング。

<sup>543</sup> 京都弁護士会・前掲注（540）28-29 頁。

<sup>544</sup> Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation. JO du 18 mars 2014, p. 5400.

定が創設されたのである<sup>545</sup>。その内容は、経済的な利害関係者間の権限のバランスをとったものといえ、その最も大きな特徴は、①集団（団体）訴訟の制度化、②規制当局の権限強化、③消費者の取引上の権限強化である。そこでは、訴訟手続きの簡素化および消費者の権利保護と併せ、事業者に対する制裁が強化されている。このように、消費者の救済を図ることにより、事業者に制裁を与えることになるという新たな枠組みは評価するべきであるとされている<sup>546</sup>。

以上のように、集団訴訟の制度には、英米法と大陸法といった法系のほかに、国による違い、さらには同じクラス・アクションでも、グループの構成方法の違い等がある。したがって、とりわけ集団訴訟としての性格が強い証券不実開示訴訟の検討に当たっては、比較法による検討が欠かせないといえる。ただしその際には、日本法からの比較法という視点のみにとどまらず、フランス法からの比較法として、アメリカ法やヨーロッパ法を考察するという視点が肝要である。

---

<sup>545</sup> Art. L. 423-1～423-16.

<sup>546</sup> Thill-Tayara M. and Giner Asins M., France: the new “Hamon Law” introducing French class actions – new consumer law introduces significant provisions with respect to competition and distribution law, 2014.  
<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/114016/the-new-hamon-law-introducing-french-class-actions-and-its-effects-on-competition-and-distribution-law>.



## 第4節 損害賠償額算定の実体法的側面

フランスにおいても、不実開示に関する投資者の損害の評価・算定の問題は、まずは、実体法の問題として捉えられてきた。しかし、具体的にその損害を評価・算定する場合、法律理論における不実開示の評価法がないことや判例が定まっていないことから、実体法は困難さに直面してきたとされてきた<sup>547</sup>。このため、本節では、フランス法がどのようにそれらの困難さを克服しようとして独自の理論を構築してきたのかについて、実体法的側面から考察することとしたい。

### 第1款 投資者の損害

#### 第1項 意義

投資者の損害の実体法的側面について検討する場合、投資者の損害とは何か、および投資者とは誰なのかというそれらの定義を明らかにしておくことが必要である。すなわち、証券取引によって生じた投資者の損害とは何かを定義することは、損害賠償の方法の研究に当たって必要不可欠の前提条件となる<sup>548</sup>。それでは、フランスにおいては、投資者の損害は実体法でどのように定められ、また、どのように考えられているのであろうか。この点については、基本的には第3節で述べた損害概念に基づいているものといえよう。ただし、いくつかの点においては、独自の証券取引特有の損害の特徴がみられる<sup>549</sup>。まず、第一の特徴は、会社法的な観点である。投資者は発行会社の株主でもある（又はあった）ことから関連して生ずる問題である。そこでは、投資者の損害といっても、個々の投資者の損害としてみるべきものと、発行会社自体の損害（ひいては株主の損害）としてみるべきものがあるということである。これには二つの考え方があるとされる。一つは、それら二つの損害の境界が必ずしも明らかでないことから、判例は当初、会社の損害と投資者個人の損害を別個に賠償することを否定してきた。今日、破産院では会社の損害と個人の損害とには絶対に相容れないものがあり、市場の下落に伴う証券価値の減少による損害は、必然的帰結として会社の損害であると考えられている。他の一つは、会社の損害と個々の投資者（株主）損害の違いは、それぞれの資産に関連していることから、損害が直接的か否かで判断するという見解である<sup>550</sup>。これによれば、会社訴訟（*action social*）<sup>551</sup>は、個々の株主訴訟が当該株主の資産に対する侵害に基づくのに対し、当該会社の資産に対する侵害に基づいている。したがって、取締役による会社財産の濫用など、その損害が間接的な場合、株主への賠償は認められない。それに対し、損害が株主に対して直接的であれば賠償

<sup>547</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p.19.

<sup>548</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.23.

<sup>549</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p.16.

<sup>550</sup> Fasterling et Duhamel, *op. cit.*, n°513, pp.148-149.

<sup>551</sup> 会社資産の侵害に関する訴訟。たとえば、取締役のフォート（*faute*）に対する株主の代表訴訟。

は認められるという。第二の特徴は、損害算定理論の観点である。不実開示と投資者の損害との因果関係が複雑なことから、損害の評価と賠償額の算定が困難なことである。資本市場の相場は、外部の非常に多くの要因により変動することから、不実開示のみによって生じた損害を特定・立証することが難しい。第3節 第3款 比較法で述べたように、アメリカの裁判所は、経済理論に基づき不実開示発覚直後の市場価格が、当該証券の真の価格を反映していると考えている。ところが、前述のように、このような考え方は不実開示以外のその他の変数、特に大暴落のような相場の動きを考慮に入れていないことから問題があると指摘している<sup>552</sup>。一方、実定法の不確実さと不十分さに照らしてみると、評価方法等の改善は、損害の立証の観点からも望ましいことであるとも考えている<sup>553</sup>。さらに、第三の特徴は、損害賠償法の観点である。投資者の損害には、①決定の損害（*Les prejudices de décision*）と、②状態の損害（*Les préjudices de condition*）との二つの類型があるとする考え方がある<sup>554</sup>。ここで、①決定の損害とは、投資者が不実開示により自ら意図した投資決定を行うことが出来なかったという投資決定の損害であり、②状態の損害とは、現在、アメリカ法や日本法において議論されている、有価証券の市場価格の下落という損害であると思われる。

次に、投資者とは誰かという問いも、投資者の損害の検討に当たっては不可欠の前提条件となる。そこでは、二つの基準により典型的に区分できる。第一は、属性による区分で、個人投資家と機関投資家という2種類の投資者である。個人投資家では、彼らの投資が安全に守られ、違法行為などの問題が生じたときは適正な賠償を請求できるということが最も重要なことである。一方、機関投資家では、金融市場の流動性を確保でき、自己の資産を守り、利益を追求することができる制度となっていることが最も重要である<sup>555</sup>。第二の区分は、証券の取得時期による区分である。フランス法では、不実開示により証券を取得した取得株主のみならず、証券を売却した処分株主も投資者となる。さらに、不実開示がなされた以後に有価証券を取得した者の他に、当該不実開示がなされる以前から当該有価証券を保有していた者も投資者に該当する。なぜならば、不実の情報開示により有価証券を保有し続ける決定をした投資家も、「よりよく投資する機会」を喪失したことで、有価証券の取得・処分者と同様に損害を受けていると考えるからである<sup>556</sup>。この点、わが国の金商法の規定と比べて、投資者の範囲を非常に広くとっているといえよう。

---

<sup>552</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p.26.

<sup>553</sup> Laure, *op.cit.*, n° 432, p.19.

<sup>554</sup> Spitz, *op.cit.* n° 427, p. 212

<sup>555</sup> Laure,*op.cit.*, n° 432, p.10.

<sup>556</sup> 酒巻・前掲注(46) 93頁。

## 第2項 会社の損害と投資者（株主）個人の損害—会社法的な観点

証券不実開示に関する責任の原則<sup>557</sup>に関連して、会社の損害と投資者個人の損害を会社法的な観点からみた場合に、証券不実開示訴訟は、会社訴訟と株主個人訴訟の両面を併せ持っている。このため、訴訟においては、①会社の損害と、②投資者（株主）個人の損害という二つの種類の損害が問題となる。まず、第一に、会社の損害という点では、株式会社として遵守しなければならない法令に違反して開示義務を履行せず、会社に対し損害を与えたとみることができる。しかしながら、会社における金銭的な実際上の損害を明確にすることは困難である。破毀院は、会社の損害とは、会社の価値を高めるために不実の開示を行うという観点では捉えられていなかったと判示している<sup>558</sup>。第二に、投資者（株主）の個人的な損害というのである。証券不実開示の分野では、株主の個人的損害の属人性も問題となる。不実の開示情報に基づき取得された株式について、株主の損害は認められるのである。そこでは、不実開示前から株式を保有し、証券をそのまま保有し続ける選択をした株主の損害も認められる。この結果、フランス実体法における賠償はその範囲が広いものとなる。そしてまた、不実の開示情報により新たに株式を取得した株主の損害も賠償されることになる。同様に、悲観的な不実の開示情報に惑わされて株式を売却した株主の「機会の喪失」についても賠償が認められる<sup>559</sup>。

このように、①会社の損害と、②投資者（株主）の個人的な損害とを区分するメルクマールとしては、前述したように、損害の直接性があるとされている。すなわち、発生した損害が、投資者（株主）個人の資産に対する直接的な侵害か、もしくは、会社の資産に対する侵害で、投資者（株主）の資産にとっては、いわば間接的な侵害といえるかどうか、ということになる。この点、直接的損害の立証が審理の対象外であれば、それは因果関係に関することとなるとされ、そこでの因果関係の立証責任は原告（投資者）にある。判例は、この因果関係の有無に確実な証明や一連の状況証拠を求めていると解されており、原告に確実な損害の立証は求めている一方、確実な因果関係は必要としている。

## 第3項 決定の損害（Les prejudices de décision）<sup>560</sup>—損害賠償法的な観点

有価証券が上場された場合、法令および取引所等の開示規則に基づいて当該有価証券に関する適正な情報開示がなされ、投資者はそれを拠り所として投資決定を行う。しかしながら、開示された情報が不実のものであった場合に、投資者が行う意思決定は歪められ、適切に有価証券を選択する機会が奪われたことになる。これが、投資者に生じた「決定の損害」（Les prejudices de décision）であり、換言すれば、「誤った投資判断による損害」と

<sup>557</sup> Fasterling et Duhamel, *op. cit.*, n°513, pp.148-152.

<sup>558</sup> Cass. 29 nov. 2000. CA Paris, 16 déc. 1998. Fasterling et Duhamel, *op.cit.*, n°513, p.149.

<sup>559</sup> CA Paris, 26 sept. 2003, *Revue trimestrielle de droit commercial*, 2004, n° 2, pp. 316-319, note Cl. Champaud et Danet.

<sup>560</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, pp. 231-242.

いうことにもなる。このタイプの損害では、不実開示そのものが投資者の投資判断を歪めてしまい、自ら望んだ意思決定が行えなかったこと自体が損害となるのである。この損害は、第4項で述べる市場において誤った証券取引が執行された結果生じた状態に対して主張を行う「状態の損害」とは異なり、誤った証券取引（不実開示など）が、取引の状態を歪めてしまっただけではなく、それはまた、投資決定（判断）の機会が奪われたと主張することが可能な損害ということでもある。それは、不実開示に基づく投資者の決定がなかったならば、どのような意思決定がなされていたのかということも含意している。ただし、そこでは、もはや不実開示がなされなかったときの状況に原状回復させるのではなく、投資する機会を失ってしまったことが損害として評価される。そこでは、不実開示がなかったとした場合、ないしは他の投資決定がなされた場合、投資者が得られたかもしれない最終利益に対する可能性（パーセンテージ）が損害として算定されることになる。ただし、一方で、この「決定の損害」という考え方は、その損害の評価に当たり、多くの問題を生じさせる。そこでの価値の評価は不実開示との因果関係に照らし合わせて検討されることになる。

## 1. 決定の損害の類型<sup>561</sup>

「決定の損害」の類型には、①投資決定したことによる損害（作為による損害）、②投資決定しなかったことによる損害（不作為による損害）という二つの類型がある。以下、それぞれの内容を見ることとする。

### ① 投資決定したことによる損害

「投資決定したことによる損害」とは、不実開示という情報操作により投資者の投資決定が歪められて有価証券の取得・売却がなされたことを意味する。すなわち、何らかの作為という積極的な観点によるものである。フランスの裁判所は、この「投資決定したことによる損害」を認める判示を行っている<sup>562</sup>。

### ② 投資決定しなかったことによる損害<sup>563</sup>

一方、不作為という消極的な観点からみると、「決定の損害」には不実開示という情報操作により投資決定がなされなかったという場合も含まれる。すなわち、有価証券の売却を行わずに保有し続けたり、または、取得を行わなかったことにより利益を得る機会を喪失して損害を受けたとするもので、それが「投資決定しなかったことによる損害」である。

---

<sup>561</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p. 238.

<sup>562</sup> L'affaire «Comptoir des Entrepreneurs», TGI Paris (corr.), 11<sup>e</sup> ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023. L'affaire «SIDEL»: TGI Paris (corr.), 11<sup>e</sup> ch., 1<sup>re</sup> Sect., 12 sept. 2006, RG. (第2節 判例の展開参照)。

<sup>563</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.239.

ただし、通常は、このような不作為の理由を立証することは難しいものの、それも理論的には「機会の喪失」ということになる。そこでは、不実開示がなされている間、投資者は適正な価格で売却する機会を失っていることになるからである。なお、この「決定の損害」は、後述する「機会の喪失論」による損害と同義であるといえる。このため、その理論の詳細については、第2款 第1項 機会の喪失論で述べることにしたい。

#### 第4項 状態の損害 (Les préjudices de condition) <sup>564</sup>—損害賠償法的な観点

有価証券は、一たび資本市場に上場されると、投資者の投資対象となり、その価格は日々刻々と変動することから、その価値は通常、市場価格により測定されるという特質を有するものである。このため、不実開示がなされた場合においても、その価値は市場価格で算定されるため、その後の発覚により有価証券価格が下落した場合には、当該下落額が投資者の損害として認められることになる。すなわち、これが「状態の損害」(Les préjudices de condition)である。そこでは、投資者は自らの投資判断の変更ないし修正を主張しているわけではなく、ただ単に不実開示の結果、自らが陥ってしまった現在の状態(市場価格の下落)の回復・変更を求めていることになる。したがって、そこでは現実の「状態としての損害」が問題となっているといえる。

このように「状態の損害」とは、市場の機能が歪められたことにより投資者に生じた証券取引(取得もしくは売却)の損害である。この損害の評価は、市場機能が歪められなかったとした場合(すなわち、不実開示がなかった場合)の価格と実際の価格との差額になる。この方式は、アメリカ法の現実損害賠償方式やその修正現実損害賠償方式に近いように思われる。なお、ここで、留意すべきなのは、フランスにおいては、市場価格を高く吊り上げる場合(高値吊上げ)とともに低く誘導する場合(低値誘導)も予め想定していることであり、この点、アメリカの議論<sup>565</sup>と同様である。そもそも、不実開示には、理論的に市場価格を吊り上げようとする場合と、低く誘導しようとする場合の二つの類型が考えられることから、フランスおよびアメリカがそれら両者の場合を想定しているのは当然であるともいえる。このため、わが国においても、現状のように、高値吊上げの場合のみを問題とするのではなく、フランスおよびアメリカにおける見解と同様に、低値誘導の場合も想定する必要がある。それにより、不実開示の様々なケースをトータルで捉えることができるようになり、より客観的な方法による評価が可能となる。

なお、損害額をみると、この損害の総額が最も大きくなるのは、不実開示がなされていた期間中に取引されたすべての証券の数<sup>566</sup>と当該証券価格の絶対額(真実価格<sup>567</sup>と実際価

<sup>564</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, pp.212-213.

<sup>565</sup> もっとも、アメリカにおける議論は、高値吊上げの議論が大勢を占めているように思われる。

<sup>566</sup> 理論的にはこのような解釈になるが、現実の訴訟制度の下では原告が取引した株数とな

格との差額) を乗じたものとなる。

例) 高値吊上げ額<sup>568</sup>10 ユーロ

取引株数 10,000 株

損害総額: 100,000 ユーロ

## 第2款 損害賠償額算定に影響を与える二つの理論

フランスにおいては、前述したように損害賠償額の算定に影響を与える実体法上の理論として、①機会の喪失論と②受益フォート (faute lucrative) に対する原状回復的賠償 (dommages et intérêts restitutoires)、がある。これらの理論は、それぞれ独立した理論であり、その根拠、要件および効果はまったく異なる。しかしながら、これら二つの理論を組み合わせることには、次のような二つの意義があるものと思われる。第一は、両理論ともに、フランスで前提とされてきた、被害者に生じた損害すべてを賠償させるという、完全賠償の原則がある意味修正されていることである。まず、機会の喪失による賠償の額は、失われた機会が実現していたならばもたらされたであろう利益を考えて決定され、完全賠償の原則には違反しない<sup>569</sup>。それは、賠償額が損失全体の一部であると評価するものではなく、機会の喪失自体を損失の全体として捉えているからである。しかしながら、現在の判例では、個々の原告ごとに実現していればもたらされたであろう利益を考えて決定されているのではない。そこではすべての原告（投資者）に生じた集団的損害という観点から、一律の機会の喪失が認められているのである。したがって、実質的には、個々の原告についての完全賠償の原則がある程度修正されているということがいえる。次に、原状回復的賠償では、損害の対象となるのが投資者に生じた損害ではなく、加害者が得た利益となることである。このように、いずれの理論も完全賠償の原則は修正されているということができよう。

第二は、これらの理論を組み合わせることにより、市場を利用した利益追求型不法行為における損害賠償の理論と実務に対し、従来よりも適切でより実効性のある損害賠償方法となるものと考えられることである。現在のアメリカ法および日本法のように、投資者に生じた「状態の損害」のみの議論を行っていたのでは、投資者の投資決定の意義および「決定の損害」が無視されるとともに、ともすれば加害者が得た利得が温存され、不実開示の

---

る。

<sup>567</sup> ここでいう「真実価格」とは、国際財務報告基準 (IFRS) における公正価値 (fair value)、すなわち、「独立第三者間取引において、取引の知識がある自発的な当事者間で、資産が交換され得る又は負債が決済され得る価額」(IFRS 1.A など参照) と同義で用いられていると考えられる

<sup>568</sup> 高値吊上げ額 = 実際価格 - 真実価格

<sup>569</sup> Spitz, *op. cit.*, n° 427, pp. 240-242, 245-247. 小林・前掲注 (44) 69 頁。

抑止にはつながらない。このため、投資者が被った「決定の損害」を評価・算定する機会  
の喪失論と不実開示の抑止のために、加害者の利益を吐き出させる原状回復的賠償の理論  
が必要となるのである。わが国と同様、懲罰的損害賠償制度を持たないフランスにおいて  
も、これら利益追求型不法行為の抑止を図ることは極めて重要である。

このように、完全賠償の原則を修正して、投資者の損害賠償額を算定するとともに、民  
事責任において不法行為の抑止を図る理論を有することが、フランス法の大きな特徴であ  
るといえる。なお、原状回復的賠償と受益フォートについては、二つの異なる理論である  
と考えられるが、本稿では、受益フォートに対する抑止という観点から、原状回復的賠償  
を考察することとする。以下では、はじめに機会の喪失論を、次に原状回復的賠償論をみ  
ていくこととしたい。

## 第1項 機会の喪失論 (La Théorie de la Perte d'une Chance) <sup>570</sup>

### 1. 判例および学説

意思決定の機会を保護する必要は、社会生活および経済生活の至るところに存在すると  
いえる。たとえば、医療の分野において、医師から適切な情報を得て、自己が望む治療を  
受ける意思決定を行う機会、金融機関から正しい説明・情報提供を受けたうえで、自らが  
判断した金融商品への投資のための意思決定を行う機会などである。それは、このような  
意思決定の機会を保証ないし保護しなければ、表意者の意図する結果および法律効果を享  
受できず、法の目的を達成することができないからである。投資者が自己責任において投  
資判断を行うという制度も、その意思決定が実質的に保証ないし保護されなければ、資本  
市場の機能の十全な発揮による公正な価格形成を図ることはもとより望めないことになる。  
そこでは、投資者が投資判断により得ようとし、若しくは、得られたかもしれない意思決  
定の機会が保護されなければならない。この意思決定を行う機会を、開示義務（情報提供  
義務）を有する者のフォート（faute）により失った場合、その機会の喪失自体を損害と捉  
え、それに対する損害賠償請求を認めるという考え方がフランスにおいて発達してきた。

このような考え方を最も端的に表していると思われる事例が、フランスにおける機会の  
喪失論の最も古典的な事例とされる競馬レース事件（破毀院第二民事部 1972 年 5 月 4 日判  
決）<sup>571</sup>である。この事件では、馬券購入者が競馬レースに勝つ機会を喪失したとして、フ

<sup>570</sup> Viney, « Les difficultés de la recodification du droit de la responsabilité civile », in *Le Code Civil 1804-2004—Livres du Bicentenaire*, Dalloz et Litec, 2004, p. 255 et s. ; Philippe le Tourneau, *Droit de la responsabilité et des contrats 2010/2011*, Dalloz, 2010, nos 1417 et s. ; Viney et Jourdain, *op.cit.*, n°477, nos 278 et s. ; Fabre-Magnan, *Droit des obligations, 2-Responsabilité civile et quasi-contrats*, 2<sup>e</sup> éd. PUF, 2010, p.137 ; Pinna, *La mesure du prejudice contractuel*, L.G.D.J. 2007.

<sup>571</sup> Cass. civ, 2<sup>ème</sup>, 4 mai 1972, D. 1972, 596. 原告は競馬レース出場馬に賭金を投資して  
いた。騎手はゴール前 30 メートルの地点では 3 位で駆けていたがそこで騎手がレース規定  
（いかなる状況でも、騎手は馬が競り合っている場合に手綱を引き締めていなければなら

フォートを侵した騎手と競馬開催団体を訴えたのである。なおここで、競馬に関する事件を取り上げるのは、そもそも、競馬も証券投資も、馬ないしは企業に関するこれまでの成績・業績や現在の状況に関する適正な情報を基に、自己の判断で馬券購入ないしは投資決定を行うという点では、類似する制度的な側面を有するといえるように思われるからである。

この判決では、騎手がレース規定に違反し、馬を適切に扱うことができなかったために、競馬実施団体から処罰の対象となった事実が認定されていること、騎手がとりたてて抗弁を主張し得るような正当事由が存在しないこと、騎手のフォートと入賞する機会の間に因果関係が認められること、等の点から原告の受けた損害は、レースの結果を狂わせたことが明らかな騎手のフォートと直接的因果関係にある、勝つ機会の喪失と解されるとした。なお、この判決について学説には次のような賛否両論がある。まず、反対説は以下のとおりである<sup>572</sup>。第一に、競馬レースが一種のゲームである以上、入賞する機会が事実上、騎手のフォートにより減ぜられたとしても、その機会の本質は射倖性を帯びたもので、認定することはできない。第二に、射倖契約の性格から考えるなら、賭主が契約締結の際（馬券購入時）、騎手のフォートは起こり得るかもしれない偶発的事実として予見していたはずである。第三は、賭主はすべての危険を、莫大な賞金という誘惑に魅せられて背負ったのである。その危険の中には、馬・騎手のフォート、不可抗力さえも含まれる。ゆえに騎手のフォートは射倖の一要素である。逆に、本件馬に投資しなかった賭主らにとっては騎手のフォートは自分達に利益を与える射倖の一つとなったわけである。以上のような批判は、損害の確実性、不確実性という観点からまとめることができよう。騎手のフォートによる馬の失策は賭主に予測されうる可能性の一つである。言い換えるなら、主張されている損害は射倖的という理由により、不確実である。法律上の損害とはいえないのであって、それゆえ賠償は認められない。これらの意見はフランスにおいては、現在、少数説に属するものと思われる一方、わが国ではこのような反対意見が中心となるように思われる。その要因としては、わが国とフランスの法状況・意識なども影響していると思われることから、最後に、第7節 小括において、日本とフランスの法状況を分けたもの、において論ずることとしたい。

以上の反対説に対し、破毀院の判決に対する賛成説として次のようなものがあり、現在のフランスにおける多数説であるとされる。そこでは、騎手のフォートは射倖契約により引き受けられた危険の一つとはなり得ない、と解するところが先の反対意見と大きく異な

---

ない）に違反するフォートをおかしたため4位でゴールインした。原告は騎手がおかしたフォートがレースの順番を狂わせたと主張して、騎手が騎手と競馬団体にフランス民法典1382条・1383条1項に拠って3位に入賞していれば得られたであろう賞金10万フランを賠償請求した。これに対し、第一審、第二審とも騎手のフォートが原告の賭けに勝つ機会（chance）を奪ったとして、1万5000フランの賠償を認め、破毀院もこれを認容した。

<sup>572</sup> Tourneau, note, D.1972. 596. 澤野・前掲注(443)（「機会の喪失の理論について（一）」）103頁（注6）参照。



るポイントである。すなわち、騎手のフォートを、賭主が負担した危険の範囲内とみるか否かで結論が異なってくることになるのである。一般に競馬レースにおいても、レース規定を騎手が尊重するであろうことは（賭主を含めた）大衆が予想し得る一つのデータである。賭主は正確なデータに信頼を置いて投資をするのである。賭主の信頼を保護するという意味で本件に関しては勝つ機会が認められる。騎手のフォートが存在したことについては一見したところ明瞭である。レース後に競馬実施団体から処罰を受けたことが認定されている。本件のように契約関係にない騎手と賭主（競馬を主催している団体と賭主は賭事契約を締結しているが）の間に、騎手に対して、フォートをおかした騎手が責任を負うということに関しての判例は比較的最近のものであるが、判例のなかでは一定しており、学説もこれに従っている<sup>573</sup>。

このように機会の喪失論の特徴は、損害が獲得されたかもしれないもの（投資利益、勝ち馬、勝訴、生存）自体の喪失ではなく、それを獲得もしくは保持する機会を喪失したとするもので、損害の特別な形態であるということがいえる。すなわち、それらの利益を得る可能性の喪失それ自体を損害と捉え、当該機会の喪失に対する損害賠償が認められることとなる<sup>574</sup>。ただし、この理論の最も大きな問題点は損害の評価にある。すなわち、どのような場合に、機会および仮定的な損害でないものが存在したといえるのか。このような機会をどのように数量化し、機会に相当する価値を計算するのか、ということが最も大きな問題となるのである。このフランスにおける機会の喪失論は、第2章 アメリカ法でみた機会の喪失論（Loss of Chance）と類似する理論であるということができよう。それは、獲得できたかもしれないもの（利益）が得られなかったとするもので、アメリカ法同様に、主に医療過誤の分野などにおいて発達してきたとされている<sup>575</sup>。

## 2. 要件・内容および効果

### （1）機会の喪失論の要件

機会の喪失論における要件としては四つが挙げられる。第一は、失った機会（投資、生存、勝訴、勝ち馬など）が、確実（certain）で重大（sérieuse）な損害でなければならぬことである。機会の喪失論は、機会の喪失自体を損害と捉えることから、確実な損害が

---

<sup>573</sup> たとえば、Benabent, J.C.P. 1974, II, 17641.

<sup>574</sup> Ruellan, « *La perte de chance en droit privé* », *Revue de la recherche juridique*, 1993-3, p.729, spéc., n°21.

<sup>575</sup> Civ. 1<sup>re</sup>, 7 juin 1989, J.C.P. 1989, IV, 294. たとえば、手遅れとなった手術により永久的に一部労働不能となった場合において、手術が遅れた結果、後遺症を避ける機会を患者に失わせたことを理由として、医師の損害賠償責任を認めた事例がある。これについて、破毀院は医師のフォートが患者にその状態がよくなる機会を失わせたという考え方を採っている。そこでは破毀院は、この機会の喪失からもたらされる損害が被害者の現実の状態によって決定されると判断したのである。したがって、損害の範囲は、被害者の労働不能の悪化によって修正されることになる。フランソワ・シャバス・前掲注（443）83頁。

あるというためには、機会自体が確実に存在していたということが必要となる。それには、被害者がある利益を期待していたというだけでは足りず、客観的にみて「現実に」機会が存在していたことが必要となる<sup>576</sup>。第二は、被害者が機会しか有していなかったことである。加害者の行為によって被害者が失ったものが、取得することが100%確実である場合、すなわち偶然性がない場合には、損害の対象はその利益自体ということになるので、もはやその場合にはこの理論の適用はない。したがって、機会の喪失論が適用されるためには、被害者が機会しか有していなかったこと、すなわち、期待していた利益が将来の不確実な出来事に依拠していることが必要である。この点については、学説上も異論がない。第三は、加害者のフォートの結果、機会が喪失したことである。確実な損害が発生したといえるには、加害者の行為前に被害者が確実に機会を有していたということだけでなく、「その機会が確実に喪失した」ということが証明されなければならない。この点、「延命の機会」については、医師のフォートが確実に患者の延命の機会を奪っているという厳格さが要求されることになる。投資機会の喪失であれば、投資者は不実開示がなされたことにより、投資判断を誤らされて適正な開示に基づき投資する機会を奪われたという事実が要求されることになろう。

第四は、加害者のフォートと被害者が機会を喪失したこととの間に因果関係が存在することである<sup>577</sup>。この場合、フォートと最終的な損害との関係と、フォートと機会の喪失との関係とを区別する必要がある<sup>578</sup>。つまり、フォートと最終的な損害との関係が明確でないとしても、フォートと機会の喪失との間の因果関係は確実なものであり得るのである。破毀院は、このことを明確に示し、医療過誤事例において、医師のフォートと患者の死亡との間の因果関係が明確でないとしても、医師のフォートと機会の喪失との間の因果関係は確実なものであり得るとした。つまり、患者の死亡という損害と、機会の喪失という損害とは完全に別個の損害であるため、フォートと機会の喪失との間の因果関係は確実なものとして存在しうることになる<sup>579</sup>。この機会の喪失を損害と捉えるとき、これは確実な損害であるため、損害要件を充足する。そこでの機会の喪失は、得ることができなかった最終的な逸失利益とは異なる損害なのである<sup>580</sup>。以上のように、この機会の喪失論は、判例として確立し、一般論としては、学説における揺るぎない賛同を得るに至っている<sup>581</sup>。なお、この機会の喪失が賠償の対象となることは、フランス民法典債務法改正準備草案でも確認される（同1346条）。ただ、「機会の喪失」というだけでは具体性を欠き、適用の要件や範囲等は個別の領域ごとに検討される必要がある<sup>582</sup>。具体的な適用事例としては、医療

<sup>576</sup> フランソワ・シャバス・前掲注（443）67-68頁、澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）114頁。

<sup>577</sup> フランソワ・シャバス・前掲注（443）66頁。

<sup>578</sup> 酒巻・前掲注（46）78頁。

<sup>579</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 24 mars 1981, D. 1981, p 547, note Penneau.

<sup>580</sup> 酒巻・前掲注（46）79頁。

<sup>581</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）102頁。

過誤事例や本稿のテーマである証券不実開示の事例などが挙げられているといえる。

## （２）機会の喪失論の効果

機会の喪失論におけるよく知られたメリットは、確実な損害を立証しなければならない被害者の困難を回避するというものである。伝統的な民事責任の原則において、被害者である株主は、不実開示の発覚により失われた現実の機会を立証しなければならない。しかしながら、証券市場における価格変動や様々な市場変動要因は、そのような立証を困難なものにし、そのような損害が賠償可能なのかについて疑いを生じさせる。そのような機会はまさに不確実であるからである。機会の喪失を認めようとする被害者である投資者にとり、その理論の明らかなメリットは、市場の変動という問題を回避して、損害を捉え、評価できるところにあるといえる。すなわち、機会の喪失損は、不実の情報開示によって証券投資が歪められたときに生ずるという特徴を有している。そして、その賠償は最終的な不利益発生の可能性の比率に応じたものとなり、一度、機会の喪失が生ずると、その機会は市場における相場変動のなかにおいて、確実なものとなるのであるとされている<sup>583</sup>。つまり、証券市場において機会の喪失論を適用しようとする場合、価格の変動やその要因がどうなったかということは、最終利益に関わることであって、機会の喪失には直接関係しない。投資者は開示された情報を信頼して取引するということが、自己責任が問われる証券取引の前提であり、不実開示を行うような企業に投資するような投資者は通常は考えられない。そのような企業に投資したということは、すなわち、自己の適切な判断に基づいて投資を行うという機会がもはや喪失していると考えられるのである。

このように、機会の喪失論には、新たな損害を設定することで被害者の因果関係の立証負担を軽減する効果がある。このことは、医療事故事例における機会の喪失論（「相当程度の可能性の侵害」の枠組み）の生成を促す要因ともなったとされる<sup>584</sup>。ただし、私見によれば、不実開示事例の場合、この効果はあくまでも結果的に生じたものであって、医療過誤事例のように、因果関係の立証負担を軽減するために機会の喪失論という新たな損害を設定したと解すべきではないと考える。さらに、この理論は、加害者の賠償負担を抑えつつ被害者へ賠償を一応は可能にする点で、バランスの採れた解決を実現すると考える見解もある<sup>585</sup>。すなわち、加害者の負担を抑えるという意味では、アメリカにおけるような証券訴訟の濫用を招きにくいといえよう。機会の喪失による損害額は、あくまでも最終利益の一部分にすぎないからである。ただしその反面、加害者の賠償負担を抑えるということは、不実開示の制裁・抑止効果が減じてしまうということにつながる。したがって、機会の喪失論と併せ、後述する原状回復的賠償論を適用することで、不実開示の抑止・制裁効

---

<sup>582</sup> 住田・前掲注（451）268頁。

<sup>583</sup> Fasterling et Duhamel, *op. cit.*, n°513, p.150.

<sup>584</sup> 中原・前掲注（443）（2・完）117頁。

<sup>585</sup> 中原・前掲注（443）（2・完）95頁。

果の実効性を図ることが必要となる。ただし、機会の喪失論のわが国への定着を図るのであれば、わが国の法状況に照らし、なぜ投資機会の喪失が投資者の損害として認められるのかということについて、投資理論や投資実務等をも勘案したうえで、その理論的な枠組みを整理しておくことが重要である。また、それら二つの理論を訴訟手続きの中でどのように具体化するのか等、実体法上・訴訟法上の問題を解決していかなければならない<sup>586</sup>。次に、この機会の喪失論を投資者の損害にも適用した場合の実体法上の問題点についてみていくこととする。

## 2. 機会の喪失論と投資者の損害

そもそも、ある「機会」はそれを一義的 (*univoque*) にその「機会」だけをみたとき、それ自体では意味のあるものとはならない。すなわち、「勝訴する機会」、「競馬で賞金を獲得する機会」等、その機会の対象により内容が決まるとされる<sup>587</sup>。そうであれば、「証券投資で利益を得る機会」も、市場における投資機会の対象によりその内容が決まるということになる。金銭的損失を損害とした場合には、株式を保有し続ける決定をした投資者については、不実開示による株価の上昇分が虚偽情報の訂正によって下落しただけであることから、いかなる損失も被っていないと考えられる<sup>588</sup>。したがって、「金銭的損失を避ける機会」とした場合、株式を保有し続ける決定をした投資者は、不実開示により当該機会を喪失したとはいえない。しかしながら、当該投資者は、不実の情報開示がなかったならば、現実には当該開示がなされている期間中に、当該株式を処分して得られた金銭を他の投資先に回すことができたかもしれない。つまり、「金銭的損失を避ける機会」とするのではなく、「より良く投資する機会」とすることにより、保有株主についても保護の対象とすることが可能となろう。このような考え方からすれば、不実開示を信頼してある会社の証券を取得したが、当該不実開示が発覚してその会社は倒産、最終的に当該証券が無価値となった場合、投資機会を投資者から奪ったことを理由として、発行会社および役員等の責任を問えると解せることになる<sup>589</sup>。

このように、機会の喪失論を投資という経済的行為にあてはめると、損害は投資者が「正しい認識のもとで決定する機会、つまりよりよく投資する機会」を喪失したことであるといえる。本稿でいう投資とは、利益という経済的価値のあるものを得るために行うものであるが、その結果を確実に予想することは困難であり、不確実性を有する行為であるといえる。この点、競馬レースなどの事案と類似するものである。しかも、競馬の騎手と馬券

---

<sup>586</sup> 中原・前掲注(443)(2・完)95頁。

<sup>587</sup> Ruellan, *op. cit.*, n° 574, p.729, spéc., n°48.

<sup>588</sup> ただし、虚偽情報の訂正に対して市場が過剰に反応し、本来虚偽情報が有していた株価に対する影響よりも過大に株価が下落することは考えられる(酒巻・前掲注(46)101頁(注75))。

<sup>589</sup> 酒巻・前掲注(46)86頁。

購入者（賭主）が直接契約関係にない場合の事例や考え方は、資本市場における発行会社・役員等と投資者の関係と極めて類似しているといえる。そしてそこでの投資者の損害は、機会の喪失そのものということになる。すなわち、投資者が獲得しようとして期待した最終的な利益とは別のものである。ただし、伝統的な機会の喪失論との違いは、最終的な損害とフォートとの間の因果関係が不確実である理由が、投資者の意思決定にある点である。これは、たとえば、競走馬および騎手などのパフォーマンスによる偶然性、または医療行為に内在する科学的偶然性といった、被害者と無関係に生ずる外的な事象による不確実性ではない点で、伝統的な機会の喪失理論と異なるものである<sup>590</sup>。なお、刑事訴追においては、機会の喪失という損害を構成要件事実とする条文がなければ機会の喪失の理論を採用することはできないことになる。この点は、民事訴訟と刑事訴訟の大きな違いである。

### 3. 機会の喪失の実体法上の変容

第1節でみたように、最近の裁判例は、不実開示により損害を被った投資者の損害賠償請求においても、裁判所は、機会の喪失を損害として捉えている。そこでは、損害を明確な認識のもとで投資する機会、すなわち、「よりよく投資する機会の喪失」であると考えている。ただし、そこには、二つの観点から機会の喪失論の変容がうかがえる<sup>591</sup>。第一は、不実開示がなければ投資者がどのような投資決定をしたのかが不明確ないし不確実であることである。つまり、将来の不確実性が、投資者の意思決定に依存しているのである。伝統的な機会の喪失論においては、不明確ないし不確実とされるのは、被害者とは無関係な外的な事象によるのであり、被害者自身が直接関与できる意思決定などではないとされてきた<sup>592</sup>。しかし、情報提供義務違反事例でもみたように、裁判例においては、機会の喪失論における偶然性のなかに、被害者の意思決定に基づく不確実性が含まれている。したがって、不実開示の事例においても、当該不実開示がなかったとしたら行っただろう投資者の決定についての不明確さを回避するために、機会の喪失を損害とすることができるように思われる。第二は、損害賠償額の算定の観点における変容である<sup>593</sup>。そこでは、被害投資者らに対して一律の額による損害賠償を認めており、前述したように完全賠償の原則からの逸脱が生じている。そもそも、機会の喪失の賠償額算定に当たっては、被害者の損害に対して過小にも過大にもならないよう、完全賠償の原則に従い、各被害者の有していた機会を個別具体的に評価する必要がある。しかしながら、機会の喪失論が投資者の損害に当てはめられるようになると、そこには、機会の喪失にある変化が生じてくる。それが、損害が集団的に発生することによる機会の喪失の変容で、損害を抽象的に捉えて、投資決定に対する侵害それ自体について賠償を認めることになる。そこでは、投資者の損害

---

<sup>590</sup> 酒巻・前掲注（46）92頁。

<sup>591</sup> 酒巻・前掲注（46）81頁、82頁。

<sup>592</sup> 酒巻・前掲注（46）80頁。

<sup>593</sup> 酒巻・前掲注（46）89頁以下。

が市場において関係する多数の者に同時期に発生することから、ある証券を有する一定人数の投資者が同じ損害を被っていると考えて、その損害を認めるにあたり、個別の投資者が実際に被った損害が考慮されなくなる。損害が大量かつ集団的に生じることにより、個別の投資者ごとの損害が画一化され、一律の性格を帯びて来ると考えられるのである。ここでは、投資者被害の大量性に由来して、完全賠償（*réparation intégrale*）の原則が変容を余儀なくされたといえそうである。そして、投資者の損害は、実際に受けた損害とは無関係に、投資決定の自由が侵害されたという事実のみによって生ずることとされる<sup>594</sup>。

このように損害が集団的に生じることにより、個人的な損害が変容するという考え方は、近年学説においても唱えられている。不法行為責任における諸原則は個人間の紛争をモデルとするが、不特定多数者に対して損害が生じた場合、この伝統的モデルは変容せざるをえないとされている<sup>595</sup>。損害は、多数の被害者という特徴が個別の被害者の損害に対して集団性という新たな側面を与え、個人的損害の集合であるものの、個人的視点のみで検討することが妨げられ、集団性を考慮して個人的損害が把握され、決定されることになる<sup>596</sup>。以上のように、実体法上、機会の喪失という損害の性質が、投資者被害の集団性によって変容している面がある。さらに、そこからは、消費者団体訴訟との類似点も見いだされることになる。

以上、フランスの状況をみてきたが、この機会の喪失論は、他の大陸法系ではどのように取り上げられているのであろうか。次に、主としてドイツを中心に若干の考察を行うこととしたい。

#### 4. 他の大陸法系における機会の喪失論

ドイツでは、機会の喪失というような可能性の喪失それ自体を損害と捉える見解は必ずしも多くはないとされるものの、ドイツにおいて「機会の喪失」論を初めて大々的に取り上げたとされる論文<sup>597</sup>では、次のような指摘がなされている<sup>598</sup>。まず、ドイツでは、非財産的損害の賠償可能性が著しく制限されているため（民法 253 条）<sup>599</sup>、可能性の喪失を賠償の対象とするためには、これを財産的損害として構成することが求められる。そのため

---

<sup>594</sup> Schmidt, *op. cit.*, n°475, p.2522.

<sup>595</sup> Guégan-Lécuyer, « *Dommages de masse et responsabilité civile* », L.G.D.J., 2006, n°79.

<sup>596</sup> Guégan-Lécuyer, *op.cit.*, n°595, n°80.

<sup>597</sup> Müller-Stoy, *Schadensersatz für verlorene Chancen*, [s.n.] Dissertation, Freiburg im Breisgau, 1973.

<sup>598</sup> 石橋秀起『不法行為法における割合的責任の法理』66 頁以下（法律文化社、2014）参照。

<sup>599</sup> 民法 253 条（当時）は、次のように規定している。「財産的損害以外の損害は、法律に定めのある場合に限り、金銭をもって賠償すべきことを請求することができる」。なお、現在では、身体、健康、自由、および性的自己決定権の侵害において非財産的損害の賠償を認める、第 2 項が追加されている。

には、可能性そのものに財産的価値が備わっていなければならないことから、何をもって財産的価値が備わっているといえるかが重要な問題となる。そのメルクマールとなるのが、「財産の増加を目的とした費用や労務の投入」である。ただし、これによると、医療過誤における治癒の可能性は、「財産の増加を目的とした費用や労務の投入」によってもたらされるものではなく、生命・健康といった非財産的な価値と結びついている。したがって、非財産的損害とならざるを得ず、ドイツにおいて、こうした可能性の喪失による責任を肯定することはできないことになる。このようにドイツでは、可能性の喪失を損害と観念するためには、可能性に何らかの意味で価値が備わっていなければならない、その価値をどのように把握するのかが問題となる。それをたとえば、「財産の増加を目的とした費用や労務の投入」といったメルクマールを設定せざるを得ず、結果的に「機会の喪失」論の適用を狭めてしまい、フランスのように一般的な理論となっていないように思われる。最終的には、財産的価値に拘るのか、意思決定そのものに価値を見出すことができるか、いずれに重点を置いて考えるのかということになる。ただし、すでに触れたように伝統的に機会の喪失の賠償を認めてこなかったドイツにおいても、学説上本格的な検討が始まっているとされる。今後のドイツの動きに注目したい。

さらに、スイス法についても2002年には機会の喪失論に関する論考が出されているほか、ユニドロワ国際商事契約原則に「機会の喪失」が採り入れられていること等を勘案すると、今後、フランス以外の国においても機会の喪失論に関する学説上の検討および実務上の利用が進んでいくように思われる。

## 第2項 受益フォートと原状回復的賠償 (Dommages et Interets Restitutoires)

### 1. 受益フォート (faute lucrative) について

#### (1) 概要

フランスでは、加害者のフォートによって被害者が利益を受ける場合として、違約金条項<sup>600</sup>やアストラント<sup>601</sup>がある。これらは、債務者に金銭的拘束を加えることにより一定の

---

<sup>600</sup> 違約金条項は、それが、不履行から生じる損失を填補する手段である限りにおいて、損害賠償と類似する。しかし、破毀院は、「違約罰は、約定違反の結果を補償することを目的とするだけでなく、債務者に履行を強制することもその目的とするのである」と述べており、その強制的性質ゆえに損害賠償とは区別されることになる。Cass Civ., 3<sup>e</sup>, 12 janv 1994, *Revue trimestrielle de droit civil* 1994. 605, obs. Mestre. 廣峰・前掲注 (56) 66 頁。

<sup>601</sup> アストラントとは、強硬に債務の履行を拒絶する債務者に対して、日・週または月毎に課される一定額の金銭であり、間接強制の一手段である。19世紀末頃から判例上認められていたが、1972年に制定法化された。アストラントが、損害賠償とは別個独立のものであることは、1972年法6条前段およびこれに代わる1991年法34条1項が明文を以って定めている。その法的性質については、学説および1959年以降の破毀院判例ともに損害賠償ではなく私的制裁と考えている (Colin et Capitant, *Cours élémentaire de droit civil français*, t. 2, 2<sup>e</sup> éd, Dalloz, 1919, n°11. etc.). 廣峰・前掲注 (56) 67 頁、68 頁。大濱しのぶ『フランスのアストラント』15 頁 (信山社、2004)。

行為を促し義務付けるもので、法規範の実効性を確保するため、被害者が一定の利益を受けることが正当化される。これに関連して、フォート<sup>602</sup>を犯した者に利益をもたらすフォート (faute lucrative、「受益フォート」といわれる) という考え方がある。受益フォート<sup>603</sup>とは、命じられる損害賠償を上回る利益を加害行為から得ることになる結果、犯すことに利益があるフォート、すなわち、それによる負担以上のものをもたらすフォートである<sup>604</sup>。受益フォートには、不法行為上のものと、契約上のものがあるが、いずれにせよ、フォートを犯した加害者に利益が存在することが必要とされる<sup>605</sup>。不法行為上の受益フォートとしては、次のような場合がある<sup>606</sup>。たとえば、経済法分野のものとしては、①生じた損害額をはるかに上回る利益をもたらす不正・違法な競争行為ないし知的財産権侵害の場合がある。これは、偽造者として、あるいは競争法規に故意に違反して、不正な方法で行動することにより、競争相手に優位し、あるいは市場に対して優越的な地位を得るような場合である。また、環境法の分野ではあるが、②企業活動により第三者に損害を与えているにもかかわらず、命じられる賠償額が低額であるため、抑止的な効果が全くないような場合もある。

この受益フォートには、次のような特徴があるとされている。第一に、加害者は、自己が支払う損害賠償額を上回る利益の獲得を予想している。そのため、経済合理性によって、法律に違反したほうが得であると考える加害者が現れることになる。第二は、利益が、加害者のフォートの後に被害者が一定の行為をしないことから生ずることもある。すなわち、被害者が訴訟コストの問題や得られる賠償金が低額と考えることなどにより、訴訟を提起しない場合などがこれにあたる。第三は、利益が、損害賠償額算定の困難性から生ずることもある。賠償額を請求するためには、損害が生じたことを証明しなければならないが、

---

<sup>602</sup> フランス法において、フォート (faute) とは、故意・過失・違法性を含んだ概念である。山口・前掲注 (449) 164 頁。

<sup>603</sup> 受益フォートという概念は、海商法の分野で、船舶のチャーター契約における責任制限条項について、船主に利益を与える船長のフォートの場合には、なお船主に責任があるとされてきたことから現れてきたものとされる。もっとも、「受益フォート」という表現が広く認識されているわけではなく、フランスの法律用語辞典に見出すこともできない。

体系書や論文 (テーズ) でもこれを扱うものは少ないが、次のようなものがある。  
Starck, Roland et Boyer, *Obligations, 1 Responsabilité délictuelle*, 5<sup>e</sup> éd, Litec, 1996, n°1335. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, L.G.D.J., 1995.

2002 年 3 月 21 日にパリ第 5 大学で開催された、「フランスの損害賠償法を道徳化すべきか？」と題するシンポジウムでは、受益フォートの検討がテーマの一つとなっている。

(Fasquelle, «L'existence de faute lucrative en droit français», *Petites affiches*, 20 novembre 2002, N° 232, p.27 et s.). 後藤卷則「損害賠償と制裁」法時 78 巻 8 号 55 頁 (2006) 参照。

<sup>604</sup> Jourdain, «Rapport intrductif», *Petites affiches*, 20 novembre 2002, N°232 p.4.  
後藤・前掲注 (603) 55 頁。

<sup>605</sup> 後藤・前掲注 (603) 55 頁。

<sup>606</sup> Jourdain, *op. cit.*, n° 604, p15 ; Fasquelle, *op.cit.*, n° 603, p.28-29.



この証明は損害の原因が多岐にわたるような場合にはとりわけ困難である。

以上のように、受益フォートとは、民事責任の枠組みのなかで、違反行為の抑止や制裁を志向する前提となる考え方で、フランス法独自のものである。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フランス民事責任にあっても、民事責任に抑止的機能や制裁的機能を持たせようとする現在の動向<sup>607</sup>から現れた考え方であるということがいえるように思われる。ただし、次のような問題点も指摘されている。

## （２）受益フォートの問題点

受益フォートの考え方は、民事責任法の要件および効果について、その概念に歪みをもたらすとされ、具体的には、次のような指摘がなされている<sup>608</sup>。まず、要件については、受益フォートは、意図的なフォート、重大なフォート、許すことができないフォートがあることを前提とするが、これはフォートの性質を区別しないフランス法の原則に反する。次に、効果については、損害を超えた損害賠償を認めることは、損害賠償に関するフランス法の原則である完全賠償の原則に反することになる。これを認めると、被害者に利得を生じさせる結果となり、それが適切かどうかは疑問とされている<sup>609</sup>。このため、当該賠償金は、被害者ではなく（被害者に支払われれば不当利得になる）、一般的ないし特別な補償基金に支払われるべきであるとの見解<sup>610</sup>もあり、わが国にも参考となるように思われる<sup>611</sup>。さらに、このような指摘において問題とされているのは、個々の行為の道義的な帰責性とか制裁といったものではない。受益フォートに対する損害賠償の本質が、パブリックな要請に基礎を置くものだとすると、損害を上回る賠償が私人（被害者）の手に入ることに疑問が生じるとする見解もある。そこで強調されるのは、あくまでも損害と賠償との等価値の原則である。これまで述べてきたように、フランス法においては、完全賠償の原則により、裁判所は、被害者に対して被った損害より過小にも過大にも賠償を認めてはならないとしている。しかしながら、単に損害を上回る賠償といっても、いろいろなケースが考えられる。田中英夫が指摘するように、「１つの違反が１人の人間に与える損害は小さいが、法違反者が得る利益の総額は大きい」類型が存在し、消費者保護立法、独占禁止法の規定

<sup>607</sup> 廣峰・前掲注（56）はしがき ii 頁。

<sup>608</sup> Jourdain, *op. cit.*, n° 604, p.15. 後藤・前掲注（603）56 頁、57 頁参照。

<sup>609</sup> Jourdain, *op. cit.*, n° 604, p.15. , Fasquelle, *op.cit.*, n° 603, p.34. 後藤・前掲注（603）57 頁参照。

<sup>610</sup> Tourneau et Cadet , *Droit de la responsabilité et des contracts*, Dalloz, 2000, n°45. 後藤・前掲注（603）57 頁参照。

<sup>611</sup> 損害を上回る賠償金を公的な目的に用いるとすると、たとえば、消費者被害について、利益の吐出し先の基金を創設することが考えられている。このような基金があれば、被害者の特定・分配が困難な場合において、個々の被害者に分配できなかった利益を加害者が自発的に吐き出すといったことも期待されている。独立行政法人国民生活センター調査室（編）『消費者取引分野の違法行為による利益の吐き出し法制に関する研究』90 頁（2004）。

がそれにあたるとされている<sup>612</sup>。同様に、証券取引法や競争法などが禁止する市場を相手にした違法行為（不実開示やカルテルなど）の場合、個々の市場参加者に対して少額の損害を与える一方で、それら少額の損害が集まり自らは巨額の利益を得ることもある。そのような場合、受益フォートに対する損害賠償の本質は、加害者に金銭的ペナルティーを課すことにより、市場秩序を乱す行為を自粛させ、市場法規の実効性を確保しようとする制度であると理解することができる。さらに、加害者が得た利益は、不実開示という証券詐欺により投資者を取引に誘い込み、それらの投資者に損害を与える一方で、加害者は利益を得るという構図となっている。そこでは、加害者は、証券市場の機能と市場に参加する投資者の存在を利用して、違法な利益を挙げることとなる。このように、市場を利用した利益追求型不法行為の場合には、損害を上回る賠償が私人（被害者）の手に入ることは、市場法規の実効性を確保するとともに、被害者である投資者を利用して上げた加害者の利益を被害者に返還するものと理解すべきであると考ええる。

#### （４）受益フォートに対する法的対応の検討

不実開示の抑止という点を考えた場合、いくら理論的に精緻な損害賠償論による投資者への賠償がなされたとしても、受益フォート論でみたような、損害賠償額を上回る利益を加害者が得ているとすれば、そこでは結局、不実開示の抑止の実効性は期待できないことになる。それどころか、不実開示により得た利益が賠償額を上回ることになれば、損得計算により不法行為を行う動機を与えてしまい、そこでは、不法行為を行うために損害賠償をするという「損害賠償のパラドックス」という状況になりかねない。このため、本稿で問題とする市場を利用した利益追求型不法行為の場合には、損害賠償制度のなかで、受益フォートに対する法的な対応方法の検討が重要となってくるのである。

以上の受益フォートに対する法的対応としてフランスでは、これまで述べたように、懲罰的損害賠償と原状回復的賠償の二つが考えられている。これを日本法への示唆という観点から考えると、原状回復的賠償について考察することが妥当であると考ええる。それは、懲罰的損害賠償制度については、わが国では採用されておらず、全体の法体系のなかにおいて、金商法のみがこの制度を採用するということは通常考えられないからである。一方、原状回復的賠償については、懲罰的な要素がみられるものの、それ自体を目的としたものではなく、あくまでも原状回復という観点を強調しているように解される。したがって、原状回復的賠償の方が、わが国の制度に親和的であるように思われることから、次に、原状回復的損害賠償について考察することとしたい。

## 2. 原状回復的賠償（*dommages et interets restitutoires*）について

---

<sup>612</sup> 田中・前掲注（88）72頁。

原状回復的賠償とは、賠償責任を有する者から違法行為によって得た利益を返還（restitution）させることを志向する損害賠償である。たとえば、知的財産権侵害など、従前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から、不法行為責任を課することが違法行為の抑止にならない領域が存する。こうした損得計算によってあえて不法行為に踏み切る蓋然性の高い領域に対し、法制度がどのように対処すべきかは、世界的に見て今最も関心の高い領域であるとされている<sup>613</sup>。この利得の吐き出しを命じるという損害賠償は、一見すると生じた損害額を超える賠償を被告に命じると思われるため、これまで述べてきたように、フランスにおいても完全賠償の原則に反するとの批判や原告に不当利得をもたらすといった批判がある。これに対しては、完全賠償の原則はもはやすべての場合において維持されている原則ではない、無用な訴訟に引きずりこまれた原告が負担させられる訴訟費用を考慮すれば必ずしも不当利得ではない、といった表面的反論は可能であるとしつつも、改めて「原状回復」という言葉に込められた意味を掘り下げて考えるべきではないかとする論者もいる<sup>614</sup>。そして現物賠償に優位性を認めるフランスの原状回復にあっては、たとえば偽造品の製造にかかわる機械の取壊し等は、仮に明文規定がなくともこの原状回復を根拠として認められるはずであるから<sup>615</sup>、違法に得た利益を正当な権利名義人へ返還させることも原状回復の一環として認められる余地が十分にあるように思われるのである<sup>616</sup>。ヴィネイ教授の「違法な利益がもつばら被害者を害して得られたものである場合、知的財産権侵害領域がこれに該当し得るが、この利益の全額返還（restitution intégral）は適法であると思われる<sup>617</sup>」との主張は、原状回復的賠償の妥当性・合理性を改めて示しているように思われる。

### 第3款 フランス法における実体法的側面の特徴

本節では、損害賠償額算定の実体法的側面として、投資者の損害とは何か、損害額の算定に影響を与える理論について考察してきた。まず、投資者の損害としては、会社法的な観点から、会社の損害に対する投資者（株主）の個人的な損害という類型、さらには、フランス独自の損害賠償法的な観点から、①決定の損害と②状態の損害という二つの類型に分けられること、そのうち①決定の損害が機会の喪失論と結びつき、投資者の損害の一部となることを明らかにした。そして、①決定の損害を機会の喪失として評価・算定することが必要であり、そのための手法・考え方について考察を加えた。

次に、フランスにおける受益フォートに対する原状回復的賠償という新たな考え方につ

<sup>613</sup> 廣峰・前掲注（50）233頁。

<sup>614</sup> 廣峰・前掲注（50）233頁。

<sup>615</sup> 特許法100条2項と知的所有権法典, L. 615-7-1条とを参照。

<sup>616</sup> 廣峰・前掲注（50）233頁。

<sup>617</sup> Viney, « *Quelques propositions de réforme du droit de la responsabilité civile* », D. 2009, n°44, p. 2945.

いて考察を行った。不法行為には、加害者に損害賠償責任を負わせたとしても、賠償額を上回る利益を加害者が得るタイプ（受益フォート）が存在する。本稿で問題とする証券不実開示はまさにその典型であり、加害者は市場という公共インフラを利用して、自らの違法な利益を追求するとともに、不特定多数の者に損害を与える利益追求型不法行為を行うことになるといえる。すなわち、他人の損失によって利益を得るという不法行為ビジネスともいえるものである。そのような利益追求型不法行為は、加害者には不法行為のやり得となり、損害賠償制度の存在自体が不法行為を助長する「損害賠償のパラドックス」という事態となってしまうおそれがある。このような事態を防ぐためには、最低限、加害者の得た利益を吐出させる必要があり、そのための制度として考えられたのが、原状回復的賠償である。この場合、吐出させた加害者の利益をどこに提供・還元させるのかは、主として立法政策上の問題であるが、投資者救済という観点からは、被害投資者に分配させることが望ましい。ただし、もちろん、被害者への分配は自明のことではなく、国庫もしくは投資被害者基金<sup>618</sup>への提供が優先するという考え方も成り立つことになる。なお、加害者の得た利益を被害者に分配することについては、理論的な根拠が求められる。その場合、加害者が得た利益は、本来、被害者が得るはずであったことから、被害者は当該利益相当の損害を受けている。そのため、加害者は当該利益相当を被害者に賠償するということも考えられる。ただし、最近では、破産院が利益の吐き出しを認めない伝統的な立場を堅持していることや、事案によって認められる賠償額が大きく異なる理由が説明できないなどとして、利益吐出しに消極的な裁判例もあるとされている<sup>619</sup>。

以上のように、フランス法における実体法的側面の大きな特徴は、①機会の喪失論と、②受益フォートに対する原状回復的賠償である。機会の喪失を投資者の損害として認めるという考え方は、開示主義と投資者の自己責任という投資者保護の枠組みにおいて、合理的な理論であり、極めて示唆に富むものである。さらに、原状回復的賠償の考え方は、証券不実開示のような市場を利用した利益追求型不法行為に対し、「損害賠償のパラドックス」を防ぐ有力な手段であると考えられる。しかしながら、実体法上はこのように有益な理論であると認められたとしても、それが訴訟手続きにおいてその実効性が担保されていなければならない。このため、第 5 節においては、訴訟法的側面について考察を加えることとしたい。

---

<sup>618</sup> アメリカのサーベンス・オクスリー法 308 条(a)項のように、行政制裁金を投資被害者基金に加えることができるようにして、被害者の救済に利用することも考えられる。

<sup>619</sup> 後藤・前掲注（603）56 頁。

## 第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面

### 第1款 訴訟上の問題と対応

フランスでは、1806年に近代的な民事訴訟法典（旧民事訴訟法）が制定され、その後、時代の要請に応じて個別に改正が行われてきた。とりわけ、1958年の第五共和制憲法によって、民事手続に関する規定は法律（Loi）ではなく、政令（Décret）が定める事項とされてからは、法典の全面的な改定が急速に進められた。1971年以降には、4つの主要なデクレが作成され、これらの規定と従来の民事訴訟法典の規定を整理・統合した結果、1975年12月5日デクレ第1123号により、新民事訴訟法典（Nouveau Code de Procédure Civile, NCPC）が編成され、1976年1月1日から施行されている<sup>620</sup>。このため、訴訟法的側面を検討するに当たっては、まず、この新民事訴訟法典の規定を参照することが必要となる<sup>621</sup>。

一方、フランスにおける証券不実開示訴訟は、損害賠償の実効性や訴訟経済の問題、さらには、訴訟の円滑化や裁判所の負担軽減などの観点から、事案の集団的解決、すなわち集団訴訟の問題としても議論されてきた面がある。このような背景および要因としては、判例に対する学説および機会の喪失論といった影響があるように思われる。まず、学説では、証券取引に係る損害の実効性のある賠償とは、集団訴訟の対応に関する訴訟ルールと密接に関係しているとされてきた。ただし、従来のフランス法のルールは集団訴訟に必ずしも十分に対応したものとはなっておらず、学説はこれまでこのような状況は再検討されるべきであると考えてきたのである<sup>622</sup>。そこでは、これまでの伝統的な機会の喪失論が、不実の情報開示事例において、適正な情報に基づく正しい認識と自己責任の下で投資する機会というものに変容し、フランスにおける集団訴訟制度の不備に対応すべく、事案の集団的解決を図ろうとするものになっている。また、規制当局および実務界の動きとしては、金融市場庁（以下、AMF）のワーキンググループ報告書（2011）が、投資者が損害賠償請求するに当たり、次のような三つの訴訟上の問題点を指摘している<sup>623</sup>。第一は、訴訟費用の問題で、小口投資者はたとえ勝訴したとしても、鑑定費用や弁護士費用などの訴訟費用が、損害賠償額を超えることが十分ありうるとされる<sup>624</sup>。第二は、証明責任の問題で、被害者は、①加害者のフォート、②損害、③因果関係について証明責任を負うが、一般にその証明は困難である。第三に、投資者個人に賠償を認めるための有効かつ利用可能な集団

<sup>620</sup> 山口俊夫『概説 フランス法 上』274頁（東京大学出版会、1998）。

<sup>621</sup> 若林安雄「新フランス民事訴訟法典」近大法学 40 巻 2 号 135 頁以下（1992）、上北武男「フランス民事訴訟法翻訳」国際商事法務 38 巻 4 号 468 頁以下（2010）などを参照。

<sup>622</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p.419.

<sup>623</sup> Rapport relative à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 2011. 酒巻・前掲注（46）91 頁も参照。

<sup>624</sup> Fabre-Magnan, *De l'obligation d'information dans les contrats*, n°s 281 et s., Fabre-Magnan, *op.cit.*, n°570, p. 388. ファーブブル・マニャンによれば、不法行為法は、不特定多数者に対して生じた損害に対応しているものではなく、多くの被害者が生じた場合における個人の損害について不向きであるとされる。酒巻・前掲注（46）102 頁注 104 も参照。

訴訟制度の不備である。フランスにおける非営利社団による損害賠償請求<sup>625</sup>は、獲得した賠償金は当該社団に帰属し投資者が得ることはできない。そこで、投資者が賠償金を得ることができる制度として、1992年1月18日法律第92-60号において、共同代理訴権が消費者団体に対して認められた<sup>626</sup>。この制度は、消費者団体が被害者である消費者から委任を受けて彼らの損害賠償請求権を行使できるとするものである。さらに、1994年8月8日法律第94-679号で、被害者の範囲が投資者にも拡大された<sup>627</sup>。なお、この共同代理訴権は、消費者団体が敗訴した場合、被害者らから受任者として責任を問われることを恐れるなどの理由から、利用されていないとされる<sup>628</sup>。

このように、現在のフランスの訴訟制度は、多数の投資者が損害賠償請求をする事案に未だ十分に対応していないとされている<sup>629</sup>。さらに、裁判所からみた問題点として、被害投資者が多数である集団訴訟事案における裁判所の負担の重さがある。裁判所は、不実開示がなかったとしたら投資者はいかなる投資決定をしたか、また、不実開示が株価にいかなる影響を及ぼしたかを評価する必要があるが、集団訴訟において、これらの評価を個々の投資者に対して行うことは、裁判所の大きな負担になるとされている<sup>630</sup>。このような状況を踏まえたうえで、次に現状、どのような形で原告の証明責任が理解され、裁判所が認定しているのかを考察することとしたい。

## 第2款 証明責任と裁判所の認定

### 第1項 原告の証明責任

損害賠償請求訴訟において、原告は自らが被ったと主張する損害を立証しなければならない。投資者の損害としては、通常、市場価格の下落に注意が向けられることになるもの

---

<sup>625</sup> わが国の金商法に相当する貨幣金融法典が定める投資者の損害賠償制度。

<sup>626</sup> Loi n° 92-60 du 18 janvier 1992 renforçant la protection des consommateurs (JO du 21 janvier 1992, p. 968). その後、これに関連する条文は、Loi n°93-949 du 26 juillet 1993 (JO du 27 juillet 1993) 4条により消費者法典に取り込まれた(同法典L 422-1条からL 422-3条)。そこでは、消費者(自然人)が事業者の行為により個人的な損害を受けたときは、自己および当該行為により共通する損害を受けたその他の消費者のために訴訟を提起できることなどが定められている。

<sup>627</sup> Loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. その後、これに関連する条文は、オルドナンス 2000年第1223号(2000年12月14日)(JO du 16 décembre 2000 en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2001) 4条により、貨幣金融法典に取り込まれた(L 452-2条からL 452-4条)。そこでは、投資者が事業体の行為により個人的な損害を受けたときは、自己および当該行為により損害を受けたその他の投資者のために訴訟を提起できること、そのための方法・手続などが定められている。

<sup>628</sup> Rapport relative à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, p.8. 消費者団体共同代理訴権については、後藤・前掲注(535) 54頁を参照。

<sup>629</sup> 酒巻・前掲注(46) 91頁。

<sup>630</sup> Clerc, *op.cit.*, n°463, p.31.

の、原告は、不実開示が自己の投資判断を妨げたことを立証する必要があるのだろうか。さらに、不実開示によって相場が真実の相場と異なっていたことまで立証しなければならないのだろうか。しかもその際、不実開示が市場価格を歪ませ、まさに原告である投資者はそのことを知らずにいたということが必要となる。これらのことについて判例は何らの判断も示していない。判例は市場価格の状況を重視しているようでもある。このように二重に課された証明義務は、被害者に対して訴訟の提起を思い止まらせることにもなるのである。そこで、機会の喪失のような概念を用いることの有用性が出てくることになる。機会の喪失において、損害はその原因の審理における裁定（どの銘柄に投資するかという意思決定）として分析がなされるのであり、証券の市場価値を算定、それを証明するものではない<sup>631</sup>。

以上のような問題を解決する一つの方策として、第 4 節でみた、機会の喪失論および受益フォート論が、訴訟法的側面においても有用である。このため、本節では、機会の喪失論および受益フォートの訴訟法的実現が主題となる。そしてそれら二つの理論を用いることにより、事案の集団的解決が図られていくことを考察することとしたい。

## 第 2 項 裁判官の損害認定

新民事訴訟法 12 条は、「裁判官は、紛争に適用される法の規定（*régles de droit*）にしたがって紛争を解決する。」と規定している<sup>632</sup>。ただし、損害額の認定については、裁判官は自らの信念以外に参照できるものはないとされる<sup>633</sup>。これについて、民事訴訟法 440 条は、「裁判所が心証を得たと信じるときは、裁判長は、各自の防御のために当事者によって提出される口頭弁論又は意見を停止させる。」と規定<sup>634</sup>していることから、裁判官は「心証」を得た場合に、損害額を認定することになるといえよう。そこでみられるのは、損害の評価に対する裁判官の専権性であり、従来の損害賠償の枠組みの中では被害を捉えられないような「ステレオタイプからの解放」<sup>635</sup>が求められるような場合、事実審裁判官は、「規格外」の損害に「規格外」の賠償を与えることになる<sup>636</sup>。しかし、そのためには、なされた認定に法律家のほか、被害者や賠償金を支払う加害者が納得しなければならないとされる

---

<sup>631</sup> Laure, *op. cit.*, n° 432, p.19.

<sup>632</sup> Code de procédure civile, Art. 12. 若林・前掲注（621）144 頁参照。

<sup>633</sup> Margeat, « *Séropositivité, Sida et jurisprudence* », *Gaz. Pal.*, 1991, *doctr.*, p.585.

住田守道「フランスの薬害等における非財産的損害[その 1・HIV 感染被害](1)」大阪府立大学経済研究 57 巻 4 号 90 頁（2012）参照。

<sup>634</sup> Code de procédure civile, Art. 440. 若林・前掲注（621）192 頁参照。

<sup>635</sup> Lambert-Faivre, *Droit du dommage corporel*, 4<sup>e</sup> éd, Dalloz 2000, n°145, pp. 222-223. なお、最新版以外に第 4 版を参照するのは、同第 5 版以降では記述内容が簡略化された部分があるため。住田・前掲注（633）89 頁参照。

<sup>636</sup> Lambert-Faivre, *op.cit.*, n°635, pp. 222-223. 住田・前掲注（633）90 頁参照。

以上のように、民事訴訟手続きにおいて、裁判官は法律の規定に従わなければならないものの、損害額の認定については、口頭弁論や証拠等により得られた心証、換言すれば、自己の信念に基づいて、これを行うことになるといえる。この点、基本的にはわが国の民事訴訟制度と同様と思われるが、損害の認定について、「専権的」な評価、「規格外」の賠償といった説明がなされていることに鑑みると、裁判官の損害認定に関する裁量の範囲はわが国のそれよりも強いもののように思われる。そして、このような状況が、次の第3款でみるような、機会の喪失を損害として認定する要因の一つになっていると考えられる。

### 第3款 機会の喪失および原状回復的賠償の訴訟法的実現

#### 第1項 機会の喪失の訴訟法的実現

機会の喪失論には従来の民事責任論との関係での新しい特徴が見られ、それゆえに訴訟法上も様々な問題が提起されることになる<sup>638</sup>。この機会の喪失による損害の訴訟法的実現として問題になるのが、投資者は機会の喪失をどのように立証し、裁判所はいかなる規定および論理に基づいて損害として認定するのかということである。機会の喪失の賠償は、被害者に生じた最終的な不利益そのものの賠償ではなく、可能性ないしは機会の程度を考慮したものである。そこでは「機会の喪失」という損害はどのように把握され金銭的に評価されるのかが問題となる。これについては、第4節および第6節で主に触れるが、以下では、損害額をどのように立証し、それが裁判所によりどのように認定されるのかという、機会の喪失による損害に係る訴訟法的実現について考察する。

機会の喪失による損害を訴訟において実現する場合、少なくとも二つの要件があるものと思われる。第一は、集団的解決のための機会の喪失自体の変容である<sup>639</sup>。不実開示による投資者の損害賠償請求訴訟においても、裁判所は、機会の喪失を損害と捉えて投資者の損害賠償請求を認めるようになっている。しかしながら、その実現態様は、伝統的な機会の喪失論とは大きく異なる。機会の喪失による損害を評価する場合、伝統的な方法では、被害者の損害に対して過小にも過大にも賠償が与えられないよう、完全賠償の原則に従い、各被害者の有していた機会を個別具体的に評価する必要がある。具体的には、①まず、当該機会が正当に現実のものとなっていれば被害者が得られたであろう利益を評価し、②続いて、機会それ自体の可能性・蓋然性を評価するという手順となる。たとえば、保有株主と売却株主では最終的に得られたであろう利益が異なることから、各株主ごとに評価しなければならない。また、各投資者の投資経験や運用額などの事情により、投資者にとり望ましい決定をし得た蓋然性も異なるということがいえよう。ところが、判例

<sup>637</sup> Margeat, *op.cit.*, n°519, p.583 et 585-586. 同一事件での判断が下級審判断と著しく異なるような場合、学説等の批判にさらされることになる。住田・前掲注(633)90頁参照。

<sup>638</sup> 中原・前掲注(443)(2完)116頁。

<sup>639</sup> 酒巻・前掲注(46)86、87、91頁。



においては、機会の喪失を損害と捉えるものの、各投資者の諸事情を個別に考慮することなく、一律の損害賠償が認められている。すなわち、より良く投資する機会の喪失の考え方による一律の損害賠償を認めるという方法は、伝統的な機会の喪失理論における賠償額算定とは大きく異なっている。その背景には、フランス法が制度上も実務上も多数の投資者による損害賠償請求に対応したものとはなっていないという点も影響しているとされている。このように、機会の喪失という損害の性質そのものが、事案の集団的解決のために変容している。そこでは、機会の喪失が抽象的に捉えられ、投資決定に対する侵害それ自体を損害と捉えていると評価することができるのである<sup>640</sup>。換言すれば、機会の喪失を訴訟法的に実現するために、機会の喪失自らが、集団訴訟制度の不備や事案の集団的解決という実務上の要請から、変容しているともいえよう。

第二は、鑑定の利用である。フランスで、機会の喪失による損害額の算定がなされている背景として、鑑定の利用が多くなされていることが指摘できるように思われる。鑑定は、フランスの民事訴訟において、非常に頻繁に利用される証拠調べであるとされている<sup>641</sup>。鑑定とは、「技術者の知識を必要とする事実問題のうち純粋に技術的な問題でありかつ複雑な調査を必要とするものについてなされる証拠調べ<sup>642</sup>」であるとされている（新民事訴訟法 263 条）。鑑定の対象となる事項は、わが国の実務慣行よりも広く、多少とも専門的な事項や複雑な事項はすべて鑑定の対象となっているといつてよい。鑑定人候補者については、各控訴院管内に充実した名簿が作成され、ほとんどの分野については鑑定人の選任に困らない状況にあるとされる<sup>643</sup>。なお、破毀院の民事判決において損害（*préjudice*）が問題となった事例約 60,000 件のうち、鑑定（人）が関与しているとみられるのは 12,979 件であり、全体の 2 割以上の事例で鑑定がなされていることがうかがえる<sup>644</sup>。

さらに、鑑定の実際の運用のあり方は、わが国とは大いに異なる。フランスの鑑定は、裁判官が証拠調べの対象として鑑定人を取り調べるというイメージの手続きではない。鑑定人は証拠調べの主宰者であり、鑑定作業は、鑑定人を裁判官とする裁判の審理のような様相を呈する。鑑定人は、当事者双方および第三者を召喚し、その主張を聞き、書証を吟味し、事実関係についての事情聴取（実質的には証人尋問及び本人尋問である）、検証、実験等を行い、それらを総合して鑑定意見をまとめ、裁判所に提出するとされている<sup>645</sup>。現に、鑑定（*expertise*）をフランス法辞典でみると、損害額の算定という意味も示されてい

---

<sup>640</sup> 酒巻・前掲注（46）91 頁。

<sup>641</sup> 司法研修所（編）『フランスにおける民事訴訟の運営』122 頁（法曹会、1993）。

<sup>642</sup> 法務大臣官房司法法制調査部（編）『注釈フランス新民事訴訟法典』192 頁（法曹会、1978）。

<sup>643</sup> 司法研修所（編）・前掲注（641）123 頁。

<sup>644</sup> 破毀院の民事判決を期間を指定せず、損害（*préjudice*）と鑑定（*expert*）の用語により Legifrance で検索した（2014 年 9 月 23 日現在）。

<sup>645</sup> 司法研修所（編）・前掲注（641）122 頁。

るところである<sup>646</sup>。すなわち、このような、フランスにおける鑑定制度の状況が、専門的知識を用いなければ行えない機会の喪失損を算定することができる背景となっているものと考えられる。

## 第2項 原状回復的賠償の訴訟法的実現

原状回復的賠償において、原告は原則として、受益フォートに伴い発生した不法行為によって加害者の得た利益を測定し、それを立証しなければならない。この加害者の利益には、発行会社自体が得た利益と、発行会社の役員や外部の協力第三者が得た利益という二つの類型が考えられる。発行会社が得た利益は、第4節でみたように、上場廃止を阻止する利益など抽象的なものも含まれる。次に、発行会社の役員などの得た利益には、その給与や報酬などかなり具体的に捉えることができるものもある一方で、それら給与のうちいくらが不実開示に関連したものかを明らかにすることが困難であるという側面もある。このため、加害者が得た利益の評価は、不法行為と利益の因果関係の立証を緩和するとともに、損害賠償額の算定については、特定の性質を有する利益は不実開示に関連したものみなすという擬制的な解釈も必要となる。具体的には、発行会社の場合、時価総額に対する一定割合ないしは、行政処分金額を発行会社の得た利益とみなし、発行会社の役員・外部の協力第三者の場合には、その給与・報酬等を不実開示により得た利益と推定することが考えられる。そこで、その際の証拠収集手続として有効だと思われるのが、文書提出命令である<sup>647</sup>。これは、訴訟の相手方当事者のみでなく、第三者に対しても命令できるとするもので、旧民事訴訟法よりもその権限が格段に強化されている。この制度と併せ、裁判所による職権による証拠調べが広く認められていることなどを勘案すれば、原告および裁判所は、利益追求型不法行為の特性を考慮し、損害賠償のパラドックスを防ぐために、原状回復的賠償を認めることが制度上も可能であるように思われる。

また、受益フォートについては、そもそも訴訟法的側面において内在的に考慮されているという面がある。そこでは、すでに経験則や論理法則から損害および因果関係の立証の緩和がなされている。たとえば、不正競争の場合には、一定の判決は、売上高の低下がなくても「営業妨害」があるだけで不法行為の成立を認める。さらに、不正な行為の存在から直ちに損害の発生を結論づける判決もあるとされる<sup>648</sup>。すなわち、事業活動の不正競争が認められれば、取引相手や消費者には損害の発生が推定されると判断するものである。このように、不実開示の場合においても、不実の情報開示がなされれば、投資者の意思決定が歪められ、投資機会の喪失による損害が発生したと推定することができる考えるべきである。受益フォートにより加害者が得た利益については、種々の回復方法によって、これを消し去る（effacer）ことができるとされている。実際、事実審裁判官は、フォート

<sup>646</sup> 山口（編）・前掲注（489）219頁。

<sup>647</sup> Code de procédure civile, Art. 138-142.

<sup>648</sup> 後藤・前掲注（603）56頁。

の重大性を考慮し、さらには加害者に発生した利益をも考慮して、損害の填補を超えた損害の賠償を認める傾向もあるとされる。事実審裁判官は、損害を評価し、損害賠償額を決定する権限を有するが、このことが、相手方を制裁し、加害者に生じた利益を考慮する目的で、損害賠償額を高く算定することを可能にしている<sup>649</sup>。

以上のように、原状回復的賠償の訴訟法的実現としては、原告が行う加害者の得た利益の推定を容易にする方策を講ずるとともに、文書提出命令や裁判所による職権証拠調べを活用して、損害賠償額の立証を緩和し、裁判所は加害者の反証のない限り、当該推定額を加害者の得た利益として認定し、それを吐き出させることが必要と考える。

#### 第4款 訴訟の集団的解決へ向けて

##### 第1項 機会の喪失論からの視点

一般に、上場企業の不実開示の事例においては、ある開示により損害を被ったと主張する投資者（原告）が多数生ずることになる。この場合に、投資者ごとの損害および因果関係を個別に評価しては非常な労力と時間を要することになり、裁判所にとっても負担が大きくなる<sup>650</sup>。そこで、各投資者らに対して一律の損害賠償を認める賠償方法は、不特定多数者に対して損害が生じた場合の訴訟に適していると評価されている<sup>651</sup>。集団的な訴訟に関し、かつての裁判例においても、被害投資者が多数現れた場合における裁判所の負担の重さが指摘されていた。すなわち、裁判所は、不実開示がなかったならば投資者はどのような決定をなしたか、また、不実開示が株価にどのような影響を及ぼしたかを評価する必要がある。しかし、原告が多数の集団訴訟では、それらの評価を個々の投資者ごとに行うことは、裁判所の大きな負担になるという<sup>652</sup>。このため、繰り返し述べてきたように、最近の判例では、被害投資者が多数である集団訴訟の場合に適合させるために、機会の喪失の性質が変容し投資決定に対する侵害それ自体を損害と捉え、一律の損害賠償請求が認められている。

このようにフランスでは、訴訟の集団的解決の必要性という面が特に強調されているように思われる。その要因としては二つが考えられる。第一は、機会の喪失論を採用したことの帰結である。これまで述べたように、伝統的な機会の喪失論では、すべての原告についてその有していた機会の蓋然性などを個別に評価しなければならないが、それは極めて煩雑な作業となり、原告のみならず、裁判所の大きな負担となる。このため、機会の喪失論を維持しつつ、その負担を軽減するためには、機会の喪失の内容自体を変容させ、投資決定に対する侵害自体を損害と捉えて、一律の賠償請求を認めるようになったのである。すなわち、機会の喪失論を採用した帰結として生ずる集団的訴訟の煩雑さを回避するため

---

<sup>649</sup> 後藤・前掲注（603）56頁。

<sup>650</sup> Clerc, *op.cit.*, n°463, nos 35 et 38.

<sup>651</sup> Rntchevsky, *op.cit.*, n°482, p.316, spéc., n°20.

<sup>652</sup> Clerc, *op.cit.*, n°463, nos 36 et 38.

に、機会の喪失の概念および内容自体をも変容させ、訴訟の集団的な解決に資するものとしているように思われる。そこでは、投資者の救済のために集団的解決を志向するというよりも、機会の喪失論を維持するためには、事案の合理的で効率的な解決が求められ、それが結果として集団的な解決に至ったという方が実態に即しているように思われる。これを比喩的にいえば、鶏と卵のどちらが先かは判然としないものの、それらが相互に影響を及ぼして、訴訟の集団的解決の必要性が増してきたといえる。

第二は、フランスの訴訟制度が十分に集団訴訟に適したものとなっていないとされることから、そのような裁判所および訴訟当事者による訴訟制度の要請が、損害賠償額の算定に影響を与えていることである<sup>653</sup>。不実開示訴訟の特性上、原告が多数に及ぶことが多く、今後もそのような傾向がさらに強まることが予想される。フランスではアメリカのようなクラス・アクション制度はなく、わずかに消費者団体訴訟制度という多数当事者訴訟制度があるものの、あまり利用されていないとされている<sup>654</sup>。しかし、その後、前述のとおり、グループ訴権手続を定める HAMON 法案が 2014 年 3 月 18 日に公布されたことにより、消費者法典にグループ訴訟の規定が創設された。これにより、今後、フランスにおいて集団訴訟が定着していくのが注目される。

## 第 2 項 原状回復的賠償からの視点

原状回復的賠償においては、まず、受益フォートにより加害者が得た利得を評価・算定しなければならない。そのためには、第一に、訴訟当事者や第三者が保有する各種資料の調査・分析が必要となることから、文書提出命令の積極的な活用が有効となる。第二は、原告が多数であることに伴う裁判所の職権証拠調べである。裁判所は、訴訟において当事者主義を基調としながらも<sup>655</sup>、職権主義的な色彩も強いといわれる新民事訴訟法を活用して、職権による証拠調べを広く進めることができるものと思われる。第三は、損害賠償額の擬制ないしは推定である。利得対象型の損害算定方式では、損害賠償額の評価・算定にあたっては、一定の擬制が必要であり、損害額を推定せざるを得ない。たとえば、不実開示を行った発行会社の得た利益相当額については、わが国の課徴金のように、行政制裁金と同額であると擬制ないしは推定することなどがある。このように損害額を擬制することは、集団的訴訟に適合的であり、機会の喪失の実体法的な変容と相まって、事案の集団的解決を促進することになる。そのためには、前述したような、新民事訴訟法の特徴として集団訴訟の解決に寄与するものを活用することや、被害にあった多数の投資者について、グループ訴権の途を開くことが重要となるように思われる。

---

<sup>653</sup> 酒巻・前掲注（46）91 頁。

<sup>654</sup> 後藤・前掲注（535）36 頁、37 頁。

<sup>655</sup> 新民事訴訟法 4 条の処分権主義など。

## 第6節 損害賠償額の算定方式

### 第1款 概観

「損害」の捉え方についてある立場を採るということは、同時に方式に対する一つの立場に立つことも帰結するという側面を有する<sup>656</sup>。すなわち、被害者ごとの事情を考慮して個別に損害を把握する場合には、個別算定方式に結びつくであろうし、被害者の事情を考慮せず全体として包括的に損害を把握するのであれば、被害者全体の包括的なしは一律算定方式に結びつきやすいであろう。このように、損害をどのように捉えるのか、何を損害とするのかにより、その算定方式の枠組みが決まり、これにそれぞれの評価方法が絡んで、多様な算定方法が現れることになる。このため、本節では、まず、損害の捉え方を類型的に区分したうえで、それぞれに適した評価方法を検討するという形で、損害算定の諸方式について論ずることとしたい。第4節で述べたように、投資者の損害には、①機会の喪失損としての決定の損害と、②加害者の得た利得や市場価格の下落損としての状態の損害という二つの類型が考えられる。そもそも、「機会の喪失という考え方は損害の算定にしか関係し得ない」とする判決<sup>657</sup>もあるほど、損害の算定方法に密接に関連しているものである。損害賠償額は、当該機会が現実化した場合に得られたであろう最終利益と等しいものではなく、期待していた利益の価値に機会が実現する可能性（パーセンテージ）を乗じて計算される<sup>658</sup>。②状態の損害では、市場価格の下落額や加害者の得た利得をどのように判断・評価するのかが問題となる。そして、算定された損害賠償額は、裁判官が新民事訴訟法（NCPC）263条以下により認定することになる。以下、類型ごとに算定方式の前提、特徴や具体的手順および意義等についてみていくこととしたい。

### 第2款 決定の損害に関する算定方式

#### 第1項 機会の喪失算定方式

機会の喪失論は、これまで述べてきたように、被害者に生じた最終的な不利益そのものの賠償ではなく、可能性の程度を考慮した当該最終利益の部分的賠償を実現する。そこでは、機会の喪失という可能性がどのように金銭的に評価されるのかという問題が生じる<sup>659</sup>。具体的には、「可能性」に着目して損害を捉えるということであれば、被害者に生じた最終的な不利益を金銭的に評価したうえで、加害行為がなければそれを回避しえた蓋然性（パーセンテージ）を乗じるのが、最も合理的な算定方法といえる<sup>660</sup>。また、ユニドロワ国際

<sup>656</sup> 住田守道「フランスの薬害等における非財産的損害の賠償：[その1・HIV感染被害]（3・完）大阪府立大学経済研究 59巻1号26頁（2013）。

<sup>657</sup> Dorsner-Dolivet, note Cass. Civ, 1<sup>re</sup>, 17 nov. 1982, D.1984. 2. 305.  
澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）120頁参照。

<sup>658</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123頁。

<sup>659</sup> 中原・前掲注（443）（2完）116頁。

<sup>660</sup> 中原・前掲注（443）（2完）116頁。なお、フランスにおいてこのような算定方法が採用されていることにつき、澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123

商事契約原則（The Unidroit Principles in Practice<sup>661</sup>）7. 4. 3 条(2)も、機会の喪失に関する賠償の場合には、このような算定方法が想定されている。したがって、被害者はどの程度の機会を有していたのか、その機会はどれほどの価値があったのかを評価・算定することになる。以下では、伝統的な機会の喪失算定の枠組みおよび具体的な算定手順をみていくこととしたい。

## 1. 算定の枠組み

伝統的な機会の喪失の算定には二つの枠組みがある。第一は、これまで繰り返し述べてきたように、損害は投資者の財産状態に生じた最終的な不利益ではなく、あくまでも機会の喪失自体となることである。ただし、その損害の評価を行うには、まず、最終的に投資者に生ずる損害（不利益）に依拠することが必要である<sup>662</sup>。このように、賠償額の算定の際に、被害者が機会の実現により得ることができた利益、または回避できなかった損害を無視することはできないのである<sup>663</sup>。機会とは、望ましい出来事が生じる可能性でしかないため、その喪失という損害は、必ず最終的に生ずる損害よりも小さくなり、裁判官はその機会が現実化する蓋然性を考慮しなければならない。次に、機会の喪失自体を損害ととらえることから、損害の範囲は当該機会の価値相当額に限られることになる。このように、機会の算定を常に厳密に計算している訳ではないものの、少なくとも、期待していた利益の全部の賠償を認めないことに関しては一貫している<sup>664</sup>。このように、期待利益全ての賠償を認めないのは、機会の喪失理論の前提から当然のことである。問題は、期待利益のうちどの程度の割合をどのように決定するのかについての、客観的基準が求められることになるだろう。

次に、第二の枠組みとしては、機会の喪失の算定に当たっては、必然的に仮定的判断が伴うということである。それゆえ、損害賠償額の算定には通常、困難が伴うことから、統計資料などの活用方法が有用とされる<sup>665</sup>。損害額の算定はあくまでも当該事案に即して行わなければならないが、その際に関連する統計資料等を参考にしつつ、当該事案における個別事案を加味して修正する方法が採られることになる<sup>666</sup>。その際には、客観的なデータ、統計等の科学的手法を用いて算定することができる<sup>667</sup>。たとえば、競馬レースの場合でみ

---

頁参照。また、機会の喪失の賠償を規定するユニドロワ国際商事契約原則（注(4)参照）でも、このような算定方法が想定されている（同原則 7・4・3 条(2)の注釈 1・2 参照。

<sup>661</sup> See e. g. Bonell, *The Unidroit Principles in Practice* (Transnational Publishers 2002).

<sup>662</sup> Ruellan, *op.cit.*, n° 574, n° 47. 酒巻・前掲注（46）88 頁参照。

<sup>663</sup> Viney et Jourdain, *op.cit.*, n° 477, p.103. 酒巻・前掲注（46）88 頁参照。

<sup>664</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）124 頁。

<sup>665</sup> 中原・前掲注（443）（2 完）117 頁。

<sup>666</sup> 中原・前掲注（443）（2 完）117 頁。

<sup>667</sup> Chabas, *La pert d'une chance en droit français, Développements récent du droit de*

ると、通常、馬が競馬において勝つ機会をどれだけ有していたかを決定することは容易ではない。このため、統計的な数字に基づく必要があることになる。具体的には、競走馬が運送人のフォートによってレースに出場できなかった場合においては、当該競走馬の最近の成績や、他の競走馬のパフォーマンス等のデータを考慮して、レースで入賞して賞金を獲得する可能性を評価することになる<sup>668</sup>。このように、できる限り客観的データを用いるために、外的な要素が介在する場合においても、類似した事象が複数存在すれば、それぞれで著しく異なる損害賠償額となるようなことは考えにくいとされている<sup>669</sup>。

## 第2項 算定手順

具体的な評価・算定手順として三つがある。第一は、機会がある事実・行為と関連してではあるが、それ自体独立して存在していたかを評価することが必要である。そこでの機会は、現実存在していたと客観的に認められるものでなければならず、仮定の事実や推定に基づくものであってはならない。すなわち、機会の存在が、事実認定として立証されなければならないということになる。この点、損害の評価、損害賠償額の算定が仮定の事実や推定に基づくのと大きな違いがある。そして、そこにおける機会とは、利益を獲得できたかもしれない機会もしくは損害を避けることができたかもしれない機会ということになる。第二は、被害者に生じた最終的な不利益の確定およびその金銭的評価である<sup>670</sup>。それには、被害者に生じた最終的な不利益は、不利益な事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失なのか有利な事実の喪失ないしは利益を獲得する可能性の喪失なのかに分けることが便宜である<sup>671</sup>。この分類によれば、不実開示事例は、不利益を回避する可能性の喪失プラス利益を獲得する可能性も同時に喪失していることになろう。まず、被害者に生じた最終的な不利益としては、不利益となる事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失として、医療事故、不実開示事例が挙げられる。その場合の評価は、被害者に現に生じた不利益を金銭的に評価すればよいことになる<sup>672</sup>。次に、有利な事実の喪失ないしは利益を獲得する可能性の喪失としては、契約交渉破棄事例や不実開示事例が挙げられる。この場合の評価は、加害行為がなかった場合の事象経過を仮定して判断を行う必要がある。不実開示の事例でいえば、不実開示がなければ投資者はどのような行動をとり、その結果

---

*la responsabilité civile*, Centre d'étude juridique européen, 1991, spéc. p.143. ただし、統計の参照だけでなく、加害者の具体的な状況も考慮する必要があるという。酒巻・前掲注(46) 81 頁参照。

<sup>668</sup> Boré, *L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable*, J.C.P. 1974., I, 2620, n° 40. 酒巻・前掲注(46) 81 頁参照。

<sup>669</sup> 酒巻・前掲注(46) 81 頁

<sup>670</sup> 中原・前掲注(443) (2 完) 117 頁。

<sup>671</sup> 中原・前掲注(443) (2 完) 117 頁。

<sup>672</sup> 中原・前掲注(443) (2 完) 117 頁。

どのような利益を得ることができたか、を当時の資本市場の状況等を考慮に入れつつ認定し、さらに、不実開示がなければ投資者が利益を得ることができたであろう蓋然性を認定する必要がある。このように、不実開示事例では、投資者に生じた不利益は、不利益な事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失、および有利な事実の喪失ないしは利益を獲得する可能性の喪失の双方が想定されることが特徴である。なお、この最終的な不利益は、第3項1. 損失対象型算定方式により算定できると考えられることから、その具体的な方法は第3項で後述する。

第三は、加害行為がなければ最終的な不利益を回避しえた蓋然性（パーセンテージ）を乗じるのが、最も筋の通った算定方法であることになる<sup>673</sup>。機会の喪失における賠償額の算定は、機会の有する蓋然性（パーセント）を乗じた、最終利益に対しては部分的なものになるからである。これを論理的に言えば、機会の価値は、獲得しようとしていた利益の価値に、もし当該不法行為がなかったならばその期待していた利益が生じたであろう可能性（パーセント）を乗じたものになるとされる。たとえば、競馬レースの事例<sup>674</sup>に関していうと、当該馬の最近の成績とそのレースに出た他の馬の成績とを比較し、当該馬の勝ったであろう確率を算出し、その確率を賞金に乗じた額が馬の所有者が失った機会の価格（価値）であるということになる<sup>675</sup>。ここでは、損害の範囲および賠償額は、獲得しようとしていた利益の大きさ、または避けようとしていた損失の大きさ、および機会の大きさ（可能性の高さ）に比例して大きくなることになる<sup>676</sup>。もっとも、裁判例をみると、実際には、どのようにして裁判所が機会の算定を行っているのか必ずしも定かではない面がある。一般的には、被害者が期待していた利益の10分の1、3分の1、4分の1、5分の1、2分の1などであるが、1,000フラン、2,000フラン、10,000フランといった切の良い金額の賠償も認められる。期待した利益を得る可能性が高い場合には期待した利益に近い額を、期待した利益を得る可能性が若干低い場合には、それよりも低い額を認めているようではあるとされる<sup>677</sup>。このように、機会の算定を常に厳密に計算しているようではないものの、少なくとも、期待していた最終利益の全部の賠償を認めないことに関しては一貫している<sup>678</sup>。問題は、期待利益のうちどの程度の割合をどのように決定するのかについて

---

<sup>673</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）99頁、中原・前掲注（443）（「機会の喪失論の現状と課題（2完）」）116頁。

<sup>674</sup> 競走馬を運搬する債務を負っていた運送人が、過失により運送を遅滞したため、馬がレースに出場できなかった。このため、馬の所有者はレースの賞金を得ることができなくなったという事例。

<sup>675</sup> Boré, *op.cit.*, n°668, n°40; Aubert, note, D.1991. 323, etc. 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123頁。

<sup>676</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123頁。

<sup>677</sup> Rodier, note, J.C.P. 1955, II 8686, 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）124頁。

<sup>678</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）124頁。



の、客観的な基準が求められることになる。

以上のような算定方式の特徴からは、投資者ごとの個別算定方式ではなく、投資者を一つの集団として捉え、その構成員の損害賠償額は一律とする一律定額方式へと転換していくことになる。その場合の具体的な算定方式は、投資した企業と同業種同規模で不実開示がなかった企業を選択し、当該企業の株価の動向を分析するなどして、投資者が別の企業に投資していたならば得られたであろう利益とすることなどが考えられる。このように機会の喪失の算定に当たっては、必然的に仮定的判断が伴う。それゆえ、前述したように、投資者は、資本市場や証券価格等に関する客観的なデータに基づき、必要に応じてファイナンス理論を用いて算定するとともに、それら採用したデータを開示するような仕組みが欠かせないものと思われる。

### 第3款 状態の損害に関する算定方式

状態の損害に関する算定方式には、従来型の市場価格の下落等を基準とする損失対象方式と加害者の得た利益を基準とする利益対象（利得吐出し）方式がある。

#### 第1項 損失対象方式

証券の市場価格の下落額により算定する方式で、アメリカおよびわが国においてもみられ、いわば従来型の算定方式といえることができる。この方式では、①有価証券価値の高値吊上げ額ないしは市場価格の下落額、②被害を受けた投資者数、③有価証券の数（株数等）を基に算定する。たとえば、①10 ユーロ、②1000 人、③10,000 株であれば、損害賠償額の総額は①×②×③＝100,000 千ユーロとなる。この場合被害投資者数である②1000 人というのは、理論的には市場において不実開示により被害を受けたすべての投資者<sup>679</sup>ということになる。しかし、現実にはそれらすべての投資者が訴訟を提起することは考えられない。また、①の下落額についても必ずしも全額というわけではなく、不実開示と因果関係のある部分に限られる<sup>680</sup>。以上のように、この算定方式においても、賠償額の決定に必要な要素を数量化することにより決定されることになる。

#### 第2項 利益対象（原状回復的賠償）方式

フランスでは、利益対象（吐出し）型損害賠償に関連する問題が、無体財産権などの不正利用といった分野を超えて、不正競争や環境被害、契約違反まで含めて論じられている。また、英米法上の懲罰的損害賠償をどう受け止めるかといった議論も近時活発となっている<sup>681</sup>。そこでみられる、利益対象型賠償方式は、知的財産権の侵害や不正競争の分野において議論がなされている新しいもので、原状回復的賠償という考え方に基づいている。証

<sup>679</sup> 高値取得者や売却しそくなった者など。

<sup>680</sup> Spitz, *op.cit.*, n° 427, p. 232.

<sup>681</sup> 後藤・前掲注（535）56 頁。

券不実開示の場合、被害者に賠償されるべき加害者の利益には、発行会社自体の利益と発行会社の役員や外部の第三者が得た利益の二つが考えられる。まず、発行会社の得た利益は、いわば理念型として抽象的に捉えられるものであるといえる。その内容は、不実開示を行ったことにより財務状況の数値が実際よりも良く見せかけていることに伴う、社債発行利息や銀行借入金利の減少相当額などが考えられる。ただし、その損害額の厳密な算定は困難であり、仮定の社債利息や借入金利を設定するなどファイナンス理論を用いることが必要となろう。このため、最も合理的かつ簡便な方法は、たとえばわが国の課徴金制度の算定方法などを参考に、売上高や利益の何パーセントを、発行会社の得た利益と看做すような方法が検討されてよいように思われる。次に、発行会社の役員等の利益は、当該役員等の給与・報酬、外部の協力者といった第三者がいるような場合には、その報酬が差し当たり考えられる。

なお、利益対象型損害賠償で参考となるのは、現代民法典の代表例といわれる 1992 年改正のオランダ民法の規定（6 編 104 条）である。同条は、「不法行為または債務を履行する際の義務違反により他人に対し責任を負う者がこの不法行為または義務違反により利益を得た場合には、裁判官は、その他人の申立てを受けて、この利益の全部または一部の額で損害を測定することができる」と規定している<sup>682</sup>。そこでは、被害者は、自己が現実には被った損害ではないのであるが、不法行為者が取得した利益を（自らが被った損害を証明することなしに）損害賠償として請求することができるという利益吐出し型の金銭評価規範が、一般的射程を有するものとして立てられている。もっともこれにより想定されているのは、知的財産権の侵害およびこれに関連する分野において生ずる損害だといわれている<sup>683</sup>。さらに、アメリカでも、著作権法は、現実損害の賠償におさまらない利益を侵害者が得ている場合に、著作権者に対して侵害者利益の賠償を請求できる旨の規定（利益賠償）を設けている<sup>684</sup>。したがって、以上のことから直ちに証券不実開示の事案に本条が適用されるとはいえないものの、市場を利用した利益追求型不法行為の場合には、本条の趣旨を参考とすべきケースが多いように思われる。

---

<sup>682</sup> 潮見佳男「著作権侵害を理由とする損害賠償・利得返還と民法法理」論叢 156 巻 5・6 号 228 頁（2005）。

<sup>683</sup> 潮見佳男『不法行為法』240 頁（信山社、1999）。

<sup>684</sup> 連邦著作権法 504 条(b)。潮見・前掲注（682）228 頁。

## 第7節 小括

本章では、フランスにおける証券不実開示の事例について、判例の展開および実体法的側面、訴訟法的側面に関する考察を行い、機会の喪失論および原状回復的賠償論の検討を試みた。そこでは、まず、日本法と異なるフランス法の独自性が明らかにされた。それでは、このようなわが国とフランスの法状況を分けたものは何なのであろうか。最後に、総括として、それらの要因についてみていくこととしたい。

### 第1款 日本とフランスの法状況を分けたもの

これまでみてきたように、フランスにおいて機会の喪失論が不実開示事例における判例・学説において定着している一方、わが国の状況はフランスのそれと大きな隔たりがあるといつてよいように思われる。これにはいくつかの理由が考えられるが、まず、第一は、日本とフランスでは損害の捉え方が異なるということがある。フランスにおいては、民事責任の成立要件としての損害は、侵害された利益であるとされる<sup>685</sup>。このため、投資者の損害を捉えようとする場合に、まず、投資者が投資行動によって獲得しようとしていた利益に着目することになる。そして不実開示により自己の投資判断が歪められ、適切な投資決定が行えず、利益を獲得できなかったことを損害と考えるのである。すなわち、そこでは損害が利益を媒介として投資意思決定と結びつくことになる。それは、投資機会の喪失と言い換えることができる。しかし、投資者の損害は、これまで述べてきたように、投資額全額や得ようとした最終利益ではなく、あくまでも機会の喪失という最終利益全体の一部になる。この点、損害とは被害者が失ったものであるという損失に着目して損害を捉えようとする日本との大きな違いであるように思われる。さらに、これらの違いは、損害賠償という用語にも如実に現れている。フランス語では「損害」が《*dommages s'intérêts*》もしくは《*dommages et intérêts*》と表されることも大きく影響していると思われる。これを直訳すると、「損害と利益」ということになり、そこでは、「失われた利益 (*dommages*)」と「得べかりし利益 (*intérêts*)」の両者を含む用語が用いられているのである。このように、起こってしまった損失だけではなく、得られたかもしれない利益についても考慮するとともに、それを機会の喪失と結びつけて考える思考法は、侵害された「利益」を損害と捉えるフランス的なものといえそうである。

第二は、フランスと日本における相違の要因というよりも、その背景といえるものとして、フランス民法全体が個人主義（個人の尊重）および意思自治（私的自治）に支配されていること<sup>686</sup>が挙げられるように思われる。フランス革命以来、人（女性も含む）は平等で

<sup>685</sup> たとえば、小野寺倫子「フランス民事責任法における純粹環境損害 (*péjudice écologique pur*) の概念について」松久三四彦ほか（編）『民法学における古典と革新 藤岡康宏先生古稀記念論文集』463-464頁（成文堂、2011）を参照。

<sup>686</sup> エルベ・クローズ「フランス民事訴訟における裁判官と当事者の相互の役割」民事訴訟雑誌 59号 113頁（2013）。少なくとも財産法については、このようにいえるとされている。

あり、その意味は、人が現実にとりわけ経済的に平等である、ということではなく、法が人を平等とみなすということである。各人は、契約を欲すれば契約をするし、契約を欲しなければ契約をしないと説明されている<sup>687</sup>。そこでは、経済的な平等を問題としているのではなく、契約をするしないという人の意思の問題が重要であると考えているように思われる。そうだとすれば、不実開示により被害を受けた投資者の場合においても、そこでは、まず、意思自治が妨げられたことを問題にすることになる。フランスの弁護士によれば、フランス人一般の傾向として、不法行為や契約上の問題が生じた場合、第一に、自己のどのような権利ないしは利益<sup>688</sup>が侵害されたのかを問題とし、法律がそれを保護していないことを主張するともいわれている。したがって、わが国やアメリカのように、第一に経済的平等の問題とする思考パターンとは異なっているように思われるのである。

第三は、フランスで広く議論されるようになっている情報提供義務論との関連である。この議論は、当初は、契約締結上の過失をめぐる議論の一環として論じられていたが、その後、原理面で情報提供義務の意義を問う動きが生じ、契約正義や自己決定の観点から正当化する見解などが登場し、現在に至っているとされる<sup>689</sup>。不本意な契約を締結してしまった場合に、契約自体は有効としつつ、情報提供義務違反・説明義務違反による損害賠償請求を認める裁判例が多く登場している。これは、情報提供義務違反を法律行為法ではなく損害賠償法のレベルで捉えるもので、情報提供義務違反と不法行為の問題ということになる。このような情報提供義務論は、投資機会ないしは期待権（自己決定権）の保護という観点からは、開示義務と共通性を有するとともに、情報提供義務違反の効果と開示義務違反の効果が損害賠償ということでも共通性を有しているのである。そこには、機会の保護という共通の基盤の上に展開される同じ取引の世界<sup>690</sup>があるように思われる。このように、情報提供義務を媒介として投資機会の保護、機会の喪失に対する損害賠償の理論が不実開示の領域にも拡張されたとみることもできるといえるかもしれない。

第四は、フランス人における物事の両面を見ようとする思考方法である。日本におけるフランス人によるフランス語教育においても、物事の一つの側面だけをみるのではなく、もう一つの側面も併せてみるようにしなければいけないと強く指導がなされる。これはそのまま法的な思考様式にもつながるといえそうである。不実開示により実質的に投資決定が歪められたことを重視して、当該不実開示以前から証券を取得していた投資者についても、保護しようとするなど、不実開示の前後という実態の両面を考察しようとする好例であるように思われる。そしてこのことは、法律用語にも明確に表れているといえる

---

<sup>687</sup> エルベ・クローズ・前掲注（686）113頁。

<sup>688</sup> 証券不実開示の場合であれば、自己の判断で投資決定する権利・機会の利益ということになろう。

<sup>689</sup> 詳細は、潮見佳男『債権総論Ⅰ〔第2版〕』565頁以下（信山社、2003）、同『不法行為法Ⅰ〔第2版〕』139頁以下参照（信山社、2009）。

<sup>690</sup> 潮見・前掲注（689）580頁。

ように思われる。前述したように、フランス語の「損害」とは、*domage s'interêt* で、それは文字通り損害と利益という意味になる。一方、日本語は「損害」を「損」と「害」と表記しており、そこには被害者等の利益も損害の一部を構成するのだという観念がほとんどみられないといえそうである。そうだとすれば、法律用語はその概念をも表し、すなわち、名は体を表しているということができるように思われる。そして、日本のように被害者の損と害にしか目が向いていないのであるとすれば、利益を媒介とする機会の喪失的な考えかたは生まれにくくなるように思われる。フランスでは、*Fraude* とは、他人の権利・利益に対する詐欺の意図、詐欺、不正等を意味し、古来、「詐欺の意図はすべてを腐敗す」といわれてきた<sup>691</sup>。本稿で取り上げている証券不実開示は、まさに *Fraude* の一典型であり、それは文字どおり「すべてを腐敗す」ることになる。このように、フランスにおいては、経済的な状況よりも、私的自治の前提となる個人の権利・意思や利益の侵害を最も重視するという考え方が背景にあるからこそ、投資者の自由な意思決定を歪めた機会の喪失に対しても損害賠償請求を認め、さらには、受益フォートに対する原状回復的賠償という考え方が出てくる一つの要因になっているように思われる。次に、フランス法の大きな特徴である、機会の喪失論の持つ意味とは何なのかということについて述べた後、最後に結論を述べて本章のまとめとしたい。

## 第2款 機会の喪失論の持つ意味

機会の喪失論および原状回復的賠償論の考え方は、フランス伝統の損害賠償理論である完全賠償の原則をやや修正しているという側面を持つ。一方、証券不実開示は、市場を利用した利益追求型不法行為といえる。この場合、利益を追求する訳ではない従来型の不法行為とは、被害者数や市場に対する信頼といった社会的影響が大きく異なっている。不実開示の事例においては、投資者が損害賠償請求を行う意義としては次の点が挙げられている。第一に、投資者が喪失した機会を「より良く投資する機会」とすることにより、不実の情報開示前に株式を取得し、これを保有し続ける決定をした投資者についても保護を認めた点に、フランス法の大きな特徴がみられることである。この「より良く投資する機会」という考え方は、アメリカにおける「機会の喪失 (Loss of Chance)」と同様であり、わが国でいえば期待権（自己決定権）の侵害であるといえそうである。しかしながら、アメリカおよびわが国において、そのような考え方は、判例・学説でフランスのように広く受け入れられるものとはなっていない。第二に、損害の集団性という特徴が、機会の喪失という損害を抽象化させ、集団訴訟に適合したものとなったことがある。すなわち、個々の投資者の具体的な機会の喪失を問題とするのではなく、投資決定に対する侵害それ自体による損害を評価して、投資者の救済に結び付けているのである。このような機会の喪失論の用いられ方からは、不実開示の事例においてフランス法が目指そうとしている方向性が、

---

<sup>691</sup> 山口（編）・前掲注（489）243頁。

事案の集団的解決にあることは明らかである。こういったフランスの現状は、わが国の投資者保護を考えるにあたっても、ありうる方向性として一つの検討素材になるように思われる<sup>692</sup>

### 第3款 結論

投資者保護の原則は、証券取引の様々の場面で用いられる投資者に関する一般原則である。このため、その類型化なり下位原理の解明や不法行為の態様に応じた新たな規範創造や解釈がなされなければならない。不法行為法に求められるのは、異なる侵害のタイプ、加害者の行為態様、被侵害利益のタイプに応じて有効に機能しうるルールを提示することであるとされている<sup>693</sup>。不法行為による侵害のタイプとしては、個人対個人という従来型の不法行為と市場を利用した利益追求型不法行為という二つの類型がみられる。従来型の不法行為は、たとえば、交通事故のように加害者が自らの利益を得るための不法行為ではない点に特徴がある。一方、証券不実開示のような利益追求型不法行為は、資本市場という市場経済の重要なインフラを利用し、自らの違法な利益を得ることを目的として、多数の者の権利および利益を侵害する違法行為である。したがって、このような不法行為は、法が目的とする投資者保護や市場秩序の維持を大きく損ない、被害者も多数に及ぶことなどから、従来型の不法行為とは分けて考えることが必要である。そのための新たな規範として、機会の喪失論および原状回復的賠償論を用いた新たな損害の算定方式は、投資者の意思決定を保護することで、投資者の自己責任の原則に基づく投資の本質を再認識させるとともに、不実開示の抑止・制裁につながるものと考ええる。受益フォートに対する原状回復的賠償論は、利益追求型不法行為において、加害者の得た違法な利益の吐出し責任を生じさせるとして、これまで不法行為の法理が必ずしも及ばなかった場合に、投資者の救済の充実強化および不実開示の抑止の機能を営み、法規範の実効性を確保することができるものと考ええる。

さらに、これまで繰返し述べてきたように、投資行為の本質とは、単にそれにより生じた損失のみを問題とするものではなく、自由な意思と判断に基づいて利益を追求する行為でもある。そこでは、「何を失ったのか」という視点だけではなく、「何を達成できなかったのか」という視点も併せて重要である。この点、損害を「利益」を対象として捉えようとするフランス損害賠償法の考え方は、極めて示唆に富むということがいえそうである。そうだとすれば、市場価格の下落のみを問題とする従来理論の枠組みを修正し、機会の喪失論を検討していく必要があるように思われる。以上、わが国ではあまり議論がなされていない、機会の喪失論と原状回復的賠償論は、その新たな理論と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異なる視点を提供することになるも

---

<sup>692</sup> 酒巻・前掲注(46) 92頁、93頁。

<sup>693</sup> 廣峰・前掲注(56) 33頁。

のと考える。

## 第3章 日本法

### 第1節 総説および考察の順序

#### 第1款 総説

わが国においても、近年、上場会社において有価証券報告書に不実開示（虚偽記載）があったことが発覚し株価が下落した場合に、金商法に基づき、投資者が株価の下落によって生じた損害の賠償を発行会社等に対して訴求する事例が増大している。平成2年以降、平成26年8月までの間に、有価証券報告書や計算書類の虚偽記載に関連した損害賠償請求訴訟事件の件数は101件となっている<sup>694</sup>。これに伴い、投資者の損害賠償を一定程度認める判決が出てきている状況となっている。しかし従来は、このような訴訟が提起されることはごく稀であり、たとえ訴訟がなされても、損害賠償が認められるということはほとんどみられなかった<sup>695</sup>。このような状況変化の背景にあるのは、社会的にも注目される上場会社の不実開示事例の報道や規制当局の摘発<sup>696</sup>、および平成16年の証券取引法（当時）改正において、有価証券報告書等の虚偽記載に対する発行会社の無過失責任が認められたことなどが挙げられる。また、近年では実態を適切に財務諸表に反映させるために会計情報に「見積要素」が増えてきているところ、その影響で、不正・誤謬が生じやすくなっている面もあるように思われる<sup>697</sup>。以上のように、訴訟において、投資者の損害が認容され始めていることは画期的なことであり、投資者保護の充実が図られつつあると評価できる。さらにその後も、有価証券報告書のみでなく臨時報告書や民事再生法といった倒産法制とも関連するアーバンコーポレイション事件や海外にも多くの投資家を擁するオリンパス事件<sup>698</sup>などが引き続き起こり、不実開示の事例はさまざまな広がりを見せている。

ここで、最近の不実開示の動向をみると、平成17年4月に課徴金制度が導入されて以降、平成26年7月までの間における証券取引等監視委員会による開示書類の虚偽記載および不提出・無届募集に対する課徴金納付命令勧告件数は合計88件である。年度別内訳でみると、

---

<sup>694</sup> 「有価証券報告書」「虚偽記載」「損害賠償請求」の三つのキーワードにより、期間を指定せず判例を検索（LEX/DB、2014年8月時点）。検索の結果、最も古い事件は平成2年となった（ただし、平成2年のものは、粉飾された計算書類に関する証券会社の引受責任が問われたものである。）。

<sup>695</sup> たとえば、山一証券従業員自社株事件（東京地判平成13・12・20判タ1133号161頁）、山一証券監査法人事件（大阪地判平成18・3・20判時1951号129頁）などがある。

<sup>696</sup> 代表的なものとして、西武鉄道事件、ライブドア事件がある。詳細は、第2節 判例・学説による検討の部分参照のこと。

<sup>697</sup> 弥永ほか・前掲注（66）5頁。

<sup>698</sup> 2011年11月に損失隠しを公表したオリンパス社は、国内および欧米の機関投資家などから、過去の有価証券報告書の虚偽記載などで損害を受けたとして、これまでに損害賠償を求める訴訟を計21件起こされ、その請求額は計519億円となったと報道されている（日本経済新聞2013年7月17日（電子版））。



平成 18 年度 3 件、19 年度 8 件、20 年度 11 件、21 年 9 件、22 年 18 件、23 年 15 件、24 年度 8 件、25 年度 10 件、26 年 7 月 22 日現在 6 件となっている<sup>699</sup>。平成 23 年 7 月には、証券取引等監視委員会事務局は、開示検査課を独立させ、開示書類における虚偽記載の有無についての検査体制を強化していくことを明らかにしている。したがって、今後はさらに不実開示の事例が摘発、報道されることにより、投資者の損害賠償請求訴訟は増加していくことが予想される。また、この証券不実開示に関して、たとえば、決算短信の訂正件数でみると、2004 年 277 件、2005 年 436 件、2006 年 645 件、2007 年 766 件、2008 年 614 件、2009 年 597 件となっている。これによれば、2004 年から 2007 年にかけて訂正に関する開示件数が 277 件から 766 件に急増していることがわかる。この時期は、西武鉄道やカネボウによる有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、ディスクロージャーの信頼性確保のための各種の文書の公表や規制強化の動きのあった時期となっている<sup>700</sup>。

このような不実開示の発生とそれに伴う損害賠償請求訴訟の増加によって問題となってくるのが、投資者の損害をどのように捉え、賠償額をいかに算定するのかということである。しかし、金商法では、投資者の損害賠償額の算定方法、算定に当たって考慮すべき具体的な項目をどう採るか等については、何も触れていない。このため、民法の一般法理、すなわち、不法行為法や損害賠償法等々を金商法における投資者保護の制度に照らし総合的に考慮するとともに、金商法の虚偽記載等のある書類提出者の賠償責任等の規定などを個別的に適用ないし準用していくことが必要となる。このようななかで、現在、わが国でなされている議論をみると、投資者の損害を、「不法行為がなされた現実の状況と不法行為がなかったと仮定した状況との差」として捉えようとする、いわゆる差額説が前提とされているといつてよいように思われる。そこでは、不実開示の発覚（公表）による証券価格（価値）の下落（低下）という差額を問題とする算定論に終始し、投資者の損害をいかに捉えるべきかという規範的な評価がなされないまま議論が進められているようでもある。しかしながら、金商法の目的とは、「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り」、「投資者の保護に資する」ことである<sup>701</sup>。そうであれば、資本市場の公正な価格形成が図られなかったことをどのように評価したら良いかという視点が必要なのは当然である。そこで有益な理論として考えられるのが、これまで考察してきた「機会の喪失」論である。ただし、わが国の民事訴訟において争われる利益は伝統的には、その内容や利益帰属主体が明確な利益にあるとされている<sup>702</sup>。このため、「機会の喪失」について議論を行うにあたっては、当該機会の喪失が投資者の損害として明確な内容を持つといえ

---

<sup>699</sup> 小谷融（編）『金融商品取引法における課徴金事例の分析＜Ⅱ＞虚偽記載編』27 頁（商事法務、2012）、証券取引等監視委員会 HP・「課徴金納付命令等一覧」参照。

<sup>700</sup> 奥村・前掲注（35）55-57 頁。

<sup>701</sup> 金商法 1 条。

<sup>702</sup> 小野寺倫子「人に帰属しない利益の侵害と民事責任（3・完）」北大法学論集 63 巻 4 号 144 頁（2012）。

るのかということの検討がまず必要となってくる。さらには、不実開示の抑止ということ考えた場合、発行会社やその役員などが得た利益を民事責任追及のなかで考慮しないで良いのかという問題もある。そこでは、どのような権利・利益（法的地位）の実現ないし回復が資本市場における私人（投資者）の利益保護にとって必要かつ適切かという観点からの規範的判断が重要となる。それだけにそれぞれの拠って立つ基盤については、評価矛盾を来さないよう、的確に把握しておく必要があることになる<sup>703</sup>。

以上のような観点から、証券不実開示と投資者の損害の問題について、まず、損害の捉え方に焦点を当てる。そこでは、単に投資者の損害を不法行為によって生じた財産状態の差額としてのみ捉えるのではなく、投資者が自らの意思に基づき適正な決定をするという機会が失われたことをどのように評価すればよいのか、という視点から捉え直す。さらには、発行会社は自らの違法な利益を得るために、投資者に損害を与えたという不法行為を規範的に捉え直すとともに、損害論の再構成まで踏み込んで検討を行う。

## 第2款 考察の順序

第1節では、総説および考察の順序について述べる。第2節では、判例・学説による検討を行う。まず、ディスクロージャー制度の変遷や判例・学説の現状を概観する（第1款）。次に、これまでの裁判例と新たな展開として、判決内容が大きく変わることになる金商法21条の2適用前と適用後に分け、それぞれの特徴および判決内容等を考察する。さらに、算定方式の種類として、これまでの判例における損害の捉え方および算定方式を典型的に区分して、それぞれの意義・内容を考察する。そのうえで、最近出された最高裁の判決内容を詳しく分析する（第2款）。以上を踏まえた検討として、最高裁の判断等について、民法の視点および金商法の視点の双方からの検討を行う。第3節では、賠償責任の意義として、金商法が定める不実開示を行った者の賠償責任の意義について検討を加える。まず、不法行為の種類と賠償責任を開示主義との関連で概観する（第1款）。次に、損害填補から証券不実開示の抑止へとして、わが国の歴史的経緯も踏まえながら、利益追求型不法行為の場合における、損害賠償の意義および目的について検討する（第2款）。最後に、発行会社の賠償による新たな問題として、賠償責任に関する会社法の視点からの検討を行う（第3款）。第4節では、損害賠償額算定の実体法的側面について検討する<sup>704</sup>。まず、概観として、考察・検討の方法論を明らかにする（第1款）。次に、投資者の損害を不法行為損害賠償法

<sup>703</sup> 潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907号 17頁（2010）。

<sup>704</sup> なお、本稿において紹介・検討する実体法学説の内容は、わが国における損害賠償法理論の膨大な成果を、「証券不実開示訴訟における投資者の損害賠償額算定」という本稿のテーマから断片的に切り出したものに止まるものである。このことがもたらす誤りあるいは誤解の可能性に関しては、それを認めつつも、現時点においては他日を期すべき課題と位置付けることとしたい。

の観点から考察する（第2款）。さらに、投資者の損害を金商法21条の2の観点から考察する。そこでは、訴訟対応力の低い当事者が証明責任の壁に阻まれて自己の権利の救済が得られないことがないようにする実体法上の措置<sup>705</sup>に留意して考察する（第3款）。最後に、これまでの損害論および解釈論を踏まえ、損害論の再構成の必要性について検討を行う（第4款）。第5節では損害賠償算定の訴訟法的側面について検討する。はじめに、概観として、民事訴訟の意義を明らかにするとともに、三つの観点を中心に検討することを示す（第1款）。次に、証券不実開示訴訟は政策志向型であり、事案の集団的解決が必要であるため、損害賠償額の認定にあたっては、訴訟の性質を十分考慮して検討すべきであることを論じる（第2款）。続いて、損害賠償額認定の法的位置づけでは、民事訴訟法の一般原則、自由心証主義と法定証拠主義、証明度とその軽減といった問題について考察を加える（第3款）。さらに、本節の核心部分である民事訴訟法248条について、制定の背景・趣旨を考察し、解釈上および適用上の問題点について論じる。なお、同条の損害観として、実体法的側面との関係についても触れる<sup>706</sup>（第4款）。最後に、問題とその対応として、248条に関し懸念された問題点の顕在化とその対応について明らかにする（第5款）。最後に、今後の課題について述べる（第6款）。第6節では損害賠償額の算定方式として、そのあり方についてこれまでの論述を踏まえて検討を加える。まず、判例・学説をベースとして、現在議論が行われている種々の算定方式について、類型的に損失対象方式と利得対象方式に分類し、各算定方式を概観する（第1款）。次に、損失対象算定方式として、①市場の損害、②投資者の個別損害に分類できることを示し、その意義を論じる（第2款）。続いて、利得対象算定方式として、①機会の喪失対象方式、②加害者の利益吐出し方式に区分し各方式の意義を論じる（第3款）。このほか、算定形式論の違いにより、個別算定方式と一律定額算定方式に分類する方法についても考察する（第4款）。最後に、第7節で小括としてまとめを行う。

---

<sup>705</sup> 中野貞一郎＝松浦馨＝鈴木正裕（編）『新民事訴訟法講義〔第2版補訂2版〕』363頁（有斐閣、2008）。

<sup>706</sup> 民事訴訟法248条は、実体法の観点からも重要な意義を有する枠組みとして理解されている。潮見・前掲注（682）234頁。

## 第2節 判例・学説による検討

### 第1款 概観

わが国では、たとえば、会社が不実の情報を流して他人に損害を与えた場合、どのような責任が課されてきたのであろうか。古くは明治時代、現在の会社法 429 条（商法 266 条の 3）のような規定<sup>707</sup>が置かれていなかった時代においても、不実の貸借対照表を作成・公告して他人に損害を生じさせた者に対し、一般不法行為による責任が負わせた判例<sup>708</sup>がみられた。しかし、法律制度として企業内容の開示制度が始まったのは、昭和 23 年に証券取引法が制定されてからのことである。これ以降、不実開示を行った発行会社などの民事責任規定が順次、整備されてきたところである<sup>709</sup>。証券取引法をいわば引き継いだ金商法が規定する企業内容の開示制度は、投資者の投資意思決定を適正ならしめるための情報提供を主要な目的とする<sup>710</sup>。このため、上場会社の適正な開示は、資本市場で取引される有価証券の公正な価格形成および投資者保護を図るとともに、投資の大前提である投資者の自己責任原則を徹底するための不可欠の要素である。従って開示内容の信頼性確保は最も重要な政策課題の一つであるとともに、金商法の目的でもある<sup>711</sup>。金商法は、虚偽記載等のある書類の提出者（有価証券の発行者）および役員など関係者の賠償責任を定め、不実開示により損害を被った投資者が発行会社や役員などに対して損害賠償請求する途を開いてきた。しかしながら、粉飾決算など証券市場に向けられた虚偽の情報開示によって損害を被った投資者が、発行会社に対して損害賠償請求をする事件は、きわめて数が少なく、また、最近に至るまで、損害賠償請求を認容した判決は皆無であった<sup>712</sup>。このような状況に

<sup>707</sup> 役員等の第三者に対する損害賠償責任の規定。

<sup>708</sup> 大判明治 45・5・6 民録 18 輯 454 頁。

<sup>709</sup> 1971（昭和 46）年 半期報告書、臨時報告書の制度の導入、有価証券届出書・報告書の虚偽記載に対する民事責任の強化。  
1997（平成 9）年 開示義務違反等にかかる犯罪に関する罰則の整備・強化。  
2004（平成 16）年 開示義務違反に対する課徴金制度の導入。  
2013（平成 25）年 継続開示義務違反に対する発行会社の無過失責任の導入。  
虚偽開示書類等の提出等に加担する行為に対する課徴金制度の導入。  
2014（平成 26）年 2004 年に導入した発行会社の無過失責任を過失責任とし、発行会社側に無過失の举证責任を負わせるとともに、損害賠償請求権者を従来の有価証券の取得者のほか、処分者も対象とする旨の金商法の改正がなされた（平成 26 年 5 月 30 日、金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年法律第 44 号）公布）。

<sup>710</sup> 弥永真生「ディスクロージャー制度のあり方」ジュリスト 1000 号 188 頁（1992）。

<sup>711</sup> 情報開示制度の意義については、龍田・前掲注（61）112 頁、神崎克郎『ディスクロージャー』（弘文堂、1978）などを参照。

<sup>712</sup> 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討（上）」商事法務 1838 号 4 頁（2008）。認容されてこなかった理由として、①そもそも不実記載とは認められない、②不実記載と損害との間に因果関係が認められない、③会社、監査法人などに過失が認められない、などといった

対し、平成 14 年に証券取引分野の議論も行った総合規制改革会議は、開示規制の違反に関する民事責任規定は、これまで十分に使われてきているとは言い難く、その実効性を高める観点からその見直しを検討する旨の答申を行ったのである<sup>713</sup>。

このように、わが国で長年にわたり投資者の損害賠償が認められてこなかった要因としては、そもそも証券不実開示事例の発見・摘発が制度的に十分担保されていなかったことや損害因果関係の立証の困難性があったことは間違いない。これらの要因の背景として、カウンターファクチュアル・アナリシス（反事実的条件分析）の考え方が大きな影響を及ぼしていたように思われる。カウンターファクチュアル・アナリシスとは、事象の原因と結果を分析する手法である。たとえば、不実開示を株価下落の原因であるとの前提で考えるのではなく、これまでの経験則などから不実開示がなくても株価下落はあったとして、はじめから原因と結果の因果関係を否定するという分析手法である<sup>714</sup>。すなわち、不実開示というこれまで発見・摘発がなされなかったような新たな事実（原因）が生じた場合、他の事実（結果）が発生しても、その原因と結果の関係を予め遮断してしまうことになる。この分析手法においては、因果関係をどうしても認めざるを得ない客観的かつ明白な事実がないのであれば、不実開示がなくても株価は下落したのであり、投資者は結局損害を被ったという結論にしてしまうことになる。従来の裁判例では、このカウンターファクチュアル・アナリシスが無意識的になされていたように思われ、因果関係の立証が困難ななかで、この分析手法を適用すると、損害賠償はほとんど認められないことになってしまう。たとえば、山一証券訴訟<sup>715</sup>の例においても、同社の破産と従業員の自社株が無価値となったことの間の相当因果関係を認めることは困難であるとされた。

このようななかで、このカウンターファクチュアル・アナリシスを行い得ないような、すなわち、誰がみてもある程度は、不実開示と損害の因果関係を認めざるを得ないような事件が発生することになる。それが第 2 款で述べる平成 16 年に起こった西武鉄道事件である。この事件はこれまでの山一証券事件などとは異なり、故意に不実開示を行ったことが明らかとなり、責任および因果関係上、損害賠償責任が生ずることを認めざるを得なかった事案ということができるようになる。西武鉄道事件の発生以降、責任を問われた行政当局、捜査当局は、開示違反事例の摘発および開示書類の審査態勢の強化に大きく舵を

---

ものが挙げられている。すなわち、これまでは、主に因果関係や責任要件の点から、損害賠償請求が認められてこなかったといえる。

<sup>713</sup> 平成 14 年総合規制改革会議「規制改正の推進に関する第 2 次答申」第 2 章の 3「専門分野におけるエンフォースメントの強化」「民事責任規定の見直し」。

<sup>714</sup> たとえば、アメリカは北米大陸を横断する鉄道網の整備により発展したと考えるのではなく、はじめから、鉄道網の整備がなくても発展したと結論づけて、原因と結果の因果関係を否定する。そこでは、アメリカでは鉄道網が整備されず、それが現実であったと考える限りにおいて、われわれの現実の状況に似ているあらゆる可能な状況において、アメリカは発展したと考えるのである。Dunbar and Sen, *supra* note 114, at 201.

<sup>715</sup> 東京地判平成 13・12・20 判タ 1133 号 161 頁（山一証券従業員自社株事件）。

切ったのである。また、課徴金制度が整備されたことにより、開示違反に対する課徴金納付命令が行なわれるようになり、不実開示の事例が公に明らかとなるようになった。さらに投資者救済制度の整備<sup>716</sup>の一環として、前述のように、有価証券報告書などの継続開示書類の不実開示に関する民事責任規定も新たに設けられた。そのような動きのなかで、上場会社の不実開示の発覚（公表）による株価の下落に伴い、損失を被ったとする多数の投資者（株主）から当該会社に対する損害賠償請求訴訟が提起され、投資者の請求を認容する判決が下されるようになったのである<sup>717</sup>。なお、事件数では西武鉄道事件やライブドア事件が起きた 2000 年半ば以降増加していたが、2012 年はこれらが終息に向かったとされる<sup>718</sup>。

## 第 2 款 これまでの裁判例と新たな展開

以上のように、わが国の証券不実開示訴訟は、西武鉄道事件およびその後に起きたライブドア事件と金商法 21 条の 2<sup>719</sup>の新設という制度改正で、大きな展開をみせることになる。なお、西武鉄道事件の発生した平成 16 年 10 月には、未だ金商法 21 条の 2 の施行がなされていなかったことから、原告は民法 709 条の不法行為などにより損害賠償請求を行った。一方、ライブドア事件では、すでに金商法 21 条の 2 が施行されていたことから、原告は同条に基づいて損害賠償請求を行ったのである。このように、大きく分けて金商法 21 条の 2 の施行前後（それは西武鉄道事件前後ともいえる）で、裁判例における適用条項などが異なるため、以下では金商法 21 条の 2 の施行前後に区分して考察することとしたい。

### 第 1 項 金商法 21 条の 2 適用前

金商法 21 条の 2 施行前の事案である西武鉄道事件までは、そもそも投資者が主張する損害は賠償されるべき損害ではない、ないしは不実開示と投資者（株主）の損害との因果関係を認めないか消極的に解する考え方や、賠償責任者には過失がないとする判断が示されるなど、損害を否定した下級審裁判例<sup>720</sup>が続いていた。これらの判決においては、次のように二つの理由が示されている。第一の理由は、投資者の主張する損害は、投資に内在するリスクであり、そもそも不法行為に基づく損害賠償請求権の前提となる損害には当たらないとするものである。これには、株式を購入して株主となる投資者は、自己の判断と責任において投資するのであるから、可能な限り投資する会社の情報収集が求められる。そ

<sup>716</sup> 平成 16 年の法改正による証券取引法（現在は金融商品取引法）21 条の 2 の新設など。

<sup>717</sup> 本節第 2 款参照。

<sup>718</sup> 日本経済新聞 2013 年 5 月 20 日（朝刊）17 面（アリックスパートナーズ社調べ）。

<sup>719</sup> 継続開示書類の不実開示に関する民事責任規定。

<sup>720</sup> 東京地判平成 13・12・20 判タ 1133 号 161 頁（山一証券従業員自社株事件）。大阪地判平成 17・2・24 判時 1931 号 152 頁（山一証券監査法人事件）、大阪地判平成 18・3・20 判時 1951 号 129 頁（山一証券監査法人事件）、東京地判平成 19・8・28 金判 1280 号 10 頁（西武鉄道一般投資家事件）、東京地判平成 19・10・1 判タ 1263 号など。

して、それによってリスクを実際に認識、ないしは認識できたはずであるのに、あえてその株式を購入したと評価できるような場合には損失は投資者が負うべきであるので、賠償すべき損害には当たらない。また、有価証券投資に伴うリスクの観点から、リスクが高いことを認識しながら高リターンを期待して取得したのであれば、リスクが顕在化して損失が生じたとしても、それは投資者が負うべき筋合いのもので、その損失は不法行為に基づく損害賠償請求権の前提となる損害には当たらないと判示する<sup>721</sup>。しかし、投資者が投資に際して認識すべきリスクのなかに、発行会社が不実開示を行うリスクも含まれると解することは妥当でないと考える。それは、資本市場においては、違法、不正な行為が行われていることを前提として取引を行うことにつながり、それでは、暴力団の行う賭博と同じどころか、当該賭博が暴力団の内規に則って行われているとするならば、そのような資本市場は暴力団の賭博よりも悪質であることになってしまう。このように、違法・不正な取引を前提とするような資本市場は、金商法の目的である「金融商品等の公正な価格形成」という観点からも認められるものではないといえよう。第二の理由は、不実開示と投資者の損害との間に契約関係や広い意味で因果関係がないと判断するものである。すなわち、①流通市場で有価証券を取得した投資者と会社は直接の契約関係に立っていないこと、②投資者の有価証券購入により会社は直接に利益を享受しているわけではないこと、③会社が真実の財務内容等を公表した場合、同社の株価は下落するであろうことは推認できるものの、その株価がどの程度下落したかは証拠上明らかではないから、真実の公表があったとしても原告がその株式を購入する可能性は否定できないこと、などと判示された<sup>722</sup>。このような考え方は、前述したカウンターファクチュアル・アナリシスに拠っているということがいえそうである。さらに、事案はやや異なるものの、日本システム技術判決<sup>723</sup>のように、会社法 350 条により発行会社の責任を追及した訴訟について、会社の監督体制に不備はないと判示して請求を棄却した事例も続いた。このように、投資者にとっては厳しい状況が続く中で、西武鉄道事件<sup>724</sup>が発生したのである。この事案に関しては多くの訴訟が提起され、社会的にも注目された事件として、事実上、初めて投資者の損害が認められることとなる。このように新たな判断がなされた背景としては、事案の内容が、違法性のある明らかな不実開示であり、従来の方考え方のように投資者の自己責任を強調したり、因果関係がないというには合理的な説明が付きにくいものであったといえよう。ただし、具体的な損害の算定方法をみると、投資者の損害をどのように法的に評価して具体的に算定す

---

<sup>721</sup> 東京地判平成 13・12・20 判タ 1133 号 161 頁。

<sup>722</sup> 東京地判平成 13・12・20 判タ 1133 号 161 頁。

<sup>723</sup> 最一小判平成 21・7・9 金判 1321 号 36 頁。

<sup>724</sup> 平成 16 年 10 月、西武鉄道は同社の有価証券報告書に不実開示があったことを自ら公表し、これに伴い同社が上場廃止となった。同社は本来であれば上場できない株主数であったにもかかわらず、虚偽の株主数を記載して上場廃止を免れていたもので、経営者は民事責任のみならず、刑事責任も問われた事件である。

べきかという考え方および具体的な状況の違い<sup>725</sup>により、①株式の取得価額の全額もしくは取得価額と売却価額との差額を損害と認める裁判例<sup>726</sup>、②株式の取得価額とは別に損害を算定<sup>727</sup>する裁判例<sup>728</sup>に分かれたものとなっていた。

他方で、すべての西武鉄道事件に関する訴訟において投資者の損害が肯定されたわけではなく、次のような三つの理由により最終的に損害を否定した裁判例もある。第一は、損害の発生は認めつつも、口頭弁論終結時の株価が想定価格よりも上昇している場合には、いったん発生した損害が事後的に補てんされたと評価できるとして損害の賠償を認めなかった事例がある<sup>729</sup>。第二は、損害の発生は認めつつも、西武鉄道株式の上場廃止後の売買価格や企業再編後の評価額等から、想定価格が取得価格を下回ることを原告は立証できていないとして請求を棄却した事例<sup>730</sup>。第三は、原告が取得時点の想定価格を上場廃止決定日の終値（268 円）と主張したため、虚偽記載と関係ない株価下落まで含めているなどとして損害を否定した事例である<sup>731</sup>。以上からは、裁判所が損害の発生を認めつつも、結論として投資者の損害賠償を認めなかった理由としては、口頭弁論終結時の損害額との比較や立証方法の観点という訴訟法上の問題も関係していることが窺える。

以上のように、西武鉄道事件の下級審裁判例は、一面においては、投資者の損害を認めた画期的なものであったとすることができるように思われる。ただし、同一の事案においても、損害の捉え方や具体的な状況の違いにより、損害賠償額の算定方法が異なり、投資者の救済が異なってしまうということも明らかとなった。そして、これ以後、それら損害賠償額算定方法の妥当性について、その名称も含め金商法学者のみならず、民法学者も加わり、激しい議論が展開されていくことになる。

## 第2項 金商法 21 条の 2 適用後

### 1. 新たな展開とライブドア事件

<sup>725</sup> 原告が、取得した有価証券を訴訟提起時にすでに処分済である処分株主なのか、未だ保有している保有株主なのかという違いや、不実開示公表後の株価の動向など。

<sup>726</sup> 東京地判平成 19・9・26 金判 1278 号 32 頁（西武鉄道全日空事件）、大分地判平成 20・3・3 金判 1290 号 53 頁、平成 21・1・30 金判 1316 号 34 頁および 52 頁（西武鉄道機関投資家事件）、東京地判平成 21・3・31 金判 1316 号 22 頁（西武鉄道機関投資家事件）。

<sup>727</sup> 不実記載発覚時の株価下落額、金商法 21 条の 2 の推定規定の額、民事訴訟法 248 条による認定額などを損害額とする。

<sup>728</sup> 東京地判平成 19・11・26 判時 1998 号 141 頁、東京地判平成 20・4・24 金判 1293 号 42 頁（西武鉄道個人投資家事件）、東京高判平成 21・2・26 金判 1313 号 26 頁（西武鉄道個人投資家事件控訴審判決）、東京高判平成 21・3・31 金判 1316 号 2 頁（西武鉄道信託銀行事件控訴審判決）、東京高判平成 22・3・24 金判 1343 号 59 頁（西武鉄道機関投資家事件控訴審判決）、東京高判平成 22・4・22 金判 1343 号 44 頁（西武鉄道機関投資家・信託銀行事件控訴審判決）。

<sup>729</sup> 東京地判平成 19・8・28 金判 1280 号 10 頁。

<sup>730</sup> 東京地判平成 19・10・1 判タ 1263 号 331 頁。

<sup>731</sup> 平成 20・2・21 判時 2008 号 128 頁（西武鉄道一般投資家事件）。



西武鉄道事件で長年にわたり同社の不実開示を見逃してきた行政当局は、社会やマスコミ等からの強い批判を浴びることとなり、それ以後、企業内容の開示の適正化、重要な不実開示の発見・摘発に乗り出していく。このような動きの中で起こったのが、ライブドア事件<sup>732</sup>である。この事件の大きな特徴は、発行者（発行会社）の責任が金商法 21 条の 2 に基づいて問われるとともに、損害の額の算定にあたり、同条の推定規定が用いられたことにある。金商法 21 条の 2 第 2 項は、開示書類の不実開示（虚偽記載等）が公表された場合、当該公表日前 1 年以内にその会社の有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、金商法 21 条の 2 第 2 項に基づき、当該公表日前 1 カ月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表日後 1 カ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、当該虚偽記載等により生じた損害の額とすることができると定めている。この規定は虚偽記載等の公表後の市場価額における一定の下落額を損害の額としており、損害を市場価額の下落額として捉えるとともに、損害額の具体的な算定方法として、虚偽記載等公表日前後 1 カ月間の市場価額（平均）の差額をとっているものである。ただし、この方法により算定された額から、当該虚偽記載等によって生ずべき有価証券の値下がり以外の事情により生じた額を証明したときは、その全部又は一部については、賠償の責めに任じないとしている。一般に上場株式の株価の変動には、種々の要因が影響しているとされており、金商法 21 条の 2 第 2 項および第 5 項により損害額を算定する場合には、市場価額の下落要因を虚偽記載によるものとそうでないものに区分する必要があることになる。このため、ライブドア事件第 1 審判決<sup>733</sup>及び控訴審判決<sup>734</sup>においては、以下のような市場価額の要因分析と算定方法が採られている。

### 【ライブドア事件第 1 審判決】

ライブドア社代表者の有価証券報告書虚偽記載罪容疑での逮捕後に、証券会社がライブドア社株式を信用取引の担保から除外したこと、他社との業務提携の方針が報じられたこと、東証がライブドア社株式を上場廃止基準に該当するおそれが認められるとして監理ポストに割り当てたことなどが、ライブドア社株式の株価下落の要因であると推認できる。しかしながら、それらの諸要因による株価下落の程度がどの程度であるかを立証することは著しく困難であるとして、それらの諸要因の株価形成における重要性の程度、ライブド

---

<sup>732</sup> ライブドア社が、同社の有価証券報告書に掲げられた連結損益計算書に、実際には約 3 億円の経常赤字であったのにもかかわらず、約 50 億円の経常黒字である旨の虚偽記載を行ったとして、東京地検および証券取引等監視委員会に摘発されたいわゆる粉飾決算事件である。同社代表者は有価証券報告書虚偽記載罪の容疑で逮捕、その後、証券会社は同社株式を信用取引の担保から除外、さらに他社との業務提携の方針の報道、監理ポストの割当などがなされ、同社の株価は大きく下落した。これに伴い、損失を被ったとする投資者が、同社およびその役員の責任を追及したものである。

<sup>733</sup> 東京地判平成 20・6・13 判タ 1294 号 119 頁。

<sup>734</sup> 東京高判平成 21・12・16 金判 1332 号 7 頁。

ア社株式の変動状況等の一切の事情をしん酌して、裁量によって、本件有価証券報告書の虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がりや三割程度とみて、本件推定損害額から三割を減額するのが相当とした。

### 【ライブドア事件控訴審判決】

控訴審判決では、第 1 審判決を変更し、損害額を増額した。判決は有価証券の値下がりや原告の損害であるという考え方に立ち、以下のように判示した。

「金商法 21 条の 2 第 2 項は、同条 1 項の責任要件の一つである損害の額の推定規定であるところ、同条 1 項は、虚偽記載等のある有価証券報告書を提出した者について、そのような書類を提出したこと自体を理由に、縦覧期間内に有価証券を流通市場で取得した者に対し、虚偽記載等により生じた損害を賠償する義務を負わせた規定であって、金商法 19 条 1 項の限度額（取得価額から現在の市場価額又は処分価額を控除した額）を損害額の上限としているほかは、損害の内容、額についてこれを特定したり、制限する特別な定めを置いていない。そうすると、金商法 21 条の 2 第 1 項の『(虚偽記載等) により生じた損害』の意味は、民法 709 条の『(これ) によって生じた損害』と異なることなく、虚偽記載等と相当因果関係のある損害をいうものと解するのが相当であり、したがって、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合に流通市場で当該有価証券を取得した者は、虚偽記載等がなかった場合に想定される市場価額と取得価額の差額（ライブドア社が主張する『取得時吊り上がり部分』である。以下『取得時差額』という。）はもとより、これを超える損害が発生し、かつ、その損害と虚偽記載等との間に相当因果関係があることを証明することにより、その賠償を求めることもできるというべきである」。

本件訴訟において、ライブドア社は、東京地検による強制捜査の報道や関連会社の買収などによる虚偽記載等公表後の市場価額の下落分は、本件虚偽記載とは無関係なものであるから、「虚偽記載等によって生ずべき値下がり以外の事情」による下落であると主張した。これに対し、判決は、東京地検による強制捜査の報道などは本件有価証券報告書の虚偽記載が発覚する端緒となったとみることができ、虚偽記載の発覚による株価の下落により生じる損害も、「虚偽記載等により生じた損害」に含まれるとした。もっとも、報道された事実のうち、関連会社の買収の公表については、ライブドア社株の株価上昇を企図してされた本件有価証券報告書の虚偽記載と一体の企てではあるが、本件有価証券報告書の虚偽記載そのものではないから、その報道は「虚偽記載によって生ずべき値下がり以外の事情」と認めるのが相当として、金商法 21 条の 2 第 5 項により、「同条 2 項による推定損害額から一割を減じることとするのが相当である」と判示した。

以上のように第 1 審と控訴審において減額割合が異なった要因としては、その根拠は必ずしも明らかではない面があるものの、虚偽記載と直接関係のある事実のみに限定するか、

もしくは虚偽記載と間接的に関係する一連の事実までも含むか否かの違いにあるように思われる。現状では、虚偽記載発覚後の株価の値下がりや当該虚偽記載によるものか否かの明確な基準は存しない状況にある。このため、今後は事例の蓄積により一定の基準が形成されてくるものと思われるが、その際に留意すべきなのは、単に不法行為法上の一般的な因果関係の考え方だけではなく、資本市場における株価の反応や投資者の行動と株価への影響など、証券市場論や行動ファイナンス理論の知見も考慮し、市場の実態を踏まえた基準にすることが必要である。

## 2. 下級審裁判例にみられる損害の捉え方と算定方法

以上、これまでの下級審裁判例およびそれらに関する学説について、損害の捉え方と損害賠償額の算定方法をまとめると、次のようになる。まず、損害の捉え方について、下級審裁判例はほぼ一貫して、不法行為がなかったと仮定した場合の財産状態と不法行為がなされた現実の財産状態の差額を投資者が受けた損害と捉えてきたように思われる。

次に、損害賠償額の算定方法については、二つの類型に区分できるように思われる。第一の類型は、原告（投資者）ごとの個別事情（取得価額、取得日、処分株主・保有株主の相違等、以下同じ）を考慮し、実際の市場価格に基づいて算定する個別（実際）算定方式である。第二の類型は、原告ごとの取得価格や売却価格等を考慮せず、法律上の推定規定に基づき、実際の市場価格（虚偽記載公表日の前後）を参考として、すべての原告に一律の賠償額（単価）を算定する一律算定方式である。以下、各方式の内容を具体的にみていくこととしたい。

### （1）個別算定方式

#### 1. 取得時差額説

取得時差額説は、理念型としては、有価証券取得時において、不実開示がなかったと仮定した場合の証券の想定価格と実際の市場価格との差額を損害額とするものである。この方法は、有価証券の取得時を基準とすることから、その後の市場価格の変動は、損害額の算定に影響を及ぼさないことになる。なお、口頭弁論終結時における株価が「想定価格」よりも上昇している場合には、いったん発生した損害が事後的に補てんされたものとしてこれを損害から控除する<sup>735</sup>。ただし、現実には、不実開示がなかった場合の想定価格の算定が困難であることから、不実開示発覚後の下落額により算定しようとする考え方に立ち、後述する 3. 不実開示発覚後下落説と同様となるものが多い。

#### 2. 取得自体損害説

取得自体損害説は、有価証券を取得したこと自体を損害とする考え方である。ただし、

---

<sup>735</sup> 東京地判平成 19・8・28 金判 1280 号 10 頁。

取得価額全額を損害と算定するのではなく、その後処分した場合における処分（売却価額）や売却せずに保有し続けた場合における事実審の口頭弁論終結時における評価額を控除することになる。したがって、取得価格と売却価格との差額を損害額とする方法<sup>736</sup>といえる。この方法は、実際に投資者が失った財産を回復させようとするもので、原状回復的な考え方に基づいているといえることができる。この方法によれば、有価証券取得後の、実際の処分価格や保有価格を基準とすることから、1. 取得時差額説と異なり、取得後の市場価格の変動は、損害額の算定に影響を及ぼすことになる。

### 3. 不実開示発覚後下落説

不実開示発覚直前の市場価格と売却価格ないしは保有価額との差額を損害として算定する方法である<sup>737</sup>。この方法は、当該差額の算定にあたり株式の取得価格を基準とはしない。これは取得時から不実開示発覚時までの市場価格の変動（下落）は、不実開示とは関係のない変動であるから、その変動を排除できる発覚直前の市場価格を算定の基準時とするものである。この方法は、不実開示の発覚が契機となって株価が下落し、その結果、株式を売却せざるを得なくなったのであるから、損害額は発覚直前の市場価格と発覚後の価格である売却価格（保有価額）との差額であるという考え方に基づいている。そこでは、株式の取得、不実開示の発覚、株価の下落、株式の売却を余儀なくされるという一連の事実が通常の経過を辿り、不実開示の発覚前後のそれぞれの事実について因果関係が認められるか否かを問題としており、因果関係が認められれば、発覚時を基準としてその前後にある原因発生時と結果発生時の差額を損害額として算定するものである。この方法は、不実開示との因果関係を重視するものの、取得自体損害説同様、原状回復的な考え方に基づいているといえることができる。また、有価証券取得後の市場価格の変動が、損害額の算定に影響を及ぼすことは、2. 取得自体損害説と同様である。

### 4. 総体財産損害説

総体財産損害説<sup>738</sup>は、虚偽記載があった有価証券を取得したために取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が現実には置かれている状態と、虚偽記載があった有価証券を取得しなかったならば取得者の保有する財産の総体が置かれているであろう仮定的状態との差を損害と捉える考え方である。総体財産損害説の下では、被侵害利益（保護法益）は取得者の財産総体である。虚偽記載があった有価証券を取得したことによる財産総体への侵害は、虚偽記載の公表（発覚）時までは生じていないことになる。損害額の算定基準時は、現在の時点（訴訟にあっては、口頭弁論終結時）とみるべきであるとされる。この

<sup>736</sup> 大分地判平成 20・3・3 金判 1290 号 53 頁。

<sup>737</sup> 東京地判平成 20・4・24 判時 2003 号 10 頁。

<sup>738</sup> 潮見佳男「有価証券報告書の不実表示に関する責任」潮見佳男＝片木晴彦（編）『民・商法の溝を読む』162 頁（日本評論社、2013）。

考え方によると、取得後の当該有価証券の価格の上下変動は、プラス・マイナスいずれの方向でも損害額の算定に影響を及ぼすことになる<sup>739</sup>。

## （２）一律算定方式—推定規定適用説

虚偽記載等により生じた損害の額の算定が、現実には困難であることから、金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定に合理性が認められるとして、これを用いて損害額を算定するものである。具体的には、不実開示公表日前 1 カ月間の平均株価と同公表日後 1 カ月間の平均株価との差額を損害額と推定する<sup>740</sup>。この方法によるとすべての原告の損害額（単価）は均一となることから、一律算定方式に区分できる。

以上のように損害の額の算定方法等についての下級審裁判例が分かれるなかで、西武鉄道事件およびライブドア事件について、最高裁において賠償すべき損害額についての判断が示された。ただし、そこでも反対意見や補足意見が述べられ、法廷意見との違いが浮き彫りとなっている。そこでの争点は、主に、①虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がりの意義、②金商法 21 条の 2 に基づき請求することのできる額の算定方法、③金商法 21 条の 2 に基づく損害賠償債務の遅滞時期といったことである。このため、次にそれから最高裁のそれぞれの意見の内容とそれに対する学説について考察することとしたい。

## 第 3 項 最高裁の見解

### 1. 西武鉄道事件最高裁判決<sup>741</sup>

最高裁は西武鉄道事件について、虚偽記載がなければ投資者が有価証券を取得することはなかったとみるべき場合であるとしつつ、損害額の算定方法は、取得価額と処分価額の差額を基礎として、本件公表前の経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を差額から控除して算定すべきであるとした。その理由として、投資者は株価が虚偽記載と無関係な要因に基づき変動することを想定したうえで株式を取得し、かつ上記要因に関しては開示された情報に基づきこれを処分するか保有し続けるか自ら判断することができる状態にあったとする。判決（法廷意見）は、民法 709 条による責任追及に関し、有価証券を取得したこと自体を損害と捉えたうえで、損害額の算定方法を「取得価額マイナス処分価額（保有価額）」としつつ、そこから虚偽記載に起因しない市場価格変動のリスクを除外するが、狼狽売りによる過剰な下落は控除しないとした<sup>742</sup>。

<sup>739</sup> 潮見佳男「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理：西武鉄道事件最高裁判決における損害論の検証」小野秀誠ほか（編）『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』520 頁（商事法務、2012）。

<sup>740</sup> 東京地判平成 19・11・26 判時 1998 号 141 頁。

<sup>741</sup> 最三小判平成 23・9・13 民集 65 卷 6 号 2511 頁。

<sup>742</sup> 田原睦夫（編）『裁判・立法・実務』34 頁（有斐閣、2014）。

なお、この法廷意見に対しては、寺田裁判官の意見と田原裁判官の補足意見があり、この二つ意見の対立が、「証券の取得自体を損害とする」という考え方を貫徹する難しさを示しているように思われる。

### （１）法廷意見

有価証券報告書等に虚偽記載のある上場株式を取引所市場で取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することがなかったとみるべき場合、当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額、すなわち当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上記投資者が、当該虚偽記載の公表後、上記株式を取引所市場において処分したときはその取得価額と処分価額との差額を、また、上記株式を保有し続けているときはその取得価額と事実審口頭弁論終結時の上記株式の市場価額との差額をそれぞれ基礎とし、経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を上記差額から控除して算定すべきと解される。虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、いわゆる狼狽売りが集中することによる過剰な下落は、有価証券報告書等に虚偽の記載がされ、それが判明することによって通常生ずることが予想される事態であって、これを当該虚偽記載とは無関係な要因に基づく市場価額の変動ということはできず、当該虚偽記載と相当因果関係のない損害として上記差額から控除することはできない。

### （２）寺田裁判官の意見

寺田裁判官は、法廷（多数）意見のように、虚偽記載がなければ投資家が株式を取得することはなかったとの前提を採りながら、当該株式に特有の下落部分を控除するのは筋が通らないとして、概略、次のように反対する。

1. 多数意見が、本件公表前の経済情勢、市場動向等、本件虚偽記載とは無関係な要因に基づき下落したことにより投資者に損失が生じた場合、投資者はそのような価額の変動を市場参加者として想定しておくべきであり、そのリスクは自ら負うべきであるとして、これをすべて投資者の負担に帰せしめ、それらの要因に基づく下落分を相当因果関係を欠くものとして取得価額と処分価額の差額等から控除して損害額を算定すべきであると結論づける部分には賛成できない。

2. (1) 「虚偽記載がなければ投資家が株式を取得することはなかった」という前提と矛盾なく理解できる次の範ちゅうの損失については、その額を、上記基礎損害額から相当因果関係を欠くものとして控除することを是認する余地があろう。

(ア) 投資者として、当該株式を保有していた期間中、仮にこれを取得することがなかったとしても受けたであろう損失。

多数意見が挙げた損失のうち、経済情勢等により株価一般に下落が生じた場合に受けたであろう損失がこれに当たることがあり得る。投資者が恒常的に市場で株式投資をしている投資家であれば、虚偽記載のある株式に投資していなくとも、それ以外の株式に投資していたに違いないから、市場における株式一般の価値下落で損失を被っていたはずであるといえる。

(イ) 虚偽記載の公表後も投資者が漫然と株式を保有し続けた結果生じた損失。

- (2) これに対し、会社の業績不振による株価下落など当該株式に特有の下落による損失を損害額から控除することは無理があると思われる。投資者が当該株式を取得することはなかったとの前提をとり取得額を損害額の基本に据えながら、その株式に特有の下落分を控除するのは筋が通らないと考える。いったん、株式の取得価額と処分価額の差を基礎として損害額を算定するという立論をしながら、その差の間に存する当該株式の価額の下落につき分析し、無関係なものは除外するというのであれば、もともと何を基礎とするかなどの検討をとばして、虚偽記載と個々の株価の下落との関係をみて損害の範囲を決めるのと実態において等しいのであって、多数意見のような構成は、「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」との立場から株式の取得価額と処分価額との差を基礎として損害額を算定するとした意味を大きく損なうものではないか。

3. 結論として、本件虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、上告人らのうち、虚偽記載の公表後、西武鉄道株を市場で処分した者については、その取得価額と処分価額との差額（基礎損害額）を、また、上記株式を保有し続けている者については、その取得価額と事実審の口頭弁論終結時の上記株式の評価額との差額をそれぞれ基礎とし、上記 2 (1) で示した限度で株式価額の下落による損失については、この基礎損害額から控除すべき余地があるとして更なる立証の機会を与える一方、上記 2 (2) で示した株式価額の下落による損失についてはこの基礎損害額からの控除はしない扱いをすべきであると考ええる。

次に、「法廷（多数）意見と寺田裁判官の意見の相違点は、損害の捉え方である。」とする田原裁判官の補足意見をみることにしたい。

### (3) 田原裁判官の補足意見

#### 1. 虚偽記載公表までの株価の変動について

##### (1) 虚偽記載に関係しない株価の変動について

上告人らの主位的主張（である取得自体損害説）の論理をそのまま貫くと、本件虚

偽記載がなければ本件株式を取得することはなかったのであって、取得価額に相当する金員を支出したこと自体が損害であり、事実審口頭弁論終結時までに株式を処分しているときには、取得価額と処分価額の差額が損害額となる。

そうすると、本件虚偽記載公表までに、市場で取得した本件株式の全部を処分して損失を被った者も、本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかった以上、その損失相当額を損害として主張できることになる。また、仮に一部の上告人らが、市場で取得した本件株式の一部を本件虚偽記載公表までに市場で売却して売却損を被り、あるいは売却益を得ていた場合には、その売却損相当額も、本件虚偽記載公表後に処分したことに伴う損害に付加して請求することができ、他方売却益相当額については、損益相殺すべきことになる。

しかし、かかる結論が導かれることについては、大方の理解を得ることは困難であろう。多数意見は、主位的主張の論理を貫くことによる上記の不合理を是正する法律的説明として、相当因果関係の法理によったものと理解できる。

以上纏めると、上告人らが本件株式を取得した後、虚偽記載公表までの間に生じた虚偽記載に関係しない株価の変動を除外した上で算定される損害額は、取得価額から処分価額を差し引いて算出した一応の損害額から、取得価格から虚偽記載公表直前の市場価格までの下落金額（ただし、市場価格が取得価格を上回るときは零になる。）相当額を差し引いた金額が、損害額として一応算定されることになる。

## **(2) 虚偽記載に関係する株価の変動について**

虚偽記載が公表されるまでの株価の変動のうち、公表前に有価証券報告書等の記載に変更を加えて虚偽記載を一部解消させたりするなどにより、株価が通常の市場変動以上に下落することがあるが、これらの変動に関しては虚偽記載により投資家に正確な情報が開示されていないのであるから、それによる下落金額相当額につき会社が責めを負うべきことは当然である。しかし、かかる下落について、市場における一般的な株価変動の影響と分離してその下落への寄与部分を算定することは著しく困難であると推認されるから、民訴法 248 条により相当な損害額を認定すべきである。

## **(3) 小括**

以上述べたところを算式で表すと以下のとおりとなる。

損害額＝〔取得価額－処分価額（又は、事実審口頭弁論終結時評価額）－取得時から虚偽記載公表直前までの虚偽記載に起因しない下落額

以上のように、上告審判決は、損害額の算定につき取得価額と処分価額（または事実審口頭弁論終結時の評価額）との差額を基礎に、本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分を差額から控除して算定すべきであり、本件虚偽記載と相当因果関係のある損害額につ



いて更に審理を尽くさせる必要があるとして、これを差戻した。このため、次に差戻し後の控訴審の判決についてみることにしたい。

#### （４）西武鉄道株式会社一般投資家集団訴訟・差戻後控訴審判決<sup>743</sup>

差戻後控訴審において、虚偽記載公表後の市場価格変動のうち、狼狽売りの集中による過剰な下落は、本件虚偽記載と相当因果関係のない損害とはいえないなどとして、これを基に損害額を算定し、次のように、原判決を一部変更して請求を一部認容した。

「公表前の株価下落分の 9 割は虚偽記載と無関係だった」と判断し、1 人当たりの損害を約 35 万円～904 万円と算定した。なお、7 人の株式保有原告については「株価が回復し、損害は認められない」として請求を退けた。

## ２．ライブドア事件最高裁判決

ライブドア事件最高裁判決<sup>744</sup>は、金商法 21 条の 2 による責任追及に関し、取得時差額<sup>745</sup>のみに限られず、投資者の損害は虚偽記載等と相当因果関係のある全ての損害を含むものであるとした。この事件が、西武鉄道事件と大きく異なるのは、金商法 21 条の 2 を適用したものであることから、同条固有の問題として、推定規定の適用、「公表」の意義といった論点が問題となった。本判決では、虚偽記載等によって生ずべき有価証券の値下がりの意義について、法廷意見（多数意見）に対して岡部裁判官の反対意見があり、損害の捉え方、算定方法について見解の激しい対立がある。

### （１）法廷意見（多数意見）

「有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資者は、民法 709 条など一般不法行為の規定に基づき損害賠償を請求することが可能であるところ、金商法 21 条の 2 は、上記投資者の保護の見地から、一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和した規定であると解される。そして、同条 1 項においては、投資者が請求することのできる額については、同法 19 条 1 項の規定の例により算出した額（以下『19 条 1 項限度額』という。）が上限とされているほかは、何ら限定されていないことからすれば、同法 21 条の 2 第 1 項にいう『損害』とは、一般不法行為の規定に基づきその賠償を請求することができる損害と同様に、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むものと解されるところ、同条 2 項は、同条 1 項を前提として、虚偽記載等により生じた損害の額を推定する規定であるから、同条 2 項にいう『損害』もまた虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含

<sup>743</sup> 東京高判平成 26・1・30 判時 2222 号 105 頁。

<sup>744</sup> 最三小判平成 24・3・13 金判 1390 号 16 頁。

<sup>745</sup> 有価証券取得時における実際価格と不実開示がなかったと仮定した場合における想定価格との差額。

むものと解するのが相当であって、これを取得時差額に限定すべき理由はない。

そして、金商法 21 条の 2 第 5 項が同条 2 項を前提とした規定であることからすれば、同条 5 項にいう『虚偽記載等によって生ずべき当該有価証券の値下がり』とは、取得時差額相当分の値下がりに限られず、有価証券報告書等の虚偽記載等と相当因果関係のある値下がりの全てをいうものと解するのが相当である。仮に、これを取得時差額相当分の値下がりに限られるものと解すると、有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資者は、同条 2 項の推定規定を用いずに、一般不法行為の規定に基づき、あるいは同条 1 項に基づき、損害賠償を請求する場合には、取得時差額に限らず虚偽記載等と相当因果関係のある損害の全てについて賠償を受けることができるのに、同条 2 項の推定規定を用いる場合には、取得時差額の賠償しか受けられないことになり、投資者保護の見地から損害の額を推定した同項の趣旨が没却されかねず、相当ではないというべきである」。

本件虚偽記載と本件値下がりとの関係については、「本件虚偽記載及びその発覚によって本件各事情が生じ、ひいてはこれによって売り注文が殺到してライブドア社株が大幅に値下がりすることも通常予想される事態であるから、本件各事情によるライブドア社株の値下がり、本件虚偽記載と相当因果関係があるというべきである。したがって、上記値下がり理由に金商法 21 条の 2 第 5 項に基づき賠償の責めに任じない損害の額を認定することは許されない。そして、実際には買収済であった会社の完全子会社化をめぐる報道によるライブドア社株の値下がり理由に、同項に基づき、推定損害額の二割を賠償の責めに任じない損害の額とした原審の判断は、その裁量の範囲内にあるものとして是認することができる」。

なお、潮見教授は、この法廷意見について、総体財産損害説の立場と発想の基礎を共通にするものであり、不法行為法の観点からみたとき、それが妥当であると評価している<sup>746</sup>。

## （２）岡部裁判官の反対意見

この法廷意見に対しては、投資者の損害は高値取得損害（取得時差額）のみに限られるべきであるとする岡部裁判官の反対意見がある。岡部裁判官は、虚偽記載等により株主が被る損害を直接損害（高値取得損害）と間接損害（株価下落損害）に分け、金商法 21 条の 2 の解釈を行っている。

民法の不法行為における損害賠償の範囲に関する解釈として、流通市場において株式を取得した株主が有価証券報告書の虚偽記載により侵害される利益は、正当な交換価値で株式を取得する法的に保護された利益であり、原則として流通市場では株主の被る損害の額は取得時差額で確定している<sup>747</sup>。この損害を高値取得損害と呼び、同損害は株主の直接損害

---

<sup>746</sup> 潮見・前掲注（738）168 頁。

<sup>747</sup> 岡部喜代子裁判官は、株式の取得自体が流通市場における株主の直接損害である可能性を否定しているわけではないものの、そのような損害が認められるためには、株式の取得自体が損害となる特別の事情を主張立証する必要があるとしている。

であるが、この高値取得損害における損害額の立証が困難であるために、金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定がある。その上で、高値取得損害と、虚偽記載により会社の信用が失われたために株主に間接的に生じた損害（以下「株価下落損害」という）とを区別し、「株価下落損害は流通市場において虚偽記載を知らずに株式を購入した株主のみならず全株主が被っている。株主が株主であることによって被るこのような損害の賠償を会社に求めることはできない。少なくとも会社法はこれを認める制度を採用しておらず、株主代表訴訟によって会社財産の充実を図るべきであるという考え方に立っている。株主は会社の構成員であり、その資産を実質的に有している者であることからすれば、会社財産の増減、会社の信用の上昇、毀損に伴って株価が高下することは当然のことである。また、株主は債権者に対して有限責任を負うものであって、上記解釈によって会社財産が株主に流れて会社債権者を害する結果を防ぐことが可能となり、結果としても妥当である」。

その上で、金商法 21 条の 2 第 2 項は、高値取得損害を推定する規定と解すべきであるとして、次のように述べている。

「金商法は、発行市場、流通市場の区別を持たない株価下落損害の賠償請求権については触れていないと解すべきである。・・・同条による賠償請求の要件は、・・・虚偽記載等を知らずに、有価証券報告書等の公衆縦覧期間中に有価証券を取得した者とされていることからしても、同条は、高値取得損害の賠償を前提とした規定であって、同条 2 項は原則として高値取得損害を推定する規定と解すべきである。したがって、同項によって推定される損害額に高値取得損害以外のものが含まれている場合には、同条 4 項又は 5 項によって控除されなければならない・・・」。金商法 21 条の 2 は「間接損害である株価下落損害の賠償については適用することはできない。虚偽記載等を知らずに株式を取得した者のみに民法 709 条の原則を超えて株価下落損害までの賠償請求を認める条文上の根拠もなく、その趣旨もうかがえないからである」。

### 第 3 款 検討

投資者が、不実開示がなされていることを知らずに資本市場で有価証券を取得したところ、後に当該不実開示が発覚して市場価格が下落した場合に、何をもって投資者が被る損害と把握するかという「損害の捉え方」の問題と、そこで捉えた損害をどのようにして算定するかという「損害額の算定」の問題に分かれる<sup>748</sup>。これらの問題については、平成 16 年（1998 年）以降の下級審裁判例の積み重ねのなかで、ここへきて西武鉄道事件およびライブドア事件に関する最高裁判決が相次いで出され、一定の方向性が打ち出されてきた。これにより、金商法の背後にある損害観に関する判例法理はいかなるものなのかという議論が、金商法学説のほか、民法の視点からもなされている。このため、以下ではそれら判

---

<sup>748</sup> 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』283 頁（商事法務、2009）。なお、本書の第 2 版では、この部分の記載は裁判例による説明に置き換わっている。

例法理の議論の状況を整理し検討することとしたい。

## 第1項 最高裁判決における損害論の特徴

### 1. 民法の視点—不法行為の成立要件と効果

民法の視点については、潮見教授が詳細な検討を行っている。これによれば、金商法学者の議論が、民法の不法行為法、損害賠償法の理論からすればどのように考えられるのかが有益な視座が得られる。まず、潮見教授は、西武鉄道事件最高裁判決において、「西武鉄道株を取得させられたこと自体が損害である」とした法廷意見の立場は、金商法学説がこれまで説いてきた取得自体損害説とはまったく異質のものであり、その違いは不法行為の成立要件のレベルで捉えたものなのか、もしくは効果のレベルで捉えられたものなのかによるとする<sup>749</sup>。すなわち、金商法学説がこれまで説いてきた「取得自体損害説」とは、原状回復的損害賠償と結びついたもので、不法行為の効果（損害賠償責任の内容およびその数額）のレベルで捉えられたものであり、かつ、そこでは、原状回復的損害賠償が企図されている。一方、法廷意見は「西武鉄道株を取得させられたこと自体が損害であることを、不法行為の成立要件のレベルで捉えたものであり、かつ、効果規範の点でも原状回復的損害賠償を基礎に据えたものではないからであると説明する<sup>750</sup>。そして、この法廷意見は、一見すると、不法行為の効果論に位置する損害論ないし責任内容確定論において従前の多数説が結論を正当化するために「損害」、「差額説」そして「相当因果関係」という道具を都合よく使いまわすことを重ねた結果として到達した極みにあるものと映る。この法廷意見が取得自体損害説を採用したものであるとしたうえで、取得自体損害説を基礎に据えたときには法廷意見の帰結が不徹底である旨を示唆するものもあるとする<sup>751</sup>。しかし、ここでは、投資取引における損害賠償をめぐる従前の民法理論の不備とその原因を見極め、それを克服し、さらなる理論の高みに至るための好個の素材であるとする。私見ではそれが、第一に投資者の損害に対する規範的評価の必要性、第二に、投資者の投資機会が失われたこと（潮見教授はこれを自己決定権の侵害と評価しているように思われる）を指しているように思われる。

第一の規範的評価について、潮見教授は、西武事件最高裁判決後における判例評釈類などで、この種の事件類型における賠償基準の妥当性・合理性に議論が集中し、判断要素・賠償基準を導く根拠（賠償責任の内容を正当化する根拠）への言及がおろそかになるおそれすらあるとしている。しかし、まず行うべき議論は、規範的評価（法的価値判断）であり、それを基礎づけるものが何かである。それらは、相当因果関係の概念を掲げたり、判断要素なり賠償基準を示したりしただけでは明らかにならないとする<sup>752</sup>。

<sup>749</sup> 潮見・前掲注（738）163-164頁。

<sup>750</sup> 潮見・前掲注（739）524頁、525頁。

<sup>751</sup> 大塚和成「判批」金判1377号1頁（2011）、奈良輝久「判批」金判1385号7頁（2012）。

<sup>752</sup> 潮見・前掲注（739）530頁。

第二の自己決定権の侵害（私見では、機会の喪失）については、法廷意見が本件における「損害」を「西武鉄道株を取得させられたこと」とであるとし、かつ、「西武鉄道株を取引所市場で取得する」という取得者の判断・決定に結びつけて捉えている点が極めて重要である。この表現は、取得者の自己決定権が侵害されたということを述べるに等しいとする。「損害」とは、その実質において、自己の資産運用に関する投資者の自己決定権侵害といった理論的意義を有するとする。第一に、従前の金商法学説が取得自体損害説・高値取得損害説・総体財産差額説（さらに、公表時下落額（率）説など）のもとで扱ってきた課題—不法行為の効果（損害賠償責任の内容およびその数額）のレベルを扱うものである—と、法廷意見は、不法行為の成立要件のレベルを扱うものである、との異質性を明らかにすることができる。第二に、虚偽記載による不法行為を理由とする損害の賠償を考えるうえで、取得者のいかなる権利・法益が侵害されたのかという点を抜きにしては、損害を加害者に帰責することの正当化も、「損害の額」の算定の正当化も図ることができないということ、より一般化すれば、不法行為損害賠償法の要件論（責任設定規範）および効果論（責任内容確定規範）における権利論の重要性を明らかにすることができる<sup>753</sup>。

## 2. 金商法の視点—不法行為の類型の重視

このような民法の視点に対し、金商法の視点からは、本判決による取得自体損害の賠償額は、取得価額と処分価額の差額から、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を控除するから、多くの場合、虚偽記載の事実の公表直前の市場価額と処分価額の差額に等しくなる。この額は、最高裁の理解による高値取得損害の額に等しいから、原告が、虚偽記載がなければ当該有価証券を取得しなかったことを証明するメリットはほとんどなくなったとし、以下のように続ける<sup>754</sup>。不実開示の責任について判例が総体財産損害説を採用し、それが妥当だとすると、不実開示がなければ有価証券を取得しなかったとみるべき場合（西武鉄道事件）と不実開示がなければより低い価格で有価証券を取得したとみるべき場合（ライブドア事件）とで、結論にほとんど変わりがなくなる。金商法学説はこのような事件類型の差を重視するが、民法学の立場ではそれらは重要ではないのだろうかと問題を提起する。さらに、潮見教授の損害論は、基本的に実損主義に立脚している。不実開示公表後、一旦下落した市場価格が回復した場合の保有原告の損害について、高値取得損害説が株価の値上がり分を損害額から控除しないのは、株式を保有し続けたという投資判断の結果を尊重することが投資法制上望ましいという政策的判断からである。政策的判断を考慮することは実損主義と相容れないものなのかとの疑問を呈する。

<sup>753</sup> 潮見・前掲注（739）527頁。

<sup>754</sup> 黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実表示に関する責任」潮見佳男＝片木晴彦（編）『民・商法の溝をよむ』172頁（日本評論社、2013）。

以上のように、民法の視点と金商法の視点には、いまだ異なる点があるように思われるが、そのような違いがあればこそ、金商法学説にとっても、今回の判決が不法行為法における損害論の基礎理論に目を向けるインセンティブになる（べき）ものと期待することができる<sup>755</sup>といえよう。さらに、これら二つの視点に加え、ライブドア事件最高裁判決における岡部裁判官の反対意見の形成に影響を及ぼしたとされる<sup>756</sup>田中亘准教授や白井正和准教授の見解のような、会社法の視点も併せて検討されるべきと思われる。この点、黒沼教授は、岡部裁判官の反対意見は、会社法上の政策的考慮により不法行為法の原則を変容させてよいかという理論問題を提示しているとする<sup>757</sup>。これに対し、潮見教授は、損害因果関係の「相当性」の判断の中に、投資者個人の権利・利益に還元されない「会社法的な政策考慮」を入れたり、市場秩序・金融法秩序の維持実現という観点を入れたりすることも考えられないわけではない。この問題は、不法行為制度の目的論にもかかわる大問題であり、不実開示に関する賠償額の算定について抽象的な図式が示されたとはいえ、民法と商法（会社法）の学説が共同して取り組むべき大きな課題が残っているとしている<sup>758</sup>。この点に関し、私見では、民法と会社法のみならず、民事訴訟法も併せての検討が必要であり、さらには、フランス法等、比較法の学説との共同が欠かせないものと思われる。

## 第2項 二つの最高裁判決に対する評価

### 1. 西武鉄道事件最高裁判決および差戻後の控訴審判決

西武鉄道事件最高裁判決における、それぞれの意見（法廷(多数)意見、寺田裁判官の意見、田原裁判官の補足意見）について、上記、民法および金商法の視点も踏まえて考察を加えると、以下のように、寺田裁判官の意見が妥当であると考えられる。

#### （1）法廷意見と寺田裁判官の意見について

法廷意見については、寺田裁判官がその意見のなかで述べているように、「投資者が当該株式を取得することはなかったとの前提をとり取得額を損害額の基本に据えながら、その株式に特有の下落分を控除するのは筋が通らない」とする理解は妥当であると思われる。ただし、寺田裁判官は、取得額全額が常にそのまま損失額となると考えているわけではなく、「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかったという前提と矛盾なく理解できる範ちゅうの損失については、その額を、上記基礎損害額から相当因果関係を欠く

---

<sup>755</sup> 潮見・前掲（739）514頁。

<sup>756</sup> 田中亘「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任—ライブドア事件最高裁判決の問題点」金判1392号1頁（2012）。田中亘准教授は、「最高裁第三小法廷の5人の裁判官のうち、1人の支持を得ることしかできなかった（本判決の岡部喜代子裁判官の反対意見参照）。」と指摘する。

<sup>757</sup> 黒沼・前掲注（754）178頁。

<sup>758</sup> 潮見・前掲注（738）177頁。

ものとして控除することを是認する余地があろう」という旨の意見を述べている。これにより、投資者に「生じた損失」について、当事者間における適正な分配を考慮していることがわかる。さらに、寺田意見は、そもそも誰のせいで投資者が損害を受けたのか、という観点を重視し、虚偽記載がもたらした投資者の損害について、発行会社等が負うべき責任を規範的に評価しているように思われる。そうだとすれば、私見は、この寺田意見が最も理論的であり、金商法における虚偽記載に関する損害の適正な責任の分配を行いつつ、虚偽記載の抑止にも寄与するものとする。

## （２）田原裁判官の補足意見について

田原裁判官の補足意見について、次の考え方の部分に反対である。

「本件虚偽記載公表までに、市場で取得した本件株式の全部を処分して損失を被った者も、本件虚偽記載がなければ本件株式を取得しなかった以上、その損失相当額を損害として主張できることになる。また、仮に一部の上告人らが、市場で取得した本件株式の一部を本件虚偽記載公表までに市場で売却して売却損を被り、あるいは売却益を得ていた場合には、その売却損相当額も、本件虚偽記載公表後に処分したことに伴う損害に付加して請求することができ、他方売却益相当額については、損益相殺すべきことになる。」

田原裁判官は、虚偽記載公表前における売却事例を引き合いに出すが、虚偽記載公表前の取引の場合には、公表後の取引とは当該虚偽記載の影響が、次のように異なると考えるべきである。第一に、投資者の損害の本質は、虚偽記載が公表された後の市場価格の下落なのであり、そうだとすれば、公表前における処分者が仮に損失を受けたとしても、それは当該虚偽記載に起因するものではないと考えられる<sup>759</sup>。第二に、虚偽記載発覚前の処分者は、当該虚偽記載に影響された高値吊り上げ額で取得したことにより、その時点においては損失を受けたといえるのかもしれない。しかし、その後、当該高値吊り上げ額が継続した状態で処分したということも一方でいえそうである。そうだとすれば、虚偽記載公表前の処分者は、高く買って高く売ったことになり（仮に売却損があったとしても、それは虚偽記載により底上げされた価格であると考えられる）、処分者が行った取引に対する虚偽記載の影響は、プラスマイナスゼロの中立の状態であるように思われるのである。第三に、田原裁判官は、「虚偽記載が公表される前に株式を売ってしまっても損害があるというのが取得自体損害説の論理であるが、それは排除すべきである」旨の見解を示している<sup>760</sup>。しかし、たとえ取得自体損害説を採ったとしても、一般に公表前には虚偽記載が発覚しておらず、投資者の損害は顕在化していないのであるから、公表前の売却損について自動的に賠償すべき損害に含まれると解すべきではないと考える。田原裁判官がこのような意見を

---

<sup>759</sup> アメリカの Basic 判決（前掲注 226）などを参照。

<sup>760</sup> 田原（編）・前掲注（742）35 頁。

述べたのは、訴訟において、取得自体損害説＝（公表前の損失＋公表後の損失）という当事者一方の主張がなされたことによるものと思われる。このこと自体、わが国の訴訟制度における弁論主義の帰結であることからして、当然といえるかもしれないものの、このように、訴訟における取得自体損害説の理論構成が不十分であったことから、田原裁判官をミスリードしてしまったということがいえるように思われる。以上から、田原裁判官の補足意見における理論の前提は妥当ではないものと考ええる。

### （３）差戻後の控訴審判決について

本判決は、「虚偽記載公表前の株価下落額の 9 割が当該虚偽記載とは無関係だった」とした。確かに、虚偽記載公表前であれば、一般的には株価下落のほとんどの部分は虚偽記載と無関係であるはずである。それは、市場が虚偽記載をまだ知らないから反応しないのは当然であるし、内部関係者が自らの持ち株を処分して株価が下落し始め、一部の市場関係者がそれに気づいて処分すれば、それらに伴う下落額は虚偽記載に関するものといえそうである。西武鉄道事件の場合には、同社の株式担当者が、名義株を少しでも解消するために、処分を続けていたのであるから、下落額の 1 割が虚偽記載に関するもので、残りの 9 割は無関係であるとする控訴審判決は、最高裁判決の差戻し審であることを考慮すれば妥当であると考えられる。しかしながら、本判決には次のような問題点が残るように思われる。第一は、虚偽記載公表前の株価下落額のうち、当該虚偽記載とは無関係であるとして、一部の損害を投資者に負わせることが公正・妥当といえるのかという点である。そもそも、発行者は不法に投資者を証券取引に誘い込んだことになり、当該不法行為により生じた損害は、それを誘引した発行者がすべて負うべきであるという考え方も成り立つように思われる。被害者である投資者也損失を負担することは、一見、正当であるようにみえながら、加害者の違法性を過少に評価し、本来は加害者が負わなければならない損失を被害者に転嫁し、違法行為の抑止という観点が欠落しているように思われる。このような結論にならざるを得ないのは、法廷（多数）意見に問題があるのであり、寺田裁判官の意見によればこの点の問題は一定程度減るのではないかと思われる。

第二は、株価が回復した場合に保有原告の損害が認められないことの妥当性である。この場合には、発行者は虚偽記載という金商法の拠って立つ開示主義をないがしろにする行為を行っておきながら、賠償責任をまったく負わない結果となる。この考え方によれば、市場価格が右肩上がりするときであれば、虚偽記載の責任を負うことがかなりの割合で減ることになり、このようなことは、田原裁判官の補足意見における表現を借りれば、大方の理解を得ることは困難ではないかと思われる。このため、保有原告にも賠償を認める途を開くためには、単に市場価格の変動だけによる損害の算定だけでは限界があり、そこで、フランス法の検討のところでみた「機会の喪失」という考え方が極めて有用であるように思われる。



## 2. ライブドア事件最高裁判決

ライブドア事件最高裁判決においては、原状回復的な損害賠償に親和的と思われる法廷意見と差額説を厳密に適用していこうとするように受け取れる岡部裁判官の反対意見の対立があり、その根底には、損害論についての考え方の違いもあるように思われる。また学説においても、近時有力な説になりつつあると思われるのが、田中亘准教授や白井正和准教授の差額説を厳密に適用するように受け取れる見解である。この見解は、最高裁の岡部裁判官の反対意見形成に寄与したものと思われ、差額説および会社法的な理論によれば整合的な点が多いであろう。

### (1) ライブドア事件訴訟における問題とその影響

ライブドア事件訴訟における問題とその影響としては、被告側の主張内容による問題がある。これは訴訟制度における弁論主義から来る当然の帰結ともいえるが、被告側が「取得時差額説」を強調し過ぎたきらいがあるように思われる。当時はまだわが国において、取得時差額説や取得自体損害説の議論が始まったばかりであり、そこにおける内容が必ずしも裁判所側に明確に理解されなかった面があるように思われる。

### (2) 岡部裁判官の反対意見について

法廷意見は妥当であると考えられるのに対し、岡部裁判官の反対意見には、三つの観点から問題があるように思われる。第一は、取得時差額で損害が確定しているという点である。しかし、取得時の差額で損失は確定しているといっても、それはいわば理論上の損害であり、現実の損害はまだ生じていないとみるべきである。第1章 アメリカ法でみたように、*Dura* 判決において *Breyer* 判事は、「投資者は、有価証券の取得時に果たして資金を失ったといえるのか、それには何の根拠もない」としている。このように、取得時差額というのは、理論的かつ観念的な損害であり、会計上のいわば評価損益としてファイナンス理論において検討するのであればともかく、法律上の賠償すべき損害の類型として捉えるには妥当でないと考える。

第二は、株主代表訴訟と証券不実開示訴訟の相違に関する解釈の点である。岡部裁判官は、その判断を導くにあたり、主として会社法における考え方や株主代表訴訟の規定に拠っているように思われる。それは、たとえば、株主の直接・間接損害と会社の損害といった概念を持ち出していることに現われている。しかし、証券不実開示訴訟における解釈で必要となるのは、いうまでもなく、まずは金商法である。会社法は、主に株主間や株主・債権者間の利害を規律するものであろうが、金商法は、主に将来の株主（投資者）と現在の株主、発行会社と投資者間の利害を規律するものであろう。そうであれば、投資者の損害を検討するに当たっては、まずは金商法が投資者の損害賠償請求を認めている意義を理解することが必要である。さらに、金商法では、投資者は、「現在の株主」として保護されているのではなく、「将来の株主」として保護されているということがいえるように思われ

る。そうだとすれば、投資者は株主になるに際して、発行会社等の不実開示により違法に取引の地位に誘い込まれたと評価するのが妥当であり、不法行為の加害者である発行会社およびその役員等と、被害者である投資者という構図からの検討が欠かせない。そこでは、株主の直接・間接損害と会社の損害という会社法の規律ではなく、市場の損害と投資者の損害という金商法の規律による考察・検討がまずは必要になると思われる。

なお、このように会社法上の問題が前面に出てきてしまう背景には、発行会社の賠償責任の規定があるからであり、この点、不実開示により利益を得た発行会社の役員やそれを教唆・ほう助して、多額の報酬を得た第三者への求償権の実効的な行使はいかになされるべきか、といった問題について議論がなされる必要があると考える。

### （３）結論

ライブドア事件最高裁判決のように、不実開示と株価の下落の因果関係の不明確性を、最終的に投資者の不利益に帰せしめるのは、金商法の目的である不実開示の抑止効果を減殺してしまうことになりはしないだろうか。損害の現実化にまつわる因果関係の不明確さによる不利益は不法行為を行った者が負うのが一貫するという実体法的考慮がそこでは働くともみることできるように思われる<sup>761</sup>。

## ３．判決に影響を与える専門的判断

虚偽記載により生じた損害の額の算定にあたっては、証券市場における価格変動の分析や損害論などについて、ある程度の専門的な判断が必要とされることになる。ただ、その際の判決内容に影響を与える専門的判断については、裁判所では、次のように専門的判断の方がかえって容れられないことがあるという<sup>762</sup>。すなわち、他の裁判官の専門領域に属する判断であっても、同僚裁判官の多数によって容認されないときに、当該裁判官の専門的判断であるという理由だけでは、賛意を表するのをためらうことがある。たとえある専門的判断が当該分野の専門家にとっては理論的かつ妥当と考えられるような場合であっても、専門家以外の多数の賛意を得られないときには、裁判所の判断にはならないということであり、それが実務であるとされる。このため、専門的判断は、専門家以外の経験、知識および社会通念に照らしても妥当と判断されるような合理的説明がなされる必要がある。さらに、わが国最高裁判所の意見制度がある。今日では過半数の裁判官による全員一致の法廷意見を形成したうえで、法廷意見に参加する裁判官による「補足意見」、法廷意見に参加しない裁判官による「意見」（法廷意見と主文は同じであるが理由を異にするもの）、「反対意見」（法廷意見と主文及び理由を異にするもの）を付加することができるという形になっている。このような日本的な個別意見制は、判例理論の明確化と安定性の確保に資する

<sup>761</sup> 中原・前掲注（443）（2完）118頁。

<sup>762</sup> 園部逸夫『最高裁判所十年』107頁、108頁（有斐閣、2001）。

という長所があるが、反面、理論的には他の諸理論と比べて格別優れているとはいえない場合でも、たまたま大筋において多数の支持を得たために（小法廷では三名の裁判官で多数を構成できる）、かなり長期にわたって判例とされるという短所があるとされる<sup>763</sup>。また、最高裁判所調査官は、その職務上、共同意見の迅速な形成に最大の関心を寄せざるをえない立場にあり、最高裁裁判官の執務環境は、個別意見が出にくい状況になっているとの指摘もされている<sup>764</sup>。このようなこともあり、機会の喪失論のようなわが国で馴染みのあまりない新たな専門的判断が裁判例に採り入れられるようになるためには、今後かなりの時日を要するのかもしれない。ただ、そうであるとしても、投資者の「機会の喪失」という考え方は、実体法である金商法や民事訴訟法 248 条における投資者の損害に関する解釈に新たな局面を開くものであり、それなりの価値は認められるといえるかもしれない。

以上、これまで判例における損害賠償額算定の諸方式についてみてきた。ただし、それら算定方式の更に詳しい検討にあたっては、まず、そもそも不実開示によって発生した賠償責任の目的・機能は何なのかという制度の意義を十分に踏まえておく必要がある。このため、次に投資者保護制度における発行者等の賠償責任について考察を加えることとした。

---

<sup>763</sup> 園部・前掲注（762）309 頁。

<sup>764</sup> 泉徳治『私の最高裁判所論』138 頁（日本評論社、2013）。

### 第3節 賠償責任の意義

#### 第1款 不法行為の類型と賠償責任—開示主義との関連で

有価証券を含む一般商品の売買取引において、当該商品に関して不実の情報提供ないしは説明がなされた場合に、売主と買主のいずれに責任があるとみるべきなのかという問題が生ずる。ただし、有価証券と一般商品とでは、どちらが責任を負うべきかということについて顕著な差があり、それが有価証券売買の特徴を如実に表しているように思われる。その最も典型的な事例が、有価証券の売買と楽器の売買である。楽器の売買が有価証券の売買と大きく異なるのは、楽器が試し弾きのできる商品であることである。たとえば、楽器を購入しようとする買主は、自ら実際に試し弾きを行った後に、自己の判断、決断を経て自己責任のうえで買う買わないを決定できる。一般に、名器には由緒ある老舗の鑑定書がありいわば保証されている。しかし、弾ける人ならば鑑定書に頼らず、自分の耳で確かめて買うことができるのである<sup>765</sup>。一方、有価証券は、試して使うことなどが全くできず、たとえその証券現物（ないしは電磁記録）を直接に確認したとしても、その品質・価値の評価をすることはできない。さらには、ある有価証券が法令・規則に基づいて上場されていたとしても、その監督・規制当局でさえ、その価値を保証・承認したとみなすことはできないというものである<sup>766</sup>。ただしその代わりに、投資者保護を担保するための制度が、開示主義である。すなわち、法律により企業に企業内容を適正に開示させ、投資者はその情報に基づき投資者は判断を行い、その結果に責任を持つのである。ここに、開示主義の本質が如実に現れているとみることができる。以上からは、自己責任を担保しているのは、楽器の場合は保証書よりも試し弾きであろうし、有価証券の場合には開示主義に基づく適正な開示ということになるといえそうである。

一方で、上場会社側（発行者等）がこの開示主義を違法に利用したような場合、どのような責任が発行者等に生ずるとみるべきであろうか。そのうちの一つに挙げられるのが、賠償責任である。この賠償責任については、第2款で述べるように、わが国では明治時代以降、被害者の受けた損害の填補、発生した損害の当事者間における公平な分配が重視されてきたといえる。確かに、相手に損害を与えても、自らの違法な利益を得ることが目的ではない従来型の不法行為であれば、損害の公平な分配は極めて重要となる。しかし、証券不実開示のように、利益追求型不法行為の場合、当事者間における損害の公平な分配という考え方は基本的には成り立たないように思われる。そもそも、責めを負うべきなのは、他人に損害を与えて自らの利益を図ろうとした発行者社等であり、投資者ではないのである。このように、加害者の賠償責任については、不法行為の類型に応じて考察・検討する

---

<sup>765</sup> 日本経済新聞 2013年12月6日（夕刊）1面（バイオリニスト 千住真理子「あすへの話題」欄）。

<sup>766</sup> 金商法23条は、「有価証券の募集又は売出に関し、有価証券届出書の提出等をもって、行政庁が、その記載が真実かつ正確であること等を認定し、又は当該有価証券の価値を保証若しくは承認したとみなすこと、それに反する表示をすることができない」と規定する。

ことが必要となる。このため、第 2 款では、わが国の歴史的経緯も踏まえながら、利益追求型不法行為の場合における、損害賠償の意義および目的について検討することとしたい。

## 第 2 款 損害填補から証券不実開示の抑止へ

### 第 1 項 わが国の歴史的経緯

わが国の歴史を振り返ってみると、古くは江戸時代より不実の情報を故意に流し市場を混乱させた者に対し、厳しいペナルティーを科してきた。それが江戸時代の米相場において不実情報を流した者に対する追放刑である<sup>767</sup>。わが国の法律制度は、明治以降、西洋の制度を採り入れて大きく変わったことから、江戸時代に非常に完成度の高い裁判制度や法律が存在したことはあまり知られていないとされる<sup>768</sup>。当時のわが国では、米は貨幣的な役割を果たしていたこと、金本位制と銀本位制が混在していたことから、米を仲介として金と銀の交換レートが実質的に決定されるという役割も持っていたようである。このため、米は商品としてよりも流通貨幣としての側面が強く、現在の金融証券市場として機能していたともされる。このような重要性から公儀（江戸幕府）は、不実の情報を流した者に対して「中追放」<sup>769</sup>という現代でいうところの厳しい法的責任を課してきた<sup>770</sup>。そこには、経済社会の混乱を未然に防ごうという公儀の強い意志が窺える。すなわち、わが国では古くから不実の情報を流すことを重大な事件として捉え、これに対して厳しい法の裁きを与えてきたということがいえる。さらに、当時、利欲に対する刑罰というものがあり、当時においても自らの違法・不当な利欲を図る行為に対しては、「江戸十里四方追放刑」<sup>771</sup>とい

<sup>767</sup> 三井文庫（編）『大坂両替店「聞書」1』206 頁（吉川弘文館、2011）。

<sup>768</sup> 和仁かや「追放刑にみる公儀御仕置の変質と国制一天保期の追放刑改正論議をてがかりとして」国家 112 巻 5 号・6 号（1999）によれば、江戸幕府がいかに刑罰の改革等により国制や秩序を維持しようとしていたのかが理解できる。なお、近世におけるわが国の訴訟と法制度全般については、たとえば、大平祐一『近世日本の訴訟と法』（創文社、2013）がある。

<sup>769</sup> 重罪に科される遠島（島流し）にはしないものの、現居住国および罪を犯した国のほか、江戸をはじめ、東海道筋、武蔵、山城など主要な地域から追放し、二度と立ち入れなくする刑で、田畑、家屋敷が欠所（没収してお上の財産とする）となる。なお、「重追放」と違い、家財は没収されない。（和仁・前掲注（768）563 頁）。江戸払い（品川板橋千住・本所深川・四ツ谷大木戸より内および居住場所から追い払うもの）などよりも追放範囲が広く、田畑・家屋敷を没収されたうえ、当時の主要地域に二度と立ち入れなくなることから、罪を犯した者およびその家族の生活はほぼ完全に破壊されることになる。ただし、家財は没収されないことから、本人等は、辺鄙な地で細々と生計を立てることは可能と思われる。

<sup>770</sup> 三井文庫（編）・前掲注（767）206 頁。寛政 12 年（1809 年）、米高騰の中、相場を動かして儲けをもくろんだ堂島の米商人が、一人 3 升ずつ米を施すという不実の情報を流したが、それが発覚し、世間を騒がせ不届きであるとして「中追放」となった。原始的な方法ながら、情報を使った相場操縦の古い例とされ、現在も金商法で禁じられている。なお、相場操縦と不実開示は金商法では別の規定になっているが、情報を用いて不正な利益を得ようとする点では同じであると考えられる。

<sup>771</sup> 江戸およびその十里四方から追放する刑で、中追放よりはその範囲が狭くなる。

う、これもまた厳しい刑罰を科してきた。このように、江戸時代のように、一般に近代的な法治国家ではなかったとみられているような時代においてさえ、不実の情報提供や違法・不当な利益追求行為に対しては、刑罰によりそれらの抑止が図られてきたのである。

他方、ふりかえって、現代のわが国において、自らの違法な利益を図るために、証券不実開示を行った者に対する責任は江戸時代と比較してどのように評価できるであろうか。江戸時代の米相場に匹敵する重要性を持つ現代の証券取引所において不実の情報開示を行った者は、投資者の損害賠償請求において、これまでみてきたように株価の下落といった投資者に生じた財産状態の差額のみを賠償すればよいとされている。不法行為により得た利得をはく奪されるどころか、不実開示という詐欺によって高く吊りあげられた額だけを基本的に賠償すればよいというのでは、江戸時代の不実の情報開示に対する法の実効性確保に比べると、現代はそれが十分に図られていない面があるともいえそうである。そうだとすれば、現代においても、利益追求型不法行為の場合には、損害賠償の目的を損害の公平な分配や損害填補から、不法行為の抑止に転換していく必要がある。そのためには、まず、現代における損害賠償制度の目的、金商法上の制度についてみていくこととしたい。

## 第2項 損害賠償制度の目的

損害賠償の目的について、最高裁は次のように「損害填補」にあると判示している<sup>772</sup>。

「我が国の不法行為に基づく損害賠償制度は、被害者に生じた現実の損害を金銭的に評価し、加害者にこれを賠償させることにより、被害者が被った不利益を補てんして、不法行為がなかったときの状態に回復させることを目的とするのであり（・・・）、加害者に対する制裁や、将来における同様の行為の抑止、すなわち一般予防を目的とするものではない。もっとも、加害者に対して損害賠償義務を課することによって、結果的に加害者に対する制裁ないし一般予防の効果を生ずることがあるとしても、それは被害者が被った不利益を回復するために加害者に対し損害賠償義務を負わせたことの反射的、副次的な効果に過ぎず、加害者に対する制裁及び一般予防を本来的な目的とする懲罰的損害賠償の制度とは本質的に異なるというべきである。我が国においては、加害者に対して制裁を科し、将来の同様の行為を抑止することは、刑事上又は行政上の制裁に委ねられているのである。」

しかしながら、これまでも述べたように、上場会社が意図的に不実開示を行った場合のように、加害者が自らの不正な利益のために故意に資本市場や投資者を騙す不法行為を行った場合についてまでも、被害者の損失だけに注意を払い、加害者の得た利益を事実上等閑視することが果して金商法や民法の目的に添いもしくは理論的にも妥当といえるであろうか。この点、学説では、被害者に生じた損害の填補が主要な目的・機能であり、それ以外の二次的な目的・機能として制裁機能・抑止機能・防止機能などがあげられるのが一般

---

<sup>772</sup> 最二小判平 9・7・11 民集 51 卷 6 号 2573 頁。

である<sup>773</sup>。そこでは、被害者が現実には被った損害こそが賠償されるべきという実費主義がある。この実費主義から被害者は、損害によって、加害事件がなかったであろう時よりもよい状態に置かれてはならないという利得禁止原則が帰結される。損益相殺はその1つの現れである。さらに、被害者に生じた「損害の公平な分配」という目的・機能も挙げられる<sup>774</sup>。この「損害の公平な分配」という考え方は、社会全体において損害を公平妥当に分配する制度として不法行為を捉えていたとされる。そして損害を公平妥当に分配するのであるから、不法行為によって被害者に利益を得させないという考え方に結び付いていったのではないだろうか。とりわけ証券不実開示に関する損害賠償訴訟における判決をみると、被害者に対する「損害の填補」よりも、不実開示に関係のない損害を加害者に負担させてはならないという意識が非常に強いように思われる。そこには、不法行為を契機として決して被害者に利得を生じさせることはしてはならないという強い意思が窺えるのである。ただし、そこでは被害者の得る利益は問題とするけれども、被害者の損害に関連して得た加害者の利益を問題にするという発想はあまり見受けられない。確かに、過失による交通事故のように加害者が注意をしていたにもかかわらず、不法行為が発生してしまったような場合であれば、被害者が当該不法行為を契機として利益を得ることに合理性は認められないであろう。しかし、不実開示をして損害を発生させたのは加害者であるにもかかわらず、純粋に当該不実開示に起因する損害だけを加害者は負担すればよく、他の損害は被害者が負担するという発想は、そもそも誰が不実開示という違法行為に伴うリスクを発生させたのかという、リスク発生者の責任を過少に評価しているように思われる。

以上からすると、果たして不法行為損害賠償制度の目的は損害填補だけなのであるだろうか。不法行為制度の理想は、社会に生ずる損害の公平な分配を定めるものであるとしても、単に損害の生じた後にその填補を請求する権利を認めるのみならず、更に現在および将来における損害の発生自体を排除または予防することを請求する権利を認めることは、更に一層制度の目的を達成せしむるに適するものであることは否定し得ない<sup>775</sup>。そうだとすれば、そこから、一般的予防・抑止機能と制裁機能の役割というものが評価されてくるのではないだろうか。最近では、従来の民法学が損害填補を主たる目的とした制度として不法行為制度を捉えている点に対して疑義を示す見解<sup>776</sup>が現れている<sup>777</sup>。この見解は、現行不法行為法の規定が損害填補という理由からは説明不可能な構造を多く採用していることを指摘する。そこでは、損害填補が目的であれば無過失責任が原則であるべきはずのところ、過

<sup>773</sup> 山田卓生「不法行為法の機能」淡路剛久＝伊藤高義＝宇佐美大司（編）『森嶋昭夫教授還暦記念論文集・不法行為法の現代的展望と課題』3頁以下（日本評論社、1995）。

<sup>774</sup> 我妻榮『事務管理・不当利得・不法行為〔復刻版〕』94頁（日本評論社、1989〔初版1937〕）。

<sup>775</sup> 我妻・前掲注（774）197頁、198頁。

<sup>776</sup> 森田果＝小塚莊一郎「不法行為法の目的—『損害填補』は主要な制度目的か」NBL874号10頁（2008）。

<sup>777</sup> 潮見・前掲注（683）47頁。

失責任の原則が維持されていること、過失相殺の制度を採用していること等などが挙げられている。すなわち、被害者の損害填補が目的ならば、不法行為法よりも私的保険メカニズムや社会保障法の方が優れているとする。そのうえで、不法行為法の主要な目的は、違法行為の最適な抑止であり、被害者を含めた行為者に対して社会的に最も望ましい行動を行わせるための適切なインセンティブを設定することであるとするのである。このように、最近では、不法行為法一般においても、損害賠償の目的を単なる損害填補だけではなく、不法行為の抑止も重視する考え方がみられるようになっている。このような動きの背景にあるものは、経済社会において、自己の利益を追求するために、多数の者に損害を与える不法行為の存在があるといえそうである。そうだとすれば、損害賠償の目的については、不法行為の類型に着目し、不法行為を加害者が利益を得ることはない伝統型の不法行為と、証券不実開示のような利益追求型不法行為とに分けて考えることが必要となってくると考える。

### 第3項 金商法における損害賠償制度

#### 1. 投資者保護の意義

金商法に違反する不実開示における保護法益とは何かであろうか。それは、金商法 1 条がその目的として述べているように「有価証券の公正な取引により形成された公正な価格で有価証券に投資する利益」といってよいであろう。そこでは、事実を知らされないことによって被る損害からの保護と不公正な取引によって被る損害からの保護が目的とされている<sup>778</sup>。すなわち、金商法における損害賠償制度は、投資者保護制度の一つである。投資者は、預金者、消費者と異なり、投資対象である金融商品（有価証券）の発行体のリスク、経営者リスクに自ら直面する。ただし、投資者保護とは、投資者に損失を与えないようにするということや、損をした投資者に損失補填をするということではない<sup>779</sup>。投資者が証券取引において、法が求める適正な企業内容の開示により、自らの自由な意思に基づく投資判断が行えるような制度と条件を保証することを意味するものであるといえる。

金商法における損害賠償制度が対象とするのは、主に、これまで述べてきた利益追求型不法行為にほかならない。上場会社が意図的に不実開示を行った場合のように、加害者が自らの不正な利益のために故意に資本市場や投資者を騙す不法行為を行った場合についてまでも、被害者の不当利得のみに注意を払い、加害者の得た利益を事実上等閑視することが果して金商法や民法の目的に添い、理論的にも妥当といえるであろうか。したがって、証券不実開示訴訟における会社等の賠償責任を、資本市場における公正な価格形成という金商法の目的の観点から捉えなおすことが必要である。金商法ないし民法 709 条に基づく

<sup>778</sup> 証券取引審議会報告書「株主構成の変化と資本市場のあり方について」（昭和 51 年 5 月 11 日）。

<sup>779</sup> 金商法 39 条は、金融商品取引業者等の損失補填を禁止するとともに、同法 200 条はその違反につき罰則を定めている。



投資者の損害賠償請求は、通常不法行為訴訟の目的・機能としての被害者の権利・法律上保護された利益の保護の他、不実開示を行った会社の違法な利益を吐き出させて制裁を加え、これにより将来の不実開示を一般的に予防・抑止することに、その重要な役割の一つが与えられているように思われる。この将来の一般予防・抑止という役割は、とりわけ加害者の不法行為が資本主義経済社会の公正性・秩序を乱すとともに多数の者に損害を与え、一方で、加害者自身は不法行為により多額の利益を得るという、他の表現を使えば、資本主義社会型の経済的不法行為に特に求められているといえる。

## 2. 損害賠償の制裁・抑止機能

以上のように、不実開示における投資者への損害賠償では、一般の不法行為損害賠償制度のような被害者の権利保護だけではなく、加害者に対する制裁・予防の役割もあると考えべきである。他の経済法の分野をみると、たとえば、独禁法違反の不法行為については制裁・予防の役割がとりわけ重要とされている。なぜなら、事業者の不当な利益がそのまま保持され得るとするならば、事業者は審決を受けたとしても経済的には利益を受けたままであり、結局、違反のし得ということになるからである。そのような事業者の利益が独禁法 25 条、民法 709 条に該当することが判決で認められ、損害賠償の形で消費者に返還されるならば、社会的にも非難され、そのような行為の抑止にもつながることになるのである<sup>780</sup>。

そして、このことは、金商法にもなお一層当てはまるように思われる。最近では、市場の信頼を回復するためにはどうしたら良いか、という市場の機能を重視する考え方が、様々な場面の議論において強く出ているように思われる。損害を受けた人を被害者と見て、その損害を回復するという考え方だけではない。それはむしろ手段であって、それを通じて市場の機能を保護することが重要である。原理的にはそういう意味での私人によるエンフォースメントであり、あくまで法益は市場の保護であり、違法行為の抑止である<sup>781</sup>。とりわけ、市場を利用した利益追求型の不法行為では、加害者が違法な利益を得るために不法行為を行い、被害者が損害を被ることが大きな特徴である。そこでは、資本市場という経済社会における重要な社会的インフラを、自らの違法・不正な利益を追求するために利用して意図的な不法行為がなされる。そして、市場に参加する多数の投資者に損害を与えるとともに、市場そのものの機能が大きく損なわれてその信用が失墜することになるのである。この点、交通事故のようないわば伝統型の不法行為においては、加害者は当該不法行為により何らかの利益を得ることはないと考えられるのと対照的である。

資本市場を通じ上場会社およびその役員等が、不特定多数の者に不実開示のような違法

---

<sup>780</sup> 淡路剛久「独禁法違反損害賠償請求訴訟における損害論」経済法学会年報 3 号通巻 25 号 58-59 頁（1982）。

<sup>781</sup> 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 巻 3 号 621 頁（2010）。

行為を故意に行うような場合、民法が制定された当時に想定された不法行為の態様とは著しく異なっていることは明らかであるように思われる。そのためにこそ、金商法は、一般不法行為の特則として損害賠償の規定を設けたのであり、損害の公平な分配だけでない、損害の填補、さらには不法行為の一般予防や制裁抑止という目的・機能を十分に考慮する必要がある。以上のように、金商法の場合には、損害賠償はあくまでも手段で、マーケットの公正や情報の正しさをエンフォースすることが目的であり<sup>782</sup>、そこでの損害賠償制度は、金商法という市場法としての位置づけのなかでその目的・機能を考えることが肝要であると思われる。

### 第3款 発行会社の賠償による新たな問題

#### 第1項 問題提起—株主間の利益の移転

金商法 21 条の 2 は、継続開示における発行会社の責任として、虚偽記載等を行った発行会社は、今や株主となったかつての投資者に対し、当該虚偽記載等により生じた無過失の損害賠償責任<sup>783</sup>を負わせている。このように発行会社が責任を負うことは、結局、出資者である、提訴をしなかった株主の負担で損害賠償が払われ、残った株主の犠牲において当事者である株主（投資者）が救われるという問題を生じさせる。そこでの問題の本質は、金商法の定める賠償責任制度が、一定範囲の現在の株主から一定範囲の投資者への利益の移転にほかならないとする見解がある<sup>784</sup>。このように、既存株主の財産あるいは株主全体の財産により新たに株主となった投資者の損害を賠償させることは、他の株主の犠牲において特定の株主の損失を埋め合わせることを意味し、株主間に不公平が生じることになるという<sup>785</sup>。若杉敬明教授は、このように述べて、発行会社の賠償責任の是非や投資者（株主）が発行会社を訴える合理的根拠の有無について問題を提起した。これに対して、立法者側から金商法 21 条の 2 の立法背景が説明されるとともに、金商法・商法学者や実務家等との間で次のような議論がなされた。平成 15 年当時の金融審議会における議論においても、わが国の資本市場が市場機能を十分に果たしているかという観点から、民事賠償責任制度の見直しが大きな問題となっていた<sup>786</sup>。現に、わが国では、証券取引法（当時）違反に対する民事訴訟による責任追及もあまり行われず、証券取引法の民事責任に関する規定もほ

---

<sup>782</sup> 岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー【開示制度・不公正取引・業規制（編）】』138 頁（藤田友敬発言）（有斐閣、2011）。

<sup>783</sup> この無過失責任を過失責任とするとともに、発行会社側に無過失の举证責任を負わせる改正がなされた（平成 26 年 5 月 30 日、金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年法律第 44 号）公布）。ただし、過失責任となっても、基本的にこの株主間の利益の移転という問題は解決しないものと思われる。

<sup>784</sup> 若杉・前掲注（29）14 頁。

<sup>785</sup> 若杉敬明「株主の損害賠償請求裁判」週刊 社会保障 2481 号 30 頁（2008）。

<sup>786</sup> 岩原ほか・前掲注（782）129-130 頁（三井秀範発言）。

とんど利用されていなかったのである<sup>787</sup>。そこで、虚偽の開示に対する民事賠償責任におけるネックの一つとして挙げたのが、発行会社側の過失の有無の立証困難性であった。そこでは、過度に発行会社側の無過失の立証が認められやすいのではないかとの懸念も出されたこと、発行開示における発行会社の責任も無過失責任となっていることなどから、金商法 21 条の 2 では無過失責任とされた<sup>788</sup>。

以上の若杉敬明教授の見解に対しては、株主が頻繁に変わる上場会社に対する投資者として議論すべきであるとの反論がなされている<sup>789</sup>。すなわち、上場会社の株主は異動が激しいことから、静的な残余財産の分配者という前提で株主を捉えるのではなく、異動の激しい株主（同時に投資者でもある）という動的な発想をする必要があるという。確かに、若杉教授の議論は、株主の異動があまりない非公開会社の場合に妥当する静的な発想であるように思われる。そもそも、異動の激しい上場会社の投資者は、残余財産の分配ということについては通常考えていないものと思われ、市場価格により取引を行う投資者について、株主間の不公平、株主平等の原則を厳密に結びつける必要はないように思われる。

ただし、若杉教授の指摘する、既存株主と新たな株主（投資者）との利益移転の問題は、上記のような動的な発想をしたとしても、株主である以上、理論的な問題としてどうしても残らざるを得ない。このため、これについては、損害賠償額を発行会社の不当利得として構成することで解決できるように思われる。すなわち、既存株主が新たな株主に賠償する額は、既存株主が不実開示により違法に得た利益であり、それをいわば騙されて新たに株主となった投資者に返還すると考えるものである。このように解すれば、投資者同士の取り合いが問題となるような形でのエンフォースメントを是とするかという問題<sup>790</sup>はなくなり、発行会社が得た違法な利益を吐き出させるエンフォースメントとして構成できるように思われる。さらに、この問題は株主間だけの利益移転にとどまらず、株主（投資者）と会社債権者間の利益移転という問題にも関連する。すなわち、そこでの議論は、株主全体＝会社対被害者（投資者）という構図で対峙することになる。さらに、株主間、投資者間のそういう利益移転の問題と、投資者と会社に対する債権者との間の利益移転の問題のどちらの方がより重視されるかという問題ともなる<sup>791</sup>。株主間、投資者間の利益移転の問題を重視する立場をとった場合、不実の継続開示によって被害を受けた投資者は、一般の会社に対しての取引債権者と同じように保護されなければいけないという見方をするようになる<sup>792</sup>。

---

<sup>787</sup> 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能の中核とする金融システムに向けて」14 頁（平成 15 年 12 月 24 日）。

<sup>788</sup> 岩原ほか・前掲注（782）131-132 頁。

<sup>789</sup> 岩原ほか・前掲注（782）138 頁（松尾直彦発言）。

<sup>790</sup> 岩原ほか・前掲注（782）154 頁（藤田友敬発言）。

<sup>791</sup> 岩原ほか・前掲注（782）157 頁（岩原紳作発言）。

<sup>792</sup> 岩原ほか・前掲注（782）157 頁（岩原紳作発言）。

このような見解に対し、取引債権者保護と株主（投資者）保護とは制度上の違いがある。すなわち、株主は、適正な開示情報に大きく依拠しており、債権者は、法的に保護された債権額が存在することから、両者の違いを指摘するものがある<sup>793</sup>。この問題については、三井氏が挙げた両者の違いも根拠となるほか、間接的損害なのか直接的損害なのかという視点も有用であると思われる。すなわち、株主（投資者）の損害は直接に開示情報のみで担保されるものであり、その適正性が損なわれれば直接的な損害を被るといえる。一方、取引債権者の場合、間接的に法的に保護された債権額により制度的に担保されることから、その制度上の担保が損なわれたとしても、それはいわば間接的な損害を被ったものと評価することができそうである。そうだとすれば、不実開示により損害を受けた投資者は、当該不実開示により直接的な損害を被ったのであり、取引債権者同様の保護が与えられてよいものと思われる。

## 第2項 誰が最終的な責任を負うべきか

さらに、誰が最終的に責任を負うべきか、ないし、第一次的に誰が責任を負って、第二次的にだれが責任を負うべきかという問題がある。これについては、不実開示が経営者の不正にあるのだから、株主全体として経営者に責任を問うことができることについては異論がないようである。たとえば、1970年当時の証券取引審議会における議論においても、当然、最終責任を負うべきものは粉飾決算を行った役員であり、全部損をかぶらなければならないことは理の当然で、その役員は破産するということが民事責任のいわんとしていることであるとの指摘もなされている<sup>794</sup>。また、最近の議論においても、損害賠償を請求するのであれば、経営者や経営陣への信頼を破壊する原因となった不正を行った経営者に対して行うべきであり、それは、株主と経営者が依頼人と代理人、経営の委託者と受託者の関係にあることからしても当然であるとされている<sup>795</sup>。

また、求償権の問題については、投資者に対する関係でまず発行会社が責任を負ったとしても、粉飾決算を行った当の役員に求償できるし、それから、公認会計士、引受人にも求償できるとされている<sup>796</sup>。最近においても、本来、不実開示を現実に行った発行会社の役員に責任があるはずであり、不実開示による損害を発行会社の役員に賠償請求する、あるいは求償するということも考えられている<sup>797</sup>。このように、不実開示を行った当の役員に対して求償できるということについては、異論がないように思われる。このような、投

---

<sup>793</sup> 岩原ほか・前掲注（782）157頁（三井秀範発言）。

<sup>794</sup> 竹内昭夫＝藤野信雄＝星野孝ほか「証券取引法改正の動向」ジュリスト 467号 31-32頁（矢沢惇発言）（1970）。

<sup>795</sup> 若杉・前掲注（29）14頁。

<sup>796</sup> 竹内ほか・前掲注（794）31頁。

<sup>797</sup> 近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討—金融商品取引法 21条の2第2項における公表」商事法務 1846号 14頁（2008）。

資者がまず発行会社に賠償請求を行い、当該会社が不正を行った役員に求償するという考え方について、立法関係者は、まずは会社に対して被害株主から損害賠償を求め、賠償を行った会社が、内部の情報を容易に取得できるという立場から、実際に不正を主導ないし加担した役職員等に求償していくことを期待する、という制度以外に実効性が見込まれる仕組みがなかなか見当たらなかった旨の説明を行っている<sup>798</sup>。ただし、求償できるとする制度設計について異論はないものの、その場合には金商法 21 条の 2 に対応するような損害額の推定規定がないため、発行会社は立証責任を果たした上で、十分な救済（求償）を現実には得られるのか疑問が残るとする見解がある<sup>799</sup>。このように、求償権の行使という総論段階では議論は一致する一方で、求償の実効性という各論の段階になると、損害額の推定規定といういわば解釈上の問題が出てくることになり、どこまで推定規定を認めるべきかという議論が生じてくることになる。

さらに、提訴しなかった株主という議論がある<sup>800</sup>。しかし、私見は、「提訴しなかった株主の負担」といっても、民事訴訟法上、提訴しなかった者は救済されないことになるほか、クラス・アクションのないわが国の制度からくるある意味当然の帰結ではないかと考える。また、「長期的投資家の犠牲の下に短期的投資家を利する」といっても、そもそも短期的投資家は不実開示という会社の詐欺的行為によって株主となったのであり、長期的投資家は詐欺的行為により株主になったのではないとすれば、会社の所有者である長期的投資家がいわば騙された短期的投資家に賠償するのが当然という解釈も成り立つのではないだろうか。いずれにしても、この問題は前述したように、被害者イコール株主でもある投資者が会社自体から損害賠償を受けることから、会社法上の問題を引き起こし、独禁法違反や知的財産権侵害における被害者とは異なる構図を抱えている。この問題は、金商法が保護の対象としている投資者の利益と会社法が取扱っている株主利益間の対立という構図、すなわち金商法と会社法の交錯領域として取扱うことが必要であり、単に株主間の利益移転という会社法のみの問題ないし投資者間の利益移転という金商法のみの問題として取扱うべきではないと考える。確かに、発行会社が投資者に対して賠償責任を負担することは、一面において投資者保護に資することは否定できない。しかしながら、発行会社の賠償額は最終的には株主の負担となる。このため、現状みられつつあるような、不実開示を行った役員等が十分な賠償責任を負わず、発行会社からの求償も行われないとすれば、不実開示の抑止につながらないことになる。第 1 章でみてきたような、アメリカにおける保険や和解による賠償金の支払いという状況は、いみじくも不実開示の抑止とは何か、誰に最終的な責任を負わせるのかという問題を投げかけているといえる。

---

<sup>798</sup> 岩原ほか・前掲注（782）143 頁（三井秀範発言）。

<sup>799</sup> 近藤・前掲注（797）14 頁。

<sup>800</sup> 近藤・前掲注（797）14 頁。

## 第4節 損害賠償額算定の実体法的側面

### 第1款 概観

本節では、損害概念および損害賠償額の算定という損害論に関し、実体法的側面から考察する。損害賠償額算定の対象となる損害概念とは、実体法の解釈を前提とするものであり、概念としての損害と損害賠償額とは区別することができる<sup>801</sup>。まず、損害概念について、金商法21条の2第1項は、投資者が有価証券報告書等の提出者の虚偽記載により受けた損害について、「虚偽記載等により生じた損害」と規定していることから、損害の発生が賠償責任成立の要件であると解される。これは民法709条も「生じた損害」と規定しており、損害の発生が不法行為成立の要件であることに疑いはないとされていること<sup>802</sup>と同様である。このため、まず「生じた」ことが必要とされる「損害」とは何かという、損害論の考察が必要となる。

ここで損害とは、損害の概念、すなわち損害をいかに把握するかという問題であり、損害概念については、以下の二つの問題を区別することができる<sup>803</sup>。第一は、損害それ自体をいかに把握するかという問題であり、権利侵害という賠償根拠事実、それにより被害者の財産状態に波及する様々な不利益等々をどの段階で損害として観念するのかということになる。これらの損害を具体的にどのように捉えるのかについて、投資者に生じた財産状態の差額として捉える差額説と、まず、損害を事実として捉えたうえで、それを規範的に評価するという損害事実説の対立がみられる。第二は、損害の種類の問題であり、一つは通常損害と特別損害、あるいは直接損害と間接損害のように、ある賠償原則のもとで、賠償されるべきものとそうでないものかに区分する。もう一つは、財産損害と非財産損害、積極損害と消極損害など、侵害された法益の性質や損害の発生の態様によって区分するものである。さらに、この損害概念は、投資者に生じた不利益の中から、損害賠償という法制度により救済すべきものを決定するという役割を果たすことから、損害賠償の目的や機能についての理解の仕方と密接な関連を持っている。また、損害をいかに把握するかという損害の捉え方は、損害賠償額の算定方法と結びついていることになる<sup>804</sup>。以上、損害論という問題を上述のように設定した上で、第一に、損害概念として差額説と損害事実説を取り上げる。第二として、金商法固有の損害概念に適しているのはいずれの説なのかという二つの観点に留意しながら論述を進める。

### 第2款 投資者の損害—不法行為損害賠償法の観点

#### 第1項 損害概念における二つの理論

<sup>801</sup> 秋山幹男＝伊藤眞＝加藤新太郎ほか『コンメンタール民事訴訟法V』130頁（日本評論社、2012）。

<sup>802</sup> 平井宜雄『債権各論 II 不法行為』74頁（弘文堂、1992）。

<sup>803</sup> 高橋眞「損害論」星野英一（編集代表）『民法講座 別巻1』205頁（有斐閣、1990）。

<sup>804</sup> 吉村良一『不法行為法〔第4版〕』96頁（有斐閣、2010）。

はじめに、「損害」と称するものが何を含意しているのかを考えてみる必要がある。損害賠償の基礎理論をいかに構築するかという、民法学における本質的命題に深くかかわってくるものだからである<sup>805</sup>。損害の定義としては、いずれの学説においても、まず「損害とは法益に被った不利益である」という表現をとることが共通の特徴であるが、これだけでは概念として役に立たない。そこで、この「不利益」の説明を被害者の総財産状態に生じた差額、もしくは権利侵害の事実そのものなどとして表現されている。この損害を何らかの「差額」ないしは「差異」で捉えようとするものを「差額説」、権利または法律上保護される利益が侵害された事実そのもので捉えようとするものを「損害事実説（具体的損害説）」とされている<sup>806</sup>。このように損害の捉え方として学説は大きく①差額説と②損害事実説の二つに分けられている。

まず①差額説においては、「損害とは、法益について被った不利益をいう。これは、もし加害原因がなかったとしたならばあるべき利益状態と、加害がなされた現在の利益状態との差である<sup>807</sup>。」と説明されている。すなわち、法益について被った不利益を二つの利益状態の差額で捉えようとするが、そのうち一つの利益状態とは、現実には存在しなかった「もし加害原因がなかったとしたならばあるべき利益状態」という仮定の状態を基準としている。於保不二雄は、「金銭賠償主義をとるわが国においては、財産的損害については差額説によるほかはない。この意味で、通常、差額説がとられている<sup>808</sup>。」としている。さらに、四宮和夫も、損害の概念については、実体法の解釈上、差額説、損害事実説などの争いがあり、通説・判例は、一定の加害行為がなかった場合の想定することができる利益状況と加害行為によって現実に発生した利益状況（現状）とを金銭的に評価して得られた差額であるという差額説の立場をとってきた<sup>809</sup>。

なお、このような差額説か損害事実説かという議論に対しては、どれほどの理論的・実践的意義があるのかは大いに疑わしいとする立場がある<sup>810</sup>。しかしながら、損害を差額説のみで捉えた場合、後述する「機会の喪失」というような、被害者に生じた財産状態の差額という観念では捉えられない損害を把握することができなくなるように思われる。一方、損害事実説であれば、差額にこだわらず、まずは損害を事実として捉えることから始めるために損害の実態に即した解釈が可能となるのである。したがって、「機会の喪失」損を投

---

<sup>805</sup> 潮見・前掲注（739）525頁。

<sup>806</sup> 高橋・前掲注（803）227頁、高橋眞「損害概念」山田卓生（編集代表）『新・現代損害賠償法講座 第6巻』30頁（日本評論社、2003）参照。

<sup>807</sup> 於保・前掲注（59）135頁。於保不二雄は、損害の意義について、差額説と現実的損害説があり、差額説によれば損害は抽象的計算であり、現実的損害説によれば具体的不利益であるとする。

<sup>808</sup> 於保・前掲注（59）136頁。

<sup>809</sup> 四宮和夫『不法行為』434頁（青林書院、1987）、森島昭夫『不法行為法講義』329頁（有斐閣、1987）、高橋・前掲注（803）205頁。

<sup>810</sup> 潮見・前掲注（739）526頁。

投資者の重要な損失と考える本稿においては、後述するように、損害事実説の考え方を採用しており、差額説との対比は、極めて重要な理論的・実践的意義を有することになる。

さらに、理念的に大別して、被侵害権利の性質等に特に拘泥することなく不法行為全般に妥当する損害概念を構築しようとする発想と、被侵害利益ないし権利に着目したり、違法行為の態様に着目して妥当領域を限定した個別的な損害概念を設定しようとする発想がありえるともされている<sup>811</sup>。これはいわば損害を機能的観点からとらえた分類といえよう。

## 第2項 差額説とその問題点

以上のように、これまで判例・通説は差額説の立場を採ってきたとされる。しかし、この差額説については、次のような批判がなされている<sup>812</sup>。すなわち、差額説の立場から損害を定義するということは、損害算定の結果を記述する以上の意味に出るものではなく、それだけでは損害の定義を行う必要性は全くない。むしろ、いかなる判断を経てそのような差額計算に至ったのか、さらにその前提として、現実の利益状態や仮定の利益状態をいかに確定するのか、という点の正当化こそが必要である。差額説では、被害者に不利益が発生したという事実状態の確定の問題と、これを金銭的にどのように評価するかという問題の次元の違いが意識されていない。不利益な事実状態の確定とそこから発生した損害の金銭的評価とは論理的には次元を異にするものであり、分けて考えるべきである。

そして、このような差額説には、差額説自体に内在する問題と差額説に依拠することによって生じる問題という二つの問題があるように思われる。以下、順にみていくこととしたい。

### 1. 差額説自体に内在する問題

差額説自体に内在する問題としては、二つの点が指摘できる。第一の点は、不実の情報開示における特定の場合のみを前提とする理論であるということである。これは、取得時差額説（高値取得損害説）に当てはまる問題である。取得時差額という観念は、株価の歪みを前提としていと考えられるが、「理論的にいえば株価の歪みとは、虚偽記載によってそれがなかった場合と比べて株価が吊り上がったことである<sup>813</sup>」。ただ、そこでは神田教授も指摘されているように、理論的には逆のこと、すなわち、株価が低く誘導されている場合もありうるのである。投資者の損害をみると、不利益は高く吊りあげられた価格で投資がなされた部分について生じるから、理論的には実際の市場価格と不実開示がなかったならばあったであろう価格（想定価格）との差額ということになりそうである。しかし、不実開示とは市場価格を高く吊り上げる場合だけではなく、これまでも述べてきたように、MBO

<sup>811</sup> 平成9年度特許庁工業所有権制度問題調査報告「知的財産侵害に対する損害賠償・罰則のあり方に関する調査研究報告書」7頁（知的財産研究所、1998）。

<sup>812</sup> 潮見・前掲注（689）216頁。

<sup>813</sup> 神田・前掲注（77）331頁。



に際し経営者が少しでも低い価格で買付できるように、市場価格を低く誘導するために行われる場合も考えられる。この場合には、投資者は本来の価格より安く投資できているのだから、損害は発生していないと評価できるとしても、公正な市場価格が歪められ、金商法の目的が損なわれたことに変わりはないはずである。また、市場価格を下げるという効果を持つ不実開示については、投資者は不当利得を得ているのだから当該利得を、違法行為を行った者に返還しなければならないのかということにもなりかねず、そもそも差額説により高く吊り上げられた市場価格のみを前提とする考え方は、特定の場合にしか適用できない理論であると評価できよう。

第二の点は、不実開示を行った会社は差額説により算定された損害額を賠償さえすれば、仮にどんなに手元に利益が残ったとしても、それを剥奪されることもなく保持することができることである。単に、特定の時点もしくは期間における株価の差額だけを損害と捉えようとする現在の判例および学説の考え方だけでは、投資者の救済が仮に実現したとしても会社の違法行為の「やり得」を許すことにつながりかねず、不実開示の抑止・制裁といった機能の考え方が出てこないことになる。このため、損害概念を規範化することが必要であり、これにより、「損害賠償義務の存否、賠償額の算定が、もっぱら投資者の財産状態の差という事実概念によって決められるのではなく、様々の規範的考慮（加害者を不当に有利にすべきではない、損害賠償の目的、責任規範の趣旨等）が同時に、もしくはもっぱら機能<sup>814</sup>」することが可能となる。ただし、「規範化の内容、すなわちどのような規範的考慮を損害概念の中に盛り込むかについては定まったものはない<sup>815</sup>。」ことから、不法行為損害賠償法における損害論を参考としつつ、金商法の趣旨・目的に沿った損害概念を構築していく必要がある。

以上が、差額説自体に内在する問題であるが、この他に差額説を適用することにより生ずる問題もあると考えられる。

## 2. 差額説に依拠することにより生ずる問題

差額説に依拠することにより生ずる第一の問題は、差額説が文字どおり財産に生じた利益状態の差額で損害を捉えることから、これまで述べてきた「機会の喪失」といったいわば理論的な損害や加害者の利益を対象として損害を捉えようとする利益対象型損害賠償方式を排除してしまうということである。経済社会における市場を利用した利益追求型不法行為では、さまざまな損害の形態があり得る。そこでの最も端的な損害は、もちろん、違法行為が発覚した場合における市場価格の下落ということになるであろう。しかし、市場

---

<sup>814</sup> 吉村良一「ドイツ法における財産的損害概念」立命館法学 150-154 号 831 頁、832 頁 (1980)。

<sup>815</sup> 吉村・前掲注 (814) 832 頁。

参加者、さらには消費者などが被る損害はそれだけにとどまらないはずである。たとえば、機会の喪失論でいえば、有価証券の発行会社の開示義務違反という違法行為により、投資者の投資意思形成過程とその結果としての投資決定が歪められたことが損害として評価できる。これは、投資者が投資して利益を得る機会を失ったとするもので、投資者の損害を、投資者が得るかもしれなかった利益から捉えるものということができる。そもそも、投資者の被った損害とは何かということを考えた場合、投資者は現実は何を失ったのかという観点だけにとどまらず、投資者は何を得るはずであったのかという観点も重要である。たとえば、交通事故などによる経済的損害であれば、被害者は何を失ったのかという観点から、損害を算定することで足りる場合が多いであろう。しかしながら、投資者の損害の場合、不実の情報開示がなければ投資利益を得ていたかもしれないともいうことができる。それは、交通事故の生命侵害の場合の逸失利益算定のように、被害者はいつまで生きたかはわからないものの、投資の可能性がなくなったことと共通性がある。

また、知的財産分野における不法行為により被害者（権利者等）が被った損害は、一般に算定が困難であるという性質がある。このため、損害の算定にあたっては、加害者が得た利益を評価し、それを被害者の損害とみなすとする利益対象型の損害賠償の考え方があ。さらに、近年、不実開示を行うことを指導した第三者が莫大な額の報酬を得るという事例が起こっている。このような場合、単に投資者に生じた現実の損害（財産状態の差額）のみを賠償させても、不実開示によって発行会社やその役員、外部の第三協力者などに生じた利益はそのまま手元に残ることが考えられる。まさに「他人に損害を与えて大もうけをしておきながら、僅かな賠償しか払わないのはなおさらおかしい<sup>816</sup>」ということになる。このような事態を防ぎ不実開示を抑止するには、加害者の得た利益を被害者の損害として剥奪するなどの方法が必要となる。しかしながら、このような方法は、これまでの差額説のように被害者の財産状態に生じた差額という枠組みでは捉えることができないものである。

第二の問題は、差額説の考え方により損害を把握して損害額を算定する場合、不法行為の成立要件としての損害の発生、加害行為と損害との因果関係と、不法行為の効果としての損害額の判断（損害の金銭的評価）という三つの枠組みを相互に区別せずに同一の判断で行うことを意味する<sup>817</sup>。このため、投資者の損害を主張・認定する際に、損害の発生の判断をしているのか、因果関係の判断をしているのか、それとも損害額の金銭的評価をしているのか区別しないことになる。すなわち、不実開示によって投資者の損害が発生したのか、不実開示と当該損害とに因果関係はあるのか、損害額はいくらかということを、株価の特定時点・時期における差額だけを捉えて一挙に判断しようとしている。いかなる場

---

<sup>816</sup> 田中＝竹内・前掲注（49）224頁（竹内昭夫発言）。

<sup>817</sup> 平井宜雄『損害賠償法の理論』474頁以下（東京大学出版会、1971）、淡路・前掲注（58）5頁以下、淡路剛久「差額説から解放された損害評価と経済的損害」山田卓生（編集代表）『新・現代損害賠償法講座 第6巻』237頁以下（日本評論社、1998）参照。

合にいかなる算定方法を採用すべきなのか、規範的な考え方の整理がないままに、差額を捉えればよいという考え方に終始しているのである。このために、議論の内容が個人の主観に基づく非常に複雑なものとなり、このことが判例・学説における見解の対立要因の一つになっていると考えられる。そもそも、不法行為の成立要件としての損害の発生、加害行為と損害との因果関係、不法行為の効果としての損害額の判断という三つの枠組みは相互に事柄の性質が異なるものである。このため、それに応じて当事者と裁判所の役割や当事者間の立証責任のあり方なども異なるために、それらを区別する必要があるのである。以上のように、差額説に依拠することは、理論上の混乱と実際上の不都合をもたらしているように思われる。

第三の問題は、非財務情報への適用の困難さである。差額説による不実開示がなかったとした仮定した場合の想定価格については、その不実開示が財務情報であった場合には、それが定量的情報ということもあり、ファイナンス理論などを用いて、ある程度の算定は理論的に可能であろう。しかし、不実開示が非財務情報であった場合には、主に定性的情報ということになり、ファイナンス理論などを用いて想定価格を算定することが一般的に困難ではないかと思われる。現在、企業の情報開示について、財務情報と非財務情報の統合への動きがあり<sup>818</sup>、今後は、想定価格の算定は一層困難なものになっていくのではないだろうか。

第四は、立証責任の問題である。こうした差額説からは、損害の発生を基礎づける事実についての証明責任を被害者側に課すゆえに、権利侵害によって生じた不利益な状態のみならず、金銭評価を基礎づける事実についての証明責任まで被害者側に負担させることになる。損害額の証明を要すると言われるのは、この点に関連する<sup>819</sup>。このように、被害者に損害をもたらした要因が加害者にあるにもかかわらず、被害者側がすべての立証責任を負わなければならないということになる。なお、この点は損害事実説においても同様と思われるが、そこに規範的な考慮が働くために、たとえば、立証責任の転換などの救済措置を講ずることがより容易となるものと考えられる。

### 第3項 損害事実説とその有用性

以上のような差額説の問題を踏まえて主張されるようになってきたのが、平井宜雄を主唱者とする損害事実説である。そこでは、損害とは、金銭で表示されたものではなく、蒙った不利益だとして主張された事実であるとするものである<sup>820</sup>。すなわち、損害を金銭で表す作業が過去に生じた事実の訴訟上の単なる再現ではなく（貸金請求訴訟とは異なる）、裁判所が行う裁量的・創造的・評価的要素が介入せざるをえない性質を有するものとする。

---

<sup>818</sup> 「企業の情報開示 財務・非財務の『統合』へ動き」日本経済新聞 2014年1月14日（朝刊）21面。

<sup>819</sup> 潮見・前掲注（682）215頁。

<sup>820</sup> 平井・前掲注（802）75頁。

そしてこの性質の差異を一般的かつ明確に理解することにより、因果関係・損害額の算定・その基準時・その立証責任等の問題を統一的に把握する理論的視角および実務を説明し、評価する理論的手掛りを得ることができるとするのである<sup>821</sup>。

そこでは、まず行為と事実的因果関係にあり法的評価の対象たるべき事実を「損害」と観念し、これに保護範囲の評価を加えて、賠償すべき損害（保護範囲内の損害）とそうでない損害（保護範囲外の損害）を区別する。そして、損害の事実と金銭賠償の原則によって導かれるところのその金銭的評価という二つの概念を分化させ、さらにそれを訴訟上請求するために請求権の対象たる損害とは何か、という問題を立てる。権利ないしは法律上保護された利益の侵害により被害者に生じた不利益な状態とはどのようなものか（損害事実の把握）という事実認定レベルの問題と、この不利益な事実状態をどのように金銭的価値へと置き換えるかという金銭化（金銭的評価。金銭的価値による原状回復）の問題とは分けて考えるのが、それぞれの問題において行われる作業の内容を明確にする上で有用とされる<sup>822</sup>。そして、金銭賠償が基本型不法行為の原則的効果である以上、①いかなる場合にいかなる範囲の損害賠償額（金銭的評価額）を、②誰が、③誰から得られるか、という問題が実務上および理論上決定的に重要とされる<sup>823</sup>。

このような損害事実説をとった場合、以下のように、法益の捉え方ないしその抽象化の仕方次第で、損害を個別的・細分的にも、より包括的にも捉えることができるのである<sup>824</sup>。古典的な財産状態差額説を前提とすれば、一定額の損害が事実として「ある」のであり、それを規範的な解釈で動かすことはできない。しかし、損害＝事実説を前提として、①事実としての損害を金銭的に評価するのは規範的創造作業であるという立場、あるいは、②そうした事実としての損害に対する算定プログラムは複数存在し、それらの中からいずれを採用するかは規範的立場であるという前提によれば、判断要素として制裁という側面を取り込むことは十分に考えられる。こうした基本的な構成は、特に、権利侵害によって加害者が利益を取得するというタイプの不法行為において、侵害者側の利益に注目して損害額（賠償額）を定めるという選択肢に一定の可能性を付与するものと考えられる。侵害者が取得した利益に注目した損害の算定は、従来の種々の損害算定方法とはかなり性格が異なることは否めないからである。

このように、投資者の損害を単なる差額ではなく、「損害の事実」として捉える損害事実説を採ることによって、次のような従来の差額説では損害と認められにくかった損害を認めることに途を開き、投資者の救済および不実開示の抑止を図る損害賠償制度構築のため

---

<sup>821</sup> 平井・前掲注（802）7頁。なお、ここで留意すべきは、「損害事実説を採用したところで賠償されるべき「損害」が一義的に決まるわけではなく、それを決めるのは規範的判断であって損害賠償の範囲の問題」とされていることである。

<sup>822</sup> 平井・前掲注（802）100-101頁。

<sup>823</sup> 平井・前掲注（802）101頁。

<sup>824</sup> 淡路・前掲注（817）233頁以下参照。

の理論的視点を提示できるように思われる。第一に、より良く投資する機会の喪失を投資者の損害と捉え、投資者への損害賠償を認めることにつながる。このような機会の喪失は、不法行為前後の財産状態の差という観点では捉えることができないものである。第二に、不実開示を行った発行者等が多く利益をあげているような場合、当該不実開示を抑止するという観点から、当該利益を保持させない手だてが必要である。このような利益は差額説では投資者の損害と捉えることが難しいが、損害事実説により、その利益を投資者の損害という事実に関連するものと捉えることにより、投資者に対する賠償を認めることが可能となるように思われる。そしてそれらの利益を罰金や民事制裁金、課徴金などとして単に国庫にだけ帰属させるのではなく、投資者保護基金のようなものを作ることにより、損害を受けた投資者に賠償金相当として充当し、投資者の救済と不実開示の抑止につなげていくことが可能となる。以上述べてきたように、損害概念を差額説から損害事実説へと転換し、損害概念を再構成することにより、本稿のテーマの一つである、「機会の喪失」に対する損害賠償方式と加害者である発行者等の得た利益を対象とする利益対象型損害賠償方式へと途を開くことになるように思われる<sup>825</sup>。このため、次に「機会の喪失」についてみていくこととしたい。

#### 第4項 機会の喪失

「機会の喪失」論については、すでに第2章および第3章において述べてきたところであり、本章で述べる「機会の喪失」論についても、それら比較法における内容と同一である。なお、機会の喪失に関する日本法の状況（特に判例）については、日仏民法セミナーにおける小林和子准教授の日本側報告がその内容を簡潔に説明している<sup>826</sup>。そこでは、第一に、医療事故の例として、「適切な医療行為を受けていたならば、患者に重大な後遺症が残らなかった相当程度の可能性」について、最高裁が保護法益として認めた<sup>827</sup>。第二に契約交渉破棄事例としては、履行利益相当額に最終契約の成立の可能性を乗じて損害額を算出することは、相当因果関係の解釈として採用し難い、とした。その理由として、独占交渉義務が発生した場合、例えば最終契約が成立する可能性について、わずか数パーセント程度といった、その可能性が極めて低い場合であったとしても、常に、相当因果関係のある損害額を算出することは難しいことが挙げられている<sup>828</sup>。なお、裁判所のこの判断に対し、学説では反対する意見もある。すなわち、独占交渉の継続と最終合意の成立との間に因果関係が認定できないとしても、合意の相当の可能性に基づき形成された期待それ自体を保護法益と考え、そのような期待の侵害とは相当因果関係があると考えられる、とする

---

<sup>825</sup> それぞれの算定方式について、詳しくは本章 第6節 損害賠償額の算定方式を参照のこと。

<sup>826</sup> 小林・前掲注（44）67-68頁。

<sup>827</sup> 最判平成12・9・22民集54巻7号2574頁。

<sup>828</sup> 東京地判平成18・2・13判時1928号3頁。

見解もある<sup>829</sup>。私見では、裁判所の判断は、最終契約の成立可能性と交渉継続の期待権（機会）を問題にしているが、本来、問題にすべきなのは、最終契約成立の可能性ではなく、交渉破棄の事実と交渉継続の期待権（機会）である、と考えるべきである。交渉破棄の事実により、交渉継続の機会（期待権）はもはや喪失しているのであるから、当該機会を損害として評価できることになるのではないかと考える。第三に、情報提供義務違反の例がある。説明がなされなかったため十分な情報提供のもとに意思決定をする機会が侵害された場合、慰謝料が問題となる。これについては、肯定例<sup>830</sup>と否定例<sup>831</sup>があり、判例は定まっていない。

なお、本稿で問題とする「機会の喪失」は、あくまでも投資により利益を得る機会を喪失したことを損害と評価するものであり、投資できなかったという精神的苦痛に対する慰謝料ではない。これに関連する参考事例としては、選挙権の侵害（投票する機会の喪失）による精神的苦痛に対する慰謝料（一人 5000 円）が認められた在外日本人選挙権制限違法確認等請求事件<sup>832</sup>がある。この事案をみると、選挙において投票できなかったことも、自らの判断により投資ができなかったことも、確かに「機会の喪失」であるといえそうである。ただし、その「機会の喪失」によって生じた損害の性質は大きく異なっているように思われる。投資機会の喪失については、あくまでも経済的な利益を得る機会を喪失したものであるのに対し、投票機会の喪失は、選挙権を行使することができなかったことによる精神的苦痛が金銭的に損害と評価されるべきか否かということが問題となっている。この事案において最高裁大法廷は、国家賠償法に基づき上告人らに各 5000 円の慰謝料を認めた。しかし一方で、それらの精神的苦痛は国家賠償法による金銭賠償になじまないとする裁判官泉徳治の反対意見がある。このように、精神的苦痛が問題となる事案であれば、金銭賠償になじむか否かという議論を生じる余地があることになる。しかし、投資機会の喪失は、精神的苦痛に対する慰謝料ではなく、あくまでも利益を得る機会という経済的な利益が損害の対象となっているのである。以上のように、選挙権侵害事例における「機会の喪失」と、証券不実開示事例における「機会の喪失」は、その法的性格が異なることに留意が必要であるように思われる。

## 第 5 項 損害概念の再構成

以上みてきたように、差額説による損害概念には、差額説に内在する問題と差額説を適用することによる問題という二つの問題がある。一方、損害事実説を採ると、差額説では採りえなかったような損害も認めることができるなど、その有用性が認められる。したがって、投資者の損害を考察・検討する場合、損害概念を差額説から損害事実説に再構成し、

<sup>829</sup> 山本和彦「民事手続法の観点から」金判 1238 号 11 頁（2006）など。

<sup>830</sup> 最判平成 16・11・18 民集 58 卷 8 号 2225 頁。

<sup>831</sup> 最判平成 15・12・9 民集 57 卷 11 号 1887 頁。

<sup>832</sup> 最大判平成 17・9・14 民集 59 卷 7 号 2087 頁。

差額説ではカバー仕切れない損害（機会の喪失、加害者の利益など）を算定できるようにすることが必要である。さらに、損害算定の実体法的側面の検討に当たっては、不法行為損害賠償法や株主と会社の損害といった会社法の政策的考慮だけにとどまらず、公正な証券取引の実現という金商法のいわば市場法としての趣旨をまず第一に考慮することが肝要である。そのような金商法の趣旨を考えるのであれば、投資者の損害について、「市場の損害」と「投資者の個別損害」という類型<sup>833</sup>に分けて検討するのが有益と思われる。そのうえで、フランス法で考察した、「状態の損害」と「決定の損害」という観点から導くことができる「投資機会の損失」も投資者の損害として認めることが必要である。現在、わが国やアメリカにおいて議論されている損害は、このうち「状態の損害」だけであり、「決定の損害」はほとんど議論されていないといつてよいように思われる。このように、投資者の損害については、不法行為損害賠償法だけではなく、市場法としての金商法の視点からの検討も欠かせないといえる。このため、次は、投資者の損害について、金商法の視点からみていくこととしたい。

### 第3款 投資者の損害—金商法21条の2

#### 第1項 金商法21条の2の新設

金商法21条の2の規定は、有価証券報告書等の書類に虚偽記載があった場合において、流通市場で発行会社の有価証券を取得した投資者に対する発行会社の損害賠償責任について定めたものである。この規定は、平成16年の証券取引法改正において当時の証券取引法21条の2として規定が新設された<sup>834</sup>。この規定は金商法21条の2として引き継がれているが、その目的は、不実開示の抑止を通じて証券市場の公正さと健全さを確保することを目的としている<sup>835</sup>。

#### 第2項 損害賠償額の制限

金商法は、アメリカ証券法および取引所法と同様、損害額の法定規定を置いているほか、諸外国に例をみない損害の額に関する推定規定がある。これらの規定の存在から、金商法が投資者の損害をどのように捉えているのかを考察することができる。まず、金商法19条1項は、いわゆる発行開示の場合に、虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任額を法定することにより、賠償額を制限している。すなわち、賠償額は、有価証券の取得からその後の処分価額ないし保有価額を控除した額と定めている。このことは、発行開示の場合に、投資者の損害とは、投資者が実際に損害を受けた実費相当額だけであり、それ以下でも、

<sup>833</sup> 神田・前掲注（77）326頁。

<sup>834</sup> 平成16年の証券取引法改正の経緯については、三井秀範（編）『課徴金制度と民事賠償責任—条解 証券取引法』30頁以下、152頁以下（金融財政事情研究会、2005）参照。神田・前掲注（77）318頁。

<sup>835</sup> 三井（編）・前掲注（834）30頁。神田・前掲注（781）637頁注5参照。

それ以上でもないと定めていることになる。したがって、損害は、取得時差額（高値損害）、取得自体損害説をとり、そこから損益相殺的に、処分価額等を控除する方法を採っている。このように、本条からは、法が投資者の実際に受けた損失部分、つまり実費相当を損害と捉え、同時に損害額を算定しているということができる。

一方で、継続開示の場合には、このような賠償額の法定規定は置かれていない。これは、発行開示の場合、有価証券を発行してその取得価額を投資者が支払うことから、取得価額と処分（保有）価額が直接的な関係にあることから、このような規定があるものと思われる。継続開示の場合には、会社が有価証券を発行するわけではないことから、発行者と投資者の直接的な関係はみられないのである。その代わりに継続開示の場合、金商法 21 条の 2 は、賠償額の上限規定を置いている。すなわち、金商法 19 条 1 項の例により算出した限度を超えない範囲において、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責めに任ずるとしているのである。このことは、発行開示と同様に、継続開示においても、実際に受けた損失部分、実費相当を損害と捉え、その範囲内の額を損害額として算定しようとしていることがわかる。

### 第 3 項 損害賠償額の推定

次に、金商法は諸外国にはみられない損害額の推定規定を置いている。この規定は文字通り、規定に基づいて計算した額を損害額とすることができるとしていることから、法が何を損害と捉えているのかは直接的には明らかではない。しかし、規定に基づく計算方法を考察することにより、何を損害として捉えようとしているかは間接的に解釈することができるように思われる。そこでは、虚偽記載の公表日前後 1 か月間の市場価額の平均額の差額を、虚偽記載等により生じた損害額とすることができると規定されている。

金商法 21 条の 2 第 2 項については、立案担当者の説明などからは、取得者の下で生じた高値取得損害、すなわち、取得時における取得価格と想定価格との差を損害額として位置づけたうえで、この損害額についての立証を緩和するために 2 項の推定ルールを導入したものとされている<sup>836</sup>。これだけからは、2 項が取得時差額説を基礎に据えているかにみえる<sup>837</sup>。しかし、潮見教授も指摘するように、取得時差額説を基礎とするならば、同条 4 項・5 項による因果関係不存在・寄与度を理由とする減免責の理由が難しくなる。取得時点における取得価格と想定価格の差として損害を捉えるという立場を採りつつ、その一方で、取得後に生じた虚偽記載等の事実とは関係のない市場変動リスクは取得者が負担すべきであるとの理由に依拠して取得時差額で算定した額の減免を導くことは、理論的一貫性を欠く<sup>838</sup>といえよう。

<sup>836</sup> 岩原ほか・前掲注（782）212 頁（三井秀範発言）。

<sup>837</sup> 潮見・前掲注（738）166 頁。ライブドア事件最高裁判決における岡部喜代子裁判官の反対意見も、このような 2 項の理解を前提に立論をしている。

<sup>838</sup> 潮見・前掲注（738）166 頁。



以上から、不法行為損害賠償法における損害論を踏まえて金商法 21 条の 2 の規律を整理すると、同条の規律は、損害の実体的理解としては、現在の時点（訴訟にあっては、口頭弁論終結時）の総体財産損害を賠償させるという考え方を基礎としているものと考えられるとされている<sup>839</sup>。同条の規律を実体レベルで捉えると、有価証券の取得段階における諸要因はもとより、取得以降現在の時点（訴訟にあっては、口頭弁論終結時）までに取得者の財産に生じた変動の諸要因と、それが取得者の財産に関与した時期を考慮するという枠組みが採用されている。その諸要因には、取得者側の状況ないし事情（取得後の処分の有無等）、発行者側の状況・事情（虚偽記載以外の事情）、中立的な状況等（他の保有者の投資行動等）のすべてが含まれており、この損害観は総体財産損害説と親和性がある<sup>840</sup>。なお、私見では、このことは、法が虚偽記載が公表された後の市場価格の下落額を損害と捉えており、不実開示公表時下落説的な考え方を採っているように思われる。

なお、損害の額の算定については、次のような会計的な問題がある。金商法 21 条の 2 に基づき請求することのできる額の算定方法について、ライブドア事件で最高裁は次のように判示した。

「金商法 21 条の 2 に基づき請求することのできる額の算定方法」は、投資者が有価証券報告書等に虚偽記載等のある有価証券を複数回にわたってそれぞれ異なる価額で取得し、複数回にわたってそれぞれ異なる価額で処分した場合にいかなる算定方法（計算）により損害額を算出するかというものである。具体的には、個々の取引ごとに金商法 19 条 1 項限度額と同法 21 条の 2 第 5 項による控除後<sup>841</sup>の推定損害額を算出し、両者を比較して請求可能額を算定する方法を個別比較法（会計上の個別法と同様の考え方による方法）と呼び、取得価額の総額と処分価額の総額の差額をもって金商法 19 条 1 項の限度額としたうえで、これと同法 21 条の 2 第 5 項による減額後の推定損害額の総額とを比較し、その小さいほうの金額をもって請求可能額を算定する方法を総額比較法（会計上の総額法と同様な考え方による方法）と呼んだうえで、次のように判示した。

---

<sup>839</sup> 潮見・前掲注（703）19 頁。

<sup>840</sup> 潮見・前掲注（738）167 頁。

<sup>841</sup> 本件最高裁判決は、個別比較法については、「個々の取引ごとに、19 条 1 項限度額と推定損害額を算出し、両者を比較して…請求可能額…を算定」する方法と説明する一方、総額比較法については、推定損害額を 21 条の 2 第 5 項によって賠償の責めに任じない損害の額を控除したものとしている。このことからすれば、本判決は、個別比較法を採用する場合には、19 条 1 項限度額と 21 条の 2 第 5 項による控除前の推定損害額とを比較する趣旨であるとも読めないではない。しかし、個別比較法と総額比較法という名前で議論されている本質は、請求可能額を算定する際の取引の単位を、個々の取引を単位とするかそれとも取引の総額を単位とするかの点にあるはずで、両算定方法の間にそのような差異を設ける合理的理由は見当たらない。このため、両算定方法とも、比較に際しては 21 条の 2 第 5 項による控除後の推定損害額を用いている。白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（上）」商事法務 1970 号 10 頁（注 13）（2012）参照。

「投資者が、複数回にわたり、虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券の取引を行った場合においても、理念的には個々の取引ごとに上記虚偽記載等に起因する損害が生じているとみることができるから、個々の取引ごとの取得と処分との対応関係が特定され、取得価額及び処分価額につき具体的な主張・立証がされているときは、裁判所が個別比較法によって請求可能額を算定することを否定する理由はない。」。この判示内容については、妥当であると考ええる。

#### 第4項 推定規定の適用上の問題

金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定を適用する場合、不实記載の「公表」の意義が問題となる。それは、法の規定が「公表」時を基準として損害額の推定をしているからである。以下、詳しくみることにしたい。

##### 1. 「公表」主体性の要件

金商法 21 条の 2 第 1 項は、有価証券届出書など公衆の縦覧に供される開示書類<sup>842</sup>に虚偽記載等<sup>843</sup>が存在した場合、当該開示書類を提出した有価証券の発行者は、公衆縦覧期間中に流通市場で有価証券を取得した投資者に対して損害賠償責任を負うと定めている。そして同条第 2 項において、投資者の立証責任を緩和するものとして、損害額の推定規定が設けられている。この規定において、開示書類に虚偽記載等の事実が公表された場合に、当該公表日を基準として損害の推定をすることができるとしており、そこではまず、誰が公表を行うことができるのかという公表主体の解釈が問題となる。過去の裁判例によると、検察官は公益の代表者として捜査権限を有し、捜査により訂正情報を獲得し、それを市場に提供しうる者といえるから、公表の主体と認められるとされており、学説では、これを支持するものがある一方で有力な反対説もあるという状況となっている。

しかしながら、これまでの議論をみる限り、検察官（警察を含む。以下同じ。）が公表主体であるとした場合に、金商法の目的の一つである投資者保護、そしてそれを実現するための適正なディスクロージャー制度が適時適切に機能しなくなってしまうという事態が十分に認識、問題視されていないまま議論がなされているように思われる。このため、本稿では検察官を公表主体とした場合に、金商法上いかなる問題があり、そのような場合にいかなる者を公表主体とし、適正なディスクロージャー制度を確保するにはどうしたらよいのかということについて考えてみたい。

---

<sup>842</sup> 金商法 25 条 1 項（有価証券届出書等の公衆縦覧）。

<sup>843</sup> 重要な事項についての虚偽の記載があり、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重要な事実の記載が欠けていること（金商法 18 条 1 項ほか）。以下同じ。

## 2. 金商法 21 条の 2 第 3 項の立法趣旨

金商法 21 条の 2 第 3 項は、公表の主体について、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により」と定めている。このように、公表の主体は、開示書類の提出者自身または提出者の業務または財産に関し法令に基づく権限を有する行政官庁等に限定されている。これは、過去の虚偽記載等を訂正し真実の開示を行うことの公表として信頼性があり、市場参加者はその公表を合理的なものと信頼して投資判断をすることにより、開示が虚偽なものから真実なものに修正されたことを適正に反映した価額変動が発生すると典型的に考えられる場合として列挙したものとされている<sup>844</sup>。そこでその主体は具体的に誰であるかが問題となる<sup>845</sup>。業務または財産に関する法令に基づく権限の例としては、金商法 26 条（内閣総理大臣、金融庁、証券取引等監視委員会）、6 条および 12 条（上場会社等に対する取引所、証券業協会）があり、破産管財人、その他、各法の監督・検査・報告聴取等についての権限がこれに該当し、警察による捜査結果の発表もこれに当たるとされている<sup>846</sup>。以上のように、公表主体は、市場参加者が客観的に信頼でき、しかも法令に基づく権限を有する主体に限定されている。その根拠としては、推定規定は有価証券の価値に対する虚偽記載等の影響を、市場価格の下落幅によって推定している点にあるので、このような推定規定が合理的に機能するためには、虚偽記載等の存在を指摘する訂正情報がすべての市場参加者にとって信頼に足るものでなければならないということだとされている<sup>847</sup>。

以上が金商法 21 条の 2 第 3 項の立法趣旨とされているが、次に公表主体に関するこれまでの裁判例と学説の状況をみることにしたい。

## 3. 判例および学説の状況

ライブドア事件に関する下級審裁判例、最高裁の判例は、「公表」の主体、方法および公表日について以下のように判示している。

### （1）下級審裁判例

下級審裁判例<sup>848</sup>では、金商法 21 条の 2 第 3 項にいう公表の主体について、以下のような

---

<sup>844</sup> 三井・前掲注（834）158、159 頁。市場参加者が風説を流布したことにより市場価格が下落したような場合は該当しない。

<sup>845</sup> 証券取引法研究会（編）『平成 16 年の証券取引法等の改正』別冊・商事法務 290 号（2005）62 頁（岸田雅雄発言）、63 頁（川口恭弘発言）。

<sup>846</sup> 三井・前掲注（834）159 頁。

<sup>847</sup> 三井・前掲注（834）158 頁、159 頁。黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務 1708 号 8 頁（2004）。弥永真生「金融商品取引法 21 条の 2 にいう『公表』の意義」商事法務 1814 号 5 頁（2007）。

<sup>848</sup> 東京地判平成 20・6・13 判時 2013 号 27 頁（ライブドア事件第 1 審判決）。加藤貴仁「判批」『平成 20 年度重要判例解説[ジュリスト臨時増刊 1376 号]』（2008）133 頁も参照。

理由により、検察官の公表主体性を認めている。「投資者にとって類型的に信頼できる訂正情報を獲得しそれを市場に提供し得る者、すなわち、法令上、報告聴取、検査、調査等の権限を有する者をいうものと解するのが相当である。上記条項の『公表』は、有価証券報告書等の虚偽記載等による市場価額への影響を排除して、適正な市場価額を回復させる機能を有するものであるから、投資者にとって信頼できる訂正情報を提供できる者であれば足り、必ずしも一定の処分や指示を行う権限を有する者に限定する理由はない。そして、検察官は、公益の代表者である独任制の機関であって・・・、有価証券報告書の虚偽記載等の犯罪について、強制処分を含む捜査を行う権限を有しており・・・、捜査によって訂正情報を獲得し、それを市場に提供し得る者といえるから、上記『公表』の主体と認められるというべきである。」「検察官による捜査情報は、公訴提起前のものであっても、一般には公益の代表者からの信頼できる情報と受け止められるのであるから、検察官を『公表』の主体から除外する理由はない。」。さらに、他の裁判例<sup>849</sup>では、検察官が報道機関に開示した事実が報道されることが、「公表」に該当すると解釈されている。

次に、「公表」の方法については、次のように判示する。すなわち、『『多数の者の知り得る状態に置く措置』をとることとされ、その方法には何ら制限はないから、一般に広く報道されることを前提として、報道機関に事実を伝達することは『公表』に当たるものと解される。」「したがって、検察官が、司法記者クラブに加盟する複数の報道機関の記者らに対し、それが一般に報道されることを前提として、便宜供与等の一環として公式に一定の捜査情報を伝達することは、『公表』に当たるものとして妨げない」。本件では、「東京地検の検察官において、平成 18 年 1 月 18 日ころ、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らに対し、ライブドア社が平成 16 年 9 月期決算において、その子会社等の預金等を付け替えることで、約 14 億円の経常黒字を粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑があることを伝達したことは、本件有価証券報告書の虚偽記載の事実を『公表』したものと評価することができる」。

これに対し、「ライブドア社は、上記事実の伝達は、本件有価証券報告書の虚偽記載の事実の一部にすぎず、そのような事実をもって本件有価証券報告書の虚偽記載が公表されたものとはいえないと主張する。・・・しかしながら、ライブドア社の子会社に対する架空売上の計上は、自社株式の売却益の計上と並ぶ本件有価証券報告書の虚偽記載を構成する重要な要素であるから、その重要な要素である事実、しかも、概ね正確な事実が伝達された以上、市場における適正な市場価額の形成が期待できる状況になったものとして、本件有価証券報告書の虚偽記載が伝達されたと評価することは妨げられないものというべきである」。

以上のようにライブドア事件第 1 審判決では、検察官を『公表』の主体と認めるととも

---

<sup>849</sup> 東京地判平成 21・5・21 判時 2047 号 36 頁。

に、『公表』の方法については、その方法に何ら制限はないから、報道を前提として、報道機関に事実を伝達することは『公表』に当たるとした。その後のライブドア事件控訴審判決<sup>850</sup>もまた、『公表』の主体、公表の方法について、第1審判決の内容を是認した。

## （２）最高裁の判断

ライブドア事件最高裁判決<sup>851</sup>は、公表の意義について初めての判断を示し、以下の通り、第1審、第2審の判決内容を踏襲して、検察官の公表主体性を認めるとともに、東京地検が司法記者クラブにライブドア社に有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨の情報を伝達したことは『公表』に当たると判示した。

### ① 検察官の公表主体性

「検察官は、有価証券報告書等の虚偽記載等の犯罪につき刑法に基づく種々の捜査権限を有しており、その権限に基づき、有価証券報告書等の虚偽記載等を訂正する情報や有価証券報告書等に記載すべき正確な情報を入手することができるのであって、その情報には典型的に高い信頼性が認められる。したがって、検察官は金商法21条の2第3項にいう『当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者』に当たるといふべきである」。

### ② 公表の意義・方法

「金商法21条の2第2項にいう『虚偽記載等の事実の公表』とは、有価証券報告書等の『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたことをいうのであって（同条3項）、その文理からすれば、『虚偽記載等の事実の公表』があったというためには、単に当該有価証券報告書等に虚偽記載等が存在しているとの点についてのみ上記措置がとられたのでは足りないことは明らかであるが、有価証券報告書等に記載すべき真実の情報につき上記措置がとられたことまでも要すると解すべきものではない。なぜなら、取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足る情報が開示され、その結果当該有価証券が大きく値下がりしたにもかかわらず、真実の情報が明らかにされないことをもって『公表』がないものとし、同条2項の推定規定を適用することができないのでは投資者の保護に欠け、相当ではないからである。むしろ、同項が『公表』をもって損害の額を推定する基準時としたのは、信頼性の高い情報を入手することのできる主体が『公表』することによって、当該有価証券に対する取引所市場の評価の誤りが明らかになることが通常期待できるという趣旨によるものであると解され、また、評価が誤っていたかどうかは、当該『公表』の時点で既に明らかになっている事実を考慮に入れて判

---

<sup>850</sup> 東京高判平成21・12・16金判1332号7頁。

<sup>851</sup> 最三小判平成24・3・13金判1390号16頁。

断されるべきことであるから、同条三項にいう『虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項』について多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというためには、虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足る基本的事実について上記措置がとられれば足りると解するのが相当である」。

本件では、東京地検は「ライブドア社代表者による金商法違反の容疑につき捜査を行い、本件検察官は、その過程で得られた証拠等に基づき、司法記者クラブに加盟する報道機関の記者らを通じて、ライブドア社が、平成 16 年 9 月期決算（単体）において、ライブドア社の傘下にあった子会社の預金等を付け替えることで約 14 億円の経常黒字へと粉飾した有価証券報告書の虚偽記載の容疑がある旨の情報を一般公衆に開示したというのである。本件虚偽記載は、ライブドア社が実際には約 3 億円の経常赤字であったのに約 50 億円の経常黒字である旨の連結損益計算書を本件有価証券報告書に掲載したというものであるところ、これは子会社等に対する合計 15 億 8 千万円の架空売上を計上するなどして行われたものであって、これらの事情に照らせば、上記情報は、ライブドア社株に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足る基本的事実に当たるものといえることができ、これを開示することにより多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたというべきであるから、本件開示をもって金商法 21 条の 2 第 2 項にいう『虚偽記載等の事実の公表』があったというべきである」。

### （３） 学説の状況

学説では、公表の主体性の要件として、第一に信頼性が認められること、第二に市場参加者がその公表情報を信頼して投資判断をすることにより、開示が真実なものに修正されたことを適正に反映した価格変動が発生すると典型的に考えられること、をあげて、提出者に対する監督権限を有する行政官庁など、投資者にとって信頼できる訂正情報を提供できるような報告調査・検査・調査等の権限を法令上有する者が公表主体となりうると考えられるとしている<sup>852</sup>。

このように、法令上監督権限を有する行政官庁が公表主体となることについては、異論はないものと思われるが、特に争いがあるのは検察・警察の捜査発表で<sup>853</sup>、検察官の公表主体性については以下のとおり見解が分かれている。

#### （肯定説）

「提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を行使する者」とは、その者による事実の公表であれば投資者が信頼して投資判断を行うと合理的に考えられる者、提

<sup>852</sup> 山下友信＝神田秀樹（編）『金融商品取引法概説』206 頁、207 頁（有斐閣、2010）。

<sup>853</sup> 岸田雅雄（監修）『注釈金融商品取引法 第 1 巻』297 頁（金融財政事情研究会、2011）。

出者から信頼性のある情報を取得できる者を意味すると解すべきであるとし、法令に基づく権限とは、法令に基づく調査・書類受領・処分といった各種の権限等、提出者から信頼性のある情報を取得できる権限を意味すると解すべきで、それで足りるとして上記裁判例の判旨は妥当であるとする<sup>854</sup>。

そして検察官が公表主体になり得ないとする、次のような不都合を指摘している<sup>855</sup>。

- ① 開示書類の提出者に対して犯罪の強制捜査が行われている間、提出者としては、関係書類が押収されているため虚偽記載等の事実を公表できない状況に置かれることがある。このような場合に、検察官が公表主体になり得ないとする、強制捜査が行われるような重大な虚偽記載のケースほど、投資者保護に反する結果を招くという矛盾に陥る。
- ② 検察官が捜査結果として虚偽記載等の事実を公表した 1 か月後に、発行会社が同一の事実を公表する例を想定すると、もはや発行会社の公表で市場価格の変動は考えられないから、検察官を公表主体と捉えないと、金商法 21 条の 2 による損害額の推定規定は機能しなくなってしまう。
- ③ さらに、立案担当者は、警察による捜査発表は、『公表』に該当すると説明していたとするものもある<sup>856</sup>。

#### (否定説)

- ① 法律の文言上、公表の主体を検査・報告聴取などに基づいて一定の処分・指示ができる権限を持つ者に限定することが自然である<sup>857</sup>。
- ② 公表主体の権限を、検査や報告聴取などに基づいて一定の処分や指示を行うことができる権限に限定する。警察は書類の提出者の業務または財産のあり方について命令を発したり、適切なあり方について指示したりする権限を有する者でない<sup>858</sup>。
- ③ 警察・検察の行う捜査結果の公表は、後に公判においてその内容の成否が争われ得る可能性のある事実を述べるものにとどまるから暫定的な情報提供に過ぎないとする<sup>859</sup>。
- ④ 検察官は他の公表主体とはあまりにも性質が異なる。条文では、開示書類の提出者と並べて、当該提出者の業務もしくは財産に関し法令に基づく権限を有する者をあげており、ここでの文言から、投資者あるいは市場が信頼できる者であればよい

---

<sup>854</sup> 黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定」金判 1303 号 6 頁 (2008)。

<sup>855</sup> 黒沼・前掲注 (854) 6 頁。

<sup>856</sup> 加藤貴仁「虚偽記載に関する損害額推定規定における公表の概念」ジュリスト 1376 号 134 頁 (2009)。

<sup>857</sup> 弥永・前掲注 (847) 5 頁。

<sup>858</sup> 弥永・前掲注 (847) 5 頁、10 頁。

<sup>859</sup> 弥永・前掲注 (847) 7 頁。

との解釈は難しいのではなかろうか<sup>860</sup>。

この否定説については、以下のような反論がなされている。

上記②については、信頼できる訂正情報を提供できる能力は、処分や指示を行う権限とは無関係であると考えるので、裁判例の判旨に賛成である<sup>861</sup>。③については、公表された事実の内容の成否が後に争われる可能性があることは、警察・検察官による捜査結果の公表も、提出者からの報告等を踏まえて金融商品取引所が行う公表措置も全く同じであって、検察官を公表主体から除外する理由にはならないとする<sup>862</sup>。

#### 4. 検討—検察官の公表主体性

##### (1) 公表主体の要件

公表の主体に関する問題を検討する場合、金商法およびそのディスクロージャー制度の趣旨・目的、条文の解釈やこれまでの裁判例、学説の考え方を基に、どのような者が公表主体となるのかという、その要件を明らかにしておく必要がある。

それは、第一に公表主体の合理的信頼性および客観的な明確性である。公表の主体として、金商法がまず挙げているのは開示書類の提出者であり、発行会社が典型的な場合である。情報開示を行った者自身が訂正情報を流すことで、虚偽開示がなかったならばそうであったであろうという株価に、市場が到達することが考えられる<sup>863</sup>。まさに情報開示を行った者自身が訂正開示を行うのであるから、これほど客観的には信頼できる者はいないのであって、ここで要件とされるのは信頼性・客観性であることがわかる。仮に、市場参加者の信頼が高くはない主体が真実の訂正情報を提供したとしても、市場価額に反映されるとは限らない<sup>864</sup>から、それだと訂正の意味がなくなってしまうことになる。市場参加者が信頼できる主体でその者の提供する情報が客観的で真実性があると認められることが必要である。さらに公表主体が明確であることも必要である。誰がその事実を述べたのかが明示されていなければならず、そうでなければ公表された事実に対して信頼を置くことはできないからである<sup>865</sup>。

第二に、公表主体が市場に対する影響力を持っていることである。これは第一の要件である信頼性・客観性から派生しているものであるが、訂正情報に対して市場が反応しなければ意味がないのであるから、市場が、法的権限等があつて訂正情報が真実であると納得するような影響力のある主体であることが必要である。

---

<sup>860</sup> 近藤・前掲注(797) 13頁。

<sup>861</sup> 黒沼・前掲注(854) 6頁。

<sup>862</sup> 黒沼・前掲注(854) 6頁、7頁。

<sup>863</sup> 近藤・前掲注(797) 13頁。

<sup>864</sup> 加藤・前掲注(856) 134頁。

<sup>865</sup> 弥永・前掲注(847) 6頁。



第三に、公表主体は訂正開示の権限・能力を持っていることである。法文上の「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者」がこれに当たる。この権限は金商法 第 2 章 企業内容等の諸規定、すなわちディスクロージャー制度に関する権限と解すべきである。そのように狭く捉えないと、訂正情報の真実性の審査・命令ができず、発表された情報が開示書類として適正妥当か否かの判断ができないことから、ひいては情報の確実性・明確性が担保されないことになるのである<sup>866</sup>。学説中の否定説が主張する「警察・検察の役割は誤った情報を修正し市場の価格形成機能を回復させることではない<sup>867</sup>」と述べているのも、この訂正開示の権限・能力が必要と考えていることからきていると思われる。

このように、公表主体には以上の三つの要件が必要であり、それぞれの主体が公表主体となるか否かを判断するに当たっては、これら三要件を備えているかをみていくことが必要である。次に、これら三要件を念頭に置いて、検察官を公表主体とした場合にいかなる問題があるのか、また検察官はこれらの要件を備えているのかということについて検討する。

## （２）検察官を公表主体とした場合の問題点

検察官が公表主体となるか否かについて論ずる場合、まず検察官とは何か、その法的根拠・権限、職務・役割といったものを整理しておく必要がある。検察官の職務は、「刑事について、公訴を行い、裁判所に法の正当な適用を請求し、且つ、裁判の執行を監督し、(略)、公益の代表者として他の法令がその権限に属させた事務を行う<sup>868</sup>」とされている。検察官は、捜査権、公訴権などの権限を有する一定の資格を持った法律専門家であり、検察庁という全国的に統一された組織の中で活動する。検察官は刑事司法の中で 4 つの役割を持つとされている。第一に捜査機関としての役割である（警察官的機能）。第二に、公訴提起の権限を独占している（裁判官的機能）。第三に、公判で証拠を提出し、事実・法律につき意見を述べる権限である（当事者的機能）。第四に、確定した刑の執行を指揮する権限である（行刑官的機能）<sup>869</sup>。このように検察官は、金商法を例にとれば、同法 197 条等の罰則規定に違反した者を捜査し、公訴を提起するというのがその主な役割である。

一方、金商法の主務官庁は金融庁であり、その任務は有価証券の投資者の保護<sup>870</sup>とされ、

---

<sup>866</sup> 西武鉄道事件（東京地判平成 19・8・28 金判 1280 号 10 頁など）の際には、国土交通省は鉄道事業法 94 条に基づき西武鉄道に対して報告命令を行ったが、これについては金商法に基づくものではないことから、同省は公表主体性がないと解すべきであろう。

<sup>867</sup> 弥永・前掲注（847）5-7 頁。

<sup>868</sup> 検察庁法 4 条（検察官の職務）。

<sup>869</sup> 池田修一前田雅英『刑事訴訟法講義〔第 2 版〕』33-35 頁（東京大学出版会、2006）。

<sup>870</sup> 金融庁設置法 3 条（任務）。その他に、我が国の金融の機能の安定を確保し、預金者、保険契約者等の保護と金融の円滑を図ることがある。

その所掌事務は、ディスクロージャー制度に関しては「金商法第二章から第二章の五までの規定による有価証券届出書、有価証券報告書その他の書類の審査及び処分に関すること」および「金融商品取引に係る犯則事件<sup>871</sup>の調査に関すること」とされている<sup>872</sup>。このように金融庁は、投資者の保護とそれを実現するためのディスクロージャー制度の運用に責任を負っている。以上のように、検察官、金融庁それぞれの任務・役割は異なっているわけであるが、それでは今回のライブドア事件のように検察官が前面に出て報道機関に強制捜査について発表を行った場合に、金商法および金融庁設置法上いかなる問題が生ずることになるのだろうか。

第一に、検察官は、開示内容を真実と一致させることにより金融商品取引の適正さを実現することを目的として情報提供を行う義務や金融商品市場の整備についての責任を負っていないことから、現実にも、金融商品取引における価格形成を正常化させるために必要十分な情報が提供されとは限らず<sup>873</sup>、適正な開示がなされない可能性がある。このことは、全国的な統一組織である検察庁よりも、地方の県警察などの場合により多く当てはまるものと思われる<sup>874</sup>。

第二に、検察官と証券取引等監視委員会との間に捜査協力等がなされなければ、金融商品取引に係る犯則事件の調査が円滑に行われないことになる。第三に、有価証券の発行会社の代表取締役を初めとする役員の逮捕および関係書類の押収等に伴い、金融庁では金商法 26 条で定める発行会社の役員等に対し強制捜査の原因となった事実について報告の聴取および検査が行えない状況となり、その結果、所掌事務である開示書類の検査等ができなくなってしまうことになる。検察官の任務だけ遂行されれば良く、他の行政目的などは二の次という考え方は、いかに検察庁が独立した捜査権を与えられているといっても、採り得る見解ではない。

また、そもそも虚偽記載というのは、単に法律問題のみにとどまらず、開示書類が財務諸表規則に拠っているか<sup>875</sup>という主として財務会計上の問題でもあることから、容疑者を逮捕して机をたたいてガンガン絞ればそれで済むという話ではない。そこには、開示書類提出会社の役員および経理担当者や監査法人、行政当局との間で、高度な財務会計的検討がなされなければ訂正開示ができるものではないのである。これをたとえば脱税事件でみた場合、容疑者を捕まえたのはいいが、国税当局との連携がなかったために、起訴・刑の執行のみで終わってしまい、脱税者から重加算税等、税の徴収ができなかった場合と同じ

---

<sup>871</sup> 国税犯則取締法、関税法、金融商品取引法、独禁法等で犯則調査の対象とされている事件（『法律用語辞典〔第3版〕』 1159 頁(有斐閣、2006)）。

<sup>872</sup> 金融庁設置法 4 条（所掌事務）16 号および 23 号。

<sup>873</sup> 弥永・前掲注（847）10 頁（注 12）。

<sup>874</sup> 道府県警察などのなかには、未だ金商法違反事件の捜査経験がないところが多く、財務捜査官を配置しているところもあるものの、その人数もわずかで金商法および財務会計の双方に精通している人材が豊富とはいえない状況にあるものと思われる。

<sup>875</sup> 金商法 193 条（財務諸表の用語、様式及び作成方法）。

であろう。つまり、脱税犯に対する刑事手続きのみが実現し、脱税犯を取締まる目的である、税の公正・公平な執行が実現できなくなってしまうことになると思われる<sup>876</sup>。

確かに金商法の罰則に違反した（と思われる）者を検察官が逮捕、関係資料の押収をすることは、刑事司法機能の重要な役割であり、金商法の規定の実効性を担保する最終的な拠り所である。しかし、一方でライブドアの株主を始めとする一般投資者は、関係者の逮捕・起訴の成り行きとともに、それ以上に同社の虚偽記載等の実態を知りたいと考えている。仮に、虚偽記載等があるとされるのであれば、それを速やかに訂正して開示し、それによる有価証券の適正な価格形成がなされることを望んでいるのである。それが金商法の目的である資本市場の機能の十全な発揮と投資者の保護<sup>877</sup>にほかならない。すなわち、刑事司法機能の発揮とともに、資本市場機能の十全な発揮と投資者保護が同時に求められなければならないのである<sup>878</sup>。これを同時に実現させるには、そもそもの虚偽記載等の公表の段階が重要であり、公表の主体は、単に容疑者の逮捕等のみでなく、投資者が最も必要とする訂正開示の状況を明らかにする権限と能力、つまり、前記(1)で述べた第三の要件である、訂正開示の権限・能力が必要である。現在、金商法では訂正開示を行いもしくはこれを行わせることができるのは、開示書類の提出会社の他には金融庁であり<sup>879</sup>、検察官は法令上この権限を持っていない。ライブドア事件でなされた検察官の捜査結果の公表はいわば失敗作であって、これをもって検察官の金商法 21 条の 2 第 3 項の公表主体性を認めた先例とすることは妥当でないと考える。

### (3) 結論

以上の検討の結果、検察官は公表主体に必要とされる三つの要件すべてを具備しておらず、また検察官を公表主体とすると上述したような投資者保護上の問題点が出てくるため、学説の否定説が主張するように、公表主体とはなり得ないと解するのが妥当である。しかしながら、現実問題として、検察官が虚偽記載を発表したことに伴い市場がそれに反応して株価が大きく下落したような場合、当該発表は金商法上の公表ではないといったところで、今さら提出会社が発表しても何の変化もないということも確かであろう。ライブドア

---

<sup>876</sup> 現実の税務行政においては、このようなことを防ぐために、検察官と国税査察官が一体・連携して、脱税犯への刑事手続・税の徴収を併せて実施していると思われる。

<sup>877</sup> 金商法 1 条（目的）。

<sup>878</sup> これまでこの問題が強く認識されてこなかったことの要因の一つに、上場企業の虚偽記載等が発覚するのは、主に当該企業が会社更生法等の適用で倒産状態となったことによるものが多く、企業はすでに上場廃止等になっているため、投資者を初めとする市場一般の利害・関心がもはやなくなっていることから、検察官は刑事司法機能のみを考えていればよかったこともある。このような状況は、西武鉄道事件以降、大きく変わってきている。

<sup>879</sup> 金商法 7 条（訂正届出書の自発的提出）、10 条（虚偽記載等による訂正届出書の提出命令及び効力の停止命令）等が根拠規定である。

事件の場合、倒産状態でないまさに生きている会社の金商法違反による役員の逮捕・資料押収という、検察官にとってもいわば未知の領域に属する捜査でもあったこと、その当時は行政機関の体制が強化されつつあるとはいえ、未だこのような事案に対するノウハウの蓄積が不十分であり、両者の連携も必ずしも十分ではなかったといえるように思われる。このため、結果として検察官が虚偽記載の公表主体とならざるを得ず、裁判所もこれを追認せざるを得なかったと解するのが実際のところではないだろうか。しかしながら、このような特殊な事情のあったライブドア事件を前提として下された判決とそれに賛同する検察官公表主体性「肯定説」が通説となってしまうと、今後の資本市場機能の発揮と投資者保護に大きな問題を残すことになるように思われる。

そうだとすれば、今後もライブドア事件と同じような事案が発生した場合、いずれの機関が公表主体となるのが良いのであろうか。虚偽記載がなされたということは、その訂正がなされてその情報が市場に反映し、有価証券の公正な価格形成が図られなければならない。投資者・市場にとっては有価証券虚偽記載罪の容疑者の逮捕・起訴も重要な情報であるが、それ以上に訂正開示の内容が重要である。したがって、検察官は容疑者を逮捕して関係資料を押収する場合でも、訂正開示がなされるような方法を講ずることが求められる。具体的には、検察官と証券取引等監視委員会の課徴金・開示検査課<sup>880</sup>および特別調査課<sup>881</sup>、開示書類を受理する財務局が連携し、検察官が捜査結果の公表を行う場合でも、虚偽記載等の概要については、証券取引等監視委員会の特別調査課と課徴金・開示検査課が同時に公表するなどの運用が必要であろう。最後に、金融庁や証券取引等監視委員会が公表主体となった場合の問題点および今後の対応について指摘しておきたい。現在、金商法には、金融庁、証券取引等監視委員会および財務局が開示書類に虚偽記載等を発見した場合に、それを公表する旨の規定が存在していない。現状、実務的には事実行為として報道発表などを行っているが、これに明確な根拠を持たせるとともに、公表手続を明確かつ客観的なものとするために、たとえば独禁法 43 条<sup>882</sup>のような公表措置を定める規定が必要になると思われる。

---

<sup>880</sup> 有価証券報告書等の開示書類に関する検査（「開示検査」という）や課徴金検査を行う部署。開示検査は、犯則調査が直接の目的ではなく、開示書類の適正さを担保し訂正開示の懲罰等を行い、必要と認めた場合には課徴金に係る事件の調査に移行する。

<sup>881</sup> 証券取引等の公正を害する犯則事件の調査を行う部署。同課の職員は、検察官の指示の下、検察庁といわば一体となって業務を行っている。

<sup>882</sup> 独禁法 43 条（必要な事項の公表）。「公正取引委員会はこの法律の適正な運用を図るため、事業者の秘密を除いて、必要な事項を一般に公表することができる。」。金商法では、このような一般規定を定め、どのようなときに、どのような公表をするのか等の指針的な規定を開示府令等で定めれば良いと考える。

## 第5節 損害賠償額算定の訴訟法的側面

### 第1款 概観

民事訴訟制度は、元来国民の権利の保護を目的とするから、権利の侵害があった場合、被害を受けた者の要求に応じ、必要な救済を与えることが、現代における民事訴訟の重要な課題となる<sup>883</sup>。そこでは、実体法で認められた損害賠償請求権などの権利が、実際に保護され、損害賠償請求訴訟で実現されなければならない。わが国の損害賠償請求訴訟においては、審理の過程における当事者の関与を前提としつつも、最終的には判決を作成する裁判官が損害賠償額を定めることにならざるを得ない<sup>884</sup>。そして、この作業を担う裁判官は、民事訴訟法をはじめとする訴訟法規に基づいてその権限を行使することになる。ただし、現実の訴訟では、立証の方法など手続的・技術的な問題により、権利の保護が十分に図られないという状況が出てくることがある。そのような「証明の困難さが当事者の努力不足に帰せられないような訴訟類型」<sup>885</sup>においては、損害額の認定という訴訟法上の側面からの検討が重要となってくる。従来、わが国では、損害賠償を請求する者は、損害発生的事实だけでなく、損害の数額（損害賠償額）も立証すべきであり<sup>886</sup>、当該金額が証明されないときは、その証明は棄却すべきであるとされてきた<sup>887</sup>。このため、損害賠償請求訴訟においては、原告は、損害が発生したこと、および損害賠償額がいくらであるかの双方につき主張・立証責任を負うことから、たとえ損害の発生を証明することができたとしても、損害賠償額の証明に奏功しなければ請求は棄却されてしまうことになる。このことは、立証責任の分配という観点からはやむを得ないとされる一方で、企業の事業活動に起因する被害は、さまざまな経済的、市場的要因と絡まりあって、損害賠償額の立証を困難にすることが少なくないともされる<sup>888</sup>。とりわけ、証券不実開示の場合、これまでみてきたように、様々な要因により変動する市場価格の下落という損害の性質から、投資者に生じた損害賠償額の算定は困難であるとされる。それは、不実開示による市場価格の下落だけを取り出すことが一般に難しいためである。

損害賠償額の算定には、以上のような訴訟法的な問題点が指摘されているが、次の三つの観点からの検討を加えることにより、適切な損害賠償額算定のあり方および方式が明確になるように思われる。第一は、証券不実開示訴訟の目的および性質の問題である。第二は、損害賠償額の認定を行う裁判官に与えられている権限はいかなる性質のものであるの

<sup>883</sup> 竹下守夫＝今井功（編）『講座 新民事訴訟法 I』6頁（弘文堂、1998）。

<sup>884</sup> 内海・前掲注（87）2144頁（注（2））。なお、このような制度設計は必ずしも唯一の選択肢というわけではないとされる。たとえばアメリカでは、損害賠償金額の確定も少なくとも部分的には陪審に委ねられている。

<sup>885</sup> 伊藤眞「損害賠償額の認定」原井龍一郎先生古稀祝賀論文集刊行委員会（編）『改革期の民事手続法』52頁（法律文化社、2000）。

<sup>886</sup> 大判明治37・1・28刑録10巻105頁。

<sup>887</sup> 最二小判昭和28・11・20民集7巻11号1229頁。

<sup>888</sup> 竹下＝今井（編）・前掲注（883）9頁。

か、また、法律上どのような意義を有するのかという観点、第三は、損害賠償額の認定について規定する民事訴訟法 248 条の趣旨、解釈上の問題および適用上の問題について、である。以上、本節では、実体法における損害論と密接に係る訴訟法的側面について、損害賠償額の立証と認定という点から民事訴訟法 248 条（以下「248 条」という）、および証券不実開示訴訟の目的・性質について検討を加えることとしたい。

## 第 2 款 証券不実開示訴訟の意義

### 第 1 項 目的および性質

訴訟の類型については、その訴訟がいかなる目的を有するものかという観点から、「紛争解決型」訴訟と「政策志向型」訴訟という二つに分けることができる<sup>889</sup>。そして、金商法における損害賠償の目的・理念は、この訴訟の目的からも大きな影響を受ける。そこで、証券不実開示訴訟の目的についてみると、この訴訟も民事訴訟であるからには、当事者の紛争の解決が、まず第一の目的となるであろうから、「紛争解決型」訴訟であるといえる。そこでは、被害者が納得する賠償額であればそれでよいということになりそうでもある。一方、金商法には資本市場における公正な取引の確保や虚偽記載を防いで投資者を保護する目的がある。このため、金商法に基づく損害賠償請求訴訟は、それら金商法の目的・政策を実現する「政策志向型」訴訟であるともいえるであろう。そこでは、投資者の保護が訴訟審理に影響し、損害賠償額を認定すべきであるということになり、さらに、不実開示を抑止するためには、加害者が不当に得た利益を吐出させることも重要だとされるかもしれない。さらに、この「政策志向型」訴訟は、集团的利害をめぐる紛争となる<sup>890</sup>。訴訟の実質的な争点は、当事者に象徴される集団の争いである。したがって、判決は集団の利害の配分に関する決定にはかならないという側面を有する。このように、「政策志向型」訴訟は、以下に述べる集団訴訟と密接な関わりを持っている。このように、証券不実開示訴訟は、金商法における損害賠償制度の目的・機能からみて、不実開示を行った会社とそれにより損害を受けた投資者との紛争を解決するという「紛争解決型」訴訟の側面と、投資者を保護して不実開示を抑止するという「政策志向型」訴訟の両面を併せ持っている。そこでは、投資者への損害填補機能とともに不実開示の抑止機能が重視され、投資者個人の財産的被害の救済とともに、投資者の資本市場に対する信頼を損なうような不実開示の抑止が重要となる。このように、証券不実開示訴訟は、「私人による法の実現」、すなわち、「投資者による金商法の実現」がなされることになるといえるであろう。

次に訴訟の性質については、訴訟の当事者が主として個人なのか、あるいは少なくとも一方が集団であるのかという観点から、「個別解決型」訴訟と「集团的解決型」訴訟（いわゆる集団訴訟）の二つに分けることができる。これにより、訴訟の審理方法や損害賠償額

<sup>889</sup> 平井宜雄『現代不法行為理論の一展望』66 頁（一粒社、1980）。

<sup>890</sup> 平井・前掲注（889）73 頁。

の認定について、次のような相違が生ずることになる。集団訴訟とは、公害訴訟、消費者訴訟などで原告が多数の集団として提訴するもので、訴訟法的には通常共同訴訟となる。この通常共同訴訟は、通説・判例では証拠共通の原則があり有力学説によれば主張共通の原則があるものの、本来は個別訴訟を束ねたものにすぎないというのが基本的な構造である。しかしながら、今日の集団訴訟は、このような伝統的な理解だけでは処理できない面を含んでいる。たとえば、事実認定につき、被告（加害者）の行為と原告（被害者）の損害との個別具体的な因果関係や原告個々人の個別の損害額は個々別々に事実認定されなければならないというのが、個別訴訟の束だという伝統的な理解からの帰結である。しかしながら、100人を超えるような集団訴訟でそのような証拠調べ（事実認定）をしていたのでは、訴訟は何年経っても終わらないことになりかねない<sup>891</sup>。とりわけ、証券不実開示訴訟の場合には、原告が100人どころか、数千人に及ぶことも考えられるほか、海外の投資家からの提訴がなされる可能性もあるため、証拠調べの作業量は膨大なものとなり、裁判所の負担は計り知れないこととなる。このため、個々の原告に関する個別的因果関係や個別的損害額の具体的な認定ではなく、集団的な事実認定が模索されることになる。判例<sup>892</sup>では、損害賠償請求において、個々の原告によって差異を生じさせない慰謝料の一律包括請求としたことを適法としている。このように、集団訴訟は、量が質を変えていくことを認識しなければならず、それは実体法をも巻き込んだ新たな問題を生み出すことになる。集団訴訟を、単純に通常共同訴訟の一種だと理解しては捉えきれない面があり、将来の重要な研究課題であるとされている<sup>893</sup>。

以上のように、証券不実開示訴訟には、「紛争解決型」訴訟、「政策志向型」訴訟、集団訴訟という三つの目的・性質があると考えられることから、次にそれぞれの内容を詳しく考察することとしたい。

## 第2項 紛争解決型訴訟と政策志向型訴訟

### 1. 紛争解決型訴訟

そもそも民事訴訟とは、当事者間における紛争が法に基づいて適正に解決されるためのものである。したがって、紛争解決型訴訟とは、民事訴訟という制度の本質から導かれる当然の帰結であり、いうまでもないということになる。ただし、本稿において、「紛争解決型訴訟」という場合、第3項で述べる「政策志向型訴訟」と対比し、その違いを明らかにすることを主な目的として用いることとする。

### 2. 政策志向型訴訟

---

<sup>891</sup> 高橋宏志『重点講義 民事訴訟法 下〔補訂第2版〕』277頁（有斐閣、2010）。

<sup>892</sup> 最大判昭和56・12・16民集35巻10号1369頁。

<sup>893</sup> 高橋・前掲注（891）278頁。

昭和 40 年代以降、企業活動のあり方などを争点とし、政治的・経済的に大きな影響を与えるようになった訴訟<sup>894</sup>として、「政策志向型」訴訟があるとされる<sup>895</sup>。この種の訴訟には二つの類型が認められる。第一は、消費者運動や環境保護運動の一環としての訴訟であり、第二は、あくまで訴訟上救済を受けることが目的でありながら、訴訟の性格上、又は救済を実効あるものにする必要上、既存の政策・制度・企業活動のあり方等を問題とせざるを得ず、その結果として、場合によっては社会的に注目を集めることになる訴訟である。このような観点からみると、証券不実開示訴訟は第二の類型である。すなわち、投資者保護の観点から投資者は被った損害の回復を求めることが目的でありながら、金商法が定める企業内容の開示制度のあり方や発行会社およびその役員の違法性、反社会性などを問題とすることになるのである。

このため、損害賠償額の算定にあたっては、投資者の救済とともに証券不実開示の抑止という金商法の政策目的が訴訟において実現遂行されることが必要となる。このような観点からは、賠償額が少額で不実開示の抑止に資しないと認められるような場合には、賠償額を必要なレベルまで引き上げるための理論が求められることも考えられる。

### 第 3 項 集団訴訟

集団訴訟とは、一定の共通の利害関係をもつ人々の集団が自分たちの利益を追求するために提起する訴訟である。多数当事者訴訟が、いわば客観的で無色な当事者の多数を意味するのに対して、集団訴訟は明確な共通の利益をもち、その実現のために結集した集団を意味する<sup>896</sup>。そこにおける集団訴訟の形態は、集団の構成員全員が原告となる共同訴訟<sup>897</sup>であり、外観上は個人的権利及び利益が問題となっている。しかしながら、実質的には多数の構成員を有する集団が、その団結及び統制を維持しながら集団的な利益を保護しようとするものであり、構成員の個性は背後に隠れることから、伝統的な民事訴訟法理論ないし実体法理論によっては十分に対応できないことが多い。このようななかで、最高裁の大阪国際空港事件判決<sup>898</sup>は、航空機騒音による生活上の被害等の多様な被害を慰謝料の名のも

---

<sup>894</sup> 平井・前掲注（889）66 頁。四大公害訴訟やジュース表示訴訟（最三小判昭和 53・3・14 民集 32 卷 2 号 211 頁）などが挙げられている。

<sup>895</sup> 平井・前掲注（889）67 頁。

<sup>896</sup> 谷口安平「集団訴訟の諸問題」鈴木忠一＝三ヶ月章（監修）『新・実務民事訴訟講座 第 3 卷』157 頁以下（日本評論社、1982）。

<sup>897</sup> このほかに、構成員の一部だけが原告となる場合（選定当事者、クラス・アクション等）及び集団そのものが原告となる場合（団体訴訟）がある。

<sup>898</sup> 最大判昭和 56・12・16 民集 35 卷 10 号 1369 頁。そこでは、原告の被害は基本的には各被害者に個別的に生じたものであり、各自が固有の権利として損害賠償請求をしていると理解したうえで、各被害者は全員が被っている最低限の共通の被害につき賠償を求めるものであるから、全員が一律同額の請求をすることも認められ、また各被害者は、各自が受けている被害を個別具体的に立証する必要はなく、裁判所も各人別に異なった被害の認定をしなくともよいと述べた。



とに包括し、原告全員の一律賠償請求を認めた。この一律包括請求は、個別損害項目積算方式による具体的な損害の立証困難及びその煩わしさを回避し、原告ごとに差をつけないことで集団の団結及び統制の維持を図ろうとする集団訴訟追行上の技術的、実地的な考慮に基づくものである<sup>899</sup>。

もっとも、一律請求については不法行為法の趣旨である公平、妥当かつ合理的な損害の賠償に反することから、判例では各被害者について個別的、具体的事情が異なることを理由にいくつかのランクを設けて一律の金額が認容されている<sup>900</sup>。ただし、不実開示証券訴訟の場合には、機関投資家や個人投資家といった投資規模が異なる投資者は存在するものの、一株当りの損失額を算定すれば、それが投資額に反映されることになるため、ランク付けのような区別は必要ないものと思われる。

#### 第4項 共同不法行為と会社の訴訟参加

不実開示を行った役員や外部の第三者（以下、役員等）と発行会社が共同不法行為の関係にある場合ないしは役員等が単独で不法行為を行ったと認められるような場合、それぞれいかなる訴訟形態となるのであろうか。すなわち、会社の被告取締役に対する補助参加の可否という問題がある。たとえば、役員が会社の組織の一員として、いわば会社のために不実開示を行ったような場合、被告とされた役員が個人として訴訟を遂行しなければならないとすると、当該役員の心理的な負担に加えて経済的負担も伴うことになる。さらに、不実開示のスキームを会社に提案し、役員と共同して不実開示をした外部の第三者が存在するような場合、会社の訴訟参加の問題はどのように考えたらよいであろうか。このため、これが共同訴訟参加に該当するのか、共同訴訟的補助参加とするのかという議論がなされてきた。当時の多数説は、被告取締役が敗訴し有責と判断されることにより会社は利益を享受できるのであり、形式論としては被告側に訴訟参加する利益があるとはいい難いとし、役員が会社の顧問弁護士を訴訟代理人に選任することも、会社の支援を受けることもできないとしていた<sup>901</sup>。しかし、最終的には、最高裁で、原則として会社が被告取締役に補助参加することを認める決定が下された<sup>902</sup>。そして、立法的にも会社法 849 条（訴訟参加）

---

<sup>899</sup> 淡路剛久「一括請求・一律請求・包括請求」鈴木忠一＝三ヶ月章（監修）『新・実務民事訴訟講座 第6巻』255頁（日本評論社、1983）。潮見佳男「人身侵害における損害概念と算定原理（2・完）」民商 103 巻 5 号 709 頁（1991）参照。

<sup>900</sup> たとえば、新潟水俣病判決（新潟地判昭和 46・9・29 判時 642 号 96 頁）では、死亡患者に 1000 万円、生存患者には症状に応じて 1000 万円から 100 万円までの 5 ランクに分けて慰謝料額を決定した。

<sup>901</sup> 吉戒修一＝中西敏和「商法改正とその立案・実務の対応を振り返って―平成 5 年・6 年商法改正を中心に」商事法務 2000 号 6 頁（中西敏和発言）（2013）。ただし、この発言は、株主代表訴訟に関するものである。

<sup>902</sup> 最一小決平成 13・1・30 商事法務 1586 号 46 頁。

で手当てされて、決着がついたのである<sup>903</sup>。

このように、証券不実開示訴訟における投資者の発行会社ないしは役員等に対する訴訟についても、この株主代表訴訟に関する規定や考え方が参考になる点があるように思われる。なお、金商法では、発行会社が賠償責任を負うことになっているので、被告を発行会社とするケースが大半であるように思われる。ただし、発行会社の責任が過失責任とされることから、一部の役員と外部の第三者が主導して不実開示を行い、多額の報酬を得たような場合には、会社の訴訟参加ということも全く考えられないわけではない。とりわけ、不実開示を提案等した外部の加担者に対する課徴金制度が整備されたことから、今後は、課徴金命令を受けた外部の加担者に対して民法上の不法行為に基づく請求を行うことも出てくるように思われる。

### 第3款 損害賠償額認定の法的位置づけ

#### 第1項 民事訴訟法における一般原則

わが国の裁判実務においては、損害賠償額の確定も民事訴訟法、とくに証拠法における一般原則によって処理されるということが一般的な理解になっているとされる<sup>904</sup>。それが自由心証主義で、事実の証明の成否の判断は裁判官が行うというものであるが、そこでは、「通常人が疑を差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうるものであることを必要と」する「高度の蓋然性」の証明が必要であるとされる<sup>905</sup>。もっとも、このような原則が損害賠償額の確定についても適用されることが自明のことであるというわけではない。それは少なくとも論理的には、「損害」「損害賠償額」をいかなるものとして理解するかによる問題であるはずである。この点について、日本の民事訴訟法や民法は特段の手掛かりを提供していなかったと考えられている<sup>906</sup>。一方で、わが国の判例実務においては、「損害発生の実事」及び「損害の数额」が原則として証明の対象となる事実の存否の問題として把握されてきたということを示しているといっておそらく差し支えないであろう。そうであるとすれば、そこで適用される規律は、自由心証主義に基づく原則であるということになる。

ところで、損害額の認定を行う裁判官に与えられている権限はいかなる性質のものであるのか、法律上どのような意義を有するのであるのか。この点、旧民事訴訟法 185 条は、裁判官（によって構成される裁判所）が「口頭弁論ノ全趣旨及証拠調ノ結果ヲ斟酌シ自由ナル心証ニ依リ事実上ノ主張ヲ真実ト認ムヘキカ否ヲ判断ス」と定めている。これは要するに、事実の存否については当事者間に争いがある限り、民事訴訟における一般原則たる

<sup>903</sup> 吉戒＝中西・前掲注（901）6頁（吉戒修一発言）。

<sup>904</sup> 内海博俊「訴訟における損害賠償額の確定に関する一考察—ドイツ民事訴訟法 287 条を手がかりとして（4・完）」法協 129 巻 12 号 2802 頁（2012）、伊東俊明「損害額の認定に関する一考察」岡山大学法学会雑誌 61 巻 1 号 49 頁以下（2011）も参照。

<sup>905</sup> 最二小判昭和 50・10・24 民集 29 巻 9 号 1417 頁（東大ルンバール事件最高裁判決）。

<sup>906</sup> 内海・前掲注（904）2802 頁、2803 頁。

自由心証主義に従った証明が必要とされ、またそれで足りるということを意味する。それは結局、証明の成否の判断、より具体的には証拠原因の選択とその評価に関しては明文化された規律がなく、裁判官の判断に委ねざるを得ないということにほかならない<sup>907</sup>。さらに、従来の法的位置づけとして、大審院の判例が引き合いに出される。すなわち、「財産権侵害ノ損害賠償」の請求「ニ対シ判決ヲ下スニハ裁判所ハ損害ノ存在及ヒ賠償ノ義務ノミナラス其請求スル賠償額ノ当否ヲモ証拠ニ依リテ認定シ其証拠ヲ掲ケテ判決ニ理由ヲ明示スヘキハ当然ナリ<sup>908</sup>」とするものであった。このような考え方に従えば、損害賠償額は事実として認定されるべきもの、換言すれば事実認定あるいは証明の対象であるということになりそうであるとされる<sup>909</sup>。そうだとすれば、民事訴訟法の実事認定あるいは証明に関するルールが適用されることになる。そのルールがいわゆる自由心証主義と呼ばれるものである。

## 第2項 法定証拠主義と自由心証主義

### 1. 法定証拠主義との対比

自由心証主義とは、法定証拠主義に対比される概念である。法定証拠主義とは、いかなる証拠に基づいていかなる事実を認定すべきかにつき、あらかじめ証拠法則<sup>910</sup>を定めておき、裁判官がこれに従って事実を認定する原則である<sup>911</sup>。これに対し、自由心証主義は事実の存否に関する判断においてその判断に確信を持つに至ることを意味する「心証形成の方法について、これに用いることのできる証拠方法や経験則を法が特に限定せず、裁判官の自由な選択に任せるたてまえ<sup>912</sup>」であるとされる。裁判における事実の認定を、審理に現れたすべての資料・状況に基づいて裁判官が自由に形成する心証に委ねる建前をいう。ここに心証とは、裁判官の内心に形成される判断の意味である<sup>913</sup>。しかし、それは裁判官の無限定な判断に一切任せるというものではない。そこにおいてなされる裁判官の判断にも一定の客観性・合理性が要求され、その事実認定は、通常人の常識に照らして考えうる判断でなければならないとされる<sup>914</sup>。このような必要最低限の要請は「証明度」と呼ばれている<sup>915</sup>。最高裁判所は、「通常人が疑いを差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうるも

<sup>907</sup> 内海・前掲注（904）2802頁。

<sup>908</sup> 大判明治37・1・28刑録10輯105頁。

<sup>909</sup> 内海・前掲注（87）2144頁。

<sup>910</sup> 証拠とこれに基づいて認定すべき事実の関連を定めた法規であり、たとえば、「三人以上の証人の証言が一致した場合はそれを真実と認定しなければならない。」といった類である。

<sup>911</sup> 中野貞一郎＝松浦馨＝鈴木正裕（編）『新民事訴訟法講義〔第2版補訂2版〕』351頁（有斐閣、2008）。

<sup>912</sup> 新堂幸司『新民事訴訟法〔第5版〕』594頁（弘文堂、2011）。

<sup>913</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）351頁。

<sup>914</sup> 新堂・前掲注（912）598頁など。

<sup>915</sup> このほか、裁判官がある事実の存否について抱いている具体的な確信の程度のこと証

のであることを必要と」する「高度の蓋然性」の証明が必要である<sup>916</sup>として、証明度の基準が示されている。したがって、ここでは、自由心証主義とその内在的制約、証明度、経験則といった考え方をまず整理しておく必要がある。そして、損害賠償額認定に関する従来の法的位置づけとしては、証拠に基づく事実認定あるいは証明の対象とされてきたということがいえる<sup>917</sup>。

以上から、損害賠償額の認定に非常に大きな影響を与える、自由心証主義、証明度およびそれらに関連するルールの内容と考え方について、「損害」「損害賠償額」の観点から考察を加えることとしたい。

## 2. 現行民事訴訟法における自由心証主義

上記のような旧民事訴訟法における自由心証主義についての考え方は、現民事訴訟法においても基本的にそのまま引き継がれていると考えられる。すなわち、民事訴訟法 247 条は、「裁判所は、判決をするに当たり口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果を斟酌して、自由な心証により事実についての主張を真実と認めるべきか否かを判断する。」としている。すなわち、事実認定の資料となるのは、「弁論の全趣旨」と「証拠調べの結果」に限られることになる<sup>918</sup>。その内容として四つの特徴がある。第一は、証拠方法の無制限である。これは裁判官が心証形成の基礎として用いることのできる「証拠調べの結果」とは、証拠方法の取調べから得られた証拠資料をいうが、この証拠方法には何らの制限も設けられない。すなわち、特定の事実の認定のための証拠方法が限定されない。さらに、あらゆる人または物が証拠方法となりうることになる<sup>919</sup>。第二は、証拠力の自由評価である。これは、証拠をどの程度に考慮して要証事実を認定するか、という証拠の証拠力（証拠価値）の評価は、裁判官の自由な心証に委ねられる。これが自由心証主義の核心である。裁判官は、証拠を提出者にとってプラスにもマイナスにも評価することができる<sup>920</sup>。第三は、経験則の取捨選択の自由である。これは、証拠からの事実の認定、および間接事実からの主要事実

---

明度と呼ばれる場合がある。内海・前掲注（87）2145 頁注(8)。

<sup>916</sup> 最二小判昭和 50・10・24 民集 29 卷 9 号 1417 頁（東大ルンバール事件最高裁判決）。訴訟上の因果関係の立証は、一点の疑義も許されない自然科学的証明ではなく、経験則に照らして全証拠を総合検討し、特定の事実が特定の結果発生を招来した関係を是認しうる高度の蓋然性を証明することであり、その判定は、通常人が疑いを差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうるものであることを必要とし、かつ、それで足りるものであると判示した。ただし、この判示は直接には因果関係の判断に関するものであり、その射程をどこまで広く理解できるかについては議論の余地もある。内海・前掲注（904）2802 頁（注 658）。

<sup>917</sup> 大判明治 37・1・28 刑録 10 輯 105 頁。「裁判所ハ損害ノ存在及ヒ賠償ノ義務ノミナラス其請求スル賠償額ノ当否ヲモ証拠ニ依リテ認定シ其証拠ヲ掲ケテ判決ニ理由ヲ明示スヘキハ当然ナリ」とした。内海・前掲注（87）2144 頁ほか。

<sup>918</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）353 頁。

<sup>919</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）354 頁。

<sup>920</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）354 頁、355 頁。

の認定は、裁判官がその自由な判断で取捨選択した経験則を用いて行う<sup>921</sup>。第四は、弁論の全趣旨の斟酌である。弁論の全趣旨とは、口頭弁論に現れた一切の資料・態様・状況をいう。当事者の弁論の内容はもとより、釈明処分により得られた陳述・検証・鑑定や調査の嘱託の結果等がこれに含まれる。

以上のような考え方によれば、機会の喪失といったいわば抽象的かつ観念的ともいえる損害についても、損害の内容および損害賠償額算定の理由、根拠、因果関係等を具体的かつ明確に主張をすることにより、認定がなされる途が開かれているといえるのではないだろうか。そうだとすれば、投資機会の喪失を損害として認定するのに必要なのは、あくまでも、投資行為により損失を受けたという最終結果との因果関係を問題にするのではなく、証券不実開示により投資の判断が誤らせられたという原告の主張方法にあるように思われる。

### 3. 適用範囲

それでは、損害の発生および損害賠償額の認定について、自由心証主義はどのように考えられていたのであろうか。248条が定められ、議論状況には変化がみられるが、まず、旧法下の判例・学説をみておく。判例は、損害賠償を請求する者は、損害発生的事实だけでなく、損害の数額（損害額）も立証すべきであり<sup>922</sup>、損害額が証明されないときは、その請求を棄却すべきである<sup>923</sup>としてきた。学説では、損害発生的事实の証明は、事実認定の問題であり、自由心証主義の適用をみることにについては異論がなかった。これに対して、損害額についても、慰謝料を除いては、高度の蓋然性をもって証明すべきとする見解が伝統的な立場であったとして、損害額の算定の多く（消極損害が典型）は、客觀的事実の存否の問題ではなく、損害の金銭的評価の問題であるから、基本的に自由心証主義の適用はなく、裁判官の裁量評価に任されているという見解<sup>924</sup>が有力になりつつあるという状況であったとされる。

こうした、判例・学説の状況の下に、248条が新設された。同条にいう「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」の要件に該当すれば、相当な損害額を認定することができるが、この要件に該当しない場合には、なお、本条の定めが適用されるか否かという問題が発生する。伝統的な立場は、損害額も慰謝料を除いては、高度の蓋然性をもって証明すべきであると解するから、本条の適用がある<sup>925</sup>。しかし、損害額の算定は、

<sup>921</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）356頁。

<sup>922</sup> 大判明治37・1・28刑録10輯105頁。

<sup>923</sup> 最二小判昭和28・11・20民集7巻11号1229頁。

<sup>924</sup> 五十部豊久「損害賠償額算定における訴訟上の特殊性」法協79巻6号729頁（1963）、平井・前掲注（817）429頁、新堂幸司＝鈴木正裕＝竹下守夫（編集代表）『注釈民事訴訟法(4)』68頁（加藤新太郎）（有斐閣、1997）。

<sup>925</sup> 兼子一＝松浦馨＝新堂幸司ほか『条解 民事訴訟法〔第2版〕』1371頁（竹下守夫）（弘文堂、2011）参照。

損害の金銭的評価の問題であるから、基本的に自由心証主義の適用はないと解する有力説の立場からは、本条の適用はないということになる。その限りで、損害額の算定の性質論は、理論的観点からはなお意義を有するものといえることができる<sup>926</sup>。

#### 4. 自由心証主義の内在的制約

なお、自由心証主義といっても、前述のように、そこでは決して裁判官の専断恣意を許すものではなく、その判断は常に論理法則および経験則に従ってなされなければならない。それが自由心証主義の内在的制約である。

##### (1) 論理法則

論理法則とは、一般に承認・支持されている概念構成・判断・推論などをするに当たっての思考の原則をいう<sup>927</sup>。このため、たとえ、裁判官が自己の良心に従い判断した結果であったとしても、それが論理法則に反していると一般に認められれば、その判断は違法となることもありえる。現実には、「最高裁の 15 人の裁判官一人一人の判断を最終的に決定しているのは、必ずしも法律の学説や法理論であるわけではなく、まさに、各裁判官の「良識」であり「常識」である。<sup>928</sup>」ということになる。このため理論的には、各裁判官の「良識」や「常識」が、大多数の市民のものとかけ離れているようなことが仮にあったとした場合には、各裁判官の判断は違法とされることになる。この意味で、論理法則は、自由心証主義の内在的制約となるのである。

##### (2) 経験則

次に、もう一つの内在的制約として、経験則がある。経験則とは、経験から帰納して得られる事物の性状や因果関係等についての知識や法則である<sup>929</sup>。また、個別的経験から帰納的に得られた事物の概念や事実関係についての法則的命題ともいえる<sup>930</sup>。経験則にもいろいろなレベルのものがある。日常茶飯の常識に属するものから、高度な専門的特殊知識に至るものまで多様である。内在する蓋然性には強弱がある。経験則の証明については、専門的経験則は、厳格な証明によるべきであるとする見解が多数説を形成しつつある。一般的経験則については証明の必要のないことが多いであろうし、証明の必要がある場合でも自由な証明によることで差支えないとされている<sup>931</sup>。経験則の機能としては 第一に、

<sup>926</sup> 秋山＝伊藤＝加藤ほか・前掲注（801）91 頁。

<sup>927</sup> 兼子ほか・前掲注（925）1367 頁（竹下守夫）、新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）61 頁（加藤新太郎）。

<sup>928</sup> 藤田宙靖『最高裁回想録』122 頁（有斐閣、2012）。

<sup>929</sup> 秋山幹男＝伊藤眞＝加藤新太郎ほか『コンメンタール 民事訴訟法Ⅳ』12 頁（日本評論社、2010）。

<sup>930</sup> 新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）61 頁（加藤新太郎）。

<sup>931</sup> 秋山ほか・前掲注（929）81 頁。

間接事実から他の間接事実または主要事実を推認する機能がある。これは、事実上の推定といわれる。第二に、弁論の全趣旨により証拠資料の実質的証明力（証拠価値）をチェックすることを可能にする機能もある。このように、損害賠償額の算定にあたっては、この論理法則および経験則に反すると考えられるような判断は違法と評価されることになる。したがって、投資者の損害賠償額の認定にあたっては、一般に認められている経済学の原則や証券市場の実態、常識と全く正反対の考え方に基づく判断は許されないことになる。

なお、ここで、経験則について留意しなければならないこととして、市場価格に関する経験則がある。たとえば、独禁法に違反する違法な価格カルテルの場合、裁判例では、現実購入価格がヤミカルテルのない場合の販売価格（想定販売価格）より高いことは、経験則上推認できるとされている。しかし、証券不実開示によって生じた市場価格については、この経験則は当てはまらない。なぜなら、これまで繰返してきたように、不実開示を行う者はそれによって市場価格を本来よりも高く吊り上げようとする場合と、低く抑えようとする場合の二つのケースが理論的に考えられるからである。ただし、現状では、市場価格が本来の価格よりも高い場合だけを想定して議論が行われている。しかしながら、MBOなどの例をみてもわかるように、買収対象会社の市場価格を低く抑えようとする動機が買収側には存在する。さらに、金商法の法改正により、今後は有価証券の取得者のみならず売却処分した者についても、不実開示による損害賠償の規定が適用されることになる。そうになると、本来であれば、もっと高く売れた有価証券を不実開示により不当に低く抑えられていたために、安く売らざるをえなかったという売却者の主張が想定されることになる。このように、何を経験則とするかは、事案によって異なるのであり、いかなるものを経験則として採用するのかは重要な問題である。とりわけ、証券不実開示訴訟のように資本市場が関係するような場合には、資本市場の特性や取引実務の状況、さらには、金商法と独禁法、知的財産法などとの規定の関連にも留意する必要がある。さらに、重要なことは、損害の発生が経験則の適用上推認されると判断する場合、差額の存在を強く要求すべきではないとされていることである<sup>932</sup>。差額の存在が要求された場合には、機会の喪失や加害者の利益を損害の対象とすることが行いにくくなると思われるからである。したがってこのような観点からも、経験則上、損害の発生が推認される場合には、差額の存在を前提とする差額説よりも、損害を事実として捉える損害事実説の方がより事案に即した対応が可能であるように思われる。

## 5. 確率的心証論

なお、裁判官の心証に関連し、損害賠償額の認定に有用と思われる理論として、確率的心証論がある。この理論は、裁判官の心証は量的に測定しうるものであるという前提に立ち、その心証割合を直截に判断内容に反映させようとする見解である。例えば、損害賠償

---

<sup>932</sup> 松本博之＝上野泰男『民事訴訟法〔第7版〕』417頁（弘文堂、2012）。

請求訴訟において因果関係の存在について 70%の心証を得た場合には、高度の蓋然性にまでは達していないから原則的証明度では認定できないことになるが、確率的心証論ではこれをそのまま活かして 70%の相当因果関係があると認定してよいとするのである。このように心証の度合いを事実認定に直結させることから、「心証度による割合的認定説」とも呼ばれる<sup>933</sup>。確率的心証論の考え方にに基づき損害賠償請求訴訟において心証度による因果関係の割合的認定をしたものとしては、交通事故による死傷等の結果が発生した事例に係る下級審裁判例があるものの、一般的なものとはなっていない。

この確率的心証論に対しては、賛否両論がみられる。これを支持するものとしては、①真偽不明といっても種々の心証の程度があり、心証の程度を賠償額に反映させることも実体法の解釈としてありうるという見解<sup>934</sup>、②損害賠償額の認定は非訟事件の処理に接近していることから、裁量による認定の一形態として心証度による割合的認定を因果関係にも拡充することは許容され得るとする見解<sup>935</sup>などがみられる。ただし、これらの確率的心証論支持説は、損害賠償請求訴訟の損害算定の非訟的要素に着目しているものであり、すべての民事訴訟に汎用性ある理論として確率的心証論を位置づけているわけではない<sup>936</sup>。

これに対して、確率的心証論を批判するものとしては、①過去の一回的事実である因果関係や債権の発生・消滅原因の認定としては存否いずれしかありえず、真偽不明の場合は証明責任により解決するというのが民事訴訟法の基本的前提であるから、確率的心証論は是認できないとする見解<sup>937</sup>で、民事訴訟の構造理解からする本質的な批判があり、また、②因果関係の存否の認定においては、確率的心証論が出発点としている統計的確率の問題ではなく、個々の事件における具体的証明状態に依存する主観的確率しか問題にならないから、心証度による認定は判断の安定性を欠くことになるとする見解<sup>938</sup>で、確率的心証論の根拠づけに対する内在的な批判、などがみられる。さらに、裁判官は、証拠調べの結果、要証事実（たとえば、因果関係の存在）につき心証を形成し、その存在の肯定、否定、真偽不明という結論を出す、確率的心証論は、それ以外の第 4 の解決の途を、証明責任と離れて構想しようとするものであったとも解されている<sup>939</sup>。確率的心証論が合理的解決を意図した損害賠償における原因競合ケースについては、過失相殺の類推適用<sup>940</sup>により解決

---

<sup>933</sup> 秋山ほか・前掲注（929）8 頁参照。

<sup>934</sup> 新堂・前掲注（912）605 頁。

<sup>935</sup> 三ヶ月章『民事訴訟法〔第 3 版〕』458 頁（弘文堂、1992）。

<sup>936</sup> 新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）59 頁（加藤新太郎）。

<sup>937</sup> 兼子ほか・前掲注（925）1367 頁（竹下守夫）、松本＝上野・前掲注（932）403 頁、森島昭夫『不法行為法講義』302 頁（有斐閣、1987）。

<sup>938</sup> 中野貞一郎「相当因果関係の蓋然性と損害賠償額」新堂幸司（編）『続民事訴訟法判例百選』169 頁（有斐閣、1972）、平井宜雄「因果関係論」乾昭三（編）『現代損害賠償法講座 第 1 巻』111 頁（日本評論社、1976）。

<sup>939</sup> 加藤新太郎『手続裁量論』143 頁（弘文堂、1996）。

<sup>940</sup> 最一小判昭和 63・4・21 民集 42 巻 4 号 243 頁。



が図られた。実務的には、心証度による認定は判断の安定性を損なうという看過し難い弊害が生じることが懸念されることから、確率的心証論については消極に解するのが相当とされている<sup>941</sup>。しかしながら、私見では、本稿で問題とする不実開示は、発行会社側の意図的な不実開示であるから、そもそも過失相殺の類推適用によっては解決が図られない類型にあたるように思われる。さらに、この確率的心証論は、機会の喪失による損害を確率的どのように評価したらよいかというような局面において、有効な方法となり得るように思われる。

### 第3項 証明度とその軽減

#### 1. 証明度

損害の発生および損害賠償額の認定には、証明度という考え方も関係する。ここで、証明度とは、事実認定をするために到達すべき心証の程度を意味する。証明度には、原則的証明度と段階的証明度という二つの考え方がある。原則的証明度と段階的証明度のいずれが相当かについては、裁判の客観的妥当性・法的安定性を確保するという観点からは、事件の類型に応じて証明度に段階を設けるのではなく、原則的証明度を設定することが相当である<sup>942</sup>。もっとも、段階的証明度を肯定するか否かという問題は、原則的証明度の例外として証明度の軽減が許されるかという問題に捉え直して検討する必要がある。

次に証明度に関しては、高度の蓋然性、優越的蓋然性、証拠の優越という考え方があるが、それらのいずれが相当であろうか。これについては、次の理由により、高度の蓋然性をもって原則的証明度を考える通説の立場が相当と考えられている<sup>943</sup>。第一に、民事訴訟は、刑事訴訟と比較すると当事者の証拠収集能力が相対的に低いといえることができるから、優越的蓋然性説や証拠の優越説では、事実認定が偶然の要素に大きく左右されることになり、振幅の大きなものになる。そうした結果を招くことは妥当とはいえず、法的安定性にも問題を生じ、裁判利用者の真実発見の期待にも沿うことができない。私見でも、アメリカのようなディスカバリー制度を持たないわが国では、とりわけ、このことが妥当するよう思われる。第二として、民事訴訟制度は、自力救済禁止にもあらわれているように現状保護に価値を置くものと考えられるが、現状の均衡を覆して権利実現を図ろうとする当事者に対して、より大きな立証負担を課することが当事者の衡平に適い、合理的であるとともに、法的安定性の確保にも有益である。第三に、証明は判決につながり、判決は公権力による強制的な権利実現がオーソライズされる債務名義となるものである。以上の理由により、原則的証明度に要求される事実の蓋然性の程度は高度のものであることが必要で

---

<sup>941</sup> 秋山ほか・前掲注（929）8頁。

<sup>942</sup> 加藤新太郎「確信と証明度」福永有利ほか（編）『鈴木正裕先生古稀祝賀 民事訴訟法の史的展開』571頁（有斐閣、2002）。

<sup>943</sup> 秋山ほか・前掲注（801）70頁。

あるとされる<sup>944</sup>。もっとも、判例・通説のいう高度の蓋然性の内実を高く設定し過ぎるような実務が散見されないわけではなく<sup>945</sup>、そのような実務は注意が必要であるように思われる。このため、優越的蓋然性説は、実践的には、このような傾向に警鐘を鳴らすものという意義があるとはいえるであろう。しかし、証券不実開示の場合、現状といってもそれは違法行為の結果によってもたらされたものであり、そこに加害者が自らの違法な利益を追求する意図があるのであれば、被害者に立証責任を課すことを正当化する理由はおよそ見出すことはできないであろう。加害者が自ら利益を得るために不法行為を行い、多数の者に被害を与える利益追求型不法行為の場合には、その加害者により多くの立証負担を課すことが、当事者の衡平に適い合理的であるとともに、法的安定性の確保、証券不実開示の抑止にも有効であると考えられる。

さらに、通説・判例のように、証明に裁判官の主観的確信が必要であるとしても、それは次に述べる論理法則・経験則に基礎づけられた合理的な確信であることが求められる<sup>946</sup>。そうであるとすると、それは要証事実についての高度の蓋然性の認識と言い換えることのできる心理状態（心証）といえる。したがって、確信という主観的要件をことさらに証明・証明度に持ち込むことは相当とはいえない。原則的証明度は、争点事実について高度の蓋然性の存在を立証し、裁判官にそのような認識を得ることに成功したレベルということになる<sup>947</sup>。また、独禁法違反の価格協定と損害との因果関係や損害額の立証が問題となった鶴岡灯油訴訟のような類型の訴訟について、原告に負担可能な一定の回帰分析を内容とする統計学的証明方法なしには、裁判官に高度の蓋然性の認識を形成させるのは困難であるとして、統計学的手法の活用を提唱する見解<sup>948</sup>がある。統計学的証明そのものは、死亡被害者の逸失利益の算定にあたり生命表による平均余命を利用する手法など、実務では従来からみられたものである。ただし、こうした統計学的証明は次にみる原則的証明度を軽減するものではなく、分けて考えることが必要である。なお、不実開示発覚後の市場価格下落の場合においては、その下落要因の分析については、各種要因の証拠の優越で足りると解すべきであろう。

## 2. 証明度の軽減

民事訴訟では、原則として、刑事訴訟で要求される合理的な疑いを容れない証明よりも

---

<sup>944</sup> 加藤・前掲注（942）571頁。

<sup>945</sup> たとえば、最三小判平成12・7・18前掲につき、秋山ほか・前掲注（929）7頁、加藤新太郎「証明度(2)―長崎原爆訴訟上告審判決」伊藤眞＝加藤新太郎（編）『[判例から学ぶ]民事事実認定』20頁（有斐閣、2006）参照。

<sup>946</sup> 中野貞一郎『過失の推認〔増補版〕』51頁（弘文堂、1987）。

<sup>947</sup> 加藤・前掲注（942）568頁、兼子ほか・前掲注（925）1362頁（竹下守夫）、新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）52頁（加藤新太郎）。

<sup>948</sup> 伊藤眞「独占禁止法違反損害賠償訴訟（上）（下）」ジュリスト963号54頁、965号53頁（1990）、秋山ほか・前掲注（929）18頁。

低い高度の蓋然性である明白かつ説得的な証明が要求されるが、例外的に、一応の推定などにより証明度の軽減が図られる一定の事件類型については証拠の優越で足りるとする考え方が<sup>949</sup>。現実にみられる証拠の偏在や事柄の性質に起因する証明困難の事態に対処し、これを克服するため、証明度の軽減が許容されるかという問題である。すなわち、実体法の定める要件事実とその証明責任の所在を前提としながら、訴訟対応力の弱い当事者がその権利の救済を受けられるようにするための訴訟法上の工夫<sup>950</sup>として、投資者の立証負担の軽減を図るのである。そこでは、証明度は実体法の解釈によって決定されるという前提に立ち、証明度の軽減は、証明困難なために、高い原則的証明度によっていては不当な判決をもたらすと考えられるときに、実体法の規範目的・趣旨を考慮して行われるべきとする<sup>951</sup>のである。

以上からすれば、原則論としては、互換性のある対等当事者間の従来の民事訴訟を念頭に置く限り、証明度の軽減は、消極的に解されるであろう<sup>952</sup>。また、自由心証主義が前提とする実体的真実追求の理念を考えると、例外的に原則的証明度の軽減をすることが安易に行われてはならない。ただし、これを許容するためには、必要性、相当性、補充性が必要であるとし、それらを具体化した「(1) 事実の証明が事柄の性質上困難であること（必要性、相当性）、(2) 証明困難である結果、実体法の規範目的・趣旨に照らして著しい不正義が生じること（必要性、補充性）、(3) 原則的証明度と等価値の立証が可能な代替手法が想定できないこと（補充性）」という要件を設けることも考えられる<sup>953</sup>。とりわけ、現代型訴訟に代表される当事者対等が実質的に維持されていない証拠偏在型の訴訟の中には、原則的証明度を軽減して、立証者の負担を軽減しなければ、かえって当事者の実質的公平および実体的正義に反する結果を招くようなケースがあることは、現実の問題として認めざるを得ない。そのような問題意識から、理論的観点および訴訟政策的観点から、例外的に原則的証明度を軽減することを許容する学説が有力となってきた<sup>954</sup>。このような見解には、より汎用性のある議論として、現代の科学技術水準・紛争基盤たる社会経済構造からみて、誰がやっても一定限度以上の確実性の心証を裁判官に得させることが構造的に不可能な場合<sup>955</sup>には、証明度の軽減を認めるべきであるとする見解<sup>956</sup>もあらわれている。このような場合としては、不実開示による投資者の損害の発生も該当することになると考えられることから、投資者の損害の立証について、その証明度を軽減すべきであるように思

<sup>949</sup> 小林秀之『新証拠法〔第2版〕』76頁（弘文堂、2003）。

<sup>950</sup> 中野ほか（編）・前掲注（911）363頁。

<sup>951</sup> 太田勝造『裁判における証明論の基礎』214頁（弘文堂、1982）。

<sup>952</sup> 秋山ほか・前掲注（929）8頁。

<sup>953</sup> 加藤・前掲注（939）145頁、新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）55頁（加藤新太郎）。

<sup>954</sup> 秋山ほか・前掲注（929）8頁。

<sup>955</sup> たとえば、医療事故・環境・公害訴訟における過失・因果関係、独禁法違反の損害賠償における損害の発生などの証明がある。

<sup>956</sup> 兼子ほか・前掲注（925）1365頁（竹下守夫）。

われる。すなわち、一般に証券市場は多くの要因によって価格決定がなされており、価格の変動要因を自然科学的な正確さで認定することが不可能であろうことは容易に想像がつく。とくに不実開示の場合、そもそも不法行為により生じた状況を作り出したのは、加害者であること、また、その加害者は損害の原因を分析することが困難であるという市場の原因分析の困難性を利用して自らは利益を得る一方で、投資者に損害を与えているということがいえる。このような場合、被害者が立証を求められる証明度は証拠の優越で足りることや、市場価格の下落におけるある特定部分について、不実開示以外の要因があると客観的に明らかな場合や加害者が証明したような場合には、それ以外の下落部分は証明度を軽減して不実開示による損害と認定できる途を開くことが必要であると考ええる。

以上のように、損害および損害額の認定については、自由心証主義により、裁判官が口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、自由な心証により判断することになる。しかしそこには、論理法則、経験則といった内在的制約があり、それに反するときには判決は違法となることも考えられる。さらには、証明度およびその軽減、確率的心証論という考え方も関係してくることになる。とりわけ、証券不実開示のように、加害者が、自らの違法な利益を追求する一方で、多数の投資者に損害を与える事案においては、加害者は、訴訟における投資者の損害立証の困難性を、自らのメリットとして存分に享受する結果となっている。このような当事者間の不公平を是正するためには、不実開示による価格下落とそれ以外の要因による下落とを分ける場合には、不実開示による価格下落ではないとする積極的な証明がなければ、それは不実開示による下落であると推定することもできるとするなど、証明度の軽減が欠かせないものであると考える。さらに、このような、自由心証主義や証明度の軽減という訴訟法上の原則とともに重要なのが、現在、多くの証券不実開示訴訟において適用されている民事訴訟法 248 条である。このため、第 4 款では、損害賠償額の認定に極めて大きな影響を及ぼしている民事訴訟法 248 条について、考察・検討することとしたい。

#### 第 4 款 民事訴訟法 248 条による損害額の認定

##### 第 1 項 制定の背景と趣旨

第 1 款でみてきたように、損害の発生は認められるが、その性質上、損害額を算定する根拠につき個別的・具体的な立証が困難であるため、損害額の立証が客観的に極めて困難である場合に、損害額につき厳格な立証を要求すると、原告に不当な不利益になることがある。実体法上は、損害賠償請求権があるはずなのに、損害とその額の立証という訴訟上の足枷のために、結局は、なんらの賠償も受けられないことになり、極めて不都合といわなければならないことになる<sup>957</sup>。そのような事例の一つとして挙げられる鶴岡灯油訴訟事

---

<sup>957</sup> 藤原弘道「損害及びその額の証明—鶴岡灯油事件最高裁判決を機縁に一」判タ 733 号 7

件<sup>958</sup>では、少なくとも一部の民事訴訟法学者の間では、この判決が「損害の発生が認められながら、損害「額」の立証が困難なために請求が棄却された例<sup>959</sup>」であるとの理解がなされてきた。しかし、このようなことでは当事者の公平の要請に反するし、社会の納得も得られにくいことは明らかである。そうしたなかで、このような損害額の認定についての基本的な考え方を明文化してはどうかということ等から、新民事訴訟法<sup>960</sup>において、損害の金銭的評価に関する新たな規定である 248 条が設けられた。同条は、「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」には、裁判所は、弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、「相当な損害額」を認めることができると規定している。この 248 条は、裁判所が、口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、相当な損害額を認定することができるものとしたと説明されている<sup>961</sup>。さらに、この規定は、従前の裁判実務が腐心してきた損害の金銭的評価につき、裁判所が「相当な損害額」を認定することを正面から肯定したもので、原告が損害の発生についての証明には成功したのにもかかわらず、損害額の証明は困難であるという場合に、損害賠償請求が棄却されることを回避するために設けられたものであるとされる<sup>962</sup>。したがって、損害の発生を前提としながら、本条の適用について考慮することなく、損害の額を算定することができないとして請求を棄却することは違法となる<sup>963</sup>。なお、ここで、「損害額を認定」という表現は、通常の証拠に基づく認定と全く同じ表現であり、そこからは客観的に存在した損害の額を認定するという趣旨に理解されている<sup>964</sup>。ただし、この客観的に存在したということを、たとえば株価の下落などいけば実際に目にみえる形のものという意味や財産状態の差額の存在が必要とする等、限定的に解釈すると、被害者の救済が不十分となる場合も考えられる。したがって、この客観的に存在したことを被害の実態に即して柔軟に解釈することも必要である。

なお、この 248 条の制定の経緯については、ドイツ民事訴訟法 (ZPO) 287 条を参考にしたものとされている<sup>965</sup>。もっとも、ZPO287 条 1 項第 1 文は、「損害が発生したか否か及

---

頁 (1990)。

<sup>958</sup> 最二小判平成元・12・8 民集 43 卷 11 号 1259 頁。

<sup>959</sup> 倉田卓次＝河野正憲＝春日偉知郎ほか「民訴改正『要綱試案』の検討 (3・完)」判タ 877 号 36 頁[春日偉知郎] (1995)、坂本恵三「損害賠償の金額」法学教室 192 号 30 頁 (1996) も同様に指摘する。

<sup>960</sup> 平成 8 年 6 月 26 日法律第 109 号。

<sup>961</sup> 法務省民事局参事官室 (編)『一問一答新民事訴訟法』122 頁 (商事法務研究会、1996)。

<sup>962</sup> 潮見・前掲注 (683) 232 頁。

<sup>963</sup> 最三小判平成 20・6・10 判時 2042 号 5 頁。

<sup>964</sup> 伊藤滋夫「民事訴訟法 248 条の定める『相当な損害額の認定』(上)」判時 1792 号 5 頁 (2002)。

<sup>965</sup> 春日偉知郎『民事証拠法論』255 頁 (商事法務、2009) [初出:『「相当な損害額」の認定』ジュリスト 1098 号 73 頁 (1996)]、平井宜雄「民事訴訟法 248 条に関する実体法学的考察」『不法行為理論の諸相』263 頁 (有斐閣、2011) [初出:『現代企業法学の研究』455 頁 (信山社、2001)]。

び損害額又は賠償すべき利益の額がいくらかについて当事者間で争いのあるときは、裁判所は、これについてすべての事情を評価して、自由な心証により裁判する」(民訴法典研究会(編) 297 頁)という定めであり、本条とは異なり、損害の発生についても対象とするものである<sup>966</sup>。

## 2. 本条の意義と機能

248 条の立法とその漸次的な定着の結果、わが国の法状況は「裁判官による損害賠償額の確定」を巡る諸問題の少なくとも一部が本条の理解あるいは解釈運用の問題として把握されるという新たな局面を迎えている。今日では、実定法学、少なくとも民事訴訟法学においては、本条の存在を無視して「裁判官による損害賠償金額の確定」を巡る問題にアプローチすることはもはや考えにくい。したがって、本条をどのように理解し利用していくべきかという問題意識を設定することが必要かつ適切となっている<sup>967</sup>。そのためには、損害賠償額の確定に関し、わが国においてどのような議論が展開されてきたのか概観することが必要となる。これらの議論は本条とその理解をめぐる諸学説にもドイツ民事訴訟法 287 条と並んで影響を及ぼしており、わが現行法についての考察を試みるにあたって無視できない意義を持つと考えられるからである<sup>968</sup>。そしてそれには、248 条の解釈上の問題と適用上の問題とに分けて検討を加えることが議論を整理するうえで一つの有益な方法になるものと思われる。さらに、248 条は、損害賠償請求事件における損害額の算定が困難な場合において重要な実際上の意義をもつばかりでなく、民事訴訟法理論上も興味深い問題点を含んでいる<sup>969</sup>。したがって、こうした点をどう考えるかは、証券不実開示による損害賠償請求訴訟における損害賠償額の算定をめぐる当事者双方の攻撃防御と損害賠償額の認定をめぐる裁判所の審理判断に大きな影響を及ぼすことになる<sup>970</sup>。

## 第2項 解釈上の問題—適用要件と効果

### 1. 解釈にあたって

248 条の解釈は、最終的には、すべての他の民事訴訟法に関する法条の解釈と同様に、民事訴訟による民事紛争の適正迅速な解決を図ることを目的とし、一種の利益衡量の問題として決せざるを得ない。すなわち、原告の損害賠償請求をその額の証明がないことを理由として棄却するか、または、その額は不明確であるが何らかの損害があったことは間違いないという前提で、裁判所がその相当と認める額を認定するか、そのいずれが民事訴訟の

<sup>966</sup> 秋山ほか・前掲注(801) 122 頁、123 頁。

<sup>967</sup> 内海・前掲注(87) 2147 頁。

<sup>968</sup> 内海・前掲注(904) 2129 頁。

<sup>969</sup> 山本克己「自由心証主義と損害額の認定」松本博之＝宮崎公男(編)『講座 新民事訴訟法Ⅱ』302 頁(弘文堂、1999)。

<sup>970</sup> 伊藤・前掲注(964) 3 頁。

適正迅速な解決に資するかという利益衡量である<sup>971</sup>。この利益衡量は、まずは、本条の立法の趣旨およびそれを具現していると考えられる条文の表現を重視して考えなければならず、その上で、さらに本条の適用の結果の実際をも考慮することが必要であろう<sup>972</sup>。なお、ここでこのようないわば当然ともいうべきことを強調するのは理由がある。本条は、先に述べたように、平成 10 年施行の新民事訴訟法で新設された規定であるが、これとほぼ同じ趣旨の規定は、その後、特許法（105 条の 3）・著作権法（114 条の 5）等のいわゆる知的財産法の改正時にも新設されたほか、金商法 21 条の 2 第 5 項にも 248 条と同様の規定がある。その意味で、本条は、新民事訴訟法における新設規定の中でも最も影響力を持った規定の一つと言い得るとされている<sup>973</sup>。しかし、それにもかかわらず、後述するとおり、本条の理論的性質は、損害賠償額の算定について裁判官の裁量を認めた実体法（民法）に関わる規定なのか、それとも、証明度を軽減するという趣旨のものかという論争がある。立法の形式としては明らかに民事訴訟法に属する規定であり、しかも新民事訴訟法立法の直後であったにもかかわらず、本条の理論的性質如何という根本問題を巡ってかような議論が生じるのは異例とされている<sup>974</sup>。ただし、これらの議論については、その内容は実益に乏しいとの見解<sup>975</sup>もみられている。しかし、これら議論では、本稿の主要テーマの一つである「機会の喪失」概念がまったく検討されていない。この「機会の喪失」を検討するに当たっては、このような議論は重要な意義を有すると考えられることから、第 5 款以降で述べることにしたい。

## 2. 立案担当者の説明の変遷

まず、248 条の解釈において問題となるのが、本条の趣旨についての立案担当者の説明ぶりに、次のような変遷がみられ、それが、本条の位置づけ論ないし性質論についての議論が錯綜した一因となっていることである<sup>976</sup>。当初、立案担当者の立法趣旨の説明では、損害額の算定は、本来客観的事実の存否の認定の問題でなく、損害の金銭的評価の問題であって裁判所の裁量に委ねられるという見解であるとして、損害賠償請求訴訟においては、損害が発生したことは認められるが、損害の性質上その額を立証することが極めて困難である場合には、裁判所は、合理的な裁量により損害額を認定することができることを提案するものと説明していた<sup>977</sup>。ところが、その後公表された改正要綱試案の段階では、自由

---

<sup>971</sup> 伊藤・前掲注（964）3 頁。

<sup>972</sup> 伊藤・前掲注（964）3 頁。

<sup>973</sup> 平井・前掲注（965）263 頁。

<sup>974</sup> 平井・前掲注（965）263 頁、264 頁。

<sup>975</sup> 高橋・前掲注（891）56 頁、中野ほか（編）・前掲注（911）362 頁（青山善充）、清水正憲「損害額の認定」滝井繁男＝田原睦夫＝清水正憲（編）『論点 新民事訴訟法』399 頁以下（判例タイムズ社、1998）。

<sup>976</sup> 秋山ほか・前掲注（801）123 頁。

<sup>977</sup> 法務省民事局参事官室「民事訴訟手続に関する検討事項」（『民事訴訟手続の検討課題』

心証主義の範囲内で証拠に基づき事実の認定をするという事実認定の原則を変更するものではなく、認定すべき事実の性質上、認定のために必要とされる証明度を一定の範囲で低減したものという説明に変えたのである<sup>978</sup>。立法後の解説においても、証明度の軽減を規定したものとした<sup>979</sup>。このように、立案担当者の 248 条の趣旨についての説明が、後述するような裁量評価説から証明度軽減説へと変遷しており、このことが本条の位置づけ論ないし性質論についての議論が錯綜している一因となっている<sup>980</sup>。

したがって、248 条の意義と機能について、学説上対立している証明軽減説、裁量評価説、折衷説についてそれぞれ考察し、いずれの説が不実開示による損害賠償請求訴訟に妥当するのか検討することが必要である。ただし、248 条の法的性質としての証明度軽減説と裁量評価説の対立だけを考察しても、裁判例における同条の適用の実際や、具体的な手続きの中での当事者・裁判所の行動とはなかなかつながらない。損害額の算定（認定）とは、当事者の主張・立証活動や裁判所の審理・判決書の作成という視座を意識しながら、248 条の意味を明らかにすることが必要であるため<sup>981</sup>、その点も踏まえて検討を行うこととしたい。

### 3. 248 条の適用要件

248 条の適用要件としては、第一に損害の発生、第二に立証の困難性がある。

#### (1) 損害の発生

248 条の適用要件の第一として、「損害が生じたことが認められること」が必要である。すなわち、一定の加害行為により、損害発生的事实（財産的被害を受けた事実）につき、高度の蓋然性（原則的証明度）の存在を証明することが必要となる<sup>982</sup>。なお、本条の適用の前提となる損害そのものの把握の重要性を示唆するものとして、控訴審判決<sup>983</sup>を破棄差戻しした最高裁判決<sup>984</sup>がある。控訴審判決では、投資者に生じた損害は、有価証券報告書虚偽記載という上場廃止事由が発覚し上場廃止に伴う株価が急落したことであると捉えた（その損害額は損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たり、本条の適用がある）。しかしながら、最高裁は、控訴審判決が捉えた損害から虚偽記載に関係しないと認められるような損害を控除すべきであるとして原判決を破棄差戻しとしたので

---

[別冊 NBL23 号]、ジュリスト 1028 号 46 頁（1991）所収。

<sup>978</sup> 法務省民事局参事官室「民事訴訟手続に関する改正要綱試案補足説明」（『民事訴訟手続の改正試案』[別冊 NBL27 号]、ジュリスト 1042 号 53 頁（1993）所収。

<sup>979</sup> 法務省民事局参事官室（編）・前掲注（961）287 頁。

<sup>980</sup> 秋山ほか・前掲注（801）123 頁。

<sup>981</sup> 松下淳一「特集 民事訴訟法のポイントを押さえる」法学教室 397 号 3 頁（2013）。

<sup>982</sup> 加藤新太郎「民訴法 248 条による相当な損害額の認定」判タ 1343 号 106 頁（2011）。

<sup>983</sup> 東京高判平成 21・2・26 判時 2046 号 40 頁。

<sup>984</sup> 最三小判平成 23・9・13 民集 65 巻 6 号 2511 頁。



ある<sup>985</sup>。

ここで、「損害が生じたことが認められる」ことにおいては、実体法的側面との交錯として、本条の損害観というものが問題となる。そこでは、まず、損害を把握することが必要となるが、それには「損害」とは何かという実体法上の損害の概念が本条の適用の前提となるものであり、その解釈が問題となる。具体的には、実体法上の損害概念に関する議論との関連で、差額説に依拠した損害観と、裁判所による相当な額の認定を定める 248 条が基礎とする損害観（枠組みとしては損害事実説にきわめて親和的である）との関係をどのように捉えればよいのかという問題<sup>986</sup>である。

なお、実体法上の概念としての損害と訴訟法において認定される損害額とは区別することができる。これは差額説または損害事実説のいずれの立場に立ったとしても同様である。もっとも、差額説においては、両者の立証は重なり合うことになる<sup>987</sup>のに対して、損害事実説においては、損害を認定（認識）したうえで、その金銭的評価としての損害額算定をすることになる。ただ、いずれの説においても損害額算定の証拠方法が異なるわけではなく、算定の作業そのものもそれほど差異はない<sup>988</sup>ことから、その限りで、本条の適用において、両説の違いが顕在化することはないとする見解もある。しかしながら、差額説を採り、個別事例において、被害者に生じた具体的・客観的な差額の存在を明らかにすることが求められることも考えられる。また、機会の喪失や加害者の得た利益を投資者の損害として認定しようとする場合には、ファイナンス理論の利用や加害者利益の認定方法などから、算定作業の性格そのものが異なることになり、両説の違いが顕在化することになるように思われる。裁判例では、以下のとおり、損害の発生が認められなかった事例も多い。

①仮執行宣言付判決に対する上訴に伴い強制執行停止決定がされた後、債務者が破産宣告を受けたことにより債権者が被ったとする損害の算定について、具体的な損害が生じたことの立証が尽くされていない場合は、本条の適用の前提を欠くとした事例<sup>989</sup>、②LP ガス供給事業を営む A 会社の代表取締役が競業する B 会社を設立し、従業員を引き抜き、顧客を奪い、A 会社が損害を被ったと主張する損害のうち顧客を取り戻すために費やした時間と労力等についての立証が尽くされていない場合は、本条の適用の前提を欠くとした事例<sup>990</sup>、③競争入札すべきであるのに随意契約により公共工事がされ代金が支払われたことにより

<sup>985</sup> 秋山ほか・前掲注（801）130 頁。

<sup>986</sup> 潮見佳男「不法行為における財産的損害の『理論』—実損主義・差額説・具体的損害計算」曹時 63 巻 1 号 3 頁（2011）。

<sup>987</sup> 畑郁夫「新民事訴訟法 248 条について—知的財産事件に適用される場合を念頭において—」『原井龍一郎先生古稀祝賀 改革期の民事手続法』498 頁（法律文化社、2000）。

<sup>988</sup> 新谷晋司＝吉岡大地「自由心証主義／民事訴訟法 248 条の損害額の認定」門口正人（編集代表）『民事証拠法大系 第 1 巻』310 頁（青林書院、2003）。

<sup>989</sup> 大阪高判平成 17・10・21 金判 1228 号 14 頁。

<sup>990</sup> 東京地判平成 18・12・12 判時 1981 号 53 頁。

地方公共団体が損害を被ったとして損害賠償を求める住民訴訟において、その損害は随意契約による工事代金額が想定落札価格を上回る場合に認められるが、損害が発生したとは認められず、本条を適用する前提を欠くとした事例<sup>991</sup>などがみられる。

一般に、「損害が生じたことが認められる」ことを厳格に解し、そもそも損害の立証が困難である事案にもかかわらず、立証が尽くされていないと結論づけることは妥当ではない。そこでは、損害の発生および損害額の証明の困難さがまさに加害者の不法行為によりもたらされている点にも考慮が払われるべきであり、低すぎる損害額の認定<sup>992</sup>をしたり、損害の発生を認めないとする事になってはならない。そもそも、加害者は被害者の立証が困難であることを利用して、自らの違法な利益を得ようとしているのである。とりわけ、証券不実開示のような、様々な要因により変動する資本市場の特性を利用して、自らの違法な利益を追求する利益追求型不法行為においては、当該不実開示による損害額を算出することは困難かつ相当額の費用を要するものである。そのような困難さと費用を、被害者の負担とするならば、加害者を不当に利することになるのは明らかである。したがって、このような場合には、立証責任を転換したり、証明度の軽減、裁判官による損害の裁量的評価といったことが必要となる。さらに、損害について差額説を取り、差額の存在が明らかにならなければ損害自体の立証がないと見ることは、本条の意義を損なうおそれがある<sup>993</sup>と考える。

## （２）立証の困難性

本条の適用要件の第二として、「損害の性質上その額を立証することが極めて困難である」ことが必要である。まず、損害の性質とは、①当該損害の客観的性質をいい、個別の事案に特有の事情はこれに当たらないとする見解<sup>994</sup>のほか、②当該請求の性質上の抽象的なものではなく、個別的・具体的事案の下での立証困難性をいうとする見解<sup>995</sup>がみられる。ここでいう客観的性質とは、たとえば、火災で焼失した家屋内の動産の額は、事柄の性質上常に立証が困難といえる場合であり、一方、他人に毀損された車がその後たまたま盗まれたことから当該毀損の程度を立証することができないことは特有の事情に当たる<sup>996</sup>。損害の性質上という文言からは、当該損害の客観的性質を指すという解釈が自然であるから①説が妥当<sup>997</sup>と考えられる。

<sup>991</sup> 東京高判平成 21・2・24 判タ 1299 号 186 頁。

<sup>992</sup> 松本＝上野・前掲注（932）417 頁。

<sup>993</sup> 松本＝上野・前掲注（932）417 頁。

<sup>994</sup> 新谷＝吉岡・前掲注（988）312 頁、伊藤・前掲注（964）4 頁。

<sup>995</sup> 賀集唱＝松本博之＝加藤新太郎（編）『基本法コンメンタール・民事訴訟法 2 巻〔第 3 次追補版〕』279 頁[奈良]（日本評論社、2012）。

<sup>996</sup> 伊藤・前掲注（964）4 頁。

<sup>997</sup> 秋山ほか・前掲注（801）133 頁、134 頁。

次に、立証することが「極めて困難であるとき」（立証困難性）とは、原則的証明度を要求した場合に、原告が不当に不利益となり、損害賠償法など実体法の趣旨・目的にそぐわない結果を生じ、損害額を立証するために本条による以外に代替的な立証手段手法もないときをいうものと解するとされている<sup>998</sup>。そして、立証に利用可能な証拠方法があるか、原則的証明度と等価値の立証が可能となる代替手法が想定されるか、など事柄の性質上客観的に判断されることが必要となる（客観説）。これに対して、立証困難性について、具体的な立証活動の実践の中で、証明責任を負担する側が、事案ごとに可能と思われる立証努力を果たすという動態的な立証過程において、通常の出証の困難さの顕著性が判断されるべきであるとする主観説<sup>999</sup>もあるが、相当とはいえないとされている<sup>1000</sup>。もっとも、主観説が、立証困難さの顕著性を安易に肯定することを戒める意図を有することには留意して良いであろう。

なお、この立証困難性については、損害の性質上、高度の自然科学、社会科学の知識・理論を用いれば証明可能という場合に、請求額と比較して釣り合いのとれないような多額の費用がかかるときには、本条を適用ないし類推適用してよいとする見解<sup>1001</sup>がみられる。費用対効果の観点を立証困難該当性の判断に組み込むことの可否の問題である。実務上、損害発生それ自体や加害行為と損害の因果関係の出証について高度の自然科学・社会科学的知見が必要とされる場合と比較すると、損害額の出証について、これらが必要とされることは相対的に少ないように解されるが、観念的にはないとはいえないとされている<sup>1002</sup>。この点、私見では、損害額の出証に社会科学的知見が必要とされる場面は、少ないどころか、ますます増えその必要性は高まるものと思われる。なお、この場合には、損害の発生自体の出証は原則的証明度をもってされていることを要件としたうえで、損害額の出証が費用対効果ないし当事者の財政的負担の観点から無理を強いるものであり、実体法の趣旨・目的に照らして著しく不正義であると評価される場合には、本条を適用してよいと解するとする見解がある<sup>1003</sup>。これに関しては、著作権法 114 条の 5 では、具体例として、全国規模での海賊版ビデオの販売がなされた場合、例えば、東京での海賊版ビデオの販売数等は調査により立証できたとしても、各道府県における販売数を立証するためには膨大なコストと時間がかかるとして、そのような場合には、本条の適用により、東京における同ビデオの販売数等をもとに全国規模での相当な損害額を裁判所が認定できると解するもの

---

<sup>998</sup> 春日・前掲注（965）260 頁。

<sup>999</sup> 畑・前掲注（987）509 頁。

<sup>1000</sup> 秋山ほか・前掲注（801）134 頁。

<sup>1001</sup> 兼子ほか・前掲注（925）1389 頁（上原敏夫）、春日・前掲注（965）261 頁、三木浩一「民事訴訟法 248 条の意義と機能」河野正憲＝伊藤眞＝高橋宏志（編）『井上治典先生追悼論文集 民事紛争と手続理論の現在』427 頁（法律文化社、2008）。

<sup>1002</sup> 秋山ほか・前掲注（801）134 頁。

<sup>1003</sup> 秋山ほか・前掲注（801）134 頁。

もある<sup>1004</sup>。私見では、このような見解をさらに進め、困難性とコスト・時間を比較衡量し、柔軟に解釈することが重要と考える。とりわけ、原告が多数となる集団訴訟においては、立証に膨大なコストと時間がかかるような場合には、248条の適用があると解して良いのではないだろうか。たとえば、証券不実開示訴訟の場合、最高裁で差し戻し理由となった不実開示に関係のない株価の下落分の算定にかなりのコストがかかるような場合に、同条を適用して日経 225 などの指数を利用し、簡便に不実開示に関係ない下落分を算定することなどが考えられる。

以上のように、立証の困難性については、客観的に判断されることが必要となる。しかし、「困難性」というような抽象的な基準には、理論的な枠組みのほか、具体的事例の積み重ねにより決まってくるという側面がある。このため、次に具体的な事例として、下級審裁判例における、立証困難性が肯定された事例と否定された事例に分け、その実態について考察することとしたい。

## 下級審裁判例の状況

### 1. 立証困難性が肯定された事例

下級審裁判例において、立証困難性が肯定された事例を損害の種類に着目して、類型ごとに以下のように整理できる<sup>1005</sup>。第一の類型は、機会の喪失型ないしは逸失利益型として、次のものがある。

#### ① 課税繰延べ機会の喪失事例

建設業者から節税目的の等価交換方式によるマンション建設を勧誘されマンションを建設した者が、業者の誤った説明のために租税特別措置法による減税措置を受けられずに損害を被った場合は、特例措置がとられた場合と比較して損害を具体的に算定することは極めて困難であり、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1006</sup>。

#### ② 相続税の節税機会の喪失事例

税理士に相続税の申告を依頼した者が、税理士において借入金債務を失念していたため、有利な遺産分割案があるとの助言を得られずに損害を被った場合は、損害を具体的に算定することは極めて困難であり、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1007</sup>。

---

<sup>1004</sup> 加戸守行『著作権法逐条講義〔6訂新版〕』782頁（著作権情報センター、2013）。

<sup>1005</sup> 樋口正樹「民訴法 248 条をめぐる裁判例と問題点」判タ 1148 号 23 頁（2004）、円谷峻「裁判所による損害額の認定」新美育文先生還暦記念『現代民事法の課題』373 頁（信山社、2009）など参照。

<sup>1006</sup> 東京高判平成 10・4・22 判時 1646 号 71 頁。加藤・前掲注（982）104 頁、瀬川信久「判批」判タ 982 号 68 頁（1998）。

<sup>1007</sup> 東京地判平成 10・9・18 判タ 1002 号 202 頁。

③ 商品販売機会の喪失事例

Y が X のデータベースを複製・盗用して Y の作成したシステムに組み込んで販売した場合は、Y のシステムがなければ本来 X が販売することができたシステムの数量に相応する利益が損害になるものと認められるが、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1008</sup>。

④ 株式売却機会の喪失事例

株式会社産業再生機構（以下、「機構」）の支援決定を受けた会社のスポンサーとなった者が同社の議決権を有する種類株式を機構から買い付ける際に、当該種類株式の保有者の同意を得て公開買付によらずに買付した場合において、公開買付がされなかったことにより売却の機会を失った普通株主が被った損害額は、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1009</sup>。

第二の類型は、積極的財産損害型として、信頼利益喪失の事例がある。

- ① 賃貸借契約締結に向けて建物所有者と交渉していた賃借希望者が一方的に交渉を打ち切られた場合には、賃借希望者には信頼利益の侵害による損害が生じたことは認められるが、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たるとした事例<sup>1010</sup>。

次に、この積極的財産損害型のうち談合型として、以下の事例が挙げられる。

- ① 水道工事の指名競争入札において業者の入札談合により地方公共団体が損害を被った場合には、想定落札価格に相当する損害が生じたことが認められるが、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1011</sup>。
- ② ごみ処理施設増設工事の入札談合により最低入札金額を提示した業者との間で随意契約の締結を余儀なくされた地方公共団体が損害を被ったとして損害賠償を求める住民訴訟では、現実の契約金額と談合がなく公正な競争により形成されたとであろう想定落札価格との差額が損害となるところ、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる<sup>1012</sup>。
- ③ その他、公共工事における入札談合により地方公共団体が損害を被ったとして損害賠償を求める住民訴訟においては、その損害額は談合されていなければ形成されていたであろう落札価格に基づく契約金額と現に締結された契約金額との差額であるが、これは損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たるとした裁判例は多

---

<sup>1008</sup> 東京地判平成 14・3・28 判時 1793 号 133 頁。

<sup>1009</sup> 東京高判平成 20・7・9 金判 1297 号 20 頁。

<sup>1010</sup> 東京高判平成 14・3・13 判タ 1136 号 195 頁。

<sup>1011</sup> 奈良地判平成 11・10・20 判タ 1041 号 182 頁。

<sup>1012</sup> 新潟地判平成 18・9・28 判タ 1242 号 171 頁。

数みられる<sup>1013</sup>。

さらに、積極的財産損害型のうち、証券不実開示型として、西武鉄道事件が挙げられる。この事例で、原審東京高裁の判決<sup>1014</sup>は、虚偽記載発覚前の株価と売却価格の差額が損害額となるのではなく、その損害額は損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たる旨判示したが、次のように、最高裁で破棄差戻しされた<sup>1015</sup>。

「投資者は虚偽記載がなければ株式を取得しなかった場合には、虚偽記載により投資者に生じた損害は、株式の取得それ自体である。そして当該虚偽記載と相当因果関係のある損害の額は、取得価額と処分価額（保有価額）の差額から、虚偽記載公表前の経済情勢、市場動向など、当該虚偽記載に起因しない市場価格の下落分を控除して、損害額を算定すべきであるところ、その損害額は損害の性質上その額を立証することが極めて困難である場合には本条が適用される。」

第三の類型は、予測・想定型である。将来の不確実な予測（過去の不確実な想定も含む）に基づく損害算定が必要な場合に、当該予測が困難であることを理由として本条の適用を認める例がしばしばみられる。これらは、将来予測型（私見：予測・想定型）の事例類型として抽出・分類することが可能である。この予測・想定型の裁判例は数が多く、本条の適用におけるひとつの主流をなしているとされるが<sup>1016</sup>、第二の類型である積極的財産損害型の事例と重なり合い、談合入札事件や証券不実開示事件もこの類型に属するものと思われる。

## 2. 立証困難性が否定された事例

次に、立証困難性が否定された事例としては、以下のようなものがある。

国家公務員がその地位を利用して民間業者に不当な働きかけをして、甲との取引を止めることを勧めたことは不法行為を構成するが、甲が取り引きできなかったことによる逸失利益は、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たらないとした事例<sup>1017</sup>。

### （3）248条の法的性質

248条に関する次なる解釈上の問題として、本条の法的性質がある。248条は、実体法の

---

<sup>1013</sup> 名古屋地判平成12・7・14判例地方自治207号29頁、東京地判平成18・4・28判時1944号86頁、東京地判平成19・10・26判時2012号39頁、大阪高判平成18・9・14判タ1226号107頁、東京高判平成21・5・28判時2060号65頁など。

<sup>1014</sup> 東京高判平成21・2・26判時2046号40頁。

<sup>1015</sup> 最三小判平成23・9・13民集65巻6号2511頁。

<sup>1016</sup> 三木・前掲注（1001）422頁。

<sup>1017</sup> 東京地判平成14・7・24判時1799号124頁。

考え方と関連するところが多く、損害賠償額の算定（認定）というものが、事実の証明と同じような意味で立証の問題なのか、それとも実体法的な評価の問題なのかという議論がある<sup>1018</sup>。損害賠償請求における損害額の認定について、これを事実認定とみるか、法的評価（裁量評価）とみるかによって、不服の性質が異なり、そこでいう「認定」は、裁量の性質を有する認定なのか、それとも証明度を軽減した認定なのか<sup>1019</sup>ということになる。事実の認定であればその性質は、裁量を許さないものと理論上はいうことができる。例えば、ある日時にある場所に、ある特定の物件が存在したという事実を、当時撮影されたことの確かな現場写真によって認定する場合、そこに裁判所の裁量の入る余地はないといえよう<sup>1020</sup>。このように、損害額の算定も事実認定とみる立場からすれば、損害額の算定に関する不服は事実認定の不服である。したがって、自由心証主義が適用される場面であり、経験則や論理法則に従うべき内在的制約があるから、損害額の算定の基礎となる事実が明らかにされていないならば、合理的理由に基づかない事実認定として違法と評価されることになる<sup>1021</sup>。

これに対して、損害額の算定は法的評価（裁量評価）とみる立場からすると、損害額の認定に関する不服は、基本的に自由心証主義の問題ではないということになる。しかし、この立場においても、実体法により規律される目的を発揮すべき裁量を逸脱すると違法になると解されるが、その場合には、実体法違反（法令違反）と考えることになろう。その限りで、両説はその前提において、自由心証主義の適用される範囲についての理解を異にするものである<sup>1022</sup>。

#### 4. 248 条の効果

損害が発生しその額の立証が極めて困難であると判断されれば、裁判官は口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、相当な額の損害を認めることができることになる。当該損害額の認定のための資料は、口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果である。これは、民事訴訟法 247 条の文言と同一の文言であり、そこでの「口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果」と同様に解することが相当である。したがって、当事者が提出しなかった事実を損害額算定の基礎にすることはできず、これをした場合には、弁論主義違反の問題が生じることになる<sup>1023</sup>。また、損害額の算定が客観的事実の存否の問題ではなく、損害の金銭的評価の問題であるとの認識を前提として、一定の要件の下に、損害額の認定を裁判所

---

<sup>1018</sup> 竹下守夫＝青山善充＝伊藤眞（編集代表）『研究会 新民事訴訟法』320 頁（竹下守夫発言）（有斐閣、1999）。

<sup>1019</sup> 伊藤・前掲注（964）4 頁。

<sup>1020</sup> 伊藤・前掲注（964）5 頁。

<sup>1021</sup> 新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）90 頁[加藤]参照。

<sup>1022</sup> 秋山ほか・前掲注（801）117 頁、118 頁。

<sup>1023</sup> 春日・前掲注（965）262 頁。

の裁量に委ねた規定であり、結果的に、損害額の立証について証明度を軽減する効果を導いている。したがって、本条は一種の裁判規範として、損害額という実体法上の問題を自由心証による訴訟法的な処理になじませる媒介項としての機能を営んでいると理解することができる<sup>1024</sup>。

他方で、「248 条はドイツ法、旧法下の判例法理、訴訟法学そして実体法学等における多様な流れ（もちろんこれは互いに重なり合っている可能性もあるが）の「交点」に位置しており、そのことが同条文について多様な理解の余地を生じさせる要因となっている可能性がある」。「それらの多様な流れが立法過程において必ずしも十分に整理されなかったということを少なくとも一因として、本条は、その制定から 10 年余りを経過した現在においても、そのねらいとするところの理解を巡る対立が収束することがないままに続いている<sup>1025</sup>」という状況を招いていると指摘されている。

次に、損害額算定の基礎となる事実について、自由な証明によることができるか、厳格な証明によるべきであるか、という問題がある。この点については、自由な証明によることを認める見解<sup>1026</sup>もみられる。これは、自由な証明も、あくまでも訴訟上の証明であるから、合目的的に法定の手續に縛られない柔軟な手續によっても手續保障や裁判の公正さを損なうおそれがない限度においては自由な証明が許容されるという考え方と整合的であるといえよう。しかし、自由な証明とは、証拠方法・手續につき法律の規定から解放されている証明であり、厳格な証明とは、証明の方法（方式）に関する区別ではあるが、本案たる請求の当否を理由づける事実とは原則として厳格な証明によるべきであるとするのが通説であり、自由な証明の適用については慎重な対応が必要である<sup>1027</sup>。したがって、損害額算定の基礎となる事実についても、法定の証拠方法と手續によって行われる厳格な証明によるべきであるとする見解が相当であろう<sup>1028</sup>。

なお、裁判例の中には、「本条を適用する」もの以外に、「本条の趣旨に従って」ないしは「本条の趣旨に鑑み」という表現により、問題となっている損害額は損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たるとする事例もみられる。例えば、①事例：パーティーを内容とするサービス契約（消費者契約）の中途解約に伴い事業者が生ずべき平均的な損害額は、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるときに当たり、本条の趣旨に従い、裁判所は相当な損害額を認定することができるとした事例<sup>1029</sup>、②事例：不動産業者がマンションで飛び降り自殺のあったことを顧客に対し説明すべき義

---

<sup>1024</sup> 春日・前掲注（965）263-264 頁。

<sup>1025</sup> 内海・前掲注（904）2826 頁。

<sup>1026</sup> 春日・前掲注（965）262 頁。

<sup>1027</sup> 秋山ほか・前掲注（929）15 頁。

<sup>1028</sup> 新谷＝吉岡・前掲注（988）325 頁。なお、自由な証明については、高田昌宏『自由証明の研究』3 頁以下（有斐閣、2008）参照。

<sup>1029</sup> 東京地判平成 14・3・25 判タ 1117 号 289 頁。



務に違反して販売した場合において、説明義務違反と相当因果関係の認められる顧客が被った損害額について、本条の趣旨に照らして認定された事例<sup>1030</sup>などがある。この点、「本条の趣旨に従って」および「本条の趣旨に鑑み」というのが何を意味するのか判文上明示されていない。このため、これら表現が何を意味するのかは必ずしも明らかではないものの、事案に照らすと次のような解釈も可能であるように思われる。①事例については、消費者契約法9条1号にいう「平均的な損害」の解釈に関する初めての事例であり、また既に「平均的な損害」についての行政当局の解説<sup>1031</sup>も存在することから、それらを総合考慮して、「本条の適用」ではなく、「本条の趣旨に従って」と、婉曲的な表現としたように思われる。②事例については、飛び降り自殺のあった不動産物件の評価という特殊性のあった事案である。そこでの原告の主張はかなり漠然としており、損害額の根拠となる被告の物件仕入価格と原告の販売価格との差額を「慰謝料と言い換える」とするとともに、詐欺的不法行為による懲罰的損害賠償とするなど、そもそも算出根拠が明確に示されたものではなかったようである。このため、判決では、経済的損害と精神的苦痛に対する慰謝料を合わせて損害額を決定しており、原告の請求の漠然性を救済するためもあり、「本条を適用」ではなく、「本条の趣旨に鑑み」と婉曲的な表現としたように受け取れる。

以上、いずれにしても、事案の個別的事情によるところが大きいように思われるが、「本条の趣旨」とした方が、より柔軟な解釈が可能な場合も考えられる。損害が発生したか否かの認定さえもやや困難であるなど特殊なケースで、被害者を救済する必要が認められる場合には、「本条の趣旨に鑑みて」とする方が説明しやすい場合もあると考えられるからである。これなどは、直接248条を適用できないとみられるような場合に採られる手法であり、上記のような婉曲的な表現とは異なるものと考えられる。

## 5. 損害額の算定方法への影響

248条の効果に関連して、本条の損害額の算定方法への影響がある。それは、裁判所による新たな判断に基づく新しい算定方法の模索、損害額の定額化・定型化という方向である。損害額の算定にあたり、さまざまな要素を積み上げていく個別積上げ方式というのは、一般に立証が困難であることが多いとされる<sup>1032</sup>。このように、個別積上げ方式では算定することが困難な損害について裁判所が相当な損害額を認定していくことが必要な場面も今後出て来ることになる。たとえば、法人が信用を毀損された場合の損害はいくらなのかといった、真に算定困難なものもあるであろう。そういうものについて、裁判所が、新たな判断に基づいて新しい算定方法を示していくという、もう一つの方向が出てくるであろうと

<sup>1030</sup> 東京地判平成20・4・28判タ1275号329頁。

<sup>1031</sup> 同一事業者が締結する多数の同種契約事案について類型的に考察した場合に算定される平均的な損害の額をいう趣旨である（経済企画庁国民生活局消費者行政第一課（編）『逐条解説 消費者契約法』165頁（商事法務、2000））。

<sup>1032</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）321頁、322頁（福田剛久発言）。

考える<sup>1033</sup>。

また、損害賠償請求訴訟、特に大規模な訴訟の審理には長い時間がかかる原因論の審理が終わり、損害論の審理において、実費弁償主義や完全賠償主義を貫くと、審理が非常に長期化することになる。被害者の救済という観点からみても、当事者がある程度定型化して損害賠償請求してくれば、裁判所としては合理的な範囲でそれを認めても良いのではないかという見解も出て来ている。つまり、当事者の立証方法に任せるということになる。もっともこのような損害の認定は、個別積み上げ方式に比べて控えめな金額の認定にはなるのではないと思われる。本条によって、損害の定型化が進むという、一つの方向が出てくるだろうともされている<sup>1034</sup>。

以上のような、新たな判断（理論）に基づく新しい損害額の算定方法の模索、損害額の定型化・定額化という方向は、本稿のテーマの一つである「機会の喪失」算定の実現にあたり、望ましい方向である。このように、「機会の喪失」を投資者の損害として認定するには、機会の喪失論の実体法的側面の考察を深めるだけではなく、248条の適用という訴訟法的側面が極めて重要となっていくものと考ええる。

### 第3項 法的性質—学説および判例

248条の民事訴訟法における位置づけ・法的性質については、主に学説において議論されており、裁判例ではその立場を明示したものは少ない。このことは、裁判官の判断の決定基準が、いわば、一重に「適正な紛争解決」であるかどうかであり<sup>1035</sup>、特定の学説を採用することが目的ではないことからすれば当然の帰結であろう。それらの学説では、248条の法的性質として、第一に、証明度軽減説、第二に、裁量評価説、第三に、折衷説の三つの類型がある。以下、順にみていくこととしたい。

#### 1. 証明度軽減説

証明度軽減説は、248条が損害額に関する証明度を軽減したと考えるものである<sup>1036</sup>。この説は、損害額も「事実」であるという前提に立ち、民事訴訟において事実を認定するためには、原則的証明度（高度の蓋然性）が必要であるが、本条は、認定すべき事実の性質を考慮して、損害額認定という限定された場面で、証明度を一定の範囲で軽減することを許容したものと解する。この立場からは、本条は、原則的証明度の例外を定めるものであるが、自由心証主義の例外を定めるものではないと説明することになる。本条は、事実認

---

<sup>1033</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）321頁、322頁（柳田幸三発言）。もっとも、立法時はそのようなことを想定していたわけではない、とされている。

<sup>1034</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）321頁、322頁（福田剛久発言）。

<sup>1035</sup> 藤田・前掲注（928）136頁。

<sup>1036</sup> 法務省民事局参事官室（編）・前掲注（961）287頁、秋山ほか・前掲注（801）124頁以下。

定について「口頭弁論の全趣旨及び証拠調べの結果に基づき」として自由心証主義を定める 247 条と平仄を合わせたものになっており、裁量評価説が有力であるドイツ民訴法 287 条第 1 項とは相当に異なることも、その理由付けとしている。証明度軽減説では、機能的観点から、「加害行為によって発生した損害額を賠償させる」という実体的法規範につき、「その発生額について『証明』がない場合には、損害額はゼロとして裁判せよ」という証明責任規範を、「その損害額の証明が極めて困難な場合には、弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき裁判官が相当と認める額の賠償を命じる裁判をせよ」という内容に変容させ、その限度で、実体的法規範の適用可能性を拡大したものという説明をする見解（新堂説）<sup>1037</sup>もみられる。現在の不実開示訴訟の判決における理論的な考え方は、この新堂説の見解に近いということがいえるように思われる。さらに本条は、基本的には自由心証主義の下における証明度の低減ということになるとする見解もみられる<sup>1038</sup>。

このように、証明度軽減説では、本条は通常の実事の認定と異なる性質の裁量を認めたものではなく、通常の実事の認定の範囲で立証の軽減を認めたものであり、その実際上の意義は、従来少なくとも一般的には認められてこなかった証明のための方法を採用して証明度を下げた認定を認めたものであるとされる。ここで、本条において、極めて重要なことは、「相当な」というところにどのような意味が込められているかということである。表現の問題としては、まさにこの一点以外は、通常の実事認定と異ならない<sup>1039</sup>。そして、立法担当者の解説において、本条は証明度の軽減であるとされていること、本条の位置・表現および認定が通常の手続きの一環としてされるものであることを根拠に考えれば、通常の実事認定という枠内で損害の額の認定を容易にしたものと解される。条文中に「相当な」という表現があることのみをもってしては、この結論を覆すに足りない<sup>1040</sup>。さらに、わが国における「証明度軽減説」においては、裁判官が差額説を前提とすれば考慮できない要素を本条によって考慮できるようになる契機を見出す余地は大きくないようにみえたとされている<sup>1041</sup>。また、本条を損害の発生そのものとかに類推していこうと考えた場合、裁量評価説より証明度軽減説の方が都合がよい面があるとする見解もなされている。その理由として、裁量評価説だとどうしても損害額に限定される感が否めないのに対し、証明度軽減説では、損害額の認定は立証が困難な一例だと説明し得るからであるとされている。このような見解は、本条の射程距離を検討するに際し、その範囲を広げる一つの有力な根拠となるように思われる。

---

<sup>1037</sup> 新堂・前掲注（912）606 頁。

<sup>1038</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）319 頁（柳田幸三発言）。

<sup>1039</sup> 伊藤・前掲注（964）5 頁。

<sup>1040</sup> 伊藤・前掲注（964）5 頁。

<sup>1041</sup> 内海・前掲注（904）2831 頁。

## 2. 裁量評価説

裁量評価説は、損害額の認定について裁判所による裁量評価を許容したとするもので、損害額の認定とは基本的には評価の問題、あるいは評価に服するものであると考えられている<sup>1042</sup>。この説は、損害立証の基礎となる事実については原則的証明度が必要であるが、本条は、損害額の評価については裁量的であることを許容したものと解する。すなわち、損害額の認定は、証拠に基づく心証を証明度に照らして事実の存否を判断する狭義の証明ではなく、その本質において裁判官の裁量評価であり、本条はその意味では当然の事理を定めた注意規定とみるものである<sup>1043</sup>。この裁量評価説は、損害額は損害の金銭的评价であると位置づける実体法の理解とも整合的である<sup>1044</sup>。そこでは、損害額の算定（認定）は、事実認定の原則である自由心証主義の範疇外のものと考えている。さらに、裁量評価説の方が、損害額の算定における柔軟性および適切性において優れていると指摘する見解<sup>1045</sup>もみられる。また、慰謝料、逸失利益などの裁判実務ではすでに、「外形上は、裁量による算定という形はとらないで、具体的事実の認定に基づく正確な額の算定という形をとっているにすぎ」ず、実質的には「裁量的評価による損害額の算定」がなされていることから、「損害額算定の裁量性を認めることにしてはどうか」とする見解<sup>1046</sup>もみられる。

## 3. 折衷説

折衷説は、証明度軽減および裁判所の裁量評価の双方を認めたとするものである<sup>1047</sup>。ここでは、証明度軽減法理は、証明度以下であっても要証事実につき一定の心証が形成されることを前提とする考え方であるが、本条は、そのような場合に限らず、損害額について一定程度の心証が形成されない場合であっても、なお、裁判所の自由な判断によって相当な損害額の認定（証明度との相関で損害額を定めること）を許容するもので、証明度軽減と裁判所の裁量判断の双方を認めた規定であるという。その意味で、本条は、自由心証主義の例外を認めるものとされる

---

<sup>1042</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）320頁（竹下守夫＝鈴木正裕発言）、新堂ほか（編集代表）・前掲注（924）70頁（加藤新太郎）、秋山ほか・前掲注（801）125頁。

<sup>1043</sup> 損害額算定の裁量評価的性格については、藤原弘道『民事裁判と証明』133頁（有信堂、2001）参照。

<sup>1044</sup> 平井・前掲注（965）278頁。

<sup>1045</sup> 三木・前掲注（1001）416頁。

<sup>1046</sup> 藤原・前掲注（957）11頁。

<sup>1047</sup> 伊藤・前掲注（885）52頁。

#### 4. 判例の状況

次に、裁判例においては、本条についてどのように判断しているのでしょうか。この点、前述したように、いずれの説であるかを明らかにしたものは少ないものの、248条は、「証明度の低減を図ったもの」と明示する裁判例<sup>1048</sup>もみられる。一方、例えば、現実損害を対象とするいわゆる回顧型損害算定の例として、火災による家財道具の焼失に関するケース<sup>1049</sup>では、損害保険会社（共済組合）が火災後に行った査定の基準であるモデル家庭の標準的評価表中の家財道具の価額を基本としつつ、この査定が保険金額の上限を考慮して行われたことに鑑み、損保会社のした評価額の一割増を相当な損害額としている。これは、まさしく裁判官の裁量評価としての損害額算定（認定）といえ、証明度軽減説では説明が難しいのではないかと考えられるとする見解<sup>1050</sup>がある。また、裁判例における本条の運用の仕方や適用対象の範囲などからみて、多くの裁判例は裁量評価説を前提としていると推測する見解<sup>1051</sup>もみられる。実際、証券不実開示訴訟においても、多くの裁判例は、損害対象額として一次的に算定された額（株価の下落額など）のたとえば二割・三割などとして損害額を認定しており、このような認定は、まさしく裁判官の裁量評価なのであり、証明度軽減説では二割・三割という評価の説明が難しいといえそうである。入札談合事件のケースにおいても、どの程度の損害額が認定されているかについては、実際の落札価格に基づく契約金額を基準として、その5%を損害額と認定するものが多い<sup>1052</sup>。しかし、8%としたもの<sup>1053</sup>や10%としたもの<sup>1054</sup>もあれば、逆に3%としたものもある<sup>1055</sup>。このような場合には、なぜ二割なのか三割なのか、また、8%なのか3%なのか等の根拠を具体的に判決理由において明記することが必要であろう。

さらに、最高裁が「損害の発生を前提としながら、民訴法 248 条の適用について考慮することなく、損害額を算定することができないとして請求を棄却した原審の判断に違法がある」とした事例<sup>1056</sup>について、裁量評価説を前提としているとみるのが相当とする見解<sup>1057</sup>、

<sup>1048</sup> 名古屋地判平成 21・8・7 判時 2070 号 77 頁。

<sup>1049</sup> 東京地判平成 11・8・31 判時 1687 号 39 頁。

<sup>1050</sup> 三木・前掲注（1001）424 頁、加藤新太郎「民訴法 248 条による相当な損害額の認定」判タ 1343 号 62 頁（2011）。

<sup>1051</sup> 三木・前掲注（1001）435 頁。

<sup>1052</sup> 奈良地判平成 11・10・20 判タ 1041 号 182 頁、名古屋地判平成 13・9・7 判タ 1073 号 264 頁、仙台地判平成 18・2・21 判例地方自治 284 号 15 頁、東京地判平成 18・4・28 判時 1944 号 86 頁、東京地判平成 18・11・24 判時 1965 号 23 頁、東京高判平成 21・5・28 判時 2060 号 65 頁、名古屋地判平成 21・12・11 判時 2072 号 88 頁がある。

<sup>1053</sup> 大阪高判平成 18・9・14 判タ 1226 号 107 頁、名古屋地判平成 21・8・7 判時 2070 号 77 頁など。

<sup>1054</sup> 津地判平成 12・12・7 判例地方自治 214 号 37 頁、水戸地判平成 20・5・13 判例地方自治 307 号 15 頁など。

<sup>1055</sup> 東京高判平成 20・7・2（裁判所 HP）など。

<sup>1056</sup> 最三小判平成 20・6・10 判タ 1316 号 142 頁。

<sup>1057</sup> 加藤・前掲注（1050）152 頁、三木浩一「判批」リマークス 39 号 117 頁（2009）。

証明度軽減説と親和的と評価することも不可能ではないが、裁量評価説に近い考え方を採用したと評価することもできるとする見解<sup>1058</sup>、一定の留保をしつつも、むしろ裁量評価説に立脚していると解することもできるとする見解<sup>1059</sup>、裁量評価説または折衷説に立つとする見解<sup>1060</sup>などがみられる。これに対して、この最高裁判例は、本条につき一般的な法的見解を示しているものではないから、裁量評価説をとっているとみるのは性急にすぎるとの見解<sup>1061</sup>もある。このように、多様な見解がなされていることの背景には、裁判の目的はあくまでも「適正な紛争解決」であり、何が「適正」であるかについては、様々な判断要因がある<sup>1062</sup>ことがあるように思われる。そもそも、法律の条文の解釈において、たとえば、類推解釈、拡大解釈、限定解釈等様々ないわば操作を行うことができる。法律の規定がもととも何を定めているのかの判断についても、法律の文言、立法者意思、立法の目的、利益衡量等々、様々な手掛かりが存在するのであって、これらのうち何をどう組み合わせて判断の基礎とするかは、まさに個々の裁判官の「良識」ないし「良心」（憲法 76 条 3 項）に委ねられている<sup>1063</sup>ことにあるといえるのではないだろうか。とりわけ、損害賠償請求訴訟の場合、実に様々なケースがあり、本条の法的性質の検討にあたっては、判例がどのような判断基準を用いているのかを考察することは必要ではあるものの、それを何説であると断定することは慎重であるべきであろう。

なお、上記の議論に関連して、相当な損害額の認定を不服とする上告についての問題がある。現行法では、高等裁判所に対する上告理由は旧法をそのまま引き継いだ（旧法 394 条・395 条）が、最高裁判所に対する上告理由は、その負担軽減のため改正された。その結果、高裁に対する上告は、憲法違反および重大な手続違反を内容とする絶対的な上告理由に加えて、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令違反が上告理由となる（312 条 1 項～3 項）が、最高裁に対する上告理由は憲法違反と絶対的上告理由のみとし、法令違反については、上告受理の申し立てをして、最高裁が法令の解釈に関する重要な事項を含むものとしてこれを受理しない限り、上告審の審理対象にならない（312 条 1 項・2 項・318 条）。

相当な損害額の認定に関する不服は、証明度軽減説によれば、事実認定の不服に他ならない。したがって、高等裁判所に対する上告の場合には、法律審である上告審（312 条）は、原判決において適法に確定した事実拘束される（321 条）から、当然には上告審の審理の対象とはされない。そうすると、自由心証主義（247 条）違反による上告の場合と同様に考えることになる。すなわち、相当な損害額の認定も、軽減された証明度を前提としつつ

---

<sup>1058</sup> 杉山悦子「判批」民商 140 巻 3 号 359 頁（2009）。

<sup>1059</sup> 越山和弘「判批」速判解説 4 号 122 頁（2009）。

<sup>1060</sup> 苗村博子「企業の損害と民訴法 248 条の活用」判タ 1299 号 39 頁（2009）。

<sup>1061</sup> 松本＝上野・前掲注（932）402 頁。

<sup>1062</sup> 藤田・前掲注（928）136 頁。

<sup>1063</sup> 藤田・前掲注（928）137 頁。

も、自由心証主義が適用される場面であり、自由心証といっても経験則や論理法則に従うべき内在的制約がある以上、本条の要件違反や適用結果の不当など本条に違反する場合には、法令違反（318条1項）に当たる<sup>1064</sup>。そして、その法令違反が、「法令の解釈に関する重要な事項を含むものと認められる」場合には、最高裁判所に対する上告受理申し立ての理由になりうると解される<sup>1065</sup>。

これに対して裁量評価説によれば、相当な損害額の認定に関する不服は、本条により裁判官に付与された裁量権に内在する制限を逸脱するものということになるから、本条違反と構成することになる。したがって、高等裁判所に対する上告の場合には、法令違反（318条1項）に当たる。単なる法令違反は最高裁判所に対する上告受理申し立ての理由にはならないが、（312条・318条・325条）、「法令の解釈に関する重要な事項を含むものと認められる」場合には、上告受理申し立ての理由になり得ることは、証明度軽減説と変わらない。このように上告が制限されている現行法の下では、上告の可否については両説の差異はほとんどないと解されている<sup>1066</sup>。いずれにせよ、本条に依拠して裁判所が損害額を認定する場合、「実務的には、裁量評価判断の加味が多かれ少なかれ許される場合であるか、損害の性質上その額の立証が極めて困難な場合として裁量判断のみでよいとされる場合であるかを見極めることが肝心であり、かつ「相当な損害額」の相場感については、さらに判例の積み重ねに期待すべきであろう。」。

## 5. 見解対立の持つ意味

以上のような証明度軽減説、裁量評価説、折衷説は、本条の理論的位置づけを語るものであり、その意味で、重要な議論である。ただ、その具体的な差異はどのような場合に生じるのであろうか。この点については、次のように、具体的な差異は生じないとする説と差異が生じるとする説とに分かれている<sup>1067</sup>。

### （1）具体的な差異は生じないとする説

具体的な差異は生じないとする説には、①本条の性質論、対象範囲論は理論的には意義があるものの、実践的にはそう実益のあるものではないとする見解<sup>1068</sup>、本条の性質に関して重要な差異を導くとは思われないとする見解<sup>1069</sup>、②各説の考え方の差が一種の（損害額

---

<sup>1064</sup> 法務省民事局参事官室（編）・前掲注（961）355頁。

<sup>1065</sup> 新谷＝吉岡・前掲注（988）331頁、伊藤滋夫「民事訴訟法248条の定める『相当な損害額の認定』（下）完」判時1796号9頁（2002）。

<sup>1066</sup> 新谷＝吉岡・前掲注（988）305頁。

<sup>1067</sup> 秋山ほか・前掲注（801）126頁、127頁。

<sup>1068</sup> 高橋・前掲注（891）56頁、中野ほか（編）・前掲注（911）362頁、清水・前掲注（975）401頁。

<sup>1069</sup> 伊藤滋夫「民事訴訟法248条の定める『相当な損害額の認定』（中）」判時1793号（2002）3頁。

の算定における) 姿勢の問題として重要な意味を持つが、本条の適用において必然的に異なった結論が導かれるほどの違いはないとする見解<sup>1070</sup>がみられる。また、③証明度軽減説の考え方が、果たして裁量を認めるという見解とどの程度実際上の差異を来すかは疑問であり、裁量を認めるという考え方がその合理性を適切に遵守する前提に立って考える限り、実際上あまり違いはないとする。たとえば、家屋内の焼失した家財道具の損害額の認定方法を認める考え方は、伊藤説によれば認定方法を述べたものであり、一方、こうした考え方を「裁量的判断を認める」ものと理解する考え方もある<sup>1071</sup>。ある一つの具体的損害の額の算定方法について、認定とみる考え方と裁量的判断とみる考え方があること自体が、その性質決定に関する議論があまり決め手のないものであることを示しているように思われる<sup>1072</sup>。なお、そのような考え方について、私見では、機会の喪失などのように、従来の損害概念ではみられなかったような損害を認めるような場合、従来の認定という考え方からは飛躍していると解釈される余地があるといえそうであり、そこはやはり裁量的判断とする方がより妥当な結論が導かれるように思われる。そして、④要は、どちらの考え方を採っても、本条による判断を実質的に合理的方法による合理的範囲内の判断を許容することに限定することが肝要であるとする見解<sup>1073</sup>もあり、まさにそのとおりであろう。さらには、⑤「証明度軽減」か「裁量評価」か、それとも「裁判官の裁量」かという軸に依存した形で議論を続けることは生産的でないとし、次のような、新たなアプローチを提案するものもある<sup>1074</sup>。すなわち、現在の状況では、(民訴法 248 条の適用を受ける) 損害賠償額の確定作用に「裁判官の裁量」や「裁量評価」との位置づけを与えとしても、それに対する規律として想定されているものが、例えば、差額説的な損害賠償制度の理解による規律内容とさして変わるものでない可能性が、おそらくなお否定されないとする。さらに、わが国では、「証明度軽減」という用語でさえも、とくに慰謝料額の量定がそこに含めて理解される場合があることからわかるように、裁判官による損害賠償額確定における考慮要素の限界を画する機能を十分果たしているかも定かでない。このため、例えば、訴訟における損害賠償額の確定に際して裁判官が考慮しうる要素の範囲とその限界に関する議論や、あるいは、裁判官による損害賠償額に関する判断の「制度」を果たして、あるいはどの程度まで放棄してでも損害賠償を命ずるべきかについての具体的な基準を巡る議論が建設的なアプローチになりうる。248 条をわが現行法のそれら諸問題に対する一定の立場を体现する主要な手がかりとして理解しようとすることは、この種の条文の潜在的な多義性に鑑みると、無理が生じるのではない。訴訟による損害賠償請求権の実現過程まで含め、望ましい損害賠償制度とはいかなるものかに関して生じうる個別具体的な諸問題に関する検討

<sup>1070</sup> 伊藤・前掲注(1069) 6 頁。

<sup>1071</sup> 竹下＝青山＝伊藤(編集代表)・前掲注(1018) 322 頁。

<sup>1072</sup> 伊藤・前掲注(1069) 6 頁。

<sup>1073</sup> 伊藤・前掲注(1069) 6 頁。

<sup>1074</sup> 内海・前掲注(904) 2141 頁。



をそれぞれ積み重ねていくことが着実な方法ではないか、とするのである。

## （２）具体的差異が生ずるとする説

これに対して、具体的な差異が生じるとする説は、①裁量評価説においては、割合的心証論と同様の結果を得るべく心証割合を加味した損害額の算定である<sup>1075</sup>（割合的心証型）、②立証に要する当事者の財産的負担（例えば、鑑定費用）を考慮した損害額の算定であるとするもの<sup>1076</sup>（財産負担考慮型）のほか、③多数当事者が原告となるいわゆる包括一律請求にも適用できるなど、証明度軽減説とは、損害額の認定の実際において異なるものになるとするものがある<sup>1077</sup>。そこで、とりわけ意味が大きいとされるのが、損害額が将来の不確実な事実の発生を基礎とする場合、証明度軽減説では損害額を認定できないことが生じうるが、裁量評価説によればそのような場合にも損害額の認定が可能である。損害額が原告主張の全額かそれともゼロかという極端な認定を回避したい場合、証明度軽減説では心証割合を加味した認定は不可能であるが、裁量評価説によれば落ち着いた良い認定が可能である。訴訟資料から導かれる損害額の複数の算定根拠に大きな開きがある場合、証明度軽減説ではいずれかにしたがった損害額の認定しかできないが、裁量評価説によれば中間的な損害額を認定することが可能であり、実務における結果にも重要な差異をもたらすとする<sup>1078</sup>。

## （３）検討

以上によれば、裁判例における証明度軽減説と裁量評価説との優劣は明らかとはいえないし、学説分布の現状をみる限り、証明度軽減説と裁量評価説との優位性に関する論争には、学説上は決着がついていない<sup>1079</sup>。証明度軽減説と裁量評価説との差異は、損害額の認定を事実の認定であるとみるか、証明された一定の事実（損害）を前提として行われる裁量の幅のある法的評価とみるかという点にある。しかし、証明度軽減説に立ったとしても、損害額算定における評価的側面を原理的に否定することはできない。また、裁量評価説に立ったとしても、本条を適用することは機能的には証明度軽減となり、合理的理由があれば足りるという判断構造に変化していくともいえる<sup>1080</sup>。その意味では、折衷説のような理解が穏当であるように思われる。もっともそのように整理したとしても、なお証明度軽減説を基本にした折衷説と裁量評価説を基本にした折衷説とが観念されることになる<sup>1081</sup>とされている。

---

<sup>1075</sup> 神戸地判平成 14・7・18 交通民集 35 巻 4 号 1008 頁。

<sup>1076</sup> 東京地判平成 10・10・16 判タ 1016 号 241 頁。

<sup>1077</sup> 三木・前掲注（1001）426 頁・427 頁・431 頁。

<sup>1078</sup> 三木・前掲注（1001）433 頁以下。

<sup>1079</sup> 秋山ほか・前掲注（801）128 頁。

<sup>1080</sup> 高橋・前掲注（891）59 頁、新堂・前掲注（912）606 頁。

<sup>1081</sup> 秋山ほか・前掲注（801）129 頁。

この点、私見では裁量評価説を基本とした折衷説の理解が妥当であると考え。248 条を適用するという事は、損害額算定における評価的側面を否定できない一方で、機能的には証明度軽減となっていることは間違いないと考えられるからである。ただし、投資者の機会の喪失や加害者の得た利益を損害と評価しようとする場合、証明度軽減説では無理があるように思われる。証明度軽減説は、損害を事実の認定としてみることから、株価の下落などを事実としてみる考え方と親和性があるといえよう。しかし、機会の喪失や加害者の得た利益を投資者の損失とするには、単なる事実の認定というよりも、そこにはある特定の状況を損害事実とみなす理論が必要となる。このため、どうしても裁量評価という側面を否定できないと考える。さらには、この裁量評価説が民法の損害論における損害事実説と結びつくことにより、証明度軽減説と差額説が結びついた議論よりも、より一層事案に則した対応が図れるという側面があるようにも思われる。

他方、248 条の法的性質をめぐる理論の対立よりも重要なことは、当事者と裁判所はどのような権能を有し、責任を負うのか、損害額について合理的な判断がなされるようにするには、当事者はどのような主張・立証活動を行い、裁判所は判断に至った過程を判決理由においてどの程度、明らかにする必要があるのかといった問題である<sup>1082</sup>。そのためには、自由心証主義の捉え方、証明度の軽減、経験則とりわけ、証券市場や経済原理における経験則の適用も重要となる。したがって、本条の法的性質について検討を行うには、損害の認定に関連するそれらの事項をトータルで捉えることが必要であろう。

#### 第 4 項 適用上の問題点—可能性とその限界

第 2 款でみたように、248 条について立案担当者は、当初の適用事例の予想として、慰謝料および幼児の逸失利益に関する旧法下の判例・実務を確認したにとどまるといった理解であった。ところが、実務は立案担当者の想定を超えて 248 条を適用するようになったのである<sup>1083</sup>。具体的な事例としては、本稿のテーマである証券不実開示（有価証券報告書の虚偽記載）に基づき株式を取得した株主の損害や入札談合により工事発注者に生じた損害<sup>1084</sup>などがある。本条の適用裁判例は増加しており、本条がわが国の損害賠償法実務のなかに定着しつつあることはもはや否定しがたいとされている<sup>1085</sup>。このことからすれば、248 条の解釈およびその適用にあたっては、これまでの立法趣旨や制定過程のみに捉われるこ

---

<sup>1082</sup> 長谷部由紀子「特集 民事訴訟法のポイントを押さえる II 損害額の認定」法学教室 397 号（2013）15 頁。

<sup>1083</sup> 長谷部・前掲注（1082）16 頁、17 頁。

<sup>1084</sup> たとえば、最三小判平成 23・9・13 民集 65 巻 6 号 2511 頁、東京地判平成 18・4・28 判時 1944 号 86 頁、大阪高判平成 19・10・30 判タ 1265 号 190 頁、東京高判平成 21・5・28 判時 2060 号 65 頁などがある。

<sup>1085</sup> 内海・前掲注（87）2147 頁。代表的な判例検索システム（LEX/DB）によれば、2014 年 6 月末現在において、すでに 275 件の明らかな適用裁判例を「民事訴訟法 248 条」をキーワードとして検索することにより確認できる。

となく、判例・実務の展開・広がりを見据えつつ、その背景にあるものを理解することが求められているといえよう。このため、現在の損害賠償請求訴訟における 248 条の適用に関する問題点を整理してその対応を検討するとともに、同法の適用にあたっては損害論における差額説と損害事実説のいずれがより親和的なのかという点にも触れ、本条の適用・解釈をめぐる問題を検討する。248 条の適用上の問題として、第一に、同条が適用の対象とする損害とはいかなるものかという適用対象の問題、第二に、相当な損害額の認定に関する問題、第三に、同条の射程距離という問題がある<sup>1086</sup>。以下、順にみていくこととしたい。

## 1. 本条の適用対象

本条が適用対象とする損害については、どのようなものが想定されているか。実務上は、損害を、財産的損害（積極的損害・消極的損害）と精神的損害（非財産的損害）とに区分することが多いとされている<sup>1087</sup>。まず、積極的財産損害については、評価的要素の大小の差異はあるものの、本条の適用はある。積極的財産損害は、いわゆる回顧型損害額算定（加害行為により一定の時期までに発生した損害額の算定）となることが通常である。証券不実開示訴訟の場合には、まさしく、不実開示により一定の時期までに発生した株価の下落額が当てはまることになるだろう。ただしこの場合は、株価といった客観的な指標が存在することから、評価的要素は小さいといえそうである。次に、消極的財産損害（逸失利益など）については、争いがある。旧法下においては、死亡した幼児の逸失利益の損害額の算定が困難である場合においても、あらゆる証拠資料に基づき、経験則と良識を十分に活用して、出来る限り蓋然性のある額を算出すべきであり、蓋然性に疑いがもたれるときも、被害者側にとって控えめな算定方法を採用すべきであるとされている<sup>1088</sup>。そうしたなかで、①本条は、こうした実務の考え方を明文化したものであるとして適用を肯定する積極説<sup>1089</sup>、②幼児の逸失利益は、本来証明の対象となる事項であるが、損害の発生を前提とすると損害額がゼロであることは論理的に考えられず、証明度を軽減することにより損害額が算定されるものであるとする積極説<sup>1090</sup>、③消極的財産損害については、予測型損害額算定（将来に向けて発生することが見込まれる損害の算定）をすることになるが、この算定は裁量評価的な性質を有するもので、本条の適用があるとする積極説<sup>1091</sup>のほか、④幼児の逸失利益については、判例が実体法ルールを設定したものであり、本条の適用はないとする消極説<sup>1092</sup>

<sup>1086</sup> 秋山ほか・前掲注（801）130 頁以下。

<sup>1087</sup> 佐藤歳二「積極損害・消極損害・慰謝料」鈴木忠一＝三ヶ月章（監修）『新・実務民事訴訟法講座 第 5 巻』83 頁（日本評論社、1978）。

<sup>1088</sup> 最三小判昭和 39・6・24 民集 18 巻 5 号 874 頁。

<sup>1089</sup> 法務省民事局参事官室（編）・前掲注（961）288 頁、竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）319 頁（柳田幸三発言）。

<sup>1090</sup> 伊藤・前掲注（885）65 頁。

<sup>1091</sup> 加藤・前掲注（982）107 頁。

<sup>1092</sup> 山本・前掲注（969）301 頁。

がみられる。

ここで、③の予測型損害額は、将来に向けて発生することが見込まれるとされているが、それだけにとどまるものではなく、見積もり評価を行うことが必要な損害額も含まれると解すべきである。例えば、独占禁止法に違反する価格協定による消費者の被る損害は、現実の購入価格と価格協定がなかったと仮定した場合の想定購入価格との差額が考えられるが、このようなケースは本条の適用対象となるのかという問題がある。旧法下の判例として、想定購入価格を推認することができるのは、価格協定の実施当時から消費者が商品を購入する時点までの間にその商品の小売価格形成の前提となる経済条件、市場構造その他の経済的要因等に変動がないときに限られるとして、当該想定購入価格の証明がなく、その結果、損害の証明なしとして請求を棄却した鶴岡灯油事件判決<sup>1093</sup>がみられる。しかしながら、現行法においては、このような想定購入価格の算定は、本条の適用を肯定すべきであろう<sup>1094</sup>。証券不実開示により投資者が被る損害も、上記のような消費者が被る損害と同様であると考えられる。さらに、機会の喪失や加害者の得た利益も見積もりが必要な損害であるから、消極的損害として、本条の適用対象となると解するべきである。

## 2. 相当な損害額の認定

### (1) 相当な損害額

裁判所は、本条を適用するにあたり、訴訟資料・証拠資料、弁論の全趣旨、論理法則、経験則、当事者間の公平、一般常識・良識などに照らして、相当かつ合理的な損害額を算定することが要請される。ただ、この「相当かつ合理的な損害額の算定」をどのように考えるかということについて、下級審裁判例は次のように分類されている<sup>1095</sup>。まず、①損害額につき控え目な金額を相当とするのもやむをえないとする擬制的算定説<sup>1096</sup>、②損害額につき合理的な根拠をもって実際に生じた損害額に最も近いと推測できる金額を相当とすべきであるとする合理的算定説<sup>1097</sup>、③その他いずれとも言及しないもの<sup>1098</sup>に分かれている。このうち、①擬制的算定説は、旧法下において、死亡した幼児の逸失利益につき、被害者側にとって控え目な算定方法を採用すべきであるとする判例<sup>1099</sup>がみられたことと関連があ

---

<sup>1093</sup> 最二小判平成元・12・8民集43巻11号1259頁。

<sup>1094</sup> 山本・前掲注(969)318頁、松本＝上野・前掲注(932)400頁、加藤・前掲注(982)107頁、竹下＝青山＝伊藤(編集代表)・前掲注(1018)323頁(鈴木正裕＝竹下守夫発言)。

<sup>1095</sup> 秋山ほか・前掲注(801)142頁、143頁。

<sup>1096</sup> 大阪高判平成18・9・14判タ1226号107頁、名古屋地判平成21・12・11判タ1330号144頁など。

<sup>1097</sup> 東京地判平成19・10・26判時2012号39頁、名古屋地判平成21・8・7判時2070号77頁、東京高判平成23・3・23判時2116号32頁など。

<sup>1098</sup> 東京高判平成21・5・28判時2060号65頁、東京地判平成21・6・18判タ1310号198頁など多数。

<sup>1099</sup> 最三小判昭和39・6・24民集18巻5号874頁。

るようにも思われる。しかし、相当な額という以上、証拠資料等からここまでは確実に存在したであろうと考えられる範囲に抑えた額ではなく、合理的と考えられる中で実際に生じた損害額に最も近いと推測できる額をいうと解すべきであり、合理的算定説が相当である<sup>1100</sup>。合理的な根拠をもって実際に生じた損害額に最も近いと推測できる額（できる限り蓋然性のある額）を算定した例として、例えば、公共工事の入札談合による損害額は、工事契約金額の7%に相当する金額と算定した事例では、その根拠として、談合のあった工事の入札から特殊な要素を除いた平均落札率との差は、6.92%ないし7.83%であるところ、その落札率の差を採用するのが適切であるとしている<sup>1101</sup>。

以上の事例を参考とすれば、現在の証券不実開示事例において、たとえば日経225のような指数の変動を利用して、不実開示に依らない株価下落を算定することは可能なはずである。現在の判決をみると、株価の下落額全体の2割・3割を損害額とする根拠が必ずしも明らかにされていない。このため、わが国においても、アメリカで行われているようなイベントスタディなどのファイナンス理論を用いることにより、2割・3割といった根拠の示されない割合的認定ではなく、一定の理論に基づく妥当かつ合理的な損害額の認定ができるように思われる。

## （2）相当な損害額認定の行為規範

損害賠償請求訴訟において、加害者の一定の行為により損害が発生したことが明らかである場合、その損害額が損害の性質上その額を立証することが極めて困難であったとしても、248条により相当な損害額が認定されなければならないといえるか。すなわち、裁判所は本条の適用を義務づけられるのかという問題がある<sup>1102</sup>。本条が適用される損害額の立証が困難な事案においても、それぞれの当事者は、自らが正当であるとする損害額の算定方法を主張し、算定に必要な資料を提出する。しかし、原告の主張する算定方法<sup>1103</sup>では蓋然性のある損害額を認定することができないと判断される場合には、裁判所は、それに代わる合理的な算定方法を決定しなければならない。裁判所が採用した算定方法によって損害額を認定する上で必要なデータ（たとえば、談合が行われていない時期の平均落札率）を当事者が提出していない場合には、釈明権を行使して提出を求めるべきであろう。仮に、裁判所が合理性を欠く算定方法を採用したと認められるときは、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令違反（損害賠償請求に関する実体法ルール違反）に当たり<sup>1104</sup>、何が合理

<sup>1100</sup> 秋山ほか・前掲注（801）143頁。

<sup>1101</sup> 東京高判平成23・3・23判時2116号32頁。

<sup>1102</sup> 秋山ほか・前掲注（801）143頁。

<sup>1103</sup> たとえば、談合がなかったと仮定した場合の落札価格が最低制限価格（予定価格）であることを前提とした損害額の算定。

<sup>1104</sup> 最三小判昭和39・6・24民集18巻5号874頁は、原審の採用した算定方法が合理的であることを肯認するに足る別段の理由が明らかにされていない場合には、理由不備の違法（312条2項6号）があるとする。

的な算定方法であるかは、上訴を通じて確定されることになる<sup>1105</sup>。

この問題について判例は、①特許庁の担当職員の過失により特許権を目的とする質権を取得できなかった場合において、それによる損害額は、特段の事情のない限り、被担保債権が履行遅滞に陥った頃に質権を実行して回収できたはずの債権額であり、仮に損害額の立証が極めて困難であったとしても、本条により相当な損害額が認定されなければならないと判示して、損害の発生を否定した原判決を、損害額の認定につき審理を尽くさせるために破棄差戻しをした事例<sup>1106</sup>、②採石権侵害の不法行為を理由とする損害賠償請求事件において、損害の発生を前提としながら、本条の適用について考慮することなく、損害の額を算定することができないとして請求を棄却した原審の判断に違法があると判示して、さらに審理を尽くすため破棄差戻しをした事例<sup>1107</sup>がみられる。

損害額の立証が極めて困難な場合には、裁判所としては、相当な損害額を認定することができることは、本条の文言上当然である。これは、行為規範として損害額の算定が許容される場合である。しかし、上記最高裁の①②判決は、それを超えて、裁判所としては、相当な損害額を認定しなければならず（これをせずには請求棄却したことは判決に影響を及ぼすことが明らかな法令違反と評価される）、さらに審理を尽くすため破棄差戻しをしたのである。これは本条を評価規範として機能させたことを意味する。すなわち、より一般化した規範命題として定式化すると、「原告に損害が発生したことが認められる場合、損害額の立証が極めて困難であったとして、本条により相当な損害額が認定されなければならない」ということである。これは、実務上、裁判所に本条の適用を義務付けていることにほかならないとされる<sup>1108</sup>。その限りで、原告は損害額について証明責任を負うとした最判昭和 28・11・20 民集 7 卷 11 号 1229 頁は、①②判決により実質的に一部変更されたとみる余地がある<sup>1109</sup>。

実務的には、裁判官としては、本条が行為規範としてだけでなく、評価規範として機能することをも意識して、審理・判断していくことが求められる。その場合、裁判所と当事

---

<sup>1105</sup> 長谷部・前掲注（1082）24 頁。

<sup>1106</sup> 最三小判平成 18・1・24 裁判集民事 219 号 329 頁。

<sup>1107</sup> 最三小判平成 20・6・10 裁判集民事 228 号 181 頁。評釈・解説として、河津博史「判批」銀法 52 卷 9 号 69 頁（2008）、上田竹志「判批」法セ 54 卷 3 号 124 頁（2009）、川嶋隆憲「判批」法学研究（慶応義塾大学）82 卷 5 号 169 頁（2009）、畑宏樹「判批」明治学院大学法学研究 87 号 105 頁（2009）、杉山悦子「判批」民商 140 卷 3 号 91 頁（2009）、円谷峻「判批」法の支配 155 号 94 頁（2009）、越山和弘「判批」速判解説 4 号 119 頁（2009）、三木浩一「判批」リマークス 39 号 114 頁（2009）、加藤新太郎「判批」ジュリスト 1376 号 151 頁、加藤新太郎「判批」判タ 1343 号 59 頁（2011）などがある。

<sup>1108</sup> 加藤・前掲注（1107）62 頁（判タ 1343 号）、畑・前掲注（1107）117 頁、杉山・前掲注（1107）358 頁、中野ほか（編）・前掲注（911）363 頁は、判例は「損害額の立証が極めて困難であっても、民訴法 248 条により損害額を認定すべきであるとの原則」を確認したものであるという。

<sup>1109</sup> 三木・前掲注（1107）117 頁。

者間で、口頭弁論ないし弁論準備手続において、当該損害額の立証のあり方について、本条の要件を充足するか否かを含めて認識を共通にしておくことが、不意打ちを避けるため（インフォームドされた訴訟状態を形成するため）にも必要であろう<sup>1110</sup>。さらに、本条と同様の趣旨の定めは、金商法 21 条の 2（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）、知財関係法<sup>1111</sup>などにもみられるが、これらに関する訴訟においても、同様のスタンスで審理をしていくことが相当である<sup>1112</sup>。

### 3. 248 条の射程距離

最後に、本条の射程距離、すなわちどこまでカバーするのか、さらには、類推適用の可否という問題がある。すなわち、損害の発生自体の証明も、証拠方法との関係で証明が非常に難しい場合、本条と同じような考え方を立てることができるかどうか、という問題である。これについては、248 条制定に関する法制審議会の審議過程でも随分と議論がなされており<sup>1113</sup>、類推否定説、類推肯定説に分かれる<sup>1114</sup>。まず、類推否定説は、本条が例外的規定であることやドイツ民事訴訟法 287 条 1 項と本条との文言の違い<sup>1115</sup>などを根拠に、消極的に解する<sup>1116</sup>。その理由としては、ドイツ民事訴訟法 287 条のように損害の発生まで含めているのであれば認められるものの、本条はそうではないことから、立法的な解決を要するという指摘がなされていたこと<sup>1117</sup>も挙げられよう。さらに、本条の適用範囲は損害額の算定に限られるのであり、損害の存否やその他の事実認定に拡大することは許されるべきではない。この点では、むしろ裁量評価説の方が、証明度軽減説よりもむしろ謙抑的であるとする見解もなされている<sup>1118</sup>。

これに対して、類推肯定説には、①本条の性質を証明度軽減と捉えて、損害額の認定は立証が困難な一例であるとして、損害の発生や因果関係の立証についても本条の類推適用を積極的に解する見解<sup>1119</sup>、②損害の発生自体の立証が極めて困難である場合について、差額説では、損害の立証と損害額の立証は重なり合うことになるが、損害の立証を厳格に要求することは本条の意義を失わせることになり妥当とはいえないとして、損害の発生自体

---

<sup>1110</sup> 加藤新太郎「釈明の構造と実務」青山善充先生古稀記念『民事手続法学の新たな地平』105 頁（有斐閣、2009）。

<sup>1111</sup> たとえば、著作権法 114 条の 5（相当な損害額の認定）、特許法 105 条の 3（相当な損害額の認定）などがある。

<sup>1112</sup> 秋山ほか・前掲注（801）145 頁。

<sup>1113</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）323 頁（柳田幸三発言）。

<sup>1114</sup> 秋山ほか・前掲注（801）147 頁。

<sup>1115</sup> ドイツ民事訴訟法 287 条 1 項では、損害額だけではなく、損害の発生に関しても適用があると明文で定めている。

<sup>1116</sup> 新谷＝吉岡・前掲注（988）328 頁。

<sup>1117</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）323 頁（柳田幸三発言）。

<sup>1118</sup> 三木・前掲注（1001）435 頁。

<sup>1119</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）324 頁（青山善充発言）。

の立証が極めて困難である場合に本条の類推適用を肯定する見解<sup>1120</sup>がみられる。そこでは、たとえば、鶴岡灯油訴訟の場合、現実の購入価格と想定購入価格の間に差額があることがわかれば、それが損害の発生であり、それがまた同時に損害額になる。つまり、損害の発生と損害額の算定が一体となっている。そしてその差額の証明が極めて困難な場合ならば、損害の発生と損害額の区別をしないで、区別しようにもできないのであれば、本条の適用、少なくとも類推適用を認めるべきとする<sup>1121</sup>。また、③単に損害の発生や因果関係の証明が事柄の性質上困難であることのみでは、類推の必要があるというに過ぎないが、それに加えて、損害発生の証明が困難である結果、実体法の趣旨・目的に照らして著しい不利益が生じること（相当性）、原則的証明度と等価値の立証が可能となる代替手法も想定されないこと（補充性）も具備する場合であれば、損害の発生や因果関係の立証についても本条を類推適用しうるとする見解もなされている<sup>1122</sup>。そこでは、理論上において統計学などの様々な社会科学の知見を総動員すれば証明できないわけではないものの、通常の訴訟で当事者が利用できる証拠方法で証明するのは非常に困難な場合であるために、本条の趣旨は類推しても良いとされている<sup>1123</sup>。さらに、④損害の発生に関する本条の類推の可否については、なお学説・実務の動向に留意することが必要であるところ、本条の本来の適用のあり方に関する規範が生成中であることを考慮すると、さしあたり結論を留保しているものもある<sup>1124</sup>。

以上のように、学説における主張はそれぞれに一定の根拠があり、結論を出すことは難しいようにも思われる。しかし、重要なことは判例における本条適用の状況を十分考察することである。実務においては、本条に本来的に予定された適用範囲を超えて、割合的心証論と同様の結果を得るため、立証に要する当事者の財産的負担を軽減するため、消費者契約法9条1号にいう「平均的損害」を算出するためなどに、本条の適用を拡大してきた。そうした実務の傾向は、一般に肯定的に評価すべきであると解されるが、証明度軽減説の立場からは説明をつけることが困難である。また、裁判例は未だ見当たらないが、薬害訴訟などにおける包括一律請求と呼ばれる集合的な立証方法に対する損害額の集合的認定が問題となる事案においても、本条の拡大適用を認めるべきである<sup>1125</sup>。将来の学説の展開を考えた場合、一方では立法者の意思に従い証明度軽減説と考えつつ、他方ではそれを乗り越えて損害額の認定以外に類推していくようになるのかもしれない<sup>1126</sup>。このように考えることにより、機会の喪失や加害者の得た利得を投資者の損害として捉える途が開かれてく

<sup>1120</sup> 兼子ほか・前掲注（925）1389頁頁（上原敏夫）。

<sup>1121</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）323頁（鈴木正裕発言）。

<sup>1122</sup> 加藤・前掲注（939）145頁参照。

<sup>1123</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）323頁（竹下守夫発言）。

<sup>1124</sup> 秋山ほか・前掲注（801）147頁。

<sup>1125</sup> 三木・前掲注（1001）435頁。

<sup>1126</sup> 竹下＝青山＝伊藤（編集代表）・前掲注（1018）324頁（青山善充発言）。



るようにも思われる。

## 第5款 問題とその対応

### 第1項 問題の顕在化

248条の立法化にあたっては、裁判所の認定が恣意的になったり、認容額の低額化を招くことのないようにしなければならないとの意見があったほか、認定を客観化するための努力を尽くさないまま、その規定に頼るなどのおそれがないとはいえない、といった懸念も示されていた<sup>1127</sup>。その後の本条適用の現状をみる限り、このような懸念等が現実のものとなり、次のような問題点が浮き彫りとなってきたように思われる。まず、第一は、損害額認定のブラックボックス化、適用範囲・要件の不明確性の顕在化である。第二は、損害賠償額の低額化とその背景にある248条の損害観が挙げられる。第三として、損害賠償額の低額化に伴う不実開示の抑止機能の低下とリスク計算に基づく法違反の助長が考えられる。以下ではそれらについて順に考察を加えることとしたい。

#### 1. 損害額認定のブラックボックス化

現在の裁判例の状況をみると、少なからぬ事例において、損害額の認定が、たとえば統計などの客観的な根拠が示されず、また、ファイナンス理論等の専門的知見が活用されないまま、株価は様々な要因で変動するという当該訴訟において必ずしも立証されていない経験則に基づき、減額幅が裁量で決定されているように思われる。不実開示以外の要因で変動したと認定するのであれば、少なくともイベントスタディなど一定の数字によってある程度理論的に裏付けられた合理的な根拠が必要であると考えられるが、そのような根拠はほとんど示されることはない。そこで示されるのは、株価は常に様々な要因で動くという経験則であり、それによる根拠の示されない割合的な賠償額の認定である。このような賠償額の認定が第一審でなされた場合には、控訴人の反論権を実質的に奪うことにもつながる。そこでは根拠が十分に示されていないことから、それに対する反論ができないからである。

#### 2. 差額説と結びついた248条

現在の判例をみると、248条がこれまでみてきた差額説と結びつき、市場価格等の差額により損害額の算定がなされた後に、その算定額の中に不実開示と関係のない株価の下落相当額が含まれているとして、本条でさらに当該算定額からたとえば20%などと損害額が減額されてしまうケースが多い。確かに、本条制定前であれば損害額がゼロとならざるを得なかったところ、本条の適用によってたとえ20%でも認容するのは、投資者の救済に資す

---

<sup>1127</sup> 『『民事訴訟手続に関する改正要綱試案』に対する各界意見の概要(6)』NBL566号39頁(1995)。

ることにはなる。しかしながら、前述のように根拠が不十分なまま減額幅が決められてしまうことは、たとえば、妥当な損害のうち 20%程度しか損害が認められないということにもなりかねない場合も想定される。

このような割合的な賠償額の認定の背景にあるのが、248 条の損害観である。そこにあるのは、差額説的理解に基づく 248 条の適用である。そもそも市場価格の変動により賠償額を認定しようとする場合、市場価格の下落額という差額をベースとして損害全体を捉え、そこから、不実開示に無関係な下落を割合的に算定し、それを控除したさらなる差額を賠償額とするという方法が採られる。このような方法は単純で非常に分かりやすいように思われる。このように、常に差額を算定していく方法を採用することから、賠償額は差額の算定ごとに少なくなっていく、低額化を招くことになる。そこにあるのは、損害を事実として捉え、それを規範的に評価しようとする損害事実説ではなく、損害が差額として把握されなければ損害はないとする差額説的な理解であるように思われる。

### 3. 損害額の低額化と不実開示抑止機能の低下

以上のような賠償額の低額化により、わが国ではアメリカの二倍・三倍賠償という制度とは正反対の二分の 1・三分の一賠償規定とでも呼ぶべき制度が実質的に存在することにもなりかねない。こういった状況は、懲罰的損害賠償制度どころか、「リスク計算に基づく法違反」<sup>1128</sup>を助長する「報奨的損害賠償制度」とさえいえるもののように思われる。このような「報奨的損害賠償制度」の存在により、証券不実開示を抑止する機能が弱まり、発行会社の役員等が不実開示を行う誘因を抑制するどころか逆にそれを拡げてしまうことになる。発行会社は、投資者に損害賠償額を支払ったとしても、不実開示によって得る利益の方が大きければ、当該不実開示をした方が得なのであり、まして行政機関や金融商品取引所などの自主規制機関がすべての不実開示を発見できないとすればなおさらである。このような状況は、発行会社の「やり得」を許し、金商法の目的である証券不実開示の抑止につながらないことは明らかである。

## 第 2 項 問題への対応

現在、第 1 項でみたような問題点がみられることから、それらについて、次のように対処していくことが必要と考える。第一は、判決理由記載の程度と判示の仕方、第二は立証活動の構築、第三は訴訟集団化への対応である。以下、順にみていくこととする。

### 1. 判決理由記載の程度と判示の仕方

賠償額認定のブラックボックス化については、判決書において、賠償額、判決理由記載の程度および判示の仕方を具体的かつ明確にする取り組みが必要である。このような取組は、

---

<sup>1128</sup> 田中＝竹内・前掲注（49）155 頁。

判決理由記載等といったいわば形式的な事項が実質的内容を大きく変えることになる好例であるといえよう。248条の相当な損害額の認定の本質は、証明方法や証明度において特殊な面があるが、通常的事実認定の性質を持つものであり、その認定に当たっては、民事訴訟法の基本である当事者主義（弁論主義）を無意味にするような根拠の不明確な認定や判示は許されない<sup>1129</sup>。

まず、判決書の理由は、一般に判断に至る過程が明らかになるものであることが求められている（253条、253条(4)(1)参照）。248条により、原告において損害の発生が立証されている場合には、損害額の立証がないという理由だけでは、損害賠償請求を棄却することはできない。原告に損害が発生したことが認められる場合、前述のとおり、損害額の立証が極めて困難であったとしても、本条により相当な損害額が認定されなければならない<sup>1130</sup>。したがって、請求を棄却する場合には、損害額の立証が不十分であることに加えて、要件（損害の性質上その額を立証することが極めて困難であること）を欠き本条が適用されない旨を判決理由に記載すべきことになる。このように、判決書の明確性・明晰性の要請から、本条を適用した場合においても、損害の性質上その額を立証することが極めて困難であると判断した理由及び損害額の算定にあたり考慮した事由・要素などを判決理由中に記載することが相当である。これにより、相当な損害額の認定が恣意的になりがちであるという一般的な危惧に応えることができよう。

次に、判示方法の不適切さの問題はどのように考えるべきであろうか。民事訴訟法 312条 2 項 6 号の「判決に理由を付せず、又は理由に食い違いがある」という場合は、極めて限定的に解されており、本条に関する不適切な判示の程度（本件に現れた一切の事情というのみであって、それ以外の説明がなく金額を認定している場合<sup>1131</sup>など）では、同号に直接該当すると解することは困難であろう。しかし、およそ損害額の認定の根拠を示さないような判示の仕方は、これに準ずる重大な瑕疵として、民事訴訟法 253 条 1 項 3 号の理由として不十分であると認められ、法令違反となるであろう。また、上告受理の理由となるか、原判決の破棄が可能かについては、法令違反が重要な事項を含むことが必要であり、なお慎重な検討が必要である<sup>1132</sup>。

一方、以上の判決理由の記載の程度、判示の仕方といった事柄は、その理念や考え方のほか、実務の実態や先例に大きく左右されるものといえる。このため、本条の「認定」の認められる限界を明確にし、具体的事案の処理において適正かつ迅速な損害の額の算定を可能にするような実質的基準を策定することも重要となる。そのような実質的基準の策定

---

<sup>1129</sup> 伊藤・前掲注（1065）8 頁。

<sup>1130</sup> 最三小判平成 18・1・24 裁判集民事 219 号 329 頁、最三小判平成 20・6・10 裁判集民事 228 号 181 頁。

<sup>1131</sup> 東京高判平成 13・7・16 判時 1757 号 81 頁。

<sup>1132</sup> 伊藤・前掲注（1065）9 頁。

の問題は、判決におけるあるべき判示方法の問題と切り離して考えることはできない<sup>1133</sup>。

なお、過去の事例をみると、判決理由が具体的に示されている事例としては、たとえば、公正取引委員会による立入検査が行われた後には、公共工事の平均落札率が下がっていることから、談合がなければ、立入検査後の平均落札率（89.85%）程度の落札率で落札された可能性が高いと推測し、予定価格にこの落札率を乗じて算出した価格と、実際の落札価格との差額に消費税 5%を加算した価格をもって損害額と認定した例がある<sup>1134</sup>。また、立入検査前後の平均落札率の差（4.69%）を基準として、損害額を認定した例もある<sup>1135</sup>。

他方で、判決理由が不十分な事例としては、こうした平均落札率を用いることもなく、「本件に現れた一切の諸事情を総合考慮」して損害額を算定した例があり<sup>1136</sup>、このような理由の記載では、損害額算定の根拠が明らかにならないように思われる<sup>1137</sup>。このことからすれば、証券不実開示の事例において、市場価格の下落額の 2 割、3 割などとしているものの、なぜ、2 割、3 割なのかの記載が全くなされておらず、このような記載では、損害額算定の根拠が明らかにされたとはいえないであろう。判示の仕方の具体例としては、できる限り認定した損害額と金額的に合理的つながりのある理由（たとえば、これこれの事情で、何々の金額の 3%の金額である何万円というように）を示すことが望ましいし、それがどうしても不可能なときは、考慮した各種の具体的事情を出来る限り具体的に判示し、かつ、その各事情の損害額認定に対して持つ意味（たとえば、「工事発注金額」というのみではなく、「工事発注金額が工事内容に比して巨額であること、したがってその自由競争による価格の低下率も平均よりも大きいと推認されること」というように）を出来る限り具体的に判示すべきであろう。ただし、あまりにも詳しい事実認定や判示の仕方を要求することは本条のメリットをなくしてしまうことにもなるので、その限界がどこにあるかは難しい面があるが、さりとて一種の感覚的裁量による損害額の算定と算定の根拠を示さない判示は許されないと考えるべきである<sup>1138</sup>。以上のように、判決理由の具体的記載や損害額の認定の根拠を明確かつ具体的に示す判示の仕方は、248 条の意義の実現を担保する重要な機能を担っているといえる。最終的に、判断過程の合理性が外からある程度までうかがえるような記述が判決文に望まれるところであり、損害賠償額をはじき出す種明かしをしなければ、原告・被告双方から納得を得にくい<sup>1139</sup>ということがいえるように思われる。

---

<sup>1133</sup> 伊藤・前掲注（1065）6 頁。

<sup>1134</sup> 東京地判平成 19・10・26 判時 2072 号 88 頁。

<sup>1135</sup> 東京地判 18・11・24 判時 1965 号 23 頁、その控訴審である東京高判平成 20・7・2（裁判所 HP）および東京高判平成 21・5・28 判時 2060 号 65 頁（東京地判平成 19・10・26 の控訴審）。

<sup>1136</sup> 名古屋地判平成 13・9・7 判タ 1073 号 264 頁など。

<sup>1137</sup> 伊藤・前掲注（1065）7 頁。

<sup>1138</sup> 長谷部・前掲注（1082）23 頁。

<sup>1138</sup> 伊藤・前掲注（1065）8 頁。

<sup>1139</sup> 藤原淳一郎「判批」判例評論 522 号 23 頁（2002）。

## 2. 立証活動の構築

訴訟において、実践的に重要なのは、むしろ当事者の立証活動をどう構築するか、裁判所が甘い認定に走るのをどう防ぐかである<sup>1140</sup>。そしてさらに重要なことは、被害者に厳しすぎるような認定も防ぐことが重要である。加害者は不法行為により利益を得ていると認められる以上、謙抑的な賠償額やその低額化は、「リスク計算に基づく法違反」を助長こそすれ、金商法の定める証券不実開示の抑止や有価証券取引の適正化には寄与しないであろう。伝統的な不法行為に対する損害の公平な負担という概念は、これまでもみてきたように、違法な利益を得ることを目的としない伝統的な不法行為には妥当しても、利益追求型の不法行為には当てはまらないといえる。違法な目的のためなされる不法行為に伴って生じた損害について公平な分担を考慮することは、公平な不法行為というものを認めることになり背理と考えるべきである。以上から、利益追求型不法行為には、損害の公平な分担ではなく、加害者の責めに応じた損害の分担が求められるが、それをどのような立証すべきかという問題となる。これについては、二つの立証活動が必要になると考える。第一は、裁判所が 248 条による甘い認定を行うのを防ぐため、本条の損害観を差額説ではなく、損害事実説的な概念に基づいて立証することである。損害の差額説的理解のもとでは、損害が客観的に差額として表れていなければ、損害が生じたとは認められにくい。このため、これまでもみてきた機会の喪失や加害者の利得といった利益追求型不法行為において発生していると考えられる損害が認められないことになる。そのため、そもそも差額を前提とするのではなく、どのような不法行為が事実として発生し、そこでは、どのような法益が侵害され、それをどのように法的に評価することを可能とする損害事実説的な理解が必要となる。損害論的にみても 248 条は差額説よりも損害事実説に親和的であるとされる。このため、差額説的見解に基づいて 248 条を適用した場合の問題点や損害事実説的な見解によった場合、いかなる点で差額説的見解に比べてより整合的であるのかについても明らかにする必要がある。そこでは、訴訟法的側面と実体法的側面とが結びつくことになる。そのことにより実体法的側面のみならず、訴訟法的側面においても、投資者の損害は、民事訴訟法 248 条の適用を通じ、損害事実説による捉え方が妥当することになると思われる。

第二の立証活動として有用と考えられるのが、フランス法における受益フォートの考え方である。すなわち、加害者は自らの不当な利益を得るために、様々な要因によって構成される市場の特性を利用して、金融商品取引の公正な価格決定を阻害し、多数の投資者に損害を与えたといえる。このような場合、不実開示との関係が明らかでないという举证責任は、損害を与えた加害者が負うべきであり、その立証ができなければ、損害額を市場価格の下落額から減額すべきではないと考える。なぜなら、加害者は、不実開示による下落額の立証が困難であるという市場の特性をまさに利用して不法行為を行い、自らは利益を得る一方で、投資者に損害を与えたと考えられるからである。そうだとすれば、不実開示

---

<sup>1140</sup> 高橋・前掲注(891) 56 頁。

によらない下落額の立証責任は、それが証明されることにより利益を有する加害者にあるものというべきであり、それが立証できない場合には、市場価格の下落額全額を投資者の損害として認定すべきである。

### 3. 集団訴訟化への対応

集団訴訟と呼ばれる制度はわが国には存在しないが、その形態は単に原告が多数であるということのほかに、それらの原告が一定の共通の利害関係のもとに連帯関係にあることを前提としている<sup>1141</sup>。そして、集団訴訟という用語は、単に多数当事者訴訟というのとは違う響きを持っている。多数当事者訴訟が、いわば客観的で無色な当事者の多数を意味するのに対して、集団訴訟は、一定の目的の達成のために結集した集団が何らかの現状の変更を求めて訴訟を利用する関係を指している<sup>1142</sup>。このような考え方からすれば、現在の証券不実開示訴訟は、明らかに集団訴訟としての形態を持っていることになる<sup>1143</sup>。

このような多数当事者訴訟においては、投資者の損害算定においてなされている個別的請求（積上げ）が、主張・立証（および裁判所による認定と判決摘示）の煩に耐えず、また原告ごとに請求額に差をつけることが原告団の団結を阻害するとの考慮も加わって、いわゆる一律請求の方式が用いられるようになり、判例も一定の限度でこれを是認する方向に向かっているとされる<sup>1144</sup>。すなわち、多数当事者訴訟迫行上の、どちらかといえば技術的な必要から出た方法である。多数の株主が存在する上場企業<sup>1145</sup>において、証券不実開示がなされた場合、全株主が訴訟を提起することは通常考えられないとしても、原告がかなり的人数となることは想定できる。このような場合に、個々の原告の事情（取得日、取得価格、売却日、売却価格）を考慮し、そこからさらに不実開示に起因しない額を多数の原告ごとに行うということは、裁判所の負担という観点だけにとどまらない。通常、個々の原告の賠償請求額はわずかであり、訴訟経済の観点からも合理的な方法とは考えられない。また、事案を集団的に解決する必要がある場合、損害概念としては、被侵害権利類型に着目した個別・類型的損害概念を強く志向する考え方は排除されることになるであろう。

このようなことから、金商法 21 条の 2 の推定規定に基づく賠償額の定額請求は、原告の

---

<sup>1141</sup> 谷口安平『多数当事者訴訟・会社訴訟—民事手続法論集 第 2 巻』303 頁（信山社、2013）

<sup>1142</sup> 谷口・前掲注（1141）303 頁。

<sup>1143</sup> 証券不実開示訴訟は、必然的に集団訴訟になるということではなく、原告が一人若しくは少数の不実開示訴訟も過去には存在した。ここで、「現在の」と断わったのはそのためである。ただし、通常、上場会社の証券は、日々多数取引されていることから、不実開示の事案が発生すると、それにより損害を受ける投資者数も多数におよぶことになる。

<sup>1144</sup> 前田達明『不法行為法』323 頁以下（青林書院新社、1980）、滝井繁男「一律請求・一括請求」西原道雄＝木村保男（編）『公害法の基礎』187 頁、190 頁（青林書院新社、1976）、谷口・前掲注（1141）324 頁。

<sup>1145</sup> たとえば、日本電信電話株式会社では、2013 年 3 月 31 日現在、886,922 人となっている（日本電信電話株式会社第 28 期有価証券報告書）。なお、同社を事例として挙げたのは株主数が沿革的に多いという理由による。

立証負担を軽減し、非常に有効な方法となる。金商法 21 条の 2 の推定規定の適用により、定型的・集団的な損害概念を志向する考え方へと転換し、事案の集団的解決をもたらし、不実開示訴訟の適切な解決が図られると期待される。ただし、判例では、当該推定規定による損害額から、さらに不実開示に関係しない損害を控除すべきであるとしており問題である。

## 第 6 款 今後の課題

これまでみてきたように、不実開示のような利益追求型不法行為の場合、加害者は被害者に損害を与えると同時に自らは当該取引から利益を得ており、その損害額の立証の困難さはそもそも市場型取引に内在し、加害者がそれを利用して不法行為を行ったということがいえる。そのような場合、損害額について原告に通常の立証を要求したのでは、原告にとって不当に不利益を課すことになるとともに、被告を不当に利することになって妥当ではない。248 条はこうした場合に柔軟な損害額の認定を促進し、あわせて証明軽減にも寄与するものとして、今後の適用に期待が寄せられているといえよう<sup>1146</sup>。

一方、損害賠償請求訴訟の性質に応じた対応も必要である。証券不実開示に関する損害賠償請求訴訟の性質は、紛争解決型であると同時に不実開示の抑止、有価証券の取引の公正な価格形成といった政策遂行型の要素も強い。このため、損害額の認定にあたっては、政策遂行型の意義を十分に考慮することが必要である。そもそも、裁判の良し悪しについては、人（具体的な裁判官）よりも、システム（制度）の方がはるかに重要な意味を持っており、適正迅速な裁判の実現は、裁判システムをどのように設計するかにかかっているとされる<sup>1147</sup>。そうだとすれば、今後、事案の集団的解決がますます求められるであろう証券不実開示訴訟について、近年、制度の強化が図られている消費者団体訴訟制度を活用することも必要である。その意味でも、損害算定の訴訟法的側面の検討は、その実体法的側面と相まって、今後、一層重要性を増していくものと考えられる。さらに、今後は、不実開示訴訟における集団訴訟的な性格がますます強くなり、それに応じて迅速な集団的解決が求められるようになるものと思われる。その際には、アメリカ及びドイツにおいて実施され、あるいは議論されている概括的な損害額算定の方法及び統計的手法による因果関係の証明、さらには損害賠償法上の集団的請求権の創造等<sup>1148</sup>といったものも必要となろう。

---

<sup>1146</sup> 春日・前掲注（965）264 頁。

<sup>1147</sup> 泉・前掲注（764）107 頁。

<sup>1148</sup> ペーター・ギレス（小島武司＝上原敏夫＝豊田博昭（訳））「消費者団体訴訟をめぐる政策と理論」小島武司＝石川明（編）『ヨーロッパ民事手続法』118 頁以下（中央大学出版部、1985）、内山衛次「消費者団体訴訟の諸問題」阪大法学 140 号 45 頁以下（1986）参照。損害を被った消費者全員のための集団的損害賠償請求権や独自の集会的権利としての団体の損害賠償請求権が挙げられている。

## 第6節 損害賠償額の算定方式

### 第1款 算定方式の種類と類型

これまでみてきたように、投資者の損害の算定方式について検討する際に留意しなければならないことは、ある一つの算定方式が、あらゆる状況に対応して絶対的に正しく完全な方式はないということである。したがって、事案の内容に応じたいくつかの算定方式が必要になるが、それらは次の三つの観点から類型化することができる。これはアメリカ法等においても同様であるが、第一は、いかなる理念・目的に基づいて損害を算定するのかという観点である。これは、投資者の自由な意思決定と自己責任という理念や証券不実開示の抑止という目的である。まず、自由な意思決定を実現・担保するという理念からは、投資機会の喪失を損害と捉える、①機会の喪失算定方式や、不実開示の抑止の目的から損害を捉える、②利得対象方式（原状回復的賠償方式）<sup>1149</sup>などが考えられる。第二は、何を対象として損害を算定するかという観点で、これには、被害者の損失を対象とする①損失対象算定方式と、被害者が得るはずであった、ないしは加害者が得た利得を対象として、被害者の損失を算定することになる②利得対象算定方式の二つがある。第三は、具体的な算定の手法・形式という観点の違いによるものである。そこでは、損害額を現実の市場価格・指標等により実際に計算しようとする①実際算定方式と、法令の規定を適用して損害額を擬制しようとする擬制算定方式の二つが考えられる。

以上が、算定方式を検討するに当たり必要となる理念型である。一方、わが国の判例・学説においては、それら理念型とは異なる概念・方法が議論されている。すなわち、①取得自体損害と、②高値取得損害という二分法やそれに疑問を呈する③市場の損害と、④投資者の個別損害という区分法、さらには⑤取得時差額という概念、また、民法学説からの⑥総体財産損害説や会社法的な政策考慮から投資者と発行会社の関係を論ずるものなどがある。このような議論も踏まえ、本節では、損失対象方式（第2款）と利得対象算定方式（第3款）に分類して考察・検討を行う。最後に、算定方式および損害額の形式に着目し、個別算定方式と一律算定方式について考察する（第4款）。

### 第2款 損失対象算定方式

損失対象方式では、算定の理念・目的や算定の対象とする損害の性質、態様によりいくつかの類型が考えられる。金商法の趣旨にかんがみると、金商法は、虚偽記載があり、後にそれが発覚して生じる株価の歪みを問題視し、それを抑止するために、エンフォースメントの一つの手段として民事損害賠償制度を定めたものとされる<sup>1149</sup>。すなわち、この損害賠償請求訴訟の特質は、当該訴訟がいわゆる「紛争解決型」訴訟であるとともに、「法目的実現型」といえる（平井論文からの示唆）。この観点を強調すると、虚偽記載が個々の投資者に対してではなく（私見：個々の投資者の損害も対象としていると解される）、市場に対

---

<sup>1149</sup> 神田・前掲注（77）325頁。



して与えた歪みを問題とし、「市場の損害」というものの賠償を求めることができる制度になっていると考えられる<sup>1150</sup>。したがって、従来の「取得自体損害」「高値取得損害」という二分法よりも、①市場の損害と、②（個々の）投資者の損害という二分法のほうが、物事の本質を捉えたものであって、ベターであるように思われる<sup>1151</sup>。

## 第1項 市場の損害（高値取得損害説）

### 1. 市場の損害という分類法

#### （1）意義

そもそも不実開示（虚偽記載）が金商法で禁止されているのは、事実と異なる情報を開示し、市場の適正な価格形成を阻害することにより、発行者が不当な利益を得ることを防ぐことにありといえそうである。そうだとすれば、そこで問題となるのは、価格形成が阻害された結果としての市場価格、すなわち、株価の歪みであるということになる。この株価の歪みとは、虚偽記載によってそれがなかった場合と比べて株価が吊り上げられた場合のほか、低く誘導された場合もあるであろう。すなわち、株価の歪みとは、下落だけでなく上昇も含まれるということになる<sup>1152</sup>。もっとも、このように考えることが妥当であるとしても、神田秀樹教授は、日本の法制度のもとでは、民事の損害賠償責任という制度とする限りにおいては、投資者に損害が生じた場合について、次のように指摘する<sup>1153</sup>。投資者は、実際に被った損害についてしか問題とすることはできず、株価が上昇した場合は除かれるうえ、株価が下落した場合についても、投資者が実際に損害を被っていないくても「市場の損害」についての賠償を求めうるとか、「市場の損害」の三倍の額を請求できるとかいう制度は、設計することは困難である。そこで、現行の金商法においても、投資者が実際に損害を被った場合に、その限度で「市場の損害」の賠償を請求できるという制度になっているものと考えられる<sup>1154</sup>。

私見も、このような見解が妥当であると考ええる。これによれば、懲罰的損害賠償制度のようなものは認められないということになるだろうが、これまで本稿で「機会の喪失」という考え方が初めから排除されているわけではないといえそうである。そうだとすれば、そこで問題になるのは、「機会の喪失」が「実際に被った損害」といえるのかどうかということになる。ただし、本項では、まず、現在「実際に被った損害」とされている、市場価格の下落について考察・検討を行うこととする。

---

<sup>1150</sup> 神田・前掲注（77）325頁。

<sup>1151</sup> 神田・前掲注（77）326頁。

<sup>1152</sup> 神田・前掲注（77）325頁。

<sup>1153</sup> 神田・前掲注（77）325頁。

<sup>1154</sup> 神田・前掲注（77）325頁。

## （２）取得時差額説と不実開示発覚（公表）後下落額説

高値取得損害説と一般にいわれているのは、不実開示があったために有価証券を高値で取得したことが損害であるとするものである。この説の下では、取得者の権利侵害は、真の価値を反映しない対価（取得価格）を支払って当該有価証券を取得した点（財産権の侵害）に見出される<sup>1155</sup>。何を高値とみるかという点で、取得時における取得価格と不実開示がなかったと仮定した場合における想定価格の差が高値であるとする①取得時差額説<sup>1156</sup>と、不実開示発覚直前の市場価格と当該不実開示発覚後における下落した市場価格との差が高値であるとする②発覚後下落額（率）損害説の二つの類型がある。まず、①取得時差額説では、取得時における想定価格と取得価格との差額が問われるわけであるから、取得後の当該有価証券の価格の上下変動は、論理的には、損害の確定それ自体にとって決定的意味を持たない<sup>1157</sup>。このため、取得後の有価証券の価格変動のうち、どこまでが虚偽記載によるものかという議論に影響を受けないという利点が認められ、明快な理論であるという特徴を有する。ただし、投資者の有価証券取得時点における想定価格とは、現実には存在しなかった価格であることから、ファイナンス理論等、何らかの方法により算定することが必要となる。下級審裁判例も理念的にこの考え方によるものが多いものの<sup>1158</sup>、想定価格の算定が困難であることから、不実開示発覚後の下落額を参照するものも多い。これらの方式は、アメリカ法における現実（修正）損害賠償方式に相当する。

## （３）取得時差額説の問題点

理論的に明快である面を持つ取得時差額説であるが、これまでも述べてきたように、この方式は次のようにいくつかの問題点がある。第一は、取得時差額といういわば仮定の損害が、そもそも金商法で定める虚偽記載によって生じた損害、すなわち実際に発生した現実の損害といえるのかという問題である。アメリカにおける *Dura* 判決の引用をするまでもなく、果たして取得時差額の算定時において投資者は現実の損害を受けたといえるのか。そのときに投資者は現実資金を失ったのといえるのかという問題がある。それは単なる特定の時点における評価損ともいえるべきものであり、会計上はともかく、法律的に実際に発生した現実の損害と評価することはできないのではないだろうか。わが国の損害賠償制度においても、損害は現実発生したものでなければならず、理論的な損害は対象とはならない。第二の問題は、取得時差額説がもたらすことになる規範的な問題である。これまで繰り返してきたように、そもそも、金商法に違反する虚偽記載

<sup>1155</sup> 潮見・前掲注（739）517頁。

<sup>1156</sup> 黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討（中）」商事法務 1839号 23頁（2008）。

<sup>1157</sup> 潮見・前掲注（738）161頁。

<sup>1158</sup> 東京地判平成 19・8・28 金判 1280号 10頁、東京地判平成 19・10・1 判タ 1263号 331頁、東京地判平成 19・11・26 判時 1998号 141頁など。

という詐欺行為を行ったにもかかわらず、高値部分の差額相当額のみを賠償すれば良いということは、経営者のモラル・ハザードを生み出すのではないだろうか。たとえば、不正乗車をして、それが発覚したときだけ正規運賃といういわば差額だけを支払えば良いのと同じことのように思われる。わが国の現行法令上、実際には不正乗車をした場合、差額である正規運賃のほかに割増運賃<sup>1159</sup>の支払いが求められる。不正乗車が発覚しても正規運賃だけ支払えば良いのであれば、初めから不正乗車を行ったほうが得だからである。このように、懲罰的損害賠償制度を持たないわが国においても、不正乗車の際に正規運賃のほかに割増運賃の支払いが求められるのは、不正乗車を抑止することの必要性が認識されているからにはほかならない<sup>1160</sup>。さらに、不実開示を行っていることを隠しているような企業に対し、投資する投資者はいないと考えるのが一般的であろう<sup>1161</sup>。そうだとすれば、取引を行った投資者は、基本的にはそのような信用の出来ない企業との取引を取り消そうとし、取得時の差額のみを賠償で良しとするのは、現実の投資家心理からして考えにくい。市場における取引を利用し被害者に損害を与える一方で、加害者は多くの違法な利益を得る利益追求型不法行為の場合、差額だけの賠償では、法の目的（違法行為の抑止）達成が極めて限定的なものに留まってしまうように思われる。

第三の問題は、この方式が高値取得損害説ともいわれるように、実際価格が、不実開示がなかったとした場合の想定価格よりも高値の場合のみしか考慮していないことである。しかし、金商法は市場価格を引き上げるという行為だけを禁止しており、不実開示により株価は本来の価格よりも高くなるという前提は常に合理的といえるのであろうか。この問題を考えるには、他の法分野における同様の事例との比較が参考になる。たとえば、独占禁止法をみると、同法で禁止されている「不当な取引制限」<sup>1162</sup>とは、同法2条6項により、取引対価について「(略) 対価を決定し、維持し、若しくは引き上げ (略)」と定義されている。さらに、不当な取引制限の事例をみても、不当な取引制限価格はそれがなされない場合の価格よりも高いということを経験則上の前提としているといえそうである。一方、金商法は、虚偽記載を禁止しているのであって、有価証券の市場価格を引き上げる行為を禁止している訳ではないといえる。さらに、これまでもみてきたよ

---

<sup>1159</sup> たとえば、東日本旅客鉄道株式会社 旅客営業規則 264 条（乗車券の無札及び不正使用の旅客に対する旅客運賃・増運賃の収受）。

<sup>1160</sup> なお、現在では不正乗車を防ぐために有効なのは、割増運賃による抑止力よりも、Suica や Pasmo のような IC カードによる旅客運賃決済システムとなっているように思われる。

<sup>1161</sup> 虚偽記載があることを知って投資する者は、金商法上保護を受けないことから、それらの投資者のことを考慮する必要はない。

<sup>1162</sup> 一般に「カルテル」という言葉が用いられることが多いが、この言葉はありとあらゆる用いられ方をしており、精確な法律論にとって有害無益なものとなっているとされる（白石忠志『独占禁止法〔第2版〕』123 頁（有斐閣、2009））。このため、本節では、法文上の「不当な取引制限」としているが、分かりやすさを優先し、他の箇所では「カルテル」とする場合もある。

うに、金商法における虚偽記載のケースでは、独禁法におけるカルテルのケースと異なり、虚偽記載によって生じた実際価格は、当該虚偽記載がなかったと仮定した場合の想定価格より、高く吊り上げられた場合と低く誘導しようとする場合の二つのケースが理論的に考えられる<sup>1163</sup>。具体的には、①株価が吊り上げられた場合とは、たとえば、銀行融資の引き揚げ等を阻止するために、売上高・利益等を水増し、業績を実際よりもよく見せようとして株価の下落を防ぐといったようなことが考えられる。次に、②株価を低く誘導しようとする場合では、たとえば、経営陣による自社買収（MBO）のケースがある。そこでは、買収側取締役による自社の株式の取得という取引の構造上、既存株主と買収側取締役との間で利益相反状態が生じることになる<sup>1164</sup>。買収側取締役が、投資者の株式評価を含む投資判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したといえる場合、又は公表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項の公表をしなかったといえる場合、当該取締役の義務違反を認め得るとされている<sup>1165</sup>。すなわち、買収者は買収価格を下げる目的で、有価証券報告書等の縦覧書類に、株価を本来よりも低くするような業績悪化等の記載を行い、株価を低く誘導しようとするのが理論的に考えられる。さらには、節税目的や脱税のために利益を減らして納税額を抑えようとする事例も考えられるであろう。

このように、虚偽記載により株価を高く吊り上げるケースばかりでなく、低く誘導しようとするケースも事例は少ないものの存在することは、アメリカにおける論文でも指摘されている<sup>1166</sup>。この規則 10b-5 も、会社代表者がその経営状況について虚偽のマイナス情報の開示後に、下落した価格で他の株主から株式を取得することが行われている状況をも考慮し、規制のループホールをなくすために制定されたとされる<sup>1167</sup>。以上のように、実際上および理論上の観点から、虚偽記載には市場価格を本来の価格よりも高く吊り上げようとする場合（高値取得）と、低く誘導しようとする場合（低値取得）の二つのケースが考えられるところ、現在の取得時差額説は、高値取得の場合しか想定していないため、低値取得の場合に対応できず、不十分な理論となっているように思われる。とりわけ、近年、わが国では、MBO などによる非上場化が目立つようになり、毎年 50 件以上の企業が自主的に株式市場から退出しているとされる<sup>1168</sup>。このような状況が今後も続くものと考えられ、そうであるとすれば、経営者に買収価格を低くしようとする動機は常に存在するといえそ

<sup>1163</sup> 神田・前掲注（77）331 頁。

<sup>1164</sup> 東京地判平成 23・7・7 判時 2129 号 114 頁。

<sup>1165</sup> 東京地判平成 23・7・7 判時 2129 号 114 頁。

<sup>1166</sup> たとえば、McCormick, *supra* note 211, at 1145 ; Arlen J.H. and Carney W.J., *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theories and Evidence*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691 (1992), at 697. などがある。

<sup>1167</sup> 藤林・前掲注（127）145 頁（注 2）。

<sup>1168</sup> 松田千恵子＝山田雄二「非上場化企業の特性に関する研究—MBO による非上場化の分析」第 80 回（秋季）証券経済学会全国大会プログラム・報告要旨集 20 頁（2013）。

うである<sup>1169</sup>。そして、問題の本質とは、発行会社が開示情報の真実を歪め隠したことの結果として、投資者の投資価値が損なわれたということであり、そこでは、価格の歪みが問題となっている<sup>1170</sup>。第四の問題は、この「取得時差額説」の考え方に基づいて、投資者が賠償を求めることができる金額は、「取得時差額」に限られるという「限定説」と、それには限定されず、虚偽記載と相当因果関係のある全損害であるとする「非限定説」の対立を生み出していることである。神田秀樹教授が指摘<sup>1171</sup>するように、この「取得時差額説」により、金商法 21 条の 2 に基づいて賠償を請求できる損害は「取得時差額」に限定されるべきであるとの限定説が一部で有力となっている<sup>1172</sup>。この限定説の背景としては、金商法 21 条の 2 第 2 項は「取得時差額」を推定した規定であるとする文献<sup>1173</sup>があることが挙げられる。なお、この見解は、損害賠償請求が金商法に基づくものである場合だけでなく一般不法行為法に基づく場合であっても同じことである点に留意する必要があるとされる<sup>1174</sup>。ここで神田教授は、このような限定説と、賠償の対象となる損害はこの意味での取得時差額に限定されず、虚偽記載と相当因果関係のある全損害であるという見解（非限定説）とは、どこが異なるのかということの問題とすべきであるとして、次のように述べている<sup>1175</sup>。

限定説をとる論者は、第一に、虚偽記載に起因する損害を間接損害（会社に損害が生じその結果全株主に生ずる損害）と直接損害（投資者に直接生ずる損害）とを区別して、前者は賠償に含まれるべきではない、あるいは、株主が一般にその地位に基づいて被る損害とそれ以外の損害とを区別して、前者は（間接損害であるか直接損害であるかを問わず）賠償されるべき損害に含まれるべき損害ではないとし、取得時差額は後者であると論じるようである<sup>1176</sup>。しかし、直接損害と間接損害、あるいは株主が一般にその地位に基づいて被る損害とそれ以外の損害という二分法は、概念として間違っているわけではないものの、実際問題として、そのどちらかであることを判定することは容易ではない場合が少なくない<sup>1177</sup>。また、広く会社の損害が問題となる場合を見渡してみると、例えば、組織再編により企業価値が毀損した場合に反対株主は株式買取請求権によりその部分のてん補をも請求

---

<sup>1169</sup> ただし、MBO のケースにおける不実開示はあくまでも、理論上のものであり、そのような事例が現状多く発生しているということではない。

<sup>1170</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 357.

<sup>1171</sup> 神田・前掲注（77）329 頁注 16。

<sup>1172</sup> 田中・前掲注（756）1 頁、加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号 303 頁以下（2011）、白井・前掲注（841）4 頁以下、白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討（中）（下）」1971 号 14 頁以下、1972 号 15 頁以下（2012）。

<sup>1173</sup> 三井・前掲注（834）37 頁。

<sup>1174</sup> 神田・前掲注（77）329 頁、田中・前掲注（750）1 頁参照。

<sup>1175</sup> 神田・前掲注（77）331 頁。

<sup>1176</sup> 田中・前掲注（756）1 頁。

<sup>1177</sup> 白井・前掲注（1172）（「ライブドア事件最高裁判決の検討（下）」16-17 頁、22-25 頁参照。

することができるなど<sup>1178</sup>、間接損害の場合でも（そして株主がその地位に基づいて被る損害の場合でも）株主が会社からいわば賠償を受けられる場合はある。会社の不法行為の場合（会社法 350 条、民法 709 条、715 条）でも、そのような場合に株主が会社から賠償を受けられないと解されているわけではない（少なくとも、受けられないという見解が多数説であるとは見受けれない<sup>1179</sup>。「取得時差額」概念が有益そうにみえる場面の一つとして、虚偽記載に起因する損害と虚偽記載の発覚に起因する損害の区別ということがある。たとえば、虚偽記載の発覚によって会社に生じる信用の毀損は、概念上「取得時差額」に含まれるとはいいいにくい。しかし、問題は、虚偽記載の発覚によって会社に生じる信用の毀損（によってもたらされる株価の下落）によって被る損害は、賠償されるべき損害か否かということである。もし、これを否定すべきとの考え方をとる場合には、その実質的な理由付けが必要であり、取得時差額概念を持ち出すだけでは問いに対する答えとはならない<sup>1180</sup>。第二は、限定説をとる論者は、虚偽記載によってすべての株主に生じる損害と虚偽記載の後（そしてその発覚前）に株式を取得した株主に生じる損害とを区分し、損害賠償を求めうるのは後者に限られると説く傾向が強い<sup>1181</sup>。金商法 21 条の 2 は、虚偽記載の前の株式取得者と虚偽記載後の株式取得者とを区別し、後者の投資者についてだけ規定を設けている。このため、前者の投資者が損害賠償請求する場合は、一般不法行為法に基づくことになるが、仮にこれを否定すべきとの考え方をとる場合には、その実質的な理由付けが必要であり、取得時差額概念を持ち出すだけでは問いに対する答えとはならない。

以上を要するに、虚偽記載の発覚によって生じる株価の下落のうちどこまでが投資者が虚偽記載によって生じる損害としてその賠償を請求できると解すべきか、そして、虚偽記載の前に株式を取得した投資者は虚偽記載によって生じる損害についてその賠償を請求できると解すべきかといった問題は、一般不法行為法における問題として検討される必要があると神田教授は指摘している<sup>1182</sup>。この点、私見では、この虚偽記載前の株式取得者の問題については、これまでみてきた「機会の喪失」論が有益であるように思われる。虚偽記載前の株式取得者は、虚偽記載により投資判断を誤らせられ、適正な開示情報に基づいて虚偽記載期間中に売却したり、保有し続ける意思決定の機会を喪失したということがいえそうだからである。そうだとすれば、一般不法行為法における「機会の喪失」論を用いて、虚偽記載前の株式取得者を救済する途が開けてくるように思われる。

<sup>1178</sup> 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号 4 頁以下（2009）。

<sup>1179</sup> 鬼頭季郎＝内藤和道「虚偽記載等開示による株主のキャピタルロスと会社の損害賠償責任額について」判時 2097 号 10-11 頁（2011）など参照。

<sup>1180</sup> 田中・前掲注（756）1 頁、白井・前掲注（1172）商事法務 1970 号 4 頁以下・1971 号 14 頁以下・1972 号 15 頁以下、加藤・前掲注（1172）303 頁以下、藤林・前掲注（127）などでは、実質的な理由付けが試みられている。神田・前掲注（77）334 頁（28）。

<sup>1181</sup> 加藤・前掲注（1172）303 頁以下参照。

<sup>1182</sup> 神田・前掲注（77）335 頁。

第五の問題としては、虚偽記載がなかったと仮定した場合の「想定価格」がいわば数学的な正確さをもって算定可能であるとの前提に立っているように思われることである。しかしながら、そもそも、有価証券の価値というものは、それらを算定するファイナンス理論からすれば、唯一の正しい数値があるものでは決してない。それらは設定された前提（シナリオ）を変化させれば、それに伴って変化することになる。DCF法で計算される株式価値や企業価値は、前提の置き方によって、ある程度の幅を持って推定されるものであり、「これが正解」という唯一の（ピンポイントの）答えが得られるものではない。それは、企業の将来の業績やキャッシュフローを予測する以上、幅（誤差）が伴うのは当然であるとされている<sup>1183</sup>。このようにピンポイントの株式価値（証券の想定価格）に幅（誤差）が伴う以上、不実開示がなかったと仮定した想定価格と実際の差額にも幅（誤差）が生じることになる。さらには、裁判所における損害算定でファイナンス理論が多用されるアメリカにおいてさえ、想定価格の算定は非常に困難とされている。とりわけ、クラス・メンバー間で、取得原告と処分原告の間で複数の価格が算定され、そのいずれを採用するかの特立を招くともいわれている<sup>1184</sup>。他方、わが国の訴訟では、ファイナンス理論が未だ限定的な役割しか持っていないようにも思われ、そのようなわが国の状況に鑑みると、「想定価格」を訴訟当事者が納得する形で算定することは未だ容易ではないように思われる。

## 2. 不実開示発覚（公表）後下落説

### （1）意義

不実開示発覚（公表）後下落額（率）説は、不実開示の事実が発覚したことによる市場価格の下落額（率）を損害として捉える方法である<sup>1185</sup>。その考え方は、不実開示の発覚が契機となって株価が下落し、その結果、株式を売却等せざるを得なくなったのであるから、損害額は発覚直前の市場価格と発覚後の価格である売却価格（保有価格）との差額であるとするものである。すなわち、株式の取得、不実開示の発覚、株価の下落、株式の売却を余儀なくされるという一連の事実が通常の経過を辿り、不実開示の発覚前後のそれぞれの事実について因果関係が認められるか否かを問題としており、因果関係が認められれば、発覚時を基準としてその前後にある原因発生時と結果発生時の差額を損害額として算定する。この方法は差額の算定にあたり株式の取得価格を基準にしていらないが、これは取得時から発覚時までの市場価格の変動（下落）は不実開示とは関係のない変動であるとして、その変動を排除できる発覚直前の市場価格を算定の基準時とするものである。このため、損害とは財産状態の差額ではなく有価証券を取得したこと自体、すなわち取得価額全額を

<sup>1183</sup> 鈴木一功（編）『企業価値評価〔実践編〕』3頁（ダイヤモンド社、2004）。

<sup>1184</sup> Scudder, *supra* note 104, at 443. わが国においても、有価証券の処分者も保護の対象となることになったため、取得原告と処分原告で想定価格が異なることが予想される。

<sup>1185</sup> 大分地判平成20・3・3金判1290号53頁、東京地判平成20・4・24判時2003号10頁。

損害と捉えるべきである、との原告の主張については基本的に明確に否定される。この考え方の背景には、取得価額全額を損害として捉えたと、投資者にいわばリスクフリーの投資を認めることにつながりかねず、そのことに対する違和感があるように思われる。また、原告の売却（保有）価額を損益相殺の考え方により取得価額から控除したとしても、不実開示発覚時までの下落額があれば、その責めを被告に負わせることは妥当でないと考えていることが窺われる。

この方法には、公表前後の下落額に依拠する立場（公表前後下落額規準説）や、公表前後の下落率に依拠する立場（公表前後下落率基準説）の二つの方法がある。もっとも、これらの考え方は、次の二つの異質な観点から導かれるものであるとされる<sup>1186</sup>。第一は、すでに有価証券取得時に高値取得損害が発生しているとし、かつ、当該損害の額の算定基準時にも有価証券取得時であるが（取得時差額説）、高値取得損害の額の立証が困難であるため、公表前後の下落額を手がかりにその困難を回避するという観点である。すなわち、想定価格の算定が困難である等という高値取得損害説（取得時差額説）の問題点を克服することを目指したものである。このような理解をする場合、実体法的には、取得時差額説が採用されているということになる。第二は、すでに有価証券取得時に高値取得損害が発生していたうえで（高値取得損害）、虚偽記載の公表により当該損害が顕在化した点によりどこを求め、その後の下落率を基準として損害の額を算定するという観点である<sup>1187</sup>。これは、高値取得損害の額の実体法上の算定基準時を公表（発覚）時に求める立場（公表時差額説）であるということもできる。なお、この方法は、アメリカ法における修正現実損害賠償方式に相当するものと思われる。

## （２）不実開示発覚後下落説の問題点および評価

この方法は、不実開示の発覚が契機となって株価が下落し、その結果、株式を売却せざるを得なくなったのであるから、損害額は発覚直前の市場価格と発覚後の価格である売却（保有）価格との差額であるという考え方に基づいている。ただし、そうなると取得自体損害説とは、損害額の算定作業を取得・処分差額から出発するか、不実開示発覚後の市場価格下落額から出発するか程度の差しかないともいえる<sup>1188</sup>。また、訴訟法的側面でもみたように、現実的な算定方式としては評価できるものの、原告が極めて多数となる集団的訴訟においては、算定に労力を要し、当事者および裁判所に大きな負担となる。ライブドア最高裁差戻し判決などによれば、下落額からさらに不実開示に無関係であると判断される下落部分を控除するため、損害額がかなり低額となり、結果として、投資者の救済と不実開

---

<sup>1186</sup> 潮見・前掲注（738）162頁。

<sup>1187</sup> 近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任（上）—西武鉄道事件最高裁判決を中心に」商事法務 1951号16頁以下（2011）。

<sup>1188</sup> 黒沼悦郎「＜商事法判例研究＞有価証券報告書に虚偽記載がなければ上場株式を取得することがなかった投資者が当該虚偽記載によって被る損害の額」金判 1396号7頁（2012）。



示の抑止という金商法の目的を実現できない傾向が強くなるように思われる。

### 3. 推定規定適用説

#### (1) 意義

推定規定適用説は、金商法 21 条の 2 第 2 項の推定規定を適用して損害額を算定するもので、これまでのような投資者の状況を個別に考慮し、把握しようとする算定方法とは類型が異なる。この方法は、推定規定により不実開示と損害の因果関係を推定し、損害額を法定するものと説明されている<sup>1189</sup>。このような規定は、アメリカおよび EU 諸国にはみられないわが国特有の規定であり、損害算定にあたっての極めて大きな特徴になっている。ここでは、不実開示がなかったと仮定した場合の「想定価格」の算定が現実には困難であることから、推定規定を用いて損害額を算定するものとされる。具体的には、不実開示公表日前 1 カ月間の平均株価と同公表日後 1 カ月間の平均株価との差額を損害額と推定することになる<sup>1190</sup>。この方法によるとすべての原告の一株当たりの損害額は均一となる。このため、賠償額の算定が簡便で、訴訟当事者はもとより、裁判所の負担軽減にもつながるほか、原告が多数におよぶ集団訴訟における解決に寄与するものと思われる。

一方、損害額の推定（擬制）規定としては、特許法 102 条、実用新案法 39 条、商標法 38 条（以下、「特許法等」）がある。そこでは、権利保有者の得べかりし利益について、損害額の推定（擬制）がなされている<sup>1191</sup>。このため、これら特許法等の推定規定は、金商法 21 条の 2 における推定規定とは異なるものである。それは、推定される損害額が、権利保有者の「得べかりし利益」であるためである。金商法の推定規定の場合、損害額は、投資者の「得べかりし利益」ではなく、不実開示の公表により、市場価格の下落額という投資者の財産的損失を損害として捉えていることになる。

#### (2) 推定規定適用説の問題および評価

この推定規定適用説には、次のような五つの問題点があると思われる。第一は、算定の基準となる虚偽記載の「公表」の定義の問題である。これについては、第 4 節で論じたところである。第二は、算定期間の問題である。金商法 21 条の 2 第 2 項が、虚偽記載の公表日前後の 1 か月の市場価額の平均額の差額を損害額とすることができると定めていることである。そこでは、この 1 か月という算定期間が妥当といえるのかという、期間の妥当性・合理性が問題となる。本条が 1 か月間の平均額により推定額を算出することとした趣旨を

---

<sup>1189</sup> 山下＝神田（編）・前掲注（852）178 頁、松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』194-195 頁（商事法務、2014）、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第 2 版）』185 頁（商事法務、2011）。

<sup>1190</sup> 東京地判平成 19・11・26 判時 1998 号 141 頁。

<sup>1191</sup> 潮見・前掲注（689）237 頁。

みると、次のように説明されている<sup>1192</sup>。すなわち、「開示書類の虚偽記載の証券価格への影響は継続的なものであることから、その価格への影響を考えるには一定期間の価額をとることが望ましい。また、虚偽公表直前または直後の一点の市場価額をとることは、その価額がその日に特に発生した特殊な事情を反映した額である可能性があり、必ずしも適当とはいえない。そこで、公表日前後 1 か月平均額の差額としている。特に公表直後については虚偽記載の公表に対する市場の過剰な反応による部分（いわゆるオーバーシュート）もあることから、そのすべての下落額を虚偽記載によって生じたとすることは妥当ではない（アメリカにおける 1995 年私的証券訴訟改革法でも平均化する規定を設けている）。また、平均をとる期間をあまりに長期とすると推定規定を利用できるまでに時間がかかり、他の事情による価額変動の影響も受けてしまう。以上を総合的に勘案し、1 か月とした。」。このように期間を設けた目的は合理的なものであり、その期間もアメリカの 90 日間規定<sup>1193</sup>と比較しても相当なものと思われる。

第三は、本条が適用対象者を限定していることの問題である。すなわち、本条では、開示書類の公衆縦覧されている間に、当該書類の提出者が発行者である有価証券を取得した者を対象としている。ここで、有価証券の取得者のみを対象としているのは、虚偽の情報開示により形成された市場価格により証券を取得した者は被害者であるからとしている<sup>1194</sup>。さらに、虚偽記載の公表日前 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者を対象としている。このように、有価証券の取得者を適用対象とすること自体はよいが、問題は有価証券の処分者を対象としていなかったことである。不実開示による被害者とは、何も有価証券の取得者だけに限らず、誤った情報により有価証券を処分してしまった者も被害者といえるはずである。アメリカ法およびフランス法によれば、有価証券の取得者のみならず、その処分者をも不実開示による被害者であるとして、損害賠償の請求権者としている。このため、金商法においても、有価証券の処分者も本条の適用対象とする改正がなされた<sup>1195</sup>。さらに、本条では保護の期間を、開示書類の縦覧期間中だけをその対象としているが、当該期間前に有価証券を取得した者も、その後の縦覧期間中の不実開示により投資判断を誤らされたといえる。したがって、フランス法のように、縦覧期間前の取得者も保護すべきであると考えられる。

第四は、適用要件を満たさない場合の対応の問題である。すなわち、投資者の救済という本条の趣旨を考慮した場合、類推解釈や拡張解釈が許されるのかということである。たとえば、虚偽記載の公表前 1 年数か月前に有価証券を取得した原告について、本条の適用を認めるのか等といったケースが考えられる。一般に、不実開示の事例はさまざまなケー

---

<sup>1192</sup> 三井・前掲注（834）158 頁。

<sup>1193</sup> Scudder, *supra* note 104, at 445. アメリカでは、90 日間という期間が不当に長すぎるとして批判がなされている（第 2 章第 5 節参照）。

<sup>1194</sup> 三井・前掲注（834）155 頁。

<sup>1195</sup> 金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年 5 月 30 日法律第 44 号）。

スが考えられ、虚偽記載を行ってからその公表（発覚）に至るまでの期間が長期間におよぶことも十分にありうる場所である。たとえば、オリンパス粉飾決算事件の場合、粉飾期間は5年に及ぶとされる<sup>1196</sup>。さらに、訴訟を提起した多数の原告中には、公表日前1年以内の者もいれば、1年超の者もいる。このような場合、厳密な文理解釈によれば、同一の訴訟において、金商法の推定規定を適用する者と、民法の不法行為の規定によるというのでは、損害額の主張・立証について違いが生ずることになる。このような問題を避けるためには、同一ないしは同様な訴訟事案において、本条の類推解釈ないしは拡張解釈も認め、多数の集団原告の訴訟を統一的に行う必要がある。

第五は、金商法21条の2により法定（推定）された損害額から民事訴訟法248条でさらに減額される問題である。本条により算定された損害額（推定損害額）から、民事訴訟法248条により明確な根拠が十分示されないままに、20%、30%などと大幅に減額されてしまうという事例が多い。しかしながら、そもそも本条で算定された損害額は、「虚偽記載により生じた損害の額」である。したがって、当該損害の額からさらに減額してしまうことは、それが「虚偽記載により生じた損害の額」の一部となってしまうことになるように思われる。そうだとすれば、原則として推定損害額からさらに減額することはできないと解すべきであり、仮に減額することに正当な事由があるような場合には、民訴法248条による認定の根拠を判決理由書等で具体的に明らかにすることが必要である。

## 第2項 投資者の個別損害

### 1. 取得自体損害説

取得自体損害説とは、不実開示がなければ投資者は有価証券を取得しなかったとみるべき場合に、当該有価証券を取得したことを理由として、取得者が当該有価証券の取得をしなかった状態の金銭的回復（原状回復）を認める考え方である<sup>1197</sup>。この見解は、有価証券を取得したこと自体を損害と捉え、取得者が当該有価証券を取得するという決定をしなかった状態（取得者にとって取引がなかった状態）の金銭的価値による回復を目的としたもので、原状回復的損害賠償であるといえる<sup>1198</sup>。そこでは、取得者の権利侵害は有価証券を取得したという点に見出され<sup>1199</sup>、その主眼は、取得自体を損害と捉える点一責任成立要件レベル（成立要件としての「損害」）よりも、むしろ、賠償されるべき損害の内容として原状回復的損害賠償を認める点一責任効果レベル（賠償されるべきものとしての「損害」）

---

<sup>1196</sup> 日本経済新聞 2012年9月24日（朝刊）38面。

<sup>1197</sup> 能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田重行＝神田秀樹＝神作裕之（編）『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』341頁（商事法務、2009）、潮見・前掲注（739）516頁。

<sup>1198</sup> 潮見・前掲注（738）161頁。

<sup>1199</sup> 能見・前掲注（1197）341頁。

一にあるとされる<sup>1200</sup>。この場合の損害額は、後述するように、①取得者が当該有価証券を保有しているときには取得価格と現在価格との差額<sup>1201</sup>、②取得者が当該有価証券を処分しているときには取得価格と処分価格の差額に相当する額になる。③取得後の当該有価証券の価格の上下変動に虚偽記載等以外の要因が作用したかどうかについては、プラスにもマイナスにも作用せず<sup>1202</sup>、有価証券取得自体について取得者の側に過失ないし損害軽減義務違反がある点についてのみ、減額事由となる。ただし、発行会社の意図的な不実開示の場合、取得者側の過失ないし義務違反を観念することは考えにくいであろう。なお、この方法は、市場外の相対取引のケースで、真実を説明せずに有価証券を取得させた者の説明義務違反があった場合にも採られている<sup>1203</sup>。これは、そもそも被告の説明義務違反がなければ、原告は有価証券を取得することはなかったのであるから、当該取得自体が損害であるとするもので、原因と結果という因果関係から損害を捉えようとしており、原状回復的な考え方をベースにしている。このように、この方法は市場外の相対取引において比較的認められやすい方法であるものの、市場取引において不実開示がなければ、原告が有価証券を取得することはなかったと認められるような事情があれば、この方法が採用される<sup>1204</sup>。なお、この方法には、次のとおり、(1)取得価格と売却価格との差額を損害額とする方法と、(2)取得価格と売却価格との差額から不実開示と無関係な株価下落額を控除した額を損害額とする方法の二つに分かれる。

#### (1) 取得と売却価格との差額法<sup>1205</sup>

この方法では、不法行為がなされる前の状態に原状回復すべきであるという考え方に基づいており、まず取得価額全額を損害とする。ただし、原告が取得した有価証券を既に売却した場合や現に保有していて時価がある場合には、損益相殺の考え方により、取得価格から売却価格を控除した差額を損害額とする。

---

<sup>1200</sup> 潮見・前掲注(739) 517頁。

<sup>1201</sup> 保有している有価証券の価値は、最三小判平成20・6・24判時2014号68頁の法廷意見によれば、損益相殺ないし損益相殺的調整の問題として処理される。能見・前掲注(1197) 338頁も参照。より一般的には、潮見佳男「差額説と損益相殺」論叢164巻1～6号105頁(2009)。

<sup>1202</sup> 能見・前掲注(1197) 341頁。

<sup>1203</sup> 西武鉄道事件において、法人が西武鉄道の経営者から同社の虚偽記載を知らされないまま、市場外の相対取引で同社株式を取得した事案がある。

<sup>1204</sup> 一連の西武鉄道株式事件においては、不実開示がなければ西武鉄道は株式市場に上場できなかったのであるから、原告はそもそも同株式を市場で取得できなかったはずであると認定されている。

<sup>1205</sup> 東京地判平成19・9・26判タ1261号304頁。大分地判平成20・3・3金判1290号53頁。

## （２）不実開示と無関係な株価下落額控除法<sup>1206</sup>

この方法は、取得価格と売却価格の差額からさらに不実開示と無関係な株価の下落額を控除した額を損害額とするもので、最高裁が西武鉄道株式事件において採った方法である。その前提としては、投資者が法定開示書類に不実記載がなければその株式を取得することはなかったとみるべき場合であるとされている。

ここで、不実記載と無関係な株価の下落額を控除する理由として、最高裁の法廷（多数）意見は次のように判示している。

「一般投資家であるそれら投資者は、当該記載がなければ西武鉄道株式を取得することはなかったとしても、取得した株式の市場価額が経済情勢等当該虚偽記載と無関係な要因により変動することは当然想定した上で投資対象として取得し、かつ、開示情報に基づきその処分もしくは継続保有を自ら判断できる状態にあったといえる。これからすると、上記投資者が自らの判断で継続保有していた間に生ずる市場価額の変動リスクは、投資者が自ら負うべきで、上記要因で市場価額が下落して損失を被ったとしても、その負担は投資者の負担に帰せしめるのが相当である。」

このように、最高裁は投資者の損害を虚偽記載と関係のあるものとそうでないものとに分け、投資者に賠償すべきなのは、虚偽記載といわゆる相当因果関係のある損害のみに限定する考え方を採っている。

なお、前述のように、この法廷（多数）意見に対しその結論には賛成しつつも一部見解を異にする寺田裁判官の意見がある。

「多数意見が、本件公表前の経済情勢、市場動向等、本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分を控除して損害額を算定すべきであると結論付ける部分には賛成できない。

多数意見では、いったん株式の取得価額と処分価額との差を基礎として損害額を算定するという立論をしながら、その差の間に存する当該株式の価額の下落につき分析し、無関係なものは除外するというのであれば、当該虚偽記載と個々の株価の下落との関係をみて損害範囲を決めるのと実体として等しいことになる。多数意見のような構成は、「虚偽記載がなければ投資者が株式を取得することはなかった」との立場から株式の取得価額と処分価額との差を基礎として損害を算定するとした意味を大きく損なうものではないか。本件における損害額は株式の取得価額とその処分価額との差額を基礎（基礎損害額）とし、そこから控除すべき損害があれば更なる立証の機会を与える一方、株価下落による損失については基礎損害額からの控除はしない扱いをすべきと考える。」

このように、寺田裁判官の意見は、いったん株式取得価額と処分（売却）価額との差額を基礎とする考え方によったのであるから、基本的にはその考え方を貫徹すべきであると考えているように思われる。すなわち、不実開示というリスクを発生させた者は、そこから結果的に派生してくるリスクについてもその者が負うべきであり、責めを負わない事情

---

<sup>1206</sup> 最三小判平成 23・9・13 金判 1376 号 33 頁（西武鉄道株式事件最高裁判決）。

があるのであれば、その立証責任はリスクを発生させた者が負うべきであるという立場に立っていると考えられる。

## 2. 総体財産損害説<sup>1207</sup>

総体財産損害説は、虚偽記載があった有価証券を取得したために取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が現実にな置かれている状態と、虚偽記載があった有価証券を取得しなかったならば取得者の保有する財産の総体（保有財産全体の価値）が置かれているであろう仮定的状態との差を損害と捉える考え方である。総体財産損害説の下では、被侵害利益（保護法益）は取得者の財産総体である。虚偽記載があった有価証券を取得したことによる財産総体への侵害は、虚偽記載の公表（発覚）時までは生じていないことになる。損害額の算定基準時は、現在の時点（訴訟にあつては、口頭弁論終結時）とみるべきである。この考え方によると、取得後の当該有価証券の価格の上下変動は、プラス・マイナスいずれの方向でも損害額の算定に影響を及ぼすことになる<sup>1208</sup>。この方法は、「市場の損害」ないしは「投資者の個別損害」のいずれの方式なのか必ずしも明らかではないものの、投資者の財産総体を市場価格を基にして捉えているようであり、そうだとすれば、両者の折衷説として位置づけられるように思われる。

## 第3款 利得対象算定方式

### 第1項 意義および分類

金商法に違反する証券不実開示により発行会社やその役員等が利益を得ていながら、これらの利益がそのまま発行会社等の手元に残されたり、発行会社やその役員等が本来果たさなければならない損害賠償責任を事実上免れてしまうことにより、本来吐き出されるべき経済価値が発行会社等の手元に残ってしまう結果となるような状況が考えられる。本来、得てはならない違法行為による利益を発行会社や役員等が取得したり、留保できる結果となることは、投資者被害の救済ばかりか、虚偽記載の抑止や証券取引の適正化という観点からも看過できない問題である。従来、こうした違法行為による利益の吐き出し法制についての議論や研究はわが国ではあまりなされてこなかった。精緻な差額論に基づき損害を算定して投資者に損害賠償を行っても、それが加害者の得た利益よりも少なければ、不実開示を行う動機はなくなる。むしろ、法律と裁判所が証券不実開示というビジネスを結果的に認めていることにつながり、いかに投資者に損害賠償を行ったとしても金商法の目的を達したことにはならないことは明らかである。さらに最近の事例をみると、不実開示に加担・協力した第三者が発行会社から161億円もの利益を得ていたことが報道<sup>1209</sup>され

---

<sup>1207</sup> 潮見・前掲注（738）162頁。

<sup>1208</sup> 潮見・前掲注（739）520頁。

<sup>1209</sup> 日本経済新聞 2012年9月25日（夕刊）1面。

るなど、第三者がまさしく巨額の利益を得ており、その金額がまるまる当該第三者の手元に残ることになるといえよう<sup>1210</sup>。

このような不実開示を行った発行会社およびその役員、第三者の「不実開示のやり得」を抑止するためには、二つの方法が有効と考えられる。第一は、不実開示に加担・協力した第三者にその見返りとして得た利益以上の課徴金を課すことである。近時、不実開示に加担・協力した第三者に対して課徴金を課する法整備がなされたが、オリンパス事件でみると、課徴金額が 161 億円を超えていなければ、第三者は利益が手元に残り「やり得」になる<sup>1211</sup>。今後、法律の実効性を高めるためには、たとえば、独禁法の平成 17 年改正で行われたような課徴金算定率の引き上げ<sup>1212</sup>などが必要であろう。第二は、利得対象型損害算定を行いそれによる損害賠償額を認定する制度の構築である。これは、加害者の得た利得を基に被害者の被った損害額を算定するというもので、不法行為により加害者が利得を得ることを禁止する考え方を基にしている。不法行為において利益吐出し責任が認められるためには、不法行為を営利活動とすることは許されないという価値判断が必要であり、それは制裁あるいは一般予防という観点から説明することができるとされている<sup>1213</sup>。この考え方は、いわゆる損害事実説の立場に親和的である。この立場をとる場合、賠償されるべき損害額を利得によって算定するか損失によって算定するかは、生じた損害の性質に応じてその回復にふさわしい方法が選択されるべきだという結論を導くことが可能である。これに対して、被害者の損失イコール損害と捉えた場合、損失対象型損害算定が原則であるということになる。ただし、差額説をとっても、利得が損害算定の間接的な資料となることはあるであろうから、上記の関係は論理的必然的なものではないとされる<sup>1214</sup>。

このような加害者の得た利得を問題とする「利得対象型損害賠償」は、以前からわが国においても知的財産法の分野において、知的財産権の不正使用の問題などを契機として議論されるようになってきている。この利得対象型損害賠償は、不法行為が成立し、被害者に一定の損害が生じているものの、加害者が得た利益が被害者の損害を超えているという場合を問題としているようである<sup>1215</sup>。なお、この見解は、「不法行為による『利益吐出し』を正面から認める点で明快であるが、その根拠とする、不法行為を営利活動とすることは許されないという価値判断の射程が広すぎるように思える<sup>1216</sup>」との批判もなされている。

---

<sup>1210</sup> 第三者は違法に得た利得について、通常、税務申告は行わないであろうから、所得税等の税金を支払うことがなく、全額が手元に残ることになると想定される。

<sup>1211</sup> 事案を単純化するために、刑事罰については除外する。

<sup>1212</sup> 本改正により、大企業の製造業等における課徴金算定率が 6%から 10%に引き上げられた。

<sup>1213</sup> 浦川道太郎ほか「〈座談会〉不法行為法の新時代を語る」法時 78 巻 8 号 9 頁（窪田充見発言）（2006）。

<sup>1214</sup> 窪田・前掲注（47）685 頁以下参照。

<sup>1215</sup> 後藤・前掲注（603）54 頁。

<sup>1216</sup> 山下純司「不法行為における利益吐き出し責任」NBL937 号 27 頁（2010）。

いずれにしても、知的財産権の侵害、独禁法違反事例や金商法違反事例のような市場型の経済的不法行為では、特に巨額の利益を得た加害者およびその関係者に違法な利益を吐き出させるという利得対象型損害賠償の制度が不法行為の一般予防・抑止という観点から極めて有効である。このため、現在も損害論における通説とされる差額説ではなく損害事実説をとり、損害を単なる差額としてのみ把握するのではなく、加害者の利得を対象として損害を算定することに途を開き、利益追求型不法行為にも対応できるような損害賠償制度を構築する必要がある。

次に、この利益対象型算定方式の分類としては、①機会の喪失算定方式、②加害者の利益吐き出し方式がある。これらの方式には、いずれもある特定の利得・利益を投資者の損害とする擬制が必要である。そして、その擬制を正当化するのは、①不実開示によって投資判断を誤り、適正な情報に基づいて意思決定を行う機会を失わせられたことであり、②不実開示を抑止する実効性の確保である。

## 第2項 機会の喪失算定方式

機会の喪失算定方式は、第2章フランス法でみたように、具体的な評価・算定手順として三つの流れがある。第一は、機会がある事実・行為と関連してではあるが、それ自体独立して存在していたかを評価することが必要である。そこでの機会は、現実が存在していたと客観的に認められるものでなければならず、仮定の事実や推定に基づくものであってはならない。すなわち、機会の存在が事実認定として立証されなければならないということになる。この点、損害の評価、損害額の算定が仮定の事実や推定に基づくのと大きな違いがある。そして、その機会とは、利益を獲得できたかもしれない機会もしくは損害を避けることができたかもしれない機会ということになる。

第二は、被害者に生じた最終的な不利益の確定およびその金銭的评价である<sup>1217</sup>。それには、被害者に生じた最終的な不利益は、不利益な事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失なのか有利な事実の逸失ないしは利益を獲得する可能性の喪失なのかに分けることが便宜である<sup>1218</sup>。この分類によれば、不実開示事例は、不利益を回避する可能性の喪失ないしは利益を獲得する可能性の喪失ということになるであろう。具体的には、被害者に生じた最終的な不利益は、不利益となる事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失として、医療事故、不実開示事例が挙げられる。その場合の評価は、被害者に現に生じた不利益を金銭的に評価すればよいことになる<sup>1219</sup>。有利な事実の逸失ないしは利益を獲得する可能性の喪失としては、契約交渉破棄事例や不実開示事例が挙げられる。この場合の評価は、加害行為がなかった場合の事象経過を仮定して判断を行う必要がある。不実開

---

<sup>1217</sup> 中原・前掲注(443)(2・完)117頁。

<sup>1218</sup> 中原・前掲注(443)(2・完)117頁。

<sup>1219</sup> 中原・前掲注(443)(2・完)117頁。



示の事例でいえば、不実開示がなければ投資者はどのような行動をとり、その結果どのような利益を得ることができたか、を当時の資本市場の状況等を考慮に入れつつ認定し、また、不実開示がなければ投資者が利益を得ることができたであろう蓋然性を認定する必要がある。このように、不実開示事例では、投資者に生じた不利益は、不利益な事実の到来ないしは不利益を回避する可能性の喪失および有利な事実の逸失ないしは利益を獲得する可能性の喪失の双方があることが特徴である。

第三は、加害行為がなければ最終的な不利益を回避しえた蓋然性（パーセント）の認定である<sup>1220</sup>。機会の喪失における賠償額の算定は、機会の有する蓋然性を乗じた部分的なものになる。その場合に、被害者はどの程度の機会を有していたのか、その機会はどれほどの価値があったのかを評価・算定することになる。これを論理的に言えば、機会の価値は、獲得しようとして期待していた利益の価値に、もし当該不法行為がなかったならばその期待していた利益が生じたであろう可能性（パーセント）を乗じたものになるとされる。たとえば、第3章で述べた競馬レースの事例<sup>1221</sup>に関していうと、当該馬の最近の成績とそのレースに出た他の馬の成績とを比較し、当該馬の勝ったであろう確率を算出し、その確率を賞金に乗じた額が馬の所有者が失った機会の価格（価値）であるということになる<sup>1222</sup>。ここでは、損害の範囲および賠償額は、獲得しようとして期待していた利益の大きさ、または避けようとしていた損失の大きさ、および機会の大きさ（可能性の高さ）に比例して大きくなることになる<sup>1223</sup>。もっとも、フランスの判例は、実際には、どのようにして裁判所が機会の算定を行っているのか定かではない。前述したように、被害者が期待していた利益の10分の1、3分の1、4分の1、5分の1、2分の1などであるが、1,000フラン、2,000フラン、10,000フランといった切の良い金額の賠償もみられる。そこでは、期待した利益を得る可能性が高い場合には期待した利益に近い額を、期待した利益を得る可能性が若干低い場合には、それよりも低い額を認めているようではあるとされる<sup>1224</sup>。このように、機会の算定を常に厳密に計算しているようではないものの、少なくとも、期待していた利益の全部の賠償を認めないことに関しては一貫している<sup>1225</sup>。このように、期待利益全ての賠償を認めないのは、機会の喪失理論の前提から当然のことである。問題は、期待利益のうちどの程度の割合をどのように決定するのかについての一般的基準が求められることになろう。

---

<sup>1220</sup> 中原・前掲注（443）（2・完）117頁。

<sup>1221</sup> 前掲注（674）。競走馬を運搬する債務を負っていた運送人が、過失により運送を遅滞したため、馬がレースに出場できなかった。このため、馬の所有者はレースの賞金を得ることができなくなったという事例。

<sup>1222</sup> Boré, *op. cit.*, n°668. 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123頁。

<sup>1223</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）123頁。

<sup>1224</sup> Rodier, *op. cit.*, n°677. 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）124頁。

<sup>1225</sup> 澤野・前掲注（443）（「機会の喪失の理論について（一）」）124頁。

このように機会の喪失の算定に当たっては、必然的に仮定的判断が伴う。それゆえ、前述したように、投資者は、資本市場や証券価格等に関する客観的なデータに基づき、算定することが必要となる。

以上のような算定方式は、投資者ごとの個別算定方式ではなく、投資者を一つの集団として捉え、その構成員の損害額は一律とする一律算定方式へと転換していくことになる。これにより、集団訴訟に対応した損害賠償算定方式とすることができ、公平・迅速な投資者の救済に資するとともに、訴訟経済にも寄与するといえそうである。

### 第3項 加害者の利得吐出し方式

利得対象算定方式は、加害者の得た利得等ないしは被害者が得ようとしていた利得等（の一部）を対象として、被害者の損害額を算定するものである。たとえ被害者に生じた損害を算定し、損害賠償を行ったとしても、加害者の手元に賠償額以上の利益が残る場合、当該利益を吐き出させ、被害者に賠償（返還）することが必要となる。そこでは、加害者が違法行為によって得た利得は、不実開示がなければ、本来、被害者に属するべきであったと解するとともに、法律の目的ないしは政策的見地などから被害者に返還させることを正当化することができる。証券不実開示の場合、発行会社の得た利益や役員等の利得を対象とすることになる。このように、被害者が被った損失ではなく、加害者が得た利得を対象とするのには、二つの方法が考えられる。第一は、被害者の被った損失が存在するのは明らかであるものの、それが被害者の財産状態のマイナス評価として表れてこない、ないしは表れにくいことによるものである。そこでは、加害者の得た利益は、本来被害者に属するものであるとし、当該利益を本来の受益者である被害者に返還するべきであると考え。これには、知的財産法の分野における、権利者の知的財産権が侵害された場合などがそのような事例と考えられる。第二の方法は、被害者の被った損失の存在は明らかであり、それを対象として損害を算定する一方で、主に法律の目的ないしは政策的見地および第一の方法と同様の理由から、加害者の利益等を損害の対象とするものである。これは、証券取引分野における不実開示がその典型と考えられる。そこでは、加害者に利得を得させたままにしておくことは、不実開示の抑止という金商法の目的に反するために、被害者に返還させるものである。

次に、加害者の得た利益をどのように算定するのかという問題がある。これらの利益は、損失対象方式における株価の下落額のような客観的な指標がないために、そこではある程度の理論的な前提の下に、損害の発生を擬制しなければならない。具体的には、発行会社の役員や外部の加担者の場合には、彼らの得た報酬等（の一部）を不実開示により得た利得と擬制することにより、賠償額を算定することが可能である。一方、発行会社の得た利益はどのように算定したらよいであろうか。理論的には、発行会社の得た利益とは、銀行融資を引き揚げられずに済んだこと、財務状況の粉飾に伴うより低利での融資ないしは社債発行等により発行企業の利払い負担軽減額などが考えられる。さらに、この場合の発行

会社の得た利益とは、観念的には、虚偽記載によってそれが無い場合に比べて上場廃止や信用失墜の阻止が図れたこと、といったこともあろう。しかし、これらすべてを総合して発行会社の得た利益を算出することは、通常は困難である。このように、個別利益の算定が困難な場合、課徴金相当額を加害者の利益とみなして損害賠償額とすることが考えられる。それは、課徴金額の算定が加害者の利益をベースにして立法化されたからである。

## 第4項 共同不法行為と算定方式

### 1. 問題の所在

証券不実開示に関する共同不法行為については、その成否について否定する下級審裁判例がある<sup>1226</sup>ものの、仮に、発行会社およびその役員等に共同不法行為が成立するとした場合、どの範囲で発行会社の責任と連帯させるのかということ<sup>1227</sup>が問題となる。その場合、共同不法行為者としては、発行会社のほかに、その役員、外部の加担者、会計監査人などが考えられる。なお、この共同不法行為が認められるとした場合の最も大きなメリットの一つは、現在、金商法で賠償責任を課されていない、外部の加担者に対する賠償請求が、共同不法行為の教唆者ないしは幫助者として可能になると思われることである。近時の不実開示の事例をみても、外部の加担者が自らの違法な巨額報酬を得るために、発行会社の役員に積極的にスキームを考案して示すという、いわば不実開示コンサルティングが行われているとみられるのである。

これに対し、そもそも、発行会社およびその役員等には共同不法行為は認められないとする考え方も採ることができるように思われる。発行会社と役員等は、それぞれ独立して不法行為の要件を満たしているとはいえないからである。このように考えた場合に、発行会社および役員等が、それぞれ不実開示の賠償責任を負うとされているのは、金商法が定めた特別の責任であると解すほかないよう思われる。しかし、共同不法行為の一般的な成立要件および効果については、必ずしもその考え方が一致しているわけではなく、また、未解明な点も多いとされる<sup>1228</sup>。

### 2. 共同不法行為責任

この共同不法行為については、民法 709 条とは別に民法 719 条に規定が置かれている<sup>1229</sup>。たとえば、公害の原因者が複数いる場合に、それぞれの原因者がどのような要件のもとに

<sup>1226</sup> 東京地判平成 22・6・25 金商 1346 号 25 頁。

<sup>1227</sup> 荒達也「判批」ジュリスト 1423 号 119 頁（2011）。

<sup>1228</sup> 淡路剛久『公害賠償の理論』117 頁（有斐閣、1975）。

<sup>1229</sup> 民法 719 条第 1 項「数人が共同の不法行為によって他人に損害を加えたときは、各自が連帯してその損害を賠償する責任を負う。共同行為者のうちいずれの者がその損害を加えたかを知ることができないときも、同様とする。」。  
同条第 2 項「行為者を教唆した者及び幫助した者は、共同行為者とみなして、前項の規定を適用する。」。

どのような責任を負うかは、民法上、共同不法行為の問題となる<sup>1230</sup>。その要件について、従来の通説<sup>1231</sup>・判例によると、共同不法行為の要件については、次のごとくである。第一に、共同行為者各人の行為は独立に不法行為の要件を満たさなければならない。したがって、故意・過失、権利侵害（違法性）、損害の発生、因果関係などの要件は各人について成立することが必要とされる。第二に、各人の行為は関連共同性を有していなければならない。この関連共同性は客観的共同でよいというのが通説・判例である。そして、共同不法行為の効果は、各人が共同不法行為と相当因果関係に立つ全損害について賠償の責めに任ずることであるとされる。

### 3. 算定方式

次に、開示書類の提出者ではない共同不法行為者（役員等）について損害賠償額をどのように算定したらよいのかという問題がある。これについては、共同不法行為者についても、金商法 21 条の 2 第 2 項の損害額の推定は及ぶのか、及ばないとしたならば損害賠償額をどのように算定したらよいのかといった問題は今後の判断に委ねられていることになる<sup>1232</sup>。このような見解に対し、私見は、当事者はそれぞれ独立して不実開示を行っている判断できるのかが問題であり、そのように判断することは難しいように思われる。一方、仮に発行会社の役員や外部の加担者など（役員等）が共同不法行為者に当たる場合、金商法 21 条の 2 が規定する損害額の推定は及ばないと考える。なぜならば、同条は開示書類の提出者の賠償責任を定めたものであり、役員等は、提出者ではないからである。したがって、役員等の賠償額をどのように算定したらよいのかという問題が生じることとなる。

これについては、利益対象型の算定方式が有効である。すなわち、不実開示がなされた期間における役員等の得た報酬・給与の全額ないしはその一部を投資者の損害とみなすという考え方である。その根拠としては、次のような考え方が挙げられる。役員等は投資者という市場参加者の存在を利用して、自ら違法な利益を得るとともに、彼らに損害を与えたということになる。すなわち、投資者という存在がなければ役員等は利益は得られなかったものであり、その違法な利益は利用された被害者に還元すべきであるとする。このように考えることにより、加害者が違法に得た利益をはく奪して、不法行為に対する抑止・制裁を実効あるものにするとともに、投資者への救済にも資することができる。そのような方法を可能とするのが、利益対象型の損害算定方式である。この場合に、それぞれの共同不法行為者ごとに、以下のとおり、損害の算定方式が異なると考えることができる。

#### （1）発行会社

---

<sup>1230</sup> 淡路・前掲注（1228）117 頁。

<sup>1231</sup> たとえば、松坂佐一＝加藤一郎『事務管理・不当利得・不法行為』207 頁（有斐閣、1957）、加藤一郎（編）『注釈民法(19)』324 頁〔徳本鎮〕（有斐閣、1964）などがある。

<sup>1232</sup> 荒・前掲注（1227）119 頁。

金商法 172 条の 4 によって算定された課徴金相当額を、発行会社が得た経済的利得として認めることができるように思われる。課徴金額の水準は、経済的利得を勘案しながらも、違反行為の抑止のためにも必要かつ合理的と思われる額に設定されている<sup>1233</sup>からである。

## **(2) 発行会社の役員**

利得対象算定方式で、役員の得た報酬・給与を賠償とする。

## **(3) 外部の加担者、会計監査人等**

利得対象算定方式で、加担者や会計監査人の得た報酬・経済的利益を賠償額とする。

なお、以上三つの利益を賠償額とすることができるかについては、必ずしも明らかでない点も多く、今後の議論に委ねられることになると考える。

## **4. 投資者による金商法の実現**

証券不実開示の「やり得」を防ぐことを通じ、資本市場の公正さと投資者保護を図るという観点から、いわゆる利益吐出しを目的とした損害賠償の方法は今後の議論の対象になり得るように思われる。また、この利益を対象として賠償額を算定する方法は、株主間利益の移転の問題を理論的に解決する手掛かりになるといえそうである。すなわち、発行会社およびその役員等は、本来であれば得るべきではない利得・利益を得たのであるから、それを本来の受益者である投資者（株主）に返還したとしても、それは単なる株主間利益の移転ではなく、違法な株主利益が本来の株主に返還されたことになると考えられるからである。このように、市場を利用した利益追求型不法行為の場合、民事責任の追及により加害者の得た利益をはく奪しなければ、不法行為を行うインセンティブはなくなる。被害者への賠償を上回る利益が手元に残るのであれば、不法行為は経済的に合理的な行為となるからである。なお、不実開示の抑止を行政上の課徴金や刑事罰のみで行うべきであるとすることは妥当ではない。行政当局や司法当局の処分・摘発には、そもそも人員・予算の制約があり、不実開示のすべてを摘発・抑止することは不可能である。このために、勢い、いわば見せしめ・生け贄的な処分や国策的な捜査が、金商法や会計学などに必ずしも精通しない検察庁により行われることになる。ここでも必要なのは、「私人による法の実現」であり、本稿のテーマとの関連でいえば、「投資者による金商法の実現」が最もその効果を発揮すると思われる。

---

<sup>1233</sup> 吉田尚弘「継続開示義務違反に対する課徴金制度の概要—証券取引法の一部改正に係る衆議院修正」JICPA ジャーナル 17 巻 9 号 39 頁（2005）。

## 第4款 個別算定方式と一律定額算定方式

### 第1項 個別算定方式

個別算定方式とは、個々の投資者ごとの有価証券の取得価格および処分価額（保有価額）に基づき、個別に損害額を算定する方式である。具体的には、市場の損害算定方式として、取得時差額説、不実開示発覚後下落説、さらに、市場の損害と投資者の個別損害算定方式の折衷方式として、総体財産損害説が該当するように思われる。従来は、この方式が最も一般的であったものの、金商法21条の2の推定規定の新設により、次に述べる一律定額算定方式へと移行していくものと思われる。

### 第2項 一律定額算定方式

公害訴訟・薬害訴訟など原告が極めて多い多数当事者訴訟において、実務上、いわゆる包括請求、一律請求（これらを合わせて包括一律請求）という方式で損害賠償請求がされることがある。包括請求とは、被害者が受けた肉体的・経済的・生活的・家族的・社会的・環境的な全損害（総体としての損害）を包括的に請求しようという意図をもった損害請求の方式である。一方、一律請求とは多数当事者訴訟における原告が一律に同一金額またはランク付けをしたうえで同一基準額による損害賠償を請求する方式をいう。裁判例においては、これらの請求方式の可否につき肯定例と否定例があり、一律請求よりも包括請求の方により問題があるとされている。ただ、包括請求については、①多数の被害者が存在し、個別損害立証が（時間がかかりすぎることも含めて）困難である場合において、②全体立証ができる事実のみをもって少なくとも慰謝料算定の基礎となる事実と評価することができ、③再訴する意思のないことを明示しているときには、損害費目の名目のない損害である包括損害も請求として許容することができるとして定式化を試みる見解<sup>1234</sup>がある。このような、包括一律請求は、民事訴訟法248条の下で可能となり、そこでは、「損害費目の名目のない損害である包括損害も請求として許容する」という説明をする必要はなく、財産的損害についても全体立証により損害額を算定することもできると解される<sup>1235</sup>。証券不実開示訴訟においては、金商法21条の2の推定規定を適用することにより、不実開示と投資者の損害の因果関係および損害額の推定がなされ、一律請求が可能となる。また、機会の喪失による損害算定の場合も、フランスと同様、不実開示による投資者の損害を一律とすることにより、一律請求が可能となるであろう。

このように、すべての原告の損害額を個々の事情を考慮せずに一律の基準に基づいて賠償額を算定することから、多数当事者が関係する集団訴訟に適しており、迅速な集団的解決に資するものと思われる。なお、その定額の定め方の基準として、以下のような考え方<sup>1236</sup>

<sup>1234</sup> 加藤新太郎「包括一律請求をめぐる諸問題」塩崎勤（編）『現代民事裁判の課題(8)』904頁（新日本法規、1989）。

<sup>1235</sup> 秋山ほか・前掲注（801）135頁。

<sup>1236</sup> 最小平平成22・3・30判時2083号68頁における裁判官藤田宙靖の補足意見。

が参考になるものと思われる。まず、第一に、算定の基礎となる費目が「費用性」を有することである。これは、投資者の損害賠償額のケースであれば、実際に発生した損失と解することができる。第二は、「投機性」を有しないものでなければならないことである。これは、損害が発生したかもしれない未発生損失であってはならないと解することができる。さらに、第三は、算定された定額自体が合理的に見積もられたと判断されたものでなければならないことである。これは、見積額がたとえば、金商法の定める推定規定に基づいているなどのほか、機会の喪失による損失であれば、機会の発生の可能性などについて合理的な根拠に基づいて算定されるとともに、それが正しく開示される必要がある。そして、最終的には、金商法が投資者の損害賠償制度を定めた趣旨に適合したものであると認められることが必要となるであろう。

## 第7節 小括

### 1. 差額説の問題点

本章では、日本法について判例および学説等の考察をもとに、算定方式のあり方について検討を試みた。わが国の証券不実開示事例に関しては、多くの下級審裁判例および最高裁判例が出され、それに対してさまざまな算定方法に関する議論が展開されている。そこで問題となっているのは、損害の捉え方および算定方法であり、基本的には、投資者の損害を証券の市場価格（価値）の下落で捉えようとするのは、いずれの方法も一貫している。このような方法が主張される背景には、わが国の損害賠償法における差額説的な見解が一つの要因になっているものと考えられる。そこでは、損害とは、「不法行為がなかったとしたならばあるべき利益状態と、不法行為がなされた現在の利益状態の差」という考え方を前提とし、算定された差額から、不実開示以外の要因を厳密に分析しようとするのである。しかしながら、この差額説的な見解には、次のような問題点があり、投資者の損害についてこの立場のみにより解釈を行うことは、証券不実開示の抑止という金商法の目的も考えた場合、十分ではないように思われる。

第一に、現在の投資者の損害に関する議論は、証券不実開示により市場価格を高値に吊り上げる場合のみを前提としており、市場価格を低く誘導する場合を考慮していないことである。しかし、理論的には公開買付や M&A のケースなどにおいて買収価格をより低くするために、市場価格を低く誘導する場合も考えられる。現に、アメリカにおける最近の証券不実開示の事例では、公開買付や M&A に関すると思われるものが多い状況となっている。このような場合においても、不実開示という金商法上の違法行為があったことから法的措置をとる必要が考えられるが、これを財産の下落で損害を捉えようとする差額説的な見解で解釈することは困難であろう。アメリカではこのような場合、契約取消（原状回復）方式や不当利得返還方式を採るケースが多いように見受けられる。第二は、不実開示を行った発行会社等は、差額説によって算定された損害額を賠償さえすれば、仮にそれ以上の利益を得ていても、それを保有できることになり、加害者のやり得を許すことになる。このような状況は、損害賠償のパラドックスというべきものでもあり、金商法の目的である不実開示の抑止が十分に図れないことになる。このためアメリカでは、不当利得返還方式の採用も多くみられている。第三は、口頭弁論終結時等に市場価格が反転上昇した場合の問題である。たとえば、証券不実開示の発覚等によりいったんは下落した市場価格がその後の期間の経過や経済情勢等により上昇した場合、投資者に損害は生じていないと判断される。しかし、このような場合でも、不実開示がなされて投資者の意思決定は歪められ、金商法上の違法行為がなされたことに変わりはない。それが期間の経過や経済情勢等により責任を免れることは、不実開示の抑止の観点から問題であるとともに、加害者のモラル・ハザードを生じさせるおそれがある。このような問題を回避するためには、機会の喪失論による損害の算定が有効であろう。第四の問題は、差額説は投資者の財産状態に生じた差額により損害を算定することから、差額の存在を立証することが困難ないしは不可能であ



るような場合、損害賠償がなされなくなることである。たとえば、不実開示の発覚と他の大きな経済変動要因が重なったような場合、不実開示のみの影響額を算定することは一般に困難となる。

## 2. 利益追求型不法行為への対処

以上のような問題点があると思われる差額説的見解であるが、その典型的な一つの考え方である「取得時差額」を採る立場として、ライブドア事件最高裁判決における岡部裁判官の反対意見およびそれに影響を与えた有力説（田中准教授、白井准教授ほか）がある。そこでは、取得時差額こそが投資者の損害（直接損害）であり、それ以外の株価下落は間接損害で、賠償を会社に求めることはできないとする。いわば会社法的な観点から、株主が共通に被る損害の賠償請求を会社に認めると、株主間（虚偽記載以前の株主⇔虚偽記載後の取得株主；筆者注）で不当な利益移転が生じ妥当でないと考えるのである<sup>1237</sup>。しかしながら、虚偽記載以前の株主は、虚偽記載を行うような経営者を自ら選任した点で、虚偽記載後の取得株主よりも不利に扱われてもやむを得ないと考えるべきであろう<sup>1238</sup>。金商法が保護しようとしているのは、株主ではなく、株主になろうとした投資者だと考えられるからである。投資者の損害の評価や賠償責任を検討するに際しては、投資者保護の観点から、誰に真の責任があり、その結果、誰がどのような損害を被ったのかを考察することが必要である。有力説の立場は、株主間の利益調整という部分的な問題を取り上げているように思われる。なお、このように有力説が主張する最大の要因は、発行会社の賠償責任が認められていることによる。そもそも証券不実開示では、本来、当該不実開示を主導した役員および外部の加担者等の責任が問われなければならない。とりわけ、近時、多額の報酬を得る外部の加担者の存在が指摘されており、それらの者は、自らの違法な利益を得るために、資本市場の公正な価格形成を阻害し、多数の投資者に損害を与えていることになる。そこでは、いくら投資者に損害賠償がなされても、それを上回る利得が発行会社、役員および加担者に残るのであれば、不実開示は経済合理性を有するのである。ここに、損害賠償のパラドックスが現れることになり、損害賠償制度の存在が不法行為を呼び込むことにもなる。このような利益追求型不法行為の場合、発行会社等が得た利得を少なくとも全て吐き出させなければ、金商法の目的は実現されないことになる。そのためには、加害者の得た利益を投資者に返還させるような利益対象型賠償方式が必要と考える。

## 3. 損害論の再構成—差額説から損害事実説へ

上述したような差額説的見解の問題点および利益追求型不法行為への対処を考えた場合、もはや投資者の損害を、差額説のみの立場に依拠することは、投資者の救済および証券不

---

<sup>1237</sup> 黒沼・前掲注（754）175頁。

<sup>1238</sup> 黒沼・前掲注（754）175-176頁。

実開示の抑止という観点から妥当とはいえない。差額説的見解の問題点を克服し、利益対象型損害賠償方式を採るためには、損害を単なる被害者の財産状態の差額としてだけ捉えるのではなく、まずは損害を事実として捉え、それを基に規範的な評価（不実開示という不法行為の効果や法違反の状況、法目的との関係等々）を行うことが求められる。そのような損害論が差額説と対比される損害事実説である。この損害事実説によれば、財産状態の差額としては現れてこないような発行会社等の利益、さらには本稿のテーマの一つである「機会の喪失」について、賠償額を認定する際に用いられている民事訴訟法 248 条に基づいて認定することへの途が開かれていくことになるように思われる。そのためにも、投資者の損害論を差額説から損害事実説へと再構成する必要があると考える。

## 第4章 まとめ

本章では、投資者の損害とその算定方式にかかるアメリカ法およびフランス法からの日本法への示唆を基に、投資者の損害論および損害賠償額算定方式のあり方を総括し、最後に、残された課題を述べる。

### 第1款 日本法への示唆と総括

#### 第1項 アメリカ法

##### 1. 判例にみる損害賠償額の算定方法

アメリカにおけるこれまでの判例の傾向を分析した結果、現実（修正）損害賠償方式は、近時、多くは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い傾向にあることが明らかとなった。これまで述べてきたように、アメリカは、懲罰的損害賠償制度を有しながらも、取引所法における「現実の損害」という制約ゆえに当該制度を利用できないとされてきた。このため、証券不実開示により、発行会社等が利益を得たり、その賠償責任を追及すべきであると考えられるような場合には、投資者は、契約取消（原状回復）を行い、発行会社等に価格変動リスクを負担させたり、不当利得を返還させる方法を採用することを選択しているように思われる。このような状況の背景・要因の一つには、最近の証券不実開示事例が単なる粉飾決算等により証券の市場価格を吊り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各種 M&A 等、企業再編にからむ重要な契約がなされるケースが増加していることが挙げられるように思われる。このような場合、現実（修正）損害賠償方式に基づき、市場価格（価値）の差額（差額がない場合も考えられる）のみが賠償されたとしても、投資者の救済は十分に図られないであろう。なぜなら、公開買付や M&A はすでに履行され、加害者の違法な目的はすでに達成していると考えられるからである。事後的に投資者が、市場価格の差額の賠償を受けたとしても、違法な不実開示を追認することになりかねない。このような場合には、契約を取消（原状回復）させることにより違法な状態を解消させるとともに、加害者が不当利得を得ていればそれを奪うことが必要となる。このようなアメリカの状況は、差額説的見解に終始するわが国の現状と極めて対照的である。わが国においても、今後、証券不実開示をベースに、公開買付や M&A 等、金商法ないしは会社法上の契約・行為が行われるようになった場合、これまでのように、差額説的のみの立場を採ることは大方の理解を得られないように思われる<sup>1239</sup>。

---

<sup>1239</sup> シャルレ MBO 事件（神戸地判平成 26・10・16 資料版商事法務 368 号 68 頁）では、経営陣が買収価格を低くするため、その算定根拠となる利益計画書の作り直しに関与したとされる。ただし、現在でもわが国では株価の下落を損害と捉えているようではある。

また、アメリカにおけるもう一つの特徴として、損害賠償額の算定にあたり、イベントスタディ等のファイナンス理論が採用され、事案の解決に必須なものとなっていることが挙げられる。不実開示に影響を受けた証券価格の下落額は、現実の市場価格ではないことから、その算定にはイベントスタディが極めて有効である。もとより、ファイナンス理論として、唯一絶対の価格が算出できるわけではないものの、一定の前提条件を示すことで、訴訟当事者に対して共通の枠組みを提供することにもなる。この点、わが国では、必ずしもイベントスタディの活用がアメリカほど進んでいないように思われることから、今後さらにファイナンス理論の内容および適用状況を考察していく必要があると考える。

## 2. 現実損害賠償方式に対する批判

わが国で広く主張されている損害に関する差額説と考え方を同じくする現実損害賠償方式（取得時差額説）に対し、アメリカでは次のような批判がある。このため、日本法の検討にあたっては、これらの批判を十分に考察することが必要である。現実損害賠償方式には、次のようなこの方式特有の問題点が指摘されている。第一の問題点は、適切な損害の算定方式には様々なものがあるが、それらには絶対確実な一つの方式はないとされてきたことである<sup>1240</sup>。この考え方によれば、投資者の損害については、取得時差額がその本質であるとするようなわが国における一部の主張には問題があるように思われる。そのほか、不実開示が発覚した後の市場価格の下落こそが、投資者の損害の本質であるとする考え方もあることから、投資と損害の実態に応じた算定方式を考えることが重要となる。

第二の問題点は、複数の想定価格が算定される可能性があることである。算定が困難なためにファイナンス理論を用いるということは、その算定条件の前提に関してさまざまな理論がある場合もあり、いくつもの想定価格が算定されることも想定される。このような場合、いずれの価格が妥当なのか、裁判所の認定が困難なケースも考えられる。

第三の問題点は、次のようなクラスメンバー間の対立の問題である<sup>1241</sup>。この対立はクラス期間中の高値部分についてクラスメンバーが異なるそれぞれの証明をしなければならないという正反対のインセンティブから生じる。すなわち、賠償額は、原告の取引価額（確定している）と同日における真の価値の価額（未確定でしばしば流動的）の差額次第となることから、そこにクラスメンバー間の利害の対立が生じる。すなわち、取得株主は高値部分を最大化しようとする一方、同じ日の処分原告は高値部分を最小化しようとする。また、持分原告（証券を未だ保有している原告、会社の持分がある原告）と非持分原告（証券を既にクラス期間中に売却した原告、会社の持分が既にある原告）との対立もあるとされる。すなわち、持分原告は、損害の賠償とともに会社のリスクを最小限にしようとするが、これは訴訟コストが会社財産（価値）の減少につながるためである。一方、非持分原

---

<sup>1240</sup> Lee, *supra* note 111, at 1266.

<sup>1241</sup> Scudder, *supra* note 104, at 443.

告は訴訟コストや会社の財産状態などに関しては、すでに証券を処分してしまっていることから、もはや利害はないものの、不実開示による価格インパクトを誇張するインセンティブがある。このように、異なるそれぞれの原告は、立証の過程において異なるインセンティブを有することから、クラスメンバー間の対立を生み、その溝が広がることになる。この問題については、クラス・アクションというアメリカ特有の問題ではあるものの、わが国においても、訴訟の集団化が進んでおり、さらに、有価証券の処分者も保護の対象に加えられることから、取得者と処分者の間での対立が生じないとは言い切れないであろう。

第四の問題点は、この方式は想定価格が実際の価格よりも低いということを前提としていることから、そうでない場合、つまり、想定価格が実際の価格よりも高いような場合には、この方式を用いることはできないということである。後者の事例としては、たとえば、**MBO** などで経営者が意図的に企業価値を低くするような不実開示を行うケースが考えられる。一般的には、経営者は自社の企業価値を高めるような不実開示を行うであろうことから、前者のような事例が多いことと思われる。しかしながら、**MBO** などの企業のプライベート化が多くみられるようになってきている現状においては、理論的には十分に考えられることである。このような場合においても、市場価格が歪み、資金の適正な配分が妨げられているといえることから、金商法における公正な取引の確保という法益が侵害されていることになる。

第五の問題点は、果たして取引時点において真に損害が発生しているといえるのかということである。投資者は取引時点で損害を被っているといっても、それを処分するまでは損失は顕在化していない<sup>1242</sup>。**Dura** 判決において、**Breyer** 判事が指摘したように、投資者は取引時点において資金を失ったといえるのかという問題があり、それには何の根拠もないというべきである<sup>1243</sup>。確かに、理論的には取引価格と不実開示がなかった場合における想定価格との差額の損失を被っているといえるのかもしれないが、それはあくまでも理論的に仮定した損害であると考えるべきである。また、会計的に考えても、当該差額は評価損ともいえるもので、現実には発生した実現損とはなっていないといえる。このような評価損についてまでも法律上の損失と考えるならば、被害者に理論的かつ恣意的な賠償請求を許すことになり、損害賠償請求制度の趣旨に反する場合も考えられる。法律上の損害とはあくまでも、現実には発生したと認められる実現損に限るべきであると考ええる。第六の問題点は、現実損害賠償方式では、取引後の価格の変動（下落）は考慮しないことであり、これがこの方式のメリットの一つとされている。しかしながら、加害者である発行会社は適正なディスクロージャーを行わずに、証券の購入を誘引したことになる<sup>1244</sup>。このように、加害者は、不実開示によって違法な証券取引に投資者呼び込んだのであるから、取引後の価格変動による責めを加害者に負わせるべきであり、取引後の株価下落も加害者に賠償さ

<sup>1242</sup> McCormick, *supra* note 211, at 1155. .

<sup>1243</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 350. **Dura** 判決における **Breyer** 判事の意見。

<sup>1244</sup> Lee, *supra* note 111, at 1273 (**Chasins Smith** 判決)。

せることが必要と考える<sup>1245</sup>。この点、わが国の判例は、取引後の価格の下落も不実開示によるものについては考慮する一方、不実開示によらないものは除いており、すべての価格変動による責めを加害者に負わせるまでには至っていない。

### 3. 真に不実開示の責めを負うべき者による賠償責任の負担

Coffee 教授も指摘するように、証券不実開示により投資者に生じた損害賠償を負担するのは、発行会社自体ではなく、不実開示について責めを負うべき者、これを法と経済学の考え方からいえば、最安価損害回避者 (best cost avoiders)<sup>1246</sup>に課さなければならない<sup>1247</sup>。この意味で、証券不実開示において、その責任を追及されるべきは、発行会社の経営者、支配株主、公認会計士、証券会社、外部の加担者などであって、発行会社はこれに当たらないと解するべきである<sup>1248</sup>。近時では、わが国においても、オリンパス粉飾決算事件のような外部の加担者の存在なしには不実開示をなしえなかった事例もあり、彼らに対する損害賠償請求を可能とする法整備<sup>1249</sup>と理論面の研究が求められる。すなわち、発行会社が賠償した場合には求償権の適切な行使が必要であり、真に証券不実開示について責めを負うべき者に対して賠償責任の負担を求めることが必要である。この点、発行会社による和解金の支払いや会社役員賠償責任保険 (D&O 保険)<sup>1250</sup>により賠償金が支払われているアメリカの状況は、真に責めを負うべき者にモラル・ハザードを生じさせることになる。したがって、わが国では、これらの弊害を生じさせないような制度の構築が求められることになる。

---

<sup>1245</sup> Olazabal, *supra* note 16, at 339. Merritt A.L., A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation : Suiting the Remedy to the Wrong, 66 Tex. L. Rev. 469 (1988).

<sup>1246</sup> 証券不実開示を最少の費用で回避できる者。これについては、たとえば、神田秀樹＝小林秀之『「法と経済学」入門』72 頁 (弘文堂、1986) 参照。

<sup>1247</sup> Coffee J., Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo, 60 Bus. Law. 533 (2005), at 542-543. また、前越・前掲注 (77) 55 頁。

<sup>1248</sup> 前越・前掲注 (77) 83 頁。

<sup>1249</sup> 虚偽開示書類等の提出等に加担する行為に対して課徴金が適用されることとなった。笠原基和ほか「虚偽開示書類等の提出等に加担する行為に対する課徴金の適用等」商事法務 2013 号 44 頁 (2013)。

<sup>1250</sup> 会社役員の業務の遂行に起因して損害賠償請求がなされたことにより被る損害を、保険金の最高限度額の範囲内で支払いする保険。アメリカで発達したが、現在、わが国でも契約できる保険である。

## 第2項 フランス法

### 1. 投資者の損害論—決定の損害と状態の損害

フランス法においては、投資者の損害について、①決定の損害と、②状態の損害という二つの損害概念がある<sup>1251</sup>。これによれば、①決定の損害として「投資決定の損害」が、②状態の損害として「市場価格の下落損」という二つの類型があることが指摘できる。この二つの損害のうち、「市場価格の下落損」については、財産価値の減少という民事責任法の古典的な保護法益について発生した損害であり、このような損害が不法行為法において賠償の対象とされるべきことについては疑いがない。現在、わが国やアメリカにおいて議論されている投資者の損害はこの損害を対象としているといえる。この類型においては、被侵害利益について、保護の必要性が法で定められ、投資者の損害であることによって独自の問題が生じるわけではない。これに対し、「投資決定の損害」については、意思あるいは決定という投資者の判断に関わる事項であり、被侵害利益が具体的・客観的に把握しがたいために、そのような損害の救済を図ることが可能なのか、また、妥当であるのかどうか問題となる。しかし、投資者の開示情報に基づく自由な投資決定を歪め、金融商品の取引の公正さ、ひいては、資本市場の機能の十全な発揮を阻害する不実開示は、投資者の適切な投資を行う機会を失わせ、不適切な意思決定を導いたことになる。このように、「投資決定の損害」とは、投資者の自己責任を問うための大前提である開示主義という証券取引法の保護法益に関して発生した損害であるといえる。そうだとすれば、この「投資決定の損害」についても、わが国においても賠償の対象として捉えるべきであると考えられる。現に、フランスの判例・学説は、これを「機会の喪失」として投資者の損害を認めている。このような「市場価格の下落」および「投資決定の阻害」という二つの損害を観念することにより、開示主義の実効性を確保して資本市場の十全な機能が発揮されるとともに、投資者保護を図ることができる。さらに、機会の喪失による損害評価を画一的に行うことにより、事案の迅速かつ集団的解決に寄与し、ひいては訴訟当事者および裁判所の負担軽減にもつながることになるものと思われる。このように、フランス法における「機会の喪失」という概念は、「投資決定の損害」という概念となっており、日本法における投資者の損害に関する議論に一つの新たな視座を与え得るように思われる。なお、フランスの不実開示訴訟に関する「機会の喪失」概念については、近時わが国においても参照され始めている。このことが今後、投資者の損害論にどのような影響を及ぼしていくのか注視していく必要がある。

### 2. 原状回復的賠償と証券不実開示の抑止

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フランス民事責任論にあっても、民事責任に抑止的機能や制裁的機能を持たせようとするのが現在

---

<sup>1251</sup> Spitz, *op.cit.*, n°427, p. 209-239.

の動向であるといわれている<sup>1252</sup>。証券取引の分野においても、いくら理論的に精緻な填補賠償の原則論に基づき、投資者への賠償がなされたとしても、当該賠償額を上回る利益を加害者が得ているとすれば、証券不実開示の抑止は期待できないであろう。不実開示のような利益追求型不法行為は、これまで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、従来型の不法行為責任を課すことが違法行為の抑止にならない領域であるといえる。それどころか、不実開示により得た利益が賠償額を上回ることが多ければ、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。そこでは、違法な利益を得るために不法行為を行い、損害賠償をするという、損害賠償のパラドックス化が進むことになる。

したがって、証券不実開示の抑止という観点からは、利益追求型不法行為の場合、原状回復的賠償が有用となる。これは、有責者から違法行為によって得た利益を返還（*restitution*）させることを志向する損害賠償である。この利得の返還（吐出し）を命じる損害賠償は、一見すると生じた損害額を超える賠償を被告に命じられると思われるため、フランスにおいても完全賠償原則に反するとの批判や原告に不当利得をもたらすといった批判がある。しかし、「原状回復」という言葉に込められた意味を掘り下げて考えるべきではないだろうか<sup>1253</sup>。現物賠償に優位性を認めるフランスの原状回復にあつては、たとえば偽造品の製造にかかわる機械の取壊し等は、仮に明文規定がなくともこの原状回復を根拠として認められるはずであるから<sup>1254</sup>、違法に得た利益を正当な権利名義人へ返還させることも原状回復の一環として認められる余地が十分にあると思われる<sup>1255</sup>。ヴィネイ教授の「違法な利益がもたら被害者を害して得られたものである場合、知的財産権侵害領域がこれに該当し得るが、この利益の全額返還（*restitution intégral*）は適法であると思われる<sup>1256</sup>」との主張は、証券取引分野にも同じく当てはまるものではないだろうか。わが国と同様、懲罰的損害賠償制度を持たないフランスにおける原状回復的損害賠償の考え方は、証券不実開示の抑止とともに投資者の救済にも資するものと考えられる。さらに、証券不実開示の事例におけるフランス法上の諸議論は、わが国で投資者被害につき集団的解決によるべきか否か、集団的解決によるとすればどのように解決すべきかを検討する際の一つの素材を提供しよう<sup>1257</sup>。ただし、わが国においては、現状、機会の喪失論や原状回復的賠償論が一般的とはなっていないように思われることから、同様な状況にあるドイツの議論も参照

---

<sup>1252</sup> 廣峰・前掲注（56）はしがき i 頁。ただし、フランスの弁護士の中には、民事責任に制裁的機能を持たせようとすることに疑問を呈し、このような動きには懐疑的な見解もみられる。

<sup>1253</sup> 廣峰・前掲注（50）233 頁。

<sup>1254</sup> 特許法 100 条 2 項と知的所有権法典 L. 615-7-1 を参照。廣峰・前掲注（50）233 頁（注 15）。

<sup>1255</sup> 廣峰・前掲注（50）233 頁。

<sup>1256</sup> Viney, *op.cit.*, n°617, n° 44, p. 2945.

<sup>1257</sup> 酒巻・前掲注（46）76 頁。



しつつ、引き続き考察・検討を行っていく必要がある。

### 第3項 総括

#### 1. あるべき損害賠償額の算定論

本稿では、証券不実開示の事例におけるあるべき損害賠償額の算定論について、アメリカ法およびフランス法を比較法とし、投資者保護制度の枠組み、賠償額算定の実体法的側面および訴訟法的側面といった観点から解明を試みた。その結果、現在わが国においてなされている議論は、主に証券価格の下落という差額説的見解にとらわれた解釈に入り込んでいるように思われることを明らかにした。すなわち、投資者の損害を算定するにあたり、証券の市場価格の下落という損失対象算定方式のみから捉えようとしているのである。しかしながら、アメリカ法では、単に損失対象算定方式だけではなく、違法行為を行った加害者の賠償責任を追及するための、契約取消（原状回復）方式や、加害者の得た利得を吐き出させるための不当利得返還方式など、証券不実開示の態様に即した複数の算定方式が採られている。また、フランス法では、証券不実開示により投資者の意思決定が歪められたことを問題とし、損害を①決定の損害と、②状態の損害、という二つの類型に分け、機会の喪失算定方式を認めている。このように、アメリカおよびフランスにおける算定方式は、加害者に対する賠償責任の追及や不当利得の返還、さらには、投資者の意思決定保護の重要性を示しているといえそうである。そうだとすれば、そこで議論されている理論を示すことは有益であると思われる。その理論の一つが、①利益追求型不法行為に対する損害賠償額の算定論であり、他の一つが、②機会の喪失論である。さらに、それらを支える前提が、差額説から損害事実説へと損害論を再構成することである。上記の論点について、これまでの考察・検討内容を総括することとしたい。

#### 2. 利益追求型不法行為に対する損害賠償額の算定論

証券不実開示は、市場を利用した利益追求型不法行為であり、資本市場の公正な価格形成を阻害し、多数の投資者に損害を与える違法行為である。すなわち、損得計算により不法行為を行うことが経済合理性を有する行為といえる。このように、発行会社や役員・外部の加担者が不実開示により利益を得たり、それをもとに公開買付や M&A 等、企業結合に関する契約や市場取引がなされた場合、損害賠償額の算定をどのように行うべきなのであるか。そのための理論が、利益追求型不法行為に対する損害賠償額の算定論である。一般に、利益追求型不法行為により加害者が目指す目的には、①文字どおり直接、金銭的利益を得るケースと、②公開買付、M&A 等の契約や企業再編等を有利にして経済的地位・利益を得るケース、という二つが考えられる。①のケースでは、アメリカ法における加害者が得た証券の転売利益を返還させるといった、不当利得返還方式が妥当する。フランス法では、受益フォートにより加害者が得た利益を吐き出させる原状回復的賠償論が該当する。次に②のケースでは、加害者が違法に得たのは、公開買付や M&A 等の企業再編という契約

上の地位・権利であり、①のケースのように単純に金銭的利益を得ているだけではない。したがって、投資者を救済するためには、契約を取消したり、原状回復を可能な限り行って不実開示に伴う価格変動や契約上のリスクを加害者に転嫁することも必要である。これがアメリカ法における契約取消（原状回復）方式であり、加害者の経済的利益を実質的に奪うことを目的とする考え方である。

最近の証券不実開示は、アメリカにおける事例のように、従来みられた単純な粉飾決算型から、財務諸表等の不実記載をもとに、公開買付、M&A等を有利に行おうとする企業再編型に変化してきていることが窺える。このような場合、従来のように損失対象方式による証券価格の下落額のための賠償では、投資者が失った契約上の地位や権利は実質的に回復せず、投資者保護に資することにはならない。したがって、今後は、証券不実開示の実態を十分に把握し、それが利益追求型不法行為に当たると考えられる場合、原状回復的賠償による不当利得返還方式や契約取消（原状回復）方式を検討していく必要がある。

### 3. 投資者の損害論における機会の喪失の有用性と問題点

投資者の損害論における機会の喪失には、多くの有用性とともにより多くの問題点もあるように思われる。まず、有用性についてみると、第一に、被害者である投資者の因果関係の立証負担を軽減する効果があることである。伝統的な民事責任の原則においては、投資者は自らの損害が確実に発生したことを立証しなければならない。しかし、証券市場の価格は様々な要因により変動するとされることから、不実開示による市場価格の下落額を正確に算定することは容易ではない。たとえ、ファイナンス理論を用いたとしても、前提となる仮定・条件等の面での当事者の見解の不一致や、複数の価格が算定され、いずれの価格が妥当なのか判断できないことも多いであろう。これに対し、機会の喪失は、市場の変動という不明確な要因に直接、影響を受けることは少ない。なお、投資者の損害論における機会の喪失は、医療過誤のように、被害者の立証負担を軽減するためのものというよりは、むしろ投資における意思決定の重要性に内在するもので、結果的に立証負担の軽減という効果が生じているとみるのが妥当なように思われる。第二に、不実開示を行った者のモラル・ハザードを抑止することができることである。市場価格の下落だけを損害とする前提を置くと、判例にみるように、市場価格が取得価格等まで上昇（反転）したような場合には、損害は解消することになる。しかし、このような場合においても、投資者は意思決定を歪められたことには変わりはない。不法行為を行った者は、外部の要因により賠償責任を結果的に免れることになり、そこにモラル・ハザードが生じる。これに対し、機会の喪失であれば、市場価格の動向にかかわらず、機会の喪失損の賠償責任を問うことが理論上、可能である。このように、わが国の従来の証券不実開示訴訟においては賠償の余地のなかったケースにおいて、加害者のモラル・ハザードを抑止して、金商法の目的に資することができるものとする。

第三に、投資行為における意思決定の重要性を再認識させることである。不実開示によ

る市場価格の下落という結果だけを問題にすることは、開示主義と自己責任の原則の下に自らの判断で投資決定を行うという証券市場における最も重要な過程を一切考慮しないことにつながる。これに対し、機会の喪失は、その最も重要な意思決定を前提とするもので、投資者に対してのみならず、社会一般に対して、投資行為の本質を表すことができる。このことは、個人投資家はもとより、大規模な機関投資家に対してより大きな意義を有するようと思われる。第四に集団的訴訟に適していることである。証券不実開示訴訟の原告は通常きわめて多数に及び、それぞれの証券取得（処分）時や価格が異なることが考えられる。このような場合、すべての原告について個別に詳細な算定を行い、そこからさらに不実開示に関係しない市場価格の下落額を算出することは、実務上膨大な作業量と時間・コストを有することになる。これに対し、機会の喪失では、すべての原告に一律の賠償額（たとえば一株当たりの損害額）を算定することが可能であり、裁判実務上、集団的訴訟に適していると考えられる。第五は、将来的にその意義の低下が予想される市場価格の下落による算定方法に代替するものになると考えられることである。残された課題でも述べるように、将来的にはビックデータによるディスクロージャー制度の変容が予想される。市場価格はますますウェブ掲示板の書き込み情報やSNSのつぶやき情報などによって大きく変動し、法定開示による市場価格へのインパクトがますます低下していく可能性がある。その場合、法定開示の価格変動により損害額を算定すること自体の意義も問われることとなろう。これに対し、機会の喪失方式では、そもそも市場価格の下落を直接の基準としないことからこのような問題は生じず、ディスクロージャー制度の変容といった状況の変化に耐えうる理論的な算定方式を提供できると考えられる。

以上のような有用性が認められる機会の喪失論であるが、それをわが国で採用しようとする場合、主に二つの問題がある。第一は、機会の喪失損の算定についてである。その算定に当たっては、必然的に仮定の判断が前提となり、その算定には通常、困難が伴う。このため、客観的なデータ、統計手法などが必須となる。したがって、算定の枠組みについてファイナンス理論の活用も含め、客観的な手法・基準の構築が求められることになると思われる。第二は、機会の喪失損がわが国で認められるための前提ないしは条件整備についてである。たとえば、ドイツでは、機会の喪失それ自体を損害と捉える見解が必ずしも一般的とはなっていないが、その一つの要因として、機会そのものに財産的価値があるといえるのかという問題があるとされる。このような疑問は、わが国においても、そのまま当てはまるように思われる。ただし、法益を個別に列挙することにより保護法益を厳格に規定しようとするドイツ法と比べて、わが国では不実開示によって「生じた」損害の解釈を金商法の目的に沿って柔軟に行うことで、機会の喪失論が認められやすくなるものと考えられる。また、すでにみたように、「機会の喪失」概念は、ユニドロワ国際商事契約原則に採り入れられているほか、伝統的に機会の喪失を認めてこなかったドイツやスイスといったドイツ法系の国で学説上本格的な検討が始まっているとされる。さらには、イギリス、

アメリカ、カナダ、オーストラリアといった英米法系の国々においても、機会の喪失論が議論され始めている<sup>1258</sup>。したがって、今後は、フランス法のみにとどまらず、ドイツ法系、英米法系の国々における機会の喪失論について比較法的な見地から考察・検討を加える必要がある。

第三に、機会の喪失論に内在する問題として、機会の喪失論と期待権侵害論・自己決定権侵害論・相当程度の可能性の法理との関係がある。下級審には、相当程度の可能性を期待権と同視する判決と、相当程度の可能性とは区別された法益としての機会の喪失や期待権侵害を認める判決がある。医療過誤事件の最高裁判決としては、平成 17 年 12 月 8 日判決<sup>1259</sup>において、才口裁判官の補足意見が初めて「期待権」という表現を用い、さらに最高裁平成 23 年 2 月 25 日判決<sup>1260</sup>がついに法廷意見として初めて「期待権」に言及した。このため、これら、「相当程度の可能性」、「期待権」、「自己決定権」と「機会の喪失」の関係をどのように位置づけるべきかという問題も提起されている<sup>1261</sup>。私見では、「期待権」、「自己決定権」といった権利構成として考えた場合、最高裁の平成 23 年 2 月 23 日判決でみたように、権利の要件および内容等が認められるまでに相当の時日を要し、それが認められるまでの間、投資者の救済がなされないことにもなりかねない。また、医療過誤における判例では認められたとされる「期待権」であるが、投資者の「期待権」が将来的に判例上認められるのかは、きわめて不確実な面が多い。他方、「機会の喪失」においても、その要件および内容等が一般に認められる必要はあるものの、「権利」として構成せずに、「事実」として把握することも可能であると考え。さらに、「事実」として捉えることにより、民事訴訟法 248 条における事実認定として構成することも可能であろう。いずれにしても、今後は「機会の喪失」論について、比較法的考察および「期待権」等の類似の法律上の利益との比較考察を行い、その理論の内容を明らかにしていく必要があると考える。

#### 4. 損害論の再構成—差額説から損害事実説へ

以上みてきた投資者の損害算定における、原状回復的賠償ないしは不当利得返還方式、契約取消（原状回復）方式や機会の喪失算定方式を観念しようとする場合、従来の伝統的な差額説的な理解によれば、それらの方式を説明することは難しいといえる。これらの方式は、投資者の財産状態に生じた差額に着目したものではないからである。そもそも、損害賠償額とは「発見」されるのではなく、裁判官により「創出」されるものともいわれる<sup>1262</sup>。そうだとすれば、損害賠償額を、差額説ないしは現実(修正)損害賠償方式に基づいて算定さ

---

<sup>1258</sup> 平野哲郎「イギリス・アメリカ・カナダ・オーストラリアにおける機会の喪失論と日本の相当程度の可能性(1)」龍谷法学 44 巻 3 号 82 頁（2011）。

<sup>1259</sup> 最一小平成 17・12・8 集民 218 号 1075 頁。

<sup>1260</sup> 最二小平成 23・2・25 集民 236 号 183 頁。

<sup>1261</sup> 平野・前掲注（1258）82 頁。

<sup>1262</sup> 平井・前掲注（802）135 頁。

れる、市場価格の下落という「状態の損害」だけではなく、損害を事実として捉えたうえでそれを規範的に評価して、加害者の得た利益や機会の喪失の損害を認めることも可能ではなくである。そのような損害こそ、民事訴訟法 248 条が規定する「損害の性質上その額を立証することが極めて困難であるとき」に該当し、裁判所は口頭弁論の全趣旨および証拠調べの結果に基づき、「相当な損害額」を認定することができる应考虑すべきである。これにより、損害事実説に親和的であるともされる民事訴訟法 248 条の効果が如何なく発揮されることになる。そのためには、損害を単なる投資者の財産状態に生じた差額とする差額説から、損害を事実として捉えることから出発し、それを規範的に評価することを可能にする損害事実説へと再構成することが必要であるとする。

## 第 2 款 残された課題と結語

### 1. ビックデータによるディスクロージャー制度の変容

現在、金商法に基づくディスクロージャー制度は電子開示システム（EDINET）により行われており、インターネットの利用はなくてはならないものとなっている。わが国のインターネット普及を数字でみると、2013 年の利用者は 9,610 万人（世界 3 位）、人口普及率は 79.1%（世界 19 位）である。利用目的ごとにみると、「電子メールの受発信」、「ウェブ・ブログの閲覧」、「商品・サービスの購入・取引」の順に高い<sup>1263</sup>。さらに、ソーシャルネットワークシステム（SNS）が世の中に浸透し、便利なツールとして企業社会や市民生活に不可欠なものとなっている。このような動きに伴い、企業に関する様々なデータが大量かつ高頻度に得られるようになり、それらビックデータと呼ばれる膨大な情報が、人々の行動や市場に大きな影響を及ぼすようになっている。とりわけ、投資の分野においては、たとえば「ツイッター」のつぶやきが上場企業の評判（レピュテーション）に大きな影響を与え、その真偽が定かでないままに、株価が変動するということが今後十分に考えられるところである。このようなビックデータの存在は、有価証券報告書を初めとする法定開示から、任意開示ともいえない、「ツイッター」など SNS によるいわゆる「つぶやき開示」の市場に対する影響を飛躍的に増大させる。これに伴い、将来的には、法定開示、任意開示、つぶやき開示の境界が低くなっていくことが予想されるのである。現に、最近ではウェブ掲示板（Yahoo ファイナンス掲示板）における上場会社に関する投稿数や内容等が、当該上場会社の企業価値に顕著な影響を与えていることが報告されている<sup>1264</sup>。このようなこともあり、今後はディスクロージャー制度の中における情報伝達のあり方や実務が大きく変化する可能性があるように思われる。具体的には、不実開示の発覚に伴う株価の下落といっても、それは、ビックデータや SNS というネット上の膨大なデータを中心に下落することも想定される。その場合、有価証券報告書などの法定開示によって株価が下

<sup>1263</sup> 総務省「平成 23 年通信利用動向調査」。

<sup>1264</sup> 岡田克彦『ビッグ・データで株価を読む』112 頁以下（中央経済社、2014）参照。

落した割合はごくわずかなものとなり、その割合に基づいて算定された損害額は、投資者の救済としてほとんど意味をなさない金額となることも考えられるのである。さらに、ビッグデータや SNS の情報と有価証券報告書等の情報の相対化、融合が今後一層進展することが見込まれ、市場価格の下落が投資者の損害に占める重要性というものは、ますます低下していくことが予想される。このような状況にどのように対応していけば良いのか、今後問われることになり、そこにおいても、投資機会の喪失を損害とすることの重要性が増していくように思われる。

## 2. 共同不法行為における賠償責任と損害の算定方式

近時、証券不実開示に加担した間接関与者（会計監査人、引受人は除く）の存在が、オリンパス粉飾決算事件などを契機として大きな問題となっている。このため、金商法の改正が行われ、不実開示に加担した間接関与者に対して課徴金を課すことができるようになったところである。一方で、それら間接関与者は、金商法 24 条の 4 の定める発行会社の役員や会計監査人、引受人ではないことから、それらの者に対し、金商法に基づく損害賠償請求は行えない。さらに、一般不法行為法の規定では、当該間接関与者の不法行為の成立要件を立証することは通常は困難であると考えられる。しかしながら、最近の事例における間接関与者は、発行会社の不実開示に加担することはもちろん、発行会社の困難な状況に付け込んで、粉飾決算等を積極的に提案ないしはこれを主導していることが窺える。これにより彼らは巨額の報酬を会社からせしめ、海外に高飛びしてせしめた資金を隠すことになる。このような状況に対し、投資者は間接関与者に対し損害賠償請求を行うべきであり、そのためには、現行法規を前提とする限り、共同不法行為における教唆、幫助の規定を用いるしかないように思われる。ただし、伝統的な共同不法行為の考え方においては、共同不法行為者間の独立性や共同関連性などが必要とされてきたほか、未だ未解明の部分も多いとされている。不実開示を教唆ないしは幫助する間接関与者が果たして共同不法行為者といえるのか、疑問の点も出てくることになろう。このため、不実開示の対価として巨額の報酬を得るような外部の第三者の民事責任を問うためにはどうすれば良いのか議論が必要と思われる。

なお、この点、アメリカにおいても、SEC 規則 10 b - 5 に基づく私的訴権は、あくまでも発行会社やその役員等に対し判例で認められている。したがって、判例は、不実開示のほう助者のような間接関与者（secondary violator）に対しては、私的訴権を認めていないとされる。しかしながら、SEC 規則 10 b - 5 の根拠とされる取引所法の制定目的は「投資者保護」であることを考慮すると、間接関与者に対する民事責任が認められるべきとする論考があり<sup>1265</sup>、今後の展開が注目される。

---

<sup>1265</sup> Klock M., What Will It Take to Label Participation in a Deceptive Scheme to Defraud Buyers of Securities a Violation of Section 10(b)? The Disastrous Result and Reasoning of Stoneridge, 58 Kan. L. Rev. 309 (2010), at 309, 324-325.

### 3. 消費者契約法および民法（債権法）改正—不実告知・不実表示

2001年に施行された消費者契約法4条1項1号には、不実告知取消しに関する規定が設けられている。それによれば、事業者が、消費者契約締結の勧誘に際し、重要事項（同条4項所定）に関して不実告知を行い、それによって消費者が誤認をしたことにより当該消費者契約の申込み又は承諾の意思表示をしたときは、消費者は当該意思表示を取消することができる<sup>1266</sup>とされている。このような法律規定に対し、学説の中には、相手方の不実表示によって表意者が錯誤に陥り意思表示をした場合には、その錯誤のリスクは、錯誤を惹起した相手方が負担するべきであり、不実表示による取消しの規定は、消費者契約法等に限定されるべきではなく、より一般的な民事ルールとして設けられるべきだとする見解が有力に主張されてきた<sup>1266</sup>。海外には、既に早くから、このような不実表示の法理を採用する法制度が見られたところである<sup>1267</sup>。このように、不実告知の場合に、消費者の取消しが認められるとする一方で、証券不実開示の場合には、単に取引に関して生じた差額相当額の賠償しか認められないというのでは、制度間の整合性の問題が出てくることになるように思われる。

また、結局は、そのような規定は設けられないという方針がとられたが、民法（債権法）改正に向けた作業の初期においては、現行民法には明確な規定がない不実表示を、新たに契約の取消原因として民法典に加える検討が行われた<sup>1268</sup>。すなわち、消費者契約法の不実告知の規定を一般化する形で不実表示<sup>1269</sup>に関する規定が置かれることが提案されていた。事業者が消費者に対して「事実と異なることを告げ」なくても、「事実と異なることを表示」すれば足りるとしていた点で、消費者契約法4条とは大きな違いがあった。そして錯誤との違いは、一定の事実に関する認識が法律行為の内容になったかどうか明らかな場合でも表意者の保護が図られている点にあった<sup>1270</sup>。これは、契約の相手方に対して必要な情報が提供されなかったことにより不本意な契約を締結したことを損害と捉え、契約自体は有効としつつ損害賠償によって生じた損害を回復していこうとする損害賠償法からのアプローチを目指すものであった。ただし、この不実表示の一般法化の動きに対しては、表意

---

<sup>1266</sup> 山本敬三「民法改正と錯誤法の見直し—自律保障型規制とその現代化」曹時63巻10号2327頁（2011）、民法（債権法）改正検討委員会（編）・前掲注（79）124頁以下、民法改正研究会（代表・加藤雅信）（編）『民法改正国民・法曹・学界有志案』125頁【56条】（日本評論社、2009）など。

<sup>1267</sup> 松本恒雄「英米法における情報提供者の責任(一)—不実表示法理を中心として」論叢100巻3号35頁以下（1976）。

<sup>1268</sup> 民法（債権法）改正検討委員会（編）・前掲注（79）124頁以下。なお、本稿では、必ずしもこの「債権法改正の基本方針」の立場を取るものではない。同基本方針の内容と異なる立場のものとして、たとえば、加藤雅信『民法（債権法）改正—民法典はどこにいくのか』（日本評論社、2011）がある。

<sup>1269</sup> ここでの不実表示は、金商法上の不実開示と類似の法律行為であるという前提を置いている。

<sup>1270</sup> 民法（債権法）改正検討委員会（編）・前掲注（79）127頁、133頁。

者の相手方の故意を要件としておらず、過失すら存在しない不実表示であっても取消しという効果を生じさせる可能性があるため、取消しの認められる範囲が不明瞭になるなどの批判がなされている。また、不実表示の要件論として、表意者の信頼の正当性を課すべきかというような問題も指摘されていた<sup>1271</sup>。他方、金商法が定める虚偽記載による損害賠償責任については、過失責任とされたことから、それとの整合性の問題が出てくることになると指摘されていた。さらには、不実表示の理論により取消しが認められた場合でも、証券不実開示の場合には取消しが認められず、単に差額だけが賠償されるということになり、制度間の整合性が取れるのかという疑問も生じてくる。このようなこともあって、不実表示の一般法化は見送られることとなった（法制審議会民法（債権関係）部会『民法（債権関係）の改正に関する要綱試案』（2014年8月26日）参照）。

#### 4. 隣接諸科学との接点と複眼的な思考

近年、損害賠償請求訴訟における賠償額の算定において、「ミクロエコノミスト」と呼ばれる経済分析のプロに注目が集まっているとされる<sup>1272</sup>。すでに欧米では、訴訟や競争法の適用の世界などでこの「ミクロエコノミスト」が活躍しており、日本でも、従来は法解釈や経験則に頼ってきた分野に彼らの知見が求められる事例が増えている。この「ミクロエコノミスト」は、計量経済学、ゲーム理論、統計学、ファイナンス理論などを駆使して、一定の事実や結論を分析・検証するものであり、機会の喪失という損害額の算定にはまさにうってつけの専門家である。そもそも、損害賠償額の算定には、隣接諸科学との接点を図ることも重要であり、それにより損害賠償制度の合理性をより説得力をもって説明することができる。これまで本稿においては、投資機会の喪失の算定のあり方や具体的な算定方式について縷々述べてきたところである。しかしながら、この機会の喪失は、株価の下落などのように客観的な指標に基づいて把握できるものではない。まさに、ファイナンス理論などの助けを借りなければ算定し得ないような損害である。このため、その算定にあたっては、フランス法の判例・学説を参照することはもとより、ファイナンス理論や法と経済学など関連分野の知見を活用することが必要になってくる。ここにおいてまさに、「ミクロエコノミスト」の活躍が期待されることになるのである。ただし、たとえ、ミクロエコノミストによる説得力のある損害賠償額の算定がなされるようになったとしても、将来的には、次のような問題が生じるものと思われる。1. で述べたように、ビックデータやSNSなど、インターネット上の膨大な情報の氾濫により、損害額を市場価格の下落だけで捉えようとするのが意味をなさなくなってくるのではないかということである。そこでは、法律学は山中の一軒家ではないということを改めて想起すべきであり、こうし

<sup>1271</sup> 鹿野菜穂子「債権法改正と契約法理 錯誤・不実表示」法時 86 巻 1 号 9 頁（2014）、後藤卷則「錯誤、不実表示、情報提供義務」円谷峻（編）『社会の変容と民法典』38 頁以下、48 頁（成文堂、2010）など参照。

<sup>1272</sup> 日本経済新聞 2013 年 11 月 12 日（朝刊）31 面。



た法律（金商法、民法、会社法、税法、行政法）のほか、会計学、財務諸表論、ファイナンス論、証券市場論といった領域にまたがる、広い視野に立った学際研究という方法こそが、証券不実開示と投資者の救済という大きなテーマの全体像を描き出すことができるように思われる。本稿はまだ全体像の一部の輪郭を示したに過ぎない。各主題の考察を深めること、そして日本から世界の問題へと視野を広げていくことを、今後の課題としていきたい。そして、その際に必要となるのが、複眼的・二面的な思考法および問題分析の方法である。英米法の発想だけではなく、その他、大陸法、イスラム法やラテン系、ゲルマン系、アラブ系の思考法も併せて必要となってくると予想される。したがって、現在のような、アメリカ法を中心とした思考法および問題分析の方法だけでは、新たな議論の展開が十分に望めない場合もありうることになる。本稿のテーマの一つである機会の喪失論がフランス法で広く定着しているということは、そのことの一端を示しているようにも思われる。

## 5. 結語

これまでみてきたように、現在の証券取引はボーダレス化が進展するとともにその取引量は膨大なものになっている。それらの取引の規制を担う行政機関といえども、国境をまたぐ膨大な量の証券取引すべてに目を光らせ、機動的に証券不実開示を発見して摘発することは不可能である。今後のグローバルな資本市場の展開に合わせて、先進諸国の行政機関が連携を強めるとしても、人的・予算的制約などからそれにも自ずと限界がある。このような現在の国際的証券取引の特徴から、行政機関の果たす役割には限界があり、それは刑事責任の追及であればなおさらである。さらに、捜査機関が前面に出ることは、クレディ・スイス証券集団申告漏れ事件<sup>1273</sup>のような捜査手法を引き起こし、ディスクロージャー制度の自律的かつ健全な発展という観点からはマイナス面もあるといえる。ここにおいて、投資者の救済と証券不実開示の抑止には、実効性のある民事責任の追及が最も重要となる。グローバルな証券市場に参加するすべての投資者がみずからの権利を行使するという形で自発的に資本市場における監視役という役割を担うとすれば、これほど有効かつ効率的な抑止機能はないであろう。田中英夫と竹内昭夫が「法の実現における私人の役割」の重要性・必要性を説いて 30 年余り、ようやくわが国も法の建前だけではない実効性を伴った運用を行うべき時期に来ているように思われ、とりわけ利益追求型不法行為には、金商法の実現における投資者の役割が重要となる。

そのためには、金商法の適切な解釈が求められることとなるが、そもそも法の解釈は、

---

<sup>1273</sup> ストックオプションの行使などで得た報酬を巡り所得税法違反罪に問われ、一審、二審で無罪判決を受けたスイス金融大手の日本法人「クレディ・スイス証券」の元部長について、東京高検は 14 日、「明確な上告理由が見当たらない」として上告を断念し、無罪が確定した。日本経済新聞 2014 年 2 月 14 日 19:31 電子版。被告人とされた八田隆氏は、自らのブログ等において検察の捜査手法等を厳しく批判している。

解釈者の持つ世界観とつながりがあるとされる<sup>1274</sup>。そうだとすれば、結局のところ、証券不実開示の問題は、投資者の損害をどのように考えるのかにかかっているといえる。わが国では、市場価格の下落こそが唯一の投資者の損害であり、被害者に不当利得を得させないための精緻な賠償理論を目指しているようにもみえる。アメリカでは、従来みられた市場価格の下落という考え方から、契約取消（原状回復）を行って加害者にリスクを転嫁するとともに、不当利得を投資者の損害と捉えているようでもある。他方、フランスでは、市場価格の下落ではなく、機会の喪失を損害と捉えている。このように現状、さまざまな国のさまざまな考え方がみられている。したがって今後は、それらの議論を結び付け、投資者の損害をいかに考えるべきかという世界の資本市場における共通の課題について、アメリカおよびフランスのみならず、他の大陸法系および英米法系も対象として検討を進める必要がある。折りしも、2014年はイギリス小売り最大手のTescoをはじめ、欧州での不正会計問題が続き、アメリカの投資家も株価の下落により多額の損害を被ったとされる<sup>1275</sup>。今後、それらの投資家から発行会社等に対する損害賠償請求訴訟も見込まれるが、損害賠償額の算定方法が国によって異なることがクローズアップされることも予想される。わが国においては、このような動きを踏まえ、金商法の実現における投資者の役割を重視する損害賠償額算定の枠組みを示すことが必要である。

---

<sup>1274</sup> 伊藤正巳『裁判官と学者の間』132頁（有斐閣、1993）。

<sup>1275</sup> 日本経済新聞 2014年12月16日（朝刊）8面。

## 参考文献

### 【日本語論文】

### 【日本法】

会沢恒「懲罰的賠償の現在—アメリカ」比較法研究 72 号（2010）

荒達也「判批」ジュリスト 1423 号（2011）

淡路剛久「独禁法違反損害賠償訴訟における損害論」経済法学会年報第 3 号通巻 25 号（有斐閣、1982）

淡路剛久「一括請求・一律請求・包括請求」鈴木忠一＝三ヶ月章（監修）『新・実務民事訴訟講座 第 6 巻』（日本評論社、1983）

淡路剛久「差額説から解放された損害評価と経済的損害—独禁法違反の入札談合事件における損害額を例として」『新・現代損害賠償法講座 第 6 巻』（日本評論社、1998）

淡路剛久「差額説・相当因果関係説による不法行為損害論の近時の動向—損害論に関する新たな議論への準備的考察」『新・現代損害賠償法講座 第 6 巻』山田卓生（編）（日本評論社、1998）

飯田秀総「有価証券報告書等の虚偽記載により投資者に生じた損害の額の算定（最三小判平成 23・9・13）」『平成 23 年度重要判例解説（ジュリスト臨時増刊 1440 号）』（2012）

五十部豊久「損害賠償額算定における訴訟上の特殊性—慰謝料額算定における裁判所の自由裁量を中心として」法協 79 巻 6 号（1963）

井口直樹「西武鉄道事件東京地裁判決の検討—二つの損害賠償訴訟判決の比較—」商事法務 1861 号（2009）

池田真朗『ボワソナードとその民法』（慶応義塾大学出版会、2011）

石田眞得「流通市場取引における不実表示と損害因果関係」商事法務 1773 号（2006）

伊藤滋夫「民事訴訟法 248 条の定める『相当な損害額の認定』（上）（中）（下・完）」判時 1792 号、1796 号（2002）

伊東俊明「損害額の認定に関する一考察」岡山大学法学会雑誌 61 巻 1 号（2011）

伊藤眞「独占禁止法違反損害賠償訴訟（上）（下）」ジュリスト 963 号、965 号（1990）

伊藤眞「民事訴訟法 248 条の意義と役割」私法 61 号（1999）

伊藤眞「損害賠償額の認定—民事訴訟法 248 条の意義」原井龍一郎先生古稀祝賀論文集刊行委員会（編）『原井龍一郎先生古稀祝賀 改革期の民事手続法』（法律文化社、2000）

伊藤眞「特許権侵害損害賠償請求訴訟における推定規定の意義—平成 10 年および 11 年特許法改正を素材として—」『吉村徳重先生古稀記念論文集 弁論と証拠調べの理論と実践』（2002）

今川嘉文「上場会社の不実開示と損害論」神戸学院法学 38 巻 3=4 号（2009）

上田竹志「判批」法セ 54 巻 3 号（2009）

上田谷恒久「取締役の対会社責任の制限」筑波大学学位論文（博士）（2004）

- 上村達男「投資者保護概念の再検討ー自己責任原則の成立根拠ー」専修法学論集 42 卷 (1985)
- 内田千秋「フランスにおける会計監査役の任務と民事責任(1)(2)(3・完)ー会計監査役のフォート (faute) に関する判例の分析を通じてー」早稲田法学 80 卷 4 号 (2005)、81 卷 2 号 (2006)、84 卷 1 号 (2008)
- 内田千秋「会計監査役の対被監査会社責任と被監査会社における『被害者のフォート』」国際商事法務 39 卷 8 号 (2011)
- 内田千秋「フランスにおける会計監査役の対会社責任(1)」法政理論 44 卷 4 号 (2012)
- 内田力蔵「英法に於ける善意不実表示に就いて」法協 53 卷 5 号、6 号 (1935)
- 内山衛次「消費者団体訴訟の諸問題」阪大法学 140 号 (1986)
- 内海博俊「訴訟における損害賠償額の確定に関する一考察ードイツ民事訴訟法 287 条を手がかりとして(1)(2)(3)(4・完)」法協 128 卷 9 号、10 号、11 号 (2011)、129 卷 12 号 (2012)
- 梅本剛正「ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論」金法 1955 号 (2012)
- 浦川道太郎ほか「〈座談会〉不法行為法の新時代を語る」法時 78 卷 8 号 (2006)
- 海老名聖子「アメリカにおける私的証券訴訟改革の意義とその成果 (一) (二) (三・完)」早稲田大学大学院法研論集 98 号、99 号 (2001)、110 号 (2004)
- エマニュエル・ジュラン (加藤雅之 (訳))「フランスにおける私訴権 (附帯私訴)」慶應法学 10 号 (2008)
- エルベ・クローズ「フランス民事訴訟における裁判官と当事者の相互の役割」民事訴訟雑誌 59 号 (2013)
- 大崎貞和「上場企業の情報開示に関する EU 指令の採択」資本市場クォーターリー Winter (2005)
- 大崎貞和「ボーダレス化する取引所と市場法制」江頭憲治郎＝増井良啓 (編著)『溶ける法 超える法 3 市場と組織』(東京大学出版会、2005)
- 王子田誠「流通市場における会社の不実開示責任について (一) (二)」駿河台法学 25 卷 1 号 (2011)、25 卷 2 号 (2012)
- 太田知行「損害賠償額の算定と損害概念」私法 43 号 (1981)
- 太田養一「米エネルギー会社エンロン社の破綻に関する調査報告書の要約」JICPA ジャーナル 14 卷 4 号 (2002)
- 大高友一「集会的救済制度に関する 2013 年 6 月 11 日欧州委員会勧告について」消費者法ニュース 98 号 (2014)
- 大塚和成「判批」金判 1377 号 (2011)
- 大塚哲也「欧州私法における情報提供義務違反に対する新たな救済」法学政治学論究 96 号 (2013)
- 大野正道「イギリス小規模会社法の法構造(1)(2)(3) (4 完)」富大経済論集 26 卷 1 号=2 号 (1980)、28 卷 3 号、29 卷 1 号 (1983)

- 大野正道「独禁法の法の実現における命令的過料と私的損害賠償訴訟の効率性—Elzinga と Breit の所説の紹介—」 富大経済論集 33 卷 3 号 (1988)
- 大村敦志「団体訴訟の実体法的検討」『学術としての民法Ⅱ 新しい日本の民法学へ』(東京大学出版会、2009)
- 大村敦志『民法改正を考える』(岩波書店、2011)
- 岡田大＝吉田修＝大和弘幸「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し—」 商事法務 1705 号 (2004)
- 岡本智子「人身損害・物的損害・経済的損害」『新・現代損害賠償法講座 第 6 卷』(日本評論社、1998)。
- 沖野真己「損害賠償額の算定—特許権侵害の場合—」 法学教室 219 号 (1998)
- 荻野奈緒「日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代 総括」 法時 86 卷 5 号 (2014)
- 荻村慎一郎「フランスにおける団体訴訟と訴訟要件 —民事・刑事交錯領域での発展と法律上の授権による統御のメカニズム—」 法協 121 卷 6 号 (2004)
- 奥田昌道「債務不履行と不法行為」『民法講座 第 4 卷』(有斐閣、1985)
- 小田望未「金商法と国際裁判管轄の考え方 ～トヨタ証券訴訟を契機に考える～」 ビジネス法務 2013 年 6 月号
- 小野寺倫子「フランス民事責任法における純粹環境損害 (préjudice écologique pur) の概念について」 松久三四彦ほか (編)『民法学における古典と革新 藤岡康宏先生古稀記念論文集』(成文堂、2011)
- 小野寺倫子「人に帰属しない利益の侵害と民事責任(1)(2)(3・完)」 北大法学論集 62 卷 6 号、63 卷 1 号、4 号 (2012)
- 温笑侗「取引所のコーポレート・ガバナンス規制と金商法」 岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹 (編)『会社・金融・法 [上巻]』(商事法務、2013)
- 笠原一浩＝石田眞得「〈書評〉アイゼンホファー他『証券詐欺、株価の評価、そして損害との因果関係：コーポレート・ファイナンスに基づいた損害因果関係理論に向けて』 大阪府立大学経済研究 54 卷 1 号 (2008)
- 笠原基和ほか「虚偽開示書類等の提出等に加担する行為に対する課徴金の適用等」 商事法務 2013 号 (2013)
- 春日偉知郎「『相当な損害額』の認定」 ジュリスト 1098 号 (1996)
- 加藤新太郎「包括一律請求をめぐる諸問題」 塩崎勤 (編)『現代民事裁判の課題(8)』(新日本法規、1989)
- 加藤新太郎「確信と証明度」 福永有利ほか (編)『鈴木正裕先生古稀祝賀 民事訴訟法の史的展開』(有斐閣、2002)
- 加藤新太郎「証明度(2)—長崎原爆訴訟上告審判決」 伊藤眞＝加藤新太郎 (編)『〔判例から学ぶ〕民事事実認定』(有斐閣、2006)
- 加藤新太郎「釈明の構造と実務」 青山善充先生古稀記念『民事手続法学の新たな地平』(有

- 斐閣、2009)
- 加藤新太郎「民訴法 248 条による相当な損害額の認定」判タ 1343 号 (2011)
- 加藤貴仁「判批」『平成 20 年度重要判例解説[ジュリスト臨時増刊 1376 号]』(2008)
- 加藤新太郎「判批」判タ 1343 号 (2011)
- 加藤貴仁「虚偽記載に関する損害額推定規定における公表の概念」ジュリスト 1376 号 (2009)
- 加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究 11 号 (2011)
- 加藤貴仁「幻冬舎 MBO が残した課題」ジュリスト 1423 号 (2011)
- 加藤雅之「フランス民事責任法における因果関係概念の機能—二つの因果関係理論の機能分配—」法学政治学論究 58 号 (2003)
- 加藤雅之「不法行為法における意思決定の機会の保護について—近時の最高裁判決の検討を通じて—」タートンヌマン 8 号 (2006)
- 金山直樹「フランス民法典改正の動向」石井三記(編)『コード・シヴィルの 200 年』(創文社、2007)
- 蟹江章「フランスのディスクロージャー制度の枠組みと実情」経済学研究(北海道大学) 46 巻 4 号 (1997)
- 蟹江章「フランスにおける内部統制報告制度の運用と事例」経済学研究(北海道大学) 61 巻 3 号 (2011)
- 金子正史「多数当事者の行政訴訟」公法研究 45 号 (1983)
- 鹿野菜穂子「債権法改正と契約法理 錯誤・不実表示」法時 86 巻 1 号 (2014)
- 上北武男「フランス民事訴訟法翻訳」国際商事法務 38 巻 4 号 (2010)
- 樺島博志「法的思考の基本構造—実体法と手続法の思考枠組」法時 82 巻 11 号 (2010)
- 鎌田薫「知的財産訴訟における損害賠償法理」特許研究 17 号 (1994)
- 鎌田薫「特許権侵害と損害賠償—工業所有権審議会答申と特許法等改正案について—」CIPIC ジャーナル 79 号 (1998)
- 川島いずみ「不実の流通開示に関する民事責任—イギリス法の動向を参考に—」RID ディスクロージャーニュース 5 号 (2009)
- 川嶋隆憲「判批」法学研究(慶応義塾大学) 82 巻 5 号 (2009)
- 河津博史「判批」銀法 52 巻 9 号 (2008)
- 河本一郎「証券取引法の基本問題—民事責任を中心として—」神戸法学雑誌 21 巻 3 号 (1972)
- 神崎克郎「有価証券届出書の虚偽記載による民事責任」商事法務 543 号 (1970)
- 神作裕之「第 4 次資本市場振興法案について」金融法研究 18 号 (2002)
- 神作裕之「ドイツ資本市場法・株式会社法の動向」資本市場 200 号 (2002)
- 神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」商事法務 1187 号 (1989)
- 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号 (2009)
- 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 巻 3 号 (2010)

- 神田秀樹「不実開示と投資者の損害」小出篤ほか（編）『前田重行先生古稀記念 企業法・金融法の新潮流』（商事法務、2013）
- 岸田雅雄「証券取引法と消費者保護」民商 90 巻 2 号（1984）
- 岸田雅雄「不実の情報開示—商法 266 条の 3Ⅱを含む—」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘（編）『企業の健全性確保のための会社・取締役の責任』（有斐閣、1997）
- 岸田雅雄（監修）『注釈金融商品取引法 第 1 巻』（金融財政事情研究会、2011）
- 北川善太郎「損害賠償論の史的変遷」論叢 73 巻 4 号
- 鬼頭季郎＝内藤和道「虚偽記載等開示による株主のキャピタルロスと会社の損害賠償責任額について—会社の不法行為責任と金融商品取引法 21 条の 2 に関する裁判上の問題」判時 2097 号（2011）
- 京都弁護士会「ギリシャ・フランスにおける集団的消費者被害回復訴訟制度の運用状況に関する調査報告書」（2014 年 3 月）
- 金融商品取引法研究会「民事責任規定・エンフォースメント」日本証券経済研究所金融商品取引法研究会研究記録 26 号（2008）
- 「金融商品取引法セミナー（第 11 回、第 12 回、第 13 回、第 14 回）民事責任(1)(2)(3)(4)」ジュリスト 1397 号、1401 号、1403 号、1406 号（2010）
- 金融審議会金融分科会第一部会報告—ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて—（平成 16 年 12 月 24 日）
- 金融庁「平成 26 年度有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」（平成 26 年 8 月 29 日現在）金融庁 HP
- 金融庁「証券取引等監視委員会の活動状況 平成 25 年度」（平成 26 年 6 月）金融庁 HP
- 越山和弘「判批」速判解説 4 号（2009）
- 草野孝弘「株主の情報収集権—株主の請求に基づく情報の開示に関する一考察—」筑波大学学位論文（博士）（2012）
- 窪田充見「不法行為法と制裁—現代社会における損害賠償法の役割」磯村保ほか（編）『民法学の課題と展望 石田喜久夫先生古稀記念』（成文堂、2000）
- 窪田充見「損害賠償」ジュリスト 1228 号（2002）
- 倉田卓次＝河野正憲＝春日偉知郎ほか「民訴改正「要綱試案」の検討（3・完）」判タ 877 号（1995）
- 栗山修「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向(1)(2)」神戸外大論叢 53 巻 4 号・7 号（2002）
- 栗山修「米国連邦私的証券詐欺訴訟に関する最近の法的諸問題—合衆国最高裁判決を素材として—」神戸市外大外国学研究 70 号（2008）
- 栗山修「米国における連邦証券詐欺規制とエンフォースメント」神戸市外大外国学研究 75 号（2009）
- 栗山修「米国連邦証券詐欺規制とクラスアクション」神戸外大論叢 61 巻 5 号（2010）

黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（一）～（五・完）」法協 105 巻 12 号、106 巻 1 号・2 号（1989）、106 巻 5 号・7 号（1990）

黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務 1708 号（2004）

黒沼悦郎「取締役の投資家に対する責任」商事法務 1740 号（2005）

黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討（上）（中）（下）－東京地判平成 20 年 4 月 24 日」商事法務 1838 号、1839 号、1840 号（2008）

黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保－民事責任と課徴金－」金融研究 25 巻法律特集号（日本銀行金融研究所、2006）

黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念企業法の理論（下巻）』（商事法務、2007）

黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償責任と公表日の認定」金判 1303 号（2008）

黒沼悦郎ほか「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任（上）（下）」商事法務 1906 号、1908 号（2010）

黒沼悦郎「有価証券報告書の虚偽記載と損害との間の因果関係」法の支配 157 号（2010）

黒沼悦郎「＜商事法判例研究＞有価証券報告書に虚偽記載がなければ上場株式を取得することがなかった投資者が当該虚偽記載によって被る損害の額」金判 1396 号（2012）

黒沼悦郎「有価証券届出書に対する元引受証券会社の審査義務」『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務、2013）

黒沼悦郎「有価証券報告書等の不実表示に関する責任」潮見佳男＝片木晴彦（編）『民・商法の溝を読む』（日本評論社、2013）

越山和弘「判批」速判解説 4 号（2009）

小林和子「日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代 機会の喪失」法時 86 巻 5 号（2014）

小林史治「取引所規則に基づく開示規制違反に対する民事責任について（上）（下）」証券経済研究 74 号（2011）

小林史治「アーバンコーポレイション事件における下級審裁判例の特色と意義」商事法務 1996 号（2013）

小粥太郎「『説明義務違反による損害賠償』に関する二、三の覚書」自由と正義 47 巻 10 号（1996）

小粥太郎「説明義務違反による不法行為と民法理論－ワラント投資の勧誘を素材として」ジュリスト 1087 号、1088 号（1996）

後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法（上）（下）」ジュリスト 1357 号、1358 号（2008）

後藤巻則「損害賠償と制裁」法時 78 巻 8 号（2006）

後藤巻則「消費者団体と損害賠償請求」早稲田法学 84 巻 3 号（2009）

後藤巻則「錯誤、不実表示、情報提供義務」円谷峻（編）『社会の変容と民法典』（成文堂、



2010)

近藤光男「ライブドア株主損害賠償訴訟判決の検討—金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項における公表」商事法務 1846 号 (2008)

近藤光男「ミューチュアル・ファンドの目論見書における不実記載」商事法務 1888 号 (2010)

近藤光男「有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任 (上) (下) —西武鉄道事件最高裁判決を中心に」商事法務 1951 号、1953 号 (2011)

近藤光男「近時の裁判例からみた民事責任の課題と展望」ジュリスト 1444 号 (2012)

齊藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響 [上] [中] [下]」ジュリスト 1714 号、1718 号 (2004)、1721 号 (2005)

酒巻修也「フランスにおける機会の喪失理論の適用領域の拡大とその変容：虚偽情報の流布を理由とした投資家の損害賠償の解明にむけて」北大法政ジャーナル 19 号 (2013)

坂本恵三「新民訴法 248 条をめぐる諸問題—その適用範囲の限定を中心として—」民事訴訟雑誌 45 号 (1999)

坂本恵三「損害賠償の金額」法学教室 192 号 (1996)

桜井久勝＝後藤雅敏「決算発表に対する株式市場の反応—個別・連結会計情報に関する日次分析—」企業会計 37 巻 11 号・12 号 (1985)

佐藤歳二「積極損害・消極損害・慰謝料」鈴木忠一＝三ヶ月章 (監修)『新・実務民事訴訟法講座 第 5 巻』(日本評論社、1978)

佐野隆「懲罰的賠償の現状—ニュージーランドおよびイングランド」比較法研究 72 号 (2010)

澤野和博「医療過誤における機会の喪失と損害賠償」ジュリスト 1177 号 (2000)

澤野和博「機会の喪失に基づく損害賠償」私法 68 号 (2006)

澤野和博「機会の喪失の理論について (一) ～ (四)」早稲田大学大学院法研論集 77 号・78 号 (1996)、80 号・81 号 (1997)

潮見佳男「財産的損害概念についての一考察—差額説的損害観の再検討—」判タ 687 号 (1989)

潮見佳男「人身侵害における損害概念と算定原理 (2・完)」民商 103 巻 5 号 (1991)

潮見佳男「規範競合の視点から見た損害論の現状と課題(1)(2・完)ジュリスト 1079 号、1080 号 (1995)

潮見佳男「説明義務・情報提供義務と自己決定」判タ 1178 号 (2005)

潮見佳男「民法からみた取締役の義務と責任—取締役の対会社責任の構造—」商事法務 1740 号 (2005)

潮見佳男「著作権侵害を理由とする損害賠償・利得返還と民法法理」論叢 156 巻 5・6 号 (2005)

潮見佳男「取引的不法行為」民法の争点 (有斐閣、2007)

潮見佳男「差額説と損益相殺」論叢 164 巻 1-6 号 (2009)

- 潮見佳男「虚偽記載等による損害—不法行為損害賠償法の視点から」商事法務 1907 号 (2010)
- 潮見佳男「不法行為における財産的損害の『理論』—実損主義・差額説・具体的損害計算」曹時 63 卷 1 号 (2011)
- 潮見佳男「資産運用に関する投資者の自己決定権侵害と損害賠償の法理：西武鉄道事件最高裁判決における損害論の検証」小野秀誠ほか（編）『松本恒雄先生還暦記念 民事法の現代的課題』（商事法務、2012）
- 潮見佳男「有価証券報告書の不実表示に関する責任」潮見佳男＝片木晴彦（編）『民・商法の溝をよむ』（日本評論社、2013）
- 清水正憲「損害額の認定」滝井繁男＝田原睦夫＝清水正憲（編）『論点 新民事訴訟法』（判例タイムズ社、1998）
- 正田彬「独占禁止法違反行為と損害賠償」経済法学会年報第 3 号通巻 25 号（有斐閣、1982）
- 白井正和「ライブドア事件最高裁判決の検討〔上〕〔中〕〔下〕」商事法務 1970 号、1971 号、1972 号 (2012)
- 白石智則「フランス金融安全法による監督機関の現代化」比較法学 38 卷 1 号 (2004)
- 新谷晋司＝吉岡大地「自由心証主義／民事訴訟法 248 条の損害額の認定」門口正人（編集代表）『民事証拠法大系 第 1 巻』（青林書院、2003）
- 新谷勝「虚偽記載による損害と民事訴訟法 248 条の適用」日本大学法科大学院 法務研究 7 号 (2011)
- 菅原勝伴『『経済的損害』の賠償（一）（二）—イギリスのネグリジェンス判例における賠償範囲の法政策論を中心に』北海学園大学法学研究 15 卷 1 号(1979)、15 卷 3 号(1980)。
- 杉山悦子「判批」民商 140 卷 3 号 (2009)
- 砂田太士「英国における取締役の第三者に対する人的責任—Williams v. Natural Life Health Foods Ltd.事件から—」『比較会社法研究 奥島孝康教授還暦記念 第一巻』（成文堂、1999）
- 住田孝之「非財務情報開示に関する最近の欧米の動き」証券アナリストジャーナル 51 卷 8 号 (2013)
- 住田守道「治癒の機会の喪失の賠償」松川正毅ほか（編）『判例にみるフランス民法の軌跡』（法律文化社、2012）
- 住田守道「フランスの薬害等における非財産的損害の賠償(1)～(3)完」大阪府立大学経済研究 57 卷 4 号、58 卷 2・3・4 号、59 卷 1 号 (2012)
- 瀬川信久「民法 709 条（不法行為の一般的成立要件）」『民法典の 100 年Ⅲ』（有斐閣、1998）
- 瀬川信久「不法行為—因果関係概念の展開」『フランス民法典の 200 年』（有斐閣、2006）
- 総務省「平成 23 年通信利用動向調査」
- 大証金融商品取引法研究会「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」大証金融商品取引法研究会 9 号 (2012)

- 高島志郎「日本システム技術事件最高裁判決の検討」商事法務 1876 号（2009）
- 高波澄子「米国における『チャンスの喪失（LOSS OF CHANCE）』理論（一）」北大法学論集 49 卷 6 号（1999）
- 高橋英治「自己株式規制に違反した場合の損害額の算定方法」法学教室 385 号（2012）
- 高橋均「会社の第三者責任（会社法 350 条関係）」法学教室 384 号（2012）
- 高橋眞「損害論」星野英一（編集代表）『民法講座 別巻 1』（有斐閣、1990）
- 高橋眞「損害概念」山田卓生（編集代表）『新・現代損害賠償法講座第 6 巻』（日本評論社、1998）
- 高橋眞『損害概念論序説』（有斐閣、2005）
- 高畑順子「faute から因果関係へ」法と政治 34 卷 2 号（1983）
- 高畑順子「『損害』概念の新たな一視点—perte d'une chance 論が提起するを通して—」法と政治 35 卷 4 号（1984）
- 高柳孔明「西武事件 最判平成 23・9・13 の報告」消費者法ニュース 91 号（2012）
- 高山奈美枝「裁判例にみられる『機会の喪失』（一）（二）（三）La perte d'une chance dans la responsabilite civile」法学研究論集（明治大学大学院法学研究科）21 卷、22 卷（2004）、24 卷（2005）。
- 高山奈美枝「『期待権侵害』理論と『相当程度の可能性』理論の交錯」明治学院大学法律科学研究所年報 25 号（2009）
- 滝沢正『フランス法〔第 4 版〕』（三省堂、2010）
- 竹内昭夫＝藤野信雄＝星野孝ほか「証券取引法改正の動向」ジュリスト 467 号（1970）
- 竹内昭夫「法律学的生産力」『現代法学全集 52 卷付録』（筑摩書房、1975）
- 竹内昭夫「消費者保護」『現代の経済構造と法』（筑摩書房、1975）
- 竹内昭夫「開示制度について」第 34 回全国株懇連合会定時会員総会報告書（1979）
- 竹内昭夫「開示制度について」『会社法の理論Ⅱ』（有斐閣、1984）
- 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎（編）『証券取引法大系』（商事法務研究会、1986）
- 竹内昭夫「投資者保護と消費者保護」月刊資本市場 34 号（1988）
- 竹下守夫「民事訴訟の目的と司法の役割」民事訴訟雑誌 40 号（1994）
- 竹下守夫＝青山善充＝伊藤眞（編）『研究会 新民事訴訟法 立法・解釈・運用』（1999）
- 竹田絵美「米国証券取引所法規則 10b-5 に基づくスキーム・ライアビリティと Stoneridge 判決」金法 1832 号 49 頁（2008）
- 龍田節「不実の開示と取締役の責任—アメリカ証券法を中心として—」論叢 74 卷 4 号（1964）
- 龍田節「証券取引の法的規制」『現代の経済構造と法』（筑摩書房、1975）
- 龍田節「開示制度の目的と機能」論叢 110 卷 4・5・6 号（1982）
- 龍田節「判批 有価証券報告書等の虚偽記載と損害賠償責任[最高裁第三小法廷平成 23・9・13 判決]」民商 148 卷 6 号（2013）

- 田中英夫「法の形成と実現における私人の役割」 芦部信喜ほか（編）『岩波基本法学 1 一人』（岩波書店、1983）
- 田中英夫「二倍・三倍賠償と最低賠償額の法定」 法協 89 卷 10 号（1972）
- 田中亘「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示責任—ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件」 ジュリスト 1405 号（2010）
- 田中亘「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任—ライブドア事件 最高裁判決の問題点」 金判 1392 号（2012）
- 谷川久「民事責任」 ルイ・ロス＝矢沢惇監修『アメリカと日本の証券取引法（下巻）』（商事法務研究会、1975）
- 谷口安平「集団訴訟の諸問題」 鈴木忠一＝三ヶ月章（監修）『新・実務民事訴訟講座 第 3 卷』（日本評論社、1982）
- 谷村裕「資本市場における投資者保護」 龍田節＝神崎克郎（編）『証券取引法大系』（商事法務研究会、1986）
- 千代島道生「金融商品取引法上の課徴金制度の再構築」 青山社会科学紀要 41 卷 1 号（2012）
- 都筑満雄「小特集／日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代 集团的損害」 法時 86 卷 5 号（2014）
- 都筑満雄「集团的消費者被害の回復と不法行為」 名古屋大学法政論集 254 号（2014）
- 円谷峻「裁判所による損害額の認定」 新美育文先生還暦記念『現代民事法の課題』（信山社、2009）
- 円谷峻「判批」 法の支配 155 号（2009）
- 道垣内弘人「連載⑪・取引関係における違法行為とその法的処理—制度間競合論の視点から 取引的不法行為—評価矛盾との批判のある一つの局面に限定して」 ジュリスト 1090 号（1996）
- 東京証券取引所「平成 25 年度株式分布状況調査の調査結果について」（株式会社東京証券取引所ほか、平成 26 年 6 月 19 日）
- 得津晶「持分合意に基づく株式取得と有価証券報告書の虚偽記載」 ジュリスト 1397 号（2010）
- 苗村博子「企業の損害と民訴法 248 条の活用」 判タ 1299 号（2009）
- 中井美雄『民事救済法理の展開』（有斐閣、1981）
- 中島宏＝山城一真「特集・学界回顧 2013 フランス法」 法時 85 卷 13 号（2013）
- 中條祐介「非財務情報開示の意義と現状」 証券アナリストジャーナル 51 卷 8 号（2013）
- 中野貞一郎「相当因果関係の蓋然性と損害賠償額」 新堂幸司（編）『続民事訴訟法判例百選』（有斐閣、1972）
- 永田泰士「投信市場における責任配分法理」 私法 75 号（2013）
- 永野庄彦＝伊藤孝至「『相当程度の可能性』に関する一考察—分析と展望」 判タ 1287 号（2009）

- 長野史寛「不法行為法における責任内容確定規範の考察(1)」論叢 172 巻 3 号 (2012)
- 中原太郎「機会の喪失論の現状と課題 (1・2 完)」法時 82 巻 11 号、12 号 12 頁 (2010)
- 中東正文「積極的な法創造を」金判 1238 号 (2006)
- 中村聡「米国証券民事責任訴訟改革法の概要〔上〕〔中〕〔下〕」商事法務 1414 号、1415 号、1416 号 (1996)
- 中村信行「公正な市場に向けた取組みについてー平成 24 年度の実績ー」商事法務 2002 号 (2013)
- 中山道子「自己決定と死」岩村正彦ほか編『岩波講座 現代の法 14 自己決定権と法』(岩波書店、1998)
- 奈良輝久「判批一西武鉄道上場廃止事件最高裁判決」金判 1385 号 (2012)
- 難波譲治「有価証券報告書虚偽記載と投資者の損害の相当因果関係」私法判例リマークス 46 (2013 〔上〕)
- 錦織成史「取引的不法行為における自己決定権侵害」ジュリスト 1086 号 (1996)
- 日本消費者法学会第 4 回大会シンポジウム「集团的消費者利益の実現と実体法の役割」消費者法 4 号 (2012)
- 布村勇二「独禁法違反行為に基づく損害賠償請求訴訟における損害論について」経済法学会年報第 3 号通巻 25 号 (有斐閣、1982)
- 能美善久「比較法的にみた現在の日本民法ー経済的利益の保護と不法行為法 (純粹経済損失を中心に)」『民法典の百年 I』(有斐閣、1998)
- 能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田重行ほか (編)『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』(有斐閣、2009)
- 能美善久「不法行為の機能・要件の再構成」NBL937 号 (2010)
- 野田良之「フランス民法における *faute* の概念」川島武宜ほか (編)『我妻栄先生還暦記念 損害賠償責任の研究 上巻』(有斐閣、1957)
- 萩大輔「仏法におけるアストラントについて (一)」1963 年民事訴訟法学会報告 (1963 年 4 月早稲田大学)
- 長谷川茂男『世界の会計 ニッポンの問題』(中央経済社、2004)
- 長谷部由紀子「特集 民事訴訟法のポイントを押さえる II 損害額の認定」法学教室 397 号 (2013)
- 畑郁夫「新民事訴訟法 248 条についてー知的財産事件に適用される場合を念頭においてー」『原井龍一郎先生古稀祝賀 改革期の民事手続法』(法律文化社、2000)
- 畑宏樹「判批」明治学院大学法学研究 87 号 (2009)
- 馬場圭太「説明義務違反と適用規範の関係 フランスにおける情報提供義務・助言義務に関する議論を参考に」早稲田大学大学院法研論集 77 号 (1996)
- 馬場圭太「フランス法における情報提供義務理論の生成と展開 (1ー2)」早稲田法学 73 巻 2 号、74 巻 1 号 (1997 - 1998)

- 原田大樹「行政法学から見た原子力損害賠償」論叢 173 巻 1 号 (2013)
- 潘阿憲「有価証券報告書の虚偽記載と損害額の算定(1)(2・完)」首都大学東京法学会雑誌 51 巻 2 号 (2011)、52 巻 2 号 (2012)
- 潘阿憲「金融商品取引法 21 条の 2 による発行会社の不実開示の責任—アーバンコーポレーション虚偽記載事件—」ジュリスト 1419 号 (2012)
- 樋口範雄「患者の自己決定権」岩村正彦ほか編『岩波講座 現代の法 14 自己決定権と法』(岩波書店、1998)
- 樋口正樹「民訴法 248 条をめぐる裁判例と問題点」判タ 1148 号 (2004)
- 平井宜雄「『損害』概念の再構成」法協 90 巻 12 号 (1973)
- 平井宜雄「不法行為における損害賠償の範囲」『現代損害賠償法講座 7』(日本評論社、1974)
- 平井宜雄「因果関係論」乾昭三(編)『現代損害賠償法講座 第 1 巻』(日本評論社、1976)
- 平井宜雄「民事訴訟法 248 条に関する実体法学的考察」『不法行為理論の諸相』(有斐閣、2011)
- 平野哲郎「イギリス・アメリカ・カナダ・オーストラリアにおける機会喪失論と日本の相当程度の可能性(1)」龍谷法学 44 巻 3 号 (2011)
- 廣峰正子「フランス債務法改正の最新動向—懲罰的損害賠償導入の可能性—」法時 82 巻 11 号 (2010)
- 廣峰正子「原状回復的賠償ノススメ」田井義信(編)『民法学の現在と近未来』(法律文化社、2012)
- 藤岡康宏「不法行為と権利論—権利論の二元的構成に関する一考察—」早稲田法学 80 巻 3 号 (2005)
- 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」『商事法の展望』(商事法務、1998)
- 藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト 1228 号 (2002)
- 藤田友敬「『法と経済学』の観点から見た情報開示」判タ 1178 号 (2005)
- 藤林大地「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学 63 巻 4 号 (2011)
- 藤原淳一郎「判批」判例評論 522 号 (2002)
- 藤原弘道「損害及びその額の証明」判タ 733 号 (1990)
- フィリップ・ストフェル＝マンク「消費法の法典化」民商 146 巻 4・5 号 (2012)
- フランソワ・シャバス(野村豊弘(訳))「フランス法における機会の喪失」日仏法学 18 号 (1993)
- ペーター・ギレス(小島武司＝上原敏夫＝豊田博昭(訳))「消費者団体訴訟をめぐる政策と理論」小島武司＝石川明(編)『ヨーロッパ民事手続法』(中央大学出版部、1985)
- 古川柳蔵「バックキャスティングから見た 2030 年の日本人のライフスタイル—環境制約が引き起こすパラダイムシフト—」AD Studies 39 巻 (2010)
- 前越俊之「証券取引法上の有価証券について—合衆国連邦証券諸法における「投資者」概

- 念からの考察―」東北学院大学法学研究年誌 7 号 (1996)
- 前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』―合衆国連邦最高裁判所 *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 判決とその示唆を中心に―」福岡大学法学論叢 53 巻 4 号 (2009)
- 前田陽一「損害賠償の範囲」『新・現代損害賠償法講座 第 6 巻』(日本評論社、1998)
- 松浦以津子「因果関係」『新・現代損害賠償法講座 第 1 巻』(日本評論社、1997)
- 松尾健一「金融商品取引法 21 条の 2 による損害賠償責任の内容と賠償額の減額事由」リマックス 44 号 (2012)
- 松下淳一「特集 民事訴訟法のポイントを押さえる」法学教室 397 号 (2013)
- 松田千恵子＝山田雄二「非上場化企業の特性に関する研究―MBO による非上場化の分析」第 80 回 (秋季) 証券経済学会全国大会プログラム・報告要旨集 (2013)
- 松本恒雄「英米法における情報提供者の責任 (一) ―不実表示法理を中心として―」論叢 100 巻 3 号 (1976)
- 松本恒雄「英米法における情報提供者の責任 (二・完) ―不実表示法理を中心として―」論叢 101 巻 2 号 (1977)
- 萬澤陽子「証券取引とコモン・ロー上の詐欺の訴え―米連邦証券法制定以前のニュー・ヨーク州の判例を中心として」国家 115 巻 7・8 号 (2002)
- 萬澤陽子「MBO における対象会社および取締役の責任」ジュリスト 1449 号 (2013)
- 水野謙「損害論のあり方に関する覚書―近時の最高裁判決を手掛かりに」ジュリスト 1199 号 (2001)
- 三木浩一「民事訴訟法 248 条の意義と機能」河野正憲＝伊藤眞＝高橋宏志 (編)『井上治典先生追悼論文集 民事紛争と手続理論の現在』(法律文化社、2008)
- 三木浩一「判批」リマックス 39 号 (2009)
- 三木浩一「解説 消費者契約法 (第 4 回) 消費者団体訴訟制度と集団的消費者被害救済制度」月刊国民生活 48 号 (2012)
- 宮崎裕介「判批」金判 1428 号 (2013)
- 「『民事訴訟手続に関する改正要綱試案』に対する各界意見の概要(6)」NBL566 号 (1995)
- 元永和彦「相場変動等に起因する危険」ジュリスト 1126 号 (1998)
- 森淳二郎「企業開示法理の再検討」『企業法の研究 (大隅健一郎先生古稀記念)』(有斐閣、1977)
- 森田章「投資者の保護」竹内昭夫＝龍田節 (編)『現代企業法講座第 2 巻 企業組織』(東京大学出版会、1985)
- 森田章「投資者保護の基本法」民商 94 巻 1 号 (1986)
- 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務 1736 号 (2005)
- 森田章「金融商品取引法 21 条の 2 の政策理由―証券詐欺の民事責任」奥島孝康先生古稀記念論文集編集委員会『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第 1

- 卷〈下篇〉』（成文堂、2011）
- 森田果＝小塚莊一郎「不法行為法の目的－「損害填補」は主要な制度目的か」NBL874号（2008）
- 森田宏樹「日仏民法セミナー 損害論 伝統と現代 序論－損害概念について」法時 86 巻 5 号（2014）
- 矢沢惇ほか「経済法学会証券取引法改正シンポジウム－質疑応答および討論－」商事法務 542 号（1970）
- 弥永真生「ディスクロージャー制度のあり方」ジュリスト 1000 号（1992）
- 弥永真生「株式会社とディスクロージャー」商事法務 1400 号（1995）
- 弥永真生「ディスクロージャーの充実・公正取引ルール」ジュリスト 1145 号（1998）
- 弥永真生「企業買収と証券取引法（金融商品取引法）18 条・19 条」商事法務 1804 号（2007）
- 弥永真生「金融商品取引法 21 条の 2 にいう『公表』の意義」商事法務 1814 号（2007）
- 弥永真生「金融商品取引法の会社法化」資本市場研究会（編）『金融危機後の資本市場法制』（資本市場研究会、2010）
- 弥永真生「MBO と株主・投資家に対する取締役の責任」ジュリスト 1431 号（2011）
- 弥永真生「開示規制違反と課徴金－平成 24 年課徴金事例集より－」資料版/商事法務 341 号（2012）
- 弥永真生「臨時報告書の虚偽記載と取締役・監査役の責任」ジュリスト 1445 号（2012）
- 柳川範之「規制緩和と制裁の経済学」ジュリスト 1228 号（2002）
- 山下純司「情報の収集と錯誤の利用－契約締結過程における法律行為法の存在意義－（1）（2）」法協 119 巻 5 号（2002）、123 巻 1 号（2006）
- 山下純司「不法行為における利益吐き出し責任」NBL937 号（2010）
- 山城一真「契約締結過程における『正当な信頼』と契約内容の形成(4)」早稲田法学 86 巻 2 号（2011）
- 山田卓生「不法行為法の機能」淡路剛久＝伊藤高義＝宇佐美大司（編）『森嶋昭夫教授還暦記念論文集・不法行為法の現代的展望と課題』（日本評論社、1995）
- 山田卓生「不法行為法の基礎」山田卓生（編）『新・現代損害賠償法講座 第 1 巻』（日本評論社、1997）
- 山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について(1)～(2)」民商 80 巻 1～2 号（1979）
- 山本和彦「民事手続法の観点から」金判 1238 号（2006）
- 山本克己「自由心証主義と損害額の認定」松本博之＝宮崎公男（編）『講座 新民事訴訟法 II』（弘文堂、1999）
- 山本敬三「契約関係における基本権の侵害と民事救済の可能性」田中成明（編）『現代法の展望－自己決定の諸相』（有斐閣、2004）
- 山本敬三「民法改正と錯誤法の見直し－自律保障型規制とその現代化」曹時 63 巻 10 号



(2011)

吉戒修一＝中西敏和「商法改正とその立案・実務の対応を振り返って―平成5年・6年商法改正を中心に」商事法務 2000 号 (2013)

吉川真裕「ヨーロッパの株式保有構造」日本証券経済研究所・証研レポート 1652 号 (2009)

吉田修ほか「証券取引法等の一部改正の概要―平成16年法律第97号の解説」商事法務 1703 号 (2004)

吉田尚弘「継続開示義務違反に対する課徴金制度の概要―証券取引法の一部改正に係る衆議院修正」JICPA ジャーナル 17 巻 9 号 (2005)

吉村顕真「近年の日本における懲罰的賠償論」比較法研究 72 巻 (2010)

吉村良一「ドイツ法における財産的損害概念」立命館法学 150-154 号 (1980)

ルイ・ファボルー (上野妙実子訳)「憲法裁判の比較―アメリカ型とヨーロッパ型」『フランス公法講演集』(中央大学出版部、1999)

若杉敬明「虚偽記載判明による株価低落を巡る損害賠償裁判―株主が会社を訴える合理的根拠はあるか―」DIR 経営戦略研究 18 号 (2008)

若杉敬明「株主の損害賠償請求裁判」週刊 社会保障 2481 号 (2008)

若林三奈「法的概念としての『損害』の意義 (一) (二) (三・完) ―ドイツにおける判例の検討を中心に―」立命館法学 248 号、251 号、252 号 (1996・1997)

若林安雄「新フランス民事訴訟法典」近大法学 40 巻 2 号 (1992)

和久田道雄「証券取引法 (平成16年法律第97号による改正前のもの) 17 条に定める損害賠償責任の責任主体は同法にいう発行者等に限られるか」最高裁判所判例解説民事篇 (平成20年度) (法曹会、2013)

和仁かや「追放刑にみる公儀御仕置の変質と国制―天保期の追放刑改正論議をてがかりとして」国家 112 巻 5・6 号 (1999)

和田宗久「発行会社の株主等に対する民事責任 (上) (下) ―不実開示責任に関する比較法的考察を中心に―」ビジネス法務 10 巻 8 号、9 号 (2010)

### 【日本語書籍】

アール・ウォーレン『ウォーレン回想録』(彩流社、1986)

明石一秀ほか (編)『金融商品と不法行為』(三協法規出版、2012)

秋山幹男＝伊藤眞＝加藤新太郎ほか『コンメンタール 民事訴訟法 I』(日本評論社、2002)

秋山幹男＝伊藤眞＝加藤新太郎ほか『コンメンタール 民事訴訟法 IV』(日本評論社、2010)

秋山幹男＝伊藤眞＝加藤新太郎ほか『コンメンタール 民事訴訟法 V』(日本評論社、2012)

浅香吉幹『アメリカ民事手続法 [第2版]』(弘文堂、2008)

淡路剛久『公害賠償の理論』(有斐閣、1975)

幾代通『不法行為法』(筑摩書房、1977)

池田修＝前田雅英『刑事訴訟法講義 [第2版]』(東京大学出版会、2006)

池谷誠＝岸谷暁＝中野八英『証券訴訟の経済分析 日米の事例動向と損害立証アプローチ』  
 (中央経済社、2009)

石井良助『江戸の刑罰』(中央公論社、1964)

石川博行『連結会計情報と株価形成』(千倉書房、2000)

石田穰『損害賠償法の再構成』(東京大学出版会、1977)

石橋秀起『不法行為法における割合的責任の法理』(法律文化社、2014)

泉徳治『私の最高裁判所論』(日本評論社、2013)

板寺一太郎『外国法文献の調べ方』(信山社、2002)

伊藤正巳『裁判官と学者の間』(有斐閣、1993)

今川嘉文『投資取引訴訟の理論と実務』(中央経済社、2011)

岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー：開示制度・不公正取引・業規制(編)』(有斐閣、2011)

岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹(編)『会社・金融・法〔上巻〕〔下巻〕』(商事法務、2013)

岩村正彦ほか(編)『岩波講座 現代の法 14 自己決定権と法』(岩波書店、1998)

上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫(編集代表)『新版注釈会社法(6)』(有斐閣、1987)

内田貴『民法Ⅱ債権各論〔第2版〕』(東京大学出版会、2007)

内田貴『民法Ⅱ債権各論〔第3版〕』(東京大学出版会、2011)

内田貴『民法改正』(筑摩書房、2011)

江頭憲治郎＝増井良啓(編)『溶ける境 超える法 3 市場と組織』(東京大学出版会、2005)

大久保泰甫『日本近代法の父 ボワソナアド』(岩波書店、1977)

太田勝造『裁判における証明論の基礎』(弘文堂、1982)

大野正道『非公開会社の法理』(システムファイブ、2007)

大野正道『非公開会社法原理』(北樹出版、2010)

大野正道『企業承継法の理論Ⅰ』(第一法規、2011)

大野正道『企業承継法の理論Ⅱ』(第一法規、2011)

大野正道『企業承継法の理論Ⅲ』(第一法規、2011)

大野正道『中小企業法制と競争・調整の原理』(同友館、2012)

大野正道『非公開会社と準組合法理』(第一法規、2012)

大野正道先生退官記念論文集編集委員会(編)『企業法学の展望』(北樹出版、2013)

大濱しのぶ『フランスのアストラントー第二次世界大戦後の展開』(信山社、2004)

大平祐一『近世日本の訴訟と法』(創文社、2013)

大村敦志『フランス民法』(信山社、2010)

大村敦志『消費者法〔第4版〕』(有斐閣、2011)

岡田克彦『ビッグ・データで株価を読む』(中央経済社、2014)

奥島孝康先生古稀記念論文集編集委員会(編)『フランス企業法の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第二巻』(成文堂、2011)

奥田昌道『紛争解決と規範規範創造』（有斐閣、2009）

奥田昌道＝潮見佳男『法学講義民法6 事務管理・不当利得・不法行為』（悠々社、2006）

奥村雅史『利益情報の訂正と株式市場』（中央経済社、2014）

於保不二雄『債権総論〔新版〕』（有斐閣、1972）

カーミット・ルズヴェルトⅢ世『司法積極主義の神話』（慶應義塾大学出版会、2011）

海部美知『ビッグデータの覇者たち』（講談社、2013）

賀集唱＝松本博之＝加藤新太郎（編）『基本法コンメンタール・民事訴訟法Ⅰ～Ⅲ〔第3次追補版〕』（日本評論社、2012）

春日偉知郎『民事証拠法論集－情報開示・証拠収集と事案の解明』（有斐閣、1995）

春日偉知郎『民事証拠法論』（商事法務、2009）

加藤一郎（編）『注釈民法(19)』（有斐閣、1964）

加藤新太郎『手続裁量論』（弘文堂、1996）

加藤雅信『事務管理・不当利得・不法行為〔第2版〕』（有斐閣、2005）

加藤雅信『民法（債権法）改正』（日本評論社、2011）

加戸守行『著作権法逐条講義〔6訂新版〕』（著作権情報センター、2013）

兼子一＝松浦馨＝新堂孝司『条解民事訴訟法〔第2版〕』（弘文堂、2011）

川村正幸『金融商品取引法〔第3版〕』（中央経済社、2010）

河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』（有斐閣、2008）

河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第2版〕』（有斐閣、2011）

神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣、1968）

神崎克郎『ディスクロージャー』（弘文堂、1978）

神田秀樹＝小林秀之『「法と経済学」入門』（弘文堂、1986）

神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012）

神田秀樹（監修）『注解証券取引法』（有斐閣、1997）

神田秀樹（編）『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』（中央経済社、2005）

神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦（編）『金融商品取引法コンメンタール4』（商事法務、2011）

神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦（編）『金融商品取引法コンメンタール3』（商事法務、2012）

岸田雅雄（監修）『注釈金融商品取引法 第1巻』（金融財政事情研究会、2011）

北村一郎（編）『アクセスガイド外国法』（東京大学出版会、2004）

金 祥洙『証券仲裁』（信山社、1997）

栗山修『証券取引規制の研究－アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開－』（成文堂、1998）

経済企画庁国民生活局消費者行政第一課（編）『逐条解説 消費者契約法』（商事法務、2000）

小島武司＝石川明（編）（訳）『ヨーロッパ民事手続法』（中央大学出版部、1985）

小谷融（編）『金融商品取引法における課徴金事例の分析Ⅱ 虚偽記載編』（商事法務、2012）

小峰みどり『アナリストのための数学入門』（ビジネス教育出版社、2003）

- 塩野宏『行政法Ⅰ 行政法総論〔第5版〕』（有斐閣、2009）
- 島袋鉄男『インサイダー取引規制－アメリカにおける法理の発展－』（法律文化社、1994）
- 木下信行『金融行政の現実と理論』（金融財政事情研究会、2011）
- 清宮四郎『憲法Ⅰ』（有斐閣、1957）
- 清宮博士退職記念論文集刊行委員会（編）『憲法の諸問題』（有斐閣、1963）
- 清宮四郎『国家作用の理論』（有斐閣、1968）
- 清宮四郎『憲法の理論』（有斐閣、1969）
- 金融財政事情研究会（編）『金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）の概要』（金融財政事情研究会、2014）
- 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）
- 金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告（平成15年12月9日）
- 金融審議会金融分科会第一部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」（平成16年12月24日）
- クリスチャン・フォン・パール（窪田充見（訳））『ヨーロッパ不法行為法(1)(2)』（弘文堂、1998）
- グンター・トイブナー（編）『結果志向の法思考』（東京大学出版会、2011）
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂、2006）
- 黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（日本経済新聞出版社、2011）
- 経済産業省『平成19年9月4日 企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針』（経済産業省、2007）
- 国際金融情報センター（編）『変動する世界の金融・資本市場〔上巻〕日・米・欧編』（金融財政事情研究会、1999）
- 国際金融情報センター（編）『変動する世界の金融・資本市場〔下巻〕アジア・中南米・中東編』（金融財政事情研究会、1999）
- 小谷融（編）『金融商品取引法における課徴金事例の分析＜Ⅱ＞虚偽記載編』（商事法務、2012）
- 後藤勇『民事裁判における経験則』（判例タイムス社、1990）
- 後藤勇『民事裁判における経験則・続』（判例タイムス社、2003）
- 小林秀之『新証拠法〔第2版〕』（弘文堂、2003）
- 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、2009）
- 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』（商事法務、2011）
- 近藤光男＝志谷匡史『新・アメリカ商事判例研究』（商事法務、2007）
- 近藤光男＝志谷匡史『新・アメリカ商事判例研究〔第2巻〕』（商事法務、2012）
- Jerome Groopman and Pamela Hartzband（堀内 志奈（訳））『決められない患者たち』（医

- 学書院、2013)
- 潮見佳男『不法行為法』(信山社、1999)
- 潮見佳男『債権総論 I 〔第2版〕』(信山社、2003)
- 潮見佳男『不法行為法 I 〔第2版〕』(信山社、2009)
- 潮見佳男『不法行為法 II 〔第2版〕』(信山社、2011)
- 四宮和夫『不法行為(事務管理・不当利得・不法行為 中巻・下巻)』(青林書院、1983)
- 四宮和夫『不法行為』(青林書院、1987)
- 柴建次＝須田一幸＝薄井彰(編)『現代のディスクロージャー』(中央経済社、2008)
- 司法研修所(編)『フランスにおける民事訴訟の運営』(法曹会、1993)
- 正田彬『消費者の権利〔新版〕』(岩波書店、2010)
- 証券取引審議会報告書「株主構成の変化と資本市場のあり方について」(昭和51年5月11日)(1976)
- 証券取引審議会基本問題研究会中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について(平成元年5月31日)」商事法務1183号(1989)
- 証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告(国際的な資本市場の構築をめざして)(資本市場研究会、1990)
- 証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」(資本市場研究会、1991)
- 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集」(2012)
- 証券取引法研究会(編)『平成16年の証券取引法等の改正』別冊・商事法務290号(2005)
- ジョエル・セリグマン(田中恒夫訳)『ウォールストリートの変革(上巻)(下巻)』(2006)
- 白石忠志『独占禁止法〔第2版〕』(有斐閣、2009)
- 新谷勝『会社訴訟・仮処分の理論と実務〔第2版〕』(民事法研究会、2011)
- 新堂幸司＝鈴木正裕＝竹下守夫(編集代表)『注釈民事訴訟法 1巻～9巻』(有斐閣、1991-98)
- 新堂幸司『新民事訴訟法〔第5版〕』(弘文堂、2011)
- 鈴木一功(編)『企業価値評価〔実践編〕』(ダイヤモンド社、2004)
- 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』(有斐閣、1984)
- 須田一幸＝山本達司＝乙政正太『会計操作』(ダイヤモンド社、2007)
- 曾野和明ほか(訳)『UNIDROIT 国際商事契約原則』(商事法務、2004)
- 園部逸夫『最高裁判所十年』(有斐閣、2001)
- 高田昌宏『自由証明の研究』(有斐閣、2008)
- 高橋宏志『新民事訴訟法論考』(信山社出版、1998)
- 高橋宏志『重点講義 民事訴訟法(上)〔第2版補訂版〕』(有斐閣、2013)
- 高橋宏志『重点講義 民事訴訟法(下)〔補訂第2版〕』(有斐閣、2010)
- 高畑順子『フランス法における契約規範と法規範』(法律文化社、2003)
- 滝井繁男「一律請求・一括請求」西原道雄＝木村保男(編)『公害法の基礎』(青林書院新

- 社、1976)
- 滝沢正『フランス法 〔第4版〕』(三省堂、2010)
- 竹内昭夫『消費者保護法の理論』(有斐閣、1995)
- 竹内昭夫『息を数えて—竹内昭夫随想集』(竹内恵子、1998)
- 竹下守夫=今井功(編)『講座 新民事訴訟法 I』(弘文堂、1998)
- 竹下守夫=青山善充=伊藤眞(編集代表)『研究会 新民事訴訟法』(有斐閣、1999)
- 竹林滋(編)『新英和大辞典』(研究社、2002)
- 田中和夫『英米法概説 〔再訂版〕』(有斐閣、1981)
- 田中和夫『英米契約法 〔新版〕』(有斐閣、1965)
- 田中和夫『英米契約法概説』(新有堂、1977)
- 田中信行『最新 中国ビジネス法の理論と実務』(弘文堂、2011)
- 田中英夫=野田良之=村上淳一=藤田勇=浅井敦『外国法の調べ方』(東京大学出版会、1974)
- 田中英夫『英米法総論 上、下』(東京大学出版会、1980)
- 田中英夫=竹内昭夫『法の実現における私人の役割』(東京大学出版会、1987)
- 田中英夫(編)『英米法辞典』(東京大学出版会、1991)
- ダニエル・H・フット『裁判と社会—司法の「常識」再考』(NTT出版、2006)
- 谷口安平『多数当事者訴訟・会社訴訟—民事手続法論集第2巻』(信山社、2013)
- 田原睦夫(編)『裁判・立法・実務』(有斐閣、2014)
- 田原睦夫(編)『個別意見が語るもの』(商事法務、2014)
- 田村善之『知的財産権と損害賠償 〔新版〕』(弘文堂、2004)
- 団体訴訟制度に関する研究会「独占禁止法・景品表示法における団体訴訟制度の在り方について」(2007)
- デイヴィッド・ルイス(吉満昭宏(訳))『反事実的条件法』(勁草書房、2007)
- D・L・ラトナー、神崎克郎(監修)『米国証券規制法概説』(商事法務、1984)
- デニス・S・カージャラ『セミナー・アメリカ証券法』(商事法務研究会、1994)
- 独立行政法人国民生活センター総務企画部調査室(編)「消費者取引分野の違法行為による利益の吐き出し法制に関する研究—損害賠償、不当利益吐き出し、金銭的制裁の日米比較—」(独立行政法人国民生活センター総務企画部調査室、2004)
- <[http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20040421\\_2.pdf](http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20040421_2.pdf)>
- 中野貞一郎『過失の推認 〔増補版〕』(弘文堂、1987)
- 中野貞一郎=松浦馨=鈴木正裕(編)『新民事訴訟法講義 〔第2版補訂2版〕』(有斐閣、2008)
- 中村紘一=新倉修=今関源成『フランス法律用語辞典 〔第2版〕』(三省堂、2002)
- 新関輝夫『フランス不法行為責任の研究』(法律文化社、1991)
- 日仏法学会(編)『日本とフランスの裁判観』(有斐閣、1991)
- 日本証券経済研究所(編)『外国証券関係法令集 フランス』(日本証券経済研究所、1979)

- 日本証券経済研究所（編）『外国証券関係法令集 アメリカⅠ〔改訂版〕』（日本証券経済研究所、1990）
- 日本証券経済研究所（編）『新外国証券関係法令集 EU（欧州連合）』（日本証券経済研究所、2007）
- 日本証券経済研究所（編）『図説 イギリスの証券市場 2009 年版』（日本証券経済研究所、2009）
- 日本証券経済研究所（編）『図説 ヨーロッパの証券市場 2012 年版』（日本証券経済研究所、2012）
- 日本証券経済研究所（編）『図説 アメリカの証券市場 2013 年版』（日本証券経済研究所、2013）
- 日本生産性本部『アメリカの証券市場－証券業専門視察団報告書』（日本生産性本部、1960）  
<<http://www.ls.kagoshima-u.ac.jp/ronshu1/04/ronbun/A03890813-00-000040039.pdf>>
- 野中郁次郎ほか『失敗の本質－日本軍の組織論的研究』（中央公論社、1991）
- 日野正晴『詳解 金融商品取引法〔第3版〕』（中央経済社、2011）
- ハインツ・D・アスマン（丸山秀平（編訳））『ドイツ資本市場の諸問題』（中央大学出版部、2001）
- 平成9年度特許庁工業所有権制度問題調査報告「知的財産侵害に対する損害賠償・罰則のあり方に関する調査研究報告書」（知的財産研究所、1998）
- 根本尚徳『差止請求権の理論』（有斐閣、2011）
- 林良平＝石田喜久夫＝高木多喜男『債権総論』（青林書院新社、1978）
- 樋口範雄『アメリカ不法行為法』（弘文堂、2009）
- 平井宜雄『損害賠償法の理論』（東京大学出版会、1971）
- 平井宜雄『現代不法行為理論の一展望』（一粒社、1980）
- 平井宜雄『法政策学』（有斐閣、1987）
- 平井宜雄『法政策学〔第2版〕』（有斐閣、1995）
- 平井宜雄『債権各論Ⅱ 不法行為』（弘文堂、1992）
- 平野晋『アメリカ不法行為法』（中央大学出版部、2006）
- 廣峰正子『民事責任における抑止と制裁』（日本評論社、2010）
- 廣峰正子「原状回復的賠償ノススメ」田井義信（編）『民法学の現在と近未来』（法律文化社、2012）
- 福田健太郎「不実表示法制の現状と近未来展望」田井義信（編）『民法学の現在と近未来』（法律文化社、2012）
- 藤岡康宏『損害賠償法の構造』（成文堂、2002）
- 藤田宙靖『最高裁回想録』（有斐閣、2012）
- 藤林益三『法律家の知恵』（東京布井出版、1982）
- 藤原弘道『民事裁判と証明』（有信堂、2001）

法務省民事局参事官室「民事訴訟手続に関する検討事項」(『民事訴訟手続の検討課題』〔別冊 NBL23 号〕、ジュリスト 1028 号 (1991))

法務省民事局参事官室「民事訴訟手続に関する改正要綱試案補足説明」(『民事訴訟手続の改正試案』〔別冊 NBL27 号〕、ジュリスト 1042 号 (1993))

法務省民事局参事官室 (編)『一問一答新民事訴訟法』(商事法務研究会、1996)

法務大臣官房司法法制調査部 (編)『注釈フランス新民事訴訟法典』(法曹会、1978)

前田達明『不法行為法』(青林書院新社、1980)

松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』(商事法務、2014)

マッキンゼー・アンド・カンパニー＝ティム・コラー＝マーク・フーカート＝デイビッド・ウェッセルズ、本田桂子 (監訳)『企業価値評価【上】【下】〔第 5 版〕』(ダイヤモンド社、2012)

松坂佐一＝加藤一郎『事務管理・不当利得・不法行為』(有斐閣、1957)

松下満雄＝渡邊泰秀『アメリカ独占禁止法〔第 2 版〕』(東京大学出版会、2012)

松田二郎『株式会社法の理論』(岩波書店、1962)

松本博之＝上野泰男『民事訴訟法〔第 7 版〕』(弘文堂、2012)

松本恒雄＝上原敏夫『Q&A 消費者団体訴訟制度』(三省堂、2007)

三ヶ月章『民事訴訟法〔第 3 版〕』(弘文堂、1992)

三木浩一『民事訴訟における手続運営の理論』(有斐閣、2013)

三井秀範 (編)『課徴金制度と民事賠償責任一条解 証券取引法』(金融財政事情研究会、2005)

三井文庫 (編)『大坂両替店「聞書」1』(吉川弘文館、2011)

民事訴訟法典現代語化研究会 (編)『各国民事訴訟法参照条文』(日本立法資料全集別巻 34) (信山社、1995)

民法 (債権法) 改正検討委員会 (編)『詳解・債権法改正の基本方針 I』(商事法務、2009)

民法改正研究会 (代表・加藤雅信) (編)『民法改正国民・法曹・学界有志案』(日本評論社、2009)

森島昭夫『不法行為法講義』(有斐閣、1987)

モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所『アメリカの民事訴訟〔第 2 版〕』(有斐閣、2006)

森田章『投資者保護の法理』(日本評論社、1990)

森田章『企業内容開示制度－法規制の展開と課題.』(中央経済社、1991)

萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』(弘文堂、2011)

矢沢惇『企業法の諸問題』(商事法務研究会、1981)

弥永真生『企業会計と法〔第 2 版〕』(新世社、2001)

弥永真生＝山田剛志＝大杉謙一 (編著)『現代企業法・金融法の課題』(弘文堂、2004)

弥永真生 (編)『過年度決算訂正の法務〔第 2 版〕』(中央経済社、2011)



弥永真生『会計基準と法』(中央経済社、2013)  
 山口和夫(編)『現代民事裁判の課題⑦〔損害賠償〕』(新日本法規出版、1989)  
 山口俊夫『フランス法辞典』(東京大学出版会、2002)  
 山口俊夫『概説フランス法 上』(東京大学出版会、1998)  
 山口俊夫『概説フランス法 下』(東京大学出版会、2004)  
 山下友信＝神田秀樹(編)『金融商品取引法概説』(有斐閣、2010)  
 山田卓生『私事と自己決定』(日本評論社、1987)  
 山田卓生(編)『新・現代損害賠償法講座 第1巻～第6巻』(日本評論社、1997)  
 山田鐸一『国際私法〔第3版〕』(有斐閣、2004)  
 山本信男(監修)『法律文献の引用法』(三浦書店、1984)  
 吉戒修一『裁判官の歩き方』(商事法務、2013)  
 吉野貴晶『サザエさんと株価の関係 行動ファイナンス入門』(新潮社、2006)  
 吉村良一『不法行為法〔第4版〕』(有斐閣、2010)  
 米丸恒治『私人による行政』(日本評論社、1999)  
 リチャード・ブリーリー、スチュアート・マイヤーズ(Brealey and Myers)(著) 藤井真理子ほか(監訳)『コーポレート・ファイナンス 上〔第6版〕』(日経 BP 社、2002)  
 ルイ・ロス＝矢沢惇(監修)『アメリカと日本の証券取引法(上巻)(下巻)』(商事法務研究会、1975)  
 ルイ・ロス『現代米国証券取引法』(商事法務研究会、1989)。  
 我妻榮『事務管理・不当利得・不法行為〔復刻版〕』(日本評論社、1989〔初版 1937〕)

### 【英語論文】

ABA, ABA Report: Toward a Jurisprudence of Injury, 1984, *cited in*: Smith, D., The Critics and the “Crisis”: A Reassessment of Current Conceptions of Tort Law, 72 Cornell L. Rev. 765 (1987).  
 Adams E.S. and Runkle D.E., Solving a Profound Flaw in Fraud-On-The-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev. 1097 (1996-1997).  
 Akerlof G., The Market for Lemons : Quality uncertainty and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, no. 3 (1970).  
 Allen L., Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation, 62 Bus. Law. 955 (2006-2007).  
 Andel P.L., Medical Malpractice : The right to recover for the loss of a chance of survival, 12 Pepperdine L. Rev. 973 (1984).  
 Atkins P., The SEC’s Mission and American Society, Remarks of Commissioner Paul Atkins S., Commemorative Event of Waseda University’s 125 Anniversary (2007).  
 Arlen J.H. and Carney W.J., Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets:

- Theories and Evidence, 1992 U. Ill. L. Rev. 691 (1992)
- Beaver W., The Information Content of Annual Earnings Announcement, Journal of Accounting Research, vol.6 (supplement), 67-92 (1968).
- Black B., Fraud on the market :A criticism of dispensing with reliance requirements in certain open market transactions, 62 N.C.L. Rev. 435 (1984).
- Boggs B., Lost Chance of Survival Doctrine: Sould the courts ever tinker with chance?, 16 Southern Illinois University L. J. 421 (1992).
- Coffee J., Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and reverse , Broudo 60, Bus. Law. 533 (2005).
- Commission Recommendation of 11 June 2013 on common principles for injunctive and compensatory collective redress mechanisms in the Member States concerning violations of rights granted under Union Law (2013/396/EU, OJ L 201, 26. 7. 2013.
- Comolli R. and Starykh S., Recent Trends in Securities Class Action Litigation : 2013 Full-Year Review , 21 January 2014 , NERA
- Cornell B. and Morgan R.G., Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 U C LA L. Rev. 883 (1990)
- Cross L.L., *Alfonso v. Lnund* : Loss of chance rejected as a basis for recovery in medical malpractice, 12 Oklahoma City University L. Rev. 187 (1987).
- Dechow P., Sloan R. and Sweeney A., Causes and Consequences of Earnings Manipulation:An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, Contemporary Accounting Research, vol. 13, 1-36 (1996)
- Dunbar F. and Sen A., Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class Action Lawsuits, 2009 Wis. L. Rev. 199 (2009).
- Dickey J.C. and Mayer M.K., Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act ; A Forward-looking Assessment, 51 Bus. Law. 1203 (1996).
- Eisenhofer J., Jarvis G. and Banko J., Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation:Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation, 59 Bus. Law. 1419 (2003-2004).
- Emerson, T., First Amendment Doctorine and the Burger Court, 68 Cal. L. Rev. 422 (1980).
- Fama E.F., Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, 25 Journal of Finance 383 (1970).
- Feroz E., Park K. and Pastena V., The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Releases, Journal of Accounting Research, vol. 29 (Supplement), 107-142 (1991).

- Ferrell A. and Saha A., The Loss Causation Requirements for Rule 10b-5 Causes of : The Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 Bus. Law. 163 (2007-2008).
- Fisch J. E., Cause for Concern : Causation and Federal Securities Fraud , 94 Iowa L.Rev. 811 (2009).
- Gilbertson D.L. and Avila S.D., The Plaintiffs' Decision to Sue Auditors in Securities Litigation : Private Enforcement or Opportunism ? , 24 Iowa J. Corp. L. 681 (1999).
- Goldman J., Avoiding Blurred Lines :The Computation of Damages in Rule 10b-5 Securities Class Action Lawsuits in the Ninth Circuit and a Proposal for a More .Sensible System, 2 Hastings Bus. L. J. 261 (2006).
- Grundfest J. A., Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act, Stanford Law School and The Rock for Corporate Governance (2013).  
<<http://ssrn.com/abstract=2317537>>
- Jacobs A., The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases, 65 Geo.L. J. 1093 (1977).
- Krajcer J.L., Galley C.J., McGlogan E.E. and Tyukody D.J., Limiting Rule 10b-5 Damages Claims, Cornerstone Research (2014).  
<<https://www.cornerstone.com/GetAttachment/7de3f500-53eb-4d6c-b164-7d7f38ac89b8/Limiting-Rule-10b-5-Damages-Claims.pdf>>
- Kurani S., Why Didn't You Sell? : How Federal Courts are Unfairly Penalizing Defrauded Investors for Unrelated, Post-Corrective Disclosure Stock Gains(2014),Law School Student Scholarship. Paper 506.  
<[http://scholarship.shu.edu/student\\_scholarship/506](http://scholarship.shu.edu/student_scholarship/506)>
- Kim O. and Verrecchia R.E., Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements, Journal of Accounting Research, vol. 29, 302-321 (1991).
- Klock M., What Will It Take to Label Participation in a Deceptive Scheme to Defraud Buyers of Securities a Violation of Section 10(b)? The Disastrous Result and Reasoning of *Stoneridge*, 58 Kan. L. Rev. 309 (2010).
- Langevoort D., Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 Ariz. L. Rev. 639 (1996).
- Leas P., The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities, 26 Stanford Law Review, 371(1974).
- Lee R., The Measure of Damages under Section 10(b) and Rule 10b-5, 46 Md. L. Rev. 1266 (1987).
- McCormick K., Untangling the Capricious Effects of Market Loss in Securities Fraud Sentencing, 82 Tul. L. Rev. 1145 (2007-2008).
- Merritt A.L., A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation :

Suiting the Remedy to the Wrong, 66 Tex. L. Rev. 469 (1988).

Morse D., Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination, Journal of Accounting Research, vol. 19, 374-383 (1981).

Note, *Texas Gulf Sulphur*: The Question of Remedy, 65 Nw. U. L. Rev. 486 (1970).

Olazabal A., Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals 3 Berkeley Bus. L. J. 337 (2005-2006).

Perdue J.M., Recovery for a lost chance of survival , 28 South Texas L.Rev. 37 (1987).

Reder B., Measuring Buyers' Damages in 10b-5 Cases, 31 Bus. Law. 1839 (1975-1976).

Roosevelt D., Message to Congress on Federal Supervision of Investment Securities. March 29, 1933 (Public Papers 26) .

Scudder M., The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions, 92 Nw. U. L. Rev. 435 (1997-1998).

Thill-Tayara M. and Giner Asins M., France: the new “Hamon Law” introducing French class actions – new consumer law introduces significant provisions with respect to competition and distribution law, 2014.  
<<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/114016/the-new-hamon-law-introducing-french-class-actions-and-its-effects-on-competition-and-distribution-law>>

Thompson R., The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, 37 Vand. L. Rev. 349 (1984) .

Thompson R.B., “Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5 , 51 Bus.Law. 1177 (1996)

Wellington H., On Freedom of Expression, 88 Yale L. J. 1105 (1979).

#### 【英語書籍】

Adams, A Primer of Probability Logic (Center for the Study of Language and Information 1996).

Bonell, The Unidroit Principles in Practice (Transnational Publishers, Inc. 2002).

Brandeis, Other People's Money (Frederick A. Stokes Co. ed.1914).

Cane, Tort Law and Economic Interest (Oxford University Press 1996).

Coffee and Seligman, Securities Regulation Cases and Materials, 9th ed. (Foundation Press 1998).

Cox, Hillman and Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 3d ed. (Aspen 2001).

Gilson and Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions (Supp.1993).

Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation, Vol.4, 6th ed. (West 2013)

Hunt, The Development of the Business Corporation in England 1800-1867 (Harvard University Press 1936).

Jennings, Marsh, Coffee and Seligman, Securities Regulation : Cases and Materials, 8th ed. (Foundation Press 1998).

Loss, Fundamentals of Securities Regulation, 2d ed. (Little, Brown and Company 1988)

Loss and Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 3d ed. (Little, Brown and Company 1994).

Loss and Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 4th ed. (Little, Brown and Company 2001)

Loss and Seligman, Securities Regulation, 3d ed. (Aspen 1998).

Loss and Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 4th ed. (Aspen 2001).

McCormick C.T., Handbook of the Law of Damages, (West Pub. Co. 1935).

Sachs, Nagy, and Painter, Securities Litigation and Enforcement: Cases and Materials, (Thomson West 2003).

#### 【フランス語論文】

Aubert, note, D.1991. 323.

Barbièri, note, *Bulletin Joly Sociétés*, 2004, n°10, pp. 1250-1254.

Benabent, J.C.P. 1974, II, 17641.

Boré, *L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable*, J.C.P. 1974, I, 2620.

Clerc, « *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations* », *Revue trimestrielle de droit financier*, N° 1-2007.

Dezeuze, note, *Bulletin Joly Bourse*, janv.-fév. 2007.

Dorsner-Dolivet, note, Cass. Civ, 1<sup>re</sup> 17 nov. 1982, D.1984. 2. 305.

Ducouloux-Favard, *Infractions Boursières, délit et manquements et fautes disciplinaires*, 1997.  
 <<http://storage.canalblog.com/62/64/443553/62069828.pdf#search='DucoulouxFavard%2C+Infractions+Boursieres%2C+d%C3%A9lit+et+manquements+et+fautes+disciplinaires%2C+1997'>>

Ducouloux-Favard, « *La règle de la faute séparable des fonctions de gestion des sociétés de capitaux est dans la loi* », *Droit des sociétés*, octobre 2007, étude 11.

Fasquelle, « *L'existence de faute lucrative en droit français* », *Petites affiches*, 20 novembre 2002.

Fasterling et Duhamel, « *Le Comply or Explain : La Transparence Conformiste en Droit des Sociétés* », *Revue internationale de droit économique* 2009.

Jourdain, « *Rapport intrductif* », *Petites affiches*, 20 novembre 2002.

Laure, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Calyon 2006-2007.  
 <[http://mja-paris2.webs.com/MEMOIRES%202005/Laure\\_Valance\\_InfractionsBoursieres.pdf](http://mja-paris2.webs.com/MEMOIRES%202005/Laure_Valance_InfractionsBoursieres.pdf)>

Margeat, « *Séropositivité, Sida et jurisprudence* », Gaz. Pal., 1991, doct.

Margeat, « *Sang et droit, indemnisation des victimes* », Gaz. Pal., 1993 doct.

Rebut D., note, *Rev. sc. crim.*, 2005, n°2.

Rntchevsky, note, *Revue trimestrielle de droit financier*, N°2-2010.

Rntchevsky, note, *Bulletin Joly bourse*, juillet-août 2010.

Rodier, note, J.C.P., 1955. II .8686.

Ruellan, « *La perte de chance en droit privé* », *Revue de la recherche juridique* 1993-3.

Savatier, « *Le principe indemnitaire à l'épreuve des jurisprudences civile et administrative : À propos de l'indemnisation des victimes de transfusions sanguines* », J.C.P., 1999.

Schiller, « *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée* », *Droit des sociétés*, août-sept. 2009.

Spitz, note, *Revue trimestrielle de droit financier*, N° 2-2010.

Tchinda, *Droit Commun de la Responsabilité Civile et Indemnisation des Victimes des Préjudices des d'Infractions Boursières : Le Cas du Cameroun*.  
 <<http://revue.ersuma.org/no-3-septembre-2013/doctrine-25/DROIT-COMMUN-DE-LA-RESPONSABILITE>>

Tourneau, note, D.1972. 596.

Vauplane et Simart, « *Délit boursiers : propositions de réforme* », *Revue de droit bancaire et de la bourse*, mai-juin 1997.

Viney, « *Quelques propositions de réforme du droit de la responsabilité civile* », D. 2009.2944.

#### 【フランス語書籍】

AMF, *AMF Rapport relative à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, 2011.

Bonneau et Drummond, *Droit des Marchés Financières*, Economica, 2001.

Bourghetti, « *Les sanctions en droit de la responsabilité civile-De la réparation sans sanction aux sanctions non réparatrice* », in Chainais et Fenouillet (sous la direction de), *Les sanctions en droit contemporain*, Dalloz, 2012.

Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, L.G.D.J, 1995.

Catala, *Avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription*, La documentation Française, 2006.

Chabas, *La pert d'une chance en droit français, Développements récent du droit de la*

*responsabilité civile*, Centre d'étude juridique européen, 1991.

Colin et Capitant, *Cours élémentaire de droit civil français*, t. 2, 2<sup>e</sup> éd, Dalloz, 1919.

Fabre-Magnan, *De l'obligation d'information dans les contrats*, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1992.

Fabre-Magnan, *Droit des obligations, 2- Responsabilité civile et quasi-contrats*, 2<sup>e</sup> éd. PUF, 2010.

Lexique des Termes Juridiques, 18<sup>e</sup> éd, Dalloz, 2011.

François Terré (Sous la direction de), *Pour une réforme du droit des contrats*, Dalloz, 2009.

Guégan-Lécuyer, « *Dommages de masse et responsabilité civile* », L.G.D.J, 2006 .

Lambert-Faivre, *Droit du dommage corporel*, 4<sup>e</sup> éd, Dalloz 2000

Mazeaud, *Le délit d'altération des prix*, Dalloz, 1927.

Mazeaud et Chabas, *Traite theorique et pratique de la responsabilite civile délictuelle et contractuelle*, t. 3, 1<sup>er</sup>, 6<sup>e</sup> éd., L.G.D.J, 2013.

Müller, *La perte d'une chance*, Stämpfli, 2002.

Pinna, *La mesure du prejudice contractuel*, L.G.D.J, 2007.

Philippe le Tourneau, *Droit de la responsabilité et des contrats 2010/2011*, Dalloz, 2010.

*Rapport du groupe de travail sur les actions collectives*, 2005.

*Rapport relative à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, 2011.

Savatier, *Traité de la responsabilité civile en droit français* (Reliure inconnue, 1939).

Scumidt, « *De quelque règles procedurales regissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés «cotées» in bonis* », *Etudes de droit privé offertes a Paul Didier*, Economica, 2008.

Spitz, *La reparation des prejudices boursiers*, Revue banque, 2010.

Starck, Roland et Boyer, *Obligations, 1 Responsabilité délictuelle*, 5<sup>e</sup> éd., Litec, 1996.

Terré (Sous la direction de), *Pour une réforme du droit des contrats*, Dalloz, 2009.

Tourneau et Cadet, *Droit de la responsabilité et des contracts*, Dalloz, 2000.

Viney, « *Les difficultés de la recodification du droit de la responsabilité civile* », in *Le Code Civil 1804-2004—Livre du Bicentenaire*, Dalloz et Litec, 2004.

Viney, *Quelques propositions de réforme du droit de la responsabilité civile*, Recueil Dalloz, 2009.

Viney et Jourdain, *Les conditions de la responsabilité*, 3<sup>e</sup> éd., L.G.D.J, 2006.

Viney et Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, 3<sup>e</sup> éd., L.G.D.J, 2011.

#### 【ドイツ語論文】

Großerichter, *Hypothetischer Geschehensverlauf und Schadensfeststellung: Eine*

*rechtsvergleichende Untersuchung vor dem Hintergrund der “perte d’une chance”*,  
C.H. Beck, 2001.

Müller-Stoy, *Schadenersatz für verlorene Chancen*, [s.n.] Dissertation, Freiburg im  
Breisgau, 1973.

(以上)