

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

### 会社法・金融商品取引法の最近の判例（3）—IHI 事件判決—

2017年7月28日（金）15:00～16:56

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

#### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授

## 会社法・金融商品取引法の最近の判例（3）—IHI事件判決—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

飯 田 秀 総

### 目 次

- I. はじめに
- II. 争点1 虚偽記載の有無
  - 1. 当事者の主張
  - 2. 判旨の検討
- III. 争点2 会社法350条による責任
- IV. 争点3 不法行為責任
- V. 争点4 XらによるY株式の取得等
  - 1. 本件虚偽記載後のY株式の買い直し
  - 2. デリバティブ取引によるY株式の取得
- VI. 争点5 金商法の規定に基づく損害賠償請求
  - 1. 金商法21条の2第1項に基づく損害賠償額算定
  - 2. 金商法21条の2第1項に基づく損害額算定と民訴法248条
- 3. 金商法19条2項と民訴法248条
- 4. 公表日当日にY株式を取得した場合の損害額算定
- VII. 争点6 公表日の特定
  - 1. 判旨の概要
  - 2. 検討（判旨賛成）
- VIII. 争点7 他事情値下がり
  - 1. 業績予想の下方修正による値下がり
  - 2. 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時までに取得したY株式に関する、同報告書に起因する値下がり
- IX. 争点9 弁護士費用
  - 1. 判旨の概要
  - 2. 検討（判旨賛成）

### 討論

○黒沼 そろそろ時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「会社法・金融商品取引法の最近の判例」の第3回として、東京大学の飯田先生に「IHI事件判決」についてご報告をお願いしています。それでは、飯田先生、よろしくお願いします。

○飯田 本日は、東京地判平成26年11月27日（証券取引被害判例セレクト49巻1頁（LEX/DB255059951））、その控訴審の東京高判平成29年2月23日（平成27年（ネ）1789号）について検討いたします。

お手元にレジュメと参考資料があると思いますが、参考資料をまず御覧ください。

### I. はじめに

事実の概要は、上場会社の被告Yが虚偽記載をしたというものです。2回行っています。1回目が平成18年12月15日で半期報告書、2回目が平成19年6月27日で有価証券報告書です。この2つにおいて虚偽記載があったということになっています。

本件における公表日（金融商品取引法（以下「金商法」という）21条の2第3項）は、平成19年

9月28日とされています。また、Yは、この間に株式の発行と社債の発行を行っています。ですから、有価証券届出書などにも虚偽記載があったということになります。

本件では、発行市場において資金調達も行っている点に特徴があります。そのため、原告は2つの類型に分かれています。A類型は流通市場で取得した者、B類型は発行市場で取得した者です。

判決では、発行市場における金商法18条の責任と、流通市場における金商法21条の2の責任がそれぞれ認められました。そのほか、原告は民法上の不法行為の請求もしていましたけれども、民法709条と会社法350条の請求については否定されています。

本件の意義は幾つかあるかと思いますが、発行市場と流通市場の両方で民事責任が問われた事例であるということ、原告の数が100名を超える集団的な訴訟であること、さらには、極めて多数の論点が議論されていることが本件の特徴かと思われます。

以下では、通常の判例評釈とは違いますけれども、争点ごとに判旨を紹介し、それについて検討するという形で進めていきたいと思います。

それでは、レジュメを御覧ください。1ページに争点一覧を掲げていますが、全部で10個あります。

地裁と高裁で結論が分かれたのは、下線を引いた4つの論点です。そのほかについては、ほぼ同じです。

## II. 争点1 虚偽記載の有無

### 1. 当事者の主張

そもそも本件に虚偽記載があったかということがまず争点となっています。原告らは、被告が利益の過大計上をしたことが虚偽記載に当たると主張しています。

虚偽記載の原因を簡単に説明しますと、被告のエネルギー・プラント事業の長期大規模工事に関するとして、工事の総発生原価見通しが過小に見積

もられ、それに伴いまして工事進捗率が上昇する——計算上そうなるということになります。それによって売上げが過大に計上されたというものです。

レジュメに若干掲げていますけれども、工事進行基準を使う場合には、売上高の計算において総発生原価見通しという見積もりの数字を使います。ですから、この見積もりに際して不正があったというものが本件の事案ということになります。

具体的には、被告がコストダウンを見込んで原価見通しを計上しましたけれども、実際には、そのコストダウンの合理性や実現可能性がなかったということになります。結果的には見積もりの内容が間違っていたと事実認定されています。ですから、売上高が過大に計上されていたということになります。

### 2. 判旨の検討

#### (1) 判旨の概要 (虚偽の記載=裁量の逸脱)

##### ア. 判断基準

まず、虚偽の記載があったかどうかということについてですが、その判断基準に関しては、地裁も高裁もほぼ同じことを言っています。高裁では、当該決算時点で認識可能であった事実を前提として、企業会計準則の裁量を逸脱するものであったか否かによって決する、としています。つまり、裁量の逸脱の有無を審査するというわけです。

##### イ. 裁量の逸脱の有無の審査

そうすると、裁量の逸脱があったかどうかということが直ちに問題になります。判決では、状況証拠の積み重ね（社内調査、証券取引等監視委員会、課徴金納付など）によって、企業会計準則の裁量を逸脱するものだったと認定されています。

地裁では、その状況証拠の一つとして、例えば被告が金融庁長官による課徴金納付命令を受認して多額の課徴金の支払いをしたことが一つの理由とされています。

また、Yが過年度訂正、すなわち決算をさかの

ぼって訂正したことも理由の一つとされています。その理由ですけれども、平成19年当時の企業会計原則ないしその実務慣行として、一般に、会計上の見積りの変更の場合は過年度に遡及して修正を行っていなかったこと、他方で、過年度訂正が行われるのは、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったか、これを誤用したことによる「誤謬」があった場合などに限られていたということを指摘しています。

したがいまして、結論として、虚偽の記載があったと認定されています。

## (2) 検討（判旨賛成）

判旨賛成という立場からコメントをします。地裁に対する先行評釈では、黒沼悦郎先生が、「状況証拠の重視は、立証活動に限界のある民事事件では、やむを得ない」とおっしゃっています（黒沼悦郎「本件地裁判批」（ジュリスト1503号（2017年）））。それから、松岡啓祐先生が「興味深い認定手法だ」とコメントをされています（松岡啓祐「本件地裁判批」（新・判例解説 Watch18巻（2016年）95頁））。

高裁は若干違うことを言っていますが、状況証拠の積み重ねまでは同じなのですけれども、そこから虚偽記載があったと推認するということにとどめています。その推認を覆す事情の有無の審査として、本件では21件のコストの見積もりが問題になっているわけですけれども、それらの見積もりについて1件ずつ合理性を審査しています。

合理性があったかどうかを判断するときの基準としては、「個別工事に係る会計処理が企業会計準則の裁量を逸脱するものでないことが具体的な証拠資料に基づいて極めて明白であると認められるような特段の事情がない限り、……本件虚偽記載の推認を覆すには足りない」というものです。結論としては、コストダウンの具体的実現可能性等が高かったとは言えないとして、やはり虚偽の記載があったと認定されています。

そこで検討しますと、一般論として、見積もり

は予測あるいは将来情報ということになりますから、その見積もりが間違っていたと将来の時点から見て結果論で評価すべきものではないと思います。むしろ、見積もりの当時の調査のあり方や事実認識といったものを前提に、それに基づく合理的な根拠に基づく予想であったかどうかという観点から判断していくことが妥当であるように思います。ですから、合理的な根拠のないコストダウンの見積もりは、裁量の逸脱と言わざるを得ません。

問題は、合理的な根拠であったかどうかということをどのように審査するかだと思われます。本件では、状況証拠の積み重ねによって虚偽記載が推認されていますので、それを覆すような極めて明白な事情の有無が審査されています。本件では、まさにその状況証拠の積み重ねがありますから、この判旨に賛成したいと思います。

ただし、一般論としては、裁量の逸脱のないことが具体的な証拠資料に基づいて極めて明白であるという基準は厳し過ぎるようと思われます。なぜかといえば、費用の見通しは、コストダウンできるかという要素を含むわけですから、やや専門的な判断に委ねるべき側面もあるように思われるからです。したがいまして、本件の判断は、まさに本件限りのものでありまして、一般的な基準を示したわけではないと理解するのが穩当ではないかと考えます。

## (3) 判旨の概要（重要性）

重要な事項に該当するかということにつきまして、判旨は、投資者の投資判断に影響を与えるかどうかということを、質と量の観点から判断しています。

## (4) 検討（判旨賛成）

重要な事項の意義に関する学説及び裁判例はレジュメの4ページに記載のとおりですから省略させていただきます。判旨も基本的にこれらと同じものであり、これに賛成したいと思います。

ただし、量の評価に関して、本判決では、多額であったと述べるにとどまっているのですけれども、もう少し適切な表現をするとすれば、会社の規模に占める割合との関係でどのぐらいのものであつたかということに言及したほうがより適切であつたように思われます。

### III. 争点2 会社法350条による責任

会社法350条による責任が請求されたのですが、否定されました。

その理由は、端的に言えば、過失を基礎づける事実が主張・立証されていないということです。もう少し言うと、内部統制構築義務違反、リスク管理体制の不十分さが主張されていたのですが、それは会社法上の会社に対する義務であって、第三者に対する義務ではないので、その違反をもって被告代表者の不法行為責任を基礎づけるものではないと言っています。

それについては疑問があります。確かに、会社に対する義務は投資者に対する義務ではないというのはそのとおりです。ただ、会社の代表者は、開示書類に虚偽記載をしないようにする注意義務を投資者に対しても負っていると考えられるわけです。その義務違反、過失の有無を判断する際にリスク管理体制構築義務を尽くしていたか、虚偽記載をしないようにするようなリスクを管理する体制をつくっていたかが判断されるという位置づけになると思います。最判平成21年7月9日（判時2055号147頁）も、結論としては義務違反を否定していますけれども、それは会社に対する義務にすぎないというような形式論ではありません。ですから、この点に対して疑問があるということです。

それから、高裁は、さらに念のためにという形で述べているのですが、被告が主張する「あるべきシステム」というのは、必要最小限度のものであつたと直ちに認めることはできないとして一蹴しています。ただ、このように言うのであれば、多少事実認定をして、どういう体制があつたのか

ということを認定したほうがよかつたのではないかと思います。先ほどの最判平成21年7月9日における原告の主張も、構築すべきリスク管理体制のあり方については極めて簡素なものだったわけとして、具体的に誰をどこに配置すべきかなどということまでは主張・立証をしていないわけですから、そういう観点から見ても疑問です。

### IV. 争点3 不法行為責任

争点3の不法行為責任については、これもまた結局、義務違反を基礎づける事実の主張・立証がないという話です。

その中で、参考資料の5ページのとおり、高裁は特徴的なことを言っています、法人自体の不法行為が成立する場合というのは、言ってみれば人身への被害が発生する公害事例のような場合に限定されるという趣旨のことを指摘しています。このような議論は確かにあり得るところではあるのですが、少なくとも最近の民法学説、また黒沼先生の体系書などから見ても、法人自体の不法行為を否定するという議論はやや時計の針を逆戻したような議論ではないかという気がします。確かに、民法709条自体の責任を認めるのか、それとも会社法350条、あるいは民法715条の解釈として広げていくのかというような構成の違いはあるのですけれども、高裁のような形式論で法人自体の不法行為を否定するのは疑問です。

仮に民法709条の法人自体の不法行為を認めることになったとすれば、その場合の過失の内容については、結局、基本的に被告においてどのようなリスク管理体制がとられていたかが争点になると思います。

ですから、いずれにしましても、先ほど争点2のところで述べたような意味で、会社法350条に関する審査はより慎重に行うべきであったのではないかということが、この判旨に対する疑問です。

### V. 争点4 XらによるY株式の取得等

#### 1. 本件虚偽記載後のY株式の買い直し

## (1) 判旨の概要

虚偽記載後のY株式の買い直しにおいては、本件の虚偽記載前からY株式を保有していた者が、虚偽記載後にY株式を買い直している場合に、金商法21条の2第1項の有価証券報告書等の書類の公衆縦覧期間中に「取得」した者に当たるかが問題となっています。特に、参考資料の6ページに書いている原告P9について、地裁と高裁で結論が分かれています。

地裁は、P9が金商法21条の2第1項の「取得」した者に当たると評価しています。

これに対して高裁は、原告P9が平成19年5月11日に売り買いを同時に行つたという取引形態に照らして、利ざやを稼ぎつつ従前からのY株式の保有自体は継続していたものと見るのが相当である、すなわち本件虚偽記載前に取得していた2万株の保有を継続していたものと同視すべきで、虚偽記載前に取得した株主であるから、金商法21条の2第1項の要件を満たさないという結論をとっています。ですから、高裁では、P9については請求棄却とされています。

## (2) 検討（地裁に賛成、高裁に反対）

地裁に賛成、高裁に反対という立場からコメントします。

金商法21条の2第1項の請求権者の要件の趣旨は、「市場に虚偽の情報が流れ、その影響を受けた市場価格の形成がなされ、そのように形成された市場価格により証券を取得した者が被害者である」と解されていると思います（三井秀範「課徴金制度と民事賠償責任 条解証券取引法」（金融財政事情研究会（2005年）155頁））。

これを前提にしますと、虚偽記載後に取引をすれば、その取引の価格は、虚偽記載の影響を受けて形成された市場価格によるものと言えると思います。たとえ一日に売買を何度も繰り返す、あるいは同時に買付いたことがあったとしても、観念的には、最後の購入についてはこの評価は変わらないように思います。

したがいまして、利ざやを稼ぎつつ保有を実質的に継続したと見るのが相当かを基準として判断している高裁判決に反対したいと思います。

ただし、従前保有していた2万株について、本件半期報告書提出後の平成19年2月26日における507円での1万株の売却、それから同年5月11日における493円での1万株の売却は、理論的に言えば、虚偽記載によって本来より高い価格で売却したという評価もできるように思います。すると、被害者が虚偽記載という単一の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ていると評価する余地はあるように思われ、そうだとすると、損益相殺をしていく余地もあるように思われます。あるいは、この売却によって得た利益は、虚偽記載と相当因果関係のない損害という形で控除する余地もあるかもしれません。

理論的に言えば、このような処理をすれば、流通市場における不実開示の民事責任を認めることにまつわる、いわゆる利益移転問題のうち、長期保有の投資者から頻繁に取引を行う投資者への利益移転という問題を若干は軽減することも可能になります。

同じようなことは、原告P8とP10にも当てはまると思われます。レジュメの9ページと10ページで「←利益」と書いたところが、同じように高値売却利益を観念できるように思われます。

しかしながら、本判決も含めまして、裁判例では、公表前の売却による利益を損益相殺するという主張を認めたことはないと思われます。確かに「取得」した株式についての損害賠償請求ですから、損益相殺の枠組みにのりにくいのかもしれません。しかしながら、同一の不法行為である虚偽記載によって市場価格のかさ上げが生じているのだとすれば、そこから生じる損害と利益には同質性があると考える余地もあると思われます。少なくとも、高裁のように金商法21条の2第1項の「取得」した者に該当しないという処理よりも、損益相殺ですとか、あるいは相当因果関係で処理

したほうが適切ではないかと考えるところです。

## 2. デリバティブ取引によるY株式の取得

### (1) 事実の概要

レジュメにありますとおり、半期報告書の提出の後に、第三者である銀行が発行した、被告の株式に一定の事情が発生した場合には転換されるという他社株転換条項付ユーロ円建債券を取得した原告がいます。観測期間が平成19年4月9日から平成20年4月17日まで、ノックイン価格は285円で、この285円を下回る株価がついたときには、転換が行われることになっているものです。

この転換が生じるときの現物交付、被告株式の交付の計算方法は、この社債の券面額の5,035万円を権利行使価格である475円で割って株式の数を計算するという内容です。ここでいう権利行使価格は、平成19年4月9日当時の約定時の時価であるということになっています。レジュメの10ページには、その日の株価の動きを示してあります。

その後、平成19年9月28日の公表日を経て、同年10月1日に281円になりましたので、ノックイン価格を下回って、現物交付事由が発生しました。償還日の平成20年4月24日に、発行価格を行使価格で割った10万6,000株の被告株式を原告が取得した、最終的に引渡しを受けたという流れになっています。

争点は、公表前に、一定の条件が満たされた場合に被告株式を取得することを約し、公表後に現実の株式の交付を受けた者は、金商法21条の2第1項にいう「取得した者」に該当するかという問題です。

### (2) 判旨の概要

地裁は、これは取得した者に該当するとして、「虚偽情報の開示から訂正されるまでの期間にされた約定に基づき、虚偽情報の影響を受けて形成された約定時の市場価格を基準にして、当該有価証券を取得している」と言っています。

これに対して高裁は、取得した者に該当しない

としています。その理由は幾つか述べていますが、第1に、「公衆の縦覧に供されている間」は、半期報告書を提出した平成18年12月15日から、過年度決算短信の一部訂正についての公表がされた平成19年12月14日までであると言っています。高裁によれば、原告が株式を取得したのは償還日である平成20年4月24日ですから、「公衆の縦覧に供されている間」に当たらないのは明らかであると述べています。

それから、契約締結時点で見たらどうかということが問題になりますけれども、高裁は、その時点ではY株式取得の効力が生じていないことを理由として否定しています。

### (3) 検討（地裁に賛成、高裁に反対）

地裁に賛成、高裁に反対という立場からコメントします。

先行評釈として、黒沼先生の評釈では、地裁の判決について、技巧的な解釈であるが実質的には妥当とされています（黒沼・前掲）。

本判決は、最終的に原告が現物の交付を受けた場合における金商法21条の2第1項の取得の意義について解釈するものと言えます。地裁は、契約締結時に取得と認めるものと言えますし、高裁は、引渡時に取得と認めるというものと言えると思われます。

どのように考えるべきかということですけれども、金融商品取引所で取引する一般的な場合については、虚偽記載によって投資者が高過ぎる価格で購入させられたことが問題であるわけです。ですから、いつ引渡しを受けたか、いつ決済したかは問題視されていないように思われます。例えば公表日の前日に買い注文を出して、公表日の後に実際に決済されたからといって、金商法21条の2第1項の要件を満たさないとは考えられていないように思われます。ですから、こういう考え方を前提とするのであれば、高裁の考え方はそれと反するように思われます。

それから、本件社債について言いますと、条件

に該当したときには、契約時点の平成 19 年 4 月 9 日時点での時価で購入することになっていますけれども、その時点での価格が高く歪められていることになっています。ですから、そのような意思表示をしてしまったことは、虚偽記載の影響を受けていると評価できると思われます。さらに、金融商品取引所外での取引であっても、虚偽記載の影響を受けたと評価できるように思われます。したがって、地裁のような考え方でいいのではないかということです。

ただし、このロジックを貫いていきますと、現物交付を受けずに決済するような場合には、意思表示が虚偽記載の影響を受けているので、金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく請求ができるということになってしまうおそれもあると思います。ただ、これではさすがに請求権者の範囲が広くなり過ぎるようと思われます。そこで、条文の「有価証券を取得した者」という文言からしますと、最終的にやはり有価証券の引渡しないしは決済を受けることが必要だと考えるべきではないかと思われます。

なお、高裁がこの取得についてやや限定的な解釈をとった理由として、想像ですが、民法 709 条などによる損害賠償請求は基本的に認めないと立場ですけれども、それにもかかわらず金商法 21 条の 2 第 1 項は例外的に認めているわけですから、例外というのはやはり例外らしく狭く解すべきだという考慮があったからこそ、「取得」の解釈も狭くするという考えもあったのかもしれません。このような立場も、政策論としては理由があり得るものだと思われます。ところが、高裁はそのようなことは全く述べていませんから、これは憶測の域を超えません。

それから、高裁が述べた「公衆の縦覧に供されている間」の意義について、あまり実益はないのですけれども、若干コメントさせていただくと、高裁は、訂正内容につき適時開示をするときまで、と考えているようです。ところが、条文の文言だけを形式的に読むと、これは有価証券報告書の公

衆縦覧期間の満了まで、もしくはその有価証券報告書の訂正報告書（金商法 24 条の 2）が提出されるときまで、ということなのではないかという疑問もあります。ただ、これは高裁の論理からすると、いずれでも同じ結論ですから、あまり実益のある議論ではありません。

## VI. 争点 5 金商法の規定に基づく損害賠償請求

### 1. 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償額算定

#### (1) 取得自体損害について

##### ア. 原告の主張

原告は、取得自体損害を主張しています。原告は、一般に虚偽記載がなければその株式を取得することはなかったと推認されるという一般論のもとに、レジュメの 12 ページに記載している 3 つの事情を根拠に、取得自体損害を主張しています。

##### イ. 判旨の概要

これに対しては、地裁、高裁ともに否定しています。地裁は、本件の虚偽記載は上場廃止事由を隠蔽するといったものではない、高裁は、上場廃止を余儀なくされるような状況にあったとは言えない、ということを主たる根拠としています。

##### ウ. 検討（理由に疑問）

結論には賛成ですけれども、理由には疑問があるという立場でコメントします。

レジュメの 13 ページのとおり、先行する判例では、取得自体損害を肯定したものもあれば、否定したものもあるわけです。これは要するにケース・バイ・ケースだと思うのですけれども、一般論としては、被告の経営状態と原告の投資目的が主たる考慮要素になると思われます。本判決は、上場廃止に当たるかということに注目していまして、被告の経営状態に関する話ではありますので、その意味では妥当であるわけです。ただ、原告の主張している内容に必ずしも正面から全部答えているわけでもないようと思われますから、そこに

やや疑問があるということです。

なお、例えばある原告が、「純利益が赤字の会社には投資しない」といった投資戦略をとっていたことについて主張・立証していれば、取得自体損害を認める余地はあると思われます。もっとも、本件では、原告らはそのような個別事情は主張していないように思われます。その背景には、おそらく原告数が 100 名以上であったことが影響しているのではないかと思います。また、このような主張はどこまで立証可能かというと、かなり立証困難なタイプの主張だと思いますから、そういう意味でやや無理筋な主張だと思われます。さらに言えば、取得自体損害が仮に認められたとしても、判例の立場、特に西武鉄道事件を前提にすれば、相当因果関係のある損害に限定されることになりますから、これをあえて主張しても、あまり実益の得られない主張ということになると思いますので、これを省略する訴訟戦略だったのではないかとも推測されるところです。

## (2) 金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額算定 ア. 原告の主張

まずは、推定規定の話の前に、金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害額の主張もされています。原告は、仮に取得自体損害が認められないとしても、損害額の算定は、取得価額と処分価額の差額を基礎とすべきだという趣旨の主張をしています。これは、実質的には高値取得損害のケースであっても、損害額は取得自体損害と同じように計算すべきだという主張であるとも言えるように思われます。

## イ. 判旨の概要

これに対して、地裁は否定しています。特徴的なこととして、想定株価の主張・立証もしなければいけないにもかかわらず、それをしていないということを述べています。

高裁も結論は否定ですが、想定株価の主張・立証自体は不要であるけれども、虚偽記載と相当因

果関係のある損害であることの主張・立証は必要であると述べています。そして、「取得価額－処分価額」の下落に対する虚偽記載等の影響の程度について個別具体的な立証がないから、この原告の主張は認めないと結論になっています。

## ウ. 検討（結論賛成）

結論賛成という立場です。

最判平成 24 年 3 月 13 日（民集 66 卷 5 号 1957 頁）は、「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」としています。これを前提に考えることにしますと、想定株価それ自体を主張・立証する必要はなく、原告の主張する損害額が虚偽記載と相当因果関係があるかが主たる争点となる主要事実となるべきだということになると思われます。したがって、地裁の理由、つまり想定株価の主張・立証は必要だということについては、疑問があります。

また、原告は、「取得価額－処分価額」の全額が損害額だと主張していますけれども、これについては、虚偽記載との相当因果関係があるとは言えないことは明らかであるように思われます。なぜならば、被告の株価は、市場全体の動向などのさまざまなほかの事情による変化があったはずだからです。

したがって、相当因果関係の主張・立証責任も原告にあるという一般的な解釈によれば、原告はこれを主張・立証していないので、結論としては、否定するという結論でよいと思われます。

なお、想定株価の主張・立証を仮にやってみましょうということで、推計期間を虚偽記載前の 1 年間として、TOPIX と被告の株価の変動率を回帰分析して推計しますと、レジュメの 14 ページの記載の方程式を組むことができます。これに当てはめて公表日の翌取引日からさかのぼって被告の株価を推計したのが、15 ページのグラフと表です。

起算点をさかのぼって 2 つとっています。1 つ

は、①と書いてある本件の公表日の翌取引日です。グラフで言うと黒い太線になっているところでして、これは平成19年10月1日です。もう一つの起算点としたのは、訂正報告書提出日の翌取引日の平成19年12月28日で、グラフ上は点線の想定株価②になっています。

表は、虚偽記載の後、公表日までの期間において、被告の株価の終値と推定した想定価格の1日ずつの差額を計算してまとめたものです。これを見ますと、取得時差額として仮にこういう計算が許されるのであれば、①を起算点とすると75円から189円、②を起算点とすると84円から201円の範囲にあることとなります。

ちなみに、金商法21条の2第2項の推定規定を使いますと、平均の1か月間の差額は69.66円です。ですから、本件においては、推定規定だとやや低めに算定されたのではないかと思われるところです。ただ、この推定モデルは相当単純なものですから、これでいいのかという問題はあるかもしれません、一方で、これが一番シンプルで、あまり恣意的でもないものといえるかとも思います。

## 2. 金商法21条の2第1項に基づく損害額算定と民訴法248条

### (1) 判旨の概要

地裁は、金商法21条の2第2項——現行法では第3項に相当します（以下、特に断りのない限り現行法の条項を記載）——の推定額は民訴法248条を上回る、裏を返せば、民訴法248条を適用するときには金商法21条の2第2項（現在の第3項）の推定額を超えないことが原則であると言っています。そして、原告らにおいて推定損害額を超える損害があったことを立証しない限り、これを超える額を民訴法248条の「相当な損害額」とは認定できないことを述べています。

高裁もほぼ同旨ですが、民訴法248条の適用に對してはより制限的な立場を示しているように思われます。

### (2) 検討（判旨賛成）

金商法21条の2第3項の推定額は、原告の立証の困難を救済するものですから、民訴法248条と機能的に類似すると思われます。そこで、判旨のとおり、金商法21条の2第3項が出発点となり、民訴法248条、それから民法709条といった順番でよいように思われます。

例外としては、先ほど述べたような形でのマーケットモデルで想定価格を主張・立証してきた結果として、その額が推定額よりも高いときには、マーケットモデルを使った想定価格をベースに損害額を認定することも認められてしかるべきだと思います。ですから、そういうときは民訴法248条を適用して、かつ金商法21条の2第3項の推定額よりも高い額が算定されることも認めてよいのではないかと思われます。

先ほどの計算からすれば、本件はもしかしたらそういう場合であった可能性があると思います。ただし、本件ではそのような想定価格の主張・立証は一切されていませんから、これは判例評釈の域を超えるものということになるかとは思います。

## 3. 金商法19条2項と民訴法248条

これは、発行市場で取得した原告との関係で問題になっています。

### (1) 判旨の概要

判旨は、まず、金商法19条1項において、発行価格（361円）から処分価格を控除するという規定があり、そこからの控除項目として、金商法19条2項のいわゆる他事情値下がりというものを控除する規定があるのだということを述べた上で、他事情値下がりの認定に際して、民訴法248条を適用もしくは類推適用するということを認めています。

その理由は、他事情値下がりを損害額から控除する必要があること、それからその額の証明が極めて困難である場合があることは、金商法19条の

場合も金商法 21 条の 2 の場合も同様だからだと言っています。

## （2）検討（判旨反対）

これについては、判旨反対です。

金商法 19 条は、いわゆる原状回復的損害賠償の規定であると一般的には解されてきたように思われます。この判決のように、他事情値下がりを柔軟に認定することになるのであれば、その評価を変える必要もあることになるかとは思います。

実はそのような流れは、もしかしたら西武鉄道事件で示された話の延長線上、すなわち流通市場の場合の取得自体損害についても他事情値下がりを控除するという判決（最判平成 23 年 9 月 13 日民集 65 卷 6 号 2511 頁）の延長線上にあるとも言えるかもしれません。

しかしながら、金商法 19 条と金商法 21 条の 2 では状況が異なると思います。前者は発行市場での責任、後者は流通市場での責任です。発行市場の問題においては、発行者は虚偽記載によって、本来行うべきでない取引により資金調達をしているということが最大の特徴であるわけです。したがいまして、金商法 19 条 2 項の控除の抗弁は、立法論的には疑問もしくは不当であって、解釈論としては、被告に通常の立証責任を課すのが妥当ではないかと考えます。

したがって、金商法 19 条 2 項についてまで民訴法 248 条による被告の立証の困難を救済するという必要はなく、判旨に反対したいと思います。

## 4. 公表日当日に Y 株式を取得した場合の損害額算定

### （1）判旨の概要

公表日の当日に取得した場合、金商法の文言上あるいは解釈上、そのような者は金商法 21 条の 2 の規定に該当しないことになりそうです。公表日の前に取得した者と公表日の後に取得した者というような概念はあるとは思いますけれども、公表日当日の者が含まれるとは書いていないというこ

とで、地裁と高裁で問題になっています。

地裁では、金商法 21 条の 2 の適用もしくは類推適用は否定すると述べています。その上で、しかしながら民訴法 248 条を適用し、推定額（69.66 円）をベースにしたもの 7 割を損害として認定しています。

これに対して高裁は、金商法 21 条の 2 の類推適用を肯定しています、したがって推定額による損害を認定しています。

### （2）検討（地裁に反対、高裁に賛成）

地裁に反対、高裁に賛成という立場です。

金商法 21 条の 2 というのは、明らかに「日」単位の規定です。ですが、実際の公表は「分・秒」単位、取引で言えば「ミリ秒」単位であるわけです。そうしますと、実際には、公表日に取得したという者は 2 つのタイプに分けることができます。すなわち、①公表前に取得した者と②公表後に取得した者です。

①実際は公表前に取得したという場合には、例えば公表日の前日に取得した者と利害状況は全く同じですから、これは類推適用を認めてよいと思いますので、高裁に賛成です。

## VII. 争点 6 公表日の特定

### 1. 判旨の概要

被告は、平成 19 年 9 月 28 日の発表は、あくまで虚偽記載の可能性に言及したものであるとして、公表には当たらないと主張しています。しかし、地裁と高裁は、いずれも公表日はその日であるとしました。

被告による適時開示は 2 つあります、1 つが「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」、もう 1 つが「適時開示（業績予想）」です。結局、この 2 つの公表資料をあわせて読めば、最大で 280 億円の訂正の可能性があることがわかるというものでした。

これについて高裁は、「過年度決算発表訂正の可能性に関するお知らせ」の評価として、本件各

報告書（半期報告書と有価証券報告書）に虚偽記載があることを明示してはおらず、訂正額を具体的に明らかにしたとまでは言えない、と言っています。けれども、「適時開示（業績予想）」という公表資料もあわせて考慮すれば、「コストダウン施策の実現性の乏しいものが計上されていたことにより最大で 280 億円の過年度訂正がされる可能性が明らかにされ、取引所市場としては、一審被告について決算書上明らかではない業績悪化が始まっており、決算書類にも相当額の虚偽記載があるという事実を認識することが可能となった」と言って、公表と認めています。

被告は、これに対して、半期報告書の訂正については本件公表では全く触れられていないことも主張しました。

これを否定する理由として、高裁は、本件半期報告書は、平成 19 年 3 月期決算に向けた中間決算の報告という位置づけのものであり、年度末の決算が訂正されることになれば、それと連動して中間期決算も訂正される可能性が高いのだから、本件公表は、半期報告書の虚偽記載の訂正も含んだ内容と解するのが相当である、と言っています。

## 2. 検討（判旨賛成）

判旨賛成という立場からコメントをいたします。

公表の意義につきましては、最判平成 24 年 3 月 13 日の「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」「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りる基本的事実について上記措置がとられれば足りる」という判示があります。

これに従って考えますと、まず第 1 に、平成 19 年 9 月 28 日の公表内容は、本件虚偽記載の原因との関係で見ても、基本的事実の同一性があると言えると思います。

それから、金額についても、具体的な金額が正しい数字である必要はないことなども考えますと、

ここで公表されたのが約 280 億円で、実際の訂正額は約 300 億円ですけれども、ほぼ同じ数字でもあるということを考えれば、やはり基本的事実の同一性があると言えると思います。

それから、過年度訂正をすることは、判旨の理解によれば、誤謬があった場合に行われることであって、過去に虚偽記載があったことを示すものであるという評価になるのだろうと思われます。ですから、公表と言ってよいと思われます。

また、私見としては、金商法 21 条の 2 の公表日は、原告にある程度自由に選択する余地を認めた上で、その推定額から相当因果関係のない額を被告が反証するのが、金商法 21 条の 2 の構造と適合的であると思われます。本件は特に、徐々に真実が公表されていった事案であると思われますから、平成 19 年 9 月 28 日を公表日とする損害額の推定を出発点にして、その反証を被告に促すことでもいいと思われます。

確かに、平成 19 年 9 月 28 日の開示の内容は「可能性」にとどまるわけですが、この可能性については 2 パターンがあります。①虚偽記載があるから過年度訂正する、②虚偽記載がないから過年度訂正しないという 2 つの可能性です。市場は、この 2 つがあり得ることを前提に、①も確率論的にあり得ることを前提として価格形成をしたと、少なくとも理論的には評価できるのだろうと思われます。もちろん、「可能性」という情報を前提にした価格形成は、真実の情報に基づく価格形成とは異なります。しかし、その違いによって損害額の推定額が高過ぎるということになれば、それは被告が反証すればよいことです。

また、逆のパターンとしては、可能性の開示にとどまることによって、本件の公表日の段階では、市場が実際の虚偽記載の内容を過小評価した可能性もあります。その場合の不利益は、推定規定を使い、しかも公表日を自分たちで選んで使っている原告が負うことになります。

したがいまして、100%の事実が明らかにされていなかったからといって、公表に当たらないなど

と考える必要はないと思われます。

### VIII. 爭点 7 他事情値下がり

#### 1. 業績予想の下方修正による値下がり

虚偽記載があったことと同時に、業績予想の下方修正による値下がりがあったということですから、先例で言えば、アーバンコーポレーション事件と同じ問題があります。

##### (1) 判旨の概要

業績予想の下方修正は、本件においては、虚偽記載と相当因果関係がなく、他事情値下がりに当たるとされています。本件では、その原因が原価の見通しの誤りであることについては共通するわけですけれども、虚偽記載があったから業績予想の下方修正がされたわけではない、レジュメの19ページの記載の矢印のとおりの因果関係であるという趣旨のことを述べていると思います。

このことを述べた上で、推定額の69.66円から、業績予想の下方修正による影響であるとして5割を控除しています。

5割となった理由ですが、第1に、業績予想の下方修正の額が過年度訂正と下方修正の合計額に占める割合が約64.6%であることや、業績予想の下方修正額から、過年度訂正が業績予想の下方修正に与える影響額123億円（修正前後の営業利益予想額の差分）を控除した額につき、全体額に占める割合が約50.1%であることを見ています。第2に、本件公表直後の報道で、業績の見通しの予想を上回る悪化を反映した株価下落であるという報道がされていたということも指摘されています。そういうことを総合的に判断して、5割の控除がされています。

##### (2) 検討（他事情値下がりについて判旨賛成、5割控除について結論賛成）

他事情値下がりであるという評価については判旨賛成で、5割控除については結論賛成という立場です。

業績予想の下方修正について、虚偽記載と因果関係がないという評価については賛成です。

控除の割合についてですが、金商法21条の2第5項または民訴法248条の類推適用が判旨における条文上の根拠とされています。これは裁判所の裁量の範囲の問題ですから、厳密な議論は極めて困難です。ですので、判旨に特に異論はないという意味での結論賛成です。

ただ、判旨では、虚偽記載と他事情値下がりとされた業績予想の下方修正の金額割合を手がかりとして判断されていますけれども、この点については、疑問の余地はあると思います。

黒沼先生の先行評釈では、過年度決算の虚偽記載のみが公表されていたとしたら、Yの株価がどの程度下落していたかという観点から判断すべきだと批判されています。理論的には全くそのとおりだと思います。ただ、Yの株価がどの程度下落していたかという算定は極めて困難ですから、本判決の結論を是認してよいのではないかと思います。

つまり、確かに、虚偽記載の金額と業績予想の下方修正の金額の割合と比例して、市場価格が影響を受けるとする理論的な根拠はないと思います。そもそも有価証券報告書の利益その他の金額と業績予想の金額は、過去の情報か将来の予測かという質の異なる情報であると思われます。ですから、比喩的に言えば、リンゴとスイカの価格を比較・評価するのに際して、重さを見ているようなたぐいの計算であって、あまり理論的な根拠はないものだと思われます。

ただ、これに代わる客観的に優れた方法が何かあるかというと、そうは言いにくいということがありますから、裁判所が判旨で述べた「相当な額」の認定としてある程度の数字の根拠をわざわざ示している以上、それをあえて否定する必要もないのではないかということです。

なお、論理的には、当該会社の虚偽記載のなかった時代の直近の数年間の財務諸表と株価の割合を計算し、いわゆるマルチプル法（類似会社比準

法)を使って、売上額が幾ら減ったら株価にどのくらいの影響を与えるか、といった計算をする余地はあるかとは思います。ただ、そもそもこれは裁判所の裁量の範囲ですから、そういう細かい数字を云々しなくていいというのがこの規定の趣旨だと思いますので、ここはあまり詰めても仕方のないところなのかもしれません。

## 2. 本件半期報告書提出後、本件有価証券報告書提出時までに取得したY株式に関する、同報告書に起因する値下がり

半期報告書の提出後、有価証券報告書が提出されるまでの間に取得した原告に関して、有価証券報告書が公表されたことによる値下がりは控除すべきかが問題になりました。

### (1) 判旨の概要

地裁は、先ほどの5割控除した後の34.83円からさらに4割を控除するとして、最終的に20.90円が損害額だと言っています。理由は、有価証券報告書の虚偽記載は、半期報告書を信じて取得した人たちから見れば、事後の事情であって他事情値下がりであるというのが一つの理由です。次に、その割合については、半期報告書の虚偽記載の金額が有価証券報告書のそれの32%～35%程度だったことから、4割に数字を丸めたということだと思います。

高裁は、34.83円の2割の控除にとどめています。理由として、虚偽記載の過大計上金額と株価下落額が単純な比例関係にあるとは認められないと言っています。そして、当時の金商法21条の2第5項(現在の第6項)と民訴法248条の類推適用によって、2割の控除としています。

### (2) 検討(控除することに賛成、割合は論評不能)

控除することに賛成、割合は論評不能という立場です。

地裁と高裁の共通点は、半期報告書提出後、有

価証券報告書提出までに取得した投資者にとって、その後の事情である有価証券報告書の虚偽記載とその公表による値下がりを他事情値下がりであるとした点です。これは要するに、取得後に再度行われた虚偽記載によって株価が「かさ上げ」され、公表時にそのかさ上げ分が消滅したということですから、このかさ上げ分については、このタイプの原告は損害を被っていないと言えると思います。したがって、これについて控除することに賛成したいと思います。

これに対して、黒沼先生は、避けることのできなかつた後続損害として賠償の範囲に含めるべきだと批判されています。しかしながら、他事情値下がりであるということは、業績予想の下方修正と同じ評価でいいと思いますから、判旨に賛成したいと思います。

## IX. 争点9 弁護士費用

### 1. 判旨の概要

地裁と高裁は、金商法21条の2第2項(現在の第3項)。以下、本段落において同様)の推定規定に基づく損害額の別枠として弁護士費用を加算すべきかという問題について、これを加算しないという結論をとりました。金商法21条の2第1項の損害は、虚偽記載等と相当因果関係のある損害を全て含むところ、金商法21条の2の当時の第2項にいう損害も同じであり、弁護士費用を虚偽記載等と相当因果関係のある損害であるとすると、金商法21条の2第2項の推定規定に弁護士費用も含まれていると論理的には評価できるから、さらなる加算はしないと述べています。

### 2. 検討(判旨賛成)

判旨賛成という立場です。

黒沼先生は、次のように批判されています。すなわち、推定損害額は、弁護士費用を含めた損害額を推計させる形式にはなっていないから、推定損害額とは別に、金商法21条の2第1項に含まれる「損害」として弁護士費用の請求ができなくて

はおかしい、推定損害額を援用した場合に、それを援用しなかった場合に比べて、弁護士費用の請求について必ず不利になるという結論から見ても不当である、とおっしゃっています。

そこで検討してみますけれども、金商法 21 条の 2 第 1 項の損害として、例えば取得価格から想定価格を差し引いて、いわゆる取得時差額を主張・立証し、それが認められたということになったとすれば、その取得時差額に加えて弁護士費用も請求できることになると思います。これは不法行為の一般的な議論だと思います。もちろん上限の話はありますけれども、上限額の話は差し当たり措くこととすれば、そういうことになると思います。

虚偽記載をすれば、投資者が損害を被り、その損害賠償請求に際して弁護士に委任し、弁護士費用が発生することは通常のことであって予見可能ですから、相当因果関係のある損害と言えます。金商法 21 条の 2 第 1 項に基づく損害賠償請求を認容した事件において、弁護士費用を認容損害額の 1 割として認めた裁判例もあります（東京地判平成 29 年 3 月 28 日金判 1517 号 23 頁）。

他方で、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定を使う場合は、必ずしもそうとは言い切れないように思います。なぜかというと、公表日前後 1 か月の平均額の差をとるということは、一言で言うと大ざっぱでして、取得時差額や金商法 21 条の 2 第 1 項で認められる損害額と一致する保証はないからです。

論理的には 3 パターン考えられます。仮に金商法 21 条の 2 第 1 項で認められるのが取得時差額だとすると——これは別にそれに限定する趣旨ではなくて、同条第 1 項に基づく損害賠償を主張・立証した場合と推定値とどちらがいいのかということとして、この点は捨象しますが——、①推定値 > 取得時差額、②推定値 = 取得時差額、③推定値 < 取得時差額のいずれもあり得るところです。同条第 3 項の推定値に弁護士費用を加算しますと、同条第 1 項に基づく請求と比べれば、①だと有利で、②と③ならば不利ということになると思いま

す。推定規定を使うということは、①から③のいずれであるかを問わないわけですから、①のパターンがある以上、推定規定を使うと必ず不利になるとまでは言えないと思います。

推定規定の計算による損害賠償請求は、あくまでも政策的に認められた便宜的なものにすぎないわけですし、また、推定規定を使えば本来認められなかつた可能性のある損害額の立証も認められるというタイプのものだと思います。ですから、そういうメリットもあることも考えますと、弁護士費用を推定規定と別枠で加算できなくてもやむを得ないように思います。もちろん、理論的には、もしかすると、株主代表訴訟のように弁護士に相当な報酬を支払うことを制度上担保することで訴訟のインセンティブをきちんと与えることが金商法 21 条の 2 の趣旨にもかなうのだという立場もあるかもしれません。そうだとすれば、①の場合であっても、弁護士費用の加算を認めるべきだという主張もあり得るとは思います。ただ、私は金商法 21 条の 2 の損害賠償請求制度自体にやや懐疑的でありまして、訴えが増えればいいというものでもないと思いますから、そのようなインセンティブまで与える必要はないと思いますので、判断に賛成ということです。

そのほか、遅延損害金とかもありますが、それは省略いたします。

以上です。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 飯田先生、どうもありがとうございました。大変詳細かつ明快に説明していただきました。

論点は多岐にわたりますけれども、順番にやつていくとなかなかご意見が出てこない可能性がありますので、特に論点は限らずご発言をお願いしたいと思います。

## 【デリバティブ取引による取得と金商法 21 条の 2】

○伊藤 レジュメの 10 ページ以下で論じられたデリバティブ取引による Y 株式の取得に関して伺いたいことがあります。11 ページの飯田先生のご検討の中で、虚偽記載によって投資者は高過ぎる価格で購入させられたことが問題である、あるいは、本来より高い時価で購入するという意思表示をしてしまったことが虚偽記載の影響を受けています、とおっしゃいました。

このあたりにつき、私は飯田先生の結論には賛成なのですが、このように飯田先生が検討されている前提としては、他社株転換社債の場合、権利行使価格が約定時の時価とされていて、これが虚偽記載のせいで高過ぎたために結局もらえる株式が少なかったということが問題とされているのかなと思いました。

そうだとすると、例えば原告としては、そもそも他社株転換社債では、権利行使価格の設定に関して、市場価格を基準に約定していたということを立証する必要があるのではないか、あるいは、そういったところを裁判所としてきちんと認定しなければいけないのではないかと思います。ところが、参考資料の 7 ページで引用されている裁判所の理由づけは簡単すぎるようにも思えます。単に平成 19 年 4 月 9 日時点で形成されていた被告株式の株価に基づいて前記約定をしていたことは明らかだというだけではなく、もう少しきちんとした理由づけが必要だったのではないかと感じました。

それから、この場合の原告の損害の性質は何なのでしょうか。これは高値取得損害なのでしょうか。あるいは取得自体損害だと言えるのでしょうか。虚偽記載がなかったとした場合に、他社株転換社債を購入していた原告についてどういう状況を想定するのかということが難しいのですが、裁判所がどう構成したのかということも含めて教えていただければと思います。

○飯田 第 1 点目については、おっしゃるとお

りで、権利行使価格を決めるときに当時の時価を参考にしたという話で、その参考した時価が歪んでいたのだから、こういう議論になるのではないかということです。理屈をもう少し詰めていけば、それでは、このときにこの時価と違う金額にしていたらどうだということも問題になると思いますけれども、そこは本件とは関係がないということで省かせていただきます。

おっしゃるとおり、権利行使価格の 475 円が約定時の時価だということが必ずしも明らかでないように思ったので、レジュメの 10 ページにあるような株価表をつけているわけですが、ある意味公知の事実でもあるかもしれないで、そこまで言わなくてもいいのかなということで、特にそこまで細かいことは報告しませんでした。

2 点目についてですが、確かに損害の性質はよくわからないところです。買っているのは社債ですから、社債の価格が高過ぎたとか、社債の利率がどうだったとか、そういう評価との関係もあるので、これは極めて難問だと思います。ただ、それを一切捨象しますと、最終的に権利行使価格が高過ぎる形で現物交付がされたため、やはりもらった株の数が少な過ぎることになると思いますから、本来であれば得られたであろう株式の数と実際にもらった株式の数が違うということで、事実上、普通に市場で買った投資者と同じように、高過ぎる形でつかまされたときに被った損害と同じだと評価してよいのではないかなど報告では考えました。

地裁は、そういうことについてはあまり議論していないように思います。高裁は、これをそもそも否定していますから、手がかりになる議論はありません、というのが私の回答です。

○伊藤 ありがとうございます。

○白井 同じくデリバティブ取引による Y 株式の取得のところで、私もお聞きしたいことがあります。まず、飯田先生がご紹介くださっているレジュメの 11 ページにある金商法 21 条の 2 第 1 項の責任追及を認めるか否かという議論の後に、本

判決は、損害額の推定について、デリバティブ取引の場合にも金商法 21 条の 2 第 3 項の規定の類推適用を認めているようですが、この点についての飯田先生のご評価をお聞かせいただければ幸いです。

あわせて、個人的な感想ではありますが、金商法 21 条の 2 第 3 項の類推適用を認めるべきか否かを判断するに当たっては、本件におけるノックイン価格の算定方法が影響するようにも思われます。仮に当時の IHI の株価の推移（時価やボラティリティなど）がノックイン価格の算定に何か影響を与えていたのだとすると——一般論としては与えていそうな気はするのですが——、虚偽記載はろばい売りなどを誘発するわけですから、虚偽記載の有無はノックインするかどうかという確率にも影響を与えるといえるのではないか。そう考えていくと、デリバティブ取引の場合には、金商法 21 条の 2 第 1 項の責任追及を認めるとしても、果たして同条 3 項の推定規定による損害の推定になじむのだろうかという疑問が湧いてきます。この点についても、飯田先生のご見解をご教示いただければ幸いです。

○飯田 1 点目については、高裁では請求棄却なので、地裁のほうですね。

○白井 地裁のほうです。

○飯田 おっしゃるとおり、ノックイン価格はどうだということを考えると、まったく自信はないわけですが、先ほど伊藤先生の質問に回答したような立場からすると、これは類推適用していいのではないか、同じような計算でいいのではないか、と考えられます。

問題は、やはりノックイン価格などにも影響はあるはずですから、そのあたりに関してどう考えるかということですが、まずノックイン価格についてどのようなやりとりがあったかということに関しては、正直、事実認定はあまりされていなかったように思います。ただ、おそらく市場価格をベースに、このぐらい下がったときには、どのような形で決めたのだろうと推測されますから、

そうだとすると、その時点での市場価格が高過ぎて歪んでいるということであれば、やはりノックイン価格も歪んでいたのだと思われます。ただ、それが損害賠償の算定において影響があるのかというと、あまり影響はないのではないかと思われますので、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定のままでいいのではないかという立場ですが、あまり自信はありません。

○黒沼 今の点についてですけれども、白井先生のご質問というのは、虚偽記載が発覚するとボラティリティが高まるので、ノックインする確率も高くなる、その結果としてノックインしたのだというような場合には、特別に損害が上乗せされるのではないかと、そういうご趣旨ですかね。

○白井 おっしゃるとおりです。

○黒沼 それはそのとおりのような気もしますけれども。

○飯田 それについては、そうですね、社債購入価格が高過ぎたという話になるのですかね。

○加藤 私も伊藤先生と白井先生と同じ点について質問したいのですが、デリバティブ取引が組み込まれた他社株転換社債の転換によって株式を取得した投資者が金商法 21 条の 2 第 1 項の責任を追及できることに加えて、損害額の推定規定の適用も認めることが投資者の被った損害の性質に照らして妥当なのか、白井先生と同じような疑問を持っています。

投資者の被った損害の本質が他社株転換社債の価格づけが間違っていたということにあるのであれば、被告には、仮に虚偽記載がなかったら他社株転換社債の価格、つまりデリバティブ取引のポジションの公正価値はこのぐらいだったという反証が許されてもよいように思います。しかし、損害額の推定規定の類推適用も認めてしまうと、結局許される反証というのは、虚偽記載によって生ずべき有価証券の値下がり以外の事情が生じたということだけなので、他社株転換社債に組み込まれたデリバティブ取引の公正価値の反証によって責任を限定することはできなくなるような気がし

ます。このような理解で正しいのか、飯田先生のご意見を伺えればと思います。

○飯田 私としては、それについては、社債が高過ぎる価格だったという話は、本件とは基本的には関係がないと思いますけれども、その話をもし認めるのだとすると……社債を高過ぎる価格で買ったことを被告が反証すれば、損害額は減らせるということですか。

○加藤 虚偽記載によってデリバティブ取引の公正価値が異なるものとなってしまったということが、投資者が被った損害の本質であったような気もします。そうすると、結局、虚偽記載がなかった場合の正しい価格を算定できるのであれば、損害の額を算定できるのではないかでしょうか。本判決の事案から離れてしまいますが、虚偽記載によって過大なオプション料を支払うことになってしまった投資者にとって、正しいオプション料と実際に支払った過大なオプション料の差額が損害になるのではないかという話です。

○飯田 おそらく、報告では、オプション取得時の判断が歪んでいるということを捉えていなかったと思います。もしそこを捉えるのであれば、これは金商法 21 条の 2 の枠組みにそもそもものってこないのではないかと思います。社債やデリバティブなどを購入する時点でたまたま原資産価格が間違っていたということで、株式の原資産の発行体に主張できるようなタイプの話ではないと思うので、そこを議論するのであれば、そもそも金商法 21 条の 2 の取得に当たらないという高裁のほうがむしろ理論的なのではないかという気がしました。

私は、完全に結果論として、現物交付を受けたことをもって普通の株式を取得したのと同じと見るという、事後のところだけを見ていますから、加藤先生とは見ているところがおそらく違うのではないかかなと思いました。それ以上はあまりわからぬというのが正直な答えです。

○北村 今の点ですけれども、私はむしろ高裁にやや好意的です。飯田先生がレジュメの 12 ペー

ジの一番上に書かれておられるように、本件で原告が取得した有価証券である社債の発行者は訴外銀行です。そして、ノックイン価格を下回った場合等の決済の方法として、Y の株式を取得するという仕組みの社債について、そもそも決済によって取得した株式の発行者に金商法 21 条の 2 の責任を追及してよいのでしょうか。この場合はたまたま決済によって取得したのが株式だったから金商法 21 条の 2 の責任追及が可能であるという考え方には少し疑問があります。つまり、原告はみずからの意思で IHI 株式を買ったわけではないですね。先ほどオプションの話が出ていましたけれども、現物交付事由が発生する時点では原告には何も選択権がないですから、こういう場合に金商法 21 条の 2 を適用するのが妥当ではないと思えるのですが、いかがでしょうか。

次に、仮に本件のような事例で金商法 21 条の 2 第 1 項と第 3 項の請求ができるとした場合に、例えばこのようなデリバティブを複数並行して取引していて、一方では、公表日の前に観測期間が終わって虚偽記載によって得をし、他方で虚偽記載の公表によって損をしたとき、得をした部分と損をした部分とは損益相殺の対象になるのでしょうか。損をした方は株式を取得し、得をした方は金銭で決済している場合にもそのように考えていいのかというのが 2 つ目の質問です。

○飯田 1 点目については、確かにデリバティブ取引にまでこのようなものを認めていいのかというのはおっしゃるとおりで、私もありこの立場に自信はありません。訴外銀行が発行した社債の参照先が IHI 株式であったことはおそらくわかつて買っているはずですから、最終的に IHI 株式に転換される可能性があることはわかつて投資したのではないかと思いますので、そこは必ずしも致命的ではないのではないかなどというのが 1 点目の答えです。

2 点目については、損益相殺の話ですけれども、私の先ほどの報告の立場からすれば、先生がおっしゃったようなケースでも損益相殺していいので

はないかと考えますが、これはかなり自由な立場で言っていることですから、裁判所がそういうことまで認めるとはあまり思えないというところであります。

○松尾　　同じところで、私は飯田先生のお考えに近いのですけれども、やはりこれは潜在的に株式を引き取らないといけなくなっていたのだから、株式を持っている人と同じでいいのではないかと考えています。もしノックインが虚偽記載の公表よりも前に起こっていたら、それは株式と同じように扱ってしかるべきだと思います。償還はまだですから社債のままですけれども、将来的に株式を引き取らざるを得なくなっている状態で、その間に虚偽記載について公表したという場合も同じように考えるべきだと思います。本件地裁判決の「継続して保有しているもの」という文言に関しては、公表の時点では株式を保有していないので、類推する必要はあるかと思うのですけれども。

ただ、本件は、ノックインが虚偽記載の公表後に起こったので、その意味では、虚偽記載の公表時にはまだ株式を引き取らざるを得ない状況にはなかったわけです。しかし、ノックインしたのがそもそも虚偽記載のせいといいますか、虚偽記載の公表があってのことなので、そこについては、損害賠償の観点からは区別をしなくていいのかなと。

ということで、結論としては、原審のほうがよかったですのかなというふうに考えております。

○梅本　　私はどちらがいいのかよくわかりませんが、本件の仕組債と類似するものとして、IHI 株式を参照株式にしていて、最終的に元本が毀損されるという種類の仕組債もあると思うのです。株価が一定額を割り込んだときに、本件のように株式の交付を受ける仕組債のほかに、単に元本が毀損されるタイプの仕組債もあるということです。それで、投資家としては、やっていることは同じようなもので、参照株式である IHI 株式の将来的な値動きがどうか、あるいはボラティリティがどうかということを見ながら、類似の投資行動や投

資判断をしているわけです。それにもかかわらず、一方では金商法上の損害賠償責任が認められて、他方では認められないというのが果たしていいのかなと思うと同時に、おっしゃるように、最終的に株式を引き受けるのであれば、それに限っては金商法 21 条の 2 を認めてもいいのではないかという考え方もあるのかなと、ちょっとどちらつかずの感想を持っています。

○飯田　　おっしゃるとおりで、実質的には、例えば現物をもらうかどうかはあまり意味がないとは思うのですけれども、ただ、理論的に考えていくと、デリバティブでも何であっても金商法 21 条の 2 を使えることとすれば青天井になってしまいますから、やはり現物を取得するという歯止めが一つのラインかなと考えています。論理的な根拠があるというよりは、実際的な考慮をもとに言っています。

あとは、金商法 21 条の 2 が使えなければ、民法 709 条などの請求も理論的にはあり得ますから、そこで線を引けばいいかなという趣旨の報告でございました。

○船津　　一点、感想だけなのですが、飯田先生は、高裁について引渡しを重視されているような読み方をされているのですけれども、判旨の中では、引渡しというような言葉はないように見えたのです。ちょっと読み込みが足りないのかもしれませんけれども。むしろ所有権が移転しているかどうかということ、所有権から発生するリスクを虚偽記載の前後で分けるという発想なのかなと考えると、地裁は契約の段階でリスクを引き受けていると見たのに対して、高裁はまだ引き受けていないと見たということなのではないか、契約の性質の解釈を違えただけなのではないかなと感じております。

飯田先生が最終的に現物の引渡しが必要だとおっしゃっている趣旨も、結局のところ、リスクを最終的に引き受けたという確証が要るのだというご見解なのかなと感じました。

## 【金商法 21 条の 2 第 3 項の損害の算定と民訴法 248 条】

○船津 レジュメの 15・16 ページあたりの、金商法 21 条の 2 第 3 項の損害の算定と民訴法 248 条のところです。私は全く理解が足りておりませんで、虚偽記載の場合に有価証券を取得したときの損害が証明しづらいから軽減規定があるのだという説明がされるのですけれども、そもそも、どこまでのことを挙げれば証明されたと言えるのか、証明を要する損害の内容とはこの場合一体何なのかというのがいま一つわかつておりません。質問としては、レジュメの 16 ページの一番上のところですけれども、金商法 21 条の 2 第 3 項が前提で、それよりも金額の少ないものについては民訴法 248 条というような形で書かれていて、その例外として、マーケットモデルで想定価格を主張・立証して、と書かれているのですけれども、これは民訴法 248 条にのる話なのでしょうか、ということです。これはもう証明されていると考えるのではないかでしょか。民訴法 248 条の適用要件というか、どの段階から発動されるのかということが私はわかつておりませんので、ご教示いただければと思います。

○飯田 損害が発生したけれども、損害額の立証をどこまでやればいいかということですか。要するに、虚偽記載があつて、市場価格等が歪んでいたということを言いさえすれば損害は発生していると言える、といったことですか。

○船津 端的に、レジュメの 16 ページの一番上の、マーケットモデルで想定価格を出しました、それに対して例えば幾らで買いましたというようなことを言えば、それで証明されたことになるのではないかという疑問なのです。

○飯田 なるほど。それで証明と認めるのであればそれでいいのですが、問題は、マーケットモデルを使う場合、そのマーケットモデルがどこまで信頼できると考えるかということです、これでいいのだと思えば、裁判所は文字どおりの事実認定として損害額を算定したと言ってよいと思いま

ます。例えば慰謝料についてもそういう感じで、理論的な根拠があつて決まるわけではないわけですから、それと同じだと思えば、十分に立証できたと言つてよいようにも思います。

ただ、このマーケットモデルというものは、織り込まれる変数や推計期間などのさまざまな要素によって変わりますから、この単純な方程式一本で完全に立証できたと言えるのかというと、私としては必ずしも自信がありませんが、大体このぐらいのこういうモデルならば信用できるから、厳密な意味での証明はないかもしれませんけれども、民訴法 248 条を使って損害額として具体的な額を算定していいのではないか、と考えているということです。

## 【金商法 21 条の 2 第 3 項と弁護士費用】

○前田 レジュメの 21 ページの弁護士費用に関するところで、飯田先生は、弁護士費用を加算しないという判旨に賛成の立場でご報告をされました。確かに、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定額は、大ざっぱな、出発点になるだけの額にすぎないとは思うのですけれども、この規定を普通に読みますと、大ざっぱなりにも、あくまで高値取得で生じた損害に近い額を出そうとしている規定のように見えます。

そして、飯田先生は、エンフォースメントの面で判旨のような考え方で不都合はないとおっしゃったのですけれども、救済としてそれで十分なのか、つまり、高値取得で受けた損害と別に、現に別枠で弁護士費用分の損害を受けているときに、金商法 21 条の 2 第 3 項の推定を受けつつ、プラス弁護士費用についての損害賠償請求ができると言つて何が不都合なのかというように思うのです。飯田先生のお考えの根拠について、もう少しご説明いただければ幸いです。

○飯田 金商法 21 条の 2 第 3 項の推定規定にどこまで立法論的に合理性があるかという評価について、私はかなり疑問を持っていまして、端的に言って、マーケットモデルで計算したのを認め

ればいいにもかかわらず、それをせずに、金商法 21 条の 2 第 3 項で 1 か月間の平均の差額を計算しているわけですから、これはあまり使い勝手をよくする必要はないのではないかというのが、そもそもその発想の出発点にあります。だから、むしろマーケットモデルを使った主張を金商法 21 条の 2 第 1 項のほうで認める方向でいけばいいのではないかと思っています。同条第 1 項を使えば、弁護士費用の請求もできるわけですから、それでいいのではないかというのが、基本的な考えです。

条文の根拠については、確かにおっしゃるとおり、例えば損害の救済という観点から言うと不十分になることがあります。ただ、それが本当に不十分なのかというと、レジュメの 22 ページのとおり、①・②・③ の 3 パターンがあるわけですから、当然に不十分とは言えないのではないかと思います。本件では不十分な可能性が高いので、あまり論旨が一貫していないかもしれませんけれども、それについては、原告も被告も何も言っていませんから、そこは考慮しないということです。

あと、金商法 21 条の 2 第 3 項については、条文の末尾において、こういったことにより生じた損害の額とすることができると規定していまして、この解釈にもよると思いますけれども、これを損害の額とができるというのは、主張・立証責任の便宜を与えていたという便宜規定だから、弁護士費用についてまで加算する必要はないのではないかという、やや政策的な解釈を私は前提にしているということだと思います。

○前田 ありがとうございました。

### 【金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条】

○加藤 金商法 19 条 2 項と民訴法 248 条の関係について、レジュメの 16 ページでは、「19 条 2 項の減額の抗弁は立法論的に不当であり」として黒沼先生の教科書を引用された後、「解釈論としては、被告に通常の立証責任を課すべき」とされていますけれども、「被告に通常の立証責任を課

すべき」とはどういう意味なのかということを確認したいのですが。

○飯田 この点は、金商法 19 条 2 項の立証を普通にせよということで、立証が困難だからと民訴法 248 条を類推適用する必要はないのではないかという趣旨の記載です。

○加藤 つまり、金商法 19 条 2 項の事実について通常の立証責任を課すべきということですね。その点では、黒沼先生とはお考えが違うという理解でいいでしょうか。

○飯田 黒沼先生が金商法 19 条 2 項を完全に無視するお立場なのはわかりませんが、同条 2 項の条文がある以上は、さすがに無視はできないと思います。無視はできないのだけれども、少なくとも民訴法 248 条を使って被告の抗弁を出しやすくするという必要はないのではないかということです。

○加藤 黒沼先生の教科書ではなくて、それ以前に黒沼先生が書かれた論文において、取得したときからの市場全体の株価の下落分などを金商法 19 条 2 項で安易に控除するのは適切ではないということが主張されていました。確かに、取得時以降の市場価格の下落分を安易に控除すべきではないというのは、私もそのとおりだと思います。しかし、例えば金商法 19 条 1 項の保有原告は時価と取得時の差額を同項で請求できるわけですけれども、一旦虚偽記載が発覚して株価が下落して、その後全く別の理由で株価が下落したような場合にも、飯田先生は、民訴法 248 条を利用して、後の下落分、すなわち、虚偽記載の発覚後に生じた虚偽記載と無関係の下落分を控除することも認められるべきではないという立場でよろしいでしょうか。

○飯田 そういう理解です。これもややドグマティックな議論だという気もしなくはないのです。原状回復的損害賠償だということに縛られ過ぎているという気もいたします。

○加藤 飯田先生の解釈論だと、損害賠償請求をする場合には、処分しないほうが得になる、そ

ういう行動を投資家に惹起させるような気がするのですけれども、それはまあやむを得ないということでしょうか。

○飯田 やむを得ないということと、発行者が倒産してしまうかもしれない可能性を考えて処分してしまうと不利になるのではないかということが、私のこの考えに対する致命的な問題なのかもしれません。ただ、そうは言っても、虚偽記載のある有価証券届出書で資金調達をしたことについて、一種の利益吐出し的な考え方をむしろ認めることのほうを重視しています。ですので、加藤先生のおっしゃる問題点があるのはそのとおりですが、そこはあまり重視していないというのが私の立場だと思います。

○黒沼 私は、解釈論として金商法 19 条 2 項を無視するという考えではないです。立法論としては廃止すべきだと思いますけれども。

ただ、この金商法 19 条というものは、発行価額と処分価額の差額を出発点にしているので、発行後に株価が上がった場合には、もう損害はないと言われるんですね。実際には損害はあるのだけれども、原状回復的な考え方から言えば、元に戻すわけだから、一旦上がった以上、処分価額や現在価額が発行価額を上回っている以上は、それは損になってもやむを得ないという考え方をとっているわけです。

そうすると、下落した場合には原状回復のことを行うということと、その価格変動を投資家が負う筋がないというのがこの考え方ですから、下落分は引くべきではないということになるんですね。そこだけ民訴法 248 条を使って柔軟に認めていこうとすると、やはりもともとの規定の仕方の趣旨を損なうことになるのではないかという考えを持っています。

### 【損益相殺】

○松尾 レジュメの 9 ページと 10 ページのところのかさ上げされている値段で売ったときの利益を損益相殺で控除するかどうかという箇所です

けれども、まず、ここで控除すべきというか相殺すべき利益というのは、売却益全額ではなくて、かさ上げされていた分ということになりますよね。

○飯田 はい、そうです。

○松尾 金商法 21 条の 2 第 1 項でマーケットモデル等を使って損害を立証するときだけではなくて、同条第 3 項で推定規定を使ったときも、この控除はできるとお考えですか。この場合は被告会社側が、マーケットモデル等を通じてこの時点できれいにかさ上げされていたから、あなたはこれだけ余分に高く売っていますと、それを主張・立証させるということでいいのですかね。

○飯田 そのように考えています。

○松尾 なるほど、わかりました。ありがとうございます。

### 【不法行為責任】

○伊藤 レジュメの 6 ページあたりで検討されているところですけれども、私も、地裁と高裁の判決を読んだときに、飯田先生と同じような疑問を持ちました。したがって、ご報告にあったような、会社の代表者は開示書類に虚偽記載をしないようにする注意義務を投資者に対して負っていると考えられるということについても、全く賛成です。そこで教えていただきたいのが、その根拠を飯田先生の場合どのように説明されるのかということです。

○飯田 虚偽記載をして投資家の判断を歪めるようなことをした場合の義務を、会社もしくは会社代表者は一般的に投資者に対して持っているという考えが根拠です。

○伊藤 飯田先生の場合、それをどう根拠づけるのかを聞きたいのです。

○飯田 例えば金商法上の義務を負っているからだとか、そういうことですか。

○伊藤 そういうことです。

○飯田 これは、危険な運転をしてはならないという義務を負っているのと同じで、金商法上の義務になっているし、それを超えて、金商法も含

めて一般的に、会社が何か情報を発信しているときに虚偽記載を、しかも有価証券報告書というような厳格で、真実であることが極めて高く期待されているものについて虚偽記載をすることが不法行為に当たるという考えです。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【虚偽記載に該当するか】

○森田 虚偽記載といわれるのですが、本件の場合、大規模工事の問題で工事進行基準に基づく会計というようなことをするのですね。それは見積もりをして予測を立てていくから、外れるという可能性も一般的には多いようです。例えば監査役が見たときでも、本当にいいのかどうか、なかなか把握しにくいというような現実があると思うのですね。

それで、今回の事件では、虚偽記載であるとして会計基準を逸脱して、などと何か無理におっしゃっているのですけれども、現実的には非常に難しい将来予測判断が入っているということですね。発行開示のケースにおいて、詐取してやろうといいますか、うそをついて金を取ろうなどというような場合には、責任は絶対にありますよねということはよくわかるのですけれども、金商法21条の2のような場合、しかも本件のような場合は、工事進行基準による開示ということですから、実際はなかなか誰にも真実がわからないという状況なのですね。

ですから、そういうときにあえて虚偽であるということを決めつけてしまうというのは、どうなのでしょうね。例えば、途中でおかしいのではないかなどって決算短信などで修正する必要がありますかね、という感じですよね。つまり、前の開示が虚偽だったかというと、それは今になったら虚偽と言えるふうになってきたということかもしれません。

ですので、本日のご報告では、虚偽だということについて、法改正によって金商法21条の2の無過失責任基準は一応とれたわけですから、一応ど

のような過失があったのかということについてもうちょっと説明してもらえばよかったですのにと思いました。そこから先の問題ばかりをおっしゃっているのですけれども、一番根本のところがちょっとよくわからないなという感じがしておりますが、報告者の方、どうでしょうか。

○飯田 予想であるというのはおっしゃるとおりでして、予想であれば何でもいいというわけにもいかないというところが、この事件の難しいところだと思います。

それで、結局どのような基準で考えるかといえば、判旨のような裁量の逸脱という話でいくしかないのではないかと思いますが、むしろ森田先生はどのようにお考えですか。

○森田 やはりアメリカでも、これがSEC規則10b-5の事件でしたら、私もこの結論には賛成ですけれども、SEC規則10b-5のサイエンターほどのものが認定できないのであれば、やはり虚偽記載とまで言ってはいけないのでしょうか、と私は個人的には思っています。

○飯田 それは、アメリカ法流に言えば詐欺だからサイエンターが必要ということで、本件ではサイエンターがあったかどうかがかなり微妙な事件になるとは思います。日本法上は、この事件の当時は無過失責任とされていましたし、現在ではようやく過失責任に変わりましたけれども、立証責任を転換していますから、虚偽記載の問題に関しては、この判旨のようにならざるを得ないのかなと思います。

そうは言っても、レジュメの5ページに少し書きましたが、それこそアメリカ的な発想ですけれども、将来予測であるという注意文言を書いていたら、つまり、投資家から見ても、その数字は予測に基づくものであるということがよくわかる形で書いていたら、これは重要性がないという形で責任を否定していくということはあり得るのではないかと考えています。

○伊藤 今のところですけれども、一方でレジュメの3ページでは、本件の場合、合理的な根拠

のないコストダウンの見積もりがされていたから、裁量の逸脱なのだというふうに飯田先生はご報告されています。その事実を特に動かさずに、たとえば、それに加えて注意文言を記載していたという事案を考えた場合に、それで重要性がないと考えることは、よいことなのでしょうか。合理的根拠がないようなコストダウンの見積もりをやっている以上は、注意文言を付していても、これは虚偽記載と言っていいように思うのですが。

○飯田 そうは言っても、投資家から見て、この数字は必ずしも信用できないということが広く認識されていたのであれば、投資判断はあまり影響を受けていない、つまり、この記載がもともと評価の対象にすらならないような数字にすぎないのであれば、それは重要性はないということになるのではないかなどと思います。おそらくそういう状態になるような注意文言があるのかというのは現実的な問題としてありますて、実際にはなかなか考えにくいとは思いますけれども。

○黒沼 アメリカの場合は、要因を特定した注意文言でないといけないということになっているので、一般的なものでは足りないと思います。ただ、伊藤先生がおっしゃるように、注意文言さえつけておけば重要性がなくなるということになると、建設会社の決算数値は全部そうなってしまいますので、そこまでいくのはやはりどう考えてもおかしな話ですから、虚偽記載の有無というよりも、やはり過失の有無のほうで見ていくべき問題なのかなと思います。

○飯田 ただ、本件は無過失責任の事案なので、森田先生が提起されている問題からすると、過失で考えればいいというのは必ずしも答えにならないかなと思って、あえて重要性というところを出したわけです。だから、コストダウンとしてどういう見積もりをしているかといった事実なども明らかにしていなければいけないのかなという相場観を持ってレジュメに記載したということです。

○黒沼 ほかはいかがでしょうか。

それでは、まだ少し時間は余っていますけれど

も、十分に議論はできたと思いますので、これで本日の研究会を終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。