

# 大証金融商品取引法研究会

## 西武鉄道事件

平成24年3月23日（金）15:00～17:01 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

### 出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授

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

川口 恭弘 同志社大学法学部教授

河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士

龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士

前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

松尾 健一 同志社大学法学部准教授

森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授

森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授

○森田     ただいまから大証金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、伊藤先生から「西武鉄道事件」についてご報告いただきます。よろしくお願いいたします。

~~~~~

【報   告】

## 西 武 鉄 道 事 件

同志社大学法学部教授

伊 藤 靖 史

### I. はじめに

西武鉄道事件に関連する公表判決等は、【別紙1】にまとめているとおりです。この報告では、それぞれの事件ないし判決を、【別紙1】に振った番号に従って、「⑤事件」，「①事件の地裁判決」というように呼びます。

西武鉄道事件は、西武鉄道が提出した有価証券報告書等に虚偽記載があり、そのような虚偽記載が行われている間に西武鉄道株を取得した投資家が、当該虚偽記載の公表後に、西武鉄道に対して、西武鉄道株を取得したことによる損害の賠償を求めた事件です。【別紙1】にまとめていますように、同じ事案について複数の投資家が訴えを起こしています。

同事件は、有価証券報告書等の開示書類に虚偽記載がある場合に、募集または売出しによらずに有価証券を取得した者に対して、当該書類の提出者が損害賠償責任を負う旨を定める金商法21条の2（制定当時は証取法21条の2）が施行される以前のものです。したがって、発行会社である西武鉄道の責任は、一般不法行為に基づく責任として追及されています。同事件では、被告となった西武鉄道や同社の役員が投資家に対して不法行為責任を負うということ自体について大きな争いはなく、主な争点は、投資家が賠償を請求できる損害額をどのように算定するかということにありました。

このような西武鉄道事件の事案には、まず、虚偽記載に基づく損害額の算定の難しさという、事案の普遍性があらわれています。そのような損害額の算定方法として、事件ごとに、また、裁判所の審級ごとに、さまざまなものが示されました。この問題についての学

界での議論も多様なものです。それと同時に、西武鉄道事件の事案には、特殊な点もあります。同事件において虚偽記載のあった事項は、会社の株式がそもそも上場株式たり得るかということに影響するものでした。そして、そのような虚偽記載が長期にわたって継続されていました。つまり、本来は上場され得なかった株式が長期にわたって上場され、投資家によって取引されていたということです。

ところで、西武鉄道事件での虚偽記載は、西武鉄道の主要な株主の持株数を偽っていたというものでして、このような虚偽記載事項については、例えば粉飾決算の場合とは異なっており、それが西武鉄道の企業価値には関係しないものだというふうな言われ方をすることがあります。しかし、主要株主の構成や親会社の存在についての情報というものは、当該会社がそのような株主による私的便益の引き出しをどの程度受けるかを示す情報であって、まさに企業価値に関係する情報なのではないかとも思われます。

いずれにしても、重要なのは、⑤事件の高裁判決が述べたように、虚偽記載のあった事項が「会社の収支や資産価値に直接かかわるもの」かどうかではなくて、証券の価値の判断に影響を与えるかどうかです。

## Ⅱ. 事件の概要

### 1. 事実関係

まず、西武鉄道事件について、共通する事実関係をまとめますと、次のようになります。これは、主に⑤事件の最高裁判決（最判平成23・9・13判タ1361号103頁）に依拠し、また、西武鉄道株の株価の推移については⑧事件の高裁判決（東京高判平成22・3・24判時2087号134頁）も参照しています。以下、この報告で用いる当事者の記号は、判例タイムズに掲載された⑤事件の最高裁判決のものに従っています。

（1）西武鉄道株は、昭和24年に東京証券取引所に上場され、昭和40年8月から平成16年12月16日まで継続して市場第一部に上場されていました。

（2）東京証券取引所においては、遅くとも昭和57年10月1日には以下の上場廃止事由が定められ、これは平成16年まで継続されていました（株券上場廃止基準2条1項、昭和57年10月1日改正付則3項、5項）。

ア. 少数特定者持株数（所有株式数の多い順に10名の株主が所有する株式及び役員

が所有する株式等の総数をいう) が上場株式数の 80%を超えている場合において、  
1 年以内に 80%以下とならないとき (以下「少数特定者持株数基準」という)

イ. 上場会社が財務諸表等または中間財務諸表等に虚偽記載を行い、かつ、その影響  
が重大であると東京証券取引所が認めた場合 (以下「財務諸表等虚偽記載基準」と  
いう)

ウ. 公益または投資者保護のため、東京証券取引所が当該銘柄の上場廃止を適当と認  
めた場合 (以下「公益等保護基準」という)

(3) 西武鉄道は、関東財務局長等に対して提出した昭和 32 年 3 月期から平成 16 年 3  
月期までの有価証券報告書等において、コクドが所有する西武鉄道株の数につきコクド名  
義で所有する株式 (以下「コクド名義株」という) の数のみを記載し、他人名義で所有す  
る株式 (以下「他人名義株」という) の数を記載せず、また、コクド名義株と他人名義株  
を合わせればコクドが西武鉄道の発行済株式総数の過半数を有する会社であったにもかか  
わらず、その旨の記載もしませんでした (以下、西武鉄道の有価証券報告書等における上  
記の内容の虚偽記載を「本件虚偽記載」という)。

(4) 他方、コクドは、平成 2 年の証券取引法の改正により提出が義務付けられた大量保  
有報告書及びその変更報告書において、その所有する西武鉄道株の数を過少に記載し、後  
述の (7) の公表までの間、正確な数を記載した大量保有報告書及びその変更報告書を提  
出しませんでした。

また、コクドは、平成 7 年以降、その所有する西武鉄道株の一部を他人名義株も含めて  
売却し、さらに、平成 12 年以降、相対取引で西武鉄道株を売却した際、コクド名義株を  
売却した上でその分の他人名義株をコクド名義に書き換えるという処理をして、他人名義  
株を減少させました。

(5) 西武鉄道の代表取締役であった **Y1** (昭和 40 年 11 月就任、平成 16 年 4 月 1  
4 日退任) 及び **C** (同月 8 日就任) 並びに西武鉄道の取締役総務部長を経て代表取締役と  
なった **Y2** (昭和 51 年 6 月取締役就任、平成 8 年 6 月代表取締役就任、平成 16 年 4  
月 8 日代表取締役辞任) は、その各在任期間中、本件虚偽記載の事実を認識しながら、そ  
の訂正を指示等することなく、これを継続することを容認し、また **Y1** は、コクドの代

表取締役（昭和３２年１０月就任，平成１６年１０月１３日辞任）としても，コクドが所有する他人名義株の存在や本件虚偽記載を認識しながらこれを公表しなかっただけでなく，上記（４）の本件虚偽記載の隠ぺいに積極的に関与しました。

（６）西武鉄道の少数特定者持株数は，少数特定者持株数基準が施行された昭和５７年１０月１日以降，平成１６年３月末まで継続して上場株式数の８０％を超えていました。しかし，本件虚偽記載のある有価証券報告書等の記載の上では，少数特定者持株数は，常に上場株式の８０％以下にとどまるものとされていました。

また，コクドの所有する西武鉄道株の数が西武鉄道の発行済株式総数に占める割合は，昭和３２年３月末以降，常に過半数でありましたが，本件虚偽記載により，有価証券報告書等の記載上の上記割合は，常に半数以下にとどまるものとされていました。

（７）西武鉄道は，平成１６年１０月１３日，関東財務局長に対し，コクド等の所有する他人名義株の存在が判明したとして，公衆縦覧期間中である平成１２年３月期から平成１６年３月期までの有価証券報告書等につき，コクド等の所有する西武鉄道株の数及び所有割合を訂正し，コクドの表示を「その他の関係会社」から「親会社」に訂正するなどした訂正報告書を提出し，その旨を公表しました（以下「本件公表」という）。

（８）東京証券取引所は，平成１６年１０月１３日，西武鉄道株を少数特定者持株数基準に係る猶予期間入り銘柄（その期間は同年４月１日から１年間）としたことを公表するとともに，西武鉄道株について，財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するおそれがあるとして，その該当の有無を認定する日まで監理ポストに割り当てることを決定し，その旨を公表しました。

東京証券取引所は，同年１１月１６日，西武鉄道株について，財務諸表等虚偽記載基準及び公益等保護基準に該当するとして，同年１２月１７日に上場廃止とする旨を決定し，上記決定内容及び同月１６日まで西武鉄道株を整理ポストに割り当てる旨を公表しました。西武鉄道株は，同月１７日，上場廃止となりました。

（９）西武鉄道株の東京証券取引所における終値は，本件公表の日（なお，本件公表前に同日の取引は終了していた）である平成１６年１０月１３日が１株１，０８１円，本件公

表の翌日である同月 14 日に 881 円となった後、同月 21 日に 511 円となるまで下落を続けました。その後、同終値は、500 円台及び 400 円台で推移しましたが、同年 1 月 15 日に 325 円、上場廃止決定がされた日である同月 16 日に 268 円まで下落し、翌 17 日から 300 円台で推移し、同年 12 月 14 日に 410 円、同月 15 日に 490 円、最終取引日である同月 16 日に 485 円となりました。

その後、平成 18 年 2 月に西武鉄道の会社分割など関係企業の再編が行われ、西武鉄道の株主は、その所有していた西武鉄道株 1 株につき西武ホールディングスの株式 1 株を所有することとなりました。上記の企業再編の際、西武鉄道株は、1 株 919 円と評価されて譲渡されるとともに、西武鉄道は、会社分割に反対する株主からの株式買取請求にこれと同一の価格で応じました。

西武ホールディングスは、平成 19 年 5 月 21 日以降、単元未満株式の買取請求に対し、1 株 1,175 円で買取りに応じています。

(10) コクドは、平成 18 年 2 月 1 日、プリンスホテルに吸収合併されました。

C は平成 17 年 2 月 19 日に死亡し、その相続人である Y3 は限定承認をしました。

## 2. ①～⑨事件の当事者・請求

### (a) 当事者（【別紙 1】参照）

【別紙 1】に記しましたように、①事件から⑨事件までの事件の当事者になった者は、原告が個人投資家や機関投資家、被告は、西武鉄道、プリンスホテル（同社が上記 1 の (10) のようにコクドの地位を包括承継している。以下では報告を簡単にするために、単にコクドという）、西武鉄道の代表取締役であった Y1、Y2、代表取締役であった C の相続人である Y3 です。被告とされた者は事件によって異なりますが、このうち主に前三者です。

### (b) 責任追及のための構成

①事件から⑨事件まで 9 つ事件がありますが、このうち②事件（東京地判平成 19・9・26 判時 2001 号 119 頁）だけは、原告はコクドとの相対取引によって西武鉄道株を取得しています。そして原告は、売主であるコクドに対して、不法行為責任に加えて瑕疵担保責任を追及しました。同事件の判決は、コクドの代表取締役が条理上負っていた

説明義務の違反を理由とする不法行為について、コクドの責任を認めました。このような②事件は、ほかの事件とは事案が異質なため、本報告では基本的には扱いません。

そして、①事件と③事件から⑨事件までにおいては、原告は、市場取引によって西武鉄道株を取得しました。原告は、西武鉄道、コクド、Y 1 から Y 3 の不法行為責任を追及し、それに加えて、個人である Y 1 から Y 3 に対しては、平成 1 6 年改正前証券取引法 2 4 条の 4（現在の金商法 2 4 条の 4）に基づく責任を追及しました。なお、③事件では、むしろ後者の責任だけが追及されています。

西武鉄道の不法行為責任を追及するための構成は、事件によって違いますが、会社自身の不法行為責任を追及するという構成と、代表者の不法行為についての会社の責任（現在の規定でいえば会社法 3 5 0 条）を追及するという構成の両方がとられています。

### Ⅲ. 不法行為責任・平成 1 6 年改正前証券取引法 2 4 条の 4 に基づく責任の成立

#### （損害以外の要件）

#### 1. 不法行為責任

##### （a）会社・取締役の（過失の前提としての）注意義務

西武鉄道事件の争点のうち、損害額については、Ⅳ以下で見えていきます。その前に、ここで、損害額以外の責任要件について、不法行為責任と平成 1 6 年改正前証券取引法 2 4 条の 4 の責任それぞれについて、簡単に見ていくことにします。

不法行為責任の成立についてまず問題になるのは、過失があったと言えるかどうかです。これを言い換えれば、被告に注意義務違反があったかどうか我问われるということです。これについて、①事件の地裁判決、④事件の地裁判決及び⑥事件の地裁判決は、原告が損害を証明できていないとして請求を棄却しているため、注意義務違反等の要件については判断を示していません。

原告の請求を認容した判決では、注意義務について、レジュメの 5 ページに⑤事件の地裁判決（東京地判平成 2 0 ・ 4 ・ 2 4 判時 2 0 0 3 号 1 0 頁）を引用していますが、大体このように述べられています。もう少しまとめますと、裁判所は、次のように述べています。

- （1）有価証券報告書等提出会社とその会社の取締役には、有価証券報告書等の提出に当たり、その重要な事項について虚偽の記載がないように配慮すべき注意義務があり、これに違反すれば、不法行為による損害賠償責任を負う。そして、この注意義務違反

について、原告は、被告に虚偽記載の認識またはその可能性があったことを主張・立証すればよい。

(2) 本件での、コクドが所有する西武鉄道の株式の数についての虚偽記載は、西武鉄道の被支配状況や西武鉄道株式の流動性について投資家に重大な誤解を生じさせるおそれがあるものであり、とりわけ、本件で真実が記載されていれば、西武鉄道株は上場廃止になったはずであるから、そのような事項についての虚偽記載は、重要な事項についての虚偽記載である。

以上のようなここでの注意義務についての一般論は、表現に違いはありますが、⑤事件の高裁判決、⑥事件の高裁判決、⑦事件の地裁判決、⑧事件の地裁判決・高裁判決、⑨事件の地裁判決・高裁判決でも、同様のものになっています。

これらの西武鉄道事件の判決によれば、過失の前提になる注意義務は、有価証券報告書等の「重要な事項」について虚偽記載がないように配慮すべき注意義務とされます。これに対して、過去には、「虚偽記載が重要な事項に関するものであるか否かを問うことなく不法行為の成立を認めた裁判例」もあったと指摘されることがあります。もっとも、そのような裁判例とされる東京地裁の平成19年11月26日判決（判時1998号141頁）及び大分地裁の平成20年3月3日判決（金判1290号53頁）について子細に見ますと、前者は、被告について、「会社の業績を判断するに際しての基本的な事項である売上高、経常利益及び当期純利益等について、数年間にわたり有価証券報告書に虚偽の記載をしたものである」と述べています。また、後者は粉飾決算が行われた事案であり、仮に「重要な事項」に関する虚偽記載があった場合にだけ不法行為が成立すると考えたとしても、いずれも不法行為の成立は認められる事案であったと考えられます。

#### (b) 当てはめ

(a) にまとめたような注意義務の違反があったかどうかについての裁判所による当てはめを、⑤事件の地裁判決をもとに見ます。次のようになっています。

まず、西武鉄道の役員であるY1については、代表取締役就任の頃（昭和48年）から本件虚偽記載を認識しており、原告主張のすべての虚偽記載（昭和59年4月1日以降提出の有価証券報告書等）について、注意義務違反があったとされます。また、Y2については、取締役就任のころ（昭和51年）から本件虚偽記載を認識しており、原告主張のすべての虚偽記載について、注意義務違反があったとされます。



これに対して、**C**については、代表取締役就任の直前（平成16年4月上旬ころ）までは本件虚偽記載を認識せず、代表取締役就任後は本件虚偽記載を認識していたため、平成16年3月期の有価証券報告書の虚偽記載についてだけ、注意義務違反があったとされます。なお、代表取締役就任以前の時期について、実際の認識がなかったとしても、認識可能性があったのではないかということについては、特に述べられていません。

以上のような**Y1**、**Y2**、**C**については、過失というよりも、むしろ故意があったと言えるのではないかという指摘がなされることもあります。もっとも、日本の民法において、故意の不法行為と過失の不法行為とで法的効果等に基本的な違いはありません。慰謝料額の決定など、故意不法行為と過失不法行為の相違として言われるものが本件において重要であるとも言えないだろうと思います。

以上の役員と並んで責任を追及されている発行会社である西武鉄道については、名義株をほかの株と区分して管理していたことや、そのような名義株について配当金の支払いを装っていたことなどから、組織的に有価証券報告書等の虚偽記載を行い、その前提となる名義株の存在を隠ぺいしていたとされ、原告主張のすべての虚偽記載について注意義務違反があったとされます。

また、コクドについては、このような西武鉄道の不法行為について、名義株の存在を公表しないことによって積極的に関与していたとされ、西武鉄道の不法行為と共同の不法行為（民法719条1項前段）の成立が認められています。

以上の当てはめは、⑤事件の高裁判決、⑥事件の高裁判決、⑦事件の地裁判決、⑧事件の地裁判決・高裁判決、⑨事件の地裁判決・高裁判決においても、基本的に同様に行われています。

## 2. 平成16年改正前証券取引法24条の4に基づく責任

①事件の地裁判決、④事件の地裁判決及び⑥事件の地裁判決は、原告が損害を証明できていないとして請求を棄却しているため、不法行為責任のみならず、平成16年改正前証券取引法24条の4に基づく責任のその他の成立要件の充足についても、判断を示していません。③事件の地裁判決も、本件虚偽記載が24条の4にいう「重要な事項」についての虚偽記載であるとは述べますが、その他の成立要件の充足については判断していません。

原告の請求を認容した⑤事件の地裁判決では、**Y1**、**Y2**及び**C**の平成16年改正前証券取引法24条の4に基づく責任の追及は、不法行為責任の追及と同じ損害の賠償を別

の構成で追及するものであり、原告の追及している範囲で不法行為責任の成立が認められるなら、24条の4については判断する必要がないとされました。その上で、同判決は、**Y 1**と**Y 2**については、原告の追及している範囲で不法行為責任の成立が認められることから、24条の4の責任の成立について、それ以上の検討はされていません。

これに対して、**C**については、平成16年3月期の有価証券報告書の虚偽記載についてだけ不法行為責任が成立するとされたため、それ以前の虚偽記載について、24条の4に基づく責任の成否が判断されています。同判決は、本事案では24条の4にいう「重要な事項」についての虚偽記載はあったとしつつ、24条の4及び22条2項を介して準用される21条2項1号所定の免責事由が存在し、**C**は24条の4に基づく責任を負わないとしました。この免責事由は、「記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかった」というものです。

しかし、同判決は、**C**は「相当な注意を用いたとしても当該虚偽記載を知ることはできなかった」としつつ、現実には「相当の注意を用いた」ということは認定していません。このような同号の適用のあり方は、同号についての一般的な解釈に反するものであり、批判されているところです。

その他の判決について見ますと、**Y 1**については、⑤事件の高裁判決及び⑥事件の高裁判決も、以上と同様の判断を示しています。⑥事件から⑨事件では、**C**を相続した**Y 3**や**Y 2**は被告にされていません。また、⑦事件の地裁判決、⑧事件の地裁判決・高裁判決、⑨事件の地裁判決・高裁判決は、**Y 1**の24条の4に基づく責任について特に触れていません。

#### IV. 損害額の算定——下級審判決と最高裁判決

##### 1. 「損害」概念

ここから先、西武鉄道事件で主な争点になりました、有価証券報告書等に虚偽記載があった場合に、そのような有価証券を取得した投資家が被る損害の額をどのように算定するかという問題を扱っていきます。

まず、西武鉄道事件の各判決で裁判所が前提とする「損害」概念は、判例及び不法行為学説におけるかつての通説である差額説であることを確認しておきます。例えば①事件の地裁判決では、「不法行為における損害とは、加害状態があった場合となかった場合との利益状態の差」と述べられています。このような差額説をベースに表現しますと、

本件で損害額の算定について考え方が分かれるのは、「加害状態がなかった場合」をどのようなものとするかが異なり得るからだといえます。

なお、損害概念について、不法行為学説では、むしろ近年では、損害事実説という考え方が有力になっています。これは、損害とは被害者に生じた不利益それ自体であり、その金銭的な評価の問題は「損害」の意義には含まれないとするものです。もっとも、そのような考え方に従っても、結果自体は変わりません。差額説と損害事実説では、「損害」と「それについての金銭的な評価」を明確に切り分けるかどうか、また、それぞれのレベルでの判断枠組みが異なることを強調するかどうかは異なりますが、損害額の決定に当たって、損害の金銭的な評価という作業自体はいずれにしても行われるからです。

## 2. 判決の一覧

### (a) 一覧

西武鉄道事件については、既に最高裁の判決が出ています。そのため、この報告で、下級審の判決を含めてすべての事件のすべての判決について、それぞれが損害額の算定をどのようにしているかを逐一見ることはあまり意味がないと思われます。そこで、それぞれの判決が依拠する損害額の算定方法の詳細については、表にまとめたものをお示しすることでご容赦いただければと思います。添付しました表のうち、【別紙1】が、事件ごとかつ判決ごとに、それぞれどのような算定方法を採用しているかをまとめたものです。

【別紙2】は、【別紙1】に記した幾つかの項目について、時系列順かつ審級別に並べているものです。

### (b) 傾向？

こういった判決で損害額がどのように算定されるかは、原告の主張にも依存するものですが、【別紙2】からは、大体次のような傾向を読み取ることができます。

東京地裁では、当初は、原告が西武鉄道株を高値で取得したことが損害であることを前提にしたB1という算定方法がとられていました。しかし、その後は、虚偽記載の公表によって西武鉄道の株価が下落したことを損害ととらえるC1という算定方法がとられ、さらに、原告が西武鉄道株を取得したこと自体が損害であることを前提にしたA1という算定方法がとられるようになりました。それぞれの算定方法の概要は、【別紙1】の2ページ以降にもう少し詳しくまとめてあります。

これに対して、東京高裁では、主にC 2と記した算定方法がとられました。これは、基本的には、虚偽記載の公表によって西武鉄道の株価が下落したことを損害ととらえつつ、西武鉄道株を処分した原告について、虚偽記載公表直前の株価から処分価格を差し引いたものをそのまま損害とすることは相当ではないとして、民事訴訟法248条によって、原告が保有していた西武鉄道株1株当たり、虚偽記載公表直前の株価の15%、ないしそれと近似した金額である160円を損害とするものです。

もっとも、1つだけ、原告が西武鉄道株を高値で取得したことが損害であることを前提に、虚偽記載の公表による西武鉄道株の株価の下落率をもとに、取得価格から想定価格を差し引いたものを算定するというB 2の方法をとるものがあります。

これらの下級審判決に対して、最高裁判決は、いずれも、原告が西武鉄道株を取得したこと自体が損害であることを前提にしつつ、虚偽記載公表前の虚偽記載に起因しない株価の下落分を損害額から控除すべきだとするA 2という算定方法をとります。

以上をさらに全体として見ますと、当初は裁判所に認められなかった、本件虚偽記載がなければ投資者は西武鉄道株を取得していなかった、つまり、取得自体が損害であるというとらえ方が、後に優勢になったということができます。

このように、下級審判決も含めると、損害額の算定方法としてさまざまな方法が用いられています。そして、その全体を一貫して説明することができるかといえ、それはできないだろうと思われ、損害額の算定方法の相違を、原告による西武鉄道株の取得時期と虚偽記載公表時点の間の期間の長さによって説明する判例評釈もありますが、本件の損害額のとらえ方にとって、そういった期間の長短は関係がないのではないかと思います。

### 3. 最高裁判決の判旨

損害額についての最高裁判決の判旨は、⑤事件の最高裁判決によれば、レジュメの10ページ、3に引用したようになっています。⑥事件の最高裁判決、⑧事件の最高裁判決及び⑨事件の最高裁判決の判旨も、基本的には同様です。なお、⑥事件から⑨事件までの事件では、原告は、西武鉄道株をすべて処分していますので、最高裁の判決も、処分の場合だけを前提にした書きぶりになっています。

以下、レジュメの12ページまで、最高裁の判旨を読み上げることはやめて、次に移ります。

## V. 最高裁判決の検討

### 1. 本件の事案のとらえ方（不法行為がなかった場合の状態はどのようなものか）

以下では、最高裁判決について順に検討していきます。まず、最高裁が、損害額の算定の前提として、本件の事案をどうとらえているかということを検討します。

これについては、最高裁は、本件虚偽記載がなければ、原告は西武鉄道株を取得することとはなかったとしました。その理由は、次のように述べられます。

すなわち、西武鉄道株については、昭和32年3月期以降、本件虚偽記載が継続しており、昭和57年10月1日以降、継続して少数特定者持株数基準に該当していました。そして、東京証券取引所は、同基準に係る猶予期間の経過を待たずに、財務諸表等虚偽記載基準・公益等保護基準に該当するとして、虚偽記載公表後1カ月余りで、西武鉄道株の上場廃止を決定しています。したがって、西武鉄道が原告による取得前に本件虚偽記載をやめていれば、その後速やかに上場廃止の措置がとられていた蓋然性が高く、少数特定者持株数基準に該当する事実の解消に向けた行動がとられたとしても、コクド等の持株数に照らして、上場廃止を回避するまでに至った可能性は極めて乏しいと言われます。そのため、西武鉄道株を取引所市場で取得した原告においては、本件虚偽記載がなければ、取引所市場の内外を問わず、西武鉄道株を取得することはできず、あるいはその取得を避けていたことは確実であって、取得という結果自体が生じなかったはずであるとされます。

最高裁が、このように虚偽記載がなければ投資家が西武鉄道株を取得することはなかったとした決定的な理由はどのようなものなのでしょうか。⑥事件の最高裁判決、⑧事件の最高裁判決及び⑨事件の最高裁判決のこのあたりの判決文は、⑤事件の最高裁判決の「個人投資家」という言葉を「機関投資家」という言葉に書き換えただけになっています。原告が個人投資家か機関投資家かは関係がなく、むしろ重要なのは、原告が西武鉄道株を取引所市場で取得したということのようです。

⑤事件の最高裁判決は、本件虚偽記載がなければ西武鉄道株については上場廃止されていた蓋然性が高く、そのため、本件虚偽記載がなければ、そもそも原告は西武鉄道株を取得することはなかったとしています。そして、同判決は、原告が西武鉄道株を取引所市場で取得したからこそ、そのように言えるのだと考えているようです。また、本件虚偽記載がなければ西武鉄道株については上場廃止されていた蓋然性が高いと評価されたのは、本件では長期にわたる虚偽記載の継続があったからだと考えられます。

このように考えてきますと、本件で虚偽記載がなければ投資家が西武鉄道株を取得する

ことはなかったとされたのは、本件の事案の特殊性、つまり、上場廃止基準に該当する事項について長期にわたる虚偽記載が行われていたということによるのだろうとも考えられます。逆に言えば、そう簡単には、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評価されることはないのではないかとも考えられるわけです。

例えば、本件の事案を少し変えて、上場廃止基準に該当する事項について虚偽記載が行われた事案であったとしても、そのような虚偽記載の期間が短かったという場合を考えてみます。そのような場合には、「上場廃止されていた蓋然性が高い」とは直ちには言えなくなるのではないかと思います。そうだとすれば、「虚偽記載がなければ投資者が当該株式を取得することはなかった」とも直ちには言えないことになるようにも思われます。また、上場廃止基準に直接該当する事項ではなく、例えば粉飾決算による利益の過大計上が行われていたとすれば、このあたりはどうなるのでしょうか。

このような問題について、今月13日のライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決において、岡部裁判官による反対意見と田原裁判官による補足意見が、興味深い対比を示しています。

岡部反対意見は、「西武鉄道事件における虚偽記載の内容は、本件と異なり、株式の大口保有者に関するものであって、虚偽記載がなければ当該株式が上場廃止とされるべきものであった……。西武鉄道事件の原告らには、虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったという特別の事情が存在した。……利益を粉飾したという虚偽記載による株主の直接の損害が高値取得損害となり、大口株主記載をしなかったという虚偽記載による株主の直接の損害が取得価額となるのは、虚偽記載の内容、すなわち不法行為に該当する事実が異なることから導かれる結果である」とします。

これに対して、田原補足意見は、「一般に流通市場において株式を取得する者は、投資目的……で取得するのであるから、発行会社が虚偽記載等のない経常赤字の有価証券報告書を公表していた場合に、特段の事情のない限り虚偽記載等が公表されていない場合と同様にその株式を取得することは通常あり得ず、また同社が虚偽記載等を行っていて同社の公表資料の信用性に疑念が存することが予め判っている場合に、そのような株式を投資目的で取得する者など存しないといえる。従って、一般に、虚偽記載等の後、その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は、虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったものと推認されるのであって、それらの株主にあつては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その

点において、それらの株主と前掲の西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はない……」とします。

この田原補足意見からすれば、有価証券報告書に虚偽記載があった場合には、原則として、虚偽記載等がなければ、投資者はその株式を取得することはなかったということになるのでしょうか。あるいは、そうではなく、重要なのは、「経常赤字の有価証券報告書」の公表だということなののでしょうか。このあたりの詳細は、来月の本研究会の報告においても扱われることになるのだらうと思います。

## 2. 本件での損害額の算定

### (a) 有価証券報告書の虚偽記載による損害——基本的な考え方

最高裁判決が示す本件での損害額の算定方法を検討する前に、有価証券報告書等に虚偽記載がなされた場合に、有価証券を取得した者が被る損害をどのように算定するかについて、基本的にどのような考え方があり得るのかをまとめておきます。

まず、虚偽記載がなかったとすれば、投資者は当該株式を取得しなかった、つまり、当該株式を取得したこと自体が損害であるととらえる考え方があります。〔A〕として、「取得自体損害説」と呼ぶものです。この考え方によれば、取得者の自己決定権の侵害が民法709条にいう権利侵害ととらえられ、賠償が認められるべき損害は、取得価格から処分価格または現在価格を差し引いたものになります。このような損害の算定方法は、取得者に原状回復的な損害賠償を認めるものであり、取得者が当該株式を取得するという決定をしなかった状態の金銭的価値による実現を図るものです。

〔A〕の考え方の前提は、虚偽記載がなければ投資者は株式を取得しなかったということであるため、当該株式を取得したことによるリスクを投資者に負担させることは、正当化できないはずです。そうだとすれば、損害額の算定に当たっては、取得後の当該株式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は考慮すべきではなく、そのようなリスクは会社が負担すべきだということになります。

これに対して、虚偽記載がなかったとすれば投資者は当該株式を取得しなかったとまでは言えない場合には、当該株式を高値で取得したことが損害であるととらえることになります。〔B〕として、「高値取得損害説」と呼ぶものです。この考え方によれば、取得者の財産権の侵害が権利侵害ととらえられ、賠償が認められるべき損害は、取得価格から取得時における想定価格、つまり、虚偽記載がなければ当該有価証券に付いていたであろう

価格を差し引いたものになります。そして、損害をこのようにとらえる場合にも、取得後の当該株式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は決定的な意味を持たないはずです。

この考え方による場合に、取得者が当該有価証券を処分すれば損害がどうなるのかが問題になります。この考え方は、虚偽記載がなくとも、取得者は株式を取得はした、ただ、もっと安い価格で取得したはずであるとするものです。取得者は、虚偽記載の発覚により株価が下落するリスク、つまり、潜在的な損害の付着した株式を取得していることになります。そして、虚偽記載が後で公表されることによって、このリスクが顕在化するわけです。そのような株式を取得者が虚偽記載の公表前に処分すれば、取得者には損害は発生していないと考えられます。なぜなら、虚偽記載が公表されていないため、その株式に付着したリスクは顕在化していないからです。正確ではないかもしれませんが、例えを用いますと、取得者は、時限爆弾付商品を買って、爆発前にそれを他の者に売ったのと同様です。これに対して、虚偽記載の公表後に取得者が当該株式を処分したとしても、既に取得者には損害は発生しています。虚偽記載の公表によって、上記のリスクは既に顕在化しているからです。ただ、この場合の処分価格は、損益相殺によって考慮されることになりそうです。

#### (b) 最高裁が示した算定の方法

最高裁判決が示した損害額の算定方法は、次にまとめたようなものです。まず、損害額の基礎となる金額は、投資者が、当該虚偽記載の公表後、株式を取引所市場において処分したときには、取得価額から処分価額を差し引いた金額です。また、投資者が株式を保有し続けているときには、取得価額から事実審の口頭弁論終結時の上記株式の市場価額、ないし上場が廃止された場合にはその非上場株式としての評価額を差し引いた金額が基礎となります。

このような基礎となる金額からさらに控除すべき金額として、最高裁判決は、虚偽記載の公表の前後を問わず、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挙げます。もっとも、最高裁判決は、虚偽記載が公表された後の市場価額の変動のうち、いわゆるろばい売りが集中することによる過剰な下落は、控除できないとします。そのような下落は、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り、虚偽記載と相当因果関係があ



る損害だということが、その理由とされます。

(c) 本件で具体的に控除すべき市場価格の下落分

(b) に述べた控除すべき金額について、最高裁判決は、より具体的に、次のように述べます。すなわち、本件では、原告による西武鉄道株の取得から虚偽記載公表までの間の西武鉄道株の株価の下落は、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものが多いと考えられる。しかし、公表前にコクドが他人名義株を売却するなどして、本件虚偽記載が一部解消されたところに、本件虚偽記載に起因して株価が下落していた可能性もある。他方で、虚偽記載の公表後に、本件虚偽記載と無関係な要因による下落があったことはいかなるわけでもないことから、結局控除すべき金額は、本件虚偽記載公表前の、本件虚偽記載とは無関係な要因による下落分である。そして、以上のようにして本件の損害の額を算定するとすれば、損害額の証明が極めて困難であることが予想されるが、その場合には、民事訴訟法 248 条によって裁判所が相当な損害額を認定すべきであるとされます。

(d) 最高裁判決をどうとらえるべきか

最高裁判決は、「本件虚偽記載がなければ……西武鉄道株を……取得するという結果自体が生じなかった」と述べますが、西武鉄道株を取得したこと自体が損害であるとは述べません。また、既に述べたように、虚偽記載公表前の、虚偽記載に起因しない市場価格の下落分は、損害から控除すべきものとされます。さらに、田原補足意見によれば、「上告人らの主位的主張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本件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」とされた後で、そのような論理を貫くことが不合理だと言われます。

他方で、ライブドア有価証券報告書虚偽記載事件に関する最高裁判決の田原補足意見によれば、「一般に、虚偽記載等の後、その公表前に流通市場で発行会社の株式を取得した者は、虚偽記載等がなければその株式を取得することはなかったものと推認されるのであって、それらの株主にあつては虚偽記載等がされている発行会社の株式を取得したこと自体が損害であると認められて然るべきである。その点において、それらの株主と前掲の西武鉄道事件における原告たる株主との間に径庭はない」「その損害の算定は、本件株式の取得価額一処分価額でもってなした上で、金商法 21 条の 2 により算定される限度で認容

されるべきものである」とも言われます。

以上のことからしますと、西武鉄道事件の最高裁判決は、（a）に整理した〔A〕の取得自体損害説と同様の発想に立ちつつ、取得自体損害説において本来は控除が考えられていない金額を損害額から控除するものと整理できるように思われます。

#### （e）損害額

結局、最高裁判決によれば、損害額はどのようなのでしょうか。西武鉄道株の株価は、レジュメ18ページに表でまとめたように推移しています。そこで、本件株式を虚偽記載公表後に処分した投資家の損害額がどのようなのかということから見ていきます。

例えば、ある処分投資家について、取得価格が1,500円、処分価格が400円とします。この場合、基礎になる金額は、取得価格1,500円から処分価格400円を差し引いた1,100円です。そこから控除する金額は、取得後、公表までの株価下落分、すなわち1,500円から1,081円を差し引いた419円のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものです。以上の計算から、損害額は、控除する金額、つまり、公表までの株価下落分のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものの金額の大小に左右されることとなります。仮に控除する金額が419円のうちほとんどであるとすれば、実際に計算される損害額は、【別紙1】にまとめましたC1の考え方、つまり、虚偽記載公表直前の株価から処分価格を差し引いた額を損害とするものと、大差はないことになりそうです。

これに対して、本件株式を依然として保有する投資家の損害額は、取得価格を1,500円としますと、次のように計算されます。すなわち、基礎となる金額は、取得価格1,500円から、事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額を差し引いたものになります。そこから控除する価格は、取得後、公表までの株価下落分である419円のうち、虚偽記載とは無関係な要因に基づくものです。以上の計算から、損害額は、控除する価格の大小と、事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額の大小に、左右されることとなります。仮に、控除する価格が419円のうちほとんどであり、かつ事実審の口頭弁論終結時の西武鉄道株の評価額が例えば1,175円であるとすれば、このような投資家の被った損害額は、結局はゼロになります。

### 3. 虚偽記載がなければ株式を取得することがなかったと言える場合に、損害額から控除すべき金額

2の(d)に述べたように、最高裁判決は、本件で投資家は虚偽記載がなければ西武鉄道株を取得することはなかったとします。そして、これは、西武鉄道株を取得したこと自体が損害であるとする考え方だととらえるのが素直です。ただ、そうだとしますと、投資家の被った損害額は、基本的には取得価格そのもののはずです。問題は、ここから控除すべき金額としてどのようなものが認められるのか、そのような控除がどのように正当化されるのかということになります。

(a) (処分投資家についての) 処分価格 or (保有投資家についての) 当該株式の現在の価格

取得価格からこの金額を控除する際の理屈を、損害額そのものがないとするか、損益相殺とするかはともかく、処分価格または株式の現在の価格を控除すべきことに争いはありません。この金額を控除しなければ、原告が二重に利得をすることになるからです。

このように、取得価格から処分価格を差し引いたものを損害額とする場合、投資家が株式を処分したタイミングによって、損害賠償額は異なることになります。これは同じ投資家であってもそうだとことです。しかし、[A]の取得自体損害説からすれば、そのように損害賠償額が異なることは不当なことではありません。さもないと、原状回復的な損害賠償を認めることにならないからです。確かに、このような損害賠償額を認めるということは、株価下落リスクを全部会社に負担させるということを意味します。しかし、[A]の取得自体損害説をとる前提は、虚偽記載がなければ投資家は当該株式を取得することはなかったということなのですから、そのようなリスクをすべて会社が負担することは当然です。そして、そのような観点からしますと、処分行為の合理性といったことも、基本的には問題にならないはずです。

(b) 虚偽記載に起因しない市場価額の下落分

この金額を損害額から控除すべき理由として最高裁判決が述べていることは、次のようにまとめることができます。すなわち、投資者は、そもそも虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったとはいえ、取得した株式の市場価額が経済情勢、市場動向及び当該会社の業績等の要因、つまり、虚偽記載とは無関係な要因に基づいて変動することは当然想定した上で、これを投資対象として取得したと言える。また、その後は、開示された情報に基づいて株式を処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態であっ

た。したがって、上記要因に基づく株価の変動リスクは、株式を取得した投資家が負うべきであるということです。

また、田原補足意見によれば、そのように考えないと、「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となる。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」ため、不合理であるとされます。

それでは、このように最高裁判決が述べる根拠は、説得的なのでしょうか。私には、そうは思えません。この事案が「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」場合であるとすれば、それなのになぜ、現実にその株式を取得してしまった以上、投資家は株価下落リスクを負わなければならないと言えるのでしょうか。むしろ、「加害者の虚偽情報によって被害者が買うはずのない株式を買ってしまったのであれば、その株式の価格変動リスクを加害者に全部負担させるのが合理的である。被害者の方にも一部負担しろという議論こそ根拠がない」（能見善久「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」前田喜寿『企業法の変遷』（有斐閣、2009年）309頁、341頁注37））とすべきではないのでしょうか。

また、田原補足意見の述べる不合理は、どこが不合理なのでしょうか。「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」という前提に立つのであれば、そのような株式を取得したすべての投資家について、株式の取得の時点で取得価格分の損害は既に生じています。そうであれば、虚偽記載公表前に当該株式を処分した投資家についても、取得価格から処分価格を差し引いた金額について、損害賠償が認められてよいはずです。言い換えれば、「虚偽記載がなかったならばその株式を取得しなかったであろう」投資家が株式を取得し、かつ、虚偽記載公表前に同株式を処分することによって損失を被っているのなら、それは賠償すべき損害ではないのかということです。そして、そのような結果は「不合理」ではありません。後でも検討しますが、田原補足意見は結局、「西武鉄道がかわいそう」と述べるだけなのではないかと思います。

このように考えてきますと、結局、「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」ということを出発点としながら、最高裁の考え方を理論的に根拠付けることはで

きないのではないかと思います。虚偽記載に起因しない市場価額の下落分の控除を支えるのは、むき出しの政策的考慮のように感じます。

取得後の株価の下落分を控除しないことへの批判としては、取得後に株価が上昇した場合との比較論というものもあり得ます。すなわち、「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」としても、取得後に株価が上昇し、投資家がその時点で株式を処分した場合に、売却益を会社に返還する必要はない。そして、これとのバランスから、虚偽記載と関係のない株価の下落による損失は投資家が負担すべきであるという論拠があり得るわけです。しかし、投資家がこのようにして利益を得る行為は、不法行為についての一種の「追認」と考えればよく、この比較論も決定的なものではありません。

以上のように、「虚偽記載がなければ当該株式を取得することはなかった」という前提に立って〔A〕の取得自体損害説をとる限り、理論的には取得後の株価の下落分を損害額から控除することを正当化できないと思われます。そうだとすれば、そのような控除を正当化するために、この場合の損害について〔A〕の取得自体損害説とは異なる考え方をとることも考えられます。例えば、2の（a）にまとめた〔B〕の高値取得損害説をとれば、そのような控除を正当化できるのでしょうか。しかし、高値取得損害説によれば、取得の時点では顕在化していませんが、取得価格から想定価格を差し引いた額の損害が取得時に生じているはずで、取得価格から想定価格を差し引いた額を計算してみると、虚偽記載公表前の虚偽記載に起因しない株価の下落分を控除するのと同様の結果になるということはありませんが、それは結果が同様だというだけです。

そのほか、株価の下落分を損害額から控除することを正当化するための損害のとらえ方として、2010年の私法学会のシンポジウムで京大の潮見教授が述べられた「総体財産損害説」というものがあるのかもしれませんが、これはなかなか難解な考え方ですけれども、当該株式を取得したために取得者の保有する財産の総体が現実に置かれている状態と、当該株式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とらえるものとされます。そして、このような考え方によれば、損害額の算定基準時は口頭弁論終結時になり、取得後の株価の上下変動は損害額の算定に影響を及ぼすことになるようです。

#### （c）最高裁判決の寺田意見が述べるもの

最高裁判決の寺田意見では、多数意見とは異なり、損害額からの控除が是認できるのは、

虚偽記載に起因しない市場価額の下落分すべてなのではなく、「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」という前提と矛盾なく理解できる損失だけだとされます。そして、そのような損失として、まず、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が挙げられます。例えば、当該投資家が恒常的に市場で株式投資をする者なのであれば、資金はそれ以外の株式の保有に用いられたはずであり、したがって、市場における株式一般の価額下落による損失は、このような損失と言えるものとされます。また、虚偽記載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も、損害額から控除することができるものとされます。これに対して、会社の業績不振による株式価額の下落など、当該株式に特有の価額下落による損失は控除すべきでないとされます。

それでは、このように寺田意見で指摘される金額の控除は、本当に、「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」という前提と矛盾なく理解できるのでしょうか。寺田意見は、虚偽記載がなければあったであろう状態として、資金拠出後に免れるはずがなかった損失を織り込んだものを考えようとしています。しかし、虚偽記載がなければ株式を取得することはなかったのであり、株式を取得したこと自体が損害であるということを前提にするわけですから、その限りで、株式の取得の時点で取得価格分の損害は既に生じていると言わなければなりません。

そうだとすると、寺田意見の述べる金額も、控除を正当化できないのではないかとと思われるわけです。例えば、生命侵害の不法行為の場合の逸失利益の計算において被害者死亡によって出費を免れた生活費を控除するということは行われるわけですが、寺田意見の述べるような金額を控除することとがこれと同様の話と言えるのかということ、直ちにはそうは言えないだろうと思われるわけです。

#### 4. 最高裁判決の意義・射程

西武鉄道事件の最高裁判決は、有価証券報告書等について虚偽記載がされ、一般不法行為によって発行会社・その役員の責任が追及されたという場合についての、一つの先例と言えます。最高裁の判示は、「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったと見るべき場合」の、「当該虚偽記載により上記投資者に生じた損害の額」についてのものであります。逆に言えば、そうでない場合、つまり、当該虚偽記載がなくともこれを取得

したと見るべき場合の損害の額の算定方法について、最高裁は判断を示していません。

虚偽記載がなくとも当該株式を取得したと言える場合の損害額の算定について、西武鉄道事件の地裁判決・高裁判決では、考え方が分かれています。【別紙１】にまとめましたように、当該株式を高値で取得したことを損害とするもの（Ｂ１・Ｂ２）と、虚偽記載の公表によって株価が下落したことを損害とするもの（Ｃ１・Ｃ２）とが示されています。

西武鉄道事件は、平成１６年の証券取引法改正によって制定されました証取法２１条の２、現在の金商法２１条の２が施行される前の事件です。それでは、西武鉄道事件の最高裁判決は、金商法２１条の２が適用される事案についてはどのような意味を有するのでしょうか。

同条２項は推定規定であり、そこで定められる損害を超える損害を、同条１項の上限の範囲内で原告が証明することは禁じられていません。したがって、原告が同条２項の推定規定を用いず、かつ、当該事案が「有価証券報告書等に虚偽の記載がされている上場株式を取引所市場において取得した投資者が、当該虚偽記載がなければこれを取得することはなかったと見るべき場合」だと評価されたときには、西武鉄道事件の最高裁判決が先例になると考えられます。

## Ⅵ. 賠償額を減額すべき政策的な考慮

Ⅴの３の（ｂ）で述べたように、本件において、最高裁判決は、主に政策的考慮から、虚偽記載に起因しない市場価額の下落分を損害額から控除しました。そこで、報告の最後に、有価証券報告書等の虚偽記載に基づく投資家からの損害賠償請求について賠償額を減額すべき政策的な考慮としてどのようなものがあり、それが妥当なものと言えるのかを少し検討したいと思います。もちろん、個別の損害賠償請求事件において裁判所がそのような考慮をすべきかどうかということ自体が、一つの問題ではあります。

### （ａ）会社債権者の利益

Ⅴの２の（ａ）の〔Ａ〕取得自体損害説を徹底させますと、虚偽記載がある状態で当該株式を取得したことがある者は、虚偽記載の公表前に株式を処分した者を含めて、取得価格が処分価格よりも高い限り、みんな取得価格から処分価格を差し引いた額の損害を被っていることとなります。そうすると、Ⅴの３の（ｂ）で引用した田原補足意見でも示唆されていたように、発行会社は、莫大な損害賠償義務を負うこととなります。そして、その

ことが発行会社の存続を危うくし、発行会社の債権者の利益を害するということがしばしば指摘されます。これは、金商法21条の2について立法論的な当否を論じる際にもしばしば問題とされることです。

しかし、これが会社に対してそのような不法行為債権を有する者（投資者）とその他の債権者の順位の問題なのであれば、それは倒産法で対処すべき問題であって、不法行為に基づく損害賠償義務の成立を考える際に考慮すべきことではないでしょう。例えば、上場会社が欠陥のある商品を流通させたことで、多くの消費者に対して損害賠償責任を負うという場面を考えてみます。製薬会社が、被害が広範囲にわたる薬害を引き起こした場合などです。そのような場合に、「それをすべて認容すればその会社が倒産するかもしれないから損害賠償額を減額しよう」という考慮を行うべきなのでしょうか。そして、そのような場合と西武鉄道事件が異質なものであるかということ、そうではないだろうと思います。

#### （b）投資家間の価値移転

金商法21条の2の立法論的な当否が論じられる場合には、有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償を発行会社にさせることは、一部の投資家、つまり損害賠償請求が認められる者が被った不利益を、他の投資家、言い換えればその他の株主の負担において填補するだけであり、投資家間の価値移転をもたらすだけだということがしばしば指摘されます。

しかし、虚偽記載がある状態で株式を取得した投資家とそうでない投資家とはやはり違うのであって、両者の扱いが異なることは特段おかしいことではありません。また、西武鉄道事件の具体的な事案を前提に考えたときには、このような「投資家間の価値移転」というとらえ方は、事案の本質をとらえているとは言えないように思われます。西武鉄道事件においては、少数特定者、具体的にはコクドの持株数が多いために、そもそも最初から本来は上場できなかったはずの株式が上場されていたわけです。したがって、だまされていたのは一般投資家全体です。そうだとしますと、そのような一般投資家への損害賠償を「価値移転」と呼ぶとしても、それは、よく言われるような「上場会社の常に流動する投資家のうちの一部から一部への価値移転」などというものではありません。むしろ、「上場会社の親会社なのにそれを隠していた者から一般投資家への価値移転」とでも言うべきものであらうと思われます。

報告は以上です。



~~~~~

【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。それでは、ご質問をお願いいたします。

1 取得自体損害説を徹底させることの妥当性

○伊藤 乱暴なことを書いているということは重々自覚しているのですが、まずはこういうふう到一个の考え方を徹底させればこうなるのではないかという方向で報告させていただいています。

○森田 問題はたくさんあるでしょうけれども、一番単純なところで、配当はなかったのですかね、この間。

○伊藤 それは調べていませんが、配当が全くなかったということは認定されていません。

○森田 配当はあったとしますと、例えば100万円投資して、何年かの間に配当が10万円あったとしましょう。しかし、あなたの言い方では100万円が損だと。10万円はどうなりますか。

○伊藤 別にいいのではないですか。

○森田 もらってればいいという説ですか。

○伊藤 はい。

○森本 極端なことを言われたということとの関連で、一番議論しやすいのは、例えば1,500円で買いました、公表前に何らかの事情で1,200円になりましたが、虚偽記載というのは市場では全然知られていませんでした。だから、当該会社の業績悪化なのか、あるいは市場動向なのかわかりませんが、少なくとも業績に係る虚偽記載はありませんでした。こういう前提に立つときに、それでも、伊藤さんは300円の損害があると認定すべきだとおっしゃるわけですね。

○伊藤 そうですね。取得自体が損害であるという考え方をとる限りは、300円が損害になります。なぜならば、虚偽記載がなければその株式を取得させられること自体なかったわけですから、取得させられたことによって、結局300円のマイナスを被っているのであれば、前提を動かさない限りは損害と言わざるを得ないと思います。

○森本　その取得自体損害説がいいかどうかは別にして、一般論としてもそれが妥当だというご理解ですか。最高裁がそう言うならこうだという理論上の議論をされているのか、それとも、そういう損害論は少なくともこういう問題を処理するときに妥当だというコミットメントも入っているのですか。

○伊藤　そこはちょっと迷ったところでして……。ただ、ぎりぎりそれが妥当なのかと問われれば……

○森本　少なくとも不当ではないと思ったわけですね。不当なら何かおっしゃるはずだから。(笑)

○伊藤　そうですね、ただ、300円がやはり損害だという価値判断が全くないわけではないと思うのです。逆に言いますと、西武鉄道はそれだけのことをしたのだということです。つまり、本当は投資家に買わせるべきではなかったものを長年にわたって投資家に買わせていたということですから、西武鉄道が破産しようが、全部損害賠償をせよという価値判断はありえないものではないでしょう。

○森本　たとえ西武がつぶれようがどうなろうかという政策判断というのを最後にするかどうかは別としても、まず最初はそのことを考えるべきではないと思いますから、その点は一緒なのですが、これもまた嫌らしく極端に言うと、20年以上続いているわけですね、こういう状態が。したがって、20年前から10年前の時効ぎりぎりの——不法行為だから3年か、それはともかく、3年前までのそういうときに300円損したという人も保護しなければならないかという、何かこの事件はそういうものなのかなというのが私の率直な印象です。

それはやはり何かというと、取得自体損害説という言葉がいいか悪いかは別としても、これは業績を偽ったのではなくて、上場が廃止されて流動性が欠けることによる、ないしはそれによるブランドイメージのダメージとかに基づく損害ですね。したがって、流動性がなく、ブランドイメージのマイナスもないときには、この違法行為と相当因果関係にある損害が300円かなという感じがしないではないのです。そこら辺が、どう説明するのかかわからないけれども、ちょっときついなあと思ったということです。

○伊藤　ちょっときついことは重々承知はしています。

○森本　それとの比較で田原さんにはご意見があるのでしょうかし、もう少し厳密にしましょうというのが寺田さんで、そっちのほうにコミットしながらいろいろ考えたほうが建設的かなという感じがしないではないということです。

○伊藤 先生がおっしゃったように、この事柄の本質は、業績が悪化したというよりは、虚偽記載がバレて、この株式が最後に流動性を失ってしまったことが投資家の被った損害であると。そこから始めてしまいますと、必ず価値判断は、先生がおっしゃったところに行くわけです。ただ、この取得自体が損害ですとか、先ほど申し上げた300円が損害ですという価値判断は、そこからはスタートしないのです。

つまり、虚偽記載をされて、それが隠された状態で株式を買ったのだから、しかも虚偽記載がバレる前にちゃんと売り抜けたのだから不都合はないじゃないかという出発点ではないわけです。これは、最後はもちろん、直接的には虚偽記載が明らかになって、その結果、東京証券取引所によって上場廃止されました。だからこそ、この株式は流動性を失っているわけですが、そうではなくて、最初から市場に出るはずのないものが出ていて、それを買わされているのだから、それ自体がもう損害であるというところからスタートするわけです、取得自体損害説という考え方は。

○森本 私は取得自体損害説を支持するわけではなくて、取得自体損害説を論理的に演繹するとそうなると言われたら、そうかなと思うけれども、取得自体損害説のバリエーションもいろいろあるだろうし、だからということでこれを支持されるのかなということで、そういう原則論は別にして、直感的にそれはないやろうということで、結論に疑問を感じたというそれだけのことです。(笑)

○伊藤 直感的にそれはないやろうとは思いつつ、やっぱり議論をしなきゃいけませんし、すでに偉い先生方が評釈とかをたくさん書かれていますので、むしろここでは極端なことをお話ししたほうが多分話ができるかと思ひまして、もう少し極端なことを今考えたとおりに申し上げますと、やはり商品になってはいけないものを商品として出していて、投資家はそのことを知らずに買っています。

○森本 そのときに、使用価値のあるものと、こういう金融商品の差も考えなければならぬのではないかという感じがしないでもないのですがね。

○伊藤 なるほど。

○河本 あなたのお考えはどのようなのですか。

○伊藤 まだ迷っています。私がこういうふうに試みに述べたことを本当に徹底させてしまうと、ほぼだれも言っていない極端な考え方になります。ただ、おしかり覚悟で徹底させますと、これは全部賠償させるべきであるということになります。

じゃあ、全部賠償させるべきであるということを行った人が一切いないかというと、

たとえば、能見先生の論文にはそう書いています。不法行為の理屈からそうなのであれば、それは一個の価値判断としてあるはずだろうと思います。それを徹底させて、先ほど再々述べられている300円の損害賠償をみんなにしてやるということが、違和感を感じられるのですが、私には、不当だとも思えないのです。

○森本　もう少し理論的に言うと、相当因果関係にある損害と言えるのかなという理論的疑問があるということですけどね。

## 2 会社債権者の利益

○龍田　論理的には、私は伊藤先生の言われたことに賛成です。同時に、田原裁判官のような考慮が全然いけないと言われると、それもどうかなというのが本心です。レジюмеに、順位の問題なら倒産法で考えろと書かれていますが、倒産法で考えるとどうなるのでしょうか。

上場すべきでなかったはずの西武鉄道株を買わされた投資者の損害は全部填補しなければいけないことはそうだとすると、会社のほかの債権者のことを考えなくてよいのはなぜかと問われると、そうとばかりも言えないような気がするのですが。

○伊藤　現状では、こういう投資家の債権を劣後させるというルールはありません。ですから、こういう投資家は通常不法行為債権者となり、担保はない。そういった担保のない一般債権者と同じ順位になります。そうしますと、担保を持っている人は担保を実行するでしょうけれども、持っていない人は、例えば一般の取引先は、同じ順位になってしまいますから、ほぼ返ってこないことになります。

○龍田　製造物責任のようなものと比較するのはどうかなという気もするのでね。森本先生の言われた金融取引と使用価値のあるもの、私の言葉で言えば、営業取引と資本取引、これを分けて考えたほうがいいのかというのも、自信はないながらも、同じように考えていいのかということとは、ちょっと疑問に思います。

○伊藤　ありがとうございます。レジюмеを書いたときにも、まず一つそれは考えました。つまり、通常の特に消費者の直接的な体であるとか健康、そんなものに損害を与える可能性のある製品をつくったという場合と、こういう金融商品として株式を出して資金調達をしたということは違うのかなとまずは考えたのですが、ただ、それが違うというのは、考えていくとわからなくなるのですね。

### 3 虚偽記載の悪性

○森田 あなたのおっしゃる虚偽記載という意味ですけれども、例えば2分の1に達しておるのにそれを言わなかったというのと、上場廃止要件に該当する特定持株者数の不足というのと、事実としてはいろいろありますよね。それで、あなたのおっしゃるのは、どの事実もみんな虚偽記載といえれば虚偽記載ですよ。

○伊藤 まあ、そうですね。

○森田 しかし、一番決定的なのは、上場廃止処分を受けるというところの特定持株者数の問題ですね。

○伊藤 そうです。

○森田 それが、昔は、実質株主基準じゃなくて、形式的にわかっているだけでいいとか、実際問題で私の覚えているのでは、トヨタ系列の会社（K 製作所）が買い占めにあって、特定持株者数が足らんので、持っている株を細かくかき分けてくれと言って、社長の持っている株を従業員の名前に書き換えたりして、それで上場基準はクリアしたというような事実もありましたね。そういうふうに考えると、例えば取引所からどうなっているんですか、特定持株者数が足らんと違うますかと言われたら、ちょっと待ってくださいと言って、1年間待ってくれるはずなのに、この場合は待ってくれなかったわけですね。

○伊藤 待ってくれなかったのは、基準が設けられてからずっとだからですね。

○森田 とにかく、そのときに対処すれば、2分の1以上いるのにいないと言っていたということは虚偽記載かもしれませんが、上場廃止まではいきませんね、それだけでは。

○伊藤 はい。

○森田 そういうふうに細かく見たときに、あなたの価値観はどこに置かれているのですか。

○伊藤 ですから、例えばもっともっと早い段階で、あんまりそういういいかげんなことができなくなってきたという状況がわかってきたと。それで、昔という話をおっしゃいましたけれども、そうだとすると、昔から今の間の大体どこかの期間にパラダイムが変わっているのです。昔のような、なあなあでいいかげんなことがどんどんできなくなって、早い段階で虚偽記載をちゃんと明らかにして、ちゃんと株式をほかの者に持たせるという努力をするならば、違う価値判断はあり得ると思います。

○森田 時代の流れで、取引所のほうもだんだんそういうことを厳しく追及されるよう

になってきたので、そのときにちゃんと書き換えすればよかったという時代もありましたからね。そうすれば別に上場廃止にならなかったわけです。ですから、上場することができないはずのものを上場させたというような言い方は……

○伊藤　ただ、この事案ではまさにそうなわけです。もっともっと前の時点でやっていたら違うわけでしょう。

○森田　それで、投資家のほうも、西武でコクドが大きくかんでいるなということはみんな知っていましたよ。(笑)それがまさか上場廃止になるという、そんなご無体なことをするということをみんな知らなかっただけのことです。そうでしょう。(笑)

#### 4 最高裁判決のとらえ方—取得自体損害説か高値取得損害説か

○前田　先ほどの損害のとらえ方について、最高裁は、取得自体が損害だと言っておきながら、結局は、虚偽記載に起因する損害分しか考慮しないのですから、結論としては高値取得損害のようなとらえ方をしていることになるのですね。ですから、やはり少し歯切れが悪いような気がして、理論的には、伊藤先生のおっしゃるほうが筋が通っているように思います。

この最高裁の考え方は、ですから、取得自体損害説ではなくて、高値取得損害説に立ったと見てはいけないのですか。伊藤先生は、レジュメの22ページで「同様の結果になるということはあるが」と書いておられるのですけれども、同様の結果になるのではないのですか。

○伊藤　高値取得損害説を本当にまじめにとろうとしますと、取得の時点の取得価格と並んで、想定価格を考えなきゃいけないわけです。その想定価格は、あくまで取得の時点に幾らだったのかというのを推測するしかありません。そうしますと、虚偽記載に起因しない市場価格の下落分を引くというようにところから考えるのではないと思うのです。取得の時点での株価と、虚偽記載がなかったらこれだけ値段が落ちちゃったという値段の価格差というのは、ずっと固定したまま続くわけでもありませんので。高値取得損害説をとりながら、例えば虚偽記載が公表されたときの直前と直後の価格を比べるとか、それは、近似値はこれよねというふうにエイヤで決めているにすぎないのです。

○前田　ええ。損害算定の基準時が取得時であることはわかるのです。基準時は取得時なのですからけれども、想定価格を出さなければならず、その想定価格を出すときには、取得以降の事情も考慮せざるを得ないのではないのでしょうか。虚偽記載が公表されたため

にこれだけ価格は下がったけれども、虚偽記載に起因する分はこれだけだと。ですから、結局は、基準時は取得時ですが、考慮すべき要素としては、基準時以降のものも取り入れるのではないかと。そう考えるのであれば、結局、最高裁は高値取得損害説をとったと理解できるのではないかと。最高裁は、形の上では取得自体損害と言っているが、ちょっと説明のしにくいところがありますけれども、まあ何とか説明はつくのかなと思うのです。

○伊藤　結果が高値取得損害の考え方の一個のバージョンで出ると同じような結果であるから、高値取得損害を実質的にはとっているという評価は全くないではないと思います。ただ、この事件で、原告は複数の損害算定方法を主張していきまして、もし高値取得損害の考え方をとるのであれば、原告のその主張を裁判所としては採用すべきなのですね。ですから、この最高裁判決をどう読むかというときには、私は、これは取得自体が損害であるという考え方には立っているけれども、そこは一貫していないところがあるのですねという読み方をしないとやはりいけないのかなと思ひまして、報告ではそういうふうに申し上げました。

○飯田　最高裁の読み方に関連しまして、取得自体損害説にもバリエーションがあるということになるのではないかと思います。判旨の事実の評価のところ、本件虚偽記載がなければ、原告らは取引所市場内外を問わずY1株を取得することはできず、あるいはその取得を避けたことは確実である、ということを行っています。それで、純粋な取得自体損害説では、虚偽記載がなければその取得を避けたらというケースなのではないかと思うのです。他方で、この判決では、虚偽記載がなければそもそも上場もされていなかったから、Y1株を欲しかった人たちも買えなかっただろうということまでも含んでいる事例なのではないかと思うわけです。だから、判旨の論旨のような修正が加わったという理解も、取得自体損害説のバリエーションの一つとして一応理解はできるのではないかと思ったのですが、そういう考え方はあり得ますでしょうか。

○伊藤　そういう説明が理解できないのです。つまり、取得したくてもできなかったでしょうということが、じゃあ、具体的にどう効いてくるのかまで説明をしないことには、そこは最高裁の取得自体損害説を理解したことにはならないと思うのです。取得を避けたことが確実なだけでなく、取得したかった人も取得できなかったでしょうということを考慮するとして、そこから先、どうなるわけですか。

○飯田　取得したかった人たちは、市場価格の変動のリスクについて、市場動向や会社

の業績に関するリスクは当然引き受けていた、だから、そのことに基づく価格変動のリスクは投資家が自ら負うべきであり、損害額から控除すべきだということにつながるのではないかということです。

○伊藤 取得できなかったとすれば、別の株式を買っていただろうということにつながるわけですか。

○飯田 そうです、寺田意見の話とも共通してくるわけです。他方で、そういうことを言いながら、伊藤説を擁護することを別の方向から述べたいのですが、少数特定者持株基準というものに仮に合理性があるという前提を採るとしますと、恐らくその合理性のある理由は、一つが流動性の話になると思いますし、もう一つが、支配株主の力が強過ぎるという議論になると思います。流動性の話を考えてみますと、この少数特定者持株基準を満たしていない流動性の低い銘柄に関しては、価格形成が不当にゆがめられたり、効率的にならなくなるということが恐らく前提になっていると思います。そうなりますと、この西武鉄道事件で経済情勢や市場動向、あるいは会社の業績等を正しく株価が反映していたのかどうかということ自体もゆがめられていたのではないかという話につながってきて、つまり、今申し上げた要因に基づく市場リスクその他の価格変動を丸ごと損害額から控除するというのは、これは論理的におかしいのではないかということから、伊藤説の立場を貫くというのが一つあり得るのではないかと思います。

もう一つが、レジュメの1ページの下から2つ目の\*のところで、本件虚偽記載のあった事項が西武鉄道の企業価値に関係しないというのはおかしいのではないかとおっしゃっていると思いますが、支配株主が私的利益を引き出す等があり得るということから、まさに企業価値に影響を与える情報がゆがめられていたとも言えるように思います。そうだとすると、これもまた会社の業績に影響を与える情報が不適切に開示されていたのだから、そのことに関するリスクは投資家が引き受けてはいけない、あるいは引き受けることができない、あるいは引き受けるべきだという価値判断は成り立たない、ということになって、これもやはり最高裁のロジックでは、この分については控除してはならないというお話につながるのではないかと思います。その辺の話はあまり判旨では出てきませんし、このように企業価値に影響を与える可能性のある情報であることについて当事者が主張していたのかどうかもよくわかりませんが、1ページ目に書かれた事案の特殊性というところが、本件の理解では非常に重要なのではないかなと思います。



## 5 投信の手数料についての記載を間違えていた例

○河本 私の経験とこの判決文と突き合わせて考えてみるのですが、リーマン・ショックで大下がりした後、ある証券会社から相談を受けたのですね、実は困ったことが起こったと。というのは、投資信託を売ったときに書類をとりますね。その数字のポイントを打ち間違えていた。本文ではちゃんと説明してあったけれども、最後にシートがあって、一々チェックしていくところがあるのですが、そこの手数料の数字のポイントを間違えた。それを後で証券会社側で気がついたけれども、気が付いた客はいなかった。それで、これはえらいこっちゃと。もしもそのところで、こんな手数料だったら買わなかったはずだと言われたら、リーマンショックで大きく落ち込んでいるわけですから、その分まで損害賠償を請求されたらえらいことだと。ただ、その場合は、販売数が少なかったもので、とにかく、まずこっちからお客さんを回って、その説明の仕方は随分いろいろ考えて、本文の方ではちゃんと書いてありますのでというようなことで、申しわけなかったという一文を入れて、それで一応全部訂正し、了解を得たことがありました。

そのときに、心配したのは、リーマン・ショックで大きな損がでてたからです。リーマン・ショックで生じた大きな損を、たまたまミスがあったためにがっばり回収できるというのは、これはおかしいですね。

○伊藤 本文には正しく書いていたけれども、別のところで手数料が間違っていたからですか。

○河本 そうです。そのところは一応重大なミスだと仮定してですよ。

○伊藤 もしそれが重大なミスだとすれば、リーマン・ショックだから片やがっばりという評価をしなければいいのではないですか。だって、投信を買うときに、手数料は決定的ですよ。

○河本 いやいや、僕が聞きたいのは、この判決の趣旨を適用したらどうなるかということですよ。

○伊藤 もし手数料についての記載が間違っていたことが決定的なもので、その記載が間違っていたとおりの手数料なのだったら買わなかったという人については、損害賠償すべきです。

○河本 そうですね。だから、それは、正常に買っていた人はリーマン・ショックの損害をそのまま受ける、たまたまミスがあった人だけは全額賠償してもらえると、こういうことになるわけですね。

- 伊藤　　そうなります。それはおかしくはないと思います。
- 河本　　それはちょっとおかしいかなあ。(笑)
- 伊藤　　でも、ミスとはいえ、手数料について間違っているのに、それを賠償しないのはなぜですか。
- 森田　　リーマン・ショックがあったって関係ないということですね。
- 伊藤　　そうです。
- 河本　　目の前にあれだけの大きなことがあったわけですよ。それでも……
- 森田　　ノーリスクでいけるのですねと。
- 森本　　今の例だと、本当はリーズナブルな手数料なわけですね。本当は1だったのに、10と書いてしまった。これは、話がちょっと違うのかなという感じがします。いろいろ理由をつけて、損害賠償はなくなる可能性も十分にあるように思うのですが、西武鉄道事件は明確なうそを10年以上続けてきたと。
- 河本　　そのところが、今挙げた例をもっと大きなミスに置き換えてみても、同じ答えになるのでしょうか。
- 伊藤　　そうです。

## 6 過失相殺

- 松尾　　例えば証券会社の営業担当者が格付を偽って顧客に証券を買わせたといった場合、原状回復的な損害賠償になると思います。それと本件はどこが違うのかということなのですが、多分裁判所は、証券会社を訴えているときには、かなり悪質なケースでも過失相殺すると思うのですね。本件のような場合、そういう考慮はなかなかしづらいと思いますが、やはりどこかで、全額丸ごとというのはおかしいという……。
- 伊藤　　証券会社の詐欺の場合にもし過失相殺できるのであれば、これもできるのではないですか。
- 松尾　　そうすると、先ほど森田先生がおっしゃったように、あの会社はコクドがかんでいる、某T氏が牛耳っておる会社だということを投資家は知っておったではないかと。(笑)
- 伊藤　　それだったら、それを西武鉄道が主張すればいいのですよ。それを主張して裁判所が認めればいいわけです。
- 森田　　主張して話半分やと、こう言ってもいいのですが(笑)

○伊藤　　まさに、本当は買うはずのないものを買わされたという理屈なのに、不法行為でいくというときのメリットはそこですよ。

○森田　　ただ、例えば私が西武鉄道の沿線に住んでいる住民だとします。そして、鉄道株を買えば優待券をもらえる。それで買いました。それは、少々売却条件が悪くても、私はずっと持っているから関係ないわと思っている株主もいると思うのですよ。そんな人は初めからだまされたと思っていない。でも、あなたの話では、そういう人もみんなだまされたことになるわけでしょう。

○伊藤　　本人がだまされたと後で気づけば、損害賠償を請求することができる。  
（笑）そうではなくて、鉄道を愛しているのであれば、優待券の分でもとがとれたと考えるのであれば、損害賠償はしないということになる。

○森田　　優待券をもらいたいと思っているからずっと持ち続けるそういう株主も結構多かったと思われますが。

○伊藤　　ですから、問題は、そういう人がいるからといって、だまされたと思った人の損害額を減らすべきかということです。

○森田　　だから、これはだまされたと思った人だけの話ですね。

○伊藤　　もちろん。（笑）

## 7　どのような場合に取得自体損害といえるか

○石田　　取得自体損害説が結局どういうケースで採用されるのかという何か基準ないし枠組みみたいなものは、最高裁判決では示されなかったというふうにお読みなのでしょうか。

○伊藤　　そうなんです。その予測が難しいなと思いましたのが、まさに来月問題になるライブドア事件でして、西武鉄道事件だけを読んでいますと、かなり特殊なこういう事案でなければ、取得自体が損害だと言えないだろうねという読みも可能だったはずですよ。それが、ライブドア事件のほうで特に田原裁判官の言っているようなことを推し進めると、原則、取得自体が損害だということになってしまうかもしれないのがちょっと難しく、最高裁がどういう基準をこれから使うのかは、私には予測できないのです。

○前田　　虚偽記載がなければ取得はしていなかったはずだということの立証責任は原告側にあるのですね。

○伊藤 はい、そうです。

○前田 ですから、被告の側は、先ほど森田先生のお話のように、「あなたは何としても株式を買おうとしていたでしょう」というようなことを主張して、買っていたかどうか真偽不明の状態になれば、取得自体損害とは認められないことになる。本件のような上場廃止が絡むケースは、原告にとって証明が容易であったケースだと思うのですね。

## 8 損害額についてその他の問題

○河本 それから、あなたがおっしゃっていた株主間の利益移転の問題で、これは前に、あなたがここにいらっしゃらなかったときにこの話が出まして、僕自身も原告の弁護士から、とにかくコクドががっぽり持って帰ってるんですわと言っていました。(笑) だから、あなたのおっしゃるとおりで、普通の事件と違うのでね。

○伊藤 先ほど龍田先生に質問をいただいたことで最後まで答え切れていなかったと思いますが、普通の製品の瑕疵の場合と金融商品は分けるべきではないかというお話でした。一方で、そうとも考えられます。ただ、他方で、人の生命・身体に障害を与えるものと、金融商品のように人の財産に損害を被らせる可能性のあるものとは違うと考えるのも、感情論という部分があるかと思うのですね。お金がなければ、最後は首をつって死ぬわけですから、危険なものを買わされて、テレビが爆発して家が燃えたとかというものとは違うように見えますけれども、特に西武鉄道の場合、結局最後の値段も大して落ちませんでしたので、大したことないねというふうにも思えるかもしれませんが、金融商品を買うのは、そこまで命にはかかわらないからいいんだよという話ができるものなのかをぎりぎり考えるとわからなくなりまして、同じじゃないかということを書いたわけです。

○龍田 対比される一般債権者にもいろいろありますね。身体・生命にかかわりのあるような人ばかりではないので、金を貸した銀行もあるだろうしね。

○森田 昔、上場の初めのころは多分額面ぐらいであったが、今はだいぶ高くなっている。そういう場合の損害額は、最近の価格に変換する必要はないということですね、損害は取得自体だから。

○伊藤 そうですね。

○森田 基準がずっと上がってきていて、それが今は2,000円まで来たとか、1,000円まで来たと普通は考えているのですけれども、先生のお考えでは、取得の時点だ

から、昭和35年ぐらいに買った人が100円で買っていれば、100円と現在との違いですか。

○伊藤 徹底させればそうなりますかね。

○川口 先ほど例では、1,500円のものが情報公表前に1,200円下がったとき、300円賠償してもらえということでした。非常に興味深いのですが、利益が出ているときは、たとえば、1,700円になったというようなときは、200円は返さなくてよいわけですね。

○伊藤 返さなくてよいというので、私はよいと思います。

○川口 取得自体損害説であれば、真実の情報を知っていれば、そもそも買っていなかったと考えるわけですね。それにもかかわらず、すなわち、買っていなかったにもかかわらず、利益だけはもらえるというのは、ややバランスが悪い気もしますが。

○伊藤 それは説明としては、利益が出ていたのであれば、後で買ったことにしていよいねというふうに買った者が選択できると。それは別に不当ではないという考え方はあり得ます、無権代理行為を追認できるのと同じ話ですので。

私は別に、最高裁が言っていることとか、なるべく株価の下落分を控除すべきだという考え方が全く理解できないとは申し上げていないのです。上がったときには利得を享受できるのに、下がったときだけ損害賠償できるのはおかしいねと、それは一方で理解はできるのですが、全然おかしいわけでもないと思うわけです。

## 9 平成16年改正前証券取引法21条2項1号による免責

○森本 きょうは損害賠償問題がメインイシューですが、一つ気になったことがあります。8ページの下の方で、相当な注意を用いたとしても当該虚偽記載を知ることができなかったものとして、免責事由の存在を認めるのが相当だとされたのですが、相当な注意を用いても知ることができなかったら、因果関係はないというのが一般原則だと思います。この点についてご説明いただけますか。

○伊藤 黒沼先生のご論文を読みますと、この規定は、あくまで被告の側が相当の注意を用いたことまで証明できないと免責は許さないという趣旨の規定であるとおっしゃっていますね（黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕」商事法務1839号（2008年）20頁、21頁）。

○森田 これは举证責任が転換しているという話ではないのですか。

○伊藤 相当な注意を用いたことを被告の側が証明できない限りは、相当因果関係云々はもう関係なくなり、損害賠償請求をせよという話になると、この規定を読んでおられるのではないですか。

○河本 私も「金融商事の目」でそのことを書いたことがあるのです（金融・商事判例 1292号1頁）、この判例はわざわざ条文を読み替えた。という論理でそう言っていたのかというのははっきり覚えていないけれども、とにかく条文そのものを読み替えたような感じです。金融商品取引法に特別なあんな規定があるとは思わずに、普通の民法の考え方で判決を書いたのと違うかなと、僕はむしろあの条文を読み替えたというふうに見たわけです。

○伊藤 先ほどの黒沼先生のご論文によると、21条1項というのは、虚偽記載と損害の間にだけ因果関係を要求している、他方で、被告の注意義務違反と損害の間の因果関係は要求していないという前提でおっしゃっていますね。

○森本 21条がそういう規定だということですね。

○伊藤 そういうものと一般的に考えられているようです。

○森田 でも、因果関係はあると。

○森本 因果関係は問わないということですね。

○伊藤 虚偽記載との間にはあると。

○森田 時間がまいりましたが、よろしゅうございますか。

それでは、きょうはこれで終わらせていただきます。

次回は、4月27日（金曜日）に、松尾先生からライブドア事件についてご報告いただくことになっています。