

大証金融商品取引法研究会

上場会社・役員等の民事責任に関する問題点

平成 22 年 5 月 28 日（金）15:00～17:00 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）

石田 眞得 関西学院大学法学部教授
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
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
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
船津 浩司 同志社大学法学部准教授
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・法学部教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○近藤 時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、石田先生から「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」についてご報告いただきます。それでは、よろしくお願いたします。

~~~~~

【報 告】

## 上場会社・役員等の民事責任に関する問題点

関西学院大学法学部教授

石 田 眞 得

はじめに

本日のテーマは「上場会社・役員等の民事責任に関する問題点」であります。ご存じのとおり、平成19年の半ばあたりから、西武鉄道や日本システム技術の有価証券報告書の虚偽記載をめぐる判決、ライブドアの有価証券報告書等の虚偽記載をめぐる判決などが出ており、発行者や役員等に対して民事責任を追及する投資家訴訟が増えてきております。また、平成16年には、流通市場開示書類の虚偽記載に関して発行者の責任が21条の2で定められ、早速、ライブドア事件やアーバンコーポレイションの事件などで利用されています。

これらの事件を通じて、最近では、損害のとらえ方に関する議論が盛んに行われるようになりました。また、発行者に責任を課しただけでなく、それを無過失責任とした16年改正の意義が改めて問われているように感じられます。

そこで、本日の報告では、大きなテーマである公開会社法制の主な論点に沿う内容とはなっておりませんが、金融商品取引法の民事責任制度と会社法や不法行為法との関係に触れながら、上場会社・役員等の民事責任に関する問題点を検討するかたちでご報告をさせていただきますことをお許しねがいます。

以下では、まず発行者の民事責任、そして役員等の民事責任、最後に、西武鉄道事件を中心に有価証券報告書の虚偽記載をめぐる裁判例における損害額のとらえ方の順でご報告いたします。

## I. 発行者の民事責任

### 1. 発行者自体に責任が課せられること

#### (1) 従来議論

発行者の民事責任については、発行者自身に有価証券報告書等の虚偽記載等について流通市場での証券取得者に対する民事責任が設けられたことに加え、その責任が無過失責任とされたことが最近の大きな動きでありました。

昭和46年の証取法改正では、有価証券報告書等の虚偽記載等について発行者の役員や公認会計士または監査法人の損害賠償責任が規定されたのですが、発行者の損害賠償責任は規定されませんでした。当時の立案担当者によれば、そのことは、「会社と投資者との間で何らの取引も行なわれない流通市場の取引に関して、責任を負わせるのは適当でない」と説明されていました（渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会、1971年）71頁）。

神崎先生は、「流通市場の開示に重要な不実表示がある場合に、それによって被害をこうむる投資者が多数存在することは、まさにこれらの投資者の救済を確実にするために発行会社が損害賠償義務を負うこととされるべき理由であって、発行会社が支払能力を有するにもかかわらず、投資者が発行会社から損害の賠償請求をすることを認められず、その救済が十分に確保されないままに放置されておくことは、望ましいことではない。また有価証券の投資者は、発行会社の経営危険に資金を投下したものであって、経営危険から生じる不利益は覚悟すべきものであるが（そのために情報の完全開示が要求される）有価証券届出書や有価証券報告書の不実記載による危険を覚悟すべきではなく、証券取引法は、まさに、一般投資者を不実の表示による不利益から保護しようとするものであるから、流通市場の開示における重要な不実表示について発行会社の損害賠償責任を規定しなかったことは、不当であるというべきである。もっとも、損害賠償責任の予防的ないし威嚇的機能の面からは、有価証券届出書および有価証券報告書の作成に関与する発行会社の役員およびその財務諸表に監査証明をする公認会計士または監査法人に不実表示による損害賠償責任を課し、これらの者が細心の注意と十分な配慮のもとに、正確で誤解を生ぜしめない開示を行なうようにすることが重要である」と述べられて、昭和46年証取法改正に際して、流通市場の開示における虚偽記載に発行者の損害賠償責任が規定されなかったことは不当であるという批判をなされていました（神崎克郎「証券取引法上の民事責任」上柳克

郎ほか編『商法・保険法の諸問題 大森先生還暦記念』（有斐閣，1972年）218－219頁）。

そして、学説では、民法709条の不法行為に基づく損害賠償責任を負うと考えられる説が有力でありました（龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか編『現代の経済構造と法』（筑摩書房，1975年）516頁注5，神崎克郎『証券取引法 [新版]』（青林書院，1987年）296頁）。有価証券報告書等の虚偽記載に係る発行者の民事責任は、平成16年の証券取引法改正まで規定されないままでありました。

## （2）発行者の不法行為責任

これまで、特に平成16年証券取引法改正による21条の2が施行されるまでの発行者の責任追及事例は、会社法350条に基づくものと民法709条に基づくものと大きく分けることができます。

### a. 会社法350条

会社法350条では、会社の責任を追及するには、代表者の不法行為を介することになりますので、代表者の不法行為がまず認定される必要があります。

このような方法で会社の責任が認められた裁判例として、大分地判平成20年3月3日（金判1290号53頁）があります。この事件は、虚偽の有価証券報告書の記載により損害をこうむったとして、投資者が発行者及びその役員に株式の下落分の損害賠償を求めた事案であります。裁判所は、代表取締役が売上高や経常損失の粉飾を指示または容認していたとして、代表取締役の不法行為が認められ、それが職務を行うについて行われたものであるとされた結果、平成17年改正前商法261条3項，78条2項，平成18年改正前民法44条1項，現在の会社法350条に相当する規定に基づいて、会社の責任を肯定したものであります。

最近の350条に基づく損害賠償請求事例として、もう一件、最判平成21年7月9日（判時1330号55頁）の日本システム技術の判決があります。この事件は、原告は、有価証券報告書に売上高の架空計上がなされ、その発覚による株価下落の損害をこうむったとして発行者を訴えた事件です。原告は、発行者の代表取締役がリスク管理体制の構築を怠ったことに過失があり、その結果損害をこうむったと主張したところ、第一審，第二審は原告の請求を認容したのですが、最高裁では、代表取締役の従業員らによる架空売上げの計上を防止するためのリスク管理体制義務違反の過失はないと判断されたものであり

ます。その結果、会社の責任も認められていません。

#### b. 不法行為（民709条）

民法の学説では、会社自体に不法行為責任を認めることには議論があるようではありますが、西武鉄道の一連の判決では、発行者が民法709条に基づいて直接的に投資者に対して責任を負うことを肯定するものが見られます。例えば、その1つとして、東京地判平成21年1月30日（判時2035号145頁）では、「有価証券報告書等を提出する会社及びその取締役には、有価証券報告書等の重要な事項につき、虚偽の記載がされないようにする義務があり、これを怠り、有価証券報告書等の重要な事項に虚偽の記載をし、又は虚偽の記載がされた有価証券報告書等が提出された場合には、これらの者には、この虚偽記載の事実を知らずに当該会社が発行する有価証券を購入して損害を被った者に対し、民法709条の不法行為に基づく損害賠償責任があるというべきである」と述べています。ここでは、発行者自体も虚偽記載がなされないようにする注意義務を負うと述べているところが特徴的でありまして、これが具体的にどういう注意義務なのか、あるいは会社組織として全社的に内部統制システムを整備することを言っているのか、このあたりがよくわからないところです。

#### (3) 21条の2の新設（平成16年証券取引法改正）

平成16年の証券取引法改正で新設された21条の2は、重要な虚偽記載等について、発行者が募集または売出しによらないで証券を取得した者に対して損害賠償責任を負うことを定めています。このような規定、すなわち流通市場での取得者に対する発行者の損害賠償責任規定をなぜ設けたのか。当時の立案担当者の解説によると（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年）32—33頁）、次のような理由が挙げられております。

- ①開示内容の正確性を担保するために民事責任が設けられていることにかんがみると、発行市場であろうと流通市場であろうと、発行会社は投資者のために正確な企業情報を開示すべきであること。
- ②開示規制に対する民事責任の法的性質は、損害賠償責任であり、株主に対する会社からの出資の払戻しではなく、株式会社における資本充実維持原則とは何ら関係のないものである。

21条の2は、発行者の支払い能力がある限りにおいて無過失責任とされていることや、

損害額の推定規定が設けられていることから、当事者の被害救済に大きく貢献するものと考えられますが、発行者を責任主体とすることには、次の（４）のような批判あるいは疑問があるかと思えます。

#### （４）流通市場取引に関して発行者を責任主体とすることの問題点

まずは、資力に限界があるため、被害救済、損害填補は十分に行われないかもしれないものの、民事責任を課すことによる虚偽記載等の予防的効果を期待するならば、発行者ではなくて、実際に不正行為を行った個々の行為者から損害賠償をとるべきではないか、実際の行為者の責任をより厳格にするべきではないかという点です。

この点に関しては、金融庁企業開示課の三井課長が、「一次的に役職員から取るべしという制度では被害者救済にならないのは明白でしたし、実務上、会社に対して損害賠償を請求するという制度でなければ被害者救済は十分図られません。むしろ一次的には会社に請求することとし、虚偽開示に加担した個々の役職員に対する責任追及については、その実態を把握し得る会社から個々の加担者に対して求償させることが現実的かつ妥当な解決になると考えられました」と、述べておられます（岩原紳作ほか「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81頁（2010年））。

また、発行者は、発行開示書類の虚偽記載等を行った場合とは違って、継続開示書類の虚偽記載等からは利益を得ておらず、発行者、ひいては株主が虚偽記載等の犠牲者となるのではないかと。経営者のほうは、粉飾によって高額報酬を維持したり、本来ならば悪化している業績についての説明責任を免れたりするという点で利益を得ているのではないかと。さらに、この点と関連して、分散投資家を前提にすれば、発行者を責任主体とすることには、一方で損害賠償を負担する者が他方では損害賠償の支払いを受ける者となり、結局、投資者間で金銭が移動しているだけという“Circularity”の現象を招くことになるけれども、そのような仕組み・現象は問題ないのか。このような疑問が出てくるのではないかと考えられます。

## 2. 発行者の無過失責任

ここでは、発行者の民事責任に関して、金商法21条の2の無過失責任が厳し過ぎるのではないかと指摘について述べておきます。

### （1）立案担当者による無過失責任としたことの理由付け

そもそも21条の2がなぜ無過失責任の形をとったのか、当時の立案担当者は、次の3つの理由を挙げています（前掲・三井編・条解154-155頁）。

①違法行為の重大性（故意・重過失が推認されること）

開示書類は、投資者の投資判断の基礎資料となり、刑罰により真実性を強制されている重要な書類であり（法人についても、5億円以下の罰金）、特に計算書類部分は監査法人の審査・株主総会・取締役会の承認を経るなど厳密な手続によって作成されるものであるから、重要な虚偽記載等がある場合は故意または重過失があると考えらるべきである。

②投資者による立証の困難性

開示書類に虚偽記載等をするという違反行為は、発行者内部で行われるものであるから、その主観的要素を外部者である投資者が立証することは著しく困難であり、その証明を要求するならば、一般投資者による損害賠償請求は事実上不可能となる。

③発行市場との平仄

発行市場における発行会社の責任も無過失責任である（18条）。

(2) 重要な虚偽記載があつて過失がないこと

このように発行者の無過失責任が平成16年証券取引法改正で定められたわけですが、経営者が一体となつて粉飾を行っているような場合ではなく、経営者の知らないところで従業員らによる粉飾が行われた場合、それがどうしても見抜けられないような手法で行われたものであるときには、先ほどの最判平成21年7月9日が述べているように、「本件不正行為は、……通常容易に想定し難い方法によるものであつたといふことができる」。「本件以前に同様の手法による不正行為が行われたことがあつたなど、Yの代表取締役であるAにおいて本件不正行為の発見を予見すべきであつたといふ特別な事情も見当たらない」。よつて、代表取締役に従業員の上げの架空計上等の不正行為を防止するためのリスク管理体制を構築すべき義務に違反した過失はないといふことになり、会社法350条に基づいて争われた場合に、発行者の責任はないといふ結論がありうることになります。

しかし、金商法21条の2のもとで発行者の責任追及がなされると、発行者には虚偽記載等を防止する体制がしかれていたとしても、それでも無過失の責任を負うこととなりそうです。金商法は、投資者保護をより手厚くしていると割り切つて考えればそれまでなのですが、金商法21条の2の無過失責任について厳しすぎるのではないかとの批判をされ

る学説として、川島いづみ先生は、「適切な内部統制システムを整備しても、従業員等の不正行為を原因とする不実開示を完全に防ぐことはできないことからして、流通市場開示について発行会社の無過失責任を定める平成16年改正証券取引法（金融商品取引法）の規定の妥当性には、疑問がある」（川島いづみ「有価証券報告書の虚偽記載に関する発行会社の不法行為責任」金判1320号19頁注8（2009年））とされ、また前越俊之先生は、「発行市場における発行者の責任を定めた金商法18条において無過失責任主義をとることには、少なくとも政策的な意味で、合理性がある。なぜなら発行市場では、基本的に、投資者と発行会社の間での金銭の移動があり、発行者に不実開示があった場合、早い話が、発行会社は投資者から得た金銭を再び投資者に返すだけの話である」「代表取締役が会社をあげて内部統制システムの確立に努めており、代表取締役のみならず他の役員等にも過失が認定できない場合に、法人としての“会社の過失”とは何なのだろうか？」（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, Inc. 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384頁、396－397頁注104・105（2009年））という疑問を投げかけられて、無過失の抗弁を認める過失責任への法改正を提言されています。

### 3. 公表の意義

公表の意義に関しまして、簡単にライブドア事件の公表に関する判示部分を紹介しておきます。

金商法21条の2第3項は、公表の意義について、まず公表の主体として「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」とし、公表の内容は、「当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実」とし、そして公表の方法として、「第25条第1項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」と定めています。

ライブドア事件の東京地裁平成20年6月13日判決（判時2013号27頁）は、公表の主体に検察官が含まれることを明示しました。すなわち、「投資者にとって典型的に信頼できる訂正情報を獲得しそれを証券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」「検察官は、公益の代表者である独任制の機関であって（検察庁法4条）、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（同法6条、刑事訴訟法191条、197条、198条等）、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。「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」、このように述べました。

また、公表の内容がどの程度の具体性を持っている必要があるのか、問題になるところでありますが、同判決は、「ロイヤル信販及びキューズ・ネット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」と判示しています。なお、この部分は、控訴審である東京高判平成21年12月16日（金判1332号7頁）において、1月18日に伝達された事実の中心は一審被告が十数億円の経常黒字を粉飾したという有価証券報告書の虚偽記載の事実であるところ、その事実は、本件有価証券報告書の約53億円の虚偽記載と性質を同じくするものであり、また、金額に差があるといっても一審被告に対する市場の評価を訂正するのに十分な事実である、と改められております。

## II. 役員、監査法人等、元引受人の民事責任

### (1) 役員（特に取締役の場合）

会社法でいえば計算書類、金商法では有価証券報告書に虚偽記載があった場合の第三者に対する責任の違いについて指摘しておきます。

役員のうち取締役について見ると、会社法では、計算書類の虚偽記載を実行した取締役が429条2項1号ロで責任を負うこととされていて、注意を怠らなかつたことを証明すれば免責されると規定されています（同項ただし書）。そして、虚偽記載を実行した取締役以外の取締役が第三者に責任を負うとすれば、それは虚偽記載の実行者に対する監督を怠ったという形で429条1項の責任を負うものと考えられます。

一方、金商法のほうは、24条の4、22条、21条1項1号および同条2項1号で、証券の取得者に対して責任を負うのは、開示書類の提出時の取締役とされていて、それらの取締役は、虚偽記載を知らず、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

なかったことを証明して免責されるという規定となっています。

つまり、会社法のほうでは、虚偽記載を実行した取締役以外の取締役は、虚偽記載の存在を知った場合に、それで責任が発生するわけではなくて、例えば監査役にその旨を伝えるのであるとか、実行者に修正するよう説得するといったような是正措置をとったときには免責される余地があるというワンクッションを置いたつくりとなっています。

これに対して金商法のほうでは、有価証券報告書の提出時の取締役は、作成を担当した取締役であろうと、それ以外の取締役であろうと、特に区別せず、知っていたら責任が発生するという規定になっていて、より厳しい責任になっていると言えます。

## (2) 内部統制システムの構築・運用と「相当な注意」

次に取り上げる問題点は、内部統制システムの構築・運用義務の履行と「相当な注意」の関係であります。

会社法のもとでは、内部統制システムを構築し機能させることは、取締役、監査役の善管注意義務の内容であると説明されています。前述の日本システム技術の第一審東京地裁判決（判時1998号141頁）では、「被告代表者には、各部門の適切なリスク管理体制を構築し機能させる義務を怠った過失があり、その結果、本件有価証券報告書に本件不実記載がなされたことが認められる」と判示されています。一方、金商法は、記載が虚偽でありまたは欠けていることを、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場合に免責されると規定しています。

この両者がどういう関係にあるのか。内部統制システムを整備していたけれども虚偽記載を知ることができませんでしたということで金商法21条2項1号の免責を受けることができるのでしょうか。両者が完全に一致するものとは考えにくいと思われませんが、内部統制システムを構築し機能させていたことが21条2項1号にいう役員の「相当な注意」が尽くされたか否かの判断においてどういう意味を持つのか、お教えいただきたいところでございます。

## (3) 監査法人の関与社員の投資者に対する不法行為責任

虚偽の会計監査報告または監査証明の第三者に対する責任規定としては、①会社法429条2項4号が、会計監査報告に記載すべき重要な事項についての虚偽の記載をした場合に、会計監査人は第三者に対して損害賠償責任を負うとしており、この場合、注意を怠ら

なかったことを証明すれば免責されるとなっています（同項ただし書）。

一方、②金商法21条1項3号では、公認会計士または監査法人は、監査証明に係る書類について記載が虚偽でありまたは欠けているものを、虚偽でなくまたは欠けていないものとして証明した場合に、証券の取得者に対して損害賠償責任を負うとし、ただし、故意または過失がなかったことを証明すれば免責されるという規定になっています（21条2項2号）。

ところで、会社法や金商法では、監査法人が一次的な責任を負うこととされております。そして公認会計士法34条の10の6第1項では、監査法人が完済できないときに、監査法人の社員が無限責任を負うということになっています。

これに関して、ライブドア事件の東京地判平成21年5月21日（判時2047号36頁）では、監査法人が解散していたことも理由にあると思われませんが、監査法人の責任に加え、監査を担当した個々の監査法人社員の損害賠償責任が追及されました。きょうお配りした別紙資料ですが、①から⑤までの者について、個人の責任が追及されております。

そこで注目されるのは、既に退社をしていたものの、監査に関与し、監査意見の形成に実質的影響を与えたとされる元代表社員Y1の責任が認められたことが一つです。それと、不正経理の認識またはその強い疑いについての認識はあったものの、Y5については代表社員でないことが考慮され、Y2およびY3と同程度に無限定適正意見の形成に関与したと評価できる事情は認められないとして免責された点、また、Y4については無限定適正意見に消極的な態度であり最終的に署名・押印を拒否したことが考慮され、Y2およびY3と同程度に無限定適正意見の形成に関与したと評価できる事情は認められないとして免責された点が注目されるところであります。

#### （４）監査済みの財務諸表部分についての元引受人の相当な注意

元引受人の民事責任については、最初に、その概要を見た上で、疑問に思っております（５）の補償についてお教えいただきたいと思えます。

まず、元引受人の民事責任は、有価証券届出書の虚偽記載等に関する責任を定めており、金商法21条1項4号によるものと、目論見書の使用人としての責任を定める金商法17条によるものがあります。従来から学説で問題とされてきたのは、監査済みの財務諸表部分について「相当な注意」義務があるか否かということであり、行政的規制のもとでは、「元引受人は発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項

の適切な審査を行わなければならない」(法40条2号, 業府令123条1項4号)とされており, また, 日本証券業協会の自主規制のもとでも, 主幹事元引受人は発行者等から引受審査資料等を受領すること, 引受会員は少なくとも一定項目(企業内容等の適正な開示を含む)について厳正な審査を行うことが義務づけられているところであり(日本証券業協会・有価証券の引受け等に関する規則12条, 13条, 16条~19条, 同細則6条~11条)。つまり, これらの規制下では, 監査済みの財務諸表部分とそれ以外の部分を分けて調査義務を課しているようにはなっておりません。

では, 民事責任規定はというと, 21条2項3号のほうでは, 虚偽記載等を知らずかつ監査済みの財務諸表以外の部分については, 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ことを証明すれば免責されているのに対し, 17条のほうでは, そのような監査済み財務諸表部分とそれ以外という区分は設けておりません。通説は, 監査済みの財務諸表部分については17条の「相当な注意」の対象となるため, やはり元引受人は, 善意だけでは免責されないという考えです。

これまでのところ, 元引受人の相当な注意義務が争われた裁判例は見当たりませんが, 役員「相当な注意」と同様に, その内容は一律なものではなくて, 例えば, その届出が新規公開に係るものであるのか否か, 届出書作成への関与の程度などが考慮要素に含まれるものと思われま

#### (5) 補償 (indemnification)

前述のとおり, 元引受人は, 金商法21条1項4号または17条のもとで発行者の虚偽記載について善意の投資者に対する損害賠償責任を負うものと考えられていますが, この損害賠償額の全部または一部を発行者が支払う, つまり発行者が補償をするという契約条項を元引受契約の中に定めておくことはできるのか, そのような補償条項は有効なのかという論点について問題提起いたします。

##### a. 米国の裁判例

この問題は, 米国では比較的古くから裁判事件にもなっていたようでありまして, 日本にも早い時期から紹介されています。連邦最高裁の判断は出ていないようですけれども, ここでは, 巡回区控訴裁判所の判決を2件, 簡単に紹介いたします。

#### ●Globus v. Law Research Serv. Inc., 418 F.2d 1276 (2d Cir. 1969)判決

この事件は, 原告である投資者が発行者の募集文書に誤解を生じさせる事項が記載され

ていたとして、証券の発行者と証券発行の引受けを行った元引受人に対して、連邦証券諸法の詐欺禁止規定に基づいて損害賠償を請求したものであります。ところが、元引受人から同じく被告である発行者に対して、引受契約に定めのある補償条項に基づいて cross claim が提出されましたので、その補償条項の有効性が争点となったわけであります。

原審は、元引受人が虚偽記載を知っており、または重大な過失によって知らない場合には補償条項は無効であると述べて、本件では元引受人が虚偽記載について悪意であったので、元引受人の補償条項に基づく請求は認められないと判示しました (287 F. Supp. 188 (S. D. N. Y. 1968))。

控訴審も、次のように判示して、原審の判断を支持しています。「本件状況下で補償を許容するならばコモンローおよび証券法のポリシーを軽視することになるという原審裁判所の判断に同意する」「11条および同種の規定のもとでの民事責任は、詐欺による投資者の損害填補というよりもむしろ法の実施を促進し、かつ、義務を怠った者に対して制裁を加えることによって過失を防止するところに狙いがある。したがって、元引受人が自己の責任を発行者に自由に転嫁できるならば、Loss 教授のいう民事責任の「威嚇効果」は発揮されないであろう」。

●Eichenholts v. Brennan, 52 F.3d 478 (3d Cir. 1995)判決

これは比較的最近のものですが、この事件は、発行開示書類に虚偽記載があったとして、発行者やその役員、元引受人が投資者から連邦証券諸法の詐欺禁止規定に基づく損害賠償を請求されたものであります。

提訴された後、元引受人以外の当事者間で和解が成立したのですが、その和解内容には、和解に応じた被告に対し、和解に応じた被告および応じなかった被告ともに求償をしたり補償を求めたりすること等を禁じる条項が盛り込まれていましたので、元引受人は、このような和解を承認した地裁判断に裁量の逸脱がある、補償を求める権利は連邦証券諸法・コモンローで認められるものであると控訴審で主張したわけです。なお、引受契約には、公募に際して重要な不実記載、真実と異なる記載、記載漏れから生じるすべての損失、責任、請求、損害および支出について元引受人に補償することを発行者は合意する旨が定められていました。

控訴裁判所は、次のように述べています。「1933年法および1934年法のもとでは補償の明示的な権利は存在しない。補償は、1933年法および1934年法の根底にあるポリシーに反する。さらに議会がこれらの法のもとで補償を利用可能とする意図を有

していたことを示すものはない」「連邦証券諸法はとりわけ引受人による完全かつ独立した調査の実施を促進するよう求めている。求償とは違い、契約上の補償は、不正の主張や責任の判定の前に、元引受人がそのすべての責任を発行者に転嫁することを可能にする。よって、補償は元引受人の調査人および公衆の擁護者としての役割を弱めるものである。裁判所が補償条項の効力を認めるならば、調査義務を果たす元引受人のインセンティブを事実上なくすことになるだろう」。

先ほどの Globus 判決では、元引受人が虚偽記載について悪意または重過失の場合には補償条項は無効であるとしたのに対し、Eichenholts 判決では、より厳しい立場が示されています。

#### b. 日本の場合

日本でも、発行者の開示義務違反によって引受証券会社が責任を負うこととなった場合には、発行会社が補償する旨の規定が元引受契約に入っているのが通常であると言われています（中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務，2008年）592頁注98，石塚洋之＝木内敬「企業情報の開示責任と開示に関する内部統制 [上]」商事法務1889号22頁（2010年））。ただ、申しわけありませんが、その補償条項の具体的な規定内容をまだ把握できていなくて、きわめて抽象的な指摘しかできないのですけれども、米国の議論を参考にすると、補償条項というのは、元引受人に民事責任を課した趣旨との関係で問題となり得るのではないかと。すなわち、金商法21条1項4号または17条は、元引受人に対して相当な注意を尽くすことを促すことによって、発行開示書類の虚偽記載を未然に防止するという意図が含まれているものと考えられます。したがって、そのような予防的機能に重点を置いた場合、「相当な注意」を尽くしても尽くさなくても、損害賠償は実質的に発行者が負担するという構造があらかじめできていることに問題があるのではないかとという疑問が生じます。

補償条項の有効性に関する議論の状況といたしましては、河本一郎先生が、Globus 地裁判決への言及の中で、「我が国においても、信義誠実の原則あるいは公序良俗の観点から同じ解釈になるであろう」（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・4号236－237頁（1972年））と述べておられる一方で、中村聡弁護士らの書物では、「引受契約におけるかかる補償条項は、金商法が目論見書の使用者ないし元引受業務を行う幹事証券会社の法定責任を認めた趣旨に違反しないし、理論的には問題となり得ないわけではないが、当該法定責任が取得者保護のためであ

ることは法文上明らかであり当該賠償責任が履行された後の求償の問題はその射程外と考えられ、また不実記載について届出者又は目論見書作成者である発行会社は無過失による免責の認められない絶対的責任を有すること（法第18条）を勘案すれば、当該趣旨に違反することはないと解されよう」（前掲・中村ほか・金融商品取引法592頁注98）という見解が述べられています。

なお、会計監査人の第三者責任と平行に考えてよいのかわかりませんが、弥永真生先生は、会計監査人等の補償契約について、「故意（未必の故意を含む）に監査報告書に虚偽の記載をなした場合は格別、少なくとも会計監査人等に軽過失のみが認められる場合には会社の補償義務の約定は有効であると解する」（弥永真生『会計監査人の責任の限定』（有斐閣、2000年）121頁）と述べられているところでもあります。

### Ⅲ. 損害額の算定

レジュメに挙げました6件の裁判例は、いずれも21条の2の施行日である平成16年12月1日より前に提出された有価証券報告書の虚偽記載に係るものであります。したがって、同条2項の損害額の推定規定が適用されない事案でありました。

まず最初に指摘できることは、21条の2の施行前の事案について、同条2項の考え方を適用することができるのかという点では、日本システム技術事件の第一審であります③東京地判平成19年11月26日（判時1998号141頁）は、「原告が損害を被ったことは明らかであり、原告において上記の意味での損害額を立証できないからといって請求を棄却することは公平の観点から相当とはいえないこと及び有価証券報告書等の虚偽記載等に関する流通市場における発行会社の責任に関し、損害額の推定を規定する証券取引法21条の2第2項は、虚偽記載等が公表されて有価証券の価格が下落した場合に、その下落額をもって虚偽記載等によって不当に高く評価されていた価額と評価するものと解されるところ、このような考え方は本件の損害額を認定するに際しても合理性が認められることからすれば、本件においても、同条2項所定の損害額の推定に従い損害額を認定することが相当というべきである」と述べて、21条の2第2項の算出方法に基づいて損害額を算定しています。

これに対して西武鉄道事件の一般投資家訴訟のうちの一つである④東京地判平成20年4月24日（判時2003号10頁）は、経過措置の定めに明らかに反すること、21条の2第2項の考え方は、法律の規定がなくても当然に用いられるべき確立された経験則で

あるとはいえないとして、同項の考え方を採用しませんでした。③判決のような立場であれば、原告の立証負担は軽くなりますし、さらに役員等の損害賠償額への類推適用の可能性も出てくるのではないかと考えられます。

次に、21条の2第2項の推定規定の考え方を採用せずに、不法行為に基づく損害賠償請求を認めた事例では、裁判所の損害のとらえ方や損害額の算定の仕方に違いがあります。不法行為に基づく損害に関する判例通説の理解は、加害行為がなければあったであろう財産状態と加害行為により生じた現実の財産状態の差を損害にとらえる差額説であります。これを有価証券報告書等の虚偽記載等に置き換えますと、虚偽記載がなければあったであろう仮定の財産状態と虚偽記載等により生じた現実の財産状態の差ということになります。

そして、仮定の財産状態については2通りのケースが考えられます。一つは、虚偽記載等がなければそもそも当該証券を取得しなかったというケースであって、この場合、証券の取得価格自体が損害と見る考え方です。もう一つは、虚偽記載等がなくても当該証券を取得していたというケースであって、この場合は、証券の取得価格と想定価格の差額を損害と見る考え方です。

前者のような取得価格自体を損害と見て請求を認める立場は、①東京地判平成21年1月30日（判時2035号145頁）や②東京地判平成21年3月31日（判時2042号127頁）において見られます。両判決とも、証券の取得から公表直前までの価格下落分については、本来虚偽記載がなければ証券を取得しなかったのであるから、これを損害から控除すべきではないとしております。また、いずれの判決も、原告が売却して得た金額は損害から控除するという処理をしております。

これに対して、取得価格と想定価格の差額を損害にとらえる考え方に基づいて、請求を認めた裁判例も存在しますが、裁判所の採用した損害額の算定方法は一様ではありません。

前述の④判決は、株価下落説とも呼ばれていますが、公表直前価格と売却価格の差額を損害額として算定した事例です。同様の判断は、東京地判平成21年1月30日（金判1316号35頁）でもなされています。

これに対して⑤東京高判平成21年3月31日（金判1316号2頁）は、「本件公表を受けて西武鉄道株式を売却した投資者に生じた損害が本件公表直前の株価（1株1081円）とその売却価格との差額であるとするのは、……西武鉄道株式を売却した株主に對し上記本件公表直前の株価と売却価格との差額について損失填補を認めるに等しいこと



にもなりかねず、自己責任を原則とする株式取引の本質に照らし、上記の考え方は採用しがたい」としつつ、「本件公表によって本件減価事由が顕在化して具体的に発現して上記株式の価値が具体的に毀損され、その毀損された部分が一定の限度で株価に反映したものであることもまた否定しがたい」「損害の発生は認められるものの、同損害は、流通市場における証券取引において生じ、かつ、その原因が本来的な企業価値の指標とはいいがたい株主構成についての有価証券報告書等の虚偽記載にあるというもののゆえに、同原因による損害もまた他の種々の事由の複合作用の総体的結果として生じた株価変動のうちの一部にとどまるものというほかはない」「しかるとき、上記損害がその性質上その額を立証することが極めて困難な場合に当たるものとして、民事訴訟法248条を適用……」して、公表直前株価の15%が虚偽記載による損害であるとしています。

④判決の控訴審である⑥東京高判平成21年2月26日（判時2046号40頁）も、この⑤判決と同旨であります。

以上のように、裁判所の損害のとらえ方は、幾つかの方法に分かれているのが現状であります。

ところで、西武鉄道の有価証券報告書の虚偽記載に関する一連の事件では、保有株主の損害賠償請求は認められていません。前述の④判決は株価下落説をとっているため、こういう結論になるのかもしれませんが、西武鉄道は、同社株式の上場廃止後、平成18年1月から2月に行われた会社分割等の組織再編に反対する株主から1株919円で買取りに応じていたこと、西武鉄道株式のかわりに割り当てられた西武ホールディングス株式は、平成18年9月末時点で1,102円から1,939円と評価されていたこと、西武ホールディングスは、平成19年5月以降は1株1,175円で単元未満株式の買取り請求に応じていることから、口頭弁論終結時において、保有原告の有する西武ホールディングス株式の株価が西武鉄道の虚偽記載の公表直前価格1,081円を下回っているとは認められない、と述べています。

東京地判平成19年8月28日では、一たん発生した損害が事後的に填補された、と述べています。この填補されるというのは一体どういう意味なのか、素朴な疑問として、このように一たん発生した損害が何らかの事情によって後から填補されることがあるのだろうかと思っています。このあたりの考え方が十分に整理できておりませんので、ぜひお教えいただけたら幸いです。

以上、非常に散漫な内容ではございますけれども、よろしくご指導のほど、お願いいた

します。

~~~~~

【討 論】

- 近藤 ありがとうございます。幅広い論点について詳細にご報告いただきました。ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いしたいと思いますが、2つに分けて、Ⅲの損害額の算定については後半で議論していただくということで、できれば損害額以外の論点を先にご議論していただければと思います。

1 発行者自体が不法行為責任を負うこと

- 河本 報告の1ページの下の方に記載されているように、最近の判例は、虚偽記載について直接的に発行者の不法行為責任を認めているのですね。ここで引用されている東京地判平成21年1月30日、これがそうですね。
- 石田 はい。その1つです。
- 河本 民法では、公害なんかのときにそういうことをやるようですね。内部のだれがやったかというようなことはとてもつかめないと。だから、あるところまで詰めていったら、そこで法人に責任を負わすのだといわれています。東京地判平成21年1月30日の判決でも、「被告西武鉄道は、虚偽記載をしないようにする義務があったのに、これを怠り、虚偽の記載がなされたものであり、民法709条の不法行為責任がある」といっていて、当時の民法44条（現行、一般法人78条）を引用していないですね。現在、民法の不法行為責任論では、直接法人に責任を負わせるという考え方になっているのですかね。
- 石田 公害訴訟などで直接請求が認められているようですが、民法の学説では企業自体に不法行為責任を負わせることに反対する見解も有力であるようです。
- 近藤 実際に会社法350条でいくのか、民法709条でいくのかによる違いは、代表者が不法行為責任を負うことが前提になっているかどうかということだと思います。先ほど挙げられた事例では、従業員がいかげんなことをしていたのだけれども、取締役や代表取締役は内部管理体制をしっかりとやっていたという場合に、果たして会社は責任を負わないという結論が適切かということが問題になると思うのですが、その点はい

かがでしょうか。

○石田　そうですね、日本システム技術の事件では、やはり万全の体制をしいているということであれば、それは代表取締役としてやるべきことはなしたと判断されています。350条でいくと、それでもって、会社には責任なしという構図になるのですね。

○河本　東京地判平成21年1月30日では、西武鉄道の代表取締役であったTについても民法709条の不法行為責任を認め、それとならんで西武鉄道の不法行為責任を認めています。その際、当時の民法44条を適用するということはしていないのですね。もし、これで会社の責任を民法709条で直接問えるのであれば、内部で一体どんな体制をとっていたか、どうかに関係なく、とにかく会社が悪いことをしたら、もうそれで会社の責任だと言っているような感じがするけれどね。

○近藤　ということは、結論がやはり先行していて、理論的にはあまり詰めていないのでしょうか、不法行為でいくべきか、350条でいくべきかについては。

○河本　会社法350条でいく場合は、代表者の不法行為を前提にしているのだというのが通説でしょう。そうすると、それをまず明らかにしなければならないですね。そうすると、非常に細かく、だれが何をしたか、何をしていなかったかというところに入っていかなければならない。

○行澤　公害訴訟なんかの場合には、法人自体の過失ということが問われたと思うのですね。その場合に、どこで具体的な注意義務違反があったかというのは認定しにくいけれども、全体として複合的に注意義務違反が認められるということだと思のです。ただ、ちょっと私も違和感があるのは、公害などの場合は、そもそも予見可能性があるかどうか、当時の状況に照らして予見義務があるかどうかということ自体が問題になって、だれがどのようにすべきかということが事前にそんなにはっきりしないケースだと思うのですね。

ところが、有価証券報告書の作成というのは、まさに法律がそれぞれの機関に対してそれぞれ一定の行為義務を課し、注意義務を課しているわけで、そもそもこういう場合に、いくら民法で法人自体の組織としての過失ということも認めるとしても、認定の仕方がいかにもおかしい、適用がおかしいんじゃないかなと思います。つまり、民法の理論があるからいいということにはならないのではないかと思うのですが……。

○森田　日本システム技術のときは、下級審は、粉飾があるのかもしれないのだから、無理に突っ込んで売上げを計上しているのかもしれないから、性悪説ぐらいに立って、も

っと注意深い内部統制をすべきであったと、こういうふうな言い方ですね。ところが、最高裁は、一応従来の善管注意義務の基準からすると、営業活動部門とバックオフィスに分かれて、それで検査もしていたら、通常の監督義務は果たしているという考え方でですね。

会社法350条は、法人の理事者たちの過失を厳しく考えたら、それは厳しくなるし、通常のものでいいと言えれば通常のものでいいというふうですよ。取締役は、どれだけのことが期待されて、どれだけのことをしたらいいかということの問題であるから、通常、みんなが認識してきて、こういうものではないかと思ってきた規範で判断するしかないのではないかと思うのです。

しかし、21条の2でいくと、一生懸命やっておいても、とにかく責任を負えと、こうなってしまうから、内部統制を一生懸命やりなさいというインセンティブにはならないですね。それは非常に問題だと私は思っています。

○加藤 一点確認させていただきたいのは、西武鉄道事件は、事案としてはかなり悪質な事案だと思います。そうすると、こういう一般論とは別に考えると、故意の不法行為責任が認められても仕かるべきであったような事案だと思いますので、引用していただいた一般論のようなものを立てる必要は全くなかったような事案だと思います。もしこういう一般論が成立してしまうと、21条の2第1項のような規定が必要なのかどうかということにもなりかねません。そうすると、大分地判ですとか最判平成21年などの事案と比較して、西武鉄道事件でも、本来、会社がやるべきことをやっていたのかどうか問題とされるべきであったと思います。

実際に事案と結論を見た場合、いわば結果として、責任を負わせるべきではない場合に責任を負わされているのか、それとも結果として妥当な結果になっているのか、どういうふうに評価されているのでしょうか。

○石田 確かに、西武鉄道の場合には、長い間大株主の状況を隠してきた、それが役員数名の間で行われてきたということですから、非常に悪質だということになるかと思っています。その意味では、結果的に法人に責任ありとされたことは、それほどおかしな結果ではないと思っております。

2 虚偽記載等の重要性の概念

○森田 だから、そこで、かなり本質的な問題だと思うのですけれども、例えばアメリ

かであるところの証券法、発行開示のときの重要事実というときの重要という概念と、規則10b-5でいうときの重要という概念は、一致していません。それで、私の考えでは、西武鉄道事件は、マーケットに影響を与える重要情報であったかという、そうではなかったのではないかと思うのです。そうだとすると、そこへもってきて被害者救済で詐欺に遭った人のためにつくってあるような規定を当てはめるといようなこと自体がおかしいのではないか。

ですから、発行開示と継続開示の民事責任について平仄を合わせるとか何とかというところで非常に問題なのですが、やはり証券法上の重要概念とは異なり、流通市場の10b-5なんかの重要性概念は、マーケットに影響を及ぼす重要な情報なんです。そうすると、株主名簿というのはマーケットに影響を与える重要情報であったのか、非常に疑問に思っています。

- 志谷　しかし、それにもし触れば上場廃止になるというのは……
- 森田　上場廃止は大きな問題ですね。
- 志谷　それはやはり投資家にとって重要な情報ではないですか。先生がおっしゃるのは、それとはまた別のことをおっしゃっているのでしょうか。
- 森田　だから、それは次の事件が起こったら、それも問題です、確かに。
- 志谷　そのときは、株主名簿の情報というのは……
- 森田　規則10b-5でいうような市場に影響を与える重要情報という概念とはちょっと違うのではないかと。そうだからこそ、ご紹介になった西武鉄道の事件で損失補填しているのと違うかとか、そんなふうな言いがかりも出てくるということは、必ずしも決定的な損害ではなかったというような判断が事実上されているというふうに思えるわけですね。
- 近藤　やはり虚偽記載の重要性が問題であるということですか。
- 森田　それもあと思います。それから、あともう一つ難しいのは、きょうはご紹介はなかったけれども、21条の2で減額の抗弁というか、それもあるでしょう。そんなんで、とにかく平仄を合わせるといこと物すごく大きなミステークだと思っています、私は。

3 発行者の無過失責任について

- 前田　発行者の無過失責任は厳し過ぎるのではないかという議論のあることがご報告

の中でも指摘されました。確かに、発行者が虚偽記載のないように万全の体制をとっていたにもかかわらず責任を負わされるのは酷ではないかという考え方もあり得なくはないとは思いますが、他方で、一般投資者の側もまた、開示された情報に基づいて取引をせざるを得ないのです。発行者にも投資者にもどちらにも落ち度がないときに、どちらに損失を負担させるのが公平かということを考えますと、やはり有価証券報告書等の作成主体である会社に負担させるのがいいのではないかと思います。いかがでしょうか。

○石田 私もおっしゃるようなお考えに賛成です。やはり、その場合には、投資者保護の観点からも、損害を填補するという、被害者救済の目的がより前面に出てよいのではないかと思います。

○河本 その点なんですけれども、今、ライブドアの粉飾決算に関係している弁護士の話を聞きますと、金商法21条の2で発行会社の責任を問う訴訟は非常に楽だといいますね。つまり、会社内部で誰がどうしたというようなことを主張証明していこうとすると非常に難しいけれども、とにかく会社として虚偽記載をしたということは、客観的事実として明らかですから、あとは何にも言うことは要らないわけです。残るのは損害額だけの話です。今度の場合は、損害がとにかくいろんな説が出てきてわけがわからんようになっているけれども、その点は別にしておくと、これはもう極めて簡単なんです。会社に金さえあれば、もっとも簡単に投資者を保護できるのです。

だから、『ジュリスト』の1397号で、金商法の21条の2が政策的におかしいのではないかという議論が相当出てますね。ライブドアの事件で最高裁にも2つほど上がってきているのですが、被告側は、こういった学者の議論を引用して、大体この制度自体がけしからんということを主張するでしょう。そうすると、裁判官が、「そうですね、こんな制度はけしからん」なんて思ったら、損害額を減らせとってくるでしょう。(笑) だから、やっぱ哲学論争は重要なんです。

ただ、会社に責任を負わせることは、他の株主の利益をもって他の株主の損害を埋めるのだと、こういう議論が盛んに出ているわけですね。それに対しては、例えば西武にしても、本来なら上場廃止になっているところを、虚偽記載によってとにかく上場を維持して、その間に大量の新株発行から社債の発行をやって、どっさり金を取り込んでいくわけなのです。ことにコクドなんか、どっさりそっちへ持っていつているわけでしょう。それが大株主になっているわけです。そうすると、単純にほかの株主の利益をも

って損した株主，原告の株主の損失を補償しているというようなことはちょっと言えないのですよ。

○森本 もとに戻って恐縮なのですが，レジユメの3ページに挙げられている川島いづみさんと前越俊之さんの反論についてお教えいただきたいのです。

川島いづみさんは，従業員等の不正行為を原因とする不実開示を完全に防ぐことはできない，十分に選任，監督について注意しているとして，民法では不法行為責任を負わないのに，これで負わずはおかしいというご趣旨だと思うのですが，履行補助者の故意過失について責任を問われることは現在では一般的なのではないでしょうか。運送人の損害賠償責任に関する商法577条の規定は，かつてはともかく，現在では民法でも認められているものという理解がなされているように思われます。したがって，証券市場の開示制度をきちっとしたものにするとともに，投資者を保護する観点からも，従業員の不正行為が見つからなかったことを理由に責任追及するのはおかしいと言われるとどうかと思います。少なくとも，無過失責任の問題とは区別して議論する必要があるのではないのでしょうか。

そして，前越さんについては，発行開示ではいいけれども流通開示ではだめだというご趣旨なのですが，発行開示でそうするなら，流通開示でも同じようにするという形で証券市場の健全性を確保しようとするには，それなりの合理性があるようにも思われます。私自身，立証責任の転換された過失責任でもいいのではないかという感じもしないではないですけれども，この2つの反論でそっちのほうに行くことにはどうかと感じたのです。後でその『ジュリスト』を見てよく考えさせていただきますが。

○河本 法人に責任を負わずには，金商法の297条1項の両罰規定の場合でも，役職員が罰せられた，それが業務に絡んでやったのであれば，法人も罰すると，こういうふうに必ず自然人の責任を問うて，それが業務上であれば会社も罰するということになっているのですね。会社法350条も，代表者の不法行為があることを前提にして会社の責任を問うと，こうなっているわけですね。ところが，金商法21条の2は，虚偽記載等がある場合には，発行者に責任を負わせるといきなり書いてあるわけですよ。それは，決して350条とか両罰規定の書き方ではないのですね。

もともと法人に過失だとか故意だとかということはあり得ないのです。考えられないのですよ，故意だとか過失とかは，個人，自然人についてのみ考えられるものですね。もともと，条文には無過失責任なんてことは書いてないんですよ，それを我々が，教科

書などで、これは無過失責任だと言っているけれども、考えてみたら、法人に無過失なんて言う意味がないのですね。言えないんですよ。こういう制度はいかんとすべきですかね。

さきほどの議論のように、民法の不法行為責任についても法人に直接この責任を負わせるとなると、金商法21条の2と同じことになってくるのではないのでしょうか。

○石田 そうすると、本来の会社法350条のスタイルでいくか。

○河本 そうですね。必ず代表者が不法行為責任を負って、したがって法人が責任を負うというように、必ずそれを通していくかね。

○森本 代表者に限定するのが伝統的なのでしょうが、役職員も組織の一員なので、法人の組織として法人のために行動している者の過失があれば、やはりその組織の瑕疵と言うのかどうかは知りませんが、当該法人に一定の民事責任を負わすことは、それなりに合理性があると思うのです。従来は、会社は法人だから特定の自然人の行為・容態が法人のそれと評価され、その場合は、代表者の行為・容態が問題となるという理解が前提とされていたと思います。それが会社法350条に現われています。しかし、民事責任のコンテキストにおいては、それだけに限らない、少し広い規定を設けることにも合理性があり、それをこの規定は設けていると理解することができるように思われます。それを無過失責任という形で整理することが合理的なのかどうかについては、なお検討する必要があるという気はいたしますが。

○近藤 ということは、重要な虚偽記載があれば、それはだれがやったかにかかわらず、法人が負うということになるのでしょうか。

○森本 要するに、この場合、法人がかかっているわけですね。だから、「だれがやったかにかかわらず」というのではなく、法人の組織上権限を有する者が行なっていることが前提です。そして、恐らく重要な虚偽記載については、どこかで議論があったように、過失がないわけではないということができるのでしょうか。確かに、だれもがわからない税法上の見解の相違というか、非常に高度な会計上の理由でわからなかったということがないわけではなく、しかも、それが数百億といった巨額のものになる場合もあるのかもわかりませんが、通常は、代表者が知らないとしても、それを担当する従業員には少なくとも過失があったと言えるのではないかと。

○近藤 その従業員が、どんな末端の従業員であっても法人は責任を負うべきですか。

○森本 限界事例はあるのですが、通常は重要な虚偽記載とかかわることが想定さ

れるそれなりの権限を有する従業員ということになるのではないのでしょうか。

4 内部統制構築義務と虚偽記載の責任との関係

○森田 だから、アメリカの内部統制の要件・効果論でいくと、効果のほうは、法人罰が当然かかってくるのだけれども、内部統制をやっておくと罰金を減らしてやると、そういう発想ですね。

○河本 そうです。

○森田 それで、おっしゃるように、そのときに主観要件は変わらないですね。要するに、罰金の程度がましになると、そういう位置づけですね。

○行澤 それだけちょっとお聞きしたかったのですが、今の森本先生のお話はすごくよくわかりました。私も不勉強ではありますが、特に民法のいわゆる法人自体の過失とか、組織が全体として過失を生み出すという、多数説ではないようですが、そういう感覚でこの条文をとらえるというのは一つあるのです。でも、内部統制の場合、会社は内部統制構築義務を取締役会の明確な任務、義務としていますよね。そしたら、やっぱり内部統制を構築したか、しなかったかというのは、最終的には取締役会の過失云々が問われるべき問題なのではないのでしょうか。

それに対して有価証券報告書虚偽記載の場合は、今のご説明のように、それだけではなくて、全体としての有価証券報告書を作成するプロセスにおいてどこかで組織的にやはりおかしなところがあって、特定できないのだけれども、でもやっぱり全体として組織として過失をしたと言えるような場合ということだと、内部統制と金商法をむしろ融合させるというよりは、やはり分けて考えたほうがいいのではないかなと。やっぱり内部統制構築義務違反は会社法上の義務なのではないのでしょうか。

○森田 だから、内部統制も議論が分かれていまして、多くの人は善管注意義務の問題だと思っているし、僕なんかは法人の義務だというふうに考えていますから、若干とらえ方が違います。

○行澤 法人の義務というのは、どういう観点ですか。

○森田 法人としては、例えばディスクロージャーでもちゃんとしたものを出させるべきだから、法人につくりなさいと命令している。それを取締役は行うだけの話だと。

○行澤 なるほど、わかりました。

5 発行市場の責任と流通市場の責任について

○川口 流通市場における会社の無過失責任については、立法趣旨として発行市場におけるものと平仄を合わせるということが言われているようです。発行市場での開示書類で虚偽記載があった場合には、ある意味では原状回復の側面があると思うのですね。例えば本来なら100円しかつかないものを、虚偽情報によって200円で時価発行できているから、無条件で、差額の100円を会社は返しなさいというのですね。だから無過失責任でも構わない。これに対して、流通市場の虚偽表示の場合には、同じような意味での利益が会社にあるのでしょうか。確かに、間接開示における虚偽表示があった場合には課徴金が課せられるようになり、そこでは、会社は利得相当額を得ていると擬制することになったのですが、会社の無過失責任を課すようなレベルのものであるか、この点で、発行市場と流通市場で同じように考えるべきなのではないでしょうか。

○森本 それが先ほどの前越さんの論理なのでしょう。確かにそれも一つの論理ですが、株価が上昇する、下落しないということによって会社はさまざまな便益を得ていることは確かですね。発行市場の場合には、たくさんとったのを返せという直接的な関係が明確に認められます。それに対して、流通市場の場合は、間接的な利益の享受ないし損失の回避ということにすぎないのかもわかりません。しかし、流通市場の健全性に上場会社はかかわっています。さらに、株価が不実開示により上昇した、ないし下落を回避したことについてのさまざまな便益も認められます。今おっしゃるような意味での直接的な損得はないけれども、会社はそれなりの利益を得ているということができ、そのことを基礎に、ある程度返すことを根拠付けられるのではないのでしょうか。全く同じでないことはもちろんですが、全く違うというわけにはいかないように思います。

○龍田 発行市場と流通市場は違うと言えればそれまでですが、車の両輪と言われるように、流通市場がスムーズに進むことによって発行がスムーズに行われる。発行開示を流通市場における開示と切り離してしまうことは、論理的に合理性がないし、歴史に逆行するように思います。昭和62年・63年の改正で組込方式や参照方式の有価証券届出書とか発行登録制度を導入しましたね。これは1980年代初めにアメリカ連邦法が統合開示制度へ方向転換したことになったものではないでしょうか。それ以前の分裂状態に戻すような議論は困るのではないのでしょうか。

それから、先ほど不法行為責任について、民法の公害の場合は理解できるけれども、証券の場合には別ではないかという議論がかなりあったのではないかと思います。確か

に公害と証券事件とを比べれば、落差が大き過ぎるようですが、公害とともに企業の責任が問われることの多い製造物責任の方ですと、これは一つのグループで、製造物責任は証券の問題とかなり性格が近いように思いますが、どうでしょうかね。だれがどの部品をどんなふうにしたかというようなことまで詮索しなくても、その会社で作った製品によって消費者が損害を受けた場合には、作った、あるいはそれを市場に出した企業自体が責任を負わねばならない。この理屈は、証券についても当てはめてよいのではないかという気がします。それほど質的に違うものなのでしょうか。

6 発行者自体が責任を負うことについて(再論)

○行澤　　ちょっと弁解じみたことですが、全体として組織全体の中で起こってくる過失というのをとらえるという観点では、おっしゃるとおり一緒だと思うのですが、ただ、有価証券報告書等については、会社の各機関にかなり細かい責任もはっきりとした規範も置かれているわけですね。そういう形で正確性を担保しようとしているという構造と、例えばPLのように、法が例えばある製造工程のこの部署の人にはこういう義務を課すとか、そういう構造のない、本当に一般的な予見可能性とか、結果回避可能性とかでしか議論できないような状況とはやっぱり違う。そういう意味で違うので、組織としての過失を有価証券報告書の流通市場における責任規範とするには、民法でもそんなに通説的になっていないと思うのですが、それをこういう議論に適用するのはどうなのかなということちょっと申し上げたわけですけども。

○龍田　　内部統制組織を構築せよということが細かく決められているのは事実ですね。公害や製造物責任についてはそれほど細かく決めていないのかもしれませんが、しかし、いわゆる業法とかそれに基づく安全基準などは、仕様とかその点検のルールなどを相当詳細に定めているのではないのでしょうか。どちらの定めがより詳細かを比較することがそれほど単純にできるのかには疑問があります。ただ、内部統制組織云々が細かく決められているというそこだけを取り上げて言うならば、これはそれに携わるべき人のそれぞれの個人の責任を問うときに、それに対する態度がどうであったかによって、違いが出てくることはあり得るかもしれませんが、それが細かく定められているから、企業自体の責任は別に考えるべきだということにはつながらないと思います。

○行澤　　おっしゃるとおりです。

7 発行者から役員等への求償

○松尾 1 (4) のところで、発行者を責任主体とすることの問題点として、経営者は利益を得ているが、会社は被害者であって、最終的に株主が負担することになるということがあげられています。これとの関係で、会社が投資家に賠償した額、これを会社の損害だとして株主が役員に対し株主代表訴訟を提起する。課徴金は既にそういう例が起こっているようではありますけれども、そのような代表訴訟の可能性についてはどのようにお考えですか。

○石田 先ほど見ました三井さんのコメントは、まさにそういう考えをおとりになっているものかと思っております。ですので、まず発行者に責任を負わせる。これは投資者の被害救済にはいいんだと。あとは実際に行為をした者が今度は求償的に損害賠償をしていくという、発行者に資力が残っているなら、実際にはそういうやり方がいいのではないかと私も思っております。

○松尾 その三井氏の見解についてですが、「求償」という言葉を使っておられますね。これは例えば金商法の規定に挙がっている責任主体全員が虚偽記載に基づく損害賠償責任について不真正連帯債務を負うということでしょうか。そうだとしますと、どういう割合になるかは知りませんが、内部負担割合の話が出てきますよね。そうすると、さらに全額役員に賠償させてはいけないのではないかと、会社として負担すべき部分があるのではないかとこの考え方が出てくるように思いますけれども、そこまで考えられて「求償」という言葉を使っておられるのでしょうか。

○森田 今の代表訴訟の構造だったら、全部いけるのでしょうか。

○松尾 役員に対し全額賠償請求できます。しかし、求償という発想でいけば内部負担割合があるはずで、そうすると、だれかに全額負わせて、だれかが全額免れるというのはおかしいということになるのではないかと思います。

○森田 でも、そのこと自体は、被害者救済には役に立ちますね。無過失責任でとにかく払えと。それで、過失があったのだったら、会社が「あなた、払いなさい」と言いに行くと。そのときに過失を言ったらいいわけだから、原告は言わなくていいから、投資者保護としてはそのほうがすぐれた制度ですね。だから、僕は、証券詐欺とかにとっては何ともいい制度だと思っておりますが、何でもかんでもやるというところが間違いだと思っております。

8 継続開示による発行者の責任のリスク

- 森田 ですから、龍田先生が言われた発行開示と両輪だということはオーケーですが、ただ、発行開示のほうは限定的開示ですよ。ところが、流通開示のほうはしょっちゅう開示しておかなければならない。例えば今度合併しますというときに、いいかげんな情報を言って失敗したら、それで責任をとれとか、そういう危険性が物すごく大きいと思ってますし……
- 龍田 それはそれだけ大きな影響を及ぼすから仕方がない。
- 森田 では、ソフトインフォメーションは全部禁止……
- 龍田 証券の発行を10年も20年もしたことがない企業もあるでしょう。
- 森田 ですから、ちょっとそこは見解が分かれますが、私としては、継続開示については開示マターが大き過ぎて、ソフトインフォメーションマターが大きいのですよ。ですから、そういうところで、ソフトインフォメーションの開示を全部するなというのだったらまたわかりますけれども、今のようにある程度してもいいというようなことでいくと、かなり問題が出てくると思っていますから、ちょっと同一には論じられない。

9 推定規定の公表の意義

- 岸田 公表の話なんですけど、検察官が司法記者クラブで公表云々とありますけれども、3つの問題があると思うのです。一つは、刑事訴訟法の47条で、訴訟に関する書類は公判の開廷前に公にしてはならないという規定、検察官はそもそも証拠を出してはいけないという問題で、2つ目は、この平成18年1月18日に逮捕された逮捕状というのは、風説の流布なんですね。後で粉飾決算で起訴されたわけです。だから、このときの検察官公表には直接は関係はないのだというのが2つ目の理論です。3番目の一番大きな問題は、これがもし万が一無罪になった場合にどうなるのかという問題があると思うのですけれども、その点ちょっとご意見をいただければと思います。
- 石田 刑事訴訟法の47条との関係ですね……。
- 岸田 これはそのときにいろいろ議論されたのですけれども、とにかく検察官は、裁判がまだ始まっていない、逮捕した時点で言うてはいけないと。
- 黒沼 その点については、刑事訴訟法に抵触しない範囲で便宜供与として公表することは許されると、どこかの判決（東京地判平成20年6月13日判時2013号27頁）が言っていますね。

○岸田 私が見たいのは、そもそもこの趣旨が、金商法の22条の2ですか、あのようなことは予定していないわけですね。公表というのは、ほかの方もいろいろおっしゃっていますけれども、とにかく会社側がするというのが公表であって、検察官というのは公益の代表者であって、公に言ったこと、それを公表とするのはおかしいといろんな方がおっしゃっています。

○石田 ただ、会社としてもなかなか公表には動かないでしょうし、粉飾を認めていないような場合もあるでしょうから、そういう場合に、公表が遅くなると推定規定が実際に機能しなくなりますね。やはり、ある程度権限を持って確かな情報が得られるところに発信源を限定して、そういった外部の者が一定の権限を持って調べた結果こうだというような公表をするというのも、同じぐらい市場にインパクトがあるので、それを公表とみてもよいのではないかと思っているのですけれども。

○岸田 これをやったのは有名な会社で、この事件がテレビで放送されたもので、必要以上に騒がれたということもあるんですよね。だから、もしも検察官が言わないでいたら、また変わってきたのではないかと思います。万一無罪になった場合、犯罪でなかった場合にはどうなるかという、そんな問題があるかと思っています。

○森田 でもね、岸田先生のいう証券詐欺ですね、まあ、証券詐欺でつかまるというようなシチュエーションでの民事責任を認めるというのが10b-5の世界で、その推定規定をSECがつくっている。それをまねして日本は導入してますから、本来の趣旨は証券詐欺に向けたような規定だと思うんです。ですから、そういう意味では、岸田先生の言われるようなことで逮捕されるということが起算点に起こるということは十分考えられることではないかと思うんです。

ですから、おっしゃるように、それが間違っていたらどうするかというと、それは第二審で変えないとしょうがないと思うんですけれども。(笑)

○岸田 最高裁でもひっかかっていますよ。最高裁で係属中ですよ、この事件は。

○森田 でも、あれはもう有罪じゃないんですか。

○岸田 相手が今、上告中なんです。

○森田 刑事事件も……。

○岸田 刑事事件で今上告中なんです。

あれは会計処理の問題ですから、会計処理で無罪ということは十分あり得るわけであって、計算の仕方が違うとか、会計科目が違うといえ、無罪になる可能性は十分ある

わけで、無罪になった場合に、検察官が、第三者がこれは悪いことをしたと言ったという、そのおかげで株価がどんと下がったわけですから、何かちょっと違和感があるのですよ。

10 損害のとらえ方について

○近藤 では、損害額についての議論をお願いします。

○河本 損害の、これをざっと整理してみたんですけども、まあよくこれだけ裁判官の頭の中の構造が違うのかなと思ってびっくりしたのですけどね。しかも、日本の法曹で東京地裁、東京高裁といったら、最高の頭脳が集まっているのでしょう。

○森田 そのはずですね。

○河本 それが、全く同じ事件なのに、言っていることが全然違う。結局、3通りはあるのではないですか。つまり、一番単純なのは、取得価格から売却価格を引いた額だというタイプと、それから例の直前の値段の1,081円から売却価格を引くというタイプと、今度は1,081円に15%を掛ける、この3つほどが今地裁、高裁段階で出ますね。相当因果関係にしても、ある裁判官は、こんな虚偽記載をやったら、後、新聞で取り上げられ、それから検察が動き出し、東証の社長さんが上場廃止もあり得るといようなことを言うと、そんなことは当然予想されることだと、こう言う。ところが、片方は、いや、それは相当因果関係ではないと、こう言う。(笑) こうなりますと、もろとにかく最高裁で決めてくれというより方法がないですね。

私は、取得価格から売却価格を差し引いた額が損害だと思うのですが、とにかくそんな虚偽記載のある株式が上場されているから買ったのであって、もともと株価というのはどのように動くかわからないのだから、その後の下落による損失も守ってもらおうというのが一番単純だと思うのですが。

○石田 原状回復的な損害賠償方法ですね。

○河本 だから、皆さん方の中でこの3つのうちどれがいいとお考えなのか、聞かせてもらえたらありがたいのですけど。

○黒沼 私は自分の考えは既にいろいろと公表していますので、ここでは繰り返しません。ライブドア事件の高裁判決である平成21年12月16日判決（金判1332号7頁）は、取得自体が損害であるということを主張してもいいし、取得時の差額が損害であると主張してもいいし、発覚時に減額した分が損害であるということを言ってもいい

と。どれを主張しても立証した限りで認めるということ、損害額の推定規定がある場合の事件で述べているのですね。だから、どれが正しいかじゃなくて、どれでもいいとした裁判所もあるということのようです。

○石田 今のは、21条の2の第1項でいくという場合ですよ。

○黒沼 そういう場合の事件について判断したことなのですから、私は、それは推定規定の適用がない場合をも念頭に置いて裁判官は言っているのではないかと思います。

もう一点申し上げますと、研究者としては、どれでもいいというのは余りにも不親切でありまして、やはり事案によって異なる、すなわち事件の種類によって異なる部分と、それと理論的に正しいものと正しくないものと、そういうものに分けて考えるべきではないかというのが、基本的な私の態度です。

○森田 それがどれかはわからないわけでしょう。(笑)

○黒沼 簡単に言いますと、虚偽記載がなければ取得していなかったであろう場合には取得自体がその損害になるけれども、それ以外については差額説が基本になって、ただ、虚偽記載が発覚した結果、過剰に市場価格が下落をして、投資家が避け得なかった損害は賠償の範囲に含めるべきだということです。ですから、市場の状況によっては、発覚時下落説に近い結論になるのではないかと思います。

○森田 しかし、これで過失の証明も要らないし、損害額がどれか当てはめて言ったらもらえそうだし、すごい楽ちんな規定というか(笑)、投資者保護としてはいいと思うのですね。そうすると、発行会社として本当に真摯にたまらんなという場合が起こったときに、どうやってそれをとめるかという手段ですね。それは、裁判所によって減額をしてもらうとか、そこしかないですかね。

○河本 はい。

○森田 ところが、減額についてはマターが限られているとか、あるいは民訴法の248条ですか、それとどう違うのかとか、そういうことの議論ですね、次は。

因果関係のあるなしを言っているみたいですね、これ。

○石田 そうですね。

○河本 因果関係でいえば、虚偽記載が発覚したら、先ほどの繰り返しになるけれども、新聞がわあっと報道する、それから検察が何かのリークをする、取引所の社長が何か言う。これは当然だと思いますけれども、いや、そんなものは関係ないのだと、因果関係の中に入らないのだと。一体どっちが正しいのでしょうか。

- 森田 関係ないと言うほうがちょっと変ですよ。
- 河本 変でしょう。
- 森田 ある意味ではずっといくんですよね、そこは。
- 河本 当然出てくると思うのです、そんなことは。
- 黒沼 理論的には、これは不法行為の特則なので、不法行為の差額説の自然な帰結は何かというところが一番基準になると思うのですけれども、私は従来、差額説の自然な帰結は、取引時差額を基準にして、あとは金銭的評価、つまり現在価値に換算する金銭的評価の問題だと考えていたのですけれども、最近の神田教授の論文（「上場株式の株価の下落と株主の損害」曹時 62 巻 3 号 1 頁）では、差額説の理論的な帰結は取得時差額ではないとおっしゃっているのですね。それは、私が読むところでは、現在の状態、現在どういう差が生じたかというのが差額説の帰結であると言っておられるようなのです。それでは、どちらが正しいのか、今少し悩んでいるところでして、それによっても随分結論が違ってくると思うのですね。
- 森田 現在とおっしゃるのは、口頭弁論終結時ということですか。
- 黒沼 請求時とか、口頭弁論終結時とか、それも含めてなのですか。
- 近藤 理論的には取得時差額なのではないですか。それを評価するときに、21条の2がそれを推定しているだけであって、現在の差額ではないような気がするのですけれども。
- 石田 現在の差額ということになると、取得時の差額分よりも現在の差額が小さくなっているということもあり得るわけですか。
- 黒沼 そうだと思いますね。一番問題なのは、倒産してから虚偽記載が明らかになったというような場合、倒産して市場価格がゼロに近くなって虚偽記載が明らかになったために、発覚時には値がつかなかったというようなときには、損害はないということになってしまうのですか。
- 石田 それで算定の手がかりは少なくなるでしょうけど、損害がないことにはならないでしょう。
- 行澤 そもそも先ほど石田さんが言われたように、損害が縮小したり拡大したりということは恐らくないのではないかと思うのですね。だから、法的評価として、差額説の帰結は、私は黒沼先生のほうに共感を覚えるのですが、取得時において一定の差額として評価されるべき損害が発生している、それが減ったり増えたりということではなくて、

むしろそういうプラスアルファの損害をどこまで求めるか、そしてその損害が相当因果関係の範囲内にあるかどうかと考えるべきだと思うし、ひょっとしたら、一連の西武鉄道事件の考え方の中に、何か実質的な損益相殺的な発想があるのではないかと思うのですね。要するに、そこまでもうけさせるのはおかしいとか、そういう発想というのは、損害が減ったり増えたりということではなく、やっぱり本来予定されている差額説による損害は発生していて、プラスアルファその後でどういう拡大損害があるか、それを法的にどう評価するかであり、また利得していたとしたら、それを損益相殺的に考えるべきかどうかということではないかと私は思うのですけれどね。

11 損害の内容と賠償請求の方法

○加藤 流通市場の虚偽記載によって投資家が一番立証しやすい損害というのは、取得価格と想定価格の損害だと思うのです。それについては、虚偽記載があつて市場価格がゆがんでいて、そのゆがんだ形で買ったということさえ証明できればよいわけですから。

では、問題なのは、石田先生がおっしゃるように、そのプラスアルファの損害というものをどれだけ認めるかということです。確かに、上場廃止の可能性があると報道などによって株価が下落して、投資家が損害をこうむったことは間違いないと思います。しかし、損害はこうむったのですけれども、それは21条の2のような形で賠償責任にかけられるべきなのか、それとも例えば代表訴訟という形で損害賠償責任にかけられるべきなのか。つまり、理論的には、上場廃止というのは株主全員が平等に損害をこうむるわけですから、そうすると、代表訴訟という形で損害賠償請求すべきだと理論的には言いやすいと思います。しかし、わざわざ損害賠償責任を追及してきた投資家に、あなたはルートを間違いましたということと言えるのかどうか問題となります。

つまり、本来は、虚偽記載に係る損害をこうむった人とそれに損害賠償責任を負う人を全員一くりにまとめて一つの訴訟で解決するというのが一番理想的なのですが、それは現実的ではないと思うのですね。そうすると、21条の2に、どこまでの損害賠償を期待するかというのは、政策的に判断されるべきことで、私は何となく21条の2については、取得価格と想定価格の差額というような、投資家がほぼ間違いなくこうむったに違いないであろう損害について、無過失責任と損害額推定ということを政策的に認めた規定なのではないかと思っていたのです。

○黒沼 今の加藤さんのおっしゃったことは、神田先生が論文の中でおっしゃっていま

して、こうむった損害の中には、株主固有の損害と企業価値の毀損による損害があるとおっしゃるのですね（神田・前掲 13 頁）。そして、企業価値の毀損による損害はどの株主にとっても変わりがないと。神田説は、私が市場下落説と呼んでいる説を支える理論としては説得力があると思うのですけれども、ただ、今加藤さんがおっしゃったように、企業価値の毀損というのは間接損害ではないかという疑いがありまして、それまで金商法や不法行為を原因として損害賠償を認めていいのかという点ではかなり不安があるといえますか、それを政策的に一緒に認めることがいいのかどうかという点は議論の余地があるのではないかと思います。

○近藤 時間が残りわずかになってまいりましたけれども、特にご発言はないでしょうか。

12 引受契約の補償条項

○森本 “indemnification” との関連で、何か質問されたのではなかったですか。

○近藤 石田先生のご趣旨は、これは日本では効力が認められるということでしたか。

○石田 いえいえ、そうではなくて、効力に問題があるのではないかというのが問題提起でございます。

○近藤 その根拠は何でしょうか。

○石田 確かに投資家にとってみれば、どちらにせよ賠償金はもらえるということですから、損害填補の意味では問題ないのだろうとは思うのですけれども、しかし、本来法律がそれなりの責任負担をさせることによって引受人に期待した役割というのを、こういう “indemnification” を認めて、本当に果たしてくれるのだろうか、法律の期待に沿わないような行動をもたらすかもしれない特約が認められてよいのか、その辺がちょっと疑問に思うわけなのです。

○森本 債務不履行責任について免責条項なり補償条項を定めることは、公序良俗に反しない限り、契約自由が妥当するけれども、法定責任については、その立法趣旨から制約的に解すべきではないかというのが従来の考え方だったのだけれども、中村さん、さらには、違うコンテキストですけれども、弥永さんはやや柔軟な解釈をされているということですね。

○石田 おっしゃるとおりです。

○松尾 先ほどの質問とも関連するのですけれども、アメリカの裁判例（Eichenholts

判決)を見ると、求償と補償を区別していて、補償の場合はすべて免責されてしまう可能性がある、だから「威嚇効果」がゼロになってしまってよくないといっています。日本法の解釈として、このような補償条項が置かれなかった場合、そもそも先ほどの三井さんのおっしゃるような不真正連帯の考え方等によって、投資家に賠償した引受人が発行会社なり役員なりに求償という形で負担部分を払いなさいと言うことはできるのでしょうか。

- 石田 引受人からですね、それは求償できるのではないのでしょうか。
- 森本 少なくとも会社側が悪意で隠蔽していたが、引受人なり会計監査人は過失でわからなかったという場合には、その余地があるのではないですか。
- 松尾 その場合には認められるけれども、逆に……
- 森本 それは事後的な問題ですね。
- 松尾 ええ。本来、その観点から引受人が負うべきものまで補償条項で免責してしまうのはよくないということなのかなと思うのですけれども。
- 石田 なるほど。ありがとうございます。
- 近藤 どうもありがとうございました。それでは、時間になりましたので、以上をもちまして本日の研究会を終わらせていただきます。