

リスク資産売買の賠償範囲の法学的・経済学的説明可能性

西 内 康 人

1 はじめに

本研究の目的は、リスク資産売買の賠償範囲論における法理論的不整合が当該取引のリスクに不透明性をもたらしていることを前提に、その説明可能性に関する試論を展開するものである。

すなわち、詐欺的手法でリスク資産を購入させられた者が、代金やその相当額を取り返す状況を考えよう。この場合、一方で、双方履行済みの契約につき詐欺等の法律行為取消の要件を満たすのであれば、(a)原状回復として代金返還請求権と受領物返還義務又は価額賠償義務が生じ、(b)代金返還請求権につき無関係な減額はされない。2で後述する取得自体損害説も、こうした考えに沿う形で損害計算を行うものである。他方、この考えは、有価証券報告書虚偽記載の際の賠償範囲を扱う金融商品取引法（以下、金商法）一九条との整合性が問題となる。⁽¹⁾というのは、同一項は投資家の支出を損害とし(a)に対応した賠償額を定める規定を置きつつ（代金額－価額（有価証券現在価値））、同一項ではそれとは無関係に生じる事情での賠償減額を認めて(b)とは異なるルールを採用しているからである。また、後述するように金商法一九条二項に対応する賠償減額は、詐欺的手法でリスク資産売買が誘引された場合の不法行為責任一般でも認められている。以上のように、賠償範囲について(a)(b)に関する整合性が問題となる場面があることから、金商法一九条二項その他

これに類似したルールが正当化できるのか、立法論的、解釈論的に疑義が生じる可能性が生じている。

以上の問題について、本稿は法学的観点と経済学的観点の両面から、以上のような整合性の問題を解消することを目指す。具体的には、以下のように本稿は展開する。

まず、次の2では、以上の問題意識を明確化するため、現状のまとめを行う。ここでは、リスク資産売買の賠償範囲を決定する基準としてこれまで提示されている理論をまとめた上で、こうした理論では法令や判例で説明が困難となる場面があることを見る。

その後、3では、以上のような法令・判例につき、法学的観点からの説明を提示する。このアイデアの核となるのは、原状回復が正当化される場合（侵害同意が無効になる場面）と、一部額の賠償が正当化される場合（リスク引受同意の一部が無効になる場面）を分けることである。さらにこの核となるアイデアを基礎づけるため、二つの点に注目する。第一に、説明義務違反があつた場合の医療事故の扱いに関する判例・学説の検証である。ここでは、説明義務違反で治療行為に対する同意に瑕疵がある場面を場合分けして、身体への侵害同意全体が無効となる場面（侵害同意無効構成）と、副作用など治療行為に伴う一定のリスク引受に関する同意が無効になる場合（リスク引受同意無効構成）があること、および、リスク引受同意の無効は個別リスクごとに考えられること、これらを示す。第二に、以上の問題と関連する法令・判例が、第一の点で示した考えと整合的に説明できるか否かの検証である。

引き続き4では、賠償範囲が法令や判例のように限定されることを、経済学的観点から正当化する余地がないか、検討する。この点につき、一方では、虚偽情報の提供行動に対する抑止という観点から、すでに考察が存在するところである。⁽²⁾他方、それ以外にも、投資家の情報取得行動などに注目する余地があるのではないかというのが、本稿の加える視点となる。

以上の結果として、5では結語として若干のまとめを行う。

なお、議論を拡散させないために、市場性のある有価証券、典型的には上場会社株式等を念頭に置いて議論する。ただし、本稿の射程は、変額保険などリスク資産売買一般に及ぶと考えられる。そこで、主たるケースの想定とは異なり、表題はリスク資産売買全体を対象とするものにしてある。

- (1) 神田秀樹ほか『金融商品取引法コンメンタール第一巻(第二版)』(商事法務、二〇一六年)四四二頁(前田雅弘)参照。
 (2) 加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」『新世代法政策学研究』二巻(二〇一一年)三〇三頁。

2 現状のまとめ

ここでは、次の点について議論する。すなわち、まず、2. 2で、虚偽情報の提供などによるリスク資産売買が生じた場合に、損害賠償範囲が法学的観点からどのように整除されているかを見る。その後、2. 3で法令と判例の状況を概観して、2. 2との整合性が問題となりうることを示す。

そして、ここでは、議論のイメージを抱きやすくするため、2. 1で、今後想定する例を提示しておくことにする。

2. 1 例

ここでは、議論の焦点を絞るために、次の例を考える(なお、以下での購入時点での虚偽記載に関するリスクは、購入時点では発現していないため、株価に反映されていない)。

[Case 1] Xは、Y社の株式一〇〇〇〇株を、一株当たり五〇〇〇円で購入した(購入時点での虚偽記載に関連するリスク…二〇〇〇円)。その後、Y社株式が四〇〇〇円に値下がりした(不況など市場全体を襲ったリスク…一六〇円分、減益予想などY社を襲ったリスク…一四〇円)。その後、有価証券報告書の虚偽記載が発覚してY社株式は二〇〇円まで値下がりした(公表時での虚偽記載に関連するリスク…一二〇〇円)。

[Case 1] Xは、Y社の株式10000株を、一株当たり5000円で購入した（購入時点での虚偽記載に関するリスク…1500円）。Y社株式の株価は数年間安定して推移した後、4000円に値下がりした（不況など市場全体を襲ったリスク…1600円分、減益予想などY社を襲ったリスク…1400円）。その後、有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、虚偽記載に対する市場の反応が購入時よりも厳しくなっていたこともあって、Y社株式は2000円まで値下がりした（公表時での虚偽記載に関連するリスク…1200円）。

[Case 2] Xは、Y社の株式10000株を、一株当たり5000円で購入した（購入時点での虚偽記載に関するリスク…1200円）。その後、Y社株式が6000円に値上がりした（好況など市場全体を襲ったリスク…1600円分、増益予想などY社を襲ったリスク…1400円）。その後、有価証券報告書の虚偽記載が発覚してY社株式は4000円まで値下がりした（公表時での虚偽記載に関連するリスク…1200円）。

[Case 2] Xは、Y社の株式10000株を、一株当たり5000円で購入した（購入時点での虚偽記載に関するリスク…1250円）。Y社株式は、何年かかけて6000円に値上がりした（好況など市場全体を襲ったリスク…1600円分、増益予想などY社を襲ったリスク…1400円）。その後、有価証券報告書の虚偽記載が発覚し、虚偽記載に対する市場の反応が購入時よりも緩くなっていたこともあって、Y社株式は4000円まで値下がりした（公表時での虚偽記載に関連するリスク…1200円）。

2. 2 現状存在する法学的観点の外観

賠償範囲については、次のような考え方がありとされている。⁽³⁾

2. 2. 1 取得自体損害説

取得自体損害説の特徴は、次の通りである。すなわち、「①取得者の権利侵害は有価証券を取得したという点（自己決定権侵害）に見いだされる。そして、②この場合の損害額は、(i)取得者が当該有価証券を保有しているときには取得価格と現在価格の差額、(ii)取得者が当該有価証券を処分しているときには取得価格と処分価格の差額に相当する額になる。③取得後の当該有価証券の価格の上下変動については虚偽記載等以外の要因が作用したかどうかについては、プラスにもマイナスにも作用せず、④有価証券取得自体について取得者の側に過失ないし損害軽減義務違反がある点についてのみ、減額事由となる⁽⁴⁾」。

以上を前提にすると、Case 1 及び Case 1' の損害額は二〇〇万円、Case 2 及び Case 2' の損害額は一〇〇万円となる。すなわち、Y 社株式購入価格と、その現在価格との差額が、損害額となる。

2. 2. 2 高値取得損害説

高値取得損害額の特徴は、次の通りである。すなわち、「①取得者の権利侵害は、真の価値を反映しない対価（取得価格）を支払って当該有価証券を取得した点（財産権の侵害）に見いだされる。そして、②有価証券の取得価格と取得時における想定価格との差が、賠償されるべき損害となる。③ここでは、取得時における想定価格と取得価格との差額が問われるわけであるから、取得後の当該有価証券の価格の上下変動は、論理的には、損害の確定それ自体にとっては決定的意味を持たない⁽⁵⁾」。

以上を前提にすると、Case 1 及び Case 2 並びに二〇〇万円が損害となりそうである。Case 1' だと一五〇万円、Case 2' だと二五〇万円が損害である。

2. 2. 3 総体財産損害説

総体財産損害説の特徴は、次の通りである。すなわち、「①被侵害法益（保護法益）は取得者の財産総体であり、②虚偽記載等が客観的に明らかになった時点（公表時）までの時点では、虚偽記載等があった有価証券を取得したことによる財産総体への侵害は生じていないことになる（公表前には、取得者の財産総体に虚偽記載等との関係での差額はない）。③財産総体についての損害額の算定基準時は、現在の時点（訴訟にあつては、口頭弁論終結時）とみるべきである。④この考え方による場合には、プラス・マイナスいずれの方向でも損害額算定に影響を及ぼすこととなる」⁽⁶⁾。

以上を前提にすると、Case 1 ㄗ Case 1. の損害額は二〇〇万円（または、三〇〇万円）、Case 2 の損害額は二〇〇万円（または、三〇〇万円）となりそうである（括弧でない部分は、公表後総体財産に生じた損害を考慮。括弧内の部分は、取得後総体財産に生じた損害を考慮）。

2. 3 法令と判例

ここでは、まず、法令の状況を概観し、判例を見る。

2. 3. 1 法令

法令として関係するのは、金商法一九条と金商法二二条の二である。

2. 3. 1. 1 金商法一九条

一方で、金商法一九条は次のようなものである。

すなわち、有価証券報告書の虚偽記載等があった期間に募集・売出しに応じて有価証券を取得した投資家につき、無過失責任を認める規定を前提とする（金商法一八条）。

この賠償範囲について、1で見たような規律が置かれている。つまり、一方で、金商法一九条一項では取得自体損害説を採用するよう見えつつ、他方、同二項で虚偽記載等とは無関係な事由による賠償額減額を認める。

具体的にみると、Case 1やCase 1'では、三〇〇万円ではなく二〇〇万円が賠償額となる（取得自体損害説（三〇〇万円）＋虚偽記載等とは無関係な事由につき減額（－一六〇万円）＋（－四〇万円））。他方、Case 2やCase 2'の賠償額は、一〇〇万円となりそうである（取得自体損害説）。

2. 3. 1. 2 金商法二二条

他方、金商法二二条の二は、次の性質を持つ。

有価証券報告書の虚偽記載等があった期間に募集・売出し以外で有価証券を取得した投資家につき、過失責任を認める規定を前提とする（金商法二二条の二第一項、二項、四項）。

この賠償範囲について、損害額の推定がされる（同三項。虚偽記載等の公表がされたときは公表日前一月間の有価証券市場価格の平均額－公表日後一月間の有価証券市場価格の平均額を除いた額）。ただ、賠償範囲は金商法一九条の額を上限とするばかりか（金商法二二条の二第一項）、また、金商法一九条と同様に虚偽記載等以外の原因で生じた値下がり分を賠償範囲から減額する規律が置かれる（金商法二二条の二第五項）。

具体的に見ると、Case 1'、Case 1''、Case 2'、Case 2''の最終的処理は、金商法一九条で見たのと同様になる。ただし、計算の順序や方向性では異なりうる。たとえば、Case 2'では、金商法二二条の二第三項での損害推定額は、三〇〇万円である（公表前平均株価－公表後平均株価）。しかし、賠償範囲の上限が同一項によると同一九条によりキャップが

かけられる結果、Case 2 の損害額は一〇〇万円となる。

2. 3. 1. 3 両条の関係

なお、以上の法令の関係について、流通市場責任と発行市場責任は異なることを前提に両者の違いを強調する見解⁽⁷⁾と、そうした違いはないことを指摘する見解⁽⁸⁾がある。そして、前者の見解は、そうした違いを根拠に金商法一九条二項について民訴二四八条の適用を否定する見解を採用していた。しかし、最判平成三〇・一〇・一一民集七二・五・四七七はそうした見解を採用しなかったことからすれば、後者の見解が最高裁の態度であるといえよう。

2. 3. 2 判例

判例では、次のものが代表的である。

金商法の実体的解釈に関するものとしては、①ライブドア事件（最判平成二四・三・一三民集六六卷五号一九五七頁）がある。ここでは、金商法二一条の二第二項の損害推定につき、高値取得損害説の不採用という立場をとった。

次に、金商法に限らないリスク資産売買の損害賠償範囲について示したものとして、②西武鉄道事件（最判平成二三・九・二三民集六五卷六号二五一頁）がある。ここでは、七〇九条に基づく賠償請求で、取得自体損害説を基礎にしたように見えつつ、虚偽記載とは無関係な価値下落分について賠償額減額を肯定した。これに対し、寺田意見は、Case 1 や Case 1 では、市場全体を襲ったリスクについてのみ減額を認めるべきだとする。というのは、西武鉄道事件で問題となった機関投資家であれば、かりに当該会社の株式を買わなかったとしても同種の投資商品（国内株式）に投資するのが通常の事態だと考えられるからである。

最後に、金商法の訴訟法的な側面とかかわるものとして、③IHI事件（最判平成三〇・一〇・一一民集七二卷五号四七

七頁)がある。ここでは、金商法一九条二項の解釈として、民訴法二四八条の類推適用があると判示した。この背景として、前記事件と整合的に、金商法一九条二項による減額が正当であることが前提とされているように思われる。

2. 4 小 括

まとめると、次の三点がわかる。

第一に、判例によると、高値取得損害説は、採用されていない(2. 3. 2)。つまり、①ライブドア事件からこのことがわかる。

第二に、判例の傾向は、金商法の規定の傾向と同じである(2. 3)。つまり、金商法は取得自体損害説を採用した方が説明しやすい部分が多いところ、②ライブドア事件判例はリスク資産売買について金商法に沿う損害賠償範囲の枠組みを示している。

第三に、しかしながら、金商法の規定を説明するためには、一方で、取得自体損害説に立った方がよいものの、他方、この考え方と不整合な部分(金商法一九条二項など)が含まれている(2. 3. 1)。しかも、この不整合部分は、判例によると、不合理なものとは考えられていない(2. 3. 2)。というのは、③IHI事件判例で、不整合部分にも民訴法二四八条の類推適用を認め、その積極的な適用に足掛かりを与えているからである。

(3) 潮見佳男「虚偽記載等による損害——不法行為損害賠償法の視点から」商事法務一九〇七号(二〇一〇年)一五頁。

(4) 前掲注(3)・潮見一五頁。

(5) 前掲注(3)・潮見一六頁。

(6) 前掲注(3)・潮見一七頁。

(7) 黒沼悦郎「判批 東京高判平成二九・二・二三」商事法務二二四九号(二〇一七年)八頁。

(8) 得津晶「判批 最判平成三〇・一〇・一一民集七二・五・四七七」金融法務事情二二二号(二〇一九年)六一頁以下。

3 法学的観点からの説明

そこで、前記2、4の小括で見た不整合を解消する必要がある。その法学的な説明可能性として、以下では3. 1で準備作業を行う。つまり、医療事故に関する処理の枠組みとして、適当なものを抽出する作業を行う。その上で、3. 2では、3. 1で抽出された枠組みをリスク資産売買に適合させることができるか検証する。

3. 1 医療事故考察による準備作業

ここでは、手術に際して同意を得ることの問題点を考えるため、次の二つのケースを考えることにしよう。すなわち、①同意がない状態で手術するとどのような問題が生じるのか、または、②手術に伴うリスクについて虚偽説明をして手術するとどのような問題が生じるのか、である。このそれぞれについて、以下で見ていく。

3. 1. 1 無断で手術した場合

①の無断手術については、原則として、手術行為という身体への侵襲自体が違法となると考えられる（被侵害法益は身体）。そして、この結果、たとえば、手術自体の身体侵襲に対する損害賠償のほか、この手術によって発現したリスクについても賠償が必要だと考えられる。こうしたリスクについての賠償の要否は、相当因果関係のほか、危険性関連や義務射程という考えから根拠づけられる。

ただし、緊急事態など同意を得ることが困難な状況を念頭に、手術による身体につき不法行為の成立を否定する考えが存在する。この根拠づけは、二つが考えられる。第一に、医療行為の正当性を考えることが可能である（正当行為説）。しかし、医療行為の正当性を強調しすぎるとは、同意なしでの手術を正当化しかねないとの問題―ただし、この問題

解消は不可能ではないとも思われる⁽⁹⁾がある。したがって、第二に、推定的同意や事務管理を認定することが考えられる（推定的同意・事務管理説。学説の大勢はこの方向性である⁽¹⁰⁾）。つまり、手術の利益の大きさや、宗教的利益など手術を受ける本人のそれまでの行動から、当該手術について同意を求めていたら同意していたらう、と考えるわけである。ただし、この考え方だと、②について見ることに関係して、たとえば、宗教的信念により輸血を伴うリスクがある手術につき拒否することが確実な場合、推定的同意や事務管理を認めることができないのではないか、問題となるところである⁽¹¹⁾。こうした宗教的信念がある場合に、推定的同意が認められないから以上の同意がない場合と同じ結論になるのか、それとも、手術自体は不法行為ではないとされるのか、考える必要がある。

3. 1. 2 欺罔意図をもってリスクについて虚偽説明して手術した場合

そこで、②を考えよう。②については、事例を考えた上で、ありうる構成について、論じることしよう。

3. 1. 2. 1 事例の設定

すなわち、まず、つまり、宗教的信念により輸血リスクのある手術を拒否することが確実な患者について、—説明義務がありうるとして、この説明義務に違反して—輸血のリスクを告げずに、ただし、その他の副作用のリスクについては十分に説明して、手術の同意を得て、手術をしてしまう場合を考える。ここでは、手術の結果として、(a)輸血せずにかつ、副作用等のリスクも発現しなかった場面（手術成功ケース①）、(b)輸血し、かつ、副作用等のリスクが発現しなかった場面（輸血ケース）、(c)輸血せず、しかし、副作用等のリスクが発現した場面（手術失敗ケース①）の三つの場面を考える。この(b)の一つの類例としては、判例にも表れた輸血拒否事件（最判平成一二・二・二九民集五四・二・五八二）を考

えることができる。

次に、手術の際に二つの大きなリスク（避けえない手術失敗、副作用）があり、「避けえない手術失敗」のリスクは手術前に十分に説明されて同意を得ていたが副作用についてはそうでない場合を考えよう。これを前提として、(d)どちらのリスクも発現しなかった場面（手術成功ケース②）、(e)副作用というリスクが発現した場面（手術失敗ケース②）、(f)避けえない手術失敗というリスクが発現した場面（手術失敗ケース③）の、三つの場面を考える。この(e)の一つの類別としては、医薬品という身体へのリスクを伴う物の摂取に関する自己決定が問題となつたとみることができるといえる（最判平成二五・四・一二民集六七・四・八九九）を考慮することができる。

3. 1. 2. 2 侵害同意無効構成とその問題

以上の場合、いずれについても、同意を得たのが詐欺によるものであるとして、手術という身体への侵襲に対する同意の有効性を阻却してしまうことが考えられる（侵害同意無効構成。この場合も、被侵害法益は身体に対する権利、あるいは、この身体に対する自己決定権）。

しかし、このような場合に、手術自体について不法行為が成立するとみえることは、輸血拒否事件の判例の考え方と合致しない。つまり、以上の(a)や(d)について不法行為とみるのは問題があろう。

また、手術自体が不法行為であるとして、その結果発現したリスクのうち輸血以外のリスクについても医者側に負担させるのは、患者が行った同意の趣旨と合致しないだろう。たとえば、成功確率九五%の手術であることが説明されていて、運悪く残り五%の失敗というリスクが発現してしまった場合、輸血可能性の説明に瑕疵があつてもこのリスクは説明の上で納得している以上、患者が負うべきである。つまり、手術に伴うリスクに複数のものがあり（たとえば、輸血可能性、避けえない手術失敗、副作用など）、この一部について有効な同意が欠ける場合に、リスク全体を医者に負わせてよいか、という問題がある、ということである。

ここで、輸血拒否事件判例の読み方として、宗教上の信念に関する自己決定権と、身体に関する自己決定権を分けて、この前者のみと関係すると思われる立場が参考になる。⁽¹²⁾ここでは、以上の(c)について、責任を負わせるべきではないことが含意されている。

また、後続侵害を念頭に置いたものであるが、危険性関連についての議論も参考になる。⁽¹³⁾そこでは、第一次侵害については同意がなく、第二次侵害について同意がある場合に、第二次侵害が損害賠償の対象とならない可能性が示唆されている。以上のケースにつき手術自体の選択を第一次侵害、副作用リスクの発現を第二次侵害ととらえるなら、この石田説によるとリスク発現について損害賠償の対象とならないと構成する可能性がある。つまり、(d)や(f)は損害賠償の対象となるとは考えづらい。

このように見ると、侵害同意無効構成は、(a)(c)という手術自体の違法性、(d)(f)という十分に説明されたリスクの違法性を、それぞれ肯定してしまうという意味で、問題が大きい構成だということになるう。

3. 1. 2. 3 侵害同意無効構成への対案

そうであるとなると、身体への侵襲自体への同意は有効なままとするのが、判例とは整合的し、また、妥当だと考える一つの考えである。この上で、何について不法行為が成立するのかと考えると、次の二つの可能性がある。

3. 1. 2. 3. 1 手術自己決定権構成とその問題

一つは、輸血というリスクを伴いうる手術を行うか否かについて、自己決定権が侵害されているとする見方である(手術自己決定侵害構成)。輸血拒否事件の判例とは、文言上整合的であるとの特徴を持つ。この場合、手術をするかどうかの自己決定権自体の価値が、賠償されるべき損害となる。言い換えれば、自己決定権は、リスクではなく、手術自体と関連している。その結果、この立場だと、手術の結果としてかりに輸血が実際には行われなかったとしても、つま

り、告げていないリスクが現実化しなかったとしても、賠償義務を負うことになりかねない。というのは、自己決定権侵害と関連する手術自体は行われているからである。

しかし、この立場は、輸血拒否事件の判例と整合的かどうか、よくわからない。というのは、「輸血をした」という事実関係をも重視して、不法行為責任を認めているからである。実際、以上の(a)や(d)のケースで何らかの不法行為責任を認めるのは、妥当とは考えづらい。

また別の難点として、リスクに関する同意を得ていないことの意味が不明確化するという問題がある。たとえば、一方で、(a)と(b)を比較すると、いずれにせよ精神的利益の賠償が問題となっているので、慰謝料請求が結論となる以上違いを論じる意味は少ないかもしれない。他方、(d)を(e)と比較すると、前者では精神的利益の賠償しか問題とならないのに対し、後者では身体への損害の賠償が問題となりうる点で大きく異なる。この(e)について、身体的利益の賠償を認めないならイレッサ訴訟判決の基本的態度と整合しないことになる。つまり、説明をしなかった部分のリスクが発現したケースについては、このリスクについて説明義務違反の効果として賠償させるべきなのである。しかし、リスクについての賠償を認めるのは、手術自己決定権構成の基本的態度である、リスクは問題としないという態度とは整合しない。

3. 1. 2. 3. 2 リスク同意無効構成

もう一つは、手術に伴い輸血を行う可能性があるというリスクを引き受けるか否かについて、自己決定権（または当該リスクが発現した場合に関係する法益（宗教的自由や身体の完全性）が侵害されているとする見方である（リスク同意無効構成）。この場合、問題となっているのは、手術をするかどうかの自己決定権ではなく、副作用や輸血可能性など手術に伴う様々なリスクに対して同意するかどうかの自己決定権である。言い換えれば、自己決定権は、手術自体ではなく、手術に伴う個別のリスクやこのリスクが実現した場合の法益と関係している。そうである以上、リスクが現実化しなかった場合には、損害賠償義務を負わないという構成と親和的である。

この構成であれば、すでに述べた侵害同意無効構成や手術自己決定侵害構成の問題点を適切に解決できる。つまり、手術自体は不法行為を構成しないとしつつ、自己決定権侵害として、この自己決定が果たされなかったリスク部分について責任を負わせるべきとの結論が導けるわけである。具体的に、(b)(e)では責任肯定、(c)(f)では責任否定となる。また、(b)での賠償は—輸血自体による身体への侵害を考えることもできるが—宗教的自由が侵害されたことを念頭に、(e)での賠償は身体が害されたことを念頭に、それぞれ観念されるべきことになる。

なお、二点断っておきたい。

第一に、このリスク同意無効構成には、参考となる考え方がないわけではない。参考になるのは、たとえば、刑法を念頭に置いたものであるが、—また、後に述べるように生命等の侵害に対して同意を法益処分の意味を持つものと理解してよいかは問題があるが—リスクに対する同意と治療行為に対する同意を分ける立場である⁽¹⁵⁾。また上述した輸血拒否事件判例の読み方として、宗教上の信念に関する自己決定権と、身体に関する自己決定権を分けて、この前者のみと関係すると考える立場は、—輸血拒否事件について当該切り分けを行っている論者はそこまで述べているわけではないが—宗教上の信念を脅かすリスクに関する自己決定と、身体へのリスクに関する自己決定が、切り分けられているとみることができる。本稿のリスク同意無効構成は、こうしたリスクの切り分けを、身体などの同一法益の中でも行いうると考えるものである。実際、たとえば、医薬品という身体へのリスクを伴う物の摂取に関する自己決定が問題となったとみることができるイレッサ訴訟判決（最判平成二五・四・一二民集六七・四・八九九）などで前提とされているのは、同一の法益の中でのリスクの切り分けであるように思われる。つまり、副作用A・B・Cがある医薬品で、このうちのB・Cは十分説明されているが、Aの説明に欠陥があつて、Aはないものと期待して当該医薬品を摂取した場合を考えよう。この場合、一方で、当該副作用Aが発現したときにはこの点につき賠償義務を負わせることには争いがない。他方、誤った説明で自己決定権が害されたと評価できるとしても、別の副作用B・Cにより身体が害された場合にはその賠償義

務を認めないであろう。このB・Cというリスク発現の場合、条件説的には因果関係が認められ、また、何らかの自己決定権侵害があるが、発現したリスクとの関係では自己決定権は害されていないのである。

第二に、以上の議論は刑法上の「危険の引き受け」で議論される被害者の同意を法益処分と理解しこれをリスクの扱いに拡張する論理で正当化しうるものの、生命侵害等につきこれを批判する立場から別の論理を持ち出す批判説¹⁷⁾とも整合する。すなわち、この批判説からすれば、一方で、生命侵害については自殺ほう助を処罰する刑法二〇二条があることから、被害者の同意は法益を処分してこれを無価値にする意味を持たない。このことからすれば、生命やこれに準じる法益に対するリスク引受の同意も、法益処分として制約を受ける。他方、生命等を含め同一主体間に属する法益相互間の序列付けは刑法二〇二条の趣旨に反しない限り自律的に決定できるべきであり、その結果、引き受けたリスクの価値はリスクを引き受けることにより別に得られる利益よりも低いものと自律的に序列付けることも自由である。そこで、そのような序列付けを尊重した利益衡量の結果として、リスクを発生させる行為が許されなければならないところ、その行為を許容するためにリスクが実現した結果についても責任を問わないこととしなければならない、というわけである。この法益相互が持つ価値の序列付けの決定は、本稿に言うリスク引受同意に含まれると考えることができる。その結果、この批判説と同じ論理で以上の結論は正当化できる。言い換えれば、本稿のリスク引受同意には①法益処分の拡張と理解できるもの（法益が処分可能なもの）と②利益衡量の基礎となる法益相互間の価値の序列付けの決定と理解できるもの（法益が処分不可能だが法益の価値の順位付けは可能であるもの）の、二つが混じっているわけである。

3. 1. 4 小 括

以上、侵害同意とリスク引受同意を分けるという考え方が抽出され、これにより、各事案について妥当な結論が導ける可能性があることがわかった。

3. 2 リスク資産売買への応用

ここでは、以上の3. 1で抽出した侵害同意とリスク引受同意をリスク資産売買の賠償範囲論に適合的に接合できるか、可能性が探られることになる。そこで、3. 2. 1では、3. 1で見た議論をリスク資産売買に移転させるための一般的な障害について検討する。その後、3. 2. 2でリスク資産売買に3. 1の議論を移したうえでの暫定的な結論を得ることとする。また、この議論を別の判例で応用できる可能性を3. 2. 3の補論において示す。

3. 2. 1 議論移転への障害

以上のリスク引受同意に関する考えをリスク資産売買などへ一般化するための障害としては、次の二つがある。

第一に、合意と同意の違いを無視できるか、である。すなわち、一方で、医療事故は、医療契約と関係して生じる以上、患者側が行う同意は医師側との合意という性質を持っている。加害者との関係で、被害者との合意が認定できる事例が問題となっているわけである。他方、リスク資産売買を含めて不法行為が成立する場面は、加害者と被害者との合意が成立するとは限らない。虚偽記載等を行った会社からではなく市場で投資家が株式を調達する場合のように、認定できるのは、加害者との合意ではなく、むしろ被害者の同意にとどまることも多い。こうした医療事故とその他の違いが、どのように影響するかである。

この問題を考えるためには、契約など一定の場面で同意ではなく合意が要求される理由が参考になるかもしれない。つまり、一方で、同意ではなく合意まで要求されるのは、相手方の法的地位について、主として不利益に影響を与えるからである。そして、3. 1. 1から3. 1. 3で見たリスク引受とは異なり、リスク転嫁では相手方に不利益を与えるため、相手方の同意が必要だと考えられる。そのため、たとえば、動機の錯誤において自己が行うべき情報収集のり

リスクを相手方に転嫁するためには、合意が必要だと考えられる。しかし、他方、リスク引受同意では、同意を行う相手方に不利益を与えることはない。そのため、合意までは必要ないと考えられる。

関連して、同意でよいとしても、被害者から加害者に伝えられる必要はないか、という問題がある。一方で、医療事故では相手方に同意が通知されている。他方、リスク資産売買が虚偽記載等で誘引されることが不法行為となる事例では、虚偽記載等の主体と投資家との間には直接の關係がないことが多い。よって、同意の通知もないことがある。こうした同意が通知されるべきかという問題に関しても、相手方に同意を伝える意義が問われるべきである。つまり、同意の通知は、同意を行う者が一定の不利益を甘受することで、相手方に一定の行動を促すという意味がある。言い換えると、コミットメントによる相手方期待の保護である。よって、期待の保護が要求される事例かどうか、相手方に同意を通知しなくてもリスク引受同意の効力を認めることができるかという問題にとつて、重要な要素となろう。

第二に、リスクの切り分けが許容されるか、である。つまり、一方で、自己決定権侵害として同意が瑕疵を帯びる点で共通する法律行為法の考えと調和的なのは侵害同意無効構成だと考えられ、リスクはすべて加害者の側に帰せられることになる。他方、リスク引受同意は、加害者に帰せられるリスクと、被害者が負担したままとなるリスクが切り分けられることになる。こうした切り分けが許される理由の一つとしては、不法行為が問題となる事案では詐欺・強迫などの取消事由が必ずしも認められるわけではないのだから、法律行為法とのバランス論を考える必要がないことに求められよう。あるいは、別の理由として、リスク切り分けの必要性と許容性が考えられよう。つまり、医療事故では多少のリスク説明に欠けるところがあったとしてもこのリスクがすべて医師側に帰責されるなら、メリットが大きいに伴うリスクも多い診療が萎縮される可能性や、リスクすべてが説明されすぎることによる情報過負荷の問題が生じかねない（リスク切り分けの必要性）。また、患者側として、説明されないリスクがあったとしても、説明されたリスクが発現しているのなら、これを負担することに不利益はないはずである（リスク切り分けの許容性）。よって、こうした必要性と

許容性を満たす必要を、慎重に検討する必要がある。

3. 2. 2 議論移転による暫定的結論

議論移転による暫定的な結論は、金商法一九条と二一条の二について、それぞれに次のようになる。

3. 2. 1 暫定的結論の内容

まず、金商法一九条二項の規律は、一方で、取得自体の自己決定を侵害するものとは見ないものと理解される。つまり、取引は有効であり、無効・取消を前提とした処理とのバランスが取れた処理は問題とならない。他方で、金商法一九条二項の規律は、虚偽記載等による価格下落リスクを加害者に、それ以外のリスクを被害者に負担させるものとして理解することが可能である。これをリスク引受同意という観点から見ると、前者（虚偽記載等による価格下落リスク）については有効な同意がないが、後者（それ以外のリスク）については有効な同意があるとして考えることが可能である。より法学的観点を際立たせて言うなら、自己の財産に関するリスク引き受けへの自己決定権や財産が被侵害法益であり、これにより発現したリスク部分が損害だと理解するわけである¹⁹⁾。

ただし、2で見たCognitive型の事案で無関係な値上がり分について賠償額から減額するかどうかは、リスク引受同意からは判断不能かつ説明不能となる。というのは、リスク引受同意だけだと、Cognitiveでは二〇〇万円分を賠償するべきはずであり、無関係な値上がり分は考慮の対象外だからである。これは、損益相殺の考え方や、4で見る経済学的観点からの正当化で、説明するしかない。

次に、金商法二一条の二の賠償範囲も基本的には同じであるといえる。取引を有効と評価しつつ、リスク引受同意に関する自己決定権侵害により一部リスクが、加害者に帰責されると考えることになる。これにより、基本的にはうまく

説明できるが、やはり値上がり分をどう処理するかが問題となる。

3. 2. 2 暫定的結論の補強

以上の議論は、西武鉄道事件の「当該虚偽記載がなければ上記株式を取得することはなかったとしても、取得した株式の市場価額が経済情勢、市場動向、当該会社の業績等当該虚偽記載とは無関係な要因に基づき変動することは当然想定した上で、これを投資の対象として取得し、かつ、上記要因に関しては開示された情報に基づきこれを処分するか保有し続けるかを自ら判断することができる状態にあったということができる」という部分を、リスク引受同意の許容性を示すものとして読むことが可能である。とりわけ、「かつ」でつながれた文章の前半部分については、侵害同意（財産的抛出自体に対する同意）と、リスク引受同意（財産的抛出の結果として、自己の財産に引き受けるリスクの負担に対する同意）を分けているものと読むことが可能である。他方、リスク引受同意の必要性に関する部分はなく、経済学的観点から補足することが重要となる。

3. 2. 3 補論——経済的慰謝料の説明可能性

以上得られた暫定的結論、つまり、侵害同意無効構成と区別されたリスク同意無効構成によりうまく説明できる部分があることは、別の判例の説明にも応用できる。ここで問題とするのは、①火災保険購入につき地震保険の保障が含まれないことの説明義務違反につき慰謝料を特段の事情がない限り否定するとした最判平成一五・一二・九民集五七・一一・一八八七と、②住宅購入の際の価格適否を判断する情報の説明義務違反につき慰謝料を肯定した最判平成一六・一一・一八民集五八・八・二二二五である。ここで問題とすべきは、(a)①判決と②判決で結論が分かれたのはなぜか、(b)

②判決で慰謝料請求という形で損害賠償請求が認められたのはなぜか、である。

3. 2. 3. 1 ②判決を支える論理があること

こうした(a)と(b)の問題を考えるため、まず、②判決が侵害同意無効構成と区別されたリスク同意無効構成によりうまく説明できることを見ていこう。

すなわち、一方で、②判決では十分な説明を受けたとしても、なお、住宅を購入する蓋然性が多いに残っていた。この意味で説明義務違反を根拠に詐欺取消や錯誤無効（平成二九年新法では錯誤取消）を主張することには困難があったと考えられる。

他方、リスクの引き受けには瑕疵があると考えられる部分がある。このリスクの内容を細かく分解すると、次の二つが少なくとも存在する。一つは、―すでに実現しているので既成条件型リスクとでもいうべきものであるが―販売される時点ですでに一般に販売される場合よりも高い価格であったという部分である。もう一つは、バブル崩壊後の住宅価格下落傾向に照らして住宅価格が販売後も下落するというリスクの部分である。このうち、説明義務と関係するのは前者の部分である。これに対し、後者の部分は説明義務が果たされているか、あるいは、説明義務と関係するのは前者は等しく受け入れるべきリスクであったと考えられる。このように、前者は加害者側に、後者は被害者側にそれぞれ帰せられるべきリスクであったと考えられる。

そして、②判決の原告は、主位請求として、自分が購入した額とその後値引き販売された額との差額の賠償を求めている。この差額には、以上のリスクの両方が含まれていたと考えられる。しかし、以上のように販売時点で既に高すぎると考えられていた部分は賠償させるべき一方で、その後の下落分については賠償の対象から除くべきである。このため、原告が首位請求で求める通りの全部賠償を認めることはできなかったのだと考えられる。

ただ、こうした理由だけならリスクの引き受けに関する自己決定権侵害（ひいては、財産的利益の侵害）を認めた上で、一部賠償を認めればよい。それでもなお慰謝料というロジックにこだわったのには、次の二つの理由が考えられよう。

一つは、販売される時点ですでに一般に販売される場合よりも高い価格であったということの算定困難である。つまり、本稿で中心的に取り上げている金商法や株式の事例とは異なり、住宅は一点ものの性質が強く市場価格が形成されづらい性質を持つ。そのため、慰謝料という自由裁量的な賠償額認定が行いやすい部分での賠償を認めたと考えられる。ただし、この理由付けは、民訴二四八条の適用可能性に照らしてみると、さほど説得的ではない。つまり、財産的利益でも、算定困難なら裁判所の裁量で額を算定してよい以上、慰謝料への引付にこだわる必要はない。むしろ、財産的利益で民訴二四八条を用いた方が、慰謝料というブラックボックス化された賠償額認定よりも、算定の透明性が上がり、攻撃防御の対象が明確化するというメリットがあろう。

もう一つは、バブル崩壊後の住宅価格下落傾向に照らして住宅価格が販売後も下落するというリスクの部分の算定困難があり、かつ、この部分の算定に民訴二四八条を適用または類推適用してよいかが不明確だった、ということである。つまり、賠償額を積極的に根拠づける事情とは異なり、賠償額を減じる事情について民訴二四八条を適用または類推適用してよいかは、2. 3. 2で見たIH事件（最判平成三〇・一〇・一一民集七二・五・四七七）までは不明確な状況にあった。また、IH事件の判例が金商法を超えて、リスク資産売買一般に拡張されるかは、今後も不明確な状況にある。そうだとすれば、賠償額を減額する事情を裁量的に認定するために、賠償を慰謝料としてブラックボックス化することも正当化される可能性がある。

3. 2. 3. ①判決は②判決の論理では支えられないこと

以上のように比較的うまく説明可能な②判決に対して、①判決は②判決と同じ論理では慰謝料を支えることができない。

すなわち、①判決では、購入した商品・サービスに関して何らかのリスク減価が伴っていたことが問題となっていたわけではない。①判決では火災保険の購入に地震保険でのリスク保障が伴っていなかったことが問題となっているが、かりにそうだとしても火災保険の価値が減じられるわけではない。また、火災保険単体として見た場合、保険料は相応のものであったと考えられる。このような意味で、商品やサービスの購入に伴って不必要なリスクを抱え込まれている、という②判決のような状況は存在していない。

むしろ、①判決で問題となっていたのは、地震によるリスクを保険会社に転嫁する可能性を、不適当な説明によって奪われているということである。しかしながらこうした事情について賠償を認めてしまうと、保険会社は契約上保険を引き受けていないのに不法行為法によりそれと同じ効果が生じてしまい、契約法と不法行為法との評価矛盾が生じる。あるいは、こうした事情について賠償を認めてしまうことは、不適切な保険会社の行動や被害者の意思決定の機会のみを根拠として賠償を認めることになり、—議論があるが—国では認められていない—懲罰的損害賠償を認めることになる問題や、3. 1. 2. 3. 1で見た手術自己決定権侵害構成と同じ問題を抱え込むことになる。

以上をまとめると、①判決は②判決の論理では支えられず、かえって、①判決で賠償を認めることは問題が多いというのである。また、—本人と近親者を含めて—実害が生じるか身体に対する危険が生じるかという場面（最判昭和三五・三・一民集一四・三・三八九（隣地建築物倒壊による生命身体への危険））以外では、精神的苦痛だけでは容易に慰謝料を認めない判例の傾向を考慮する必要がある（たとえば、近親者慰謝料の根拠としての死亡に比肩すべき傷害については、子の将来に具体的危険が生じた場合は肯定される傾向がある一方（最判昭和三九・一・一四民集一八・一・一二二、最判昭和四二・一・三一民集二一・一・六二）、そうした危険がない場合は精神的苦痛が重大だと推察されても否定される傾向がある（最判昭和四二・六・一三民集二一・六・一四四七、最判昭和四三・九・一九民集二二・九・一九二三を参照））。そうだとすれば、①判決やこれと同様の類型で賠償を認めるのは、きわめて限定的に解されることになる。

- (9) たとえば、小林憲太郎『刑法総論』（新世社、二〇一四年）四四頁以下は、同一人に属する利益不利益の利益衡量による正当業務行為として医療行為が正当化されるとしつつ、この同一人に属する利益の重みづけは利益帰属主体の価値観を尊重する必要があるから、つまり、一定の利益を別の利益に優越させるという意思（同意）を尊重する必要があるから、その限りで専断的行為は防止できることを前提にする。言い換えれば、同四五頁がいうように「患者の意思（自己決定）はかかる利益衡量の指針になるととらえるべき」だと考えることができるわけである。
- (10) 河原格『医師の説明と患者の同意』（成文堂、一九九八年）九四頁以下参照。
- (11) なお、推定的同意や事務管理の成否を考える問題の分析の前提として、刑法上推定的同意のもとに議論される現象には様々な点がある点が参考になる。小林憲太郎『刑法的帰責 フィナリスムス・客観的帰属論・結果無価値論』（弘文堂、二〇〇七年）二四九頁以下参照。
- (12) 潮見佳男『不法行為法Ⅰ（第二版）』（信山社、二〇〇九年）二〇七頁参照。同四三八頁以下の被害者の同意一般の議論とは区別して、輸血拒否事件を論じている。
- (13) 石田穰『損害賠償法の再構成』（東京大学出版会、一九七七年）五三頁も参照。
- (14) この場合に、輸血それ自体が新たな身体への侵襲と考え、かつ、宗教的自由の充足に身体に関する自己決定が条件づけられていると考えるなら、リスク引受同意無効は輸血に関する限り身体への侵害を導くと考えることもできる。前掲注(9)・小林四五頁以下で傷害罪の成立可能性を肯定する記述があることを参照。他方、このような条件付けを肯定しない論理的な可能性もありうる。つまり、リスク引受同意が輸血部分につき無効であったとしても、身体への侵害は正当化されると考える見方である。このような見方を支える考えとしては、刑法二〇二条に表現されるように自律の基幹部分にかかわる処分自由は認められない結果として、意思に反しても事務管理はできると評価する立場が考えられよう。
- (15) 町野朔『患者の自己決定権と法』（東京大学出版会、一九八六年）一七七頁以下参照。また、説明義務に関して「侵襲の説明」と「危険の説明」を分ける同二四七頁以下も参照。
- (16) 前掲注(12)・潮見で指摘した箇所を参照。
- (17) 前掲注(9)・小林七九頁以下を参照。
- (18) 西内康人『消費者契約の経済分析』（有斐閣、二〇一七年）二二五頁参照。
- (19) なお、こうした形のリスク分配がありうること的一般論として、リスク引受同意というロジックを用いるわけではないが、前掲注(8)・得津六二頁を参照。(4)

4 経済学的観点

以上の3. 2. 2で見たように、暫定的結論の補強には経済学的観点の補足が重要である。ここでは、4. 1で現状

の議論を概観し、4. 2で視点の付け加えを行う。

4. 1 現時点で提出されている観点

これまでの分析では、不法行為の場合と同様に、加害者の側に注目して抑止の観点から主体や賠償額の適切性を分析するものを中心である。⁽²⁰⁾つまり、①賠償主体として適切なのは会社か、それとも、機関か（付保可能性を含めて）という点と、②賠償額について加害者が得る利益との関係で過小賠償となる可能性を考慮すると懲罰的損害賠償なども考える必要性があるかという点が、中心的な問題関心である。

ただ、これだけだと、判例や金商法のように賠償額に一定のキャップや減額事由が認められている理由を説明しづらい。そこで、別個の観点により補足することが有用であると考えられる。

4. 2 観点の補足

そのための一つの手がかりとなりうるのは、被害者である投資家による情報収集につき、賠償額がどのようなインセンティブを与えるか、というものである。また、そうした投資家行動を通じた株価への影響を見た場合にも、有用な視点が得られると考えられる。

4. 2. 1 投資家行動への影響

以上の投資家行動への影響は次のようになると考えられる。

すなわち、一方で、虚偽記載等による価値下落リスクの部分が賠償されなければ、投資家、とりわけ、大規模に投資を行う機関投資家にとっては、虚偽記載の可能性につき情報収集をしてリスクを回避した方が安上がりである可能性が

ある。つまり、虚偽記載による個々の投資家の（期待）損失が、当該投資家の情報収集費用を上回る可能性がある。しかし、複数の投資家がバラバラにこの作業を行うと、こうした情報収集に関する投資に重複が生じる。むしろ、会社側・機関側に正確な情報の提供を与えるインセンティブを与えた方が、費用的に望ましい。言い換えれば、—会社側や機関側が無資力である可能性さえ回避できるなら—虚偽記載等による価格下落リスクについては賠償させるようにして、投資家は会社側・機関側が提供した情報の正確性を疑うことなく投資行動に移れるようにした方がよい。

他方、虚偽記載等とは無関係に生じる①価格上昇について損益相殺され、また、②価格下落のリスクは投資家が負うべきとされることについて考えよう。これについて、①についても、②についても、こうした措置が認められないなら、賠償の結果、通常のリスク資産よりも有利な投資が生まれる可能性を考慮する必要がある。つまり、①につき損益相殺されないなら、利益確定をしなくても、利益確定をしたのと同じ効果が生じてしまうことになる。また、②につき価格下落リスクを投資家が負わなくてよいなら、虚偽記載等以外のリスクについて、損失補償が行われているのと同じである（つまり、実質的には、値上がりリスクだけ享受できる資産に投資しているのと同じになる）。その結果、虚偽記載等が行われている①②について違う措置をとるなら、通常のリスク資産より有利なものとなってしまう。したがって、特に機関投資家など情報収集が自ら行える投資家なら、虚偽記載等を行っていないか情報収集をするインセンティブが生じてしまうことになろう（虚偽記載等がされているリスク資産がどれかを情報収集して、投資が行われることになる。もちろん、こうしたインセンティブは、投資家が虚偽記載等について悪意なら賠償を認めないとする形で、軽減できる。しかし、主観の立証は紛争処理コストの増大を招く以上、そうした投資家の主観により賠償の可否、範囲を分けるのは、得策だとは思われない）。しかし、こうしたインセンティブが無駄であることは、前述したとおりである。

4. 2. 2 株価への影響

さらに、以上の4. 2. 1の「他方」で示した点は、株価等に悪影響を与える源泉にもなる。つまり、虚偽記載等に関連したリスク資産売買について②につき見たように実質的に損失補償がされているとすると、当該リスク資産の価格は上昇してしまう。①についても同様に、利益確定をしなくてよいリスク資産があるとすれば、その価値は実際より高いものになる。しかも、そうした①②についての価値は、ボラティリティが大きいほど大きくなる。しかし、国債に比べて株式の利率が高いことに現れているように、ボラティリティが大きい資産ほど正常なら価値は低くなるはずである。このように見ると、虚偽記載等が行われているリスク資産の価値が賠償範囲の有利さにより上昇してしまう事態は、株価等へのゆがみとみなしてよからう。

(20) 前掲注(2)・加藤の論考を参照。

5 ま と め

以上の論述は、次のようにまとめることができる。

すなわち、一方で、法学的には、侵害同意とリスク引き受け同意を分けることによって、リスク資産売買での損害賠償範囲に関する混迷状況を解決することが可能である。他方、経済学的には、リスク資産売買において虚偽記載等に係したリスク以外を賠償させることは、投資家の行動やリスク資産の価格形成に額影響を与える可能性がある。

・本研究は、公益財団法人全国銀行学術研究振興財団の助成を受けた。