

# 有価証券届出書の虚偽記載に係る元引受証券会社の民事責任 —最三判令和2年12月22日裁時1758号2頁と一審・控訴審判決の検討—

戸本 幸亮

## 本稿の構成

### はじめに

1. 事実の概要及び訴訟の経過、判決の意義
2. 主要な論点毎の判旨と検討
  - (1) 「財務計算部分」の虚偽記載に係る元引受証券会社の免責要件の意義
  - (2) 監査証明を受けた財務情報の虚偽記載に係る元引受証券会社の「相当な注意」の意義
3. 排除された上告理由等に係る論点毎の判旨と検討
  - (1) 主幹事証券会社以外の元引受証券会社・受託証券会社の「相当な注意」の意義
  - (2) 流通市場で取得した投資者に対する元引受証券会社の不法行為責任
  - (3) 「コーポレート・ガバナンスの情報」の虚偽記載における「重要性」の意義

### はじめに

最三判令和2年12月22日裁時1758号2頁（以下、「本判決」という。）は、有価証券届出書の「財務計算部分」<sup>1</sup>に重要な虚偽記載があった場合の元引受証券会社の金商法21条1項4号の損害賠償責任について、元引受証券会社は会計監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、疑義の内容等に応じて会計監査の信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行わなければ同条2項3号による免責を受けられないとした上で、主幹事である元引受証券会社が引受審査において、財務諸表についての監査人による監査が信頼性の基礎を欠くものではないことについて、決算の粉飾を指摘する匿名投書による疑義の内容等に応じて調査確認を行ったと評価できないと判示した。

本事件は、半導体製造装置メーカーである株式会社エフオーアイ（以下、「FOI」という。）が、最大で売上高の97%以上にのぼる大規模な粉飾決算を繰り返した上、虚偽記載のある有価証券届出書を提出して東京証券取引所マザーズ市場へ上場したところ、その後に当該有価証券届出書等の虚偽記載が判明したことから、上場時の募集・売出しに応じてFOI株式を取得した投資者（X1、上告人）及び上場後の市場取引にてFOI株式を取得した投資者（X2）が、FOIの役員らに対しては金融商品取引法（以下、「金商法」という。）21条1項1号、22条1項、会社法429条2項又は民法709条、FOI株式の募集又は売出しを行った元引受証券会社（主幹事である元引受証券会社Y1（被上告人）、主幹事以外の元引受証券会社Y2証券乃至Y10証券）に対しては金商法21条1項4号、17条又は民法709条、販売を受託した証券会社（Y11証券、Y12証券）に対しては金商法17条、当該売出しに係る売出し人に対しては金商法21条1項2号又は民法709条、東京証券取引所及びその自主規制法人に対しては民法709条に基づいて、それぞれ損害賠償を求めた事案である<sup>2</sup>。

1 「財務計算部分」は単に「監査人による監査証明を受けた財務情報」として議論されることもあるが、「法193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分」として内閣府令で限定的に定義されており、有価証券届出書に含まれる財務情報であっても、主要な経営指標の推移やMD&Aなどに記載された財務情報や、財務諸表「その他」に最近の財政状態として記載される未監査の財務諸表等はもちろん、2014年（平成26年）開示府令改正前の有価証券届出書の特別情報に記載されていた直前事業年度以前の3事業年度の財務諸表（会社法監査を受けているものを含む。）も「財務計算部分」には該当しない。

2 本事件に関連する訴訟の状況を以下のとおり補足する。

一審判決（東京地判 平成28年12月20日判タ1442号136頁）は、日本証券業協会の日本証券業協会が定めた「有価証券の引受け等に関する規則」（以下、『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則』とあわせて、「引受規則」とする。）が財務情報をはじめとした企業内容等の適正な開示に係る審査義務を元引受証券会社に課していること及び金商法21条1項4号の趣旨から元引受証券会社は「財務計算部分」についても金商法21条上の注意義務を負うと説示した上で、匿名投書を受けて Y1証券が行った調査引受審査には注意義務違反があったと判示した。

控訴審判決（東京高判平成30年3月23日判時2401号32頁）は、金商法21条2項3号を条文の文言通り、金商法21条では「財務計算部分」以外の財務情報、金商法17条では「財務計算部分」を含む財務情報について注意義務を負うと説示した上で、Y証券が行った引受審査には注意義務違反はなかったと判示した。

これに対して X1らは、（1）Y1証券に対しては①本件の事実関係において Y1証券の損害賠償責任を否定することが金商法1条の趣旨に反し許されないこと、②金商法21条及び金商法17条の解釈論に関する原判決の誤り、③主幹事証券 Y1証券の匿名投書に関する審査懈怠、④不法行為責任を、（2）主幹事以外の元引受証券会社 Y2証券らに対しては①金商法21条1項4号の責任、②金商法17条の責任、③不法行為責任を、（3）販売を受託した証券会社 Y11証券らの責任を理由として上告、最高裁の判断が注目されていた。

本稿では、本事案の概要と訴訟の経過等を示した後に、主要な論点毎に判旨と学説の状況等を示しながら検討を加える。

## 1. 事実の概要及び訴訟の経過、判決の意義

### （1）事実

#### 1) 概要

FOI は、平成21年11月に Y1証券を主幹事証券会社として、東京証券取引所マザーズ市場に上場したが、約半年後の平成22年5月に、FOI が平成16年3月期から平成21年3月期までの間に粉飾決算を行っていた

---

FOI 代表取締役社長、代表取締役専務は平成22年10月に証券取引等監視委員会に有価証券届出書虚偽記載と株式の募集にあたっての偽計（金商法158条）の罪で告発され、ともに懲役3年の実刑判決を受けた（さいたま地判平成24年2月29日 D-1 Law.com 判例体系判決 ID28180625）。

FOI の監査を行った公認会計士2名も提訴時は本事件の被告に含まれていたが、一審判決の言い渡し前に和解した（エフオーアイ被害株主弁護団ウェブサイト<<http://www.foi-higaibengodan.jp/20161221.html>>）。

FOI の架空売上先となった本件訴外 A 社の従業員（担当課長）で粉飾に協力した個人及び A 社に対しても共同不法行為とその使用者責任に基づく損害賠償請求訴訟も FOI 株主によって提起されている。

一審判決（東京地判平成29年1月27日金判1514号20頁）は、A 社の使用者責任を否定した一方で、A 社従業員個人の共同不法行為責任（民法719条2項）を肯定した。裁判所は、A 社従業員が、A 社が FOI に対して売掛金を有している旨を証明する平成16年3月期と平成17年3月期の残高証明書を偽造し、平成18年3月期の会計監査に係る FOI 監査人や Y1証券からのヒアリングに対して虚偽の回答を行ったとして、「一般に監査対象企業から独立した情報源で監査人が直接入手した監査証拠の証明力は高いこと、A 社従業員が日本有数の電機メーカーで社会的信用のある A 社の従業員であったこと、A 社従業員が FOI の国内企業の架空売上先の唯一の協力者として Y1証券からのヒアリングに応じたことを併せ考慮すれば、A 社従業員がした一連の行為は、公認会計士及び主幹事証券会社並びに東証が関わる一連の上場手続きにおいて FOI が粉飾上場を敢行するに当たり相当程度重要な役割を果たしたものと見える」と判示した。

これに対する控訴審判決（東京高判平成30年4月12日金判1544号8頁）は、一転して A 社従業員の共同不法行為責任を否定した。裁判所は、A 社従業員が偽造した平成16年3月期及び平成17年3月期の残高確認書に関連する売上は有価証券届出書「特別情報」の平成17年3月期の売上にその一部が計上されていることが推認されるに過ぎないこと、平成18年2月の監査人からのヒアリングにおける A 社従業員の回答が上場直前の平成21年3月期の監査意見に影響を与えて監査結果を誤らせるべきものであったとは考え難いことなどの事情を挙げて、「A 社従業員の各行為は、FOI の架空売上げの計上による上場及びこれを理由とする上場廃止に有意な影響を与えたということとはできず、一審原告らが被ったとする損害との間に因果関係を認めることが相当であるという関係も認められない。また、FOI が上場に際して提出した有価証券届出書に記載された架空売上げには、A 社従業員が加担した平成17年3月期までの A 社に対する架空売上げは含まれておらず、有価証券届出書に記載された架空売上げについて、A 社との間の取引を前提とした架空売上げ、又は同取引に関連する架空売上げが存在したとも認められないから、協力者として位置づけられる A 社従業員の存在が、FOI の粉飾上場の際の調査を妨げることが期待されるなど、FOI の関係者による粉飾上場の共同不法行為の実行を容易にしたという関係にも立たない。そうすると、A 社従業員の各行為は、FOI の関係者による粉飾上場の共同不法行為の実行を「幫助」したものと認められない」と判示した。

ことが発覚（平成21年3月期は売上高の97.3%が架空売上。）、その直後に破産手続開始の申立てを行い、同年6月に上場廃止となった。

上場時に提出した有価証券届出書に含まれる平成17年3月期から平成21年3月期までの財務諸表、平成22年3月期第2四半期の四半期財務諸表に関連して、FOIの会計監査人である公認会計士（以下、「監査人」という。）は、①平成17年3月期から平成21年3月期の計算書類について会社法監査を、②平成14年3月期以降、平成19年3月期まで金商法監査に準じる監査を、③平成20年3月期及び平成21年3月期については、金商法監査を行って、いずれも無限定適正意見を表明し、④平成22年3月期第2四半期の四半期財務諸表について無限定の結論を表明した。

上場までの間、Y1証券及び東京証券取引所、自主規制法人はFOIが粉飾決算を行っている旨の匿名投書を、平成20年2月と平成21年10月の計2回受領していた。

## 2) 本判決が摘示した事実

### ① 粉飾決算の概要

FOIの代表取締役及び取締役らのうち2名（以下、あわせて「FOI役員ら」という。）は、FOIの平成16年3月期の決算が大幅な赤字となる見込みが生じたことから、訴外A社外1社に対する半導体製造装置の販売を仮装して約16億円の架空売上げを計上し、以後、継続してA社等の国内企業並びに韓国及び台湾の企業に対する架空売上げの計上等を行うことにより、実際の売上高が数億円であるところを数十億円ないし百億円余であるとする粉飾決算を行うようになった。

上記粉飾決算の手法は、上記架空売上げにおいて取引先とされた企業（以下「本件偽装取引先」という。）から半導体製造装置の発注があった旨の注文書等を偽造し、運送業者にFOIの倉庫から当該装置を搬出させた上、当該装置の出荷、納入に際して作成される書類を偽造するなどして架空売上げを計上し、いわゆるペーパーカンパニーに対して仕入代金を装って送金することにより作出した簿外資金をFOIに還流させた上、預金通帳の印字を改ざんするなどして当該架空売上げに係る売掛金の回収を偽装するというものであった。

FOIの平成14年3月期以降の計算書類及び財務諸表についての監査人は、売掛金の実在性について、売掛先に対して残高確認書を送付し、その返送を受けて確認していたところ、FOI役員らは、上記粉飾決算を行うようになってからは、本件偽装取引先に協力者を確保し、監査人から送付された残高確認書を当該協力者から回収した上、当該残高確認書に偽造印を押捺して監査人に返送するなどしていた。また、FOI役員らは、監査人が平成18年3月期の監査においてA社、平成20年3月期の監査において台湾の企業1社につきFOIの売掛先として訪問調査を実施するに際しても、協力者に応対させ、実際には半導体製造装置の納入の事実はないにもかかわらず、これがあるかのような虚偽の事実を述べさせるなどした。

監査人は、FOIの平成20年3月期及び平成21年3月期（以下、あわせて「本件各事業年度」という。）の監査において、ほぼ全ての売上げに関する証憑類と総勘定元帳との突合等を実施したが、当該証憑類につき、FOI役員らから写しの提示を受けた場合であっても原本の提示を求めなかったため、当該証憑類の中に偽造されたものが含まれていることに気付かなかった。

### ② Y1証券による引受審査

Y1証券は、平成19年5月、FOIとの間で上場準備に関する助言提供業務に係る契約を締結し、同年8月、FOIの主幹事会社として引受審査を開始した。

上記引受審査のためY1証券に提供された計算書類等において、FOIは、①売上高が平成15年3月期から平成19年3月期にかけて約7億円から約70億円に急増し、②平成18年3月期において売上高の約79%が同年3月に計上されるなど売上げの計上時期に偏りがあり、③売掛金の期末残高が平成15年3月期から平成19年3月期にかけて約4億円から約134億円に増加し、④売上債権回転期間が、同業他社においておおむね5ヶ月以下であるにもかかわらず、平成19年3月期には約22.8ヶ月となるなど顕著に長期化しており、⑤営業活動によるキャッシュ・フローが平成18年3月期には約19億円の、平成19年3月期には約47億円のマイナスとなっているなどという状況にあった。

Y1証券の引受審査担当者は、上記計算書類等により上記状況を把握し、売掛金の回収の遅れにつき実態の把握及びその原因の解明が必要であると考えたものの、FOI 役員らから、多額の売掛金があるのは半導体製造装置のうち初号機の検収完了までに長期間を要するという業界の取引慣行のためであり<sup>3</sup>、今後は改善することが見込まれるなどとの説明を受け、当該説明は合理的であると判断した。

上記担当者は、監査人の監査実績及び監査体制に問題がないことを確認したほか<sup>4</sup>、監査人から、売掛金の実在性について、売掛先から残高確認書の返送を受けるとともに、平成18年3月期には売掛先のうちA社を訪問して購買部門の責任者との面談を実施して確認していることなどを聴取した。

上記担当者は、平成19年11月から12月にかけて、売掛先のうちFOI から調査対象として提案を受けたA社外1社を訪問し、担当者として対応した者と面談した。このうち、A社における対応者は上記責任者と同一人であり、これらの対応者は、FOI 役員らからの依頼に基づき、これらの企業がFOI から半導体製造装置を購入しているなどと虚偽の事実を述べた。

### ③1 回目の上場申請と匿名投書

Y1証券は、これらの審査の結果、FOI の上場申請手続を進めることに問題はないものと判断した。

FOI は、平成19年12月、東証マザーズへの上場申請を行い、Y1証券は、東証に対して主幹事会社として推薦書等を提出した。

東証は、FOI の上場承認予定日を平成20年2月18日と設定したが、同月14日、FOI の粉飾決算を指摘し対処を求める内容の匿名の投書を受け取ったことから、当該上場承認予定日を延期した。

Y1証券は、その頃、上記投書とおおむね同じ内容の匿名の投書（以下「第1投書」という。）を受け取った。第1投書は、FOI 役員ら、FOI の営業部長、Y1証券の担当者の個人名を挙げ、FOI においては、平成16年頃から毎年、注文書、検収書等を偽造し、出荷した半導体製造装置を川崎市、韓国及び台湾にある倉庫に運び入れるなどして、売上高が実際には1～2億円であるところを50～70億円として決算報告がされており、総額200億円を超える粉飾決算がされている旨、FOI 役員らは、FOI が国内外の投資家から数百億円の投資を受けていながら成果が上がらないことから、A社を巻き込んで粉飾を継続してきたものであり、A社の購買部門の責任者は巨額のストックオプションと引換えに偽の注文書を発行している旨、上記粉飾は本件偽装取引先を調べれば容易に判明する旨などを記載したものであった。

Y1証券の担当者は、第1投書の内容を把握した後、FOI 役員らに対し、直ちにその内容等を伝え、その後、第1投書は従業員又は元従業員が業務妨害の意図で作成したものであると思われる旨の説明をFOI 役員らから受け、その作成者を特定した上で従業員であれば処分を行うよう要請した。

その一方で、Y1証券の担当者は、平成20年4月、FOI から平成15年3月期から平成20年3月期までの売上げに関する証憑類及び預金通帳等の写しの提示を受け、当該証憑類の写しの相互に重要な矛盾点がないこと、売掛金の回収額が当該証憑類の写しに記載されている代金額と一致していること及び当該回収額と一致する入金記録が当該預金通帳等の写しに存在することを確認したが、これらの中に偽造されたものが含まれていることには気付かなかった。また、Y1証券の担当者は、FOI からA社の関係者に対するストックオプションの付与の事実がないことを確認した。

Y1証券は、これらの追加調査の結果に加え、従前の審査結果もあわせて考慮すれば、第1投書には信

---

3 一審判決の認定によれば、Y1証券審査担当者は、半導体製造装置業界の取引慣行について調査するため、Y1証券所属の証券アナリストに対するヒアリングを行って①初号機の販売に当たっては製造ラインへの納入から代金支払までの間に相当の長期間を要することも珍しくないこと、②半導体メーカーにおいては、半導体の量産製造に対応するため、新たに設置された装置の調整のみならず、他の装置メーカーとの調整等、製造ライン全体としてのプロセスを調整する作業が必要になること、③製造ラインに新装置を設置した場合、半導体メーカー側が設定する歩留まり率を安定的に達成するためのプロセス調整作業が1～2年の長期間に及ぶことも珍しくないこと、④このプロセス調整作業は半導体メーカーが主体となって行われること、⑤有力同業メーカーでは新たに開発した初号機を納入する場合には売買契約の形をとらず一定期間無償で取引先に使用させている例もあることなどを聴取したとのこと。

4 一審判決の認定によれば、Y1証券審査担当者は、監査人の所属事務所の公認会計士が、平成16年3月期まで東京エレクトロン(株)の監査を行い、その他にも半導体関連事業会社を含む少なくとも12社の上場会社の監査を行っていること、平成19年3月末日時点で27名の公認会計士が所属し、過去に同事務所所属の公認会計士が日本公認会計士協会による処分を受けたことがないことを確認したとのこと。

憑性がないものと判断した。

FOI 役員らは、同年 4 月、Y1 証券に対して第 1 投書の作成者は FOI の内部監査室長を務める者であると思われる旨などを説明し、FOI は、同月、社内体制の整備のためなどとして上記上場申請を取り下げた<sup>5</sup>。

#### ④2 回目の上場申請

Y1 証券は、平成20年 5 月、FOI から再度の上場申請の意向を受け、その引受審査を再開した。

Y1 証券は、審査の結果、FOI の再度の上場申請手続を進めることに問題はないものと判断した。なお、Y1 証券の担当者は、第 1 投書の作成者であると思われる者は内部監査室から異動させており退職の予定である旨を FOI 役員らから聴取するなどしたため、上記の者との面談を行わなかった。

FOI は、同年12月、東証マザーズへの再度の上場申請を行ったが、平成21年 5 月、当該上場申請を取り下げた<sup>6</sup>。

#### ⑤3 回目の上場申請と匿名投書

Y1 証券は、平成21年 6 月、FOI から 3 度目の上場申請の意向を受け、その引受審査を再開した。

引受審査のため Y1 証券に提供された計算書類等において、FOI は、平成21年 3 月期の売上高が約118億円に増加し、売掛金の期末残高も約228億円に増加しており、売上債権回転期間が約23箇月と更に長期化し、営業活動によるキャッシュ・フローがマイナスの状態が継続している状況にあった。Y1 証券の引受審査担当者は、上記計算書類等により上記状況を把握したものの、FOI 役員らに対するヒアリング等の結果、売掛金の回収は順調に進んでいるものと認識した。審査担当者は、監査人から、平成21年 3 月期の監査において、売掛金全件の残高確認のほか、売上げ、売掛金及び棚卸資産の实在性の確認のため、総勘定元帳と売上げに関する証憑類及び預金通帳等との突合並びに実地棚卸しへの立会い等を実施した旨を聴取した。なお、Y1 証券審査担当者は、監査人から FOI の本社において預金の実査を実施した旨の説明を受けたことなどから、上記突合は原本によって行われたと認識していた。

Y1 証券は、これらの審査の結果、FOI の 3 度目の上場申請手続を進めることに問題はないものと判断した。

FOI は、平成21年 8 月、東証マザーズへの 3 度目の上場申請を行い、Y1 証券は、東証に対して主幹事会社として推薦書等を提出した。

東証は、同年10月16日、FOI の上場を承認した。FOI は、同日、関東財務局に有価証券届出書を提出し、その後、その訂正届出書を提出した（以下、上記訂正届出書による訂正後の有価証券届出書を「本件有価証券届出書」という。）。本件有価証券届出書には、監査人が、FOI の本件各事業年度の財務諸表につき無限定適正意見を記載した監査報告書並びに平成22年 3 月期の第 1 及び第 2 四半期財務諸表につき無限定の結論を記載した四半期レビュー報告書が添付されており、Y1 証券の引受審査担当者は、あらかじめこれらが添付されていることを確認していた。もっとも、本件有価証券届出書の「経理の状況」に記載されている上記財務諸表のうち連結損益計算書には、前連結会計年度の売上高欄に、実際には約 1 億9281万円であるところを94億9681万7000円とし、当連結会計年度の売上高欄に、実際には約 3 億1956万円であるところを118億5596万円とする虚偽の記載（以下「本件虚偽記載」という。）がされていた。

東証、Y1 証券及び監査人は、平成21年10月27日頃、第 1 投書とおおむね同じ内容の匿名の投書（以下「第 2 投書」といい、第 1 投書とあわせて「本件各投書」又は「匿名投書」という。）を受け取った。

5 一審判決の認定によれば、この際、FOI 役員は、Y1 証券公開引受部に対して、第 1 投書の作成者と推測する従業員の名前をあげて、一連の上場整備の過程で管理部門や他部署でもトラブルを起こしたため、自分が当該従業員を遠ざけたが、そのことに対する嫉妬に基づく妨害工作ではないかと思われることを説明した。これに対して Y1 証券公開引受部は、平成19年 5 月頃から 8 月頃にかけて何度も当該従業員と面談し、「無口でプライドが高く独善が強い印象」を持っていたため、プライドの高さがトラブルを引き起こしていたのではないかと考え、FOI 役員の話には納得のいく点もあると理解したとのこと。

6 一審判決の認定事実によれば、平成21年 5 月 7 日ころ、FOI が多額の売掛債権を計上する取引先の経営が懸念される旨の報道があったことを受けて、東証自主規制法人が平成20年 3 月期を上場直前期とする上場は困難とする見解を示したことを受けて、上場申請を取り下げたとのこと。

Y1証券の担当者は、同月29日、監査人との面談を行い、監査人が持参した残高確認書の原本の確認を行うとともに、監査人から、売掛金の実在性については本件各事業年度につき各2回、残高確認書の返送を受ける方法により確認を行っており、平成21年3月期までの確認は完了していること、売掛先のうちA社外1社を訪問して担当者との面談を実施したことがあり、A社に対する売掛金は全額回収済みであること、売掛金の回収については回収予定表と預金通帳等との突合により確認していること、預金の残高については銀行に対して直接確認していること、運送業者に対する倉庫からの出荷状況の確認及び棚卸時の立会いによる在庫確認を実施していること、第2投書に記載されている規模の粉飾を行うことは相当の簿外資金が必要となるため現実的ではないと思われることなどを聴取した。なお、Y1証券の担当者は、第2投書の作成者は第1投書の作成者と同一人であると考えたが、上記の作成者と考えられる者との面談等を行わなかった。

Y1証券は、上記の聴取結果等を踏まえ、第2投書も第1投書と同様に信憑性のないものであると判断した。

Y1証券は、同年11月11日、FOI等との間で元引受契約を締結し、同月19日、FOIに対し、FOIとの間で元引受契約を締結したY2証券らを代表して、新株発行の払込総額として約52億円を払い込んだ。Y2証券らは、本件各投書について知らされていなかった。

FOIは、同月20日、東証マザーズに上場、翌平成22年5月、本件有価証券届出書の虚偽記載の事実を認める旨を公表し、同年6月、上場廃止となった<sup>7</sup>。

## (2) 判決の結論

### 1) 一審判決

本件有価証券届出書等に平成17年3月期から平成21年3月期までの売上高（及びこれに関連する財務情報）に関して重要な虚偽記載があったとしたうえで、上場時の募集又は売出しに応じてFOI株式を取得したX1によるY1証券への金商法21条1項4号、同法17条に基づく請求を認めた。

他方、上場後の市場取引によりFOI株式を取得したX2の損害に係るY1証券への不法行為に基づく請求及びその他の元引受証券会社（Y2証券ら）、受託証券会社（Y11証券ら）に対する全ての請求を棄却した。

### 2) 控訴審判決

一審が認容したY1証券に対する請求を取消して、Y1証券、その他の元引受証券会社（Y2証券ら）、受託証券会社（Y11証券ら）に対する全ての請求を棄却した。

### 3) 本判決

「財務計算部分」に虚偽記載があることを知らなかったとして金商法21条2項3号に基づいてY1証券の免責を認めた控訴審の判断を破棄し、Y1証券は必要な調査義務を尽くしていなかったとして免責を認めず、X1の損害額について審理させるために控訴審へ差し戻した。

Y1証券への請求のうち、前述の金商法21条2項3号の解釈を除いた申立理由は排除してその他の請求は棄却、その他の元引受証券会社（Y2証券ら）、受託証券会社（Y11証券ら）に対する全ての請求を上告不受理とした。

## (3) 判決の意義

本判決の意義は、第1に、昭和46年証券取引法改正時から議論されてきた、金商法21条2項3号に定める「財務計算部分」の免責要件の解釈について、従来は通説とされ控訴審も採用した17条援用説と異なる判断を最高裁が示したこと、第2に、監査の信頼性に疑いを生じさせる情報に接した場合の監査証明が付

7 平成21年秋に粉飾決算に係る内部告発を受けた証券取引等監視委員会が大株主のロック・アップ期間（上場後180日間）の満了直前に金商法違反の容疑による強制捜査を行い（日本経済新聞 2010年9月16日朝刊39頁）、平成22年5月12日にFOIがこの事実を公表、同月16日に粉飾決算を行っていたことを認める旨を公表している。

された財務情報に対する主幹事たる元引受証券会社の注意義務の内容を最高裁が事案に即して判示したことにあると思われる。

## 2. 主要な論点毎の判旨と検討

### (1) 「財務計算部分」の虚偽記載に係る元引受証券会社の免責要件の意義

#### 1) 論点

重要な虚偽記載が含まれていた場合の元引受証券会社の投資者に対する民事責任の免責要件を定める金商法21条2項3号は、「記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、第193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分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ると規定している。条文どおりに読めば、監査人による監査証明を受けた「財務計算部分」については、虚偽記載を知りさえしなければ免責されると解釈できるし、従来は通説とされていた「17条援用説」もこれに沿って解釈していたが、近時の有力な学説はこれを否定する立場をとっていた。

#### 2) 判旨

##### ①一審判決

一審判決は、「財務計算部分」については相当な注意を必要としないとしながらも、「財務計算部分」を含めて、監査証明を受けた財務諸表に対して、日本証券業協会の引受規則が財務情報をはじめとした企業内容等の適正な開示に係る審査義務を元引受証券会社に課していること及び金商法21条1項4号、同法17条の主旨から、財務情報の開示の適正性の審査義務があるとした。

元引受証券会社に金商法21条1項4号、17条で有価証券届出書の不実開示に係る民事責任を課す趣旨について、「株式の募集・売出しを引き受ける元引受証券会社は、発行会社の事業の状況を正確に把握できる立場にあるとともに、有価証券届出書及びこれに基づいて作成される目論見書の内容を審査し得る立場にあることから、これに重い責任を課すことによって、開示書類の正確性を担保し、投資者の利益を保護する点にある」とした。また、元引受証券会社は有価証券届出書のうちの監査済財務情報については虚偽記載であることを知らなければ免責されると規定している趣旨は、「財務計算部分は、公認会計士等による監査証明の対象とされており、当該部分に虚偽記載があった場合には、監査証明をした公認会計士等が金商法21条1項所定の損害賠償責任を負うこととされているため（同項3号）、その正確性の担保は第一次的には公認会計士等による審査に委ねることとし、元引受証券会社において相当な注意を用いた審査までは要求しないものと解される」としながらも、「もっとも、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないということであって、後記のとおり、財務情報の適正な開示も引受審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となっている財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要であると解すべきである」とした。

##### ②控訴審判決

控訴審判決は、金商法21条2項3号が元引受証券会社は有価証券届出書のうちの監査済財務情報については重要な虚偽記載があることを知らなかったことを証明すれば免責されると規定する趣旨については一審説示を肯認しながらも、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要であるとした説示を取り消して、「上記のように解すると、元引受証券会社としては、公認会計士等の監査証明を受けた財務計算部分については、責任を回避するためにあえて積極的な調査をしないという姿勢を招き、投資者保護の目的に欠けるとの懸念が生ずるおそれがあるが、そのような不都合は、目論見書等の使用者に対する金商法17条の責任によって補完されていると解される」とし、Y1証券は、財務計算部



分（平成20年3月期、平成21年3月期の財務諸表）の虚偽記載について知らなかったから、金商法21条1項4号の責任を負わないと判示した。

### ③本判決

控訴審の判断を破棄して次のとおり、元引受証券会社は引受審査に際して監査人による財務計算部分への監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、疑義の内容等に応じて監査人による監査が信頼性の基礎を欠くものではないことについて調査する義務を負うと判示した。

本判決は、金商法21条2項3号が元引受証券会社は有価証券届出書のうちの監査済財務情報については重要な虚偽記載があることを知らなかったことを証明すれば免責されると規定する趣旨を、「元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が有価証券の発行者である会社について引受審査を実施してその有価証券届出書に記載されるべき情報等を専門知識に基づき審査し得る立場にあることから、虚偽記載等がある場合の元引受業者の損害賠償責任について定めることで、引受審査の適正を確保し、もって元引受業者の有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させることをその趣旨とするものと解される」とした上で、「もっとも、財務計算部分については、有価証券の発行者である会社と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人（以下、あわせて「独立監査人」という。）の監査証明を受けなければならないこととされているところ（金商法193条の2第1項）、公認会計士は、監査及び会計の専門家として公正かつ誠実にその業務を行うべきものであって（公認会計士法1条、1条の2）、財務計算部分に虚偽記載等があった場合、虚偽記載等がないものとして監査証明を行った独立監査人は、当該監査証明を行ったことにつき故意又は過失がないことを立証しない限り損害賠償責任を負うものとされている（金商法21条1項3号、2項2号、22条）。金商法21条2項3号は、以上のことから、上記免責事由に関し、元引受業者が免責を受けるためには、財務計算部分以外の部分に虚偽記載等がある場合には相当な注意を用いたにもかかわらず当該虚偽記載等を知ることができなかったことを証明すべきものとする一方、財務計算部分に虚偽記載等がある場合には当該虚偽記載等について知らなかったことを証明すべきものとする旨規定したものであると解される。すなわち、財務計算部分に虚偽記載等がある場合についての同号の規定は、独立監査人との合理的な役割分担の観点から、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が財務計算部分についての独立監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したものであり、当該金融商品取引業者等にとって上記監査が信頼し得るものであることを当然の前提とするものというべきである」。

「そうすると、上記の金融商品取引業者等は、引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められているというべきであって、上記の場合に金融商品取引業者等が上記の調査確認を行うことなく元引受契約を締結したときは、同号による免責の前提を欠くものと解される」。

「よって、財務計算部分に虚偽記載等がある場合に、元引受業者が引受審査に際して上記情報に接していたときには、当該元引受業者は、上記の調査確認を行ったものでなければ、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできないと解するのが相当である」と判示した。

### 3) 検討

#### 序

本判決は、従来通説とされた17条援用説をとった控訴審の判断を破棄して、元引受証券会社は会計監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、疑義の内容等に応じて会計監査の信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行わなければ同条2項3号による免責を受けられないと判示し、「財務計算部分」についても一定の場合に元引受証券会社が注意義務を負うことを明らかにしたことに意義がある<sup>8</sup>。最高裁は後述の有力説をとる立場を示したとも解釈できそうだが、本判決は粉飾の

8 もっとも控訴審判決も、金商法17条においては「財務計算部分」について調査義務を負うとしていたし、金商法21条



事実を指摘する匿名投書を受領していたことから調査義務を負うとしたのみであって、有力説や一審・控訴審判決が示した監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無の調査義務には言及していない。このため、係る情報を入手しない限り元引受証券会社は「財務計算部分」について何らの調査義務も負わないのか、引受審査の過程でかかる情報を容易に入手し得たが実際には入手しなかった場合にはどうか等の論点の解釈には裁判例の集積を待つ必要があるとも指摘されている<sup>9</sup>。

**有価証券届出書の虚偽記載に係る金商法21条と17条との関係（17条援用説の前提）**

				金商法21条	金商法17条			
第一部 証券情報				過失責任 (注意義務あり)	過失責任 (注意義務あり)			
第二部 企業情報	第1 企業の概況					善意であれば免責 (注意義務なし)	過失責任 (注意義務あり)	
	第2 事業の状況							
	第3 設備の状況							
	第4 提出会社の							
	第5 経理の状況							
	1 連結財務諸表等	(1) 連結財務諸表				過失責任 (注意義務あり)		
		(2) その他				善意であれば免責 (注意義務なし)		
	2 財務諸表等	(1) 財務諸表				過失責任 (注意義務あり)		
		(2) 主な資産及び負債の内容				過失責任 (注意義務あり)		
		(3) その他				過失責任 (注意義務あり)		
第三部 提出会社の保証会社等の情報								
第四部 特別情報								

①従来の学説

17条援用説（従来の通説）

法21条2項3号の免責要件については、現行の金商法21条を定めた昭和46年の証券取引法の改正時から、研究者からは批判的な意見が示されていた。元引受証券会社は、目論見書の使用者にすぎない一般証券会社と比べて、発行会社に対する交渉力と情報へのアクセスを持っており、そうした情報を持っている元引受人が義務を負わないのに、法17条により一般の証券会社には内容の正確性に関する調査義務があるというのは均衡を欠くこと<sup>10</sup>、元引受証券会社は監査人による監査を受けた「財務計算部分」については虚偽記載を知らなかったことさえ証明できれば免責されるとするのであれば、元引受証券会社は財務書類について何ら調査をしない方が免責されやすいことなどが指摘されていた<sup>11</sup>。

これに対して、「財務計算部分」とそれ以外の部分の虚偽記載を区別せずに「相当な注意」を用いたことを免責要件とする金商法17条の目論見書使用者として、元引受証券会社も「財務計算部分」の虚偽記載について責任を負うとの解釈が提唱され（本稿ではこれを「17条援用説」とする。）<sup>12</sup>、従来はこれが通説

においても「財務計算部分」以外の監査証明を付された財務情報についても調査義務を負うと判示していたので、本案において判決の結論を左右した論点ではない。

9 匿名記事「判批」商事法務2251号（2021）127頁。

10 神崎克郎「証券取引法上の民事責任」『商法・保険法の諸問題 大森先生還暦記念』（有斐閣・1972）234-235頁

11 座談会「証券取引法の改正について [4]」インベストメント24巻5号（1971）63-64頁〔河本発言〕。

もっとも金商法21条のみから導かれるインセンティブ構造はそうであっても、現在においては業規制の下で元引受証券会社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とされていること（金商法40条2号、金商業府令123条1項4号）、日本証券業協会の自主規制の下でも、主幹事である元引受証券会社は発行者等から引受審査資料等を受領して一定項目（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付けられていること（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、16～19条、同細則6条～11条）、金融商品取引業者が業規制を著しく違反した場合の当該行為は不法行為法上の違法となり得ること（最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁）、レピュテーションを大きく棄損することから、合理的な元引受証券会社が「財務計算部分」の虚偽記載に係る金商法21条の免責を得るために財務情報について全く調査をしないことは考えられない。

12 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（1972）235-236頁。

とされてきた<sup>13</sup>。

日本証券業協会の「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」においても、金商法17条を介して元引受証券会社が「財務計算部分」の虚偽記載の民事責任を負う場合に元引受証券会社が果たすべき注意義務の内容は単なる目論見書使用者とは異なるであろうとされていることから<sup>14</sup>、17条援用説は証券業界にも受容された見解といえよう。もっとも、17条援用説を支持する立場も、立法論としては21条2項3号を改正して注意義務を負わせるべきだが現行法の下では金商法21条2項3号の免責要件を文言どおり解釈して17条を援用して注意義務を課するという立場（消極的肯定派）<sup>15</sup>に加えて、監査人と元引受証券会社の役割分担を明確にした規定なので問題ないという立場（積極的肯定派）<sup>16</sup>もあるほか、目論見書使用者でさえ注意義務を負うのだから当然元引受証券会社も注意義務を負うと解釈する場合も17条援用説に含めるとの立場もあるなど<sup>17</sup>、必ずしも一様の解釈ではない。

後藤は、現行法の下では「財務計算部分」に対する注意義務は金商法17条を介して負うとしながら、元引受証券会社が金商法17条の下で尽くすべき注意義務の水準は、単なる目論見書の使用者としての注意水準ではなく元引受証券会社としての注意水準であると解釈するべきであり<sup>18</sup>、その具体的内容として日本証券業協会が定めた「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」に掲げられた調査手続きを実施して疑わしい事象の有無を確認すること、その場合の注意の水準の決定には対象の財務書類が年度監査を受けたものか、四半期レビューを受けたものか等も斟酌されるとする<sup>19</sup>。

#### 17条援用説への批判

もっとも、17条援用説では、元引受証券会社に「財務計算部分」の虚偽記載の有無を調査するインセンティブを与えることはできるが、金商法17条に基づく損害賠償の請求権者は目論見書使用者から有価証券を取得した者に限られているため、投資家の救済という面では問題があることが指摘されている<sup>20</sup>。後藤はこれを理由として、現行法の解釈論としては17条援用説を支持しながらも、立法論としては金商法21条2項3号を改正して米国に倣って「財務計算部分」についても元引受証券会社に注意義務を課すべきとする<sup>21</sup>。

13 志村治美「証券取引法上の民事責任」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986）568-569頁、石田眞得「証券会社の引受審査—証券取引法21条2項3号の『相当な注意』を中心として—」六甲台論集43巻1号（1996）22頁、江頭憲治郎「ディスクロージャーと民事責任」証券業報546号（1996）30頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務・2015）200頁、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院・2012）558頁、黒沼悦郎＝大田洋『論点体系 金融商品取引法 I』（第一法規・2014）143頁〔荒達也〕。

ただし、石田は1996年の論考では17条援用説を通説としていたが、一審判決後の2018年に刊行された体系書では多数説とした。神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール1巻〔第2版〕』（商事法務・2018）436頁〔石田眞得〕。

14 日本証券業協会社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取組み」（2012年7月30日）10-13頁 <[https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/120730\\_bukai\\_houkoku.pdf](https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/120730_bukai_houkoku.pdf)>。

15 河本・前掲注(12) 235-236頁、後藤元「発行開示における財務情報の虚偽記載と元引受証券会社のゲートキーパー責任」『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務・2013）404頁など。

16 松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務・2021）219頁。

17 黒沼悦郎「有価証券届出書に対する元引受証券会社の審査義務」岩原伸作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務・2013）360-361頁。

18 後藤・前掲注(15) 404頁。

19 前掲注396-398頁、402頁。

なお、金商法21条については立法論として監査済財務情報の虚偽記載に関しても相当な注意を尽くしたことを免責事由とする改正をすべきとしている。前掲注404頁。

20 梅本剛正『現代の証券市場と規制』（商事法務・2005）261頁。後藤・前掲注(15) 404頁。一審・控訴審判決にみるように主幹事とそれ以外の元引受証券会社で注意義務の基準や実際に行う審査等が異なるとすると、主幹事である元引受証券会社から取得した投資者は損失を回復できるが、それ以外の元引受証券会社や受託証券会社から取得した投資者はそれができない場合が生じ得る。

21 後藤・前掲注(15) 前掲注404頁。石田も解釈論としては17条援用説の立場が妥当としながら、立法論として免責与件として財務計算書類の部分についても元引受人に相当な注意が要求されることを金商法21条2項3号の規定で明確にすべきであるとする。石田・前掲注(13) 436-437頁。

この他、黒沼は17条援用説の問題として、①17条援用説が元引受証券会社も目論見書を使用するから金商法17条に基づいて注意義務を負うという構成を採るのか、目論見書の使用者でさえ注意義務を負うから元引受証券会社はもちろん注意義務を負うという「もちろん解釈」を採用するのか明らかでないこと、②金商法17条は表示を使用して有価証券を取得させた者であれば誰にでも適用される一般的な詐欺禁止規定であるのに対して、金商法21条1項4号は元引受証券会社に適用が限定される引受審査義務の根拠となる規定であるため両者を総合的に勘案して17条援用説の解釈を導くことに無理があること、③ライツ・オフリングでは目論見書を使用しないためにコミットメント行為をする元引受証券会社に「財務計算部分」の虚偽記載について注意義務を負わせることができないことを指摘し<sup>22</sup>、後述の有力説を主張する。

#### 「財務計算部分」についても金商法21条で注意義務を負うとする学説

##### 有力説以前

監査済財務情報に虚偽記載があることを元引受証券会社が知らなかった場合であっても、金商法17条を介さず、21条のみをもって元引受証券会社が民事責任を負う場合があるとの解釈論は従前から示されていた。

志村は、元引受証券会社が単に監査人を信頼するだけで免責されるのは証券取引法の理念から背馳すること、大蔵省証券局も昭和44年の「証券会社の引受業務の適正な運営について」（蔵証2677号）、昭和49年の「投資者本位の営業姿勢の徹底について」（蔵証2211号）の両通達で発行会社の財務状態の正確な把握に努めることを要請していることなどから、「財務計算に関する部分とそれ以外の部分とのいずれにおいても相当な注意を尽くすべき義務が要請される点は共通するが、ただ相当な注意の内容・程度に差があるにすぎないと理解すべき」と主張していた<sup>23</sup>。

野田は、元引受証券会社は監査結果を一義的には信頼できるが、金商法21条で免責を受けるためには、米国1933年証券法11条（b）項（c）号と同様の合理的な信頼があることが要件になるとする<sup>24</sup>。

##### 有力説

黒沼は、17条援用説に疑問を呈した上で、米国1933年証券法11条と同じく、監査済財務情報について元引受証券会社は合理的な信頼の基準（reasonable reliance standard）が適用されるべきであり、積極的に調査する義務を負わないが、もし財務諸表が不正確であることを示唆する危険信号（red flag）が出ており、虚偽記載を疑わせる事情を知っているか、容易に知り得る場合には、相当な注意を払って財務書類を調査する義務を負うと解するのが妥当であるとする有力な学説を提唱する<sup>25</sup>。この理由として、引受審査によって発行者の情報を入手しやすい元引受証券会社に対して財務書類の正確性について期待しない政策は不合理であること<sup>26</sup>、日本証券業協会の引受規則で発行者の財務状態を引受審査の対象としていること<sup>27</sup>、昭和46年証券取引法改正時の立法担当者が、監査済財務情報に係る元引受証券会社の注意義務が免除された形としている理由を「財務諸表の監査は公認会計士の分野であるので、公認会計士の監査結果を信頼すれば（虚偽証明であることを知っていた場合は除かれる）、免責するのが相当と考えられたからである」（渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会・1971）69頁）と解説したことをあげて、「この解説は、『記載が虚偽であり、または欠けていることを知らず』との文言は、『監査結果を信頼した』ことを言い換えたものであることを示唆する」こと<sup>28</sup>などをあげる。条文の文言については、金商法21条2項3号が「記載が虚偽であり、又はかけていることを知らず」との文言が「監査結果を信頼した」ことを言い換えたも

22 黒沼・前掲注（17）360-362頁、366-367頁。

23 志村・前掲注（13）564頁。小谷も同旨を主張し、立法でこれを明確にすべきとしている。小谷融『金融商品取引法の開示制度—歴史的変遷と制度趣旨』（中央経済社・2010）365頁。

24 野田耕志「米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任」上智法学論集56巻4号（2013）87頁。

25 黒沼・前掲注（17）364頁、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣・2020）228-230頁。

26 黒沼・前掲注（17）363頁。

27 前掲注355-356頁。

28 前掲注356頁。

のとし、監査結果に対する信頼が合理的でなかった場合には「監査結果を信頼した」とはいえないと解釈する<sup>29</sup>。

### 少数説

21条2項3号の免責要件を文言どおりに解釈し、財務情報の監査は監査人の分野であるため監査人の監査結果を信頼すれば免責するのが相当とし<sup>30</sup>、「17条は、目論見書の作成に関与しない使用者としての相当の注意を求めるものであり、有価証券届出書の作成に深く関与する元引受証券会社の責任と同一視すべきものではない」とする見解もある<sup>31</sup>。

## ②判決と学説との関係

### 一審判決

一審判決は、監査済財務情報についても、「会計監査人による監査結果の信頼を疑わせるような事情あるいは財務情報が正確でないことを疑わせるような事情が存在しないかどうかという観点から審査を行い、いずれについても存在しないことが確認できる場合には、会計監査人の監査を経た財務情報を信頼し、これが正確であることを前提に引受審査を行うことが許されていたと解すべき」であり、「会計監査人による監査を経た財務情報についても、会計監査人に対するヒアリング等を実施し、監査結果を信頼することができるかどうかを厳正に審査すべき注意義務を負うと解すべきである」として、募集・売出しに応じてFOI株式を取得した投資者に対して金商法17条のみならず、21条の民事責任も負うと判示した<sup>32</sup>。

一審判決は概ね有力説に沿った立場と評価されているが<sup>33</sup>、有力説との違いも指摘されている。まず、財務計算部分に対して注意義務を課す根拠について、有力説は、金商法21条2項3号が「記載が虚偽であり、又はかけていることを知らず」との文言が「監査結果を信頼した」ことを言い換えたものとして、監査結果に対する信頼が合理的でなかった場合には監査結果を信頼したとはいえないとする法律構成をとるのに対して、一審判決は、日本証券業協会が定める引受規則が財務情報に係る審査義務を元引受証券会社に課していること及び金融商品取引法の「主旨」を元引受証券会社の注意義務の直接の根拠としていたことが指摘されている<sup>34</sup>。また、注意義務の対象となる範囲については、有力説は、元引受証券会社の責任の根拠を引受審査義務に求めながらも、法的構成としては、21条2項3号の規定に沿う形で「財務計算部分」とそれ以外の部分とで区別して注意義務の内容・程度を問題とするのに対し、一審判決は、「会計監査を経た財務情報（財務計算部分以外のものを含む。）」か否かで審査義務の内容・程度を区別しているとの違いも指摘されている<sup>35</sup>。

29 前掲注367頁。

30 神田秀樹監修＝野村証券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣・1997）136頁。

31 前掲注138-139頁。

32 元引受証券会社は公認会計士等による監査を無条件には信頼できず、信頼性を確認する義務を負うとの判示は、米国1933年証券法11条が登録届出書に含まれる専門家の認証を受けた部分に虚偽記載があった場合の引受人の民事責任の免責要件として、合理的な信頼（reasonable reliance）を求めることとパラレルといえよう。

33 弥永真生「一審判批」ジュリ1503号（2017）3頁、堀田佳文「一審判批」商事法務2135号（2017）13頁、山下徹哉「一審判批」法学教室441号（2017）125頁、和田宗久「一審判批」TKC新・判例解説 Watch 商法 No.105（2017）4頁、藤林大地「一審判批」金判1533号（2018）5頁、萬澤陽子「一審判批」ジュリ1518号（2018）117頁。

34 小出篤「一審判批」日本証券取引所金融商品取引法研究10号（2018）58頁。もっとも、黒沼・前掲注（17）359-369頁では元引受証券会社が引受規則に従って財務情報の調査を行う実務に触れているし、「従来の実務は、金商法21条はこう書いてあるけれども、金商法17条ではこう書いてあるので、それをもとにして本件規則ができていて、それは金商法21条だけから見ると、金商法21条で要求されていないことを要求するように読める、つまり、従来から河本先生や神崎先生が金商法17条を引き合いに出して相当な注意を用いる義務を負うのだと言っていたことから動いてきて、それで実務の規則ができ上がってきた。私は、金商法17条を根拠にすることにはあまり賛成できないので、論文を書いて、金商法21条の解釈としてそういうことが言えないかということを経験していろいろと考えてみたのですけれども、結論的に、こういう実務が定着してきているということも一つの根拠にしていまして、そういう意味では、この判決が本件規則を引き合いに出して義務を導いていることは賛成できるし、理解できると思って」いると発言している。小出・前掲注63頁〔黒沼発言〕。

35 島田志帆「一審判批」法学研究91巻5号（2018）85頁。

### 控訴審判決

控訴審判決は、金商法21条2項3号の文言通り、「財務計算部分」の虚偽記載については、元引受証券会社はそれを知らなければ免責されること、それにより元引受証券会社が積極的な調査をしない姿勢を招く懸念については金商法17条の責任が補完していると判示した。これは17条援用説に沿った立場と評価できる。

金商法21条2項3号の「財務計算部分」の範囲を条文の文言どおり有価証券届出書の「経理の状況」に記載される直近2事業年度（平成20年3月期、平成21年3月期）の財務諸表に限られるとした点では、控訴審判決は原判決と同じである。しかしながら、原判決では、「財務計算部分」を直近2事業年度と限定しながらも、「特別情報」に記載した平成17年3月期から平成19年3月期までの財務諸表（いずれも会社法監査及び金商法監査に準じる監査を受けて、無限定適正意見を付されている。）と一体に扱って、これらの財務諸表の虚偽記載について金商法21条及び17条の注意義務を負うとした。他方で控訴審判決は、「財務計算部分」を直近2事業年度の財務諸表と限定した上で、金商法21条4項の民事責任の免責要件を①「財務計算部分」（「経理の状況」に記載された平成20年3月期、平成21年3月期の財務情報）の虚偽記載についてはそれを知らなかったこと、②「財務計算部分」以外の部分（「特別情報」に記載された平成17年3月期乃至平成19年3月期の財務情報）の虚偽記載については「相当な注意」を用いたと判示し、金商法17条の民事責任の免責要件については、一審判決同様、全て（平成17年3月乃至平成21年3月期）の財務情報について「相当な注意」を用いたと判示した。これは金商法21条2項3号の文言に忠実な解釈といえる。

もっとも、平成26年開示府令改正によって新規上場に伴って提出する有価証券届出書の「特別情報」には直近3期乃至5期前の単体財務諸表は記載されなくなったため、当該改正以降に提出された有価証券届出書の虚偽記載については「財務計算部分」に当たらない財務諸表について金商法21条の注意義務を課す控訴審判決の枠組みを採ることはできない。

### 本判決

本判決は、監査人による監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、疑義の内容に応じて、監査が信頼性の基礎を欠くものではないことについて元引受証券会社は調査を行わなければならないとして、「財務計算部分」についても金商法21条の責任において注意義務を負うと判示し、その根拠として、金商法21条2項3号の「財務計算部分」に係る元引受証券会社の免責要件の規定は、監査人との合理的な役割分担の観点から、元引受証券会社が財務計算部分についての監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したもので、監査人による監査が信頼し得るものであることを前提としていることをあげた。

単に財務計算部分に虚偽記載があったことを知らなければ金商法21条の責任は免責されないとした点では、有力説、一審判決と共通し、その根拠を監査結果への信頼の合理性に求めた点は有力説と共通する。

他方で、一審判決、控訴審判決は、「6つの事情」と匿名投書のどちらも疑義を生じさせる情報（red flag）であるとしたが、本判決は、匿名投書のみを red flag としたため、匿名投書に接しなかった場合の元引受証券会社が「財務計算部分」に対する調査義務の有無は明確にされなかった<sup>36</sup>。

### ③ 判決に対する学説の評価

一審判決、控訴審判決に係る研究をみると、監査人による監査証明を受けた財務情報である「財務計算部分」に係り金商法21条による元引受証券会社の注意義務を認めるか否かで立場が分かれた<sup>37</sup>。

36 本判決は一審判決、有力説と同じく、red flag があった場合には「財務計算部分」についても調査義務を負うという枠組みに読める一方で、匿名投書で虚偽記載があったことの指摘を受けたが十分な調査をしなかったことを重過失、すなわち悪意と看做してY1証券の民事責任を認定したようにも読めそうである。もっとも、両者には実質的な違いはないかもしれない。

37 金商法21条による財務計算部分への元引受証券会社の注意義務の有無に係り、有力説、一審判決に肯定的な評釈として、木村真生子「一審判批」ジュリ1517号（2018）106頁、遠藤元一「一審判批」商学討究69巻1号（2018）194頁、和田宗久「控訴審判批」法律のひろば71巻9号（2018）63頁、柿崎環「一審判批」リマークス58号（2019）74頁、遠藤元

「財務計算部分」にも金商法21条上の注意義務を負うとする立場（有力説、一審・本判決）

有力説、一審判決及び本判決に賛成する立場は、①金商法17条による損害賠償は有価証券を直接購入した証券会社に対してしか請求できず、目論見書が使用されないライツ・オファリングでは金商法17条が適用されないことを挙げて、金商法21条によって損害賠償請求できることが原判決の判示が黒沼説（有力説）と同じく政策的に妥当な結論を導くこと<sup>38</sup>、②金商法の適用を受ける自主規制法人である日本証券業協会が定める自主規制規則は「公的規制に準ずる効力を有する」との評価が妥当することを指摘する<sup>39</sup>。

和田は、金商法21条の下でも元引受証券会社は財務計算部分について注意義務を負うと解すべきとし、その理由として、①監査人の監査の対象となる財務情報とそれ以外の情報に関する項目との間で、重要度等に差はあるとしても元引受証券会社は開示書類全般についての正確さについて担保すべきで、そのようにして元引受証券会社と監査人その他の関係者の役割に重複部分を持たせることが発行市場における適正な開示の実施という観点から望ましいこと、②2度の匿名投書で監査結果の信頼性に疑義が生じていた状況は red flag が存在していたと評価でき、そうした場合は関係者間での役割の重複による開示書類の正確性の確保を図るべきであって、元引受証券会社は監査人の監査結果及びその後のヒアリングの内容等を直截に信頼することはできず、必要に応じて自ら直接的・実証的な方法をもって調査する義務を負うという行動規範を基準とすべきこと、③BarChris 判決からの示唆として、引受人と監査人とで明確に役割分担がされるべきと当時の立法担当者が誤って捉えて金商法21条2項3号の免責要件に影響を与えたとすれば、規定のベースはある意味で脆いために形式的に文理解釈することは適切ではないこと、④引受規則では財政状態についても審査を行うこととされており、一審判決ではこれを根拠として財務計算部分についても金商法21条の下での注意義務を認めたこと、また有力説のように解釈すべき状況も整っていたことをあげる<sup>40</sup>。

柿崎は、17条援用説の立場をとった高裁判決に反対し、元引受証券会社は監査法人との間で協調・補完関係を持ちながら、その監査証明が合理的に信頼できる範囲内でこれに依存することが許容されているのであって、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情がないことが確かめられない場合には、金商法21条2項3号が免責を認める前提と欠くとする<sup>41</sup>。

遠藤も、有力説と同じく元引受証券会社に財務計算部分を調査すべき義務を認めるべきであるとし、金商法21条2項3号は、監査人等と元引受証券会社とがそれぞれが決められた役割分担を果たせば足りるといふ相互の役割分担への信頼が前提となった規定であり、その前提条件が満たされない場合、引受規則が規定する「財政状態及び経営成績」について厳正に審査することが金商法21条により要請され、元引受証券会社自らが財務計算部分について調査義務を遂行しなければならないこととする<sup>42</sup>。

条文の文言どおり解釈する立場（17条援用説、控訴審判決）

17条援用説、控訴審判決に賛成する立場は、①「財務計算部分」の虚偽記載につき元引受証券会社が注意義務を負うとの解釈は金商法21条2項3号の文言から無理があること<sup>43</sup>、②金商法21条の民事責任を定

一「控訴審判批」法学研究91巻10号（2018）117頁、柿崎環「控訴審判批」判時2427号（2020）183頁、藤林・前掲注（33）2頁。ただし、藤林は一審判決の金商法21条による財務計算部分への注意義務を認めた判断に、有力説と同趣旨で政策的に妥当な結論を導くとして賛成するが、注意義務の具体的内容に重点を置いて分析しているため、控訴審判決に異議を唱えるものでもない。藤林大地「控訴審判批」金判1558号（2019）2頁。

17条援用説、控訴審判決に肯定的な評釈として、弥永・前掲注（33）、拙稿「一審判批」筑波法政70号（2017）159頁、拙稿「控訴審判批」筑波法政75号（2018）131頁。島田・前掲注（35）。

38 藤林・前掲注（33）5頁。

39 木村・前掲注（37）108-109頁。

40 和田・前掲注（37）70-72頁。

41 柿崎・前掲注（37）「控訴審判批」186頁。

42 遠藤・前掲注（37）「控訴審判批」130頁、134-135頁。

43 弥永・前掲注（33）3頁、小出・前掲注（34）57-59頁、拙稿「一審判批」・前掲注（37）185-186頁。小出は、審査の過程において虚偽記載を知らなかったことを悪意と同視できる重過失と評価して21条2項3号の文言と整合的な結論を示す余地があることも指摘する。



めた昭和48年証券取引法改正時の立法時の国会説明や学説の議論と整合しないこと<sup>44</sup>、③ 金商法17条の注意義務に対応して定められた日本証券業協会の自主規制規則をもって金商法21条2項3号の文言に反する注意義務を課す根拠とすべきではないことを指摘する<sup>45</sup>。

島田は、一審の判断と財務計算部分の虚偽記載に善意であれば免責されるとする法の文言との乖離を指摘して、「主要な経営指標の推移」に記載された財務数値に注意義務があるとすべきでなかったかとする<sup>46</sup>。

#### ④ 私見

##### 金商法21条2項3号の解釈

筆者は、一審判決に反対して17条援用説を採るべきと考えていた。その理由は、まず第1に、金商法において法令の「文言」から離れた解釈を行うことについての疑問である。金融庁で金商法の改正に関与した松尾は「金融規制法は、国民一般の権利義務に関係する法規範である『法規』に該当し、また、その違反に刑事罰が設けられている規定が多いことなどから、基本的には、前田教授のいう刑法の解釈論に近い解釈態度をとることが適当である。そして、刑法や行政法規の解釈にあたっては、法的安定性や予測可能性の観点から、私法である民法の解釈に比べても、法令の『文言』が重要であり、解釈の出発点は法令の『文言』であるべきである。」とする<sup>47</sup>。金商法21条は民法709条の特則を定めたといわれるが、作成関与者が民事責任の責任主体であることを明確にして立証責任を転嫁した目的には、開示規制のエンフォースメントの向上を図ることが含まれているとされており<sup>48</sup>、その意味では刑事罰や行政罰と同様の役割が金商法21条に期待されているといえるから、法令の文言を離れた解釈について慎重であるべきとの指摘は当てはまるのではないかと思われる<sup>49</sup>。

第2に、一審判決は日本証券業協会が定める引受規則において財務書類の適正な開示が引受審査に含まれていること、引受規則が認可金融商品取引業協会において実務上の指針として定められたもので公的規制に準ずる効力を有することなどを挙げて、元引受証券会社の注意義務を引受証券監査済財務情報に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査の必要があるとしているが、これをもって金商法17条のみならず、21条でも注意義務を負うとの判断には疑問が残る。前述の「財務諸表等に対するガイドライン」では、監査済財務情報の民事責任について、「前者の責任〔金商法21条の民事責任—戸本〕については、虚偽記載等を知らないことを証明すれば責任を免れ得るものとされている（同法第21条第2項3号）が、後者の責任〔金商法17条の民事責任—戸本〕については、元引受証券会社は『相当な注意』を

44 弥永・前掲注(33)3頁、拙稿・前掲注(37)186-187頁。

第65回国会参議院大蔵委員会会議録第6号(昭和46年2月18日)で、志場証券局長は、「(財務諸表)につきましては公認会計士がこの証取法の規定によりまして監査証明をつけなければならないわけでございます。で、公認会計士がその証明について法律上責任を持っておられるわけでございます。これについてまで過失がなかったかどうかということ元引受証券会社に求めるということは、これは行き過ぎである。その部分についての責任は公認会計士が責任を持って監査証明すべきものでありまして、第2号によりまして故意過失があった公認会計士はその責任を負うわけでございますけれども、元引受証券会社につきましては、その分はやはり公認会計士の監査証明を信頼する、この立場にあるべきである。もちろん、その場合、共同行為的に故意でありましたならば、これは責任は元引受証券会社も免れませんが、過失までも責任があるということになりますことは、監査証明のたてまえからいまして適当でないということを書き分けてある」と説明した。

45 拙稿・前掲注(37)186頁。日本証券業協会が「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」を設けたのは金商法17条の責任に対応するためであることは明文化されている。また、自主規制団体が自主規制規則として法令より高い注意義務を定めることは一般的であり、そうした場合に自主規制規則を根拠として法令の文言に反する注意義務を課すことは、自主規制団体の活動の委縮に繋がる虞もある。

46 島田は、「『主要な経営指標の推移』に記載された売上高について、虚偽記載の疑いを抱き、元引受証券会社としての行動をとるべきであったのに、『経理の状況』に記載された財務諸表の売上高と数値が同じだからといって何らの調査もしなかったとすれば、『相当の注意』を用いたとはいえないだろう」とする。島田・前掲注(35)84-85頁。

47 松尾・前掲注(16)24頁。

48 岸田雅雄編『注釈 金融商品取引法』(金融財政事情研究会・2011)267頁〔加藤貴仁〕、松尾・前掲注(16)213頁。

49 金商法21条2項3号の条文の規定ぶりからして、市場関係者の予測可能性を重視すべき金商法の解釈として無理があるとの見方もあり得るとし、金商法のその他の規定の解釈論などへの影響が目される指摘する論考として、三宅英貴「判批」商事法務ポータル(2021年1月19日)。



用いたにもかかわらず虚偽記載等を知ることができなかったことを証明できなければ責任を免れることができないものとされている(同法17条ただし書)ことを根拠として、監査済財務情報についても、当該監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事象の有無を確認しなければならないとしている。ここからは、日本証券業協会も金商法21条2項3号の免責要件に意識的であり、金商法17条との関係を強調していたことがうかがえる。また、自主規制団体が自主規制規則として法令より高い基準を定めることは広く一般に行われており、そうした場合に自主規制規則を根拠として法令の文言に反する注意義務を課すことは、自主規制団体の活動の委縮に繋がる虞もあるといえる<sup>50</sup>。

第3に、沿革に照らし、監査済財務情報に対する合理的な信頼(reasonable reliance)の法理は、昭和46年証券取引法改正の中で否定されたのではないかとの疑問がある。黒沼は、昭和46年証券取引法改正時の立法担当者が、監査済財務情報に係る引受証券会社の注意義務が免除された形としている理由を「財務諸表の監査は公認会計士の分野であるので、公認会計士の監査結果を信頼すれば(虚偽証明であることを知っていた場合は除かれる)、免責するのが相当と考えられたからである」と解説したことをあげて、「この解説は、『記載が虚偽であり、または欠けていることを知らず』との文言は、『監査結果を信頼した』ことを言い換えたものであることを示唆する」と解釈し、これを引受証券会社が監査済財務情報に係る虚偽記載につき免責を受けるためには合理的な信頼を必要とする根拠の一つとしているように思われる<sup>51</sup>。しかしながら、昭和23年の証券取引法制定時に合理的信頼の法理に係る民事責任の免責要件は一度設けられており<sup>52</sup>、合理的信頼の法理を求める立法意図があれば、当時の規定を復活させる形もしくは合理的信頼の法理を明示する形で文言が定められていたはずと考えられる。また、専門委員会では、監査済財務情報の虚偽記載に係り引受証券会社を免責するためには米国と同様の合理的な信頼の要件が必要との立場が研究者の大勢を占めていたように思われる一方で<sup>53</sup>、最終的に現在の金商法21条2項3号の免責要件の文言が定められて以降、解釈で合理的な信頼の要件を導こうとせず、金商法17条を介して責任を負うとの学説が通説となったことは、昭和46年証券取引法改正において合理的な信頼の法理が否定されたことの表れのよ

50 もっとも、引受規則の規範性などを強調して一審判決を支持する論者は多かった。

木村は、東京地判平成25年10月15日2013WLJPCA10158003が監査役金商法21条2項1号の注意義務を検討するに当たって日本監査役協会の監査役監査基準を用いたこと、東京地判平成26年12月25日2014WLJPCA12258021が、監査人の金商法21条2項2号の注意義務の判断に当たって監査基準委員会報告を監査の基準として採用したことをあげながら、金商法の適用を受ける自主規制法人たる日本証券業協会が定める規則には公的規制に準ずる効力を有するという評価が妥当とする(木村・前掲注(37)108-109頁)。

また柿崎は、証券会社は金商法の目的を達成することが期待される金商法上の免許会社であり、引受業務は市場メカニズムを通じた資金配分という市場機構のもっとも中心的な機能を担う業務であるため、元引受証券会社に課される厳正な審査義務の程度もかかる証券会社の法的地位から解釈すべきで、一審判決、控訴審判決において「公的規制に準ずる効力」を認められた引受規則は端的に21条2項3号に基づいて元引受証券会社の引受責任を解釈する立場によっても、「財務書類の適正な開示」を確保する元引受証券会社の注意義務の水準を確保する元引受証券会社の注意義務を判断する際に参照されるべきであるとする(柿崎・前掲注(37)「控訴審判批」187-188頁)。

遠藤は、元引受証券会社は金商法上「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」を行うこと(金商法40条2号、金商業府令123条1項4号)が求められる公的な存在であること、証券会社は証券市場への上場可否を決める際に重要な役割を果たしていること、引受規則は「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」においても重要性が確認されている(監督指針IV3-2-2(1)①)ことを挙げて、準政省令並みの権威と効力を有すると捉えるべきであるとする(遠藤・前掲注(37)「一審判批」189-190頁)。

51 黒沼・前掲注(17)356頁。

52 昭和23年改正証券取引法18条は、有価証券届出書に重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、①有価証券届出書の届出者(発行者)、②有価証券届出書に署名又は記名押印した者(発行者の役員または発起人)、③当該発行者である会社の役員候補者としてその氏名がその者の同意を得て有価証券届出書に記載された者、④技術者、鑑定人その他の専門家(以下専門家という。)であつて、有価証券届出書の作成に関して使用される資料、報告若しくは鑑定を提供し、又は有価証券届出書の記載の一部が真実であることを保証したもとしてその氏名がその者の同意を得て有価証券届出書に記載された者(但し、自己の提供し、又は保証した部分についてのみ、責任を負う)、⑤当該有価証券の引受人(以上、18条1項)、⑥これらの者を実質的に支配する者(22条)が民事責任を負うものと定め、19条5項では免責要件を、相当な調査をしたにもかかわらず不実記載を知らず、知ることができなかった場合とすることを定めていた。

53 座談会「証券取引法改正の動向—証券取引審議会専門委員会中間報告をめぐって—」ジュリ467号(1970)30-31頁〔矢澤発言、竹内発言〕。

うに思える。

本判決についても、事案に即してY1証券に民事責任を課すべきとの裁判所の価値判断があったとしても控訴審判決と同様に「財務計算部分」以外の箇所の重要な虚偽記載に係り金商法21条の責任を課すことができたのであるから、法の文言を離れた解釈をした点では本判決の判旨に反対する。17条援用説の問題は立法的に解決されるべきであろう。もっとも、①金商法21条2項3号の文言と離れた解釈を示したものの、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情についての調査義務までは踏み込まなかった点では一審判決と比して抑制的に判示したといえること、②「財務計算部分」に注意義務を課す根拠を引受規則ではなく監査人による監査への信頼の合理性に求めたことから、一審判決との比較では賛成できる。

### 比較法的論点

最高裁が金商法21条2項3号の免責要件として監査結果に対する信頼性を前提としたことは、米国において登録届出書の虚偽記載に係る引受人らの民事責任の免責要件を定める1933年証券法11条が同条(b)項(3)(c)が、専門家作成部分(expertized portion)については、責任主体は、重要事実の虚偽記載があることを知らず、かつ、虚偽記載等があると信じる合理的な理由がなかったことを証明すれば民事責任を免責されるとされ<sup>54</sup>、何らかの危険信号(red flag)が存在するにもかかわらず専門家作成部分を盲目的に信頼したのでは合理的な信頼があったとは認めないとする、合理的な信頼の基準(reasonable reliance standard)とパラレルと評価できる<sup>55</sup>。他方、米国証券法11条(e)項は引受人の賠償額の上限を引受額とすることを定めているのに対して、我が国の金商法21条は損害賠償額の全額につき連帯して債務を負うという点については、少なくとも条文上は我が国の元引受証券会社が高いリスクに晒されているといえる。

我が国は米国と比較して金商法21条の責任を負う引受行為の範囲が狭いため、金商法21条における元引受証券会社の責任を厳しく解した場合は、金商法21条の対象とならない資金調達手法への逃避が起こる余地があることにも留意が必要であろう<sup>56</sup>。

## (2) 監査証明を受けた財務情報の虚偽記載に係る元引受証券会社の「相当な注意」の意義

### 1) 論点

有価証券届出書に記載された監査証明を受けた財務情報に虚偽記載があった場合に、元引受証券会社は財務情報についてどのような調査を行えば「相当な注意」を尽くしたといえるか。

なお、各判決が具体的に検討した「相当な注意」は、①一審判決が「財務計算部分」を含む監査証明が付された財務情報に対する金商法21条・17条の注意義務を、②控訴審判決が「財務計算部分」を除いた監査証明が付された財務情報に対する金商法21条及び「財務計算部分」を含む監査証明が付された財務情報に対する金商法17条の注意義務を、③本判決が「財務計算部分」に対する金商法21条上の注意義務を対象として論じた点で異なるものの、これは金商法21条2項3号の免責要件に係る解釈が異なったためであって、監査証明が付された財務情報に対して元引受証券会社が払うべき注意義務という意味で一貫して

54 米国における監査済財務情報に係る引受人の注意義務を紹介した邦語資料として、たとえば、森・濱田松本法律事務所「米国裁判例調査レポート」<[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/shasaikon\\_bukai/1bukai/files/1bukai\\_110725s1.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon_bukai/1bukai/files/1bukai_110725s1.pdf)> (2017.2.5)がある。

55 *In re Software Toolworks Inc.*, 38 F.3d 1078, 1085-1086 (9th Cir. 1994) .

56 1933年証券法2条(a)項(11)号が引受人を3つの類型、即ち①公衆に分売(distribution)する目的をもって発行者から証券を購入する者、②証券の分売に関して発行者のために売付を勧誘(offer)し、または売り付ける者、③分売に参加(participate)する者と定義し、裁判では幅広い主体が引受人に当たるとされて証券法11条の責任を負うとされてきたのに対して、我が国の金商法は有価証券の「引受け」そのものはある程度広い行為が対象となる可能性があるが、金商法21条は被告となる元引受証券会社を、①有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者から取得することを内容とする契約(買取引受け。21条4項1号)、②有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を発行者又は所有者から取得することを内容とする契約(残額引受け。同2号)、③ライツ・オフアリングにおいてコミットメント行為を定める契約(同3号)を発行体又は売出人と締結した金融商品取引業者又は登録金融機関(金商法21条1項4号)、と限定的に定義している。米国において幅広い主体が引受人として証券法11条の責任を負う可能性があることについては、拙稿「米国NYSEのダイレクト・リスティングにおける投資銀行の役割」筑波法政81号(2020)88-91頁で紹介した。

いると思われるため、本項ではこれらをパラレルに検討する。

## 2) 判旨

### ①一審判決

#### 日本証券業協会の規則等

「元引受証券会社が行う引受審査の手続については、前記前提となる事実のとおり、自主規制団体である日本証券業協会が本件規則等〔「本件規則」は「有価証券の引受け等に関する規則」をいうが、これに〔「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則〕を加えて「本件規則等」としている一戸本〕を定めているところ、日本証券業協会は、金商法67条の2に基づき、内閣総理大臣の認可を受けて設立された認可金融商品取引業協会であり、金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護を目的として自主規制業務を行うことを主たる業務とし（金商法67条1項）、かかる自主規制業務の一環として、元引受証券会社が行う引受審査における実務上の指針として本件規則等を定めているのであるから、本件規則等は、引受審査に当たって元引受証券会社が用いるべき相当の注意の基準を定めたものとして、公的規制に準ずる効力を有するものと解するのが相当である」。

「本件規則（平成21年6月1日当時のもの。）によれば、株券の募集又は売出しにおいて、発行者との間で株券の元引受契約を締結する金融商品取引業者は、引受けの可否の判断を適切に行うために引受審査を行うものとされているところ、引受審査は、①発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、②募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か、③当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、厳正に行わなければならないものとされている（本件規則12条）。また、引受審査を行う金融商品取引業者は、引受推進業務及び引受業務を行う部門から完全に独立した引受審査部門を設置し、引受審査項目及び当該項目を適切に審査するために必要な事項を定めた社内規則やマニュアルを定めなければならないものとされている（本件規則5条）。

「そして、株式の新規公開における引受審査項目として、①公開適格性、②企業経営の健全性及び独立性、③事業継続体制、④コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況、⑤財政状態及び経営成績、⑥業績の見通し、⑦調達する資金の用途（売出しの場合は当該売出しの目的）、⑧企業内容等の適正な開示、⑨その他会員が必要と認める事項が挙げられ、これらの項目について、厳正な審査を行わなければならないものとされている（本件規則16条）。

#### 引受審査において用いるべき「相当な注意」の内容

「以上のような本件規則の定め等に加え、金商法が元引受金融商品取引業者に対し重い責任を課している趣旨をも考慮すれば、株式の新規公開に際し元引受証券会社が行う引受審査においては、発行会社が株式を公開して一般の投資者から広く資金を調達するにふさわしい企業であるかどうかという点について、厳正に審査する必要があるものと解される。そして、財務情報を始めとする企業情報の適正な開示は、投資者による適切な投資判断の前提条件であること、本件規則においても、企業内容等の適正な開示が引受審査項目として掲げられていることからすれば、財務情報が適正に開示されているかどうか、すなわち粉飾が行われていないかどうかという点についても、当然に厳正な引受審査の対象となると考えられる」。

「もっとも、会計監査人設置会社である FOI においては、公認会計士である会計監査人が毎期の会計監査を担当していたところ、金商法上、財務計算部分について監査証明を行った公認会計士等は、役員と同様立証責任の転換された重い責任を課されているのみならず、会計監査人は、監査報告に虚偽の記載をした場合には、会社法上、立証責任の転換された重い第三者責任を課せられていること（会社法429条2項4号）からすれば、会計監査を経た財務情報の第三者に対する適正な開示は、第一次的には会計の専門家である公認会計士等の責任によって担保するというのが法の趣旨であると考えられる」。

「そうすると、元引受証券会社は、引受審査において、会計監査を経た財務情報（財務計算部分以外のものを含む。）について、公認会計士等が行った会計監査の信頼性を疑わせるような事情あるいは財務情報の内容が正確でないことを疑わせるような事情が存在するか否かについては厳正に審査する必要がある

が、そのような審査の結果、かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され、元引受証券会社において公認会計士等と同様の審査を改めて行わなければならないものではないと解するのが相当である」。

「このように考えると、FOIにおいては、前記認定のとおり、平成20年3月期及び平成21年3月期については会計監査人（独立監査人）による金商法193条の2第1項の監査証明がされており、平成14年3月期から平成19年3月期までについても、毎期の決算報告書について、会計監査人による会社法上の監査が行われ、計算書類について無限定適正意見が付されていたのであるから、Y1証券らにおいては、FOIの引受審査に当たり、同社の財務情報に係る審査項目については、会計監査人による監査結果の信頼性を疑わせるような事情あるいは財務情報が正確でないことを疑わせるような事情が存在しないかどうかという観点から審査を行い、いずれについても存在しないことが確認できる場合には、会計監査人の監査を経た財務情報を信頼し、これが正確であることを前提に引受審査を行うことが許されていたと解すべきである」。

「なお、Y1証券は、元引受証券会社が発行会社との関係では第三者であり、発行会社との信頼関係に基づいて引受業務を行うことを理由に、引受審査においても、発行会社が粉飾を行っている疑いがあることを前提とするような審査を行うことはできないし、その必要もないと主張する。確かに、引受審査といえども発行会社との契約に基づいて行われるものであるから、契約に基づく信頼関係を破壊するような審査を行うことができないという意味で、限界があることは否めないところである。しかしながら、本件規則等が、引受部門と独立した引受審査部門を設け、厳正な引受審査を行うことを要求している趣旨は、発行会社との信頼関係に基づき助言、指導を行う引受部門には期待できない厳正な審査を、同部門から独立した部門が行うことを期待する点にあると考えられるから、引受審査においては、飽くまで、発行会社が有価証券届出書等に虚偽の記載を行う可能性があることを念頭に置いた上で、契約に基づく信頼関係と矛盾しない限度で、そのような可能性を払拭するに足りる程度の厳正な審査を行う必要があるというべきである」。

#### 財務情報に関する会計監査に係る審査

本件においては会計監査人が財務諸表等について無限定適正意見、無限定の結論を表明していること、Y1証券が「会計監査人に対する質問書の送付、ヒアリング等を通じ、①会計監査人が過去に東京エレクトロンの監査実績を有し、半導体業界に精通している事務所であること、②会計監査人は、内部統制に依拠せず、全取引案件について残高確認手続を実施し、すべての売掛金について実在を確認していること、③一定の歩留まり水準を達成するまで検収を完了しない業界慣行を踏まえ、設置完了基準により売上げを計上することの妥当性について検証し、実際に設置が完了しているかどうかをTSR（作業日報）等によって確認していること、④取引先2社の実査を行い、売掛金の存在を確認していること、⑤平成18年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士1名が計90日間、平成19年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士5名が計132日間、平成20年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士2名が計191日間、平成21年3月期の監査においては、会計監査人3名及び公認会計士5名ほか計207日間監査業務に従事し、充実した監査を行っていること等を確認している」ことなどを認定し、「Y1証券においては、財務諸表に表示されたFOIの財務情報については、会計監査人による適正かつ合理的な監査を経たものであり、一応これが実態を反映した正確なものであると信頼することが許されるというべきであり、これと矛盾するような情報に接したり、本件粉飾を疑わせる事情に係る審査において当該信頼が揺らぐような事情が判明したりしない限り、当該財務情報が正確であることを前提に引受審査を行うことが許されると解するのが相当」とした。

本件粉飾を疑わせるとしてXらが主張した、(事情1) 売上高の異常な増加、(事情2) 期末期付近における多額の売上計上、(事情3) 売掛金残高の異常な増加、(事情4) 売上債権回転期間の大幅な増加、(事情5) 営業キャッシュ・フローの継続的な赤字、(事情6) 生産能力の不足については、「FOIの財務情報から明らかである事情1ないし5については、いずれも、そのような事情が生じていることについての合

理的な説明がない場合には、粉飾を疑わせる事情となり得るものである。また、事情6は、財務情報から直ちに明らかになるものではないが、急激な売上高の増加に見合うだけの生産体制が整備されているか否かは、引受審査において当然に審査すべき事項であって、この点についての合理的な説明がなければ、やはり粉飾を疑わせる事情になり得るものである。したがって、Y1証券らは、引受審査において、それぞれの立場に応じ、事情1ないし6について合理的な説明がされているかどうかを厳正に審査し、粉飾の疑いを生じさせる事情が存在しないかどうかを慎重に見極めるべき注意義務を負っていたというべきであるから、仮に合理的な説明がなく、粉飾の疑いが払拭されていないにもかかわらず、元引受契約を締結した場合には、相当な注意を用いたと評価することはできないと解される」とした。

#### 本件粉飾を疑わせる事情に係る審査について

上述の粉飾決算を疑わせる6つの事情について裁判所は、Y1証券はFOIへの書面質問やヒアリング、アナリスト及びFOI取引へのヒアリングなどを通して（事情1）同業他社が売上を減少させている中で1社のみが突出して売上を増加させていることについては、FOIの説明と外部情報の整合性を確認したこと（事情2）複数の取引に対する売上の特定の時期への集中については、個別の顧客企業の設備投資動向の影響を強く受け、海外企業にとっての新年度である1～3月に売り上げが集中することは不自然ではなく、売上変動も解消傾向にあったこと、（事情3）売掛金の残高の大幅な増加、（事情4）売上債権回転期間の大幅な増加、（事情5）営業キャッシュ・フローの継続的な赤字の3事情については、FOIは売上計上基準として同業他社と同じく設置完了基準を採用しているところ、半導体製造装置業界においては製品の初号機販売の場合にはメーカーが求める歩留まり率を安定的に達成するための長期間のプロセス調整作業が必要であり、FOIは新規参入企業として初号機を販売している段階のためプロセス・インテグレーションが長期に及ぶ上、取引先に早期の検収を強く要求できない立場であったこと、同業他社はリピート機の販売が中心で売上債権回転期間が短縮されること、同業大手も初号機販売では検収に時間を要していること、監査人が売上の実在性及び売掛金の回収について厳格な監査を行っていること、（事情6）生産能力の不足については、販売台数が年間34台程度で外注化を進めていたこと等を確認していたとして、「Y1証券は、本件粉飾を疑わせる事情について十分な審査を行い、いずれも合理的な説明が可能であることを確認したものである」とした。

#### 匿名投書に対する対応について

##### （ア）第1投書に対する対応について

「第1投書は、FOIが1回目の上場申請をした後にY1証券に送付されたものであり、差出人は匿名であったものの、その内容は、粉飾の経緯や偽装の手口を具体的に指摘するほか、FOIの役職者名、決算書上の売上高、取引先、Y1証券の担当者名が実際と合致しているなど、これが単なる部外者によるいたずらなどではなく、FOIの実情をよく知る内部者による通報であることが推認されるものとなっていた」。

「このように、事情をよく知る内部者が作成したことが推認される文書において、粉飾決算である事実が、その手口を含めて具体的に指摘されていたのであるから、Y1証券としては、当該文書が指摘するような手口による粉飾が実際に行われているのではないかという懐疑心をもって、粉飾の疑いを打ち消すだけの十分な引受審査を行うことが要請されていたというべきである。特に、FOIにおいては、売上高が急増しているにもかかわらず売掛金の回収が進んでいないという事情が存在したところ、第1投書が指摘するような粉飾はこのような事情と整合する面があることからすると、上記の要請は高度のものとなっていたというべきである」。

「そして、第1投書は、FOIにおいて、社長や役員が結託し、取引先とも通謀して粉飾を行っている旨を指摘していたところ、仮にそのような粉飾が行われていたとすれば、発行会社に対する質問やヒアリングによる通常の審査では粉飾の事実を発見することが困難であることが明らかであり、会計監査人による残高確認の信頼性にも疑問が生じるのであるから、このような情報に接したY1証券としては、通常の審査とは異なる方法により、当該情報の真偽を確認すべき注意義務を負うに至ったというべきである」。

## （イ）Y1証券が行った追加審査について

Y1証券が第1投書を受けて、帳票類及び預金通帳の突合作業を行ったことについては、「Y1証券が行った突合作業は、各帳票類の写しの提出を受けてその内容を照合したものに過ぎないところ、仮に第1投書が指摘するように役員らが結託して注文書や検取書類を偽造していたとすれば、架空の売上げと整合するように偽造された書類の写しの突合作業を行うだけでは、売上げの真偽を確認することは困難であったことは明らかである。そうすると、Y1証券としては、少なくとも、FOIから注文書や検取書類等の原本、取引先からの入金を示す資料（預金通帳や外国被仕向送金計算書等）の原本等の提出を受け、これらが真正であることの確認を行うべき義務があったというべきであり、そのような確認作業の実施が困難であったことをうかがわせるような事情は見当たらない」。

「そして、前記前提となる事実のとおり、FOIの役員らは、現物の注文書を入手して切り貼りしてコピーしたり、パソコンで様式を真似るなどして注文書を偽造していたところ、注文書の原本を確認すれば偽造であることが直ちに判明したか、あるいは、原本が存在しないことが明らかになって粉飾を発見できた可能性があったものと認められる。また、FOIの役員らは、外国被仕向送金計算書等の原本又は電子データを書き換えて偽造していたため、外国被仕向送金計算書等の原本又はオリジナルデータを確認すれば、偽造が直ちに判明したか、原本又はオリジナルデータが存在しないことが明らかとなって粉飾を発見できた可能性があったものと認められる」とし、「全販売案件に係る帳票類の写しの突合作業を行うにとどめたY1証券の追加審査は、第1投書を受領したことを踏まえた審査としては不十分であったというべきである」とした。

## （ウ）取引先への照会について

「第1投書においては、取引先として、訴外A社の担当者と示し合わせて虚偽の注文書を発行してもらっている旨が断定的に記載されるとともに、訴外B社や訴外C社についても噂という形で同様の事実が暗示されていたところ、仮にこれが真実であれば、Y1証券や会計監査人が行った訴外A社の実査や会計監査人が行った残高確認の信頼性が根底から覆るものである。そうすると、Y1証券としては、少なくとも第1投書に記載されている取引先については、売上げの实在を確認するための追加の調査を行うべき義務があったというべきである」。

「この点、Y1証券は、FOIとの間で『情報及び助言提供業務に係る契約』を締結し、同契約に基づいて引受審査を行っていたところ、証拠によれば、同契約中には守秘義務に関する条項があり、Y1証券が引受審査において入手したFOIに関する情報を第三者に開示することは禁止されていたことが認められるから、Y1証券において直接取引先に対し取引の有無を照会することは困難であったと考えられる。しかしながら、例えば、会計監査人又は監査役に依頼するなどして照会を行う方法が全くなかったとは考えられないし、FOIの役員に対し取引先に対する照会についての了解を求め、その対応を見るなどの方法も考えられたのであって、上記守秘義務を理由に取引先に対する何らの調査も行わなかったY1証券の対応は、不十分であったというべきである」。

## （エ）訴外Dへのヒアリングについて

「もっとも、Y1証券が訴外Dへのヒアリングを行わなかったことについては、「Y1証券は、FOIの役員から、訴外Dが精神的に不安定な状態であったが、社内でのカウンセリングを経てようやく安定し、退職する気持ちになっているとの情報を得ていたというのであり、このような情報に加え、FOIの従業員である訴外Dに対するヒアリングを実施するためには、同社の承諾を得る必要があったこと、訴外Dが第1投書を送付したという情報も確実な根拠に基づくものとはいえなかったことを考慮すると、Y1証券が訴外Dに対するヒアリングを差し控えたことが、主幹事証券会社としての相当な注意を欠いた判断であったとまではいえない」とした。

(オ) 第2投書に対する対応について

「Y1証券が第2投書を受領した際、その内容が第1投書とほぼ同一であるということから、何らの追加の審査も行わなかったことは、前記認定のとおりである。しかしながら、前記のとおり、第1投書に対する追加の調査は、FOIの役員と取引先が結託して粉飾を行っているとの指摘に対する調査としては不十分であったところ、Y1証券は、第2投書を受領したことにより、改めて売上げの実在性についての調査を行う機会があったというべきであるのに（特に、FOIにおいて売掛金の回収が進まない傾向は平成21年に入って一層顕著になっていたこと、自主規制法人による預金通帳の原本の提示要請に抵抗したFOI専務の態度は、見方によっては不審な態度とみることも可能であったことからすれば、この段階で改めて売上げの実在性についての調査を行うことも十分に考えられたところである。）、何らの追加の審査を行わなかったのであるから、この点においても主幹事証券会社としての注意を尽くしていたとは認め難い。

主幹事証券会社の金商法21条1項4号、17条の責任

「以上によれば、第1投書を受領したことを踏まえて行ったY1証券の審査が十分なものであったとはいえず、仮に第1投書を踏まえた十分な審査を行っていたら、平成20年4月頃の時点でFOIが粉飾決算を行っていることを発見できた可能性が少なからずあったというべきである」。「Y1証券は、本件上場にかかる3回目の引受審査において、第1投書により生じた粉飾に対する疑いを払拭するに足りる新たな審査を行うことなく、東証に対し推薦書を提出した上、その後第2投書を受領し、再度FOIの粉飾について注意深く審査をする機会があったにもかかわらず、第1投書と内容が同一であるという理由で、何らの追加の審査も行わなかったものである」として、「Y1証券は、本件上場に係る引受審査について、相当な注意を用いてこれを行ったということではできないのであって、本件有価証券届出書等の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらずこれを知ることができなかったものと認めることはできないから、X1に対し、金商法21条1項4号及び17条の責任を負う（ただし、金商法17条の責任については、Y1証券が本件目論見書を使用してFOI株式を販売したX1に限る。）」と判示した。

② 控訴審判決

引受審査において用いるべき「相当な注意」の内容

財務情報の適正な開示、すなわち粉飾の有無についても引受審査の対象となることは肯定しながらも、一審判決の説示を取り消してY1証券に過失はなかったと判示した。すなわち、「会計監査人設置会社であるFOIにおいては、公認会計士である会計監査人が毎期の会計監査を担当していたところ、元引受証券会社に対し、引受審査において、企業会計及び会計監査の専門家である公認会計士等と同等の作業を重畳的に実施させる実益は乏しく、専門家との合理的な役割分担の下で効果的な審査の実現を図るのが金商法の趣旨であると解される」。

「したがって、元引受証券会社は、引受審査において、会計監査を経た財務情報（財務計算部分以外のものを含む。）の部分については、公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無を調査・確認し、かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され、相当な注意を用いたと認められると解するのが相当である。他方、上記調査・確認の結果、公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、自ら財務情報の正確性について公認会計士等と同様に実証的な方法で調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施すれば足りると解するのが相当である。そのような追加調査の結果、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できる場合は、監査結果を信頼することが許され、元引受証券会社は相当な注意を用いたものと認められることとなり、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できないにもかかわらず、元引受契約を締結したときは、相当な注意を用いたとはいえないということになる。

そして、追加調査の結果、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できる



か否かは、元引受契約を締結した時点における引受審査の全過程において元引受証券会社が認識した全ての事情を基礎として総合的に判断すべきである」とした。

#### 本件粉飾を疑わせる事情に係る審査について

粉飾を疑わせる事情について Y1証券が十分な審査を行ったとの一審判決の判示に対し、「Xらは、事情 1 ないし 6 は、それぞれ単体で粉飾の疑いを生じさせる事情である上、これらを総合的にみると、FOI の財務情報が極めて異常であることが顕著であるから、元引受証券会社は、個々の事情について合理的な説明がされているか否かではなく、直ちに粉飾を疑って、通帳の原本確認、各帳票類の原本確認等の審査を行うべきであったと主張する」。

「しかし、前記説示のとおり、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、自ら財務情報の正確性について公認会計士等と同様に実証的な方法で直接調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な限度で追加調査を実施すれば足りると解すべきあるところ、引用に係る原判決認定のとおり、Y1証券は、FOI に対する質問書の送付及びヒアリング、会計監査人及び証券アナリストに対するヒアリング、半導体メーカーの動向に係る新聞記事等の確認並びに本社工場の製造現場の実査を通じて、これらの事情についてそれぞれ一定の合理的な説明が可能であることを確認したのであるから、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて会計監査人の監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断したというべきである。したがって、Y1証券に直ちに粉飾を疑って、通帳の原本確認、各帳票類の原本確認等の審査を行うべき義務があったということはできない」とした。

#### 匿名投書に対する対応について

##### (ア) 第 1 投書及び第 2 投書の位置付け

「前記前提事実のとおり、第 1 投書は、FOI が 1 回目の上場申請をした後の平成 20 年 2 月 18 日頃に Y1証券に送付されたものであり、差出人は匿名であったものの、その内容は、粉飾の経緯や偽装の手口を具体的に指摘するほか、FOI の役職者名、決算書上の売上高、取引先、Y1証券の担当者名が実際と合致しているなど、その内容自体から明らかにその信憑性を完全に排斥できるものではなく、FOI の実情をよく知る内部者による通報である可能性があった。また、FOI が上場承認された後の平成 21 年 10 月 28 日に Y1証券に送付された第 2 投書も第 1 投書とほぼ同内容のものであった」。

「そうすると、第 1 投書及び第 2 投書の内容は、本件有価証券届出書に記載された FOI の「特別情報」、本件目論見書に記載された「経理の状況」の各内容に著しく抵触するものであるから、Y1証券が第 1 投書及び第 2 投書の内容に接したことは、公認会計士等による監査結果（無限定適正意見）の信頼性に疑義を生じさせる事情であるといえることができる」。

「したがって、Y1証券としては、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施することが求められていたといえるべきである」。

「その追加調査としては、第 1 投書及び第 2 投書の各内容に対応して、そこで指摘された手法での本件粉飾の存在の蓋然性及びこれを会計監査の過程で見逃した可能性について調査し、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認すべきことになると解される」。

##### (イ) 第 1 投書及び第 2 投書を踏まえた Y1証券の追加調査等の対応

Y1証券が、引受審査を通じて実施した一般的な審査並びに第 1 投書及び第 2 投書の各内容を踏まえて実施した追加調査等の対応のうち、主要なものは概ね次のとおり。

a 会計監査人の監査体制及び適正等について

「審査担当者は、第1投書の受領前の平成19年11月中旬頃、FOI 監査人の監査実績について調査し、過去に FOI 監査人所属の公認会計士が日本公認会計士協会による処分を受けたことがないことをすでに確認していた。これに加えて、審査担当者は、平成20年11月下旬頃及び平成21年8月6日頃、FOI から監査概要書等を受領し、担当した公認会計士の人数及び監査日数等を確認し、平成20年3月期及び平成21年3月期の監査体制として十分であると認識していた」。

b 注文書、検収書等の偽造による粉飾決算の指摘について

「(a) 審査担当者は、第1投書受領前の平成19年11月、第1投書受領後の平成20年11月及び第2投書受領後の平成21年10月の質問書に対する会計監査人の回答並びに各ヒアリングの結果、会計監査人が①3月末及び9月末に軽微なものを除くすべての売掛金について残高確認を行っており、平成21年3月期までの分は100%回収できていること、残高確認の方法としては、残高確認書及び返信用封筒を封筒に入れ、国際郵便(EMS)で海外の取引先に発送し、返信用封筒は取引先から直接監査人に届くようにしており、発送に当たっては、会計監査人から直接郵便局員に封筒を交付していること、②売上げについては発注書及び通関書類を確認していること、③売上債権の回収状況は、FOI から売上債権の回収予定表を受領し、これに基づき預金通帳及び海外送金の記録により1件ずつ確認しており、銀行の残高確認作業は会計監査人が銀行に直接確認し、FOI が関与する余地はないこと、④売掛金の実在性を確認するため、訴外A社を訪問して担当者からヒアリングをした実績があり、訴外A社に対する売掛金は全額回収済みであること、⑤第1投書受領後の平成20年4月8日に取引先の一つである台湾の訴外B社を訪問して実査を行い、生産ライン自体は重要機密であるから見せられないといわれたが、同社がFOIの装置を高く評価していることを確認したこと、の各監査の方法につき報告を受けた。なお、会計監査人の回答書には、売掛債権の期中減少については、通帳等と照合してその取引の実在性・妥当性等を確認したとの記載があり、FOIの監査役会議事録には、会計監査人が現金預金、有価証券他について本社において実査したとの記載があることから、審査担当者は、会計監査人が預金通帳の原本によって売掛債権の回収状況を確認したものと認識していた」。

「さらに審査担当者は、第2投書を踏まえて、その信憑性につき、会計監査人から第2投書の内容が真実だとすると、この規模の粉飾には相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいと思われるとの意見を聴取した」。

(b) 審査担当者は、第1投書受領前の平成19年11月29日に台湾の訴外C社、同年12月3日に訴外A社をそれぞれ訪れ、販売実績について既に実査していた。

(c) Y1証券の公開引受部は、平成20年2月20日に、第1投書を踏まえて自主規制法人が行ったFOIの実査に立ち合い、自主規制法人の担当者が、売上計上日等の記載のある案件リストに記載された振込元と日付が預金通帳の原本と整合しているかどうかを確認しているのを現視し、同担当者から架空の売上計上を疑わせる内容の記載その他不自然な点はないとの説明を聞いた」。

c 製造・出荷した装置を倉庫に運び入れているとの指摘について

「Y1証券は、自主規制法人と共に、平成21年10月29日、会計監査人と面談し、外部倉庫からの出荷状況は運送業者に確認し、運送会社保管の在庫がないことも確認している、年2回棚卸しを行い、棚卸時に実際に外部倉庫に出向き、在庫の確認を行っているとの報告を受けた」。

d 訴外A社の購買部長へのストックオプション付与の指摘について

「審査担当者は、訴外A社の購買担当者に対するストックオプション付与の有無について、FOIから受領していた関係書類を審査し、そのような事実はないことを確認した」。

## e 取締役が関与しているとの指摘について

「審査担当者は、上記取締役らに対するヒアリングを数回にわたり実施したほか、第1投書で共謀関係を指摘されている取締役等以外の常勤監査役であったFOI監査役に対しても、数回にわたりヒアリングし、FOIにおける監査役の業務監査体制に特に問題がないことや取締役らの説明についての裏付けを確認した。」

## 元引受契約締結時におけるY1証券の監査結果に関する信頼性の疑義が払拭されたか否かに関する判断の合理性

前記のとおり、「Y1証券は、会計監査人からその監査方法につき、①売上債権の残高確認は、会計監査人が取引の全件につき、FOIを通さずに売上として計上された各取引先に直接郵送し、回答書も直接受領して実施し、その実在性を客観的に確認していること、②売上債権の回収確認は預金通帳及び海外送金記録と照合していること、③銀行の残高確認作業は会計監査人が直接銀行と対応していること、④出荷状況は運送業者に確認していること、棚卸時に外部倉庫で在庫の確認をしたこと、⑤取引先のうち、訴外A社、台湾の訴外B社については現地で実査して取引の実在を確認していること、具体的な報告を受け、さらに会計監査人から第2投書を踏まえて、そこに記載された粉飾を実現するには、相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいとの意見を聴取したのであるから、Y1証券としては、第1投書及び第2投書において粉飾と指摘されたFOIの各取引について、既に会計監査人による取引先全件に対する直接の売上債権の実在性の照会、各帳票類及び預金通帳の原本等を用いた取引の実在性に関する実証的な確認が適切になされていると認識していたとすることができる。なお、第1投書及び第2投書には、会計監査人が粉飾決算に関与しているとの指摘はないところ、会計監査人から預金については本社において実査した、売上債権について通帳等と照合してその取引の実在性を確認したとの説明を受ければ、会計監査の常識からして、会計監査人が直接預金通帳の原本を確認したと認識するのが通常である」。

「また、Y1証券自身も、第1投書を受領する前に取引先である訴外A社及び台湾の訴外C社を実査して販売実績を既に確認していたこと、自主規制法人が第1投書を踏まえて売上債権の存在、売掛金の回収状況等につき預金通帳原本と照合するなどして実査した際にY1証券もこれに立ち会い、特に問題が指摘されなかったこと、訴外A社に対する売掛金は全額回収済みであるとの報告を受けたこと、第1投書で共謀関係を指摘されている取締役等以外のFOI常勤監査役に対しても、数回にわたりヒアリングし、FOIにおける監査役の業務監査体制に問題がないことや取締役らの説明についての裏付けを確認しており、これら一連の追加調査等の結果は、会計監査人の上記報告内容を一層裏付けるものであった。そこで、Y1証券は、これらの事情を総合的に踏まえて、第1投書及び第2投書に記載された巨額な粉飾の指摘は信憑性がなく、会計監査人の監査結果（無限定適正意見）に関する信頼性についての疑義が払拭されたと判断し、FOIとの間で元引受契約を締結した」。

「これらの諸事情によれば、Y1証券の上記判断は合理的であり、Y1証券は、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意義務を尽くしたものであって、会計監査人による監査結果（無限定適正意見）を信頼することが許され、「相当な注意を用いた」ものと認められる」。

「したがって、Y1証券は、本件有価証券届出書のうち、財務計算部分（平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表）以外の虚偽記載部分及び本件目論見書の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書等の虚偽記載を知ることができなかったものと認められる」。

「これに対し、Xらは、Y1証券が第1投書及び第2投書を受領したことにより、一層高度な注意義務を負うと主張し、①国内等の倉庫の存在について調査する義務、②訴外A社等の取引先に対し販売台数・販売額を調査する義務、③装置の設置を確認・調査する義務、④預金通帳の原本を確認・調査する義務、⑤輸出業者に対して輸出許可通知書の原本を確認・調査する義務に加え、第1投書の真偽を審査するため、⑥投書作成者と思われる松本をヒアリングする義務、⑦訴外A社の購買担当者及びその他訴外A社の関係部署を調査する義務があったにもかかわらず、Y1証券は、これを行わず、あるいは調査が不十分であり、第2投書を踏まえた東証らの預金通帳原本の開示要請をFOI専務の希望に従い阻止しており、

相当な注意を用いた審査義務を尽くしていない旨主張する」。

「しかしながら、先に説示したとおり、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、自ら財務情報の正確性について公認会計士等と同様に実証的な方法で直接調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な限度で追加調査を実施すれば足りる。本件においては、前記のとおり、Y1証券としては、既に会計監査人及び自主規制法人が預金通帳原本を確認し、直接的に取引先、在庫等の実査も適切に実施して取引の実在性を客観的に確認しているとの認識を有していたのであるから、独自に預金通帳の原本等を確認する義務、取引先について実査する義務、在庫の状況、装置の運送状況について実査する義務等があったとはいえない。Xらは、会計監査人において、残高確認書の送付先の適性について調査しておらず、Y1証券もこの点の確認を怠ったと主張するが、第1投書及び第2投書においても取引先による残高確認書の偽造又は送付先の偽装工作についての指摘はなく、会計監査人からは全取引先から残高確認書を回収したとの報告を受け、特段不自然な点があったとは報告を受けていない以上、Y1証券が残高確認書の送付先の偽装を疑うことは困難であったというべきであり、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を怠ったとはいえない。また、Xらは、Y1証券が第2投書の後に東証らの預金通帳原本の開示要請をFOI専務の希望に従い阻止したと主張するが、前記の通り、会計監査人により原本確認は行われていると認識していた上、既に自主規制法人によって平成20年3月期までの預金通帳原本との突合はなされており、再三にわたり預金通帳原本の提示を求められたことに対する不満もやむを得ないとして、自主規制法人の意向を確認したところ、写しで構わないとの回答を得たという経過であり、Y1証券において預金通帳原本の開示要請を阻止したのではないから、上記判断を左右するものではない。さらに、Y1証券が訴外Dに対するヒアリングを実施しなかった点も、FOIの役員から、訴外Dが精神的に不安定な状態であったが、社内でのカウンセリングを経てようやく安定し、退職する気持ちになっているとの情報を得ており、FOI常勤監査役からも同様の情報を得ていたというのであり、このような情報に加え、訴外Dが第1投書を送付したという情報もそのような疑いはあったものの、必ずしも確実な根拠に基づくものとはいえず、訴外Dからは何らの働き掛けもなかったことを考慮すると、Y1証券が訴外Dに対するヒアリングを差し控えたことが、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を欠いた判断であったとまではいえない」として、Y1証券は財務計算部分以外の有価証券届出書の虚偽記載について相当な注意を用いたにもかかわらず虚偽記載を知ることができなかったから金商法21条2項3号により、同条1項4号の責任を負わず、目論見書の虚偽記載についても同様であるとして金商法17条但し書により同条本文の責任を負わず、またY1証券に過失が認められないから不法行為も成立しないと判示した。

### ③本判決

本判決は、「引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められている」とした上で次のとおり、匿名投書を受けてのY1証券の対応を検討して、疑義の内容等に応じた調査確認を行ったと評価できないと判示した。

「本件有価証券届出書のうち監査人による金商法193条の2第1項の監査証明が付された本件各事業年度の財務諸表には、FOIが平成16年頃以降継続して行ってきた多額の架空売上げの計上に係る本件虚偽記載が存在しているのであって、本件有価証券届出書の財務計算部分に、重要な事項について虚偽の記載があったと認められる」。

「そして、Y1証券はFOIの引受審査に際して本件各投書を受け取っていた。これらは、FOIの平成16年3月期以降の売上げの大半が架空計上によるものであることを指摘するものであり、上記の指摘内容は、FOIが、その計算書類等において、平成16年頃以降、売上高の急増、売上げの計上時期の偏り、売掛金期末残高の著しい増加、売上債権回転期間の顕著な長期化、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナスの連続計上等、売上高の粉飾の典型的な兆候といえる複数の事象が継続してみられる状況にあったことと

よく符合するものであった。また、本件各投書は、FOI 役員ら、FOI の営業部長及び Y1 証券の担当者の個人名並びに FOI の売上高及び売上げの内容等について、Y1 証券において把握している事実関係と合致する記載がされており、かつ、FOI 役員らが共謀し、A 社等に協力者を確保して証憑類の大半を偽造し、製品を実際に倉庫から運び出して出荷を装うなどの方法により架空売上げの計上が行われているなどとして、粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘するものであって、FOI の内部の者が事実に基づき作成した可能性が十分に考えられるものであった」。

「そうすると、本件各投書は、FOI の有価証券届出書に記載されるべき最近事業年度及びその直前事業年度の財務諸表の売上高欄等に重大な虚偽記載があることを相当の信憑性をもって指摘するものであったといえ、Y1 証券は、これらを受け取ったことにより、当該財務諸表についての監査人による監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接していたものというべきである」。

「Y1 証券は、FOI の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであり、本件各投書による上記疑義の内容等に応じて、FOI に対して必要な資料の提示を求め、監査人から事情を聴取し、監査人に追加の調査報告を求めるなど、上記監査の信頼性に関する種々の調査を行うことができたといえ、また、これを行うことが期待されていたといえる。

ところが、Y1 証券は、第 1 投書が FOI らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容を把握した後、FOI 役員らに対して直ちに上記内容を伝え、第 1 投書は FOI の従業員等が業務妨害の意図で送付したものである旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしている。加えて、Y1 証券は、第 1 投書の作成者と思われる者が内部監査室長を務めていた者であったにもかかわらず、第 2 投書を受け取ってもなおその者から事情を聴取するなどの調査確認を行っていないのであって、そもそも本件各投書の信憑性の評価を大きく誤ったものというほかない。Y1 証券は第 1 投書を受け取った後にその指摘に係る A 社の関係者に対するストックオプションの付与の事実がないことを確認しているものの、このことをもって本件各投書に信憑性がないと直ちに評価し得るものではない」。

「Y1 証券は、第 1 投書を受け取る前に、監査人の監査実績及び監査体制に特段の問題がないことを確認し、本件各投書の受取の前後を通じて、監査人が実施した監査手続の内容について聴取している。しかし、上記の聴取に係る監査手続は、売掛金の実在性を売掛先から監査人に返送されたとする残高確認書によって確認するなどしたものにすぎず、本件偽装取引先の協力者の関与の下、注文書、検収書等を含む証憑類の大半を偽造するという本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性に対応したものとはいえない。また、Y1 証券は、上記監査手続において証憑類の原本確認が行われたか否かすら具体的に確認していないものであって、上記手法による粉飾決算の可能性を否定するに足る監査手続が実施されているか否かを確認したとはいえない」。

「Y1 証券は、第 1 投書を受け取る前に、本件偽装取引先のうち 2 社の訪問調査等を実施し、さらに、第 1 投書を踏まえた追加調査として、売上げに関する証憑類の突合等を実施している。しかし、上記訪問調査は FOI の提案に従いその対象を選定して実施されたものであり、このうち 1 社は本件各投書の内容に照らして協力者であっても矛盾しない者が担当者として対応したものである。また、上記突合は証憑類の写しの相互に矛盾がないことを確認したにとどまるものであって、これらの調査は本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性を否定するに足るものとはいえない」。

「そうすると、Y1 証券が、本件会社の引受審査において、本件会社の本件各事業年度の財務諸表についての監査人による監査がその信頼性の基礎を欠くものではないことにつき、本件各投書による疑義の内容等に応じて調査確認を行ったとみることはできないというべきである」として、Y1 証券は金商法 21 条 2 項 3 号による免責を受けることはできないと判示した。

### 3) 検討

#### ① 監査済み財務情報に対する合理的な信頼

一審判決、控訴審判決はともに、監査済み財務情報（財務計算部分以外の部分も含む）の適正性は一義

的には監査人の責任とするのが金商法の趣旨であるとして、元引受証券会社には監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無を調査する義務があり、審査の結果そのような事情が存在しないことが確認できた場合は、監査結果を信頼することが許され、他方で疑義を生じさせるような事情が判明した場合は、元引受証券会社が追加調査を行うことが必要であるとした。

これに対して、本判決は、監査結果の信頼性に疑義を生じさせる事情の有無の調査義務には言及せずに、監査結果の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には監査が信頼性の基礎を欠くものではないことを調査する義務があると判示したのみで、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情に係る元引受証券会社の調査義務の有無について判断を示さなかった。

一審判決、控訴審判決は、監査結果の信頼性に疑義を生じさせる事象として、(i) FOIの6つの事情、すなわち(事情1)売上高の異常な増加、(事情2)期末期付近における多額の売上計上、(事情3)売掛金残高の異常な増加、(事情4)売上債権回転期間の大幅な増加、(事情5)営業キャッシュ・フローの継続的な赤字、(事情6)生産能力の不足<sup>57</sup>、及び(ii) FOIが粉飾を行っていることを指摘する2度の匿名投書、のそれぞれが粉飾を疑わせる事情に該当するとする枠組みをとり、(i)については一審判決、控訴審判決ともに、Y1証券は相当な注意を尽くしたと判断し、(ii)について一審判決と控訴審判決で判断が分かれていた。これに対して本判決は、監査結果の信頼性に疑義を生じさせる事象として(ii)のみを取り上げて匿名投書で指摘された事項に対するY1証券の調査に絞って評価する枠組みをとった。

後藤は、「公認会計士・監査法人と言えども完璧なゲートキーパーであるわけではなく、不注意により虚偽記載に加担する可能性もないわけではないことを考慮すると、公認会計士・監査法人の監査を盲目的に信頼することにはリスクが伴う。かといって、必ずしも企業会計の専門家ではない元引受証券会社が財務情報の開示の正確性について公認会計士・監査法人と同様の調査を自ら常に行うのでは、無駄なコストが生じてしまう。合理的な対応として考えられるのは、まずは公認会計士・監査法人による監査の結果を信頼できるかどうかを調査・確認し、信頼することができないことが判明した場合にのみ、元引受証券会社が自ら財務情報の開示の正確性について調査を行うということであろう」<sup>58</sup>としたが、一審判決、控訴審判決の判旨はこれと同趣旨と評価できる<sup>59</sup>。

「財務計算部分」への注意義務について17条援用説を採用した控訴審判決は、元引受証券会社の注意義務の具体的な内容として、目論見書使用者としての金商法17条と金商法21条2項3号の注意義務を区別せず、同じ水準の注意を用いることを求めており、この点も後藤説と整合的といえそうである<sup>60</sup>。

## ②財務情報の red flag (6つの事情) についての評価

### 判旨の概要

一審判決、控訴審判決ともに、(i) FOIの6つの事情、すなわち(事情1)売上高の異常な増加、(事情2)期末期付近における多額の売上計上、(事情3)売掛金残高の異常な増加、(事情4)売上債権回転期間の大幅な増加、(事情5)営業キャッシュ・フローの継続的な赤字、(事情6)生産能力の不足、及び(ii) FOIが粉飾を行っていることを指摘する2度の匿名投書、のそれぞれが粉飾を疑わせる事情 (red flag) に該当すると指摘し、(i)については一審判決、控訴審判決ともに、Y1証券は相当な注意を尽くしたと判断し、本判決は独立した争点として(i)を取り上げなかった。

57 本判決では、6つ目の事情「生産能力の不足」には言及しなかった。

58 後藤・前掲注(15)386-387頁。

59 木村も、「金商法は引受審査における元引受人と監査人の役割分担を定めたと解されることから、元引受人の引受審査の注意義務の範囲を一定の範囲に限定した判旨の理解は、元引受人の審査業務の効率性や過度な責任負担を軽減する観点からも支持できる」と評価する。木村・前掲注(37)108頁。

60 後藤は、「現行法の解釈論としては、監査証明を受けた財務諸表の虚偽記載について元引受証券会社が同法17条の目論見書使用者としての責任を免れるために尽くすべき「相当な注意」の水準は、単なる目論見書使用者としての注意水準ではなく元引受証券会社としての注意水準であると解すべき」としていた。後藤・前掲注(15)404頁。

## 学説の評価

この「6つの事情」に対してY1証券が注意義務を尽くしたとの一審判決、控訴審判決の判断については、概ね肯定的に評価されている<sup>61</sup>。

一審判決を前提とした研究では、匿名投書は売上高の異常な増加などの事情と整合的であったのであるから、6つの事情に関して「相当な注意」を用いていたかは匿名投書があったことを前提として審査すべきだったとの指摘もなされている<sup>62</sup>。この点、控訴審判決では、匿名投書への対応として、「第1投書及び第2投書の各内容に対応して、そこで指摘された手法での本件粉飾の存在の蓋然性及びこれを会計監査の過程で見逃した可能性について調査」する必要があるとした上で、Y1証券が引受審査を通じて実施した審査及び匿名投書を踏まえて実施した追加調査等の対応について検討した上で、匿名投書に記載された粉飾の指摘は信憑性がなく、監査結果の信頼性についての疑義は払拭されたとY1証券が判断したことは合理的であったと判示しており、信憑性がないのであれば、6つの事情についての注意義務の判断において匿名投書を前提とする必要はないと整理できる<sup>63</sup>。もっとも、本判決は6つの事情に対するY1証券の調査を不十分と判断したことが前提となっていると評価できるであろう。

遠藤は、FOIが平成20年3月期以降はリピート機の販売が見込まれるために売上債権回転期間は短縮する旨の説明をしていたのにそうならないことや、同業他社と異なって一貫してマイナスのキャッシュ・フローであったこと、売上が増加していたのに設備投資が少額であることなどから、FOIの説明は破綻していたなどと主張していたが<sup>64</sup>、売上債権回転期間はスクリーニングのための指標に過ぎず、売上高、売上債権の実在性については監査の意見や個別の質疑等を通して確認していたこと、決算上の売上が急速に伸びていたことに照らすとリピート機の販売の増加を上回って新規の販売が伸びているとFOIが説明することもできたと思われること、営業キャッシュ・フローについても同様に新規案件があれば回収まで長期を要するためにマイナスが継続し得ること、一般論として増産にあたって設備投資が必要かどうかは既存設備の稼働率によって異なることなどからも、遠藤のあげる事情をもってY1証券に注意義務違反があったと直ちに判断することはできないように思われる。

### ③追加調査に係る注意義務の内容

どのような場合に追加調査が必要となるか

いずれの判決も、監査の信頼性に疑義を生じさせる事情を元引受証券会社が把握した場合には、追加調査が必要となるとした。

一審判決は、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無を厳正に審査した結果、「かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され、元引受証券会社において公認会計士等と同様の審査を改めて行わなければならないものではないと解するのが相当」と判示して、Y1証券の追加調査では、Y1証券は注文書や外国被仕向送金計算書等の原本又はオリジナルデータの確認、取引先への照会などの実証的手続きを行うべきだったとして、これらを行わなかったことが注意義務違反に当たると判断した。

これに対して控訴審判決では、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合においても、元引受証券会社は、財務情報の正確性について公認会計士等と同様に実証的な方法で調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施すれば足りると判示した。

本判決では、Y1証券は、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接していた、すなわち粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘する匿名投書を受領していたため、疑義の内容に応じて

61 鳥田・前掲注(35)85-86頁、藤林・前掲注(37)7頁。

62 小出・前掲注(34)66頁〔加藤発言〕、遠藤・前掲注(37)「一審判批」194頁。

63 藤林・前掲注(37)7頁。

64 遠藤・前掲注(37)「控訴審判批」138-139頁。



FOI に対して必要な資料の提示を求め、監査人から事情を聴取し、監査人に追加の調査報告を求めるなど、監査の信頼性に関する種々の調査を行う必要があったとした。

#### 匿名投書に対する Y1証券の調査に対する判決の評価

各判決は、匿名投書を受けて Y1証券が行った調査に対して、次のように評価した。

一審判決では、匿名投書により監査結果の信頼性に疑義が生じたために Y1証券には、(i) 注文書や検取書類、預金通帳、外国被仕向送金計算書等の原本を確認する義務、(ii) 取引先に売上の実在性を確認するための調査を行う義務、(iii) 第 2 投書を受けて改めて調査を行う義務などがあったものの、Y1証券がこれを行わなかったことが注意義務違反に当たるとされた。

これに対して控訴審では、事実として (i) (a) 審査担当者が監査人に行った質問の回答書から、会計監査人が預金通帳の原本を確認したと認識していたこと、(b) 第 1 回目の匿名投書を踏まえて自主規制法人が行った FOI への実査に立ち会って、売上計上日等の記載のある案件リストに記載された振込元と日付が預金通帳の原本と整合しているかの確認を現認したこと、(ii) 第 1 投書受領前に国内と台湾の取引先を訪問して、販売実績を実査していたこと、(iii) 第 2 投書受領後に監査人に対して質問書を提示して回答とヒアリングによって監査手続きを確認し、匿名投書に記載された粉飾は行うことが難しいとの意見を得ていたことなどが追加的に認定され、Y1証券に注意義務違反はなかったと判断した。また、元引受証券会社は監査人と同様の実証的な調査は必要ないと説示したためか、判示では言及されていないものの、Y1証券の主張においては、(a) 自主規制法人の実査に同行した際に自ら製品販売案件の帳票類と預金通帳の写しの突合作業を実施したこと、(b) 第 2 投書受領後の会計監査人から平成 21 年 3 月期末の残高確認書の原本の提示を受けたこと、(c) 自ら FOI から預金通帳の写し及び海外入金記録の写しの提出を受けて、FOI 作成の回収実績を示した一覧表との照合確認を実施したこと、(d) 訴外 A 従業員に対してストックオプションを付与した事実がないことを取締役会議事録等の資料を閲覧して確認したこともあげられた<sup>65</sup>。

本判決は、Y1証券が行った調査が匿名投書による疑義の内容に応じた調査確認を行ったとはいえないとする理由として、(i) 第 1 投書が FOI 役員らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容 FOI 役員らに対して直ちに伝え、第 1 投書は FOI の従業員等が業務妨害の意図で送付したと思われる旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしたこと（経営者不正の指摘への対応）、(ii) 第 1 投書の作成者と思われる者が内部監査室長であったにもかかわらず、第 2 投書を受け取ってもなおその者から事情を聴取するなどの調査確認を行っておらず、そもそも匿名投書の信憑性の評価を大きく誤ったこと（投書作成者に対する聴取、調査）、(iii) 第 1 投書を受け取る前に、監査人の監査実績及び監査体制に特段の問題がないことを確認し、匿名投書受領の前後を通じて監査人が実施した監査手続きの内容について聴取しているが、聴取した監査手続きは売掛金の実在性を売掛先から監査人に返送されたとする残高確認書によって確認するなどしたものにとどまらず、偽装取引先の協力者の関与の下に注文書、検取書等を含む証憑類の大半を偽装するという匿名投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性に対応したものとはいえないこと、監査人の監査手続きにおいて証憑類の原本確認が行われたか否かを具体的に認識しておらず、匿名投書が指摘する手法による粉飾決算の可能性を否定するに足る監査手続きが実施されているか否かを確認したとはいえないこと（監査人の監査手続きの内容の聴取、確認）、(iv) 第 1 投書を受け取る前に偽装取引先のうち 2 社の訪問調査等を実施したが、訪問調査は FOI の提案に従って対象を選定して実施されたものであり、このうち 1 社は匿名投書の内容に照らして協力者であっても矛盾しない者が担当者として対応したものであること（取引先に対する調査）、(v) 第 1 投書を踏まえた追加調査として、売上に関する証憑類の突合等を実施しているが、証憑の突合は証憑類の写しの相互に矛盾がないことを確認したにとどまるものであって、これらの調査は匿名投書の指摘する手

65 筆者は、以上のような控訴審判決で示された Y1証券の調査内容を前提とすれば、元引受証券会社に実証的な調査を要求する一審判決の枠組みを当てはめても Y1証券の調査に過失はなかったとの結論になり得るものと考えていた。拙稿「控訴審判批」・前掲注 (37)「控訴審判批」151-152頁。

法による粉飾決算の可能性を否定するに足りるものとはいえないこと（証憑の突合調査）をあげる。

#### 学説の評価

島田は、監査の信頼性に疑いを抱いた場合には元引受証券会社において監査人と同様の審査を改めて行うことを求めるかのような一審判決の判示部分は、元引受証券会社が監査人と同じような立場で財務内容を監査することはできないとの考慮で免責要件が区別されたことからすると、やや行き過ぎの感があるとする<sup>66</sup>。

柿崎は、財務情報の信頼性に対する重大な疑義が生じた場合には、通常要求される注意義務を用いた追加調査で足りず、その疑いを払拭する程度の厳正な審査を行う必要があるとし、Y1証券は監査人を通じた確認を行ったに過ぎず、直接、預金通帳等の各帳票類の原本確認等の作業を行わなかったこと、内部告発者と推測される人物に対する面談を行わなかったことなどを挙げて、注意義務を尽くしたとは評価できないとした<sup>67</sup>。遠藤は、粉飾を疑わせる重大な事情が存在し、かつ相互の役割分担に対する疑義が生じている場合には元引受証券会社は自らあるいは他の専門家を起用して実証な方法で調査する義務を履行することが求められるとすべきとする<sup>68</sup>。これに対して藤林は、監査結果の信頼性と監査人自体の信頼性を区別して、本件は監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が存在していた事案であるが、匿名投書にも監査人が粉飾に関与しているとの指摘がなかったように監査人自体の信頼性に疑義が存在していたわけではない事案であるため、本判決は監査人自体の信頼性に疑義がある場合に実証的な方法を執るとる義務が生じ得ることを否定するものではないとし、企業会計及び会計監査の専門家である監査人を信頼できる場合には元引受証券会社は監査済みの財務情報の正確性について自ら実証的な方法をとる義務はないという解釈は、最適な抑止の観点から合理性を認め得るとする<sup>69</sup>。

また遠藤は、控訴審判決が、追加調査における注意義務として元引受証券会社として「通常要求される注意」に限られていることを批判し、粉飾を疑わせる事情がある場合には一審判決が示したように通常の審査とは異なる方法により審査を行う注意義務があると解すべきとする<sup>70</sup>。これに対しても藤林は、控訴審判決は監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたか否かに関する元引受証券会社の判断の合理性について「一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意」を用いていたかを基準として判断されるという趣旨を述べているに過ぎず、粉飾を疑わせる重大な事情が存在する場合における一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意は「高度な注意」となり、それに照らして合理性が判断されるであろうとする<sup>71</sup>。後藤も、red flagがあった場合に何をすべきかは、虚偽記載の疑いが払拭できたといえるために必要な調査を実施したか否かを事案毎に判断していくことになると思われるとしていた<sup>72</sup>。

#### ④私見

##### 証憑類の原本確認についての評価

本判決は「監査人の監査手続きにおいて証憑類の原本確認が行われたか否かを具体的に認識して」いなかったこと、一審判決は注文書や検収書類、預金通帳、外国被仕向送金計算書等の原本を確認しなかったことが注意義務違反に当たると評価したが、これには疑問がある。

控訴審では、Y1証券の審査担当者は、監査人に行った質問の回答書から監査人が預金通帳の原本を確認していたと認識していたことが認定されている。匿名投書では監査人が粉飾に関与しているとは指摘されていないことから、会計監査の専門家である監査人が預金通帳の原本確認を行ったという事実を信頼

66 島田・前掲注（35）84頁。

67 柿崎・前掲注（37）「控訴審判批」188-819頁。

68 遠藤・前掲注（33）「控訴審判批」135頁。

69 藤林・前掲注（37）6頁。

70 遠藤・前掲注（33）「控訴審判批」136-137頁。

71 藤林・前掲注（37）6頁。

72 後藤・前掲注（15）396頁。

することは許容されそうである<sup>73</sup>。また、事実認定の対象とはされなかったが、控訴審で第2投書受領後の会計監査人から平成21年3月期末の残高確認書の原本の提示を受けたことも主張している。さらに、Y1証券は一審判決では、自主規制機関が1回目の匿名通報直後に、匿名通報受領の事実をFOIにもY1証券にも告げずに行った追加調査で、預金通帳の原本を含む帳票類の確認を行い、そこにY1証券公開引受部も立ち会っていたことが認定されている。

以上を前提にすると、監査人の監査手続きにおいて証憑類の原本確認が行われたか否かを具体的に認識していなかったことが注意義務違反に当たるとの本判決の評価は、控訴審までの認定事実をどのように評価したか明確ではないこと、監査人が証憑類の原本を確認していた事実を聴取して自主規制法人の証憑類の確認には同席もしていたY1証券が繰り返しとなる同じ確認をする必要性は直ちには認められないこと、仮に証憑類の原本の閲覧をY1証券が行ったとしても監査人や東証と同様に粉飾決算の事実を把握できなかった可能性が高いように思われ、その意味で原本を確認と粉飾の発見には因果関係が乏しいように思われることから<sup>74</sup>、判決の当該部分には疑問がある。

### 具体的な審査規範の不存在

監査の信頼性に疑義を生じさせる事情を元引受証券会社が把握した場合には、追加調査が必要となるとする大きな評価枠組みはいずれの判決も共通するが、具体的な事実の評価については本判決、一審判決と控訴審で異なっている。

財務情報の適正性について責任を負う第三者である監査人は、金商法193条の2第5項が監査証明は内閣府令で定めた基準及び手続によって行うべきこと、監査証明府令3条2項が監査報告書は一般に公正妥当と認められる監査に関する基準及び慣行に従って実施された監査の結果に基づいて作成されなければならないこと、同条3項が企業会計審議会により公表された監査基準等が「一般に公正妥当と認められる監査に関する基準」に該当することが定められていること、さらに日本公認会計士協会が公表する監査実務指針は、監査基準を具体化したものとして、「一般に公正妥当と認められる監査に関する基準」を形成するとされていることから、監査実務指針に準拠して監査を行ったと証明すれば、特段の事情がない限り注意義務の基準を充たしたとされるため（東京地判平成19年11月28日判タ1283号303頁）<sup>75</sup>、監査実務指針は監査人にとってのセーフ・ハーバー・ルールとして機能していると評価される。

他方、日本証券業協会が金融庁の意見も踏まえて定めた自主規制ルールである『有価証券の引受け等に関する規則』及び『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則は、金融商品取引業者の自主規制機関である日本証券業協会が証券会社に対して課した規律であって、一審判決、控訴審判決においては元引受証券会社が払うべき注意義務の基準を示すものと位置付けられており、元引受証券会社の注意義務を検討する上でも一定の重要性を有するとされるが、監査実務指針と異なり、引受規則は元引受証券会社がとるべき審査手続きや評価基準などが具体的に定められているのではなく<sup>76</sup>、元引受証券会社に財務状況、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う義務を課す金商法40条2号とこれを受けた金商業府令123条1項4号も同様のため<sup>77</sup>、これらはセーフ・ハーバーとして機能しえない。

73 一審判決の認定によれば、匿名投書も監査人が粉飾に共謀しているとまでは指摘していない。

74 もちろん、相当な注意を払ったことが金商法21条の免責要件であるため、調査したとしても分からなかったというだけでは免責理由として相当ではない。

75 龍田節「公認会計士の責任と保険の対象」上柳克郎編『大森先生還暦記念 商法・保険法の諸問題』（有斐閣・1972）527頁、弥永真生「監査報告書の見直し」金融商品取引法研究会研究記録63号（2018）7頁、松尾・前掲注（16）193-194頁。なお、監査実務指針を収録した『監査実務指針集（四訂版）』（日本公認会計士協会・2020）は1096頁からなる。

76 日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」<[https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/200915\\_hikiuke.pdf](https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/200915_hikiuke.pdf)>、「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則」<[https://www.jsda.or.jp/about/content/170630\\_hikiuke.pdf](https://www.jsda.or.jp/about/content/170630_hikiuke.pdf)>、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」前掲注（14）。

77 金商法40条2号と金商業等府令123条4号は、元引受証券会社に対して発行者の財務状況、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うことを求めているが、「適切な引受審査」の具体的な内容について金融庁はパブリックコメントで「引受審査の適切性については、一律の基準を示すことは困難であり、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられますが、監督指針Ⅳ-3-2-2（1）における記載にも留意する必要があると考

これは元引受証券会社の審査対象とすべき事項が幅広いこと、対象が幅広く規則策定に充てることができるリソースが不十分なままに具体的な基準や手続きを規定化すると漏れや意図した潜脱が起こりやすいと考えられることなどからやむを得ない面があるが<sup>78</sup>、このために本事件の一連の判決にみるように、元引受証券会社が注意義務を尽くしたかどうかの判断は裁判所の心証に委ねられる部分が大きくなる<sup>79</sup>。

過失責任の下では引受証券会社による監視機能に期待するのであれば、裁判所又は規制当局が最適な監視行為を行わせるのに適当な注意義務の基準を明確にしなければ元引受証券会社はどの程度の注意義務を尽くせばよいのか判断が難しく、場合によってはマイナスの効果ももたらし得る。すなわち、既に厚い評判資本（reputation capital）を有している会社は証券取引法21条の規定がなくとも評判の資本を守るためにデュー・ディリジェンスを積極的に行うインセンティブを有しているため、金商法21条等の民事責任規定は機会主義的な行動をとるインセンティブが強い評判資本の乏しい元引受証券会社に慎重にデュー・ディリジェンスを行わせることが目的であるともされる<sup>80</sup>。注意義務の基準が不明確である場合、そのような評判資本の乏しい元引受証券会社はこれを緩やかに解釈する可能性がある一方で、厚い評判資本を有する元引受証券会社の方はコンプライアンスに係る強い要請などから、慎重に解釈することで、評判資本の乏しい元引受証券会社に対して競争力を減じてしまうという、いわゆる逆選択（adverse selection）が元引受証券会社間で起こってしまう虞がある。この観点からは、元引受証券会社が払う「相当な注意」の内容をある程度明確にすることが望ましいといえよう。

## 現在の規制、実務に照らした検討

### 公益通報者保護法

本判決は、財務情報に係る調査とは直接関わらない匿名通報への対応として、「Y1証券は、第1投書がFOI役員らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容を把握した後、FOI役員らに対して直ちに上記内容を伝え、第1投書は本件会社の従業員等が業務妨害の意図で送付したものである旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしている」とした。一審判決で認定された事実をみると、平成20年2月25日にY1証券監査役宛ての第1投書を開封して直ちに第1投書が届いたこと及びその内容をY1証券公開引受部からFOI専務に伝え、その後の3月25日にY1証券引受審査部担当者からFOI専務に対して、「内部の不満分子が第1投書を作成したのであれば労務管理体制自体に問題があるということになるし、第1投書の作成者が特定されなければレピュ

---

えられ」とする。金融庁監督局証券課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（令和3年1月）では「引受け等の審査に係る留意事項」として、①日本証券業協会自主規制規則「有価証券の引受け等に関する規則」等を踏まえ、発行体の財務状態及び経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の審査に関する適切な規程が整備され、実質的な審査が的確に行われているか、これらの審査結果を確実に検証できる体制が整備されているか、②共同主幹事である他の証券会社等の審査に依存し、自らは審査を行わないこととしていないか、③審査を行う部署の営業部門からの独立性が適正に確保されるなど、審査を適切に行うための体制整備が図られているか、④引受けを行うに当たり、社内他の部署との利益相反を検証・評価する機能を有しているか、また、それにより、利益相反となる状態を防止するための態勢が整備されているか、⑤著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことを防止するために、法令や自主規制規則を踏まえ、価格の算定方法等に関する適切な規程が整備されるとともに、引受けの条件を適切に決定するための態勢整備が図られているかをあげる。

78 オーストラリアではSecurities Institute of Australiaが1991年に引受人による調査のチェックリストとして1991年にDue diligence guideを公表したが、チェックリストを用いることで重大な懸案事項に係る調査を省略するリスクがあるため使われておらず、現在の実務では、発行体の事業やデュー・ディリジェンスのプロセスで求められる事項を確認するための、よりリスク・ベースのアプローチが採用されているとのこと。Australian Securities & Investments Commission, Due diligence practices in initial public offerings (Report 484, Jul. 2016) at 29. <<https://download.asic.gov.au/media/3935850/rep484-published-14-july-2016.pdf>>.

米国で引受人のセーフ・ハーバー・ルールとすることが企図して提案されたAircraft Carrier release, Fed. Sec. K. Rep. at 81,547. も具体的な審査手続き等を定めるものではなかったし、最終的に廃案となった。

79 一審判決に対して「専門家である公認会計士とは別に主幹事証券会社に独自の追加調査を義務付けているが、その追加調査の方法は、本件事案の粉飾方法をみた上での結果論という印象が残る」とする評釈として、谷健太郎「一審判批」金法2089号（2018）5頁。

80 Reiner H. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, 2 Journal of Law, Economics, & Organization, 53

ーションリスクが内在し続けることになることから、このまま上場を目指すのであれば作成者を特定し、内部者であれば社内処分を行うべきであると要請した」と認定されている。

Y1証券の当該行為については、令和2年改正の公益通報者保護法施行下であれば、12条（公益通報対応業務従事者の義務）「公益通報対応業務従事者又は公益通補対応業務従事者であった者は、正当な理由がなく、その公益通報対応業務に関して知り得た事項であって公益通報者を特定させるものを漏らしてはならない」への違反行為の教唆に当たり得るとの指摘もあり<sup>81</sup>、通報者の特定やその処分を促したY1証券の一連の行為を不適切と評価したものと思われる。

粉飾決算を指摘する内部通報への対応を重く評価した本判決は、公益通報の慎重な取り扱いを求める立場ともとれるが、他方で、本判決が示したような匿名通報を受けた元引受証券会社の調査義務を前提とすると、内部の事情に通じた悪意ある者がポイントをついて虚偽の内容の匿名通報をした場合、通報を受けた元引受証券会社や取引所は通報者にコンタクトできないために確認コストが非常に高くなり、また確認が不十分な場合は損害賠償責任を負うリスクもあることから、特に新規上場の場合はその実現に打撃を与えることができってしまうこととなり、これも一方の問題といえる。

もっとも、公的な通報窓口の整備や<sup>82</sup>、公益通報者保護法に基づく通補者保護への信頼の高まりなどを背景に顕名で通報しやすい環境が整ってきた現在では、匿名で行われた通報への評価、取扱いは本事件当時とは異なるものと思われる。

### 第三者委員会

現在であれば本事案のような匿名通報があった場合、現在であれば第三者委員会などによる調査が行われなければ監査法人から無限定適正意見を受けることができず、このための調査の過程で粉飾が発覚する可能性があることも指摘されている<sup>83</sup>。

平成25年3月に策定された「監査における不正リスク対応基準」では、本事案での匿名投書のような不正による重要な虚偽の表示を示唆する状況が識別された場合には、不正による重要な虚偽の表示の疑義が存在していないかどうかを判断するために、経営者に質問し説明を求めるとともに、追加的な監査手続を実施しなければならないとされ（第二10、付録2）、不正リスクの内容や程度に応じて、不正調査、IT等に関する専門家等の利用の可否を判断することが求められる（第二14）。また、これに対応するために日本弁護士連合会が平成22年に定めた「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」に準拠、または一部準拠した第三者委員会が設置されることが多くなっているとされる<sup>84</sup>。

現在、本事案のように上場審査の過程で東証や元引受証券会社に匿名通報が届いたのであれば、監査人が監査のために外部専門家による調査を求める可能性は高いし、そうでない場合も、取引所や元引受証券会社が事実上の上場の条件として第三者委員会による調査を求めることが期待できよう。

## 3. 排除された上告理由等に係る論点毎の判旨と検討

最高裁第三小法廷はY1証券に対する金商法21条1項4号の損害賠償請求に係る同条2項3号による免責の可否のみを争点とし、一審、控訴審で争われた①主幹事証券会社以外の元引受証券会社・受託証券会

81 山口利昭ブログ記事（令和2年12月23日）＜<http://yamaguchi-law-office.way-nifty.com/weblog/2020/12/post-ce55b9.html>＞。山口は、公益通報者保護法の改正に関与してきた宇賀判事が判決に関与した影響も見逃せないとする。

令和2年の公益通報者保護法改正の背景には、公益通報者が報復を受ける例も少なくなく、同法の実効性が疑問視されてきたこともあるとされる。宇賀克也「公益通補者保護法の改正」行政法研究33号（2020）i頁。

82 公益通報窓口は、証券取引等監視委員会公益通報窓口＜<https://www.fsa.go.jp/sesc/koueki/koueki.htm>＞、金融庁＜<https://www.fsa.go.jp/receipt/koueki/index.html>＞で整備され、東証も証券市場の不正取引、証券会社（取引参加者）の法令遵守、上場会社の不適正なディスクロージャー、新規上場申請者の上場適格性に関する通報窓口を設けている＜<https://www.jpex.co.jp/regulation/mail/index.html>＞。

83 三宅英貴「判批」商事法務ポータル（令和3年1月19日）。

84 藤津康彦＝矢田悠「企業の危機対応について—第三者委員会実務の現状と課題—」会計・監査ジャーナル738号（2017）71頁。

社の注意義務、②流通市場で取得した投資者に対する元引受証券会社の不法行為責任、③「コーポレート・ガバナンスの状況」の虚偽記載における「重要性」といった争点については上告理由として排除又は不受理として控訴審判決が確定された。不受理決定等は「上告受理の申立ての理由中の法令の解釈に関する重要な事項が含まれているとは認められない」という総合判断であって、最高裁として当該事件の法律問題に判断を示したのではなく、何ら判例として意義・効力を有するものでないが<sup>85</sup>、本項では一審判決、控訴審判決と学説等を踏まえて各論点を概観、検討する。

## （１）主幹事証券会社以外の元引受証券会社・受託証券会社の「相当な注意」の意義

### １）論点

主幹事である元引受証券会社とそれ以外の元引受証券会社では実務上も引受規則でも役割や実施する調査内容などが異なる。他方で、金商法21条、17条の条文では、主幹事である元引受証券会社とそれ以外の元引受証券会社の注意義務については区別して規定されておらず、主幹事以外の元引受証券会社の注意義務の内容が論点となる。

### ２）判旨

#### ①一審判決

##### 主幹事以外の元引受証券会社の注意義務

「我が国においては、株式の新規上場に当たり、数社から十数社の証券会社が引受シンジケート団を構成して元引受証券会社となり、そのうちの１社が主幹事証券会社となって発行会社に対し上場に関する指導、助言を行うとともに、発行会社に対する直接の引受審査を行い、上場申請に際し証券取引所に推薦書を提出し、主幹事証券会社以外の元引受証券会社は、上場申請後に主幹事証券会社から送付される引受審査資料等の資料に基づく審査を行って株式の引受けを行う実務慣行が確立されていることが認められる」。

「また、本件規則も、引受審査の在り方について、主幹事証券会社とそれ以外の元引受証券会社とを区別した規定を設けている。すなわち、本件規則によれば、主幹事証券会社は、引受審査を行うに当たり、引受審査資料を発行者から受領し（12条２項）、発行会社との間で確認すべき内容について書面の授受を行うとともに必要に応じて面談を行い（12条３項）、必要に応じて監査人からの聴取を行い（12条４項）、有価証券届出書及び目論見書に記載される財務情報の調査のため、監査人からコンフォートレターを受領し（12条５項）、証券アナリストの調査結果の活用を努めなければならない（12条６項）、主幹事証券会社以外の元引受証券会社に対し引受審査に必要な資料及び情報を提供するものとされているのに対し、主幹事証券会社以外の元引受証券会社は、主幹事証券会社から提供を受けた情報以外に引受審査の充実の観点から更に必要な情報があると認めた場合に直接発行会社に対し確認を行うとされているにとどまる（13条２項）。また、本件細則によれば、主幹事証券会社は、新規公開の場合には、引受審査資料等を発行決議の15営業日前までに主幹事証券会社以外の元引受証券会社に送付すれば足りるものとされている（８条１号、３号）」。

「以上のような我が国における新規上場における株式引受の実務慣行及び本件規則等の定めからすると、主幹事証券会社は、発行会社の上場に当たり、有価証券届出書等の開示書類の作成を指導・監督すべき立場にあり、引受審査に当たっても、発行会社に対する直接の審査を行うことが予定されているというべきであって、かつそれが可能な状況にあるといえるから、有価証券届出書等の開示書類の正確性について、発行会社の説明内容が信頼するに足りるものであるかどうかの裏付け調査を厳正に行うべき注意義務を負うと解すべきであるし、会計監査人による監査を経た財務情報についても、会計監査人に対するヒアリング等を実施し、監査結果を信頼することができるかどうかを厳正に審査すべき注意義務を負うと解すべきである」。

85 福田剛久＝佐藤裕義＝溝上誠「最高裁判所に対する民事上訴制度の運用」判タ1250号（2007）9頁、畑佳秀「民事判例の「実践的」読み方について—判決文等の形式面から読み取れること—」東京大学法科大学院ローレビュー13号（2018）50頁。

「これに対し、主幹事証券会社以外の元引受証券会社については、約2週間という短期間の間に、原則として主幹事証券会社から送付される引受審査資料等に基づく審査が予定されていることからすれば、財務情報を含む当該資料等に記載された事項については、主幹事証券会社による裏付け調査が行われているものとしてこれを信頼することが許され、その内容に矛盾点や不合理な点あるいは引受けの可否を判断するのに不十分な点がなければ、それ以上に裏付け調査等を行うことまでは要求されていないというべきである。

そして、以上のような相違を設けることは、主幹事証券会社以外の元引受証券会社が、引受審査において、すべて主幹事証券会社と同様に発行会社に対する質問、ヒアリング等を実施することは、発行会社の負担という観点に照らし現実的ではないことから首肯し得るものである」。

「Y2証券らは、FOIと元引受契約を締結した元引受証券会社であるところ、いずれも本件規則の定める引受審査のための社内体制を整備していたものと認められ、また、本件有価証券届出書等の虚偽記載を知らなかったものである」。

「ところで、先に説示した主幹事証券会社と主幹事証券会社以外の元引受証券会社の引受審査における注意義務の相違からすれば、主幹事証券会社以外の元引受証券会社は、主幹事証券会社から送付される引受審査資料等を精査し、その内容に矛盾点や不合理な点あるいは引受けの可否を判断するのに不十分な点がなければ、その内容を信頼して引受けを行うことにより、相当な注意を用いたものと評価することができるといふべきである」。

「Y2証券らは、いずれもFOIが上場申請をした後に同社から元引受証券会社となる旨の依頼を受け、上場承認の15日前までにY1証券から送付された引受審査資料等を検討し、必要に応じてY1証券に対し補足の質問をするなどし（ただし、Y6証券は質問を行っていない。）、より詳細な説明を受け、引受審査資料等の内容には不自然、不合理な点はないものと判断して、FOIとの間で元引受契約を締結するに至ったものである」。

「以上からすると、引受審査資料において、売上高の急増、売掛金残高の増加及びこれに伴う売上債権回転期間の長期化並びに生産能力については、FOIの事業特性を踏まえた一応の説明はされていたといふべきであり、これらの説明内容が同社の事業の客観的状況や半導体製造業界の動向にも合致していたことは前記認定のとおりであるし、Y2証券らのうち補充の質問をした被告らに対するY1証券の回答内容に、不自然、不合理な点があったことをうかがわせる証拠もない。そうすると、引受審査資料等に基づく引受け審査を行うことが予定されているにすぎず、第1投書又は第2投書の存在も知らされていなかったY2証券らとしては、FOIが財務情報に関する会計監査を経たということも考慮すれば、相当な注意を用いたとしても財務情報が虚偽であることを知ることは困難であったといふべきである」。

「以上によれば、Y2証券らは、引受審査に当たり、相当な注意を用いたとしても本件有価証券等の虚偽記載を知ることができなかったものと認められるから、金商法21条1項4号、17条の責任を負わないといふべきである。また、上記に説示したところによれば、Y2証券らについて、Xらに対する不法行為が成立するとは認められない」。

#### 受託証券会社の注意義務

受託証券会社Y11証券らについても、目論見書に虚偽記載があることを知らなかったとして、「元引受証券会社から株式の販売を受託した証券会社は、引受審査を行う立場にはなく、発行会社に対する直接の調査を行うことも予定されていないことからすれば、受託証券会社としては、目論見書を精査し、その内容に不自然、不合理な点がないかどうかを審査し、その結果、目論見の内容自体に不自然、不合理な点が認められない場合には、それ以上の調査をすることなく、その内容を真実であると信頼して株式の販売を行うことが許されると解すべきである」として、本件目論見書におけるFOIの売上高の急増等についての説明自体は不自然、不合理ではないこと、財務情報についてFOIの会計監査人による無限定適正意見、無限定の結論を表明する監査報告書、四半期レビュー報告書の写しが添付されていたことをあげて、「そうすると、本件目論見書は、目論見書の記載自体に不自然、不合理な部分があるとはいえず、FOIの株式



を販売した Y11証券らについては、相当な注意を用いたとしても本件目論見書の財務情報の虚偽記載を知ることができなかつたものと認められるから、金商法17条ただし書により、同条の責任を負わないと解すべきである。また、以上に説示したところによれば、Y11証券らについて、X1らに対する不法行為が成立するとは認められない」とした。

## ②控訴審判決

### 主幹事以外の元引受証券会社の注意義務

主幹事証券以外の元引受証券会社 Y2証券ら、受託証券会社 Y11証券らともに、原判決の「相当の注意を用いたとしても本件目論見書の財務情報の虚偽記載を知ることができなかつた」との説示を取り消して「公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が存在しないことを確認したといえるから、当該監査結果を信頼することが許され、相当な注意を用いたと認められると解するのが相当である」と改め、「本件有価証券届出書のうち、財務計算部分（平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表）については、虚偽であることを知らなかつたから金商法21条2項3号により、同条1項4号の責任を負わず、それ以外の本件有価証券届出書の虚偽記載部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかつたものと認められるから、同条2項3号により、同条1項4号の責任を負わない。さらに、Y2証券らは、本件目論見書の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらずその虚偽記載を知ることができなかつたものと認められるから、同法17条ただし書により、同条本文の責任を負わない」と判示した。

### 受託証券会社の注意義務

金商法17条ただし書の「相当な注意」の基準は「有価証券を取得させる者の地位、役割、発行者との関係、虚偽記載等に当たる情報の性質・内容等の諸要素を総合的に判断して個別具体的に判断すべき」と説示した上で、Y2証券らと同様に、相当な注意を用いたとしても目論見書の虚偽記載を見つけられなかつたとの部分を取消して、相当な注意を用いたにもかかわらず虚偽記載を見つけられなかつたため、金商法17条但し書きにより同条の責任は負わず、不法行為も成立しないと判示した。

## 3) 検討

### ①主幹事証券以外の元引受証券会社の注意義務

金商法21条、17条の条文では、主幹事である元引受証券会社とそれ以外の元引受証券会社の注意義務については区別して規定されていないが、一審判決では、その他の元引受証券会社は、主幹事証券会社から送付される引受審査資料に基づいて短期間に審査を行う実務慣行が確立されていること、引受規則もこうした実務を前提に主幹事証券とそれ以外の元引受証券会社とを区別した規定を定めていることに鑑みて、引受審査資料等に記載された事項に矛盾点や不合理な点、あるいは引受の可否を判断するのに不十分な点がなければ、主幹事証券による裏付け調査がなされているものとして、これを信頼することができる」と説示し、控訴審判決もこれを肯認した。

平成19年に日本証券業協会が発表した「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について一会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告」の中では、「証券取引法上の責任に関しては、主幹事証券会社とその他の引受証券会社との間で軽重が設けられているものではないが、実質的な責任は引受シェアにより分担されることが一般的であり、主幹事は大多数の引受シェアを確保していることや、実務上、審査期間、審査資料、審査方法、発行会社との関係等において、審査の深度には自ずと差が生じざるを得ず、また、上記における発行会社の負担にも配慮すると、その他の引受証券会社の審査手続きは主幹事証券会社を通じて取得する情報に基づき、重要項目に絞った確認とならざるを得ないと考えられる。そのため、その他の引受証券会社が行う引受審査は、原則として、主幹事証券会社を通じて取得する情報に基づき行うことを規則上明確化すべきとの結論に至った。ただし、例外的に、その他の引受証券会社が主幹事証券会社から受領する情報以外に、さらに情報の必要性を認めた

場合には、審査品質の向上の観点から、その他の引受証券会社が直接発行会社に対して確認を行うことが必要となる場合も想定されるため、それを完全に排除すべきではないとの結論に至った<sup>86</sup>とされており、これらを受けて改正された引受規則と整合的な判断がされたといえる<sup>87</sup>。

#### 免責要件「相当な注意を尽くしたこと」の意義

有価証券届出書の「財務計算部分」以外の部分の虚偽記載に係る金商法21条、目論見書等の虚偽記載に係る17条の免責要件は「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」と規定されているが、一審判決は注意義務を尽くしたかどうかを判断せず、「相当な注意を用いたとしても本件有価証券届出書等の虚偽記載を知ることができなかった」としてその他の元引受証券会社と受託証券会社を免責した。

一審判決以前にも、発行体の役員について同様の判断をした裁判例はあるが<sup>88</sup>、これに対しては、法の目的は実際に注意を払わせて開示書類の完全かつ正確な記載を確保させることにあることから、被告が免責されるためには、実際に相当な注意を用いたことが必要であり、仮に相当な注意を用いたとしても知ることができなかったという抗弁を用いることはできないとの有力な反対が示されていた<sup>89</sup>。一審判決にしても、裁判所はその他の元引受証券会社である Y2証券らと受託証券会社 Y11証券がそれぞれ引受審査資料等に基づいての審査を行ったことが認定されており、他方でその他の元引受証券会社らは「主幹事証券会社による裏付け調査が行われているものとしてこれを信頼することが許され、その内容に矛盾点や不合理な点あるいは引受けの可否を判断するのに不十分な点がなければ、それ以上に裏付け調査を行うことまでは要求されていない」としているのであるから、それぞれが注意義務を尽くしたとして免責すべきだったと指摘されていた<sup>90</sup>。

控訴審判決は、その他の元引受証券会社らが役割に応じた注意義務を尽くしたとして、条文の文言に沿った判断をした点で賛成できる。

#### 原告の主張についての考察

Xらは控訴審において「元引受証券会社が負うべき注意義務は、主幹事証券会社であるか否かによって区別されるものではなく、主幹事証券会社による厳正な審査の懈怠によって生じた損害賠償責任は、主幹事証券会社ではない元引受証券会社も分担して負うと解すべきである」と主張する。

Xらの主張は、SIFMA（米国証券業金融市場協会）などの業界団体の反対はあるものの、米国で裁判上採用されている解釈と平行である<sup>91</sup>。米国では1933年証券法11条に基づく引受人の損害賠償額は自身

86 日本証券業協会「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について—会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告—」（平成19年2月22日）11-12頁<<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/hikiuke4.pdf>>。

87 ドイツでも学説上、幹事銀行とコンソーシアムの構成員に過ぎない銀行とでは注意義務の基準は異なると解されているとのこと。島田志帆「ドイツ法における目論見書責任と会社の過失」法学研究89巻1号（2016）226頁。

88 西武鉄道事件（東京地判平成20年4月24日民集65巻6号2568頁）、アーバンコーポレーション事件（東京地判平成24年6月22日金判1397号30頁）。

89 加藤・前掲注（48）278頁、黒沼悦郎「目論見書制度の改革」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』（日本証券経済研究所・2007）17頁、黒沼悦郎「西武鉄道事件判決の検討〔中〕—東京地判平成20年4月24日—」商事法務1839号（2008）21頁。

他方、松尾は、たとえ相当な注意を用いても知ることができなかったであろうことを立証しても免責されないと解釈できることについて、有価証券報告書の虚偽記載について会社代表者に従業員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する過失があるとはいえないとして会社法350条に基づく会社の損害賠償責任を否定した判例（最判平成21年7月9日判時2055号147頁）に照らすと、提出会社の役員等に過酷な結果をもたらしかねないとの問題があると指摘する。松尾・前掲注（16）218頁。

藤林は、条文の文言から逸脱する形で免責を肯定する裁判例が散見されるのは、当該被告に免責を認めるべきとの裁判所の価値判断に合致する解釈論が示されていないことが原因の一つと指摘する。藤林大地「不実開示に係る取締役等の『相当な注意』に関する序論的考察」商事法務2165号（2018）11頁脚注（4）。

90 藤林・前掲注（33）6-7頁、小出・前掲注（34）59頁、67頁〔川口発言〕、拙稿「一審判批」・前掲注（37）191-192頁。

91 米国における主幹事ではない引受人の民事責任を検討した論考として、Elena Marty-Nelson, Non-Managing Underwriters'

の引受額が上限となることが明文化されているため（11条（e）項）、主幹事である引受人に注意義務違反が認められても、その他の引受人に注意義務違反がないとされた場合には、投資者の被った損失が十分に回復できない虞があるため、こうした解釈に基づいて主幹事以外の引受人も含めて引受人が引受額に応じてプロラタで損害賠償を負担するとの結論になることは自然であり必要といえる。これに対して、わが国の金商法21条では元引受証券会社の損害賠償額の上限が定められておらず、原判決が認めたように、投資者は過失があった主幹事である元引受証券に損失の全額を請求できるため、このような解釈をとる必要はない。

17条援用説をもって元引受証券会社の責任を追及する場合は、本判決、一審判決のように主幹事である元引受証券会社のみが注意義務違反が認定された場合、主幹事である元引受証券会社から有価証券を取得した投資者は損害を回復できるが、それ以外の証券会社から取得した投資者は損害を回復できないという帰結となるが<sup>92</sup>、単なる販売者に過ぎない目論見書使用者の注意義務をもって元引受証券会社の注意義務を補完しようとする17条援用説自体、いわば泥縄式の解釈といえ、これについては先述のとおり立法的に解決されるべき課題であるとの指摘がなされているところである。

## ②受託証券会社の注意義務

元引受証券会社から委託を受けて証券の販売を行う受託証券会社についても、目論見書の使用者として金商法17条の注意義務の有無が問われうる。しかしながら、受託証券会社の販売額は引受証券会社と比べて小さく、その受託証券会社が引受証券会社の引受審査に加えて独立した審査を行う義務があるとした場合には受託販売から得られる利益が審査費用に見合わないために受託販売自体を行わなくなるだけで開示の正確性の促進には寄与しない可能性があること、受託証券会社から有価証券を購入した投資家も引受証券会社に対して金商法21条に基づく損害賠償請求ができること<sup>93</sup>などから、有価証券届出書やその内容を反映した目論見書の記載の適正性について高い注意義務を求めない一審判決、控訴審判決の結論には賛成できる。

もっとも、金商法17条は募集・売出しに際して虚偽記載のある目論見書その他の資料を使用して有価証券と取得させた場合に適用全ての者に適用される一般的な詐欺禁止規定であり、目論見書以外の文書や図画のほか、口頭による表示などの音声等による虚偽表示も含まれると解されていることから<sup>94</sup>、受託証券会社がこれらにおいて虚偽の説明等を行った場合には当然金商法17条の責任が追及されるべきであろう。

## （2）流通市場で取得した投資者に対する元引受証券会社の不法行為責任

### 1）論点

募集又は売出によらず、流通市場からFOI株式を取得した投資者に対する、元引受証券会社の不法行為責任の成否、その要件が論点となる。

### 2）判旨

#### ①一審判決

上場後の市場取引によりFOI株式を取得した原告に対する元引受証券会社の不法行為責任について、「元引受証券会社は、有価証券届出書の提出義務を負う者又はその内容について何らかの保証を与える者ではなく、発行会社との間で元引受契約を締結するに際して行う引受審査の過程において、有価証券届出書の

Role in Securities Offerings : Just Eye Candy?, 16 Fordham J. Corp. & Fin. L. 323 (2011) .

92 金商法17条に基づく責任の請求権者は当該目論見書使用者から有価証券取得者に限られていることを指摘し、立法論として金商法21条2項3号を改正して米国に倣って監査済財務情報についても引受証券会社に注意義務を負わせるべきことを主張する見解として、後藤・前掲注（15）403-404頁。

93 主幹事である引受証券会社が倒産するなどして請求できない可能性については、主幹事証券会社となるためには財産要件が設けられていることなどから、懸念の必要性が小さいとも考えられる。

94 目論見書以外の文書や図画のほか、口頭による表示などの音声等も含まれると解されている。加藤・前掲注（48）235-236頁。

内容についての審査する立場にある者にすぎないから、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対し、有価証券届出書の内容を正確なものとするべき一般的な注意義務を負うと解することはできない。金商法21条が、元引受証券会社に対し、募集又は売出しによって株式を取得する者に対しては厳格な責任を負わせながら、同法22条が、募集又は売出しによらないで株式を取得した者に対する責任については、あえて元引受証券会社を民事責任を負う者から除外しているのも、同様の趣旨によるものと解される」。

「そうすると、元引受証券会社は、発行会社が提出しようとしている有価証券届出書に虚偽の記載があることを知っていたか、あるいは容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置し、発行会社において虚偽の記載がある有価証券届出書を提出することを許すなど、実質的に見て虚偽の記載がある有価証券届出書の提出に加担したと評価できるような場合に、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対して不法行為責任を負うと解するのが相当である」。

「以上の見地から見ると、Y1証券は、前記説示のとおり、本件上場に関し、相当な注意を用いて厳正な引受審査を行ったとは認められないものの、前記認定に係るY1証券が行った引受審査の内容に照らせば、本件有価証券届出書に虚偽の記載があることを容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置したものとまでは評価することはできないから、Xらに対し不法行為責任を負うものではない」とした。

## ② 控訴審判決

Y1証券らに過失はなかったとして、不法行為責任を否定。

## 3) 検討

### ① 不法行為法上の元引受証券会社の責任

有価証券届出書、目論見書の不実記載に係る損害賠償の請求権者は、金商法21条は募集・売出しに応じて取得した者、17条は目論見書の使用を受けて証券会社から取得した者と一次取得者に限定している。このため流通市場で証券を取得した二次取得者は金商法21条、17条をもって元引受証券会社らに損害賠償を請求することはできず、二次取得者が元引受証券会社らに損害賠償を請求しようとする場合は民法709条によることとなる。

一審判決は、募集・売出しによらず、流通市場で株式を取得した者との間で、元引受証券会社が不法行為責任を負う場合があり得ること、その要件として不法行為責任を負うのは虚偽記載について悪意である場合やそれと同視できる場合に限られることを示した点で意義がある<sup>95</sup>。

募集・売出しに応じて株式を取得した投資者に対しては金商法21条が元引受証券会社に厳格な責任を負わせているのに対して、募集、売出しによらず株式を取得した投資者に対しては金商法22条で責任主体から除外されていることをあげて、不法行為責任を負う場合が限られているとの解釈は素直であり、東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁が、「監査役が、有価証券報告書に掲載された、虚偽でないとして監査証明がされた又はされる予定の財務諸表等の虚偽記載について、投資家に対し直接の不法行為責任を負うのは、単にその任務を懈怠しただけにとどまらず、当該虚偽が監査役にとって明らかであり、当該虚偽記載を容易に阻止し得た等の事情が認められる場合に限る」としたことと平行であるとの指摘がされている<sup>96</sup>。

### ② ゲートキーパー責任論との関係

元引受証券会社のゲートキーパーとしての機能に着目した場合に発行市場の取得者と流通市場の取得者を区別して論じることに疑問を呈する見解もある<sup>97</sup>。

95 私募で有価証券を販売した証券会社の民事責任を求めた那覇地判平成30年7月13日判時2409号76頁も同様。

96 弥永・前掲注(33)3頁。

97 小出は、「最近言われている元引受証券会社のゲートキーパーとしての機能に着目した場合に、果たして本当に発行市場の取得者と流通市場の取得者を区別して論ずる必要があるのかというのは、よくわからない部分があります。ここでは不法行為責任が問題になっていますので、やはり金商法上、実態として引受審査を行っているという状況を考えま

米国1933年証券法11条や金商法21条が引受証券会社に虚偽記載に係る民事責任を課す根拠としてゲートキーパー理論<sup>98</sup>を以て説明されることが多いが、米国1933年証券法の立法当時、現在の金商法21条の規定が設けられた昭和46年証券取引法改正時は未だゲートキーパー責任論は提唱されていなかった。1980年代にゲートキーパー理論が有力に提唱される以前は、投資者は発行体の評判より引受人の評判に着目するとするスポンサー理論（sponsor theory）や、引受人はdealerとして顧客に有価証券を推薦するにあたって十分な根拠を有していなければならないとする看板理論（shingle theory）がその根拠として説明されており<sup>99</sup>、現在の民事責任制度と、ゲートキーパー責任論の間に必ずしも整合性がないことは自然ともいえるようである。

諸外国をみると、流通市場で取得した投資者に対して一般不法行為法ではなく、証券関連法規の下で有価証券の引受けを行った証券会社が民事責任を負う法制度を有する国もある。米国では、米国では流通市場で取得した投資家も保有する有価証券が虚偽記載のある証券法上の登録届出書によって発行された有価証券であることが立証できれば証券法11条の原告となれる（tracing）<sup>100</sup>。またドイツでは、投資家の購入決定に決定的な投資センチメント（Anlagestimmung）が目論見書によって生み出されている間に取得したもののについては目論見書によって取得したことが事実上推定されるとの法理があり、1998年改正によって目論見書公表後の銘柄登録された時点から6か月以内の取得者であれば市場からの取得者も目論見書法に基づいて証券を引き受けた銀行に対して損害賠償を請求できるとされる<sup>101</sup>。

こうした国との比較では、流通市場で取得した投資者に対する保護が弱いと評価する余地もあり得るが、我が国の不法行為責任は一般に射程が広いことにも留意が必要である。米国をはじめとした多くの諸外国では純粋経済損失に対する不法行為責任は原則として認められないところ、我が国は純粋経済損失についても過失不法行為を認め、かつ請求権競合の立場をとることから不法行為責任の範囲は諸外国に比べて広いとされている<sup>102</sup>。このため、両者の差異について無自覚のまま我が国で米国と同様にゲートキーパー責任論を議論すると、これが元引受証券会社に流通市場の投資者に対する不法行為責任を課す根拠に転じる可能性もある。流通市場で取得した投資者に対する不法行為責任が認められた場合の損害賠償額は、発行市場で取得した投資者に対するものと比して巨額になる可能性が高いため、今後の法改正等で

すと、そのシステム全体は、やはり元引受証券会社にゲートキーパーとして変な有価証券が市場に出回ることを止めさせようという機能を期待するものだと思います。そのような機能に着目するとすれば、流通市場の取得者と発行市場での取得者を分けて注意義務を変えろということはいささか合理的ではないように思われます」と指摘する。小出・前掲注（34）59-60頁。

野田は、証券会社を継続開示情報の正確性の外部認証者とすべきことを主張する。野田・前掲注（24）88頁。

加藤は、「市場仲介機関としての元引受金融商品取引業者等の重要性が増すにつれ、有価証券届出書の記載事項について、元引受金融商品取引業者等に厳格な調査義務を課す環境が生じつつあるように思われる」とする。加藤・前掲注（48）。

98 Kraakman は、ゲートキーパー責任を、財やサービス、認証といったサポートの提供を留保することで違法行為を抑制できる私人に対して課す責任とし、代表的なゲートキーパーとして会計士や弁護士をあげる。Reiner H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 J. L. ECON. & ORG. (1986) at 53-54.

99 Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of BarChris*, 37 Del. J. Corp. L. 411 (2012), at 436-447.

100 ただし、Century Aluminum 判決は、登録届出書に登録された株式以外の株式が市場で流通している場合は、tracing の立証は通常不可能であるとする。Petzschke v. Century Aluminum Co. (In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.), 729 F.3d 1104 (9th Cir 2013) at 1107. 他方で direct listing の事案ではあるが tracing の適用を広く解した裁判例として、Pirani v. Slack Techs., Inc., 445 F. Supp. 3d 367, 2020 U.S. Dist. LEXIS 70177, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P100, 808. がある。

101 島田・前掲注（87）220-221頁。

102 比較法的には、ドイツ法、イギリス法では純粋経済損失については過失不法行為が成立せず、フランス法は不法行為を広く認めるものの請求権非競合の立場をとっている一方で、我が国では純粋経済損失についても過失不法行為を認め、かつ請求権競合の立場をとることから、不法行為責任の範囲が広いことが指摘されている。能見善久「比較法的にみた現在の日本の民法－経済的利益の保護と不法行為（純粋経済損失の問題を中心に）」広中俊雄＝星野英一『民法典の百年Ⅰ』（有斐閣・1998）619-649頁。

なお、米国では流通市場で取得した投資家であっても、当該有価証券が虚偽記載のあった登録届出書による募集に係るものだと証明できた場合には、引受人らに証券法11条に基づく民事責任を追及できるが（Tracing）、この証明はハードルが高く（朱超楚「不実の企業情報開示と民事責任－日米比較研究に基づく考察」（2017）50-55頁<<http://jairo.nii.ac.jp/0021/00048259>>（2018.6.10））、またこの場合も11条（e）項に定める引受人の負担する損害賠償額の上限の適用を受ける。Charles J. Johnson, Jr., Joseph McLaughlin, *Corporate Finance and the Securities Laws*, (4th Edition, 2006 (2008 supplement), at 5-6.

ゲートキーパー責任論が論じられる際には、この点にも留意する必要がある。

### (3)「コーポレート・ガバナンスの状況」の虚偽記載における「重要性」の意義

#### 1) 論点

当該有価証券届出書の「コーポレート・ガバナンスの状況」に記載された内部統制システムや業務分掌体制等が運用実態を伴っていないことなどが、重要な虚偽記載に該当するか。

#### 2) 判旨

控訴審判決は、一審判決を肯認した。一審判決の判旨は以下のとおり。

「X1らは、本件有価証券届出書等におけるコーポレート・ガバナンスの状況等に関する記載についても虚偽記載があったと主張する。しかしながら、前記認定によれば、FOIにおいては、①監査役は、原則として月1回の監査役会及び取締役会に出席し、随時取締役、会計監査人その他役職者との面談を行っているほか、稟議書、会計帳簿、議事録等の重要書類を閲覧し、監査を行っていたこと、②内部監査室が設置され、各部署及び子会社に対する立入監査を実施していたほか、内部監査室長が定期的に監査役及び会計監査人と面談を行っていたこと、③各種の組織規程及び業務規程が整備され、これに従って業務が行われていたこと、④文書管理規程が作成されており、同規程に従って文書の保存が行われていたこと等が認められるのであり、原告主張に係る監査役の監視体制の記載、内部監査制度の記載、内部統制システムの整備状況の記載及び内部統制システムの整備に関する基本方針の記載のいずれについても、そこに記載されている客観的な事実については、おおむね真実であると認められる」。

「この点、X1らは、監査役が戦略会議に出席していなかったこと、内部監査室の設置が平成16年4月1日であるとは考えられないこと、FOIにおいて適切な権限分掌がされていなかったことなどを指摘し、重要な事項について虚偽の記載があったと主張する。

確かに、前記認定によれば、戦略会議は、常勤取締役及び議長が指名する部門長により構成され、取締役会の決議を要さない業務執行に関する重要事項について協議する機関であって、FOIの業務執行上「重要な会議」に該当する余地がある(ちなみに、証拠によれば、FOI専務は、Y1証券の質問に対し、戦略会議を重要な会議と位置づけている)。しかしながら、戦略会議は、決議機関ではなく、監査役については出席して意見を述べることもできるにとどまるものとされていること、本件有価証券届出書等には、「取締役会その他重要な会議」と表記されているにすぎず、監査役が戦略会議に出席している旨明示されているわけではないことからすると、当該部分の本件有価証券届出書等の記載は、投資判断に重要な影響を与える事項、すなわち「重要な事項」についての虚偽記載に当たるとまではいえないというべきである」。

「また、内部監査室は、前記認定のとおり、平成16年頃には設置され、実際に内部監査活動を行っていたことが認められるのであるから、本件有価証券届出書等に虚偽の記載があったということはできないし、仮に設置の年月日に若干の齟齬があったとしても、これをもって重要な事項についての虚偽記載ということとはできない」。

「さらに、権限分掌については、FOIにおいては、前記認定のとおり、職務権限規程が定められて各部門ごとに適切な職務権限が定められていることが認められるから、本件有価証券届出書等に虚偽の記載があったとは認められない」。

「なお、FOIにおいて巨額の粉飾決算が長年にわたり行われていたことからすれば、同社における内部統制システムは機能していなかったというほかはなく、また、前記認定のとおり、FOI代表取締役社長は、職務権限規程にかかわらずすべての書類の決裁を行っており、職務分掌が適切に機能していなかったことがうかがわれるところである。しかしながら、金商法21条1項、22条1項及び17条にいう虚偽記載があったかどうかは、そこに記載された客観的事実が真実と相違しているかどうかという客観的観点から判断すべきであるところ、本件有価証券届出書に記載された客観的事実とは、飽くまで、FOIにおける内部統制システム及び職務分掌の体制自体をいうのであって、その運用が適切にされていたか否かといった役員らの任務懈怠に関する事情は含まれないと解すべきであるから、FOIにおいて内部統制システムが機能して

いなかったこと、あるいは職務分掌が必ずしも守られていなかったことをもって、本件有価証券届出書等の重要な事項について虚偽記載があったということではできない」として、コーポレート・ガバナンスの状況に関する記載に重要な虚偽記載があったとは認められないとした。

### 3) 検討

#### ①判決の検討

一審判決は、内部統制システムが機能していなかったこと、職務分掌が適切に機能していなかったことを肯定しながらも、有価証券届出書に記載された客観的な事実とその運用の適切性を区別した上で、虚偽記載に当たるかどうかはそこに記載された客観的事実が真実と相違しているかどうかという客観的観点から判断すべきであると説示した。そして、本件有価証券届出書における記載は一定の内部統制システムや職務分掌体制が存在する旨の記載に過ぎず、かつそれらの内容は記載と概ね合致しているため、重要な虚偽記載があるとはいえないと判断した。

これに対して学説からは、存否に係る記載か運用の適切性に係る記載かの区別は実際には困難であって慎重な検討が必要だったとの指摘がされており<sup>103</sup>、Xらも控訴審で、各事実に関する記載は記載事項が実態を伴って存在しているかという観点も含めて判断すべきと主張したが、退けられた。

ボイラープレート化している「コーポレート・ガバナンスの状況等」の記載と整合的なコーポレート・ガバナンスの基本方針や社内規程など内部的に定めておきさえすれば、運用の実態を問わず虚偽記載には当たらないと解釈できる判示には疑問がある。もっとも、虚偽記載であると主張された各内容も重要性が低いと評価できそうだし、本事件発生当時におけるコーポレート・ガバナンス情報の投資判断における重要性は現在と比べて相当に低かったと思われる。

#### ②近時における非財務情報の重要性

有価証券報告書等の非財務情報の虚偽記載に対する課徴金事案は稀であったが、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」に重要な虚偽記載<sup>104</sup>があったとして、令和元年12月6日に日本フォームサービス(株)に対して、直後の12月10日に日産自動車(株)に対して証券取引等監視委員会から課徴金納付命令勧告がなされ、その後にそれぞれ金融庁から課徴金納付命令がなされた<sup>105</sup>。

これ以前の課徴金納付命令事案では、財務情報に係る虚偽記載に対するものが大半で、有価証券届出書に組込んだ有価証券報告書に記載された大株主である発行体の役員の所有株式数が過少に記載されたことが重要な虚偽記載に当たるとして課徴金納付命令がなされた事案はあるが<sup>106</sup>、「コーポレート・ガバナンスの状況」に関する虚偽記載の重要性を認定しての課徴金納付勧告、納付命令がなされた事案は初めてとされる<sup>107</sup>。

ただし、これら決定において「コーポレート・ガバナンスの状況」の虚偽記載が重要性をどのような基

103 藤林・前掲注(33)4-5頁。

104 課徴金賦課の要件「重要な事項につき虚偽の記載がある」における「重要な事項」とは、その事項について真実の記載がなされれば投資者の投資判断が変わるような事項であるとされる。また、民事責任規定と異なり「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事実の記載が欠けている場合」は対象とされていない。この理由は、課徴金制度は刑事罰の対象となるような重大な開示義務違反を対象とした制度であるためである。三井秀範編著「課徴金制度と民事賠償責任」金融財政事情研究会(2005)52-53頁。

105 証券取引等監視委員会「日本フォームサービス株式会社における有価証券報告書等の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」(令和元年12月6日) <[https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2019/2019/20191206-4.html](https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2019/2019/20191206-4.html)>、金融庁「日本フォームサービス(株)に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」(令和2年1月31日) <[https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200131\\_3.html](https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200131_3.html)>、証券取引等監視委員会「日産自動車株式会社における有価証券報告書等の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」(2019年12月10日) <[https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2019/2019/20191210-2.html](https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2019/2019/20191210-2.html)>、金融庁「日産自動車(株)に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」(2020年2月28日) <[https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200228\\_4.html](https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200228_4.html)>。

106 金融庁「株式会社三栄建築設計に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」(平成26年7月2日) <<https://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20140702-2.html>>。

107 中村慎二「非財務情報に関する有価証券報告書の虚偽記載事例と実務への示唆」資料版商事法務431号(2020)6頁。



準をもって判断したかは直ちには明らかではない。日本フォームサービス㈱の決定要旨で「コーポレート・ガバナンスの状況」における重要な虚偽記載として、①「取締役会は有価証券報告書提出日現在、3名の取締役で構成され、原則月1回開催の定例の取締役会を開催し、重要事項はすべて付議され、業績の進捗についても議論し、対策を検討しております。」と記載していたが、取締役会を年3回しか開催しておらず、また、取締役会において重要事項の大部分が付議されていなかったこと、②監査役は、「取締役会をはじめ、経営会議、開発会議等の重要な会議に出席し、取締役の業務執行について厳正な監査を行っております」と記載していたが、常勤監査役は、これらの懐疑に出席してはいるものの、取締役の業務執行に関して何ら監査していないなど、監査役は厳正な監査を行っていないこと、③内部統制システムの内容について「コンプライアンス担当取締役を任命し、監査室を設け前者のコンプライアンスの取組みを横断的に統括することとし、同部を中心に役職員教育を行う。監査室は、コンプライアンスの状況を監査する。これらの活動は定期的に取り締り会及び監査役に報告されるものとする。」と記載していたが、コンプライアンス担当取締役を任命したことはなく、また、監査室も業務分掌規程で規定したもので実態がなかったこと、④内部統制システムの内容について「監査役は、代表取締役社長、監査法人とそれぞれ定期的に意見交換会を開催するものとする。」と記載していたが、監査役は会計監査人との間で意見交換を行ったことがなかったこと、⑤内部統制システムの内容について「当社は、子会社の内部統制を担当する部署を総務部とし、他の事業部と連携し子会社における内部統制の実効性を高める施策を実施するとともに、必要な子会社への指導・支援を実施する。」と記載していたが、これらの施策や指導・支援を行っておらず、また、「総務部は子会社の内部統制の除去について、年2回及び必要と判断する都度、当社取締役会に報告する。」と記載していたが、内部統制の状況について取締役会に報告していなかったこと、⑥監査役は「監査人との連携を図るために、決算期並びに必要な都度ミーティングを行い、現状の監査状況及び業務執行に対して意見交換を行っております。」と記載していたが、監査役は、会計監査人との間で意見交換を行ったことがなかったことをあげた。

これを肯定する論者は、複数の事項につき虚偽記載がある場合に、個々の虚偽記載につき判断するのではなく、累積的な虚偽記載によってもたらされるコーポレート・ガバナンスの全体像と実態のコーポレート・ガバナンスの全体像の間に、一般投資家にとって大きな差異があると考えられる場合には、コーポレート・ガバナンスに関する情報には重要な虚偽記載が認められる可能性があること、コーポレート・ガバナンスの有効性に関して投資家が形成する心証が実態と開示書類上の記載との間で著しく異なる場合には、当該虚偽記載は投資家の投資判断に影響を及ぼす重要な虚偽記載に該当し得ることを指摘する<sup>108</sup>。また、コーポレート・ガバナンスの有効性が投資家の意思決定に影響を及ぼすとする背景として、①2018年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂及び2019年6月のグループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）策定に代表されるように、企業の価値創造・持続的成長のためにコーポレート・ガバナンスの重要性が当局によって確認されていること、②最近の一連の開示府令の改正により、ガバナンス情報の充実が要請されていることは、投資判断におけるガバナンス情報の比重の高まりを示すもので、ガバナンス情報の誤りが投資判断に大きな影響を与える可能性を示唆していること、③投資方針としてESGの要素を重視することを明示するなど、個々の投資家の投資活動においてガバナンス情報の重要性がしきりに主張されるようになったことをあげ、もはやガバナンス情報が投資判断に与える影響がないとは言えない状況にあるとする<sup>109</sup>。

108 前掲注8-9頁。

109 前掲注9頁。有価証券の価格との明確な連動性はなく、投資の意思決定を直接的に左右するものではないと考えられるにも関わらず「コーポレート・ガバナンスの状況」の記載が求められているという事実は、開示府令が「コーポレート・ガバナンスの状況」を典型的に見て重要な事項と位置付けていることの傍証とする見解もある。弥永真生「日産自動車事件から考える有価証券報告の虚偽記載罪」ビジネス法務19巻3号（2019）85頁。

他方で梅本は、日本フォームサービス㈱や日産自動車㈱での「コーポレート・ガバナンスの状況」の虚偽記載が株価に影響を与える事項とは考えられず、処罰を与えるとしても秩序罰として金商法207条の3以下の過料の対象に有報等の虚偽記載について定めを置けばよいとする。梅本剛正ブログ記事（令和元年12月15日）<<http://securities-reg.secsaa.net/article/472457368.html>>。

令和2年監査基準改訂においては「第四 報告基準」に新設された「八 その他の記載内容」では、監査人はその他の記載内容を通読して当該その他の記載内容と財務諸表又は監査人が監査の過程で得た知識との間に重要な相違があるかどうかについて検討しなければならないこと、通読及び検討に当たっては財務諸表や監査の過程で得た知識に関連しない記載内容についても重要な誤りの兆候に注意を払わなければならないこと、その他の記載内容に関して報告すべき事項がある場合はその内容を監査報告書に記載しなければならないことが規定されたが、これも非財務情報の重要性の高まりを裏付ける動きといえよう。

（ビジネス科学研究科企業科学専攻企業法コース）

[追記]

本稿脱稿後、遠藤元一「元引受証券会社の引受審査に関するエフオーアイ最高裁判決（最三判令和2・12・22）の検討—事業会社における通報等の調査の範囲・手法等への示唆を考える」NBL1189号（2021）4頁に接したが、本稿にはその成果を盛り込むことができなかった。他日に期したい。