

論文要旨

「有価証券届出書等の虚偽記載に係る元引受証券会社の民事責任」

ビジネス科学研究科企業科学専攻

戸本 幸亮

1. 問題の所在

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を定める金融商品取引法（以下、「金商法」とする。）21条は、1971年（昭和46年）証券取引法改正時に導入されたものの、我が国では元引受証券会社の民事責任を認めた公判裁判例は長くあられなかった。他方で学説では、監査証明を受けた財務諸表である「財務計算部分」の虚偽記載に対しては、元引受証券会社は虚偽記載があったことを知らなければ免責されるとする金商法21条2項3号の規定が議論の中心となってきた。この規定については、文言通り解釈すると、元引受証券会社は「財務計算部分」については何ら調査をしない方が免責されやすいとの帰結になることなどを問題として、目論見書の使用者責任を定める金商法17条がこれを補完して元引受証券会社も「財務計算部分」について注意義務を負うとする『17条補完説』が通説の地位を占めてきた。これに対して近時、監査済み財務情報への信頼の前提を欠く場合には元引受証券会社も「財務計算部分」について注意義務を負うとした有力な学説が提唱され、さらに「財務計算部分」の虚偽記載に係る元引受証券会社の金商法21条の責任を認めるエフオーアイ最高裁判決（最三小判令和2年12月22日民集74巻9号2277頁）が示されるといった大きな進展があった。しかしながら、立法の沿革や条文の文言などから、これらの解釈には疑問が残る（「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）。

また、元引受証券会社が有価証券届出書の適正性確保のために払うべき「相当な注意」の内容については、従来、ほとんど注目されてこなかったが、過失責任の下で元引受証券会社による監視機能に期待するのであれば、注意義務の内容が如何なるものであるかは重要な問題である（有価証券届出書の虚偽記載に係る元引受証券会社の「相当な注意」の意義）。

2. 比較法研究の対象

本論文は、以下の理由から米国法を比較法研究の対象とした。これは第1に、米国1933年証券法（以下、「証券法」とする。）や1934年取引所法（以下、「取引所法」とする。）などの米国の証券規制は我が国の金商法の母法とされており、金商法21条も証券法11条を範に取って制定されたこと、第2に、多くの証券訴訟が和解に終わってはいるものの、集団的民事訴訟制度であるクラス・アクションや証券取引委員会による強力な法執行により、登録届出書の虚偽記載等に係る引受人の民事責任に係る一定の判例と議論の蓄積があること、第3に、我が国での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

に係る先行研究だけでなく、我が国同様に裁判例が乏しいカナダやオーストラリアでの引受人の民事責任に係る研究においても米国法が比較法研究の対象とされていることからである。

3. 本論文の構成

まず、第1部「発行開示書類の虚偽記載の抑止における元引受証券会社の民事責任の役割」では、虚偽記載の抑止において民事責任が果たす役割、証券を引受ける引受人の役割について、米国での学説を中心に概観し、同時に日米の民事訴訟、ひいては民事責任が果たす役割の違いについても概観した。

次に、第2部「米国における引受人の民事責任－1933年証券法11条を中心に－」では、証券法11条を中心として法令や沿革、裁判例、これに係る議論の状況を概観した。とりわけ、引受人の責任を巡って特に注目された裁判例である WorldCom 判決 (*In re WorldCom, Inc. Sec. Litig.*, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004)) やこれを巡る議論を分析し、証券法11条の民事責任を負う引受人が介在しない上場方式であるダイレクト・リスティングにおけるゲート・キーパーとしての引受人の要否、財務アドバイザーとしての投資銀行の引受人への該当性、証券法11条訴訟の成否などの議論に注目して検討した。

第3部「我が国における元引受証券会社の民事責任－金融商品取引法21条を中心に－」では、我が国の金商法21条を中心として法令や沿革を概観し、エフオーアイ事件の一連の判決の論点に沿う形で、従来からの議論、そして判決を巡る議論やその他の論点についても検討して、現在の我が国における元引受証券会社の民事責任に係る議論の到達点を示した。

第4部「結語」では、第1部から第3部での検討を前提とし、米国法研究も踏まえて、金商法21条の解釈論、立法論にあたって考慮すべき事項などを検討した。

4. 結論

本論文で得られた主な考察は次のとおりである。

(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

第3部4章2節5項「私見」に述べたように、①条文の文言から離れた解釈を行うべきでないこと、②(第1審判決に限っては)自主規制規則である引受規則等を「財務計算部分」に対して金商法21条の責任を課す根拠としていること、③1971年改正時の議論で合理的な信頼の法理は否定されていたと考えられることから、第1審判決及び最高裁判決は立法者意思に反するものといわざるを得ない。事案に即して主幹事たる元引受証券会社に民事責任を課すべきとの価値判断があったとしても、控訴審判決と同様に17条補完説をもって責任を課することができるのであるから、法の文言を離れた解釈をした点から最高裁判決は説得力を有しない。控訴審判決が採用した17条補完説に拠った場合には、主幹事たる元引受証券会社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問題が生じる可能性がある(おそらく、控訴審判決はこの批判を意識して、「財務計算部分」以

前の3事業年度以上前の財務諸表の虚偽記載も投資者にとって重要であるとして金商法21条の責任対象に組み入れたのであろうが、これに係る疑問は第3部第2節第3款第5項第3目「3事業年度以上遡った財務情報の重要性」にて論じた)。しかしながら、訴訟が頻発している状況ではないため、金商法21条の元引受証券会社の免責要件の論点は立法的に解決されるべきである(第2部第4章第4節第6款第2項「Miller判事の反対意見」でみた、証券法11条による投資者保護を強調して条文の文言や従来の裁判例を覆す判決を下したPirani v. Slack控訴審判決(Pirani v. Slack Techs., Inc., 13 F.4th 940 (9th Cir. 2021))に対する、「政策的な意義があったとしても、法の確定した解釈を変える根拠とはならず、法の修正は議会によってなされるべき」との反対意見とも通じる)。

仮に、証券法11条と同様に「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方向で金商法21条を改正するのであれば、どのような点に留意すべきであろうか。第2部第1章第1節及び第3部第1章第1節「条文の構造」でみたように、米国の証券法11条と我が国の金商法21条には監査済み財務情報に係る注意義務の規定以外にも異なる部分がある。具体的には、①金商法21条1項4号は民事責任を負う元引受証券会社を限定的に規定しているのに対して、証券法11条(a)項(5)号は幅広い当事者が該当し得る形で引受人を規定していること(引受人/元引受証券会社の定義の相違)、②金商法21条は元引受証券会社をはじめとして被告が負担する損害賠償額の上限を定めていないが、証券法は11条(e)項において引受人の損害賠償額の上限を定めていること(損害賠償額の上限の有無)、③金商法21条は元引受証券会社に要求される「相当な注意」の基準について条文には規定していないが、証券法は11条(c)項において「自己の財産を管理する際に慎重な者(prudent man)に必要とされる程度」と規定していることなどである(合理性の基準となる規定の有無)。①引受人/元引受証券会社の定義の相違については、金商法21条の責任は証券法11条と比して回避しやすい規定となっているといえるし(第2部第4章第3節第2款「引受人の定義を巡る裁判例」)、②損害賠償額の上限の有無については、金商法21条の方が証券法11条に比べて元引受証券会社にとって厳しい規定であるといえる。③合理性の基準となる規定については、Leahyによる「独立した検証」の可否に係る議論(第2部第2章第1節の第3款第2項「『独立した検証』への疑問と慎重な者の基準(prudent man standard)の再解釈」)やSjostromによる株式市場が危険信号とみなしていない『同業他社との経営指標の差異』の危険信号への該当性に係る議論(第2部第3章第3節の第4款第2項「何が『危険信号』(red flag)に当たるのか」)においてprudent manであればどう考えるかという観点で検討がなされたことにみるように、一定の意義があると考えられる。

また、エフオーアイ事件の一連の判決についての論評では、不作為不法行為に関する民法上の一般理論を念頭に置くことなく、したがって、それと金商法21条との関係を検討することなく、アプリオリにゲートキーパー責任を観念して、流通市場における投資者に対する不法行為責任の在り方を論じるものがほとんどであり、直感的な議論がなされるという傾向が見受けられた。しかも、我が国は純粹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が、このことに無自覚なままにゲートキーパー責任を議論すると、これが流通市場の投資者に対する不法行為責任を元引受証券会社に課す根拠に転じる可能性がある。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較して巨額になる可能性が高いため、このリスクを転嫁するための証券発行費用の増加や他の資金調達手段への逃避に繋がる恐れもある（第3部第4章第5節の第3款第2項「ゲートキーパー責任論との関係」）。

また、私募市場も含めて世界で最も分厚い資本市場を有する米国と比して、我が国では金商法21条の民事責任を厳格化した場合に規制が緩やかな海外市場へ逃避しようとする可能性が一層高いなどの環境の違いも考慮することが必要である。

さらに、元引受証券会社に不実開示の抑止の機能を一層担わせることを目的とするならば、米国と比して民事責任の機能が限定的である中で（第1部第3章「民事訴訟の制度・状況の相違」）、業規制や課徴金制度などとも併せて最も有効な枠組みとすることを検討すべきである。

(2) 有価証券届出書の虚偽記載に係る元引受証券会社の「相当な注意」の意義

第3部第3章「元引受証券会社に対する行為規制」でもみたように、金商法や日本証券業協会が定める引受規則等による行為規制は、元引受証券会社が払うべき「相当な注意」の具体的な内容は規定しておらず、これを指してプリンシプル・ベース（原則主義）で定める枠組みをとったとの評価もなされている。これについては、第3部第4章第3節の第3款第5項第4目『「相当な注意」に係る具体的な規範の不存在』で主張したように、元引受証券会社の行う調査についてセーフ・ハーバーとなり得る具体性のある規範が存在しないため、一定程度の具体性がある規範を設けることが望ましい。具体性のある規範が存在しないことによる問題とは即ち、①デュー・ディリジェンスの適正性の評価が裁判所の価値判断に委ねられてしまうこと、②注意義務の基準が不明確である場合、評判資本が乏しい元引受証券会社はこれを緩やかに解釈して積極的な引受けを行う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はコンプライアンスに係る強い要請などから過度に慎重な解釈をすることで評判資本の乏しい元引受証券会社に対する競争力が減じてしまうという、いわゆる逆選択（adverse selection）が元引受証券業界内で起こってしまう恐れがあること、③デュー・ディリジェンスの効用が自らの評判の保持や証券の売れ残りの回避であれば、最適なデュー・ディリジェンスを自らの判断のみで決定できるが、業規制への対応や民事責任の回避といった目的が強調された場合には、最適なデュー・ディリジェンスの範囲、水準を自ら決定することは困難となり、そうした中で民事責任や監督当局の処分を畏れて慎重となりすぎると、元引受証券会社が過剰なデュー・ディリジェンスを行ったり、少しでもリスクのある案件からは撤退したり、金商法21条の適用を受けない手段へ逃避しようとするという問題も生じ得ることなどである。この主張は必ずしもプリンシプル・ベースの規制を否定しようとするものではなく、これを基本としても、規則の具

体化やガイドラインなどの充実によって明確化を図るべきことを主張するものである。例えば、金融庁が顧客本位の業務運営のベストプラクティスを原則（プリンシプル）としてまとめて、各金融事業者がこれ採択して実現のための方針、取組状況を公表することとした「顧客本位の業務運営に関する原則」に対しては、遵守しなくても誠実義務違反、善管注意義務・忠実義務違反とはいい難いため、実効性に欠けるきらいがあり、原則自体が「考慮すべきである」とか「留意すべきである」とするにとどまり、何をどこまでするかは金融事業者の判断に委ねられていることから期待通りの成果が上がっていないとの評価もなされていた。こうした評価も踏まえて開催された金融審議会「市場ワーキング・グループ報告書－顧客本位の業務運営の進展に向けて」（2020年8月5日）では、「金融事業者のベスト・プラクティスの実現を目指す『原則』の具体的内容の充実や新たな方策の導入により、プリンシプル・ベースによる対応の実効性を一層高めていくことが望まれる。一方で、ベスト・プラクティスの対極にある不適切な事例に対しては、金融事業者が遵守すべき最低基準を定める法規制を適切に機能させるため、監督指針の改正により、ルールの適用についての明確化を図ることが必要と考えられる。このように、プリンシプル・ベースの対応を基本としつつ、ルール・ベースの対応を適切に組み合わせることにより、顧客本位の業務運営の更なる進展を図るべきである」とした。プリンシプル・ベースに拠ったとしても、実効性確保のために具体的な内容を充実させたり、ルール・ベースの対応を組み合わせたりすることが必要との立場を本論文もとっている。もっとも、具体的な規範を欠く状況は米国も同様であり、たとえば Young も引受人がリスクを顧客や投資者に転嫁することを防ぐためにもセーフ・ハーバー・ルールとなるデュー・ディリジェンスの抗弁のガイドラインを作成すべきとしている（第2部3章3節4款1項2目「SECがセーフ・ハーバー・ルールを制定すべきとの主張」）。

規範を具体化していく上では、米国の議論が参考となる。WorldCom 判決は証券発行の態様（通常の登録届出書によるものか、統合開示制度・一括登録制度に基づく登録届出書によるものか）に関わらず同様に徹底した（equally thorough）デュー・ディリジェンスが必要であるとしたが、こうした規範には賛成しない。ゲートキーパー理論に照らせば、ゲートキーパーがプロフェッショナルの実務として一般に行う調査の履行を保証するような規範であることが適切であるし（第1部第2章第2節第3款「ゲートキーパー理論」）、証券法規則 176 や Aircraft Carrier Release が示したように、適切なデュー・ディリジェンスの内容は、証券発行のステータスによって異なるスライディング・スケール・アプローチ（sliding scale approach）によって規定されるべきである（第2部第3章第2節「SECの対応」）。

5. 本論文の意義

第1に、我が国の金商法 21 条に基づく元引受証券会社の民事責任を巡る議論は、「財務計算部分」の虚偽記載に係る免責要件（金商法 21 条 2 項 3 号）の解釈を中心としていたが、エフオーアイ最高裁判決において、一定の場合には「財務計算部分」の虚偽記載につ

いて元引受証券会社が注意義務を負うと判示されたことにより、監査済み財務情報などの専門家責任部分の虚偽記載の免責要件として「合理的な信頼」(reasonable reliance)を求め、米国の証券法 11 条と我が国の金商法 21 条の枠組みは概ね平行となった。このため、米国での登録届出書の虚偽記載に係る引受人の注意義務に係る議論や裁判例を研究することは、我が国の元引受証券会社の注意義務を考察する上で、一層大きな意義をもつことになった。これに応えたのが本論文である。

第 2 に、元引受証券会社が監査済み財務情報についても注意義務を負うことを前提として、——先行研究では必ずしも深く掘り下げられていなかった——引受人の注意義務の内容にも重点を置いて米国法を分析し、検討したことに意義がある。

第 3 に、エフオーアイ事件に係る一連の判決や日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」については、元引受証券会社の注意義務の内容をプリンシプル・ベース(原則主義)で定める枠組みをとったとの評価もなされている。元引受証券会社の注意義務に係る規範がプリンシプル・ベースで定められているとすれば、原則に立ち返るための元引受証券会社の役割、責任を巡る議論や制度の沿革などを理解することが一層重要となり、必要となる。本論文はこれらを幅広く概観し、検討した点で相当の意義を有する。

第 4 に、米国では、統合開示制度・一括登録制度下で一定の制約を受ける引受人のデュー・ディリジェンスについて、証券法 11 条適用の可否やセーフ・ハーバー・ルールを設けるべきなどの議論がデュー・ディリジェンスに係る費用と利益の比較衡量の観点などから活発になされていることを明らかにした。また、引受人が介在しない形で株式を証券取引所に上場するダイレクト・リスティングにおける証券法 11 条や引受人の意義に係る議論を対象とする研究は、証券法 11 条の意義を改めて問い直しているように思われる。投資者保護の重要性を強調してトレーディングの要件に係る従来の解釈を変更して証券法 11 条訴訟の成立を認めた *Pirani v. Slack* 第 1 審判決・控訴審判決 (*Pirani v. Slack Techs., Inc.*, 445 F. Supp. 3d 367 (N.D. Cal. 2020)、*Pirani v. Slack Techs., Inc.*, 13 F.4th 940 (9th Cir. 2021)) が近時に示された。他方、控訴審では判事の 1 人から反対意見が示され、SIFMA などからも判決に反対する意見書 (amicus brief) が提出されている。ここでは、ダイレクト・リスティングにおいて証券法 11 条による投資者保護の政策的な意義を重視する立場と、蓄積された判例と法の文言を重視し、必ずしも証券法 11 条に拠らずとも取引所法 10 条(b)項によって訴えを起こすことができるなどとする立場の対立をみることができる。こうした観点からの議論は我が国ではあまり行われていないため、我が国への有益な示唆を与えるものと思われ、これらの議論を包括的に取り上げた点も本論文の貢献である。