

## エフオーアイ損害賠償請求事件

－東京地裁 平成28年12月20日判決

(Westlaw Japan 文献番号2016WLJPCA12206001。

平成22年(ワ)第36767号ほか)

－監査済財務情報の虚偽記載に係る引受証券会社の注意義務－

戸本 幸亮

### 1. 本判決の意義

本判決は、半導体製造装置メーカーであった株式会社エフオーアイ（以下、「FOI」という。）が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後に粉飾決算の事実が明らかになったことから、上場時の募集・売出しに応じて FOI 株式を取得した投資者又は上場後の市場取引にて FOI 株式を取得した投資者である X1ら（原告）が、FOI の役員<sup>1</sup>、FOI 株式の募集又は売出しを行った主幹事証券である元引受証券会社（Y1証券）、主幹事以外の元引受証券会社（Y2証券～Y10証券）及び Y1証券から FOI 株式の販売委託を受けた受託証券会社（Y11証券、Y12証券）、当該売出しに係る売出人、並びに東京証券取引所（以下、「東証」という。）及び東証から上場審査の委託を受けた自主規制法人を被告として、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）21条1項1号、2号、4号、22条1項及び17条、会社法429条2項又は民法上の不法行為に基づき、損害賠償責任を求めた事案に係るものである<sup>2</sup>。

1 平成22年10月に、証券取引等監視委員会は、FOIの代表取締役2名を、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）の罪で告発し、代表取締役社長、代表取締役専務はともに懲役3年の実刑判決を受けている。（さいたま地判平成24年2月29日（平成22年（わ）第1458号／平成22年（わ）第1551号 D-1 Law.com 判例体系判決ID28180625））

2 提訴時には、被告に監査を行った公認会計士2名が含まれていたが（エフオーアイ被害株主弁護団ウェブサイト<<http://www.foi-higaibengodan.jp/pdf/100929.pdf>>）、その後、和解したとのことである（エフオーアイ被害株主弁護団ウェブサイト<<http://www.foi->

本判決は、本件有価証券届出書等に平成17年3月から平成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<sup>3</sup>、上場時の募集・売出しに応じてFOI株式を取得したX1らによるY1証券への金商法21条1項4号、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X1らの損害に係る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<sup>4</sup>。

したがって、本判決は、有価証券届出書の虚偽記載に係る引受証券会社の金商法21条1項4号、17条に基づく民事責任について判断を示し、監査済財務情報に虚偽記載があったことを知らなかった引受証券会社に注意義務違反があったとして損害賠償責任を認めた初めての裁判例である。

なお、本判決は東証から上場審査を受託した自主規制法人が上場審査に関して、上場要件を欠く株式会社の上場を防止し、取引所市場の公正さを維持する一定の注意義務を投資者に対して負い、それに違反した場合には不法行為責任を負う場合がありえると判示した点でも、我が国初の裁判例でもあるが、本稿では引受証券会社の民事責任に絞って検討を加える。

## 2. 事実の概要

### （1）FOIが行った粉飾決算

FOIは決算が大幅な赤字となって銀行融資を受けられなくなることを避けるため、役員らが相談の上、実際には受注がなかったにもかかわらず、見込生産をして製造した装置を受注があったように装って架空の売上を計上することにより、平成16年3月期において実際の売上高が7億円であるのに、決算書類では売上高23億円とする粉飾決算を行った。平成17年3月以降も売上高を水増し計上する方法で粉飾決算を継続し、平成21年3月期に至っては粉飾額は115億円に及び、決算書に記載

---

[higaibengodan.jp/20161221.html](http://higaibengodan.jp/20161221.html)>) (2017. 2.5)。

3 X1らは有価証券届出書の「コーポレートガバナンスの状況」にも虚偽記載があると主張したが、裁判所は重要な事項について虚偽記載はないと判断した。

4 報道によれば、X1ら、Y1証券とともに控訴している。(Bloomberg 2017.1.13 <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-01-13/OJP3G16K50XU01>> (2017.2.5))

された売上高の97.3%が架空の売上であった。

## （２）FOIによる粉飾決算の隠蔽工作

FOIは上記粉飾を隠蔽するために、（ア）注文書の偽造等、（イ）偽装取引先従業員の協力を得ながらの残高証明書の偽造等、（ウ）資金還流工作や預金通帳の印字工作、外国被仕向送金計算書の偽造等による売掛金回収の偽装、（エ）在庫隠しや通関書類の偽造、内部書類の偽造などによる装置の納入に関する偽装、（オ）会計監査人や主幹事証券会社によって取引先実査が行われた際に、実際には取引がないにもかかわらず取引があるような対応を偽装取引先の協力者に対して依頼する取引先実査における工作などを行った。

## （３）公認会計士による監査

FOIの会計監査人である公認会計士は、平成14年3月期から平成21年3月期まで、FOIの計算書類について会社法監査を行い、いずれの期についても無限定適正意見を表明していた。また、FOIの上場準備に伴って平成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行って無限定適正意見を表明する監査報告書を作成し、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無限定適正意見を表明した。

## （４）東証マザーズ市場への上場に至る経緯等

### 1) 1回目の上場申請に至る経緯

Y1証券は、平成19年5月1日にFOIと契約を結び、マザーズ市場への上場手続についての主幹事証券会社に就任した。同年8月17日にY1証券の公開引受部（上場を希望する会社に対するヒアリングを行うとともに東証の上場基準を実質的に充足するよう社内体制整備や資本政策に関する指導及び助言を行う部署）は同社引受審査部（引受審査を行う部署）に対し、FOIのマザーズ市場への上場のための引受審査を依頼した。引受審査部は、担当者2名でFOIの引受審査を行った結果、FOIの上場適格性に問題はないと判断し、FOIは平成19年12月20日にマザーズ市場への1回目の上場申請を行い、Y1証券は東証に対し推薦書を提出した。なお、引受審査においてはFOI売上高の急増の実態の把握、原因分析及び将来見通しの把握を審査上の重要事項と位置づけるなどして、審査を行ったことが認定されている。

## 2) 東証による1回目の上場審査

東証がFOIの1回目の上場申請を受理した後、自主規制法人が上場審査を開始し、自主規制法人はFOI及び会計監査人に対するヒアリング・実査等を行い、上場に問題はないものと考え、上場承認日を平成20年2月18日と予定した。

## 3) 1回目の匿名投書

平成20年2月14日、東証らは、「注文書偽造による巨額粉飾決算企業の告発」と題する匿名の投書を受領した（以下、これらの匿名投書を「第1投書」という。）。第1投書には、(a) FOIは2004年頃から注文書・検収書類を偽造し、総額200億円を超える粉飾決算をしていること、(b) 商品である半導体製造装置の出荷は年1～2台程度で、売上は1～2億円であること、(c) 販売を偽装した装置の実際の保管場所、(d) 書類偽造の関与者、(e) 取引先とされる大手企業の購買部長などがストックオプションと引き換えにニセ注文書を発行していること、(f) 海外・国内の投資家から数百億円の投資を受けておきながら全く成功しないため、追い込まれた経営者が大手企業を巻き込んで売上げを偽装したのが始まりで、その発覚を恐れて毎年偽装するようになったこと、(g) 調査の希望、告発を予定していることが記載されていた。Y1証券への投書には以上に加えて、(a) Y1証券の担当者名、(b) 不正取引は販売先とされている企業を詳細に調べれば販売台数・販売額が違うためにすぐに分かること、(c) すでに検察、証券会社などに告発していることについても記載されていた。

自主規制法人は第1投書を受けてFOIの上場承認の予定を延期し、同月20日には追加調査として、預金通帳の原本を含む帳票類の確認、FOIの役職員及び会計監査人に対するヒアリングを行った。公開引受部はこの実査・ヒアリングに立ち会ったが、この時点で第1投書の存在については知らされなかった。

もっとも、同月18日頃、Y1証券の監査役宛には第1投書が送付されていたが、Y1証券では同月25日になって第1投書を開封し、自主規制法人のFOIに対する実査等が第1投書への対応であったことを理解した。公開引受部は、FOI代表取締役専務（以下、「FOI専務」という。）の反応を見極めつつ、FOIに第1投書に対する適切な対応を求める必要があると考え、FOI専務に対してY1証券に第1投書が届いたこと及びその内容を伝えた。Y1証券は、当時東証らがY1証券に対して第1投書に関する話を一切していなかったことに配慮し、東証らにY1証券に第1投書が

届いたことについては同年4月1日まで伝えなかった。

平成20年2月27日、Y1証券の審査担当者は、顧問弁護士から、(a) 第1投書の内容について、Y1証券としても調査する必要があること、(b) 東証らは独自の判断に基づき調査を行っていると考えられるため、東証らの調査を尊重する必要があること、(c) 東証らでの確認の結果、問題ないとの結論がでた場合でも、Y1証券として確認作業を行うべきであり、その際には会計士等による確認が望ましいこと、(d) 東証らが確認作業を行っている状態なので、FOIに第1投書について伝えるのであれば東証らの許可を得るべきである、とのアドバイスを受けた。

平成20年3月25日、FOI専務と同社担当者は自主規制法人と面談した後、Y1証券に対し、自主規制法人がそのまま上場手続を進めてもよい旨を述べたことを伝えるとともに、第1投書の作成者は社内の不満分子ないしノイローゼの心理状態に陥っている従業員もしくは退職従業員であり、当時の経営陣の業務遂行を妨害する意図のもとに作成し、送付したと思われると説明した。これを受け、Y1証券は、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テーションリスクが内在し続けることになるから、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FOIに要請した。

Y1証券の引受審査部は、平成20年4月2日頃から同月10日頃まで、公認会計士資格をもつ者1名を含む2名を追加した4人体制で、(a) 平成15年3月期から平成19年3月期までの全販売案件（35件）と平成20年3月期の販売案件（7件）の受注から売上にいたる一連の帳票類の突合作業と、(b) 平成15年3月期から平成20年3月期までの全ての代金回収済み案件の入金記録の突合作業を行っていた。この際、引受審査部は、FOIとの信頼関係を崩さないようにするため、帳票類及び預金通帳の原本の提示は求めなかった。

上記42件の販売案件の相当部分は架空のもので、FOIが保管していた帳票類も偽造されたものであったが、引受審査部は、上記(a)の作業により、帳票類相互間で記載が整合しない箇所を複数発見したものの、通常生じ得る誤記にすぎないと理解できるか又は後日行ったFOIに対するヒアリングにより不一致の理由が明らかになったとして、不正が行われていることを示すような重要な矛盾点はないものと判断した。また、預金通帳の写しも改ざんされていたが、上記(b)の作業で入金記録は全件確認でき、不自然な点は発見できなかった。一方で、第1投書が言及してい

た取引先の購買担当者に対する巨額のストックオプション付与について、FOI から受領した書類から事実ではないことを確認した。引受審査部は、かかる追加審査の結果に加え、従前の審査結果も踏まえれば、第1投書には信憑性がないと判断した。

#### 4) 1 回目の上場申請の取下げ

Y1証券及び自主規制法人は、FOIの上場申請につき、平成20年5月16日上場承認、同年6月18日上場というスケジュールを進めることを確認したが、FOI専務は、社員のメンタル面等を含め、社内体制を改めて整備・構築するための時間が必要なので上場申請を取り下げたいと申し出た。この際、FOI専務は、第1投書の作成者は従業員の訴外Aではないかと思われること、一連の上場整備の過程でAが管理部門や他部署でもトラブルを起こしたためAを遠ざけたが、それへの嫉妬に基づく妨害工作と思われることを説明した。Y1証券の公開引受部は平成19年5月頃から8月頃にかけて何度もA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、FOI専務の話には納得がいく点もあると理解した。FOIは同年4月18日付けで上場申請を取り下げた。

#### 5) 2 回目の上場申請に係る引受審査

Y1証券の引受審査部は、平成20年8月5日、FOIの2回目の引受審査を開始し、1回目の引受審査と同様に売上債権の回収状況や利益計画の進捗状況などについて審査を行い、改めて同社の上場適格に問題はないと判断した。FOIは平成20年12月1日に東証に対して2回目の上場申請を行い、Y1証券は東証に対し推薦書を提出した。

なお、Y1証券の審査担当者は、第1投書をFOIの内部管理体制の問題点として扱う必要があると認識していたが、第1投書の内容自体を2回目の上場申請の障害となる事情としては位置づけなかった。審査担当者は、平成20年10月8日、FOI専務から、第1投書の作成者である可能性の高いAを内部監査室から異動させ、FOI代表取締役社長によるカウンセリングを実施したが異動先でも協調できず退社する予定である旨を聴取し、その後FOI常勤監査役及びFOI代表取締役社長から受けた説明もこれと整合的であったため、FOI社内においてAが第1投書の作成者であることを前提に、Aに対する適切な処遇が行われ、内部監査室長も交代するなど必要な対策が講じられたものと理解した。他方、審査担当者は、FOI専務からAが精神的に不安定であると聞いていたため、自らAと面談するとAの精神状態を悪化させ、

ひいては FOI の業務に悪影響を与えるおそれもある上、そもそも直接の面接を求めても FOI に拒否されるだろうと考えて A との面談を FOI に対して要請しなかった。

#### 6) 2 回目の上場申請の取下げ

自主規制法人は、2 回目の上場申請に対し、改めて FOI に対するヒアリング及び本社の実査等の調査を行った。しかしながら、平成21年5月7日頃、FOI が多額の売上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、自主規制法人は平成20年3月期を上場直前期とする上場は困難である旨の見解を示した。FOI は平成21年5月19日付けで2回目の上場申請を取り下げた。

#### 7) 3 回目の上場申請

Y1証券の引受審査部は、平成21年6月16日、FOI の3回目の引受審査を開始し、追加の審査を行った結果、改めて同社の上場適格に問題はないと判断した。なお、2 回目の上場申請取り下げの理由となった取引先の財務状況と売上債権の回収状況に問題はなく、貸倒引当金の計上は不要と判断されたこと等を確認した。

FOI は、平成21年8月18日、東証に対して3回目の上場申請を行い、Y1証券は、東証に対し推薦書を提出した。

#### 8) 3 回目の上場申請の承認

自主規制法人は3回目の上場申請に対する上場審査を開始し、改めて FOI に対する調査を行った。東証は平成21年10月16日、上場日を11月20日として、FOI のマザーズ市場への上場を承認し、公表した。

#### (5) 有価証券届出書の提出

平成21年10月16日、FOI は関東財務局に対し有価証券届出書を提出した。本件有価証券届出書の「経理の状況」には、本件粉飾を前提とする平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表並びに平成21年4月1日から同年9月30日までの期間の四半期財務諸表が記載されていた。これらには公認会計士による、無限定適正意見を表明する監査報告書及び無限定の結論を表明する四半期レビュー報告書が添付されていた。また、「特別情報」には、同じく粉飾決算を前提とする平成17年3月期乃至平成19年3月期の財務諸表が記載されていた。

## （6）2回目の匿名投書

東証らは平成21年10月27日に「10月16日付で東証マザーズに上場承認されたFOIの巨額粉飾決算の実態についての告発」と題する匿名の投書（以下、「第2投書」という。）を受領した。第2投書の内容は、第1投書と同様で、FOIの会計監査人にも送付された。

東証は、同日、Y1証券に対して第2投書を受領した旨を連絡し、Y1証券に平成21年3月末時点の残高確認書及び平成21年4月以降に回収された売掛金の入金を確認できる預金通帳の原本の提出を求めた。Y1証券は、残高確認書は守秘義務の観点から会計監査人が後に持参することとし、預金通帳については、FOI専務が「まだ東証は我々を疑っているのか。」などと憤って原本の提出に抵抗を示したことから、東証に確認の上で、写しを提出した。

Y1証券も、10月28日、Y1証券宛ての第2投書を受け取った。Y1証券の審査担当者は、第2投書はFOIの上場承認を知ったAが、第1投書と同様に虚偽の告発を行ったものであると考えた。Y1証券は、同日、自主規制法人から、会計監査人が残高確認としてどのような手続を行ったかについて会計監査人による書面での回答が欲しいなどと要請を受けたため、会計監査人と連絡をとり、自主規制法人、会計監査人、Y1証券の3者での面談の機会を翌29日に設定した。

会計監査人は、10月29日の面談において、平成21年3月期の残高確認書の原本を持参し、1枚ずつめくりながら自主規制法人の担当者に確認させるとともに、(a) 3月末及び9月末に軽微なものを除く全ての売掛金について残高確認を行っていること、(b) 売掛金の実在性を確認するために取引先を訪問して担当者からヒアリングをしたこと、(c) 売上債権の回収状況を預金通帳及び海外送金の記録から1件ずつ確認していること、(d) 外部倉庫からの出荷状況を運送業者に確認していること、(e) 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こと、などを説明した。

審査担当者は、会計監査人による上記のような説明や、従前の引受審査及び第1投書後の追加審査の内容を踏まえ、第2投書に対しては突合作業等の追加審査を行うことなくFOI株式を引受けることに支障はないものと判断した。また、自主規制法人においても、上場のスケジュールを変更する必要はないと判断し、上場に関する手続を進めた。

Y1証券らは、平成21年11月11日、FOIとの間で元引受契約を締結し、Y1証券は



売出人らとの間でも元引受契約を締結した。FOI株式の公募売出し価格は1株850円であった。

### （7）粉飾決算の発覚、上場廃止

FOIは平成21年11月20日に東証マザーズ市場へ上場した。その約半年後の平成22年5月12日に証券取引等監視委員会から金商法違反の容疑による強制捜査を受けた旨を<sup>5</sup>、同月16日に有価証券届出書等に虚偽の決算情報を記載したことを認める旨を公表した。FOIは同月18日に上場廃止が決定され、同月21日に東京地裁に破産手続開始の申立てを行って6月15日に上場廃止となった。

## 3. 判旨

### （1）争点についての判断

#### 1）金商法21条1項4号及び17条の意義

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を、「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、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」。「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

---

5 報道によれば、証券取引等監視委員会は、平成21年秋に粉飾決算に係る内部告発を受け、大株主のロック・アップ期間（上場後180日間）の満了直前に強制調査を行った（日本経済新聞 2010.9.16朝刊39頁）。

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) 引受証券会社が引受審査に当たって用いるべき「相当な注意」の内容

「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調達する資金の使途

（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）。

「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、被告元引受証券会社らにおいては、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」。

### 3) 主幹事証券会社とそれ以外の引受証券会社との間の注意義務の相違

「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に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。

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」。

#### 4）財務情報に関する会計監査に係る審査について

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」と認定し、「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X1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、(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、被告元引受証券会社らは、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。

#### 5) 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。

## 6）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猜疑心をもって、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」。

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収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から注文書や検収書類等の原本、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。

以上によれば、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。

「第1投書においては、取引先として、訴外B社の担当者<sup>6</sup>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C社や訴外D社についても噂という形で同様の事実が摘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B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、売上げの実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」。

---

6 報道によれば、FOI株主らは、B社及び同社担当者に対しても粉飾決算に関与したとして訴えを提起し、判決でB社担当者個人に対して130百万円の損害賠償責任が認められた。（東京地判平成29年1月27日）

<<http://www3.nhk.or.jp/news/html/20170127/k10010855591000.html>>（2017.2.5）

もっとも、Y1証券がA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、A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A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、A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A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。

## 7) 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」。

## (2) 結論

### 1) 主幹事証券会社の金商法21条1項4号、17条の責任について

「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れば、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、その後に第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、A 類型原告〔上場時の募集・売出しに応じて FOI 株式を取得した原告一戸本〕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らに限る。）」と判示した。

## 2) 主幹事証券会社の不法行為責任について

B 類型の原告〔上場後の市場取引により FOI 株式を取得した原告一戸本〕に対する不法行為責任については、「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、前記認定に係る同被告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、B 類型原告らに対し不法行為責任を負うものではないというべきである」とした。

### 3) 主幹事証券会社以外の引受証券会社（Y2証券ら）の責任について

「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うべきである」。

「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うべきであり、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てい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うべきである」。

「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うべきである。また、上記に説示したところによれば、Y2証券らについては、X1らに対する不法行為が成立するとは認められない」。

#### 4）受託証券会社（Y11証券ら）の責任について

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 の株式を販売した被告受託証券会社らについては、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っ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、被告受託証券会社らについて、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。

## 4. 研究

### （1）監査済財務情報の虚偽記載に係る金商法21条に基づく引受証券会社の民事責任

#### 1) 金商法21条2項3号の解釈

有価証券届出書に重要な虚偽記載が含まれていた場合の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、第九十三条の二第一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」とされている。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情報以外の部分については、虚偽記載について知らず、かつ相当な注意を用いたにも関わらず知ることができなかったことが免責要件となるが、監査人による監査証明を受けた財務情報に係る部分については、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。

他方、本判決は、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、公募売出しに応じて 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>7</sup>。

これは条文の文言からは直ちには導けない解釈であるが、従来から学説でも議論があった論点であるため（本稿4（1）3）を参照）、以下、本条の沿革、学説を踏まえて本判決を検討する<sup>8</sup>。

## 2) 沿革

有価証券届出書の虚偽記載に係る引受証券の民事責任は当初、1948年に制定された証券取引法（法律第25号）の18条、19条に設けられた。同法はGHQにより閉鎖された証券取引所の早期再開を目指すという政策的な理由で米国1933年証券法及び1934年証券取引所法を可能な限り盛り込むことを方針として制定されたため<sup>9</sup>、有価

7 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認定は、米国の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）を求めることと平行である。本稿4（2）1）参照。

8 なお、理由は不明であるが、監査済財務情報の虚偽記載を知らなかったから免責されるとの主張を Y2証券らは行っているが、Y1証券は行っていない。このことが判決に影響を与えた可能性もあるが、この点は無視して検討を行うものとする。

9 大蔵省理財局「証券取引法改正案について」（1947年11月23日）、同「証券取引法改正法律案について」（1948年3月2日）、第2回通常国会衆議院財政及び金融委員会議録第10号（1948年3月24日）参照。

証券届出書における監査済財務情報の虚偽記載に係る引受証券会社の免責要件も米国1933年証券法11条と同様であった<sup>10</sup>。すなわち、かつての証券取引法19条5号は、監査済財務情報の虚偽記載に係る民事責任については、虚偽記載があり、また、重要な事実の記載が欠けていたことを知らず、かつ、（虚偽記載があると）信ずべき十分な理由がなかったことを証明しなければ免責されないとしていた。

しかしながら、1953年の証券取引法改正では、届出者以外の者に連帯賠償責任を負わせることは過酷であり、実際の適用も困難で証券取引法施行以来この規定が適用された事例がないことを理由に、発行会社の役員、監査人等の専門家、引受証券会社らの民事責任制度は廃止された<sup>11</sup>。

届出者以外の届出書作成関与者の民事責任を定める現在の金商法21条は、1971年証券取引法改正によって設けられた。改正の背景には、1965年の山陽特殊鋼などの幾つかの粉飾決算を伴う大型倒産が起こったこと<sup>12</sup>、大蔵省による有価証券報告書の重点審査でも多くの有価証券報告書提出会社が粉飾決算を行っていたことが判明したこと<sup>13</sup>などがあるとされている。

改正に際して設置された専門委員会が1970年10月に公表した中間報告では、有価証券届出書の虚偽記載について、粉飾決算により投資者のこうむる損害の救済を担保するとともに、その社会的責任を明らかにするためとして「現在、届出会社だけが損害賠償責任を負っているが、これを改め、その有価証券届出書に係る役員、引受証券会社、公認会計士等も損害賠償責任を負うこととするとともに、損害賠償額の算定基準について合理化を図ることとする。ただし、届出会社以外の賠償責任者は、虚偽記載について故意又は過失がない場合には、免責されることとする」とした<sup>14</sup>。中間報告書では、監査済財務情報についての引受人の注意義務の特則は言及

10 虚偽記載に係る免責要件を2つに分けて、専門家の認証によらない部分については、「作成前相当な調査をした上、その記載が真実であり、又、記載すべき重要な事項及び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なかったと信じ、且つ、信じたことに十分な理由があったこと」を求め、専門家の認証による部分については、「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たこと」を「知らず、且つ、信ずべき十分な理由がなかったこと」を要求していた。

11 小田寛ほか『証券取引法・証券投資信託法解説』（港出版・1954）53頁。

12 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務・1987）253-254頁。

13 大蔵省が1965年9月から1970年2月までの間に行った有価証券報告書の重点審査の結果、有価証券報告書提出会社 約2400社の5.8%にあたる約140社での粉飾決算が判明した（『第8回 大蔵省証券局年報 昭和45年版』（金融財政事情研究会・1970）242頁。）

14 ジュリスト466号（1970）18-36頁所収。

されていないが、証券取引法改正試案（1970年10月6日付）の備考欄には「引受人が公認会計士等の監査結果を信頼して引受けたからには、免責されてしかるべきではないか。」との意見が付記されていた<sup>15</sup>。

この中間報告を受けて行われた研究者らの座談会で、大蔵省の渡邊（参事官）は、引受証券会社が公認会計士と同じ立場で財務内容を監査することはできないため財務内容については公認会計士の監査証明を信頼したことを以て免責されるべきという意見が証券界から出ていると発言した<sup>16</sup>。これに対して、専門委員であった矢澤は「公認会計士が監査をして、監査報告書が出た場合、いわゆる監査概要書も、一般人は見られませんが、引受人たる証券会社は見られるわけですから、これを見て、これはおかしいではないかという場合には、つまり監査のやり方について合理的な疑念がある以上は、自分で、あるいは公認会計士を使って再監査をやらなければ、無過失にはならないということはあるので、したがって公認会計士のすることだからすべて免責だということは、解釈論としていえないと思います」と述べている<sup>17</sup>。同じく専門委員であった竹内も「およそ公認会計士の資格を持っているものであれば、どんなものを引っぱってきて監査させたって、取締役や引受会社は責任を負わないということにはなるまい。それは当然発行会社の規模からしても、発行証券の額からしても、リーズナブルな人に監査をしてもらうということがあってはじめて、それに信頼したものの無過失という問題が出てくるのだらうと思う」と発言している<sup>18</sup>。また、神崎も、引受証券会社には監査人に匹敵する詳細な調査はできないため、記載の正確性について積極的に調査を行う必要がないが、記載の正確性を信じたことに正当な根拠を要求されるべきとして、1953年改正前証券取引法19条5号や米国1933年証券法11条（b）項（3）（c）の合理的な信頼の基準（reasonable reliance standard）と同様の免責基準を設けるべきことを主張していた<sup>19</sup>。この時点では、有力な研究者は監査済財務情報についての引受証券会社の信頼が認められるためには一定の注意義務を果たすことが求められるとの立場をとっていたといえよう。

---

15 「企業内容開示制度等の整備改善に関する証券取引審議会の報告及び関係資料」（大蔵省証券局・1971）601頁。

16 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－」ジュリスト467号（1970）30-31頁〔渡邊発言〕。

17 座談会・前掲注（16）31頁〔矢澤発言〕。

18 座談会・前掲注（16）31頁〔竹内発言〕。

19 神崎克郎「有価証券届出書の虚偽記載による民事責任」商事法務543号（1970）19-20頁。



しかしながら、最終的には「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」<sup>20</sup>であるとして、現在の金商法21条2項3号の文言となった<sup>21</sup>。

### 3) 学説の動向

1971年の証券取引法改正の当初から、引受証券会社は監査済財務情報の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、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になってしまうとの問題点が指摘されていた<sup>22</sup>。この問題への対応として、監査済財務情報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、引受証券会社も監査済財務情報の虚偽記載について責任を負うとの見解が提唱され<sup>23</sup>、これが通説とされている<sup>24</sup>。日本証券業協会の「財

20 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。

第65回国会参議院大蔵委員会会議録第6号（1971年2月18日）〔志場証券局長〕「（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ぬわけでございます。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で書き分けてあるわけでございます、…」

21 なお、本改正の翌年の1972年に、野村證券をはじめとする総合証券大手4社は、いずれも引受部から独立した引受審査部を設置している。金子雄美「引受審査とコンフォート・レター証券会社の立場から」商事法務717号（1975）750頁。

22 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〕。

23 座談会・前掲注（22）61、63-64頁〔河本発言〕

24 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、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〕。

務諸表等に対する引受審査ガイドライン」<sup>25</sup>においても、金商法17条を介して引受証券会社が監査済財務情報の虚偽記載の民事責任を負う場合があり、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、通説の解釈は証券業界にも受容されている見解といえよう。

他方、監査済財務情報に虚偽記載があることを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条のみをもって引受証券会社が民事責任を負う場合があるとの解釈論も示されている。

たとえば、志村は、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1969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)、1974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」であると主張していた<sup>26</sup>。

これに対して黒沼は、米国と同じく、監査済財務情報について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は負わないが、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主張する<sup>27</sup>。この根拠として、引受審査によって発行者の情報を入手しやすい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や<sup>28</sup>、「有価証券引受規則」等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>29</sup>、上述の大蔵省証券局の通達などを挙げる。条文の文言については、金商

---

25 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。

<[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/120730\\_bukai\\_houkoku.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/120730_bukai_houkoku.pdf)> (2017. 2.5)

26 志村・前掲注 (24) 564頁。

27 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」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』(商事法務・2013) 364頁。

28 黒沼・前掲注 (27) 363頁。

29 黒沼・前掲注 (27) 365-356頁。

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、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>30</sup>。本判決は、概ね、黒沼説と整合しているといえる。

また野田も、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>31</sup>。

他方で後藤は、現行法の下では監査済財務情報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、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>32</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>33</sup>。

#### 4) 私見

本判決における金商法21条2項3号の解釈については、以下のとおり疑問がある。

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、

---

30 黒沼・前掲注（27）267頁。

31 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。

32 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。

33 後藤・前掲注（32）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（32）404頁）。

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」として  
いる<sup>34</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>35</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。

第2に、本判決は、日本証券業協会が定める引受規則等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、引受規則等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、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  
務を負うとする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項第  
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といえる。

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、1971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

---

34 松尾直彦『金融商品取引法〔第4版〕』（商事法務・2016）23頁。

35 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（34）195-196頁。

間がある。黒沼は、1971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合理的な信頼（reasonable reliance）を必要とする根拠の一つとしているように思われる<sup>36</sup>。しかしながら、1948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、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〔本稿4（1）2参照〕、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、1971年証券取引法改正において、合理的な信頼の法理が明確に否定されたことの表れのように思える。

もっとも、金商法17条のみで監査済財務情報の虚偽記載に係る引受証券会社の民事責任を認める通説に基づけば、注意義務違反が認定されたY1証券からFOI株式を直接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不合理な結果となり、これには問題がある<sup>37</sup>。しかしながら、通説自体、引受証券会社に財務情報の正確性に対して注意を払うインセンティブを与えることを主な理由として、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財務情報に係る注意義務を補充しようとする、いわば泥縄式の解釈といえ、これについては立法によって解決されるべき問題ではないかと考える<sup>38</sup>。

---

36 黒沼・前掲注（27）356頁。

37 なお、本事件についていえば、X1らは本判決のほか、会計監査人から和金を得ており、東京地判平成29年1月27日より訴外B担当者への損害賠償請求についても認められている。

38 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

## (2) 監査済財務情報に対する「相当な注意」の内容

### 1) 合理的な信頼の基準 (reasonable reliance standard)

上述のとおり、監査済財務情報の虚偽記載を知らなかった Y1証券の民事責任を肯定した本判決での金商法21条の解釈には疑問が残るが、金商法17条を介して責任を認定した部分は通説と整合的であり、その限りで監査済財務書類に係る引受証券会社の注意義務の基準を示した本判決の意義は大きい。

本判決では、監査済財務情報について「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」であるとしたが、これは米国の判例法理とも一致する。

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 (b) 項 (3) (c) では、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る<sup>39</sup>。ただし、判例上は何らかの危険信号 (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られない<sup>40</sup>。この法理は、合理的な信頼の基準 (reasonable reliance standard) といわれている。

### 2) “red flag” としての「粉飾を疑わせる事情」

米国では引受人の監査済財務情報の虚偽記載についても危険信号 (red flag) の存在が浮上した場合には、監査を単に信頼しただけでは免責されないとされている。

---

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 (32) 404頁。

ただし、米国の判断枠組みを我が国に適用する場合に留意すべき事項として、本稿5.を参照。

39 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。

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

ここで何が危険信号に当たるかが問題となるが、登録届出書に含まれる監査済財務情報の虚偽記載に係る引受人の責任を判示した最近の裁判例である WorldCom 判決<sup>41</sup>で裁判所は、会計問題についての明確で直接的な警告があった場合だけが危険信号になるとの引受人の主張を否定し、粉飾決算や監査の失敗に繋がるかどうかにかかわらず、登録届出書に含まれる監査済財務情報の部分の正確性への被告の信頼を損ねるあらゆる情報が危険信号となると説示した。

具体的には、WorldCom 判決で裁判所は① WorldCom の E/R ratio（通信会社の収益に占める回線使用料の比率）が2つの類似の競合相手 Sprint と AT&T と比較して明らかに低かったこと<sup>42</sup>、② 1998年に買収した MCI communications の業績の悪化（買収価格470億ドルのうち290億ドルはのれん）が危険信号になりえると判示している<sup>43</sup>。

本判決が、(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

41 *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 346 F. Supp. 2d 628(S.D.N.Y.2004).

本判決を紹介した邦語文献として、たとえば、中田直茂「ワールドコム事件 - 財務情報の引受審査についてのリーディングケース」月刊資本市場349号（2014）50-61頁がある。

42 WorldCom の E/R ratio が43%だった一方、原告の専門家が算出した同比率は Sprint が 53.2%、T&T が46.8%だった。

43 WorldCom 判決はサマリー・ジャッジメントだったため、“red flag” に対して引受人が注意義務を尽くしたかどうかは判断されていない。

なお、WorldCom 判決が示した危険信号の基準は実務のみならず、研究者からも厳しいものとみなされているようである。森・濱田法律事務所・前掲注（39）13-15頁。

Sjostrom は、引受人は会計の専門家ではなく、監査を行う資格もなく、他方で会計監査人は多額の報酬を上場会社から得ており、専門的な規則に拘束され、証券法11条、一般に公正妥当と認められる監査の基準に準じた監査を行うためのその他の規則によってインセンティブを与えられていることを挙げて、引受人の監査済財務情報に係る合理的な信頼の基準は、会計操作がされていると書かれたメモやEメール等の犯罪の証拠（smoking gun）に気づいていたか、もしくは知っていたかどうかであるべきだと主張している。William K.Sjostrom, Jr., *The Due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933*, 44 *Brandeis Law Journal* 549 (2006), at 559-61.

ただし、引受人が払うべき注意義務については SEC Rule 176でも、有価証券や発行者のタイプによって異なるとされていることなどから、WorldCom 判決のように一括発行登録（shelf registration）で発行された社債の募集に際して適用される注意義務としては高すぎる基準であったとしても、本事案のような IPO の場合には発行登録の場合と比べて高い注意義務が要求されると考えられるため、本稿の終わりに記した留意事項はあるものの、WorldCom 判決で示された基準は参考になると考える。

他方で、粉飾決算が明らかになった事後からは“red flag”を指摘することは容易だが、それを事前に発見することは難しいとも考えられ、引受人の注意義務違反を判断するにあたって“red flag”の有無とそれへの対応を検証するという判断枠組みが常に正しいかは疑問が残る。

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) 生産能力の不足を「粉飾を疑わせる事情」と認定した点は、WorldCom 判決で示された危険信号のケースに照らしても違和感はなく、また、日本証券業協会が作成した「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」の「疑わしい事象として留意すべき事項」に挙げられた「財務比率の水準、変化が合理的に説明できない」等とも整合的である。また、本判決では、これらの事情について 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審査を行い、合理的な説明が可能であることを確認したと認定しているが、これも同ガイドラインの「疑わしい事象を発見した際の対応」に挙げられた「発行会社から関連する情報を入手して上記2の①から③〔疑わしい事象の発見のために行うべき事項〕として挙げられた検討作業等一戸本」の検討を反復しながら、その原因を解明するよう検討する」と整合的であると評価できるように思われる。

### 3) “red flag” としての匿名投書

本判決は、匿名投書を受けての Y1証券の追加審査が不十分であったとする理由として、「引受審査においては、あくまで、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も念頭に置いた上で、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」と説示しているが、これも米国の裁判例で示された考え方と整合的である。

BarChris 判決<sup>44</sup>では、発行会社の役員が自らの利益のために引受証券会社に事実と異なる説明をすることはありえるとして、証券法11条(c)項に挙げられた「正当な調査の内容および信じたことについての正当な根拠の内容を決定するに際しては、正当性の基準は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」であるとの判断基準をもってすれば、有価証券届出書の記載事項等についての会社社員の説明をそのまま受け入れることは相当な注意義務の基準を充たしたとはいえないとした。SEC も引受人は経営陣の表明に信頼を置いたということでは引受人に課された責任を満たすことはできないとの見解を示している<sup>45</sup>。

---

44 Escott v. BarChris Construction Corporation, 283 F.Supp.643, 696 (S.D.N.Y.1968).

45 *In re Richmond Corp.*, 41 S.E.C. 398 (1963).



また、Leasco 事件<sup>46</sup>でも、裁判所は、引受人の発行会社に対する知識と情報へのアクセスの限界を認めながらも、引受人は「会社の説明についての高い水準での調査と独立した確認を行うことを期待されている。Tacit の経営陣の主張への信頼は受け入れられない。引受人は悪魔の提唱者（devil's advocate）の役割を演じなければならぬ。」<sup>47</sup>とした。

発行体の情報へのアクセスの限界を踏まえた、引受人の注意義務の判断基準として、Software Toolworks 判決<sup>48</sup>では、「合理的に確認することができるような経営者の説明を単純に信頼することは合理的ではない。しかしながら発行者だけが知りえて第三者がその正確性を合理的に確認できない情報については経営者の説明を信頼することが非合理的とはならない。引受人は経営陣が会社について知っている全てのことを搾り出すことはできない。彼らはただ合理的に目論見書の中の情報の正確性について正しいかどうか確かめることを試み、信頼することを必要とするだけである。」<sup>49</sup>とされていることが参考となる。

本判決でも、証憑類の原本を提出させての確認作業の実施が困難だったとうかがわせる事情はない、と認定しており、実行可能性を考慮した上で、原本を徴求して確認しなかったことを注意義務違反と評価している。

### （3）主幹事証券以外の元引受証券会社の「相当な注意」と本判決の論理

金商法21条、17条の条文では、主幹事である引受証券会社とそれ以外の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はいないが、本判決ではその他の引受証券会社は、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ことを鑑みて、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、これを信頼できると説示している（本稿3（1）3参照）。

ところで、本判決は、その他の引受証券会社と受託証券会社については、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」として免責している。これまでも、

46 *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544, 581 (E.D.N.Y. 1971).

47 *Id.* at 582.

48 *In re Software Toolworks, Inc.* 789 F.Supp. 1489 (N.D.Cal. 1992).

49 *Id.* at 1496.

金商法24条の4に基づく責任が争われたものであるが、本判決と同様に、名義株の存在を知らされていなかった会社役員が「相当な注意を用いたとしても虚偽記載を知り得なかった」として有価証券報告書の虚偽記載に係る民事責任を免責された裁判例がある（東京地判平成20年4月24日 民集65巻6号2568頁。西武鉄道事件）。

しかし、これらの免責要件は「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つたこと」と規定されており、その趣旨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つたという抗弁を用いることはできないとの見解がある<sup>50</sup>。

そして、西武鉄道事件判決に対しては、「(判旨は) 例え相当な注意を用いても虚偽記載を知ることができなかつたであろうときは、被告の違法行為と損害との間の因果関係が切断され責任が否定される旨を述べているのかもしれない。しかし、不法行為責任が成立するにはそのような因果関係が必要であるが、旧証券取引法21条1項の責任は、虚偽記載と損害との間にのみ因果関係を要求しており、被告の注意義務違反と損害との間の因果関係を要求していないのである」として、これを批判する学説も存在する<sup>51</sup>。

西武鉄道事件判決では当該役員が裁判時には故人になっていたため（被告は当該役員の相続人）、注意義務を尽くしたかどうかを判断するのが難しかったという事情があったのかもしれないが、本判決では、裁判所はその他の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いる。また、本判決でもその他の引受証券会社は「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ることもできたように思われる。

もっとも、この場合、虚偽記載を知らなかつたことしか認定されていない受託証

---

50 松尾・前掲注(34) 200頁、岸田・前掲注(35) 278頁〔加藤貴仁〕、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。

51 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。

券会社 Y12証券は免責を受けられない可能性もある。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>52</sup>などから、本件事案のように引受証券会社が別途存在する場合の受託証券会社の注意義務違反を問題としない、本判決の結論には賛成できる。

#### （４）流通市場から取得した投資者に対する不法行為責任

X1らは「厳正な引受審査を怠って投資者の財産権を侵害した」として引受証券会社らの不法行為責任を主張したが、判決は「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、有価証券届出書の内容についても審査する立場にある者にすぎない」として有価証券届出書の正確性に係る流通市場で取得した投資者に対する注意義務を否定し、虚偽記載について悪意であった、若しくは悪意と同視できるような場合に限り引受証券会社の不法行為責任を認めると判示し、X1らの主張を退けた。

流通市場で取得した投資者に対する引受証券会社の不法行為責任については、学説ではさほど注目されていなかったように思われる。しかしながら、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く<sup>53</sup>、他方で財務情報の正確性を確認する

52 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。

53 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。能見義久「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者であっても、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、他方で同条（e）項で引受人の負担する損害賠償額の上限を引受人の分売額（及び引受人の地位に関連して得た利益）とすることも定められている。

ゲートキーパーとしての引受人の役割を強調する見解もあること<sup>54</sup>、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あることから、重要な論点といえる。

このため、流通市場で取得した投資者に対する注意義務を否定した点も本判決の重要なポイントと考えられる<sup>55</sup>。

## 5. 終わりに

本判決は、有価証券届出書に記載された監査済財務情報に虚偽記載があったことを知らなかった引受証券会社の金商法21条の責任を認めた点で、金商法17条でしか民事責任を追わないとする通説の立場よりも広く投資者を救済し、不実開示の防止により強いインセンティブを与える解釈を示したといえる<sup>56</sup>。

一方、引受証券会社として要求される注意義務が従前の認識より高いと受け止められた場合には、引受審査の期間の長期化や増加した引受審査コストの発行会社の資金調達費用への転嫁等が生じる可能性がある。また、「引受」を伴わない資金調達手段への逃避（例えば、海外市場での転換社債の発行や、金融機関が発行会社から新株予約権の割当を受けて新株予約権の行使を行って発行会社に行使代金を払い込んで株式市場で当該株式を売却する方法、ノンコミットメント型のライツ・オフリングなど）が生じた場合には、民事責任規定の目的の一つである、正確かつ

---

Charles J. Johnson, Jr., Joseph McLaughlin, *Corporate Finance and the Securities Laws* (4th Edition) 2006 (2008 supplement), at 5-6

54 野田は、証券会社が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（31）88頁。

また、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。岸田・前掲注（35）279頁〔加藤貴仁〕。

他方で Leahy は、引受人の発行体に対する交渉力は相対的に低下していること、発行体から報酬を得る引受人は独立したゲートキーパーとはいえないことなどを主張する。Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of BarChris*, 37 Del. J. Corp. L. 411 (2012), at 411-500

55 報道によれば、X1らはこの点を不服として控訴したようである。前掲注（4）。

56 ただし、引受証券会社の不実開示抑止のインセンティブには民事責任だけではなく、レピュテーションリスクや、行政処分リスクもあり、証券会社の注意義務を決定する要因としてこれらの要因の方が大きかった場合は、本判決から生じるインセンティブは限定的となる。

有用な情報開示の促進に繋がらない可能性もある<sup>57</sup>。

本判決では、先述のとおり米国における引受人の注意義務と同様の判断枠組みを当てはめたように思えるが、米国は、①世界で最も発展した金融市場を擁しており発行体の海外市場への逃避が日本と比べて起こりにくいと考えられること、②引受（underwriting）の定義が日本と異なるため米国では公募増資、売出し以外のファイナンス手法にも証券法11条を適用する余地があること<sup>58</sup>、③金商法21条と同様に証券法11条の被告人は連帯責任が原則だが、11条（e）項の規定により引受人の負担する損害賠償額は引受人の分売額及び引受人の地位に関連して得た利益）に限定されること（わが国では上限は定められていない）、④合理的な信頼（reasonable reliance）の対象となる専門家作成部分（expertised portion）に監査人のレビューを受けた四半期財務情報が含まれないこと、⑤営業部門と審査部門を分けて引受業務を行うのではなく投資銀行部門の企業担当者が一貫して行うことが一般的で、“10b-5 opinion”と言われる意見書を取得する形で非財務情報のデュー・ディリジェンスの一部を弁護士に委託する実務があることなど<sup>59</sup>、背景や制度、実務において我が国とは異なる部分が多いことにも留意が必要である。

57 2011年の金商法改正ではコミットメント型ライツ・オファリングで証券会社が行うコミットメント契約を引受と定義することで、金商法21条の対象となる資金調達手段を拡大したが、こうした対応は後追いつたらざるを得ない。また、資金調達を海外に求めた場合には我が国の規制を及ぼすことは難しく、発行市場が海外に移ることは、我が国の資本市場の健全な発展を促進するという金商法の目的とも相容れない結果となる。

58 金商法21条1項4号は「元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関」を民事責任を負う者と定義しているが、米国1933年証券法11条で責任を負う引受人は、同法2条（a）（11）で「発行者から証券を分売の目的で購入した者、または、発行者のために証券の分売に関連して募集または売付ける者、または、そうした企てに直接または間接に参加する者、またはそうした企てにおいて直接または間接に引受ける者であり、ただし、これらの者の利益が、通常かつ通例の分売人または売付人の手数料を超えないような、引受人またはディーラーからの手数料に限定されている者を含まない」と広く定義されている。

我が国では、引受人と同じ機能を果たしつつ、定義が狭いため引受人に該当しない者が存在する余地があることを指摘するものとして、梅本剛正「引受人の役割と責任」『現在の証券市場と規制』（商事法務・2005）259頁がある。

また、米国は自国の市場に上場しない海外企業であっても、米国人保有者が10%を超える場合で株式対価の組織再編を行う場合にはSECへの登録義務を課すなど、開示義務を課す範囲も我が国に比べて広いといえる（湯原心一「米国の証券登録義務」WIAS Discussion Paper No.2015-005（2016）

<<https://www.waseda.jp/wias/achievement/dp/data/dp2015005.pdf>>（2017.2.5）23頁。

59 米国引受審査調査団編『米国引受審査調査団報告書（1987）』社団法人公社債引受協会（1987）、佐藤岳仙「証券発行における弁護士の役割〔上〕〔中〕〔下〕－法律意見書とデュー・ディリジェンスの抗弁の検討を中心に－」商事法務2035号・2036号・2037号（2014）34-42頁、37-47頁、45-52頁。

不実開示を争う証券訴訟の多くは財務書類の虚偽記載に係るものであり<sup>60</sup>、学説でも監査済財務情報の虚偽記載に係る責任論が注目されてきた。しかしながら、近時は投資の意思決定における非財務情報の重要性も高まってきているといわれており<sup>61</sup>、今後は非財務情報の開示における引受証券会社の役割、注意義務についても関心が向けられることを期待したい。

\* 本稿は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の平成28年度助成金による成果の一部である。

(ビジネス科学研究科企業科学専攻企業法コース)

---

60 米国で2015年の証券集団訴訟の届出189件内の99%に財務関連情報の虚偽記載が根拠として含まれていたとされる(2013年は97%、2014年は94%)。

Cornerstone Research, *Securities Class Action Filings: 2015 Year in Review* (2016) <<http://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2015/Cornerstone-Research-Securities-Class-Action-Filings-2015-YIR.pdf>>(2017. 2.5), at 1,8.

我が国でも非財務情報の不実開示に関するもので、知られている裁判例は、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)、レジデンシャルワン事件(大阪高判平成24年3月14日証券取引被害判例セレクト42巻383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日金法1968号87頁)程度にとどまっており、少ない。

61 金融審議会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告-建設的な対話の促進に向けて」(2016年4月18日) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf)>(2017. 2.5) 13-14頁。

中條祐介「非財務情報開示の意義と現状」証券アナリストジャーナル2013年8月号6-15頁。