

## 有価証券届出書の虚偽記載に係る 元引受証券会社の注意義務

－エフオーアイ損害賠償請求事件 控訴審判決の検討－  
(東京高裁 平成30年3月23日控訴審判決  
Westlaw Japan 文献番号2018WLJPCA03236003。  
平成29年(ネ)第1110号)

戸本 幸亮

本稿の構成

1. 本判決の意義
2. 事実の概要及び判決の結論
3. 主要な論点毎の判旨とその検討
  - (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(金商法21条2項3号)
  - (2) 監査済み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(金商法21条2項3号、17条)
  - (3) 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」(金商法21条2項3号、17条)
  - (4) 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(民法709条)
  - (5)「コーポレート・ガバナンスの状況」の記載に係る重要な虚偽記載への該当性

### 1. 本判決の意義

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%以上には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)及び上場後の市場取引にてFOI株式を取得した投資者である(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、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>1)</sup>。

1 本事件に関連する訴訟の状況を以下のとおり補足する。

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)。

原審（東京地判 平成28年12月20日判タ1442号136頁）は、本件有価証券届出書等に記載された平成17年3月期乃至平成21年3月期の監査証明を受けた財務情報に関して重要な虚偽記載があったとすうえで、FOI 役員らに対する請求の全てと、上場時の募集・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、これ以外の請求をいずれも棄却した。これに対して、原審原告の X らが棄却された請求の認容を求め、原審被告の FOI 監査役と Y1 証券が認容部分の棄却を求めて控訴した。

本判決では、X ら及び FOI 監査役それぞれの控訴を棄却、原審が認容した公募売出しで取得した投資者 X1 に対する主幹事証券 Y1

証券の責任について、一転して注意義務違反はなかったとして請求を棄却した。

本判決は、元引受証券会社は「財務計算部分」の虚偽記載については善意であれば金商法21条の責任は免責されること、財務情報の信頼性を疑わせる事情（red flag）が判明した場合にも元引受証券会社は必ずしも監査人と同様の実証的な方法で調査する義務はないことなどを判示した点で原審とは異なる判断を示しており、これらの点で意義がある。

ただし、おそらく結論に最も大きく影響したのは、本判決で示された Y1 証券の調査内容そのものであり、これを前提とすれば、原審の判断枠組みであっても Y1 証券には注意義務違反はなかったとの結論となり得たものと思われる<sup>2</sup>（本稿 151 頁「3.（2）4）③

---

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、原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/201611221.html>>）（2018.6.10）。

FOI の架空売上げとなった訴外 A の従業員（担当課長）で粉飾に協力した個人及び訴外 A に対して共同不法行為とその使用者責任に基づく損害賠償請求も FOI 株主によって提起されている。

一番判決（東京地判平成29年1月27日金商1514号20頁）は、訴外 A の使用者責任を否定した一方で、訴外 A 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、訴外 A 従業員が、訴外 A 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、訴外 A 従業員が日本有数の電機メーカーで社会的信用のある訴外 A の従業員であったこと、訴外 A 従業員が FOI の国内企業の架空売上げ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、訴外 A 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（東京地判平成30年4月12日金商1544号8頁）は、一転して訴外 A 従業員の共同不法行為を否定した。裁判所は、訴外 A 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げは有価証券届出書「特別情報」の平成17年3月期の売上げ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訴外 A 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を挙げて、「訴外 A 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、一番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、訴外 A 従業員が加担した平成17年3月期までの訴外 A 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、訴外 A 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訴外 A 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、訴外 A 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」したもとは認められない」と判示した。

2 なお、控訴審からは Y1 証券の代理人に大手法律事務所が加わり、原審と比して法律構成（例えば、

Y1証券の調査内容」。

本事件は自主規制法人が投資者に対して注意義務を負う場合があることを判示したほか、監査役の民事責任を認めた裁判例としても先例的価値があるが、本稿では元引受証券会社の民事責任に絞って検討する。

## 2. 事実の概要及び判決の結論

### (1) 事実の概要

半導体製造装置メーカーである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) 判決の結論

#### 1) 原判決

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) 本判決

原審が認容した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. 主要な論点毎の判旨とその検討

### (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（金商法21条2項3号）

#### 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情報

---

Y1証券は「財務計算部分」の虚偽記載について善意であるために金商法21条の責任は免責されるとの主張を原審では行っていなかったが（Y2証券らは原審から主張していた。）、控訴審では主張している。やY1証券の調査内容などの事実関係について丁寧な主張が行われている。

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し、通説もこれに沿って解釈する。他方、有力な学説及び原判決はこれを否定する立場をとった。

## 2) 原判決の判旨

### ①「財務計算部分」の意義

金商法21条2項3号に規定する「財務計算部分」は有価証券届出書の「経理の状況」に記載される直近2事業年(平成20年3月期、平成21年3月期)の財務諸表に限られ、上記財務諸表の数値を利用している部分や他年度の財務諸表についての記載は、「財務計算部分」に当たらないとした。

### ②「財務計算部分」の虚偽記載に係る注意義務

原判決は、「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、「もつとも、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。

## 3) 本判決の判旨

### ①「財務計算部分」の意義

原判決を肯認。

### ②「財務計算部分」の虚偽記載に係る注意義務

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虚偽記載であることを知らなければ免責されると規定する趣旨については原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っ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」として、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。

#### 4）検討

##### ①原判決以前の学説

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、法21条2項3号の免責要件については、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になってしまうとの問題点が指摘されていた<sup>3</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、元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>4</sup>、これが通説とされている<sup>5</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」<sup>6</sup>においても、金商法17条を介して元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、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、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も示されている。

たとえば、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

- 3 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（戸本発言）。  
 もっとも、少なくとも現在においては、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おり（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すること、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る（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）などしており、「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だけに、レビューションの棄損なども無視して、財務情報について全く調査をしないと考えることは現実的ではないであろう。
- 4 戸本一郎「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。
- 5 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〕。
- 通説に反対する少数説は、「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思われる」とする。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）138-139頁。
- 6 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)>（2018.6.10）

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」であると主張していた<sup>7</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>8</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や<sup>9</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>10</sup>、上述の大蔵省証券局の通達などを挙げた。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>11</sup>。

また、野田も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>12</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、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べきであり<sup>13</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>14</sup>。

## ②原判決に対する学説の評価

原判決は、元引受証券会社は「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

7 志村・前掲注(5)564頁。

8 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。

9 黒沼・前掲注363頁。

10 黒沼・前掲注(8)365-356頁。

11 黒沼・前掲注(8)367頁。

12 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。

13 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。

14 後藤・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(後藤・前掲404頁)。

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が、これは概ね黒沼説に沿った立場と評価されている<sup>15</sup>。

原判決に対する学説の評価は分かれている。原判決に疑問ありとする学説は、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>16</sup>、②金商法21条の民事責任を定めた昭和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>17</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

15 弥永真生「原審判批」ジュリ1503号（2017）3頁、堀田佳文「原審判批」商事法務2135号（2017）13頁、山下徹哉「原審判批」法学教室441号（2017）125頁、和田宗久「原審判批」TKC新・判例解説 Watch 商法 No.105（2017）4頁、藤林大地「原審判批」金判1533号（2018）5頁、萬澤陽子「原審判批」ジュリ1518号（2018）117頁、拙稿「原審判批」筑波法政70号（2017）184-185頁。

ただし、黒沼説と原判決には違いがあることも指摘されている。

小出は、黒沼説は、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のに対して、原判決は、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根拠としていることを指摘する。小出篤「原審判批」日本証券取引所金融商品取引法研究10号（2018）58頁。

島田は、黒沼説が、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」とそれ以外の部分に係る注意義務の内容・程度を問題とするのに対し、原判決は、「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ことを指摘する。島田志帆「原審判批」法学研究91巻5号（2018）85頁。

もっとも、黒沼は原判決を肯定的に受け止めているようである。前掲・小出63頁〔黒沼発言〕「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しているように読める、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いろいろと考えてみたので、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す、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ます」。

16 弥永・前掲注3頁、小出・前掲注57-59頁、拙稿・前掲注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。

17 弥永・前掲注（15）3頁、拙稿・前掲注（15）186-187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）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い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、したがって、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」と説明した。

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が知られ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

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>18</sup>。

他方で原判決に賛成する学説は、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、目録見書が使用されないライツ・オフリングでは金商法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>19</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>20</sup>。

また、元引受証券会社の責任を認容したいという結論に対しては多くの支持が得られるであろうとしながら、そのための法律構成を含む解釈論、立法面の検討は必要との見解もある<sup>21</sup>。

### ③ 本判決の分析

本判決は、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。これは通説に沿った立場と評価できるし、後述する「相当な注意」の解釈とあわせて、後藤説に沿う立場とも評価できる。

金商法21条2項3号の「財務計算部分」の範囲が有価証券届出書の「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、本判決は原判決と同じである<sup>22</sup>。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

ことをあけて、「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、これを元引受証券会社が「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(reasonable reliance)を必要とする根拠の一つとしている(黒沼・前掲注(8)356頁)。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元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(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〕)、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否定されたことの表れのように思える。

18 拙稿・前掲注(15)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。

19 藤林・前掲注(15)5頁。

20 木村真生子「原審判批」ジュリ1517号(2018)108-109頁。

21 和田・前掲注(15)4頁、島田・前掲注(15)85頁。もっとも、こうした見解は原審でY1証券が主張、裁判所が認定したY1証券の調査内容を前提とするものであり、本判決で認定された事実関係を前提とすれば、評価は自ずと異なるものと思われる。

22 原判決、本判決ともに「財務計算部分」を直近2事業年度の財務情報に限定しているが、四半期レビューも金商法193条の2第1項の委任による財務諸表等の監査証明に関する内閣府令に基づいて行われているため、監査人によるレビューを受けた平成22年3月期第2四半期の四半期財務諸表も「財務計算部分」に含まれると解釈されるべきである。

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ていたため、「財務計算部分」の範囲を限定した意味が判決に活きてこなかった。

他方で本判決は、「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」を用いたことと整理し、金商法17条の民事責任の免責要件については、原判決同様、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」を用いたこととした。これは金商法21条2項3号の文言と整合的な解釈といえる<sup>23</sup>。

## （2）監査済み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（金商法21条2項3号、17条）

### 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っていれば「相当な注意」を尽くしたといえるか。

### 2）原判決の判旨

#### ①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

23 本判決は通説、後藤説とも整合的ではあるが、両説とも、有価証券届出書に「財務計算部分」に当たらず金商法21条の責任を追及できる監査証明を受けた虚偽のある財務情報が含まれる場合を想定した学説ではない。

なお、平成26年の開示府令改正により、現在では、新規上場に伴って提出する有価証券届出書「特別情報」に直近3期乃至5期前の単体財務諸表を記載することは不要とされている。

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）。

## ②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」。

### ③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」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、(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ふべきであるから、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。

#### ④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といふべき」とした。

#### ⑤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ふべきである。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ふべきである。

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。

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。

#### （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。]

#### ⑥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、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。

### 3) 本判決の判旨

#### ①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、原審の説示を取り消して、「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量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。

## ②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原審の判示に対し、「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とはできない」とした。

### ③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うことができる。

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うべきである。

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、検取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認し、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。」

#### ④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いえることができる。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」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ものではないから、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。

したがって、Xらの上記主張は採用することができない」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。

#### 4) 検討

##### ①監査済み財務情報に対する合理的な信頼

原判決、本判決ともに、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。

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>24</sup>としたが、判旨はこれと同趣旨と評価できる<sup>25</sup>。

これは米国の判例法理ともパラレルである<sup>26</sup>。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が、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とされている (reasonable reliance standard)<sup>27</sup>。

原判決、本判決ともに、(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) については原判決、本判決ともに、Y1証券は相当な注意を尽くしたと判断している。

## ②追加調査に係る注意義務の内容

原審は、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」と判示しているが、これを逆に読めば、監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情があった場合には、元引受証券会社は監査人と同様の審査を行わなければ注意義務を尽くしたといえないと言っているように読める。そして原審で認定した事実を前提に、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。

24 後藤・前掲注 (13) 386-387頁。

25 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 (20) 108頁。

26 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)> (2018.6.10) がある。

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

これに対して本判決では、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。

後述のとおり、原審が要求した調査義務を、Y1証券は実際には履行していたと評価できるような事実が本判決では認定されており、原審が要求する高度な注意義務をY1証券が尽くしていたともいえるが、元引受証券会社と監査人の役割や能力の違いを考慮すると元引受証券会社は監査人と同様の調査をする義務はないとする本判決の判断は妥当なものと考えられる<sup>28</sup>。

ただし、これに対しては、(i) 元引受証券会社が原資料を調査する必要が常になくしてよいのか、(ii) 「本判決は形式面での調査を重視する」と評価して、粉飾を疑わせる事情が多数存在し、それらの事情に関連する複数の手口等を指摘する匿名投書を受領した場合に「通常要求される注意義務」を用いた追加調査で足りるのか、との疑問が提起されている<sup>29</sup>。しかしながら、少なくとも(ii)については、裁判所は、「通常要求される注意義務」の内容として、粉飾を疑わせる事情があった場合には「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できる」追加調査を行うことを元引受証券に

要求しており、形式的な調査を行ったことのみをもって免責する主旨ではないことは指摘できよう。

### ③ Y1証券の調査内容

原審では、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。

これに対して本判決では、(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など、原審の判断の前提を覆すような事実が認定されている。

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ているためか、判示では言及されていないものの、Y1

28 原判決に対して島田は、「疑いを抱いた場合には「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」うことを求めるかのような判示部分についてはやや行き過ぎの感がある」とする。島田・前掲注(15)84頁。

谷は、「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。谷健太郎「本件判批」金法2089号(2018)5頁。

29 匿名記事「商事法務トピック エフオーアイ損害賠償事件－東京高判平成30年3月23日－」商事法務2166号(2018)55頁。

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挙げられている。

以上のような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原審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たものと思われる。

#### ④匿名投書に対するY1証券の対応等に対する検討の方法

原判決は、匿名投書に対するY1証券の注意義務違反の有無を検討するに際して、匿名投書受領後に行った調査内容に限って検討の対象とした。

これに対して本判決は、「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」と判示した上で、匿名投書受領以前に行っていた調査の内容、具体的には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確認していたこと、監査概要書を受領してFOIに対する監査人の監査状況を確認していたこと、取引先を訪問して販売実績を実査していたことな

ども含めて注意義務違反の有無を評価した。匿名投書の記載内容の真偽を検討するにあたっては、匿名投書受領以前に行った調査結果とそれに基づく評価にも照らして検討するのは当然であり、この点でも本判決には賛成できる<sup>30</sup>。

### (3) 主幹事証券以外の元引受証券会社・受託証券会社の「相当な注意」(金商法21条2項3号、17条)

#### 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上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) 原判決の判旨

①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つ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

30 本判決も原審の枠組みを引き継いで、粉飾を疑わせる事情 (red flag) を (i) 売上高の異常な増加などの6つの事情 (ii) 匿名投書の2つに大別したものの、これに対するY1証券の調査の相当性の評価では、原判決とは異なり、両者を明確に区別せずに一体的に扱ったとみることもできそうである。

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も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、Xらに対する不法行為が成立するとは認められない。

### ②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、Y11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」とした。

### 3) 本判決の判旨

#### ①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った」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、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っ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っ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いうべきである」と判示した。

#### ②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っ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ったため、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。

#### 4) 検討

##### ①主幹事証券ではない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、原審では、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、これを信頼することができる」と説示し、本判決もこれを肯定した。

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—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>31)</sup>とさ

31 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—」11-12頁。

<<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/hikiuke4.pdf>> (2018.6.10)

れており、これらを受けて改正された引受規則に沿った判断がされたといえる。

### ②免責要件「相当な注意を尽くしたこと」の意義

有価証券届出書等の虚偽記載に係る金商法21条、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、原審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。

原判決以前にも、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>32</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る<sup>33</sup>。原判決に対しても、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ることもできたとの疑問も指摘されている<sup>34</sup>。

本判決は、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。

### ③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パラ

32 西武鉄道事件（東京地裁平成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（東京地裁平成24年6月22日金判1397号30頁）。

33 岸田雅雄監『注釈金融商品取引法〔第1巻〕定義・情報開示』（金融財政事情研究会社・2011）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、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。松尾直彦『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務・2018）209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）。

34 藤林・前掲注（15）6-7頁、小出・前掲注（15）59頁、67頁〔川口発言〕、拙稿・前掲注（15）191-192頁。

レルである<sup>35</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の引受額が上限となることが明文されているため（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。

他方、通説が想定するように金商法17条をもって元引受証券会社の責任を追及する場合であって、原審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結果となる。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通説自体、いわば泥縄式の解釈といえるが、これについては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<sup>36</sup>。

#### (4) 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（民法709条）

##### 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) 原判決の判旨

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

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

36 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(13) 404頁。

これに対し、米国の枠組みを我が国に当てはめる場合に留意すべきことを主張する論考として、拙稿・前掲注(15) 194-195頁。

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いうべきである」とした。

### 3) 本判決の判旨

過失はなかったとして、Y1証券らの不法行為責任を否定。

### 4) 検討

原判決は、募集又は売出しによらずに市場から有価証券を取得した投資者に対しても元引受証券会社が不法行為責任を負う場合があること、ただし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。

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挙げて、責任を負う場合に限られているとの解釈は素直であり、不法行為責任を負う場合についての判示は、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」としたこととパラレルであるとの指摘がされている<sup>37</sup>。

これに対して、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を区別して論じることに疑問を呈する見解もある<sup>38</sup>。

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>39</sup>を以て説明さ

37 弥永・前掲注 (15) 3頁。

38 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と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るということはあまり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 (15) 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 (12) 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。岸田・前掲注 (33) 279頁〔加藤貴仁〕。

39 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止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

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>40</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当然ともいえそうである。

ところで、我が国でのゲートキーパー責任の論じられ方には、不法行為責任との関係で留意が必要と考えている。すなわち、米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ため<sup>41</sup>、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虞があるためである。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く、この場合はわが国で「引受」を行う証券会社は、諸外国と比して多大なリスクを負うことになる。こうした帰結が我が国の政策と整合するものかは疑問であり、今後の法改正等で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。

## （5）「コーポレート・ガバナンスの状況」の記載に係る重要な虚偽記載への該当性

### 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）原判決の判旨

「原告らは、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

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.

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

41 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（Tracing）、この証明はハードルが高く（朱翹楚「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.

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たほか、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や監視体制の記載、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、原告らは、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が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とはできない」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) 本判決の判旨

原審の判断を肯認。

### 4) 検討

原判決は、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>42</sup>、X からも控訴審で、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、内部統制の運用実態が全くなくとも虚偽記載には当たらないと解釈できる判示には疑問なしとしない。もっとも、裁判所として、投資家の意思決定に関して重要性はない、若しくは、コーポレート・ガバナンス不全の結果である財務情報の虚偽を重要な虚偽記載と認定している中で、「コーポレート・ガバナンスの状況」を独立した虚偽記載事項として扱う必要はない等の価値判断があった場合に、虚偽記載はあるが重要性がないと判断しようとする、非財務情報、とりわけコーポレート・ガバナンスの情報の虚偽記載における重要性の判断規範が乏しいという困難に行き当たる<sup>43</sup>。穿った見方をすれば、この困難を回避するために虚偽記載には該当しないとの構成をとったとも考えられる。

平成29年12月に設置された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて、経営戦略、MD&A、リスク情報、雇用関係、ガバナンスなど非財務情報の充実に向けた対応も検討されている中で、非財務情報の開示の適正性についての議論の蓄積も期待される。

\* 本稿は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の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）

42 藤林・前掲注(15) 4-5頁。

43 わ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、前掲注(32) 西武鉄道事件・アーバンコーポレーション事件、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）程度にとどまっている。

また、非財務情報の開示がボイラープレート化していることは、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（第1回）でも指摘されている。

< [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/gijiroku/20171211.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/gijiroku/20171211.html) >（2018.6.10）