有価証券届出書等の虚偽記載と主幹事元引受証券会社の民事責任

（東京地判平成28年12月20日資料版商事法務396号171頁）

遠　藤　元　一

Ⅰ　事実の概要

半導体製造装置の製作販売会社であるエフオーアイ（以下「A社」という）は，平成16年３月期から上場直前基準期となる平成21年３月期までの間，巨額の架空売上げ（平成21年３月期では売上高の97.3%，金額にして115億3000万円余が架空売上）を計上して粉飾決算を行った（以下「本件粉飾」という）。本件粉飾はA社の取締役，幹部職員らが共謀し，注文書，残高確認書の偽造，売掛金回収の偽装，装置の納入に関する偽装，取引先実査では協力者による虚偽説明等の手口で行われた。

A社の会計監査人は平成14年３月期～平成21年３月期の会社法・金商法監査のすべてに無限定適正意見を表明（平成22年３月期の第１・２四半期レビューにも無限定の結論を表明）し，みずほインベスターズ証券（その後吸収合併によりみずほ証券。以下「Y」という）を主幹事証券会社として，A社は平成19年12月に東証マザーズへの上場申請を行い，Yは引受審査の結果，A社の上場適格を肯定して東証に推薦書を提出し，東京証券取引所（以下「東証」という）の委託を受けた自主規制法人は上場審査を実施し，上場適格を肯定した。

ところが上場承認予定日の直前である平成20年２月14日，東証，自主規制法人およびYに「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が届き，投書には，粉飾の手口と粉飾の額，実際の売上げ，書類偽造の関与者，取引先担当者の関与等が記載され，A社の事情をよく知る内部者通報を推認させるものであった（以下「第１投書」という）。自主規制法人は，追加調

査の結果，第１投書に信憑性がないと判断し，Yも追加調査して上場承認手続を進めることとしたが，同年４月18日，A社は社内体制を改めて整備・構築するための時間が必要として上場申請を取下げた。平成20年８月，Yは２回目の上場に向けた引受審査を開始したが，A社の取引先である半導体デバイスメーカーの業績の悪化の報道等から，A社は上場申請を取下げた。平成21年６月，Yは３回目の上場申請に向けた引受審査を開始し，同年８月に東証へ推薦書を提出し，自主規制法人の上場審査を経て，東証は同年10月16日，上場日を11月20日とする上場を承認し，対外的に公表し，同日，A社は関東財務局に有価証券届出書を提出した。同年10月27日，第１投書とほぼ同内容の投書がY，自主規制法人らに送付された（以下「第２投書」という）が，上場スケジュールの変更は不要とされ，A社は予定どおり東証マザーズ市場への上場を果たした。

しかし，平成22年５月12日，A社は証券取引等監視委員会による強制調査をきっかけとして粉飾決算が明らかになり，同月16日，有価証券届出書と上場申請書類への虚偽の決算情報の記載を認める旨を公表した。同月21日，東京地裁に破産手続開始申立てを行い，同年６月15日上場廃止となった。

そこで，上場時の募集・売出しに応じてA社株式を取得した原告株主（以下「発行市場原告」という），および上場後に取引所取引でA社株式を取得した原告株主（以下「流通市場原告」という）の両者を併せた原告200余名（以下，併せて「Ｘ１ら」という）は，A社の取締役・監査役，Y，Y以外の元引受証券会社，販売委託を受けた受託証券会社，当該売出しに係る売出人，東証，自主規制法人らを被告として，金融商品取引法（以下「金商法」あるいは「法」という）21条１項１号・２号・４号，22条１項および17条，会社法429条２項，民法上の不法行為に基づく損害賠償を求めた。

本判決は，①役員については発行市場原告・流通市場原告に対し金商法21条１項１号および22条１項に基づく責任を認め，②Yについては発行市場原告に対し金商法21条１項４号および17条に基づく責任を認めたが，流通市場原告に対する不法行為責任は否定した。③自主規制法人については上場審査に関する注意義務を負うこと示し，投資者に対する不法行為責任を負う場合があると判

示した（結論として責任は否定した）。なおA社の会計監査人だった公認会計士２名も当初は被告に含まれていたが，口頭弁論終結前にX１らとの間で訴訟上の和解が成立している。

Ⅱ　Yの責任に関する判決の要旨

請求一部認容（控訴）

１　金商法21条１項４号及び17条の意義

❶金商法21条２項３号の免責事由の趣旨は，「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」，当該部分の虚偽記載は，公認会計士等が金商法21条１項３号所定の損害賠償責任を負うとされ，「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というものであると解される。」❷「財務計算部分とは，公認会計士等による監査証明の対象となった部分を指すものと解すべきであり，具体的には，本件有価証券届出書においては，直近２年度分…を指」す。❸「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」，［後述２❶❷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，…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。」

２　元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

❶元引受証券会社が行う引受審査の手続については，日本証券業協会が「自主規制業務の一環として引受審査における実務上の指針として定める『有価証券の引受け等に関する規則』（以下「本件規則」という）が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

すると解するのが相当であ」る。「本件規則等の定め等に加え，金商法が元引受証券会社に重い責任を課している趣旨をも考慮すれば，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」を「厳正に審査する必要があ」り，「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。」❷もっとも，公認会計士が金商法・会社法上，重い第三者責任を課されていることからすれば，「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」，「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。」❸引受審査では「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いうべきである。」

3　主幹事証券会社の注意義務

「我が国における新規上場における株式引受け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。」

4　本件粉飾を疑わせる事情についてのYの免責事由の有無

❶会計監査人の監査意見（無限定適正意見）や会計監査人への調査内容（充実した監査を行っていること等の確認）からすると，Yは，「A社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」，「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。」❷Yは，①売上高の異常な増加，②期末期付近における多額の売上計上，③売掛金残高の大幅な増加，④売上債権回転期間の大幅な増加，⑤営業キャッシュフローの継続的な赤字，⑥生産能力の不足など，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事情について，「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。」が，３回の引受審査を通じ，「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」。❸しかし，匿名ながらY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第１投書で，「粉飾決算である事実が，その手口を含め具体的に指摘されていたのであるから，Yとしては，当該文書が指摘するような手口による粉飾が実際に行われているのではないかという懐疑心をもって，粉飾の疑いを打ち消すだけの十分な引受審査を行うことが要請されていた。」第１投書が指摘するような粉飾は，「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」と整合する面があるので，「上記の要請」（懐疑心をもって粉飾の疑いを打ち消すだめの引受審査を行う）は「高度なものとなっていた。」のであり，第１投書指摘の指摘どおり社長や役員が結託し，取引先とも通謀して「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」から，「このような情報に接したY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。」❹「Y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」ず，〔第1投書指摘どおりの偽造が行われていたとすれば〕，「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」であり，「Yとしては，少なくとも，A社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」といえ，そのような確認をすれば，粉飾を発見できた可能性があったから，「Y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」。❺第1投書が適示する，仮に取引先担当者の協力による虚偽注文書の発行が真実であれば，「会計監査人が行ったF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」ものであるから，「Y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」。（守秘義務を理由に）取引先に対する何らかの審査を行わなかったYの対応は，不十分であった。」❻「第1投書に対する追加の調査は，…不十分であ」り，「Y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」のに，（特に，A社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A社専務取締役の態度は，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。），「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」。❼「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Y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A社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」。❽「２回目の上場申請及び３回目の上場申請に係る引受審査は，いずれも１回目の上場申請に係る引受審査の結果を引き継いで行われたものであるから，十分な審査が行われたとは認められない１回目の上場申請に係る引受審査の瑕疵は，本件上場に係るその後の引受審査にも承継されていた。」Yは「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A社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」。「以上によれば，Y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，〔発行市場〕原告らに対し，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，Yが本件目論見書を使用してA社株式を販売した原告らに限る。）」。

5　流通市場原告に対する不法行為責任

元引受証券会社は，有価証券届出書の内容について何らかの保証を与える者ではなく，元引受契約を締結するに際して行う引受審査の過程で，内容を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から「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。」Yには「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。」としてYの流通市場原告に対する責任を否定した。

Ⅲ　検　　討

1　はじめに

本判決は，組織的かつ大規模な粉飾を継続していた企業が上場して財務情報に重要な虚偽記載がある有価証券届出書が提出された状況で募集・売出しが行われたため[1)]，発行会社の取締役・監査役，引受審査を行う主幹事証券会社，その他の元引受証券会社，上場審査を行う自主規制法人等を含む多様な関係者に対して，投資者（発行市場株主，流通市場株主）が損害賠償責任を追及した事案について，取締役・監査役の法21条1項1号・22条1項の免責の有無，元引受証券会社の流通市場原告に対する不法行為責任，受託会社・売出人の「相当な注意」の意義，金融商品取引所・自主規制法人の不法行為責任等，多数・多岐にわたる争点が争われた。本稿は，発行市場原告に対する主幹事証券会社の金商法上の責任および流通市場原告に対する不法行為責任に絞り検討を行う[2)]。

2　元引受証券会社財務計算部分に関する審査義務の有無及び根拠条文等

第1に，「法193条の2第1項の財務計算書類（法の規定により提出する貸借対照表，損益計算書その他の財務計算に関する書類で監査証明府令で定めるもの）に係る部分」（財務計算部分）について，元引受証券会社に，監査証明に

1）本稿では，重要な事項について虚偽の記載があり，または記載すべき重要な事項の記載が欠けていることを「虚偽記載」という。

2）判批として，弥永真生・ジュリスト1503号（2017）3頁，戸本幸亮・筑波法政70巻159頁以下，堀田佳文・商事法務2135号（2017）4頁，山下徹哉・法教441号（2017）125頁，和田宗久・新・判例仮説Watch商法№105（2017），小出篤・日本取引所グループ金融商品取引法研究会（2017），藤林大地・金判1533号2頁がある。

係る監査結果の信頼性を失わせる事情の有無について審査義務を肯定した点（Ⅱ１❸）点が注目される。

法21条２項３号の文言からは，財務計算部分に関しては，元引受証券会社は，虚偽記載を知らなければ，たとえ相当な注意を用いていなくても（過失があっても），免責されるとの結論になりそうである[3)]。しかし，それでは元引受証券会社に，財務計算部分を鵜呑みにし，調査しないほうがよいとのインセンティブを与えかねず，元引受証券会社にも民事責任を負わせることで発行会社の有価証券報告書による開示の信頼性を確保し，公正な価格形成機能に寄与する役割を担わせた金商法の趣旨が蔑ろにされかねず，立法論はもちろん，解釈論としても問題である[4)]。そのため学説では，目論見書使用者の注意義務に関する法17条を援用して引受証券会社は，財務計算部分についての注意義務を認める見解[5)]，法21条２項３号の「記載が虚偽であり，又はかけていることを知らず」とは，知らないことに合理的な理由があった場合を指し，過失がある場合には同号は適用されず，法21条１項４号の損害賠償責任を免れないとする見解が提示されている[6)]。

しかし，17条援用説は，①元引受証券会社も目論見書を使用するから法17条に基づき注意義務を負うとの法律構成を採るのか，②目論見書の使用者でさえ注意義務を負うのだから，「もちろん解釈」として，元引受証券会社が注意義

3）文言解釈で是とするのは，奥村光夫［立案担当者］「企業内容開示制度の改正について」商事法務555号（1971）２，22頁，河本一郎＝関要監修『逐条解説証券取引法〔３訂版〕』（商事法務，2008）165頁，松尾直彦『金融商品取引法〔第４版〕』（商事法務，2013）201頁。

4）単純に信用した場合を重過失と認定し，重過失＝故意と捉える解釈で，難点を克服しようとする見解もある。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21巻３・４号（1972）236頁。

5）河本・前掲注４）222，231，233，236頁，神崎克郎「証券取引法の民事責任」上柳克郎編『商法・保険法の諸問題―大森忠夫先生還暦記念論文集』（有斐閣，1972）212，234～235頁，山下友信＝神田秀樹『金融商品取引法概説　第２版』（有斐閣，2017）216頁［小出篤］，神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンター１』（商事法務，2016）445頁［志谷匡史］。

6）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）』（商事法務，2013）356，367頁。

務を負うとの法律構成を採るのかは必ずしも明らかではない上に，ライツオファリングでは目論見書が使用されないため同条文を根拠とすることはできないという難点がある[7)]。また，法17条を援用するとしても，同条の注意義務と法21条の注意義務には相違があるため，元引受証券会社の引受審査における注意義務（審査義務）の内容を措定する際に17条が意義を発揮することは期待できない[8)]。

また，法21条２項３号の適用範囲を制限する見解は，法21条２項３号をアメリカ連邦証券法11条(b)項(3)(A)～(C)に倣い解釈しようとするが[9)]，アメリカ連邦証券法11条と同様の要件を採用していた昭和23年証券取引法19条５号との文言の相違や，現在の金商法21条１項４号が昭和46年証券取引法改正の過程での改正試案の備考欄に引受人が公認会計士等の監査結果を信頼して引き受けた場合に免責されるべきとの意見の付記があったにもかかわらず，改正の中で否定されて作成されたこととも整合性が採れない等[10)]，アメリカ連邦証券法11条とのアナロジーで解釈することが難しい上に，「合理的な理由があった場合」と読

7）黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2016）217頁。

8）法17条と21条とから総合的に審査義務を導くとしても，両条の制度趣旨が異なるとすれば，無理があるとの批判もある。黒沼・前掲注６）366頁。ただし，最近は，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」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法（下）』（商事法務，2013）373～375頁。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）86頁は共同不法行為（民法719条１項）に責任根拠を求める等の議論がある。

9）黒沼・前掲注６）355，364頁，野田・前掲注８）87頁。なお，志村治美「証券取引法上の民事責任」『証券取引法大系』（商事法務，1986）564頁は法21条２項３号の解釈として，財務計算部分についても相当注意義務を負うとする。

10）戸本・前掲注２）181～183頁。専門家作成部分の範囲も相当に異なる（アメリカ連邦証券法では，専門家作成部分として，年次財務報告書は含まれるが，公認会計士の報告書は含まれない。〔連邦証券法規集463条C項〕，四半期報告書に対する公認会計士等のレビューやコンフォートレターも含まれないのに対し，日本では，中間監査，四半期報告レビューを受けた中間・四半期財務諸表は，金商法21条２項３号の「193条の２第１項に規定する財務計算に関する部分」に含まれる。後藤・前掲注８）391頁。

み替えを行う解釈には無理があるとの評価もある[11)]。

本判決は,「公的規制に準ずる効力」を有する日本証券業協会の「本件規則」と「金商法が元引受証券会社に重い責任を課している趣旨」を論拠として（Ⅱ２❶），引受審査の内容に「（財務計算部分を含む）財務情報」の適正な開示が含まれるとして，財務情報部分についても，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審査義務を肯定した。

この点，自主規制規則に過ぎない本件規則を論拠として「公的規制に準ずる効力」を認めることは，自主規制団体の活動の委縮に繋がるのではないかとの懸念を示す見解等がある[12)]。

しかし，元引受証券会社は，金商法で「発行者の財務状況，経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査」を行うことが求められる（金商法40条２号，金融商品取引業者に関する内閣府令123条１項４号），高度に公益的な存在であり，証券業協会の規則は証券市場に対する意義に応じて，準政省令並みの権威と効力を有するものと捉えるべきである[13)]。また，元引受証券会社の引受審査は，国民経済の発展に不可欠なインフラである証券市場への上場の可否を決める際の重要な役割を果たし，本件規則は引受審査を規律する重要な規範であり，「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」においてもその重要性は確認されている（監督指針Ⅳ－３－２－２(1)①）ことを考えると，本件規則は，高い公益性（金商法目的）を担う規範であり[14)]，本判決が本件規則に公的規制に準ずる効力が認められるとして，元引受証券会社が「相当な注意」を用いたか否かを判断する基準としたことは，本件規則が定着している実

11）弥永・前掲注２）２，３頁，小出・前掲注２）21頁（飯田秀総発言）。

12）戸本・前掲注２）186頁，小出・前掲注２）18～20頁（伊藤靖史・小出・石田眞得発言）。黒沼・前掲注６）365頁も一般論としては同様に理解しつつ，366頁で，本件規則は法的な引受審査義務を具体化したものと捉えている。

13）上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制㈡」企業会計56巻８号（2004）128頁。

14）上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制㈠」企業会計56巻７号（2004）706頁，河村賢治「会計監査・引受審査・上場審査」ビジネス法務2011年４月号132頁。

務にも適合的であり，合理性がある[15]。

もっとも，本判決は，財務情報部分に関する元引受証券会社の審査義務の形式的な根拠として法21条１項４号及び法17条を引用しつつ，法17条の責任を目論見書を使用した発行市場原告に限るとした点（Ⅱ４❽最終の括弧書き）を除いては，法21条と法17条の注意義務の水準や適用領域等を明確に意識して論じた形跡は見られず，本判決の枠組みをどのように捉えるべきか必ずしも明らかではなく，わかり難い点が残るといわざるを得ない[16]。

適用条文に囚われずに概括すると，本判決は法21条２項３号の適用範囲を「財務計算部分の数値そのもの」に限定し，それ以外の事情は法21条２項３号の適用外とした（Ⅱ１❸）うえで，「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「相当な注意を用い」た審査義務を課して（Ⅱ２❶），法21条２項３号の適用範囲を制限しようとする枠組みと整理できる。このように整理すると，前記有力説と整合的である（このように理解する見解も多い）[17]。

３　元引受証券会社の引受審査の対象・審査義務の対象

しかし，第２に，審査の対象や審査の焦点に関する本判決の説示は，法21条２項３号の適用範囲を合理的な理由がある場合に限る前記有力説とは異なる枠組みとも捉えうる。

まず，「財務計算部分」を「監査証明の対象となった部分」に限定し，本件でこれに該当するのは直近２年分の，平成20年３月，同21年３月期の財務諸表

15）本件粉飾後の平成24年５月20日，「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」は証券会社が行っている引受審査の着眼点を整理し，引受審査に係る実務の合理化・効率化を図るため改訂された。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」（平成24・７・30）別紙２

16）小出・前掲注２）14～15，18～20頁（小出・伊藤靖史・石田眞得・黒沼悦郎発言）。

17）戸本・前掲注２）185頁，弥永・注２）３頁，堀田・前掲注２）13頁，山下・２）125頁，和田・２）４頁。

のみが「財務計算部分」に該当する（Ⅱ１❷）（平成18年３月，同19年３月期の財務諸表に関する監査証明は法193条の２第１項に準ずる）。この点，財務諸表等の監査証明に関する内閣府令（以下「監査証明府令」という）１条は,「監査証明をうけなければならない」財務計算部分（財務計算書類）を定義する規定であって，監査証明の対象であることは財務計算書類の要件ではないため，このような解釈には疑問がある[18)]。

しかし,「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」の有無について「厳正に審査」する義務を認める（Ⅱ２❷）ため, 平成14年３月期～同21年３月期の計算書類, 平成22年３月期の第１・第２四半期の財務諸表も,「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。）」として，厳正な審査の対象となるため，財務計算か否かを論じる実益はなくなる[19)]。

審査の対象を財務計算部分に限定しない「会計監査を経た財務情報」に広げる反面, 審査の焦点を「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」の有無に当てる本判決の枠組みをどのように評価するか。

公認会計士等と元引受証券会社との間で，どのように役割分担することが，有価証券届出書等の虚偽記載を抑止し，財務情報の正確性を担保することに資するか（複数の相互依存的なゲートキーパーが存在する場合における損害賠償による最適抑止の観点）という問題として捉えると，仮に，元引受証券会社に会計の専門家である公認会計士等の監査と同様の調査を要求すると，①無駄なコストが発生するだけでなく，非効率でもある上に，②引受審査が過度に保守的になり，機動的な有価証券の募集又は売出しが阻害される状況を招くという

18）藤林・前掲注２）６頁。なお，小出・前掲注２）17頁（伊藤靖史発言）。

19）藤林・前掲注２）５頁，小出・前掲注２）17頁（伊藤靖史発言）。もっとも，財務計算部分に関する審査は「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（Ⅱ１❷),「会計監査を経た財務情報」に関する審査は「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」（Ⅱ２❷）であり，相違がある。

弊害も生じる。また，③発行会社の会計システムや財務報告に係る内部統制に立ちいれない外部者の立場にある元引受証券会社に，公認会計士等の監査と同様の審査を行うことは困難であるとの指摘がなされ[20]，学説で議論されている[21]。

本判決は，元引証券会社の引受審査の対象を財務計算部分に限らず，「会計監査を経た財務情報」にまで広げる反面，審査の焦点を「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」の有無に絞り込むという形で，両者の役割分担に関して裁判所が一定の合理的な枠組みを提示したものと捉えることができ，これは学説の議論と同結論となっており[22]，的確である。

4　主幹事証券会社の引受審査の水準・方法

第３に，主幹事証券会社の審査の内容・水準に関する本判決の規範部分を整序すると，①元引受証券会社による引受審査は，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も念頭に置き，契約に基づく信頼関係と矛盾しない限度で，その可能性を払拭するに足りる程度の厳正な審査を行う義務がある（Ⅱ２❸）が，②主幹事証券会社（開示書類の作成を指導・監督すべき立場にあり，引受審査でも発行会社に対する直接の審査を行うことを予定され，かつ可能な状況）は，「開示書類の正確性」について発行会社の説明の信頼性について「裏付け調査」を行う注意義務，「監査を経た財務情報」について，会計監査人にヒアリングして「監査結果の信頼性」について「厳正に審査」すべき注意義務を負う（Ⅱ３）。③Yは，会計監査人の調査内容（充実した監査を行っていること等の確認）を前提に，A社の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できる（Ⅱ４❶），と整理することができる。

20）日本証券業協会・前掲注15）「引受審査ガイドライン」「Ⅰ.はじめに」11頁。
21）後藤・前掲注８）376頁，381，385～388頁，黒沼・前掲注７）217頁，藤林・前掲注２）６頁，和田・２）４頁参照。
22）藤林・前掲注２）６頁は費用対効果を考慮して合理的とする。

Ⅱ２❸の一般論はそれ自体としては合理的と考えられる。元引受証券会社がどの程度の注意を用いて有価証券届出書を調査するかについて，元引受証券会社に相当するアンダーライターの責任に関する米国法を参考として，厳格な調査義務を課す見解が存在する。この見解は，有価証券届出書の記載事項の正確性について役員から聴取するだけでは足りず，その原資料までも調査することを要求するが[23]，引受審査実務では審査対象会社の経営陣に資料の提出・説明等を円滑に行わせるため，「契約に基づく信頼関係と矛盾しない限度で，その可能性を払拭するに足りる程度の厳正な審査を行う」ことを要するが，原資料の調査義務を課すことは行き過ぎであろう。Ⅱ３およびⅡ４❶はそれ自体としては合理的である。

5　粉飾を疑わせる事情（Red Flag）がある場合の審査義務

第４に，多数の「粉飾を疑わせる事情」（Red Flag）が存在し，内部告発のような第１投書を受領した本件事案において，元引受証券会社に課される審査についての判断が適正かである。

本判決は，①粉飾を疑わせる事情１～６など「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」があるが，Y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」（Ⅱ４❷）が[24]，②第１投書を受けて，「粉飾が実際に行われているのではないかという懐疑心をもって，粉飾の疑いを打ち消すだけの十分な引受審査を行うこと」が「高度に要請され」，「通常の審査とは異なる方法により，当該情報

23）証券取引法研究会（1975）610，611頁［谷川久］，岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法⑴　定義・情報開示』279頁［加藤貴仁］。

24）Ａ社への質問書やヒアリング，アナリストへのヒアリング等を通じた審査は，日本証券業協会・前掲注15）「引受審査ガイドライン」の「疑わしい事象を発見した際の対応」に掲げられた「発行会社から関連する情報を入手して［疑わしい事象の発見のために行うべき事項］記載の検討作業等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」と整合的と評価しうる。戸本・前掲注２）190頁，藤林・前掲注２）７頁。

の真偽を確認すべき注意義務を負う」（Ⅱ４❸❹）にもかかわらず，③取引先に対する追加調査を行わず，帳票類の写しの提出を受けて内容を照合したり，第２投書を受けて，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のに何らの調査をしていないY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」（Ⅱ４❺❻）とする。

しかしながら，事情１～６のみでは，「通常の審査と異なる方法」での審査義務を課さない本判決の枠組みは適当とはいえない。上記事情はそれぞれが粉飾を強く疑わせるRed Flagであり，１つ１つのRed Flagについて「合理的な説明が可能」としても，Red Flagが６つも重なること自体は，合理的な説明に窮していたというべきである。したがって，これだけの多数のRed Flagが存在することを踏まえて，審査義務の水準や方法等を措定されるべきであり，さらに，仮に百歩譲っても，事情１～６のRed Flagに関連する粉飾の手口等を指摘する第１投書を受領したことを契機として,「通常の審査と異なる方法」で全てのRed Flagの合理的な説明が可能かを徹底調査することが求められたというべきであり[25]，当該調査を尽くさない時点で直ちに注意義務違反が認定されるべきである。

また,会計監査人へのヒアリング等でA社の会計監査人が平成21年３月期に,「試査」ではなく，A社の製品売上全件を対象とした監査（精査）を行っていること（資料版商事法務210頁）も引受審査における審査義務を措定する重要な事情である。本判決の判旨からは明らかではないが，会計監査人がなぜ精査したのか。慎重を期するためとの理由も考えられる。しかし，有価証券届出書等の虚偽記載を抑止し，財務情報の正確性を担保するため，公認会計士等と元引受証券会社との間で合理的に役割分担の範囲を画定するという観点からいうと，慎重を期するために会計監査人が精査したことを過大評価して元引受証券会社の審査義務の水準を緩めることは，適当ではない。A社の金商法監査を行

25）小出・前掲注２）22頁（伊藤靖史・加藤貴仁発言）は投書を前提として事情１～６について相当な注意を尽くしたか否かを審査すべきとする。

うに際してなぜ，精査を行ったかの理由を深堀する必要がある。精査の理由は，慎重を期するためだけでなく，A社において内部統制の整備が不十分であることが理由であった可能性もある。

内部統制の整備は，適時開示（timely　disclosure）という「金融商品等の公正な価格形成等を図る」との金商法１条の法目的の実現にとって重要なインフラが[26]，実効的に機能するには不可欠である。内部統制が整備されていないという事情は，「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」に該当するというべきである。これらを考慮すると，Yは，１回目の引受審査時点で，粉飾が実際に行われているのではないかという懐疑心を高め，「通常の審査とは異なる方法」で審査義務を果たすべきであったと考えられる。

なお，「高度の注意義務」の文言は，期待される注意義務の水準が高まるという趣旨（これを正面から認めた判例・裁判例はない）ではなく[27]，Red Flagの切迫性・現実性に応じて懐疑心を発揮して審査義務も果たすことが求められることを意味するものと解すべきである。

次に，仮にⅡ４❸❹に従い，第１投書を契機に追加審査義務を認める場合でも[28]，追加調査をすれば「偽造であることが直ちに判明した」あるいは「粉飾を発見できた可能性があったから」との理由付け（Ⅱ４❹）

は，相当な注意を尽くしたとしても，虚偽記載を知り得なかった場合は免責が認められないと裁判所が考えていることを窺わせる説示である[29]。事実，本

26）上村達男「日本の会計・監査制度―資本市場の中核を支える態勢とは⑵」会計監査ジャーナル2016年７月号10～11頁，同「流通市場に対する法規制㈠」企業会計53巻７号（2001）119頁，同「流通市場に対する法規制㈡」企業会計53巻９号（2001）114～115頁。

27）銀行業についてはその高い公益性から，経営判断の原則が適用される余地は限定的なものにとどまると判示する最決平成21・11・９刑集63巻９号1117頁，銀行取締役の任務懈怠責任を認めた判例・裁判例（最判平成20・１・28判時1997号143頁，148頁，東京地判平成16・３・25判時1851号21頁）は少なくないが，高度な注意義務を認めた判例・裁判例であるとは必ずしも理解されていない。

28）堀田・前掲注２）13頁は追加調査の必要性は，通報内容の具体性・真実性・通報の回数およびタイミングから総合的に判断する。一般論としては異論はない。

29）この場合に免責を認める裁判例として，東京地判平成20・４・24判時2003号10

判決は，非幹事証券会社・受託証券会社については「相当な注意を用いたとしても，…虚偽記載を知ることは困難であった（できなかった）」との理由で免責を認めている（資料版商事法務243頁，244頁）[30]。

しかし，「相当な注意」による免責が認めら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，本判決では，資料等の精査・確認したとの事実が認定されているのであるから，（筆者は反対だが仮に）免責を認める結論を採るのであれば，上記事実を引用して「相当な注意を用いた」と認定すべきである。

相当な注意を尽くしても虚偽記載を知り得なかった場合には免責されるとの解釈は，①「相当な注意を用いたにもかかわらず」との文言に反するのみならず，②有価証券届出書等の作成者・関与者に対する監視を弱め，開示規制のエンフォースメントを向上させる金商法の趣旨が後退する虞があり，妥当とはいえない[31]。端的に「通常の審査とは異なる方法」による追加調査を尽くしていないと認定すべきである。

さらに，第２投書の受領後の追加調査で，改めて調査を行う機会があったのに何らの追加調査をしなかったことをもって「相当な注意」を尽くしたとは認め難いとした点（Ⅱ４❽）は[32]，仮に第２投書が第１投書とは異なる非幹事の元引受証券会社に送付された場合，主幹事会社の第１投書の瑕疵は承継されないため，第１投書を受けた主幹事会社は「相当な注意」を尽くしたとはいえないと認定できるか等，説明に窮することになりかねず，理論的には問題が残る

頁［西武鉄道地裁判決］，東京地判平成24・６・22金法1968号87頁［アーバンコーポレーション地裁判決］，東京地判平成27・８・28WLIPCA08288013（インネクスト地裁判決）等がある。

30）藤林・前掲注２）６頁も同箇所を指摘する。

31）上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法⑹―株式会社の機関⑵』（有斐閣，1987）345頁［龍田節］，岸田・前掲注19）267頁［加藤］，黒沼・前掲注７）213頁

32）これに対し，堀田・前掲注２）12頁はＹの責任の根拠を「二度にわたる本件投書を受けてもなお十分な追加調査を行わなかったために…『相当な注意』を用いて引受審査を行わなかった責任を見出すものである。」と捉える。

のではないかと考えられる。

ただし，３回目の引受審査時点でYは十分な調査を果たしていないと認定してしまうと，主幹事以外の元引受証券会社も相当な注意を用いていないとの判断を避けることは難しくなり[33]，損害賠償責任を負う責任主体が拡大する可能性が生じる。しかし，主幹事証券会社とそれ以外の元引受証券会社とでは，審査の深度で自ずと差が生じざるを得ず，その他の元引受証券会社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をせざるを得ない立場にあること等から[34]，主幹事以外の元引受証券会社にまで損害賠償を負担させることは適正ではないと考えられる。本判決は，あるいはこのような価値判断に立ち，本件匿名投書を受け取ったのが東証および主幹事証券会社であるYであることに着目して，追加的あるいは通常とは異なる方法での調査義務を匿名投書を受けた者のみに限定することによって，責任主体を制限したのではないかと推測される。

6　流通市場に対する責任

第５に，本判決は，一般論として，流通市場原告に対し，民法上の不法行為責任が成立する余地があることを示したが，成立範囲を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記載等があることを知っていたか，容易に知り得たのに漫然と放置し提出を許すなど，虚偽記載等のある有価証券届出書の提出に加担したと評価できる場合に限定している（Ⅱ５）のが特徴的である[35]。

有価証券届出書は公衆縦覧に供されることで流通市場での価格形成にも影響

33）もっとも本文で述べたとおり，本判決は相当な注意を用いても虚偽記載を知り得なかったとの理由で免責を認めている。

34）（本稿では引用していないが）本判決もⅡ３に続けて主幹事とそれ以外の元引受証券会社の注意義務の相違を説示している。黒沼・前掲注６）360頁も参照

35）判例・裁判例で用いられる重過失概念は多様な意味で用いられているが（潮見佳男『不法行為法Ⅰ［第２版］』（信山社，2009）307～309頁），本判決の重過失の捉え方も特徴的である。

を与えることから，虚偽記載等が流通市場で株式を取得した株主に対しても責任を生じさせうるが，金商法22条では，21条１項４号の元引受証券会社は責任主体から外されており，流通市場原告が元引受証券会社に対する損害賠償責任を追及するには，その根拠は一般原則である民法の不法行為責任の規定による他はない。

第１に，Ⅱ５が，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範囲を制限して，不法行為責任を否定した点について検討する。

一般不法行為の注意義務を論じる局面で，注意義務の名宛人以外の関係者に対する関係で，注意義務の生じる範囲をⅡ５のように故意または重過失がある場合に限定するような判断枠組みを示す裁判例・学説はみあたらない。

本判決のように注意義務の範囲を限定するのは，元引受証券会社は発行市場で株式を取得した投資家に対して厳格な責任を負担する上に，発行会社が虚偽記載の有価証券届出書を提出することを認識しても元引受証券会社がそれを阻止しうる確証はないため[36)]，流通市場で取得した投資家に対しても，民法709条の要件である注意義務違反に基づく損害賠償責任を負うとすることは，極めて過酷な責任を課すことになるため，元引受証券会社の責任を合理的な範囲に抑制するために策定された枠組みではないかと考えられる。このように損害賠償の範囲を画定することで元引受証券会社の責任の範囲を画定する結論はやむをえないと考えられる。

問題は理論的にどのように説明するかである。主幹事証券会社は，発行会社の提出書類の内容を審査するとともに，提出書類の内容を整えるよう促し，ひいては整った書類を作成・提出できるような内部統制システムの構築を促すことが期待されるが，それは事実上の要請に留まり，法的な義務とは認められないが，主幹事会社のこのようなチェック機能および助言指導機能が適切に果たされず，主幹事会社と発行会社で有価証券届出書を提出するかしないかを決定する権限を有する役員とが同視できるような特段の事情がある場合には，不法

36）弥永・前掲注２）３頁。

行為責任が成立する場合も考えられるとして説明しようとする見解がある[37]。この見解は必ずしも説得力があるとはいいがたいが，不法行為法においてこれを正当化する理論的根拠は現時点ではみあたらない。この見解を前提とすると，本件では，特段の事情は見当たらず，不法行為責任を否定した本判決の立場は是認できるということになる。

⑵また，本判決は不法行為責任を否定したため争点になっていないが，損害の捉え方も重要な問題である。

判例は，金商法の規定に基づく請求と一般不法行為に基づく請求とで損害額の捉え方に差はないと考えている（最判平成24・３・13民集66巻５号1957頁）ので，開示書類に虚偽記載等がある場合の判例・裁判例の考え方は，有価証券届出書の虚偽記載等についても参考になると考えられる[38]。

有価証券を市場で取得する際の取引パターンは，概要，①虚偽記載等がなかったならばより安い市場価格で当該有価証券を取得したとみられる場合と，②虚偽記載等がなかったならば当該有価証券を取得しなかったみられる場合とに整理することができる。判例は①と②の区別基準を明確にしておらず，どちらに該当するかは解釈に委ねられるが，財務状況について虚偽記載等を続けていた発行者について，投資者が有価証券を取得したときに公衆縦覧に供されていた有価証券報告書等に虚偽記載がなければ，発行者が上場直後から虚偽記載等を続けていること，３年間にわたり連続して大幅な損失を計上していることが明らかになるから，当該発行者の株式を一般の投資者が買い続けたとは考えられないと認定して，原状回復的な損害賠償を認めた裁判例（東京高判平成23・４・13金判1374号30頁）があり，本件はこれに類似しているので，②に該当すると捉えることができる。

不法行為に基づく損害賠償請求の財産的損害とは，現実の財産状態と加害原因がなかったとしたら生じていた仮定的な財産状態の差であるとする差額説が

37）堀田・前掲注２）14頁。
38）黒沼・前掲注７）218頁。

通説であり，虚偽記載等に基づく損害賠償請求における損害の概念は，虚偽記載等がなかったであろう状態を予想して，現実の状態とそうした仮定的な状態との差をもって損害とするものと解されている[39)]。

②の場合を差額説にあてはめると，損害額は，現実の財産状態である有価証券を取得した状態，仮定的財産状態は有価証券を取得しなかった状態で，その差額は，既に当該有価証券を処分しているときは取得時差額であり，取得自体損害説は，原状回復的な損害賠償と捉えることができ，元引受証券会社もこの原状回復的な損害賠償を負うべきであると解することができる[40)]。そこで，本件でも原状回復的な損害賠償が認められると考えられる。

39）神田秀樹「上場会社の株価の下落と株主の損害」法曹時報62巻3号（2010）622頁。

40）黒沼・前掲注7）218，232，234頁。