

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例（２）—エフオーアイ事件判決—

2017年6月23日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

会社法・金融商品取引法の最近の判例（２）

—エフオーアイ事件判決—

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

I. 事案と判旨

1. 事案の概要
2. 当事者
3. 事実の概要
4. 判旨

II. 検討

1. 元引受証券会社の発行市場での取得者（A類型原告）に対する責任について
2. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B類型原告）に対する責任について
3. 自主規制法人の責任について

討論

○山下 定刻ですので、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、小出先生にエフオーアイ事件判決についてのご報告をいただきますので、よろしくお願いいたします。

○小出 学習院大学の小出でございます。よろしくお願いいたします。

本日検討していただきます判決は、東京地判平成 28 年 12 月 20 日、いわゆるエフオーアイ事件判決で、公表のものと、資料版商事法務 396 号の 171 ページに載っているものです。

こちらの事件は大変注目を浴びたものでありまして、既に先生方も詳細についてご存じかとは思いますが、大変判決文が長いものでして、あるいはこういった事案、それから判旨についてある程度丁寧に見ることも意味があるかなと思いましたので、こちらを中心に少し時間をかけて報告させていただければと思っています。

お手元の資料の「事案と判旨」は、一生懸命縮めたつもりではいるのですが、前述のように、判旨のところについては、資料ということもありますので、ある程度長くとっています。全部読むことはしませんが、適宜抜きながら見ていきたいと思っています。

I. 事案と判旨

1. 事案の概要

株式会社エフオーアイ（半導体製造装置の製作販売会社）は、架空の売上げを計上して長らく粉飾決算を行っていました。その状況のまま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（以下「東証」という）マザーズ市場への上場を行いました。その後上記粉飾決算の事実が明らかになったことから、上場時の募集もしくは売出しに応じた、または上場後の取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した原告らが、まずはエフオーアイの役員、同社株式の募集または売出

しを行った元引受証券会社、それから販売を受託した証券会社、当該売出しに係る株式の所有者、そして東証及び日本取引所自主規制法人（当時の東京証券取引所自主規制法人。以下「自主規制法人」という）を被告としまして、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 項または民法上の不法行為に基づき、損害賠償を求めた事案です。

原告が求めた損害賠償額につきましては、取得価格から処分価格を引いた金額で、処分をしていない原告については処分価格を 0 円とする、すなわち取得価格全額の賠償を求めています。これに加えて、エフオーアイ株式に係る取引手数料と弁護士費用も求めたという事案です。

2. 当事者

[原告ら]

原告らには 2 つの類型があります。

A 類型原告：本件上場に際しての証券会社による募集または売出しに応じてエフオーアイ株式を取得した投資者

B 類型原告：募集または売出しによらず、本件上場後に取引所市場においてエフオーアイ株式を取得した投資者

中には、A 類型と B 類型の両方に当てはまる、すなわち発行市場でも流通市場でも購入しているという者もいるわけですが、大枠はこのように分けた上で責任ないし損害額等が認定されています。

[被告ら]

被告らは多岐にわたっていますが、大きく分けて 5 種類に分かれます。

①エフオーアイの役員

Y 1：代表取締役社長

Y 2：代表取締役

Y 3：取締役

Y 4：取締役（研究開発部門統括）

Y 5：社外監査役（公認会計士）

Y 6：常勤監査役（1 名）

Y 7：社外監査役（2 名）

②元引受証券会社

みずほ証券：本件募集等の主幹事証券会社であったみずほインベスターズ証券を吸収合併し、同社の権利義務を包括承継

SBI 証券ら：主幹事証券会社以外の元引受証券会社（9 社）

③受託証券会社

受託証券会社ら：本件募集等に際しみずほ証券からエフオーアイ株式の販売委託を受け、本件虚偽記載のある目論見書を用いて販売（3 社）

④売出しに係る株式の所有者（売出所有者）関係

売出所有者ら：エフオーアイ上場以前から出資していたベンチャーキャピタルであり、本件売出しにおける売出所有者（3 社）

三井物産グローバル投資：売出所有者の 1 社である MVC グローバルジャパンファンドⅡ投資事業組合の業務執行組合員

⑤東証関係

東証：エフオーアイが上場したマザーズ市場を運営

自主規制法人：東証と業務委託契約を締結し、上場審査を含む自主規制業務を受託（金商法 85 条参照）

以上に加えて、本件提訴時には、監査証明を行った会計監査人、これも本件の中で大きな役割を占めており、被告であったわけですが、本件の判決の中では判断を下されていません。どうやら和解をしたようです。

3. 事実の概要

[エフオーアイによる粉飾]

認定されている粉飾は、財務諸表に関する粉飾でありまして、典型的ですが、大手メーカーなど

数社への架空売上げの計上による売上高の水増しを行っています。

平成 16 年 3 月期に粉飾が始まりまして、当時は実際には約 7 億円だった売上げを約 23 億円に粉飾していました。それでも相当なものですけれども、この粉飾が毎年続き、巨額になっていきまして、平成 21 年 3 月期には、実際の売上げは約 3 億円程度しかなかったにもかかわらず、財務諸表上の売上高は約 118 億円とされ、95%以上の売上げが粉飾であったという状況になっています。

これらの粉飾を誰が首謀したかということですが、Y 1～Y 3 の取締役及び幹部職員が共謀して行っておりまして、ほとんど会社ぐるみで行っていた状況にあるようです。

かつ、さまざまなものが隠ぺいされています。注文書や売掛金残高確認書の偽造、売掛金回収の偽装（ペーパーカンパニーを通じた仮装名義による資金還流・通帳への不正印字・外国被仕向送金計算書の偽造など）、売上げが上がっているはずですから、装置が納入されているはずなので、装置納入があったことの偽装（在庫隠し、通関書類偽造、納入装置資料の偽造）、それから、架空の売上先に対して実査が入った場合に備えまして、その架空の取引先の社内に協力者をつくった上で、実査における偽装工作を図ったというようなことなども行われています。

例えば、売掛金回収の偽装で言いますと、預金通帳への入金を、ペーパーカンパニーを通じて資金を還流させて行っているとか、本当は自社名義での振込にもかかわらず、それに対して後で上から紙を張って架空の取引先の名前を書いているなど、相当悪質であり、しかも、もし原本を見ればすぐにわかるような、通常ではないかなりひどい粉飾であったようです。

〔会計監査人による監査〕

それにもかかわらず、本件エフオーアイについては、会計監査人による監査が行われていまして、もともと上場前において、会社法上の計算書類に

対する会計監査においても、本件上場に際しての有価証券届出書上の財務計算書類に対する監査証明においても、平成 14 年 3 月期から平成 21 年 3 月期に至るまで、無限定適正意見を表明しています。

それでは何もしなかったかということですが、認定されていることとしましては、少なくとも平成 20 年 3 月期、平成 21 年 3 月期の監査について考えますと、売上取引については原則全件確認するという方針をとり、売掛金についても、計上先からの残高確認書の徴求による確認を年 2 回行うという体制をとっていました。全件確認ですので、売上げに係る書類の証憑については全てを確認しています。それに加えて、棚卸しへの立会いですとか、預金通帳のコピーと入金との照合による売掛金管理の確認ですとか、取引先へのヒアリングなども行っておりまして、相応の監査は行っていたようです。ただ、隠ぺいが非常に巧妙であったということかもしれませんが、会計監査人は粉飾を発見するには至っていなかったという状況です。

〔経緯〕

次に、本件エフオーアイの上場に至るまでと、それ以降の経緯ですが、平成 19 年 5 月に、エフオーアイの主幹事証券会社にみずほ証券が就任しています。

その後、8 月よりみずほ証券引受審査部が審査を開始しています。まず、みずほ証券引受審査部が取得したエフオーアイの財務関係の書類などから、売上高が随分と急増している点、売上げの計上時期が一定の時期に偏っている点、売掛債権も非常に急増している点、売上債権回転期間が非常に延びていまして、要は回収がうまくいっていないような状況がある点、キャッシュ・フローがどんどん減っている点、エフオーアイの会社の規模に比して売上高に相当する生産能力が本当にあるのかどうかについてやや疑問があるといった点について、みずほ証券引受審査部は、若干の疑問

といいますか、確認すべき点をリストアップして
いまして、これについて重点的に審査を行うとい
う体制を固めています。

具体的な審査としましては、エフオーアイに対
する質問書の送付を行ったほか、役員へのヒアリ
ング、会計監査人への質問書の送付及びヒアリン
グ、それから取引先に対する実査も行っています。
ただ、取引先の実査に関しましては、エフオーア
イの提案した2社（国内1社、海外1社）に対
して行っているのですが、いずれもその会社の中
に粉飾の協力者がいたという状況ですので、実査
においても粉飾は発見できなかったということです。

ヒアリング等をしているのですけれども、いず
れも、みずほ証券としましては納得できる回答が
得られたというふうに判断しまして、平成19年
12月20日に、第1回目のマザーズ市場への上場
申請が行われており、みずほ証券は東証に推薦書
等を提出しています。

以後は、東証が上場審査を委託した自主規制法
人による上場審査が行われているわけですが、
その過程においても、エフオーアイに対する
ヒアリングや実査が行われています。

その結果、平成20年2月18日に上場承認され
る予定だったのですが、平成20年2月14
日に、第1投書と呼ばれるものが東証とみずほ証
券に送られています。この投書の内容は、誰が書
いたかはわかりませんが、粉飾の手口や額、本当
の売上額、隠している装置の保管場所、偽造への
関与者、取引先担当者の関与、粉飾の経緯、それ
から、このように確認すればわかるのではないか
といったことも含めて、相当程度詳細で具体的な
内部告発の投書がなされました。

当然、東証もみずほ証券も関心を寄せまして、
エフオーアイに対して確認をすることにしまして、
上場は延期されることになりました。追加調査と
しまして、自主規制法人によって、抜き打ちによ
る帳票等の調査、役員・会計監査人へのヒアリン
グなどが行われていまして、みずほ証券のほうは、
エフオーアイに対してヒアリング等によって確認

を行っています。

みずほ証券は、取締役Y2に対しまして、この
ような投書が来たということも述べているのです
けれども、これに対しては、この投書は社内の不
満分子などが送ったようなもので、要はでため
であるというようなことを述べたということです。
これに対して、みずほ証券が行った対応の要請と
しては、この投書の中身についての具体的な確認
というよりは、このような投書が行われるという
ことは、労務管理体制の問題や、レピュテーショ
ンリスクの問題があるというふうに見られるから、
作成者を特定して社内処分を行う必要がある、と
いうことを言っています。

その後、みずほ証券引受審査部としましては、
追加審査により、第1投書には信憑性がないと判
断しています。その追加審査においては、受注か
ら売上げに至る帳票類の写しの突合などを行って
いますが、原本については、エフオーアイとの信
頼関係維持のために提出を求めなかったというふ
うに認定されています。

平成20年4月10日に、エフオーアイから上場
申請取下げの申し出があり、4月18日に1回目
の上場申請の取下げが行われています。

その後も、エフオーアイは上場を諦めておらず、
平成20年8月5日に至って、みずほ証券による2
回目の上場審査が開始されています。ここでみず
ほ証券は、第1投書に挙げられたようなことに
ついて特に注意して審査を行っているわけではあ
りません。エフオーアイが出した業績の悪化予想
を受けて、売上債権の回収状況や今後の利益計画
進捗状況については審査を行っていますけれども、
第1投書にあったような架空売上げの有無とい
ったところについては特に審査を行っているわけ
ではないということです。その理由は、みずほ証券
は恐らく、第1投書の問題点はまさにレピュテー
ションリスクの問題であるというふうに判断した
ようでして、したがって、これを送ったと目され
るFが内部調査室から異動して退職予定であると
聞いたために、問題点への対策は進んだと理解し

たのであろうというふうに考えられます。

みずほ証券の上場審査を経まして、平成 20 年 12 月 1 日に 2 回目のマザーズ市場への上場申請が行われて、前回と同様にみずほ証券は東証に推薦書等を提出し、自主規制法人はヒアリングなどを行っています。

ただ、これも上場申請は取り下げられました。その理由は、これも投書の中身というわけではなくて、この時期にちょうど取引先として挙げられていた台湾の半導体デバイスメーカー数社について業績悪化の報道がされたということがあり、その影響を見極めるといったことも含めて上場承認の延期が行われ、結果的に取下げが行われたということです。

平成 21 年 6 月 16 日、みずほ証券による 3 回目の上場審査が開始されています。ここでも、投書の中身ではなく、2 回目の上場申請と同様に、取引先の業績動向の把握ですとか、売掛債権の回収状況といったものを中心に審査が行われており、平成 21 年 8 月 18 日に 3 回目のマザーズ市場への上場申請が行われています。

この 3 回目の上場申請については、平成 21 年 10 月 16 日に上場が承認されまして、関東財務局に本件有価証券届出書が提出されています。その有価証券届出書のうち経理の状況欄に記載された平成 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 年度第 1 四半期の四半期財務諸表は、いずれも粉飾があるものです。ただ、これらには会計監査人の無限定適正意見ないしは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という状況です。

それに加えて、特別情報欄に、——有価証券届出書には 2 期分の記載でいいものですから、それ以前の記述として——平成 17 年 3 月期から平成 19 年 3 月期までの 3 期分の財務諸表が記載されています。ただ、これについては、経理の状況欄に書かれるものではなく、会計監査人が金商法 193 条の 3 に従って監査証明を行うものではないということになっています。

このように有価証券届出書が提出された約 10 日後（平成 21 年 10 月 27 日～28 日）に、第 2 投書が、東証とみずほ証券に対して送られています。内容は第 1 投書とほぼ同じでありまして、これを踏まえ、東証はみずほ証券に対しまして残高確認書と預金通帳原本の提出を要求しました。ところが、Y 2 は、東証はまだ自分を疑っているのかと、特に預金通帳の原本提出について憤って抵抗したという状況があり、みずほ証券は東証に確認の上、預金通帳の写しの提出だけで済ませたため、原本の確認はされていません。

その後、平成 21 年 10 月 29 日に至りまして、自主規制法人、会計監査人、みずほ証券は面談を行いまして、会計監査人が持参した残高確認書の原本を確認し、会計監査人の説明を受けました。その結果は納得できると判断されたものですから、それ以上の追加審査は行われていません。したがって、その後は予定どおり上場に向かって進んでいくことになります。

平成 21 年 11 月 11 日に、みずほ証券はエフオーアイ及び売出所有者らと元引受契約を締結し、売出価格は 850 円とされました。その後、エフオーアイがマザーズ市場に上場しています。初値は 770 円ということです。

ところが、平成 22 年 5 月 12 日になりまして、エフオーアイが証券取引等監視委員会から金商法違反容疑による強制捜査を受けたことを発表し、5 月 16 日、エフオーアイは粉飾決算を認めました。

平成 22 年 5 月 21 日、エフオーアイが東京地方裁判所に破産手続開始の申立てをし、6 月 15 日には上場廃止されました。わずか 7 か月余りで上場廃止に至っているということです。

なお、他の元引受証券会社である SBI 証券らにつきましては、それぞれみずほ証券から引受審査書類等を受領した上で補充的に質問などを行ってはいますけれども、第 1 投書や第 2 投書などについての情報は知らされていなかったという状況のもと、補充的な質問で納得をした上で、エフオーアイと元引受契約の締結をしています。

以上が事実の概要です。

4. 判旨

〔本件有価証券届出書等の虚偽記載の有無について〕

本件判旨は非常に長いのですけれども、「検討」レジュメの<1. 本件判旨の構成>を見ていただきたいのですが、おおむねどういったことを判示しているかといいますと、まず、虚偽記載の内容というのは売上高であり、これが「重要な事項」についての虚偽記載であるということを認めています。実は原告側は、こういった粉飾決算が起こったことと大きくかかわるコーポレートガバナンスの状況に関する記載についても虚偽記載があるということを主張しています。そのあたりは、「事案と判旨」レジュメの5ページから6ページに書いてあるのですが、結論から言いますと、多少の齟齬があったとしても、「重要な事項」に関する虚偽の記載があったとは認められないというふうに言っています。実際に内部統制システムが働いていなかったのは事実だと思いますけれども、ここで有価証券届出書に記載すべき事実とは、客観的な事実にすぎないのであり、その運用が適切であったかどうかといった任務懈怠に関する記事は含まれないというふうに解すべきであると言っています。したがって、問題となるのは粉飾決算に関する部分ということになります。

〔被告役員らの責任について〕

前述のように、被告は多岐にわたっているわけですが、まず役員については、全ての役員に対して金商法21条1項1号の責任を認めています。このうちY2とY4は、口頭弁論期日に出席せず、答弁書も提出しなかったために、擬制自白による請求認容とされましたが、Y1とY3に関しては、首謀者でもありますので、金商法21条1項1号ないし金商法22条1項の責任を免れず、A類型原告とB類型原告の両方に対して責任を免れないというふうに判断しています。

後でも若干触れようと思っていますが、監査役についても全て責任が認められました。判決は、被告監査役らがエフオーアイの会計監査の信頼性については一応の監査を行ったと認めることができると言いながら、そのうち常勤監査役については、平成16年3月期の売上げのうちに架空のものがあることは少し認識していた状況があり、そのときは黙っていてくださいと言われたので放置していたわけですが、その後もこういった架空の売上げについての調査を行っていないこと、常勤監査役であったにもかかわらず、週に2日程度しか出勤していなかったというようなことから、取締役の業務執行に対する日常の業務監査が十分であったとはいいがたいというふうに述べています。

そして、非常勤の社外監査役については、架空の売上げについての認識は一切なかったのですが、Y6の職務執行状況を認識していた、または容易に認識し得たという理由から、十分な監査役としての職務執行を行ったとはいいがたいというふうに言っています。すなわち、非常勤の社外監査役である被告Y5とY7に関しては、Y6の職務執行状況に対する監督はしていないことを理由として、相当な注意を払って監査を行ったとは認められないというふうに言っているわけです。このあたりについては後ほど触れたいと思います。

〔被告元引受証券会社らの責任について〕

これは、主幹事証券会社であるみずほ証券と、それ以外の証券会社とに分かれています。

（1）被告みずほ証券（主幹事証券会社）の責任について

主幹事証券会社については、結論から言いますと、金商法21条と金商法17条に基づいて、A類型原告、すなわち発行市場において取得した原告に対する責任のみを認めており、流通市場において取得したB類型原告に対する責任は否定しています。

判旨につきましては、一般論として、「事案と

判旨」レジュメの9ページの傍線部ですけれども、まず金商法21条及び17条の意義といったところから始まりまして、「21条2項3号は、元引受証券会社は、有価証券届出書のうち、同法193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分については、虚偽であることを知らなければ免責されるものと規定している。その趣旨は、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というものであると解される。そうすると、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、すなわち平成20年3月期及び平成21年3月期の財務諸表（本件有価証券届出書の「経理の状況」に記載されているもの）を指し、またこれに限られると解するのが相当である。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についても財務計算部分と同一に扱うことは、適切な開示による投資者の保護という金商法の理念に照らし相当でない。もっとも、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないということであって、後記のとおり、財務情報の適正な開示も引受審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となっている財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要であると解すべきである」という一般論を述べています。これは、みずほ証券に限らず、元引受証券会社について述べた一般

論ということになるかと思います。

・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

最後のところで述べました「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」については、相当の注意が必要であるということだと思うのですが、その内容については「事案と判旨」レジュメの10ページから11ページに書いてあります。

これも長いので全ては読み上げませんけれども、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」や、金商法が元引受金融商品取引業者に対し金商法21条の責任を課している趣旨などから、「株式の新規公開に際し元引受証券会社が行う審査においては、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」と述べています。

ただし、その監査の内容としては、公認会計士がまず行ったものを信頼してよいという状況があるので、公認会計士と同様の審査を行う必要はないということを述べており、結論的には、「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」と述べています。

・本件粉飾を疑わせる事情について

そうしますと、本件粉飾を疑わせる事情といったものが大事になってくるわけですが、それについては、「事案と判旨」レジュメの13ページ以下でピックアップされています。売上高の異常な増加等、みずほ証券が審査を行って初めに気づいているところあたりが本件粉飾を疑わせる事情であるというふうに述べていまして、これらについては、合理的な説明がなかったら粉飾を疑う事情となり得るということを述べています。

それで、本件については、これらについて合理的な説明があったと見られるかというところですが、それでも、「事案と判旨」レジュメの15ページ以降に書かれていますが、端的に申しますと、いずれもエフオーアイに対するヒアリングなどから得られた説明はそれなりに納得できるものであると認定されていまして、結論的には、上場審査の段階においては、本件粉飾を疑わせる事情については十分な審査を行った、相当な注意を払ったと言えるというふうに言っています。

・匿名投書に対する対応について

ただし、その後の匿名投書に対する対応について、第1投書によって通報された粉飾につき「事案と判旨」レジュメの18ページ以降にあります。第1投書で言われている内容が本当に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は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被告みずほ証券としては、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」と述べています。この第1投書を受けたことにより、みずほ証券は新たな注意義務を負うことになったということです。

その追加審査を行う注意義務を負ったにもかかわらず、追加審査では十分なことを行ったとは言

えないということを述べており、かつ、その後第2投書を受領したにもかかわらず追加審査も行っていないということで、そのことも含めて、「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」と述べています。

結論としては、「事案と判旨」レジュメの21ページの真ん中あたりですが、「被告みずほ証券は、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類型原告らに対し、金商法21条1項4号及び17条の責任を負う」と述べています。ただし、金商法17条の責任については、被告みずほ証券が本件目論見書を使用してエフオーアイ株式を販売した原告らに限るということです。

・不法行為責任について

B類型原告らに対するみずほ証券の責任といったものは否定されています。B類型原告らに対しては不法行為責任の追及がなされていたわけですが、それを否定した理由として、「事案と判旨」レジュメの21ページ以下ですが、「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」と述べています。

また、「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、……不法行為責任を負うと解するのが相当である」と言っており、本件では、加担するようなことまで評価できるようなことはなかったと言って責任を否定しているということです。

（２）被告 SBI 証券ら（その他元引受証券会社）の責任について

他方、みずほ証券以外の元引受証券会社についても、冒頭で述べましたように、主幹事証券会社から取得した引受審査資料等に矛盾点や不合理な点がない限りは、その内容を信頼して引受けを行うことによって、相当な注意を用いたものと評価できると述べていまして、本件の被告 SBI 証券らは、いずれも審査を行ったというふうに評価できると言っているわけです。

この点も後で検討したいのですが、結論としてその責任を否定している根拠として、「事案と判旨」レジュメの 23 ページで、一応の説明がされていたということに加えて、「引受審査資料等に基づく引受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い被告 SBI 証券らとしては、エフオーアイが財務情報に関する会計監査を経ていたことも考慮すれば、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」と述べています。そういう理由に基づいて、SBI 証券らの金商法 21 条 1 項 4 号及び 17 条の責任などを否定しているわけです。

ここでは、相当な注意を行ったからだというのではなくて、相当な注意を行ったとしても虚偽であることを知ることは困難であったであろうということが理由になっている点に着目したいと思います。

〔被告受託証券会社ら、被告売出所有者ら及び被告三井物産グローバル投資の責任について〕

受託証券会社らの責任については金商法 17 条

及び不法行為責任、それから売出所有者ら及び三井物産グローバル投資については金商法 21 条 1 項 2 号及び不法行為責任が否定されていますが、この点については省略させていただきます。

〔被告東証及び被告自主規制法人の責任について〕

最後に、東証及び自主規制法人の責任についてですが、東証に関しては、上場審査の主体ではないということから責任は否定されています。自主規制法人の責任については、「事案と判旨」レジュメの 27 ページ以下ですが、「上場審査を含む自主規制業務を適切に行わなければならない義務は、直接的には、市場における公正な取引を実現し、ひいては投資者を保護するという金商法の立法目的を実現するため、金融商品取引所又は自主規制法人に課せられた公法上の義務であり、直ちに、個々の投資者に対する義務となるものではないと考えられる」としつつ、しかしながら、金商法上の規定や「本来上場要件を満たさない会社の上場を許せば、広く一般の投資者に対して大きな損害を与える可能性があるところ、上場審査は、上場申請会社が公開市場において資金調達を行うのにふさわしい会社であるかどうかを審査し、一般の投資者が不測の損害を被ることを防止するための手続として位置付けられたことに照らせば、被告自主規制法人が、上場審査に関して投資者に対し何らの注意義務も負わないと解するのは相当ではなく、被告自主規制法人においても、上場審査の趣旨及び目的に照らし、投資者に対し、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べく一定の注意義務を負うと解するのが相当である」と言っており、一般論として、自主規制法人も投資者に対する注意義務を負うということ、そしてそれに反した場合には不法行為責任を負い得るということを述べています。

ただし、その場合に、注意義務の内容としまして、「事案と判旨」レジュメの 28 ページですけれども、本来、金商法が、開示書類である有価証券

届出書に記載する財務諸表について、公認会計士の監査証明を義務付けていることや、元引受契約を締結した金融商品取引業者などにも責任が課せられるといったことを踏まえると、第一次的には、これらの財務諸表の正確さについては、開示書類の作成者及び作成に関与する専門家、すなわち会計士や金融商品取引業者が負うというのが法の趣旨であると考えられるというふうに言っており、被告自主規制法人における上場審査については、公認会計士の監査を受け、また、主幹事証券会社による引受審査を経ているものである場合には、財務諸表の正確性に疑いを生じさせるような事情が存在しない限り、その内容が正確であることを前提として審査することが予定されているものであるものというべきで、したがって、これらの正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し、追加の審査を行うことなく漫然と上場を承認したと認められる場合に、不法行為責任を負うにすぎないというふうに言っています。

本件においては、被告自主規制法人は、第1投書と第2投書を受領するまでだけではなく、受領した後についても一定程度の審査を行っているということで、正確性に疑いを生じさせるような事情が存在したにもかかわらず、そのような事情を看過し漫然と調査を行ったということは言えないとして、その責任を否定しているということです。

〔原告らに生じた損害の有無及び範囲について〕

最後に、「事案と判旨」レジュメの32ページ以下で、原告らに生じた損害についても言及しておきます。端的に言いますと、結論的には、虚偽記載がなければ、本件の原告らはエフオーアイ株式を取得しなかったであろうということを認定した上で、原告らの主張どおり、取得価格から処分価格を引いた金額（処分しなかった原告については0円を引いた金額）の損害を認めています。

ただ、「事案と判旨」レジュメの33ページの真ん中あたりですが、これについて、「本件有価証

券届出書の虚偽記載がなければ、エフオーアイ株式は、遅くとも本件募集等が行われた時点において既に市場価値のないものであったというべきであるから、原告らが取得したエフオーアイ株式の市場価格の下落については、本件有価証券届出書の虚偽記載に起因しない下落分を観念することはできず、すべて本件有価証券届出書の虚偽記載と相当因果関係を有するものと認めるのが相当である」と述べていまして、原告らの主張した損害額から一定のものを控除するという扱いはとっていないということになっています。なお、売買手数料とか弁護士費用の一部についても、その相当因果関係が認められているという状況です。

以上が判示でありまして、全ての検討は難しいのですけれども、注目すべき点についてのみ簡単に検討をさせていただきたいと思います。

II. 検討

本件判決において特に注目される点については、財務計算に関する部分の虚偽記載に関して、3点ございます。

1つ目に、主幹事証券会社に対して、発行市場での取得者に対する金商法21条1項4号と17条の責任を認めたという事例として注目を浴びています。もともと金商法21条と17条の責任の規定に関しては、損害額ないしは相当因果関係の実証について必ずしもその責任の追及が有利でないということから、あまりその責任を認めた事例がなく、先例自体が少ないわけですが、とりわけ主幹事証券会社の責任が認められた事例は恐らく初めてではないかというふうに指摘されています。ですので、財務計算に関する虚偽記載に関して主幹事証券会社の責任を認めたという点について、まずは検討すべき必要があるかと思います。

2つ目に、元引受証券会社についての一般論としては、流通市場での取得者に対して不法行為責任を負い得ることを認めているわけですが、本件では、結論としては責任を認めていないという点です。その妥当性も含めて、後ほど検討したいと

思います。

3つ目に、自主規制法人も、投資者に対して不法行為責任を負い得ることを一般論としては認めています。本件では責任を認めていないということです。これについても簡単に検討をしたいと思います。

1. 元引受証券会社の発行市場での取得者（A類型原告）に対する責任について

・主幹事証券会社の責任

まずは1つ目の主幹事証券会社の責任に関してです。このあたりについては、もともと金商法21条は、元引受証券会社の発行市場での取得者に対する責任の規定を設けているわけですが、そのうち元引受証券会社の責任を定めた金商法21条1項4号については、金商法21条2項3号においてその責任を免れる場合というものの場合分けをして書かれています。すなわち、財務計算部分とそれ以外の部分との虚偽記載について分けて規定をしており、財務計算部分に関する虚偽記載については、元引受証券会社が虚偽記載を知らなかった場合に責任を免れる、そして財務計算部分以外の部分については、虚偽記載を知らず、かつ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場合に責任を免れるというふうに書かれており、この条文だけを見ますと、財務計算部分に関しては、虚偽記載を知りさえしなければ責任を免れることになる、すなわち、相当な注意を用いたりチェックをしたりする必要はないとも読める条文になっているという指摘がされています。少なくとも財務計算部分以外の部分については、相当の注意を払うことが求められていますから、どうやらそこには何か水準の違いを設けているようにも見えます。

これに関しましては、立法当時から、財務諸表については会計監査人が監査証明をすることが前提になっており、元引受証券会社としては、それを信頼することが認められているということが基礎にあるというふうに説明されています。しかし

ながら、これについては、本件で問題となるような財務諸表の虚偽記載について考えると、それを知らなかったら相当な注意を用いていない状況であつても責任を免れるように読めてしまい、そうであるとする、あえて調査をして変に虚偽記載を知るよりは、調査をせずに放っておいたほうがずっと知らないままでいられるので、責任を免れることになって、不当ではないのかというような指摘が古くからされているところです。

〔通説〕

これに対する通説の見解は、確かに金商法21条の規定からは、財務計算に関するものについて、元引受証券会社が相当の注意を用いる必要はないことになるわけだが、金商法17条という条文があり、そこでは、虚偽記載のある目論見書を使用した者の責任について、財務計算部分とそれ以外とを分けず、虚偽記載を知らずに、かつ相当な注意を用いた場合に責任を免れるというふうに規定されており、元引受証券会社は、虚偽記載のある目論見書を通常使用して勧誘をしており、かつ、目論見書の内容と有価証券届出書の内容はほぼ一致するので、いずれにせよ、こちらの責任があるために、元引受証券会社は、財務計算部分に関する部分であっても、相当な注意をもって審査することが求められているのだ、と説明するわけです。

したがって、この金商法17条の存在によって、相当な注意を用いることが求められており、かつ、投資者もこの条文で保護されるのだ、金商法17条には、金商法21条1項4号を補充するような役割があるのだというような指摘がなされているわけです。

しかしながら、これが本当に十分なことになっているかということについては若干の問題があります。金商法17条はあくまでも目論見書を使用した責任ですから、元引受証券会社が目論見書を使用して取得させた者に対しては責任を負うわけですが、本件のように、ほかにも主幹事証券会社以外の元引受証券会社が存在し、本件では、

みずほ証券以外の証券会社から取得した者との関係では、十分にみずほ証券等の責任を追及することができないという問題があるというふうにも指摘されています。

〔反対説〕

これにつきまして、黒沼先生をはじめとして、有力な反対説があります。そもそも金商法 21 条と 17 条をこのように読むのは、ある意味では極めて不自然だということもあり、端的に金商法 21 条 2 項 3 号の条文からも、元引受証券会社は財務計算部分についても審査をする注意義務を負うこととしてよいというふうに読めるのではないかという解釈を提示するものです。すなわち、誤解しているかもしれませんが、もともと金商法 21 条は、財務計算部分につき、虚偽記載を知らなかった分については責任を免れると言っているのです。その背後にあるのは、前述のように、会計監査人の監査証明への信頼だと思えます。そうすると、そのような会計監査人の監査結果への信頼が合理的ではなかったような場合については、金商法 21 条 2 項 3 号にあるところの、虚偽記載を知らなかったというふうには言えないのではないかと考えるという解釈です。

すなわち、金商法 21 条 2 項 3 号の虚偽記載を知らなかったというのは、監査結果を信頼したということと言い換えているものなのだ、それが金商法 21 条の立法時の議論から導ける結論だ、ということです。ですので、虚偽記載を知らなかったということは、つまり、監査結果を信頼した場合には責任を免れるということなので、監査結果を信頼できないような状況がある場合については、監査結果を信頼したとは言えず、虚偽記載を知らなかったとも言えないと考えるということです。

そうしますと、その場合については、監査結果を信頼したかどうかということがポイントになるので、相当な注意を払って虚偽記載自身の調査を行うという義務までは課されないこととなります。その意味では、金商法 21 条につき、財務諸表

部分の記載の内容に関しては、恐らく元引受証券会社には相当程度の注意義務があることになるのでしょうけれども、数字そのものについては会計監査人と同等の調査義務を負うことはありません。しかしながら、審査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情——アメリカ法における表現を使ってレッドフラグというふうに言われますけれども——があれば、監査結果を信頼するのは合理的ではないため、知らなかったということも言えなくなり、結局、監査結果の信頼性についての調査をする義務を負うことになるのだという解釈です。

やはり元引受証券会社は、発行者情報について入手しやすい立場にあり、それに一定の責任を負わせることで、いわゆるゲートキーパー責任を負わせるというのは、アメリカでもそうですし、日本においても同じような状況があることは言えるので、実質論としても、元引受証券会社に財務計算部分について責任を負わせないというのは、そもそも政策的にも妥当とは言えないということも指摘されています。

本件判決がどのようにそれを理解したのかというところですが、商事法務に本件判決の評釈を書かれている堀田先生は、本件判決は、この問題をうまく逃げたのではないかとご指摘になっています（堀田佳文「主幹事証券会社の引受審査義務」（商事法務 2135 号（2017 年）13 頁））。その理由というのは、本件判決は、「事案と判旨」レジュメの 9 ページの真ん中あたりの傍線部分にあるとおり、財務計算部分とは平成 20 年 3 月期と平成 21 年 3 月期の財務諸表だけで、それ以前の財務諸表については財務計算部分ではないというふうにはっきりと言っているわけです。本件の事例では平成 16 年以降ずっと粉飾していますが、判決のこの表現からは、特に有価証券届出書の特別情報欄に書いてある平成 19 年 3 月期以前の財務諸表については、財務計算部分には該当しないというふうにも読めそうなわけです。そうしますと、金商法 21 条 2 項 3 号の財務計算部分ではない部分ということになりますから、平成 19 年 3 月期以

前の財務諸表については、元引受証券会社は、財務計算部分ではない部分と同様に、相当な注意をもって審査する義務を負うのだというふうに読めるのではないかと。そういう理由なのか、あるいは、黒沼先生の反対説の立場をとったのか、よくわからないということ、その立場をはっきりしないままで、元引受証券会社の注意義務違反を認定しているのではないかとということを指摘されています。

確かに、後のほうの高裁の認定を見てみますと、平成 20 年・21 年よりも前の財務諸表に関するところについての調査について随分と検討していました、そういうふうに読めるのかもしれませんが。しかしながら、堀田先生ご自身もご指摘になっていることですが、そもそもこのような解釈が妥当であるかと考えますと、やはりこれはかなりアクロバティックな解釈なのではないかという気がします。平成 19 年以前の部分についても、やはり公認会計士が——もちろん金商法 193 条の 2 第 1 項に係る監査証明かどうかという問題はありますが——監査している以上は、それに対して信頼できるという根拠は変わっていないことになりますので、同じ公認会計士の監査があったにもかかわらず、ここに関しても元引受証券会社に注意義務が求められるというのはあまり整合的ではないように感じられます。それから、実際の認定を見ましても、やはり平成 20 年 3 月期と平成 21 年 3 月期の部分についてもやはり注意義務があるということを前提に判決を下しておりますので、この部分の判旨がどういう意味かということはややわからない部分もありますけれども、本件判決は、財務計算部分に当たらないから注意義務があるのだという立場をあまり重点的にとっているわけではないように思われます。

そうしますと、本件判決は、前述のとおり、結局、監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無については、相当の注意をもって審査する必要があるということを述べています。これは、反対説の立場に近い考え方のようにも思われます。ただし、

相当な注意の内容として、「事案と判旨」レジュメの 10 ページのイの（ア）ですが、結局、「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」と言っています、ここは、財務計算部分について粉飾が行われていないかどうかということをしきりとチェックする義務があるというふうに読めて、反対説が言っているように、会計監査人と同等の数字そのものへの調査義務は負わないといったことからすると、それよりもさらに進んだことを言っているようにも思われます。

ですので、やはり相当な注意をもって財務計算部分についても調査する必要があるということはやはり言っているのですが、その根拠が必ずしもはっきりしたものになっていないというふうに思われるわけです。すなわち、財務計算部分について無条件に信頼が許されるのではなくて、信頼性を疑わせる事情の有無について調査する必要があるということは言っているわけですが、反対説の胆は、知らなかったということは、監査結果を信頼したことを言い換えたものである、ということがあってこう言えるものですので、その部分をはっきり述べていない本件がどういう理由で監査結果の信頼性を疑わせる事情についての有無の審査を導いているのかということが必ずしも十分ではないと思われるということです。

しかし、判決はこの反対説の立場をとったのだと指摘する者もあります。仮に本件が反対説をとったものだ読む場合、実は反対説そのものには若干の批判もあるところです。すなわち、金商法 21 条 2 項の文言からすると、ちょっとこれはアクロバティックな読み方なのではないか、やはり虚偽記載を知らなかった場合に責任を免れるとはっきりと書いているので、そうすると、監査結果を信頼したことを言い換えたを読むのは、確かにその趣旨ないしは立法当時の議論からはそのようなロジックが立つのかもしれませんが、金商法というものの性格も考えますと、ちょっと広く

読み過ぎているのではないかというような指摘です。かつ、当時の立法担当者の発言などでも、やはり財務計算部分については、証券会社は調査する必要はないということなどが述べられていますので、そういったことから考えても、その実績や妥当性はいざ知らず、反対説の立場をもって読むというのはかなり無理があるのではないかというようなことが指摘されています。

ただし、本件に関しまして私が思うのは、確かに知らなかったというふうに言っているのですが、これは実際には重過失と同視できると考えると、本件のみずほ証券に関して言えば、審査の過程においては、知らなかったことに関して重過失があるということは言えそうな気がします。ですので、これがそもそも重過失と同視していいのかという問題はあるかもしれませんが、本件の事情を勘案しますと、第1投書や第2投書なども受けておきながら、粉飾があったことについて果たして知らなかったと言えるのかということ、やはりこれは知っていたと言うべきなのではないか。粉飾があったと指摘する情報は得ているという事情のもとで、果たして知らなかったと言ってよいのかどうかということについては、かなり疑問があるように思われます。

ですので、この状況であれば、そのとき当然要求されるような調査をしていればわかったのではないか、ということにつき重過失と言えるのではないかというロジックは、もしかしたら成り立ち得るのかなという気がします。

本件は元引受証券会社の責任を導いたということですが、これに関しては、deep pocket を狙ったようなもので、本当に望ましいのかという議論もあるのですが、不法行為責任を前提とする金商法上の責任の一義的な目的は被害者救済にあるということに鑑みれば、deep pocket だからちょっとまずいのではないかというような指摘は必ずしも当たらないのかなという気がします。

・主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任

主幹事証券会社以外の元引受証券会社に関してですが、本件判決のロジックに従う場合、主幹事証券会社以外の元引受証券会社も、監査結果を信頼するのに疑義がある場合については、調査する義務を負うことになります。ただ、その場合の調査義務は、主幹事証券会社の場合とは異なるという一般論をとっているわけですが、この点は、実態に依じてみれば妥当であるというふうに考えられると思います。すなわち、この場合は、会計監査人による監査証明と主幹事証券会社による引受審査に対する信頼があって認められるのではないかということです。

ただし、先ほども言いましたけれども、ここで主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任を否定したときに、注意義務を果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかったということを最終的な理由としています。これはちょっと妥当ではないのではないかというふうに考えられます。学説でも、金商法21条の責任に関する因果関係については、注意義務を果たしていたかどうかというところが問題なのであって、果たしていなかったにもかかわらず、果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかったであろうというのは、因果関係を否定するものではないというのが通説かと思われるので、本件では、認定を見ますと、端的に注意義務を果たしていたと言ってよかったように思われます。ですので、わざわざこのようなことを書いたのはどういう理由か、ちょっとよくわからない部分があります。

2. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B類型原告）に対する責任について

続きまして、流通市場での取得者に対する責任についてです。これについては、金商法22条が元引受証券会社を明示的に責任主体から外しています。ですので、金商法22条を使って責任を追及することはできないことになりまして、金商法21条の責任規定のみが適用されることになります。

本件判旨は、一般論として、元引受証券会社は

そもそも有価証券届出書の内容について保証する者ではないので、流通市場での取得者に対して注意義務を負っているものではなく、だから、虚偽記載を知っていたような状況だとか、実質的に見て加担したような状況であれば、不法行為責任を負い得るけれども、そうでない場合について一般的な注意義務を負うものではないというふうに言っています。

しかし、私はこの点についても若干わからない部分があります。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、元引受証券会社が、金商法ないしは実務上、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ような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。実際、自主規制法人に関しては、ここを分けることなく、投資者への注意義務としてまとめて議論を行っています。元引受証券会社の流通市場での取得者に対しても同様のことが言えるのではないかと思います。

これに対して、本件の判旨、つまりこういった一般的な注意義務を負うものではないということの説明としまして、堀田先生は、元引受証券会社の審査は事実上の要請にすぎず、法的な義務ではないのではないか、流通市場の取得者が期待できるような注意義務ではないのだということをおっしゃっていたのではないかと思います。しかし、そうだとするならば、本来、金商法 21 条の根拠となる義務も想定できなくなるような気がします。つまり、金商法 21 条では元引受証券会社は責任を

負うことになっているわけですが、これは法的な義務です。同じ審査を行っているわけですが、それでは、法的な義務ではなく、事実上の要請によって金商法 21 条の責任を負わせているのかというと、それはやはりおかしいのではないかと。やはり金商法 21 条の責任を負わせている以上は、少なくとも投資者が期待できるような義務に至っているのではないかとというふうに考えられるわけですし、かつ金商法 21 条がもともと不法行為責任を原則とするものであるならば、金商法 22 条も法的責任ですから、同じような根拠となる義務というものは想定できるのではないかとというふうに考えるわけです。

それから、元引受証券会社は、自らが直接関係しない流通市場での取得者に対しては義務を負わないという説明も考えられますけれども、それであれば、役員や会計監査人が金商法 22 条の責任を課せられていることの説明ができないように思われます。やはり役員も、会社が直接関係しているのは発行市場の取得者なわけですから、金商法 22 条の責任を負わされるということの説明がつきませんので、やはり元引受会社が義務を負うというふうに考えることは十分に可能であろうと思います。

実は判旨では、金商法 21 条の責任の根拠につき、元引受証券会社の立場から生ずる投資者への責任というふうに述べていまして、であるとするならば、同様に投資者たる流通市場の取得者に対する注意義務も同レベルで存在すると解するのが一貫しているのではないかとというふうに考えられます。

3. 自主規制法人の責任について

これについては、公法上の根拠を有する義務であるけれども、そこから私法上の注意義務を導き、一般論として不法行為責任を負い得るというふうに述べています。これについてもいろいろな見解があるかもしれませんが、不法行為責任の一般論からも、公法上の規制目的（投資者保護）における義務であっても、その公法上の規制の目

的と私法上の保護対象の保護が重なるのであれば、公法上の規制目的から注意義務を導くことは可能であるというふうに解されています。

例えば、道路交通法の違反などが例としてよく挙げられます。この場合の被害者というのは一般の人たちであって、一般人を保護するという義務と道路交通法を守るという義務は重なるので、道路交通法違反は注意義務違反を導く可能性があるということですが、本件においても同様のことが言えるのであり、この点についてはそれほどおかしな判旨ではないというふうに思います。

そうしますと、ちょっと不思議なのは、元引受証券会社のみずほ証券については、投書を受けた状況において責任を認めているにもかかわらず、自主規制法人については、同じ状況において責任を否定しているというのが、果たして本当に合理的に説明できるのだろうかという点でして、これについては、よくわからないところです。判旨を見ますと、何となく結論ありきで注意義務を判断しているようにも思えて、もちろん、自主規制法人に責任を負わせればいいと考えているわけではないのですが、そうであるとするなら、みずほ証券も責任があるとは言えないのではないのかという気もしまして、ここを分けるということは、本件の場合には特に、妥当だと言えるのか若干疑問のあるところです。

その他については省略させていただきます。大変時間を使って申しわけありませんでしたが、以上です。

~~~~~

## 【討 論】

○山下     ありがとうございました。それでは、自由にご発言いただければと思います。

【元引受証券会社による「相当な注意」を用いた審査の根拠】

○伊藤     「検討」レジュメの2ページ、「事案

と判旨」レジュメの9ページあたりに記載のある、財務計算部分とは金商法 193 条の2第1項に係る監査証明が行われる分、つまりは直近2年分に限るのだとこの判決が述べたところですが、この解釈自体は、文理解釈としてむしろ素直ではないかと思います。

それは金商法 21 条1項3号についても同様で、「当該有価証券届出書に係る第 193 条の2第1項に規定する監査証明」という文言でありますから、そちらも金商法 193 条の2第1項で要求される監査証明が行われた直近2年分だと解釈するほうが素直だろうと思います。したがって、堀田先生の評釈で書かれていることは、私にはあまり理解できないです。

ただ、判決がこのように直近2年分とそれ以前の分を分けていることは、結局、後のところでは利いていないのですね。後のところで利いていない理由は、結局この判決が、財務計算部分であろうが、それを超えるものを含めた財務情報であろうが、いずれについても、会計監査人の監査について疑わしい事情があるかどうかは審査しなければならないと述べているところにあります。監査を経た財務情報についても、一般的に監査が信頼できないような事情があるかどうかを審査しなければならないとされていますから。

また、判決が述べる根拠のところは、小出先生がおっしゃったように確かに不明ではあるのですが、恐らくこの判決は、「事案と判旨」レジュメの10ページで述べられているように、有価証券の引受け等に関する規則をもとにそのような審査義務を導き出そうとしているのだらうと思います。判旨で「本件規則」と書かれている当該規則の内容からすると、粉飾決算が行われていないということもきちんと審査しなければならない。ただ、監査を受けている会社だから、一からやらなければならないわけではないけれども、公認会計士の監査が信頼できるのかどうか、それを疑わせる事情があるのかどうかは、一般的にやはり証券会社は引受審査において見なければならないと述べて

いるのだろーと思います。その導き出し方が正しいかどうかは、私も疑問はあるところですけど。○小出　まず、財務計算部分の解釈については、確かに先生のおっしゃるとおり、文理解釈としてはそうかもしれないですね。そうすると、平成19年以前の財務諸表についても、結局そこで粉飾などがあるということがあれば、結果的にはその監査に対する信頼性を損ねるような事情になるということなので、結果的には一緒になるということです。なるほど、それはそのとおりでかなと思いました。

そうすると、最終的な目的は、やはり平成20年3月期と平成21年3月期の財務諸表についての監査の信頼性が問題になっていて、平成19年以前のは、直接には対象になっていないということなのでしょうかね。

逆に言うと、平成19年以前のものについての虚偽記載といったものは、もしかしたら財務計算部分ではないのかもしれませんが、先生のご見解ですと、そこについては、やはり元引受証券会社は相当な注意を用いて調査する義務まで負うのでしょうか。

○伊藤　まずは判決が何を述べているのかを理解したくしてお話ししてみたのですが、この判決は、直近2年分に限らず、とにかく、有価証券届出書の特別情報欄に載った分も含めて5年分ですか、その全部について会計監査人の監査の信頼性を疑わせる事情の有無は引受審査で審査しなければならないと述べているように見えるという話をさせていただいたのですね。

その根拠の導き出し方は、説得力があるかどうかはわからないけれども、どうも有価証券の引受け等に関する規則に依拠して導いているらしいという話です。

○小出　実態として金融商品取引業者に課せられている義務といいますか、行うべきこととされている内容ということですね。

○伊藤　判決はそれについてどう述べているかというと、「事案と判旨」レジュメの10ページで、

本件規則は「公的規制に準ずる効力を有する」とまず述べているのですね。それに加えて、金商法が元引受証券会社に重い責任を課している趣旨などを考慮すると、厳正に審査しなければならないし、粉飾がされていないかどうかということも引受審査の対象になると述べられています。それが、金商法の文言となじむかどうかはわかりません。むしろ文言とはなじまないと思うので、ここの説得力は薄いと思うのですが、判決の根拠自体はおそらくそうではないかというお話です。

○小出　なるほど。これは結局、これらの引受審査項目として挙げられているところからすると、財務情報は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になると考えられると。それはそのとおりでと思うのですが、これが金商法21条の責任を免れるための要件としてなぜ読めるのかというのが、やはりちょっとよくわからないところです。

○伊藤　そこは私もよくわからないと思います。

○小出　本件については、端的に不法行為責任を認めればよかったような気がします。つまり、不法行為責任であれば、注意義務もそこから導かれます。もちろん、立証の問題はあるのですが。

○川口　自主規制規則が、当然に、法律の枠を超えて規制するという場面はありますね。そのような場合に、自主規制規則の内容を、法的責任が発生する基準とするためには、何かもう一つ工夫が要するというか、追加的に説明がいるように思いますが。

○小出　黒沼先生のご指摘のとおり——私が誤解しているかもしれませんが——監査結果を信頼した上で、初めて虚偽記載は知らなかったというふうに言えるのだというロジックは一つあるのだと思います。もう一つは、ある意味で別の次元かもしれませんが、こういった本件規則等によって義務付けがされているわけなので、この場合は…。

○志谷 確かに先生方のおっしゃるように、自主規制ですから、当事者は遵守しなければならないとは言えても、直ちにそれを法的な義務にまで拡大するのは、金商法 21 条の文言では難しいでしょうね。

○小出 そうですね。

【金商法 21 条 1 項 4 号と金商法 17 条の関係】

○石田 今のところは、「事案と判旨」レジュメの 9 ページの (1) の見出しにあるように、金商法 21 条だけではなくて金商法 17 条の趣旨も含めて、金商法 21 条を補完するような解釈として、日証協の規則も参考になるという議論をしている、といった読み方はできないでしょうかね。

○小出 そうすると、その相当な注意というのは、一義的には、金商法 17 条の相当な注意として果たすべき義務のことを述べていて、しかし、事実上は金商法 21 条のほうにも利いているという、通説的な見解と整合的なご理解ということでしょうか。

○石田 おっしゃるとおりだと思います。判旨では金商法 21 条から出発していますが、どのあたりから金商法 17 条の話をしているのか、金商法 17 条がどのように関わっているのかといった説明が十分に示されていないので、わかりにくいですが、何か金商法 17 条の責任も含めて議論しているような、そういう読み取り方はできないかなと思いました。

○川口 しかし、判旨では、引受審査において用いられるべき相当な注意の内容がずっと議論されているようですが……。

○石田 ええ。目論見書を使用する元引受証券会社の責任という観点から……。

○小出 でも、他方でやはり金商法 21 条 1 項 4 号の責任も結論として認めている。「事案と判旨」レジュメの 21 ページですけれども、わざわざ、「金商法 21 条 1 項 4 号及び 17 条の責任を負う」、さらに「金商法 17 条の責任については、被告みずほ証券が本件目論見書を使用してエフオーアイ株式

を販売した原告らに限る」と書いていて、先生のご理解でいきますと、金商法 21 条 1 項 4 号の責任の根拠が、やはり金商法 17 条から導かれる相当な注意義務を払っていれば知り得たということになれば、やはり金商法 21 条の文言と合わないことになりますよね。

○石田 合わないですね。

○小出 私もちっと通説についてはよくわからない部分があるのですが、通説は、金商法 21 条では行けないから金商法 17 条で補充するという考え方だと私は理解していたわけです。ですが、本件では、金商法 21 条も金商法 17 条も両方認めるという結論を出していて、金商法 21 条が一体どこから来たのだらうということを考えると、やはり一つは、黒沼先生のようなご理解をする、あるいは先ほど伊藤先生がおっしゃったように、本件規則から広く導かれることと読むということになり、その問題はやはり残ることになりますよね。

○石田 そうですね。

○黒沼 確かに、この判決が金商法 17 条にも言及していて、それがどう影響しているのかというのはややわかりにくいのですが、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 条を根拠にすることにはあまり賛成できないので、論文を書いて、金商法 21 条の解釈としてそういうことが言えないかということをいろいろと考えてみたのですが、結論的に、こういう実務が定着してきているということも一つの根拠にしていまして、そういう意味では、この判決が本件規則を引き合いに出して義務を導いていることは賛成できるし、理解できると思っています。

○小出 それは、しかし、どういう責任につながることになるのでしょうか。本件規則の義務違反というよりも、やはり金商法 21 条の責任ということになるのでしょうか。

○黒沼 いや、法的義務がどのように醸成されるかという問題なのですから、例えばアメリカでも、SEC の規則とか、そういうことを基準にして裁判で判断することもありますし、それはまさに判例による法の形成ということなのではないのでしょうか。

【「上記財務諸表の数値を利用している部分」の扱い】

○梅本 先ほど伊藤先生が指摘されたところに関係するのですが、「事案と判旨」レジュメの 9 ページの下から 10 行目に「上記財務諸表の数値を利用している部分」とありますが、過年度の分はともかく、これは、例えば、「財務諸表等に関する引受審査ガイドライン」における「疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の③で、「業績等の概要」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、「事業等のリスク」、「対処すべき課題」などで開示された定性的な情報が」云々とありますけれども、このあたりの記載事項が財務計算部分ではなくて財務計算部分以外のところだと考えると、財務計算部分以外のところに財務諸表を引用等して業績がこうなっていると書いてあるとすれば、そもそもそこに虚偽の記載がなされているわけですね。そうすると、その部分については相当な注意をしなければいけないと考えることはできないのでしょうか。

○小出 先ほどの伊藤先生のご指摘と同じように、文言解釈としてはそうかなと思うのですが、ちょっと私は自信がなくなってきたのですが、もともとの立法の趣旨を考えると、公認会計士によるチェックの信頼性がやはり基礎にあると考えれば、公認会計士がきちんと数字を見ているような部分については、財務計算部分以外の部分で引用されているかどうかは問わず、元引受証券

会社に相当な注意の義務を課すというのは、あまり一貫していないように思われます。

そうであれば、いっそも初めから——これが一番いいのかもしれませんが——金商法 21 条 2 項 3 号のように場合分けせずに、全部に相当な注意の義務を課せばよかったのであって、妥当かどうかは別にして、そこをあえて書き分けたということは、やはり公認会計士が見ているところと見ていないところを分ける趣旨のほうがここには合うのかなと思ったわけです。確かに、伊藤先生のおっしゃったとおり、文言としてはそのように読めるというのは事実だと思います。実態としては、そのほうがもしかしたらふさわしいのかもしれませんが。

そうすると、金商法 21 条 2 項 3 号というのはあまり意味のない条文になっているということなのではないかな。もちろん、数字自体まで見なくていいのかどうかという問題は残るとは思いますけれども。

【元引受証券会社の重要性】

○森田 文言解釈の次元ではないのですが、私はベンチャービジネスでこれから上場したいなという人とちょっとお付き合いがありますけれども、そのようなときは証券会社が「やろう」とか「行こう」とか言ってくれたら行けるのです。ですから、そういう意味では、発行会社だけが上場を「さあ、やるんだ、やるんだ」と言っていたって、行けないのですよ。主体者としての証券会社の役割というものがあって、そして帳簿もきちんとつくっているのかと言われて、公認会計士の監査を受けさせる。このような状況なのですね。ですから、そのときに金商法 21 条の文言だけを見ると、公認会計士が先にきちんとやっていれば、ということなのですが、実際、本件における公認会計士の方というのは個人の方ですか、大きな法人ですか。

○小出 法人ではあります。いわゆる四大監査法人ではありませんけれども、それなりに幾つか

の上場会社を担当している監査法人です。

○森田　　そういう意味で、先ほどもちょっとおっしゃっていたけれども、なぜ自主規制法人は責任を負わなくて、元引受証券会社のほうは責任を負わなければならないのかというような感じがあるのですけれども、元引受証券会社というものは、やはりものすごい主体者だと思いますね。まさにプロモートしている人たちという感じがありまして、文言上、どれをどう割り振って解釈したらいいのかはちょっと私ももう一つよくわかりませんが、実情からすれば、やはりこの証券会社こそが主役であるというぐらいの感じがあると思います。ちょっと余分なことですが、一言申し上げます。

【反対説の考え方と金商法 21 条 2 項 3 号の「相当な注意」との関係】

○前田　　また話を戻して恐縮ですけれども、金商法 21 条 2 項 3 号の解釈について、実質的な妥当性を考えれば、私も、「検討」レジュメの 2 ページの反対説のような読み方ができれば一番いいと思います。この反対説は、要するに、信頼するに足るかどうか、つまり疑わしい事情がないかどうかは注意しなければならないという考え方だと思うのですけれども、そのことは、金商法 21 条 2 項 3 号で「相当な注意」を用いなければならないと言っているのと全く同じなのか、あるいはちょっと違うことを言っているのかがよくわかりませんでした。もし全く同じなのであれば、文言上はわざわざ書き分けをしているのですから、反対説のような考え方は解釈論としてはとりにくいと言わざるを得ないと感じました。

○小出　　金商法 21 条 2 項 3 号の後半のほうの相当な注意というのは、虚偽記載を相当な注意を払っても知ることができなかったということなので、虚偽記載自身をきちんと見つけられたかということと、見つけるべき義務があったかどうかという話だと思いますが、反対説の立場では、監査結果の信頼性に疑義を生じさせる事情の有無につ

いての調査義務とされており、具体的な数字の虚偽の記載に対する調査義務ではないということなのかなと思います。その意味では、相当な注意の程度はちょっとわかりませんが、そもそもの対象としていることが違っているのかなというふうに私は理解していました。

○前田　　財務計算部分かどうかにかかわらず、書かれていることについて特に疑わしい事情がなければ信頼してよろしいということは、共通して言えることのようにも思われるのです。そうすると、信頼するに足るかどうかを調べなさいということは、結局、相当な注意を用いなさいと言っていることと同義なのかなというように思ったのです。

○小出　　なるほど。

【本件における投書の位置づけ】

○山下　　本件は、やはり、投書があったにもかかわらずあえて何もしようとしなかった、といったあたりの事案に即していろいろなことを判決でも述べているのではないかなという気がするのです。あまりそういうことがないところの監査報告だけが出て、特に何も疑わしいことがないような状況の事案でどうなるかということは、あまりよくわからないし、ここで判断もしていないということではないでしょうか。

○黒沼　　事案への当てはめについてなのですが、本件粉飾を疑わせる事情が幾つか挙がっていて、判決を読んでみると、相当疑わしい事情があったように思うのです。判決は、それと投書の有無を分けて判断しているのですが、その判断はもしかしたら逆ではないのかなという気もしています。本件粉飾を疑わせる諸事情のほうを疑ってかかるべきで、投書のほうはあまり関係がないのかなと。そうすると、元引受証券会社の責任は認められるけれども、自主規制法人の責任は認められなかったという結論はしっくりするものになりますね。別にそのために言っているわけではないのですが、その前の事情について責任を否定していたという

当てはめについては、どうお考えになりますか。

○小出 挙げている要素というのは、いずれもみずほ証券がこういう問題があるということを把握したものばかりなのですね。挙げられたことはいずれも、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」なども含めて実務的にも指摘されている、よく粉飾の起こるところです。一般的な財務分析の際、これらに関しては十分に見ておく必要があるとされていますので、そこに関して確かに——後付けと言えれば後付けなのかもしれませんが——やはり相当程度異常な状況があったにもかかわらず、ヒアリングしただけでオーケーであると言っているという点にこそ、監査結果に対する疑義を生じさせるような事情があった、むしろ投書はそれを補強するようなものであったというのは——その根拠をどう見るのかわかりませんが——そのとおりだと思います。投書に関して言うと、そもそもみずほ証券が、財務諸表には問題がない、いろいろな事情も説明できるというふうに判断したものですので、先生のおっしゃるとおり、第1投書と第2投書に対する反応というよりは、最初の審査、第1投書と第2投書全体として見て、やはりみずほ証券には責任があったというのは、おっしゃるとおりなのかもしれないですね。注意義務違反があったというか、あるいは、これはもう知っていたものと同視してよいほどの重大な過失があったとしてもいいようなものかもしれないと思います。

○伊藤 この事件で投書があったという事実をどのように評価するかということなのですけど、判決文を読むかぎり、やはり山下先生がおっしゃったように、投書があったことはかなり重要であるように思われます。しかも、これは単に投書があったというだけではなくて、「事案と判旨」レジュメの19ページの上のほうで述べられているところからしますと、投書の内容が問題でして、もともと疑わしい事情として存在した売上高の急増などについて、これが粉飾によるものであることを裏付けるような内容の投書が出てきたところ

が大事なのだらうと思われます。

ですから、逆に言うと、投書の内容がそれと関係ないようなものだったのであれば、これは違う結論になったかもしれないと思います。

○小出 なるほど。そうしますと、やはり自主規制法人についても、「事案と判旨」レジュメの29ページですが、第1投書があった後は、同様に、「財務諸表の内容の正確性にも疑問を抱かせるもの」であったから、より「調査を行うべき義務を負うに至った」と言っていて、なぜ同じような義務を負っていないながら、元引受証券会社と自主規制法人とで結論が違ったのか……。でも、これも程度問題で、みずほ証券の場合については、それ以前からのことも踏まえて、さらに高度な注意義務を負っていたというふうに読むべきなのでしょうかね。自主規制法人の場合については、それまでは全くそのような疑いを持つような事情が存在したことはなくて、第1投書で多少疑いは持ったけれども、まだそれほど強い疑いではないので、ヒアリングなどで確認すれば十分であった、というところに違いを設けているのでしょうかね。

つまり、投書の疑義は非常に大きいようではありますけれども、他方で、黒沼先生がおっしゃったとおり、全体として見ると、その注意義務の濃さというものは、投書以前の経緯まで踏まえないと説明ができないような気はしました。

○加藤 私も伊藤先生と似たような印象を持っています。本判決は、「事案と判旨」レジュメの15ページから18ページで紹介されている事情1から事情6については、相当な注意を尽くしたと判示しつつ、投書の対応については問題があったと評価したわけですけども、そもそも投書があったことを前提として、事情1から事情6について元引受証券会社が相当な注意を尽くしたかどうかということを本来は審査すべきだったと思います。

例えば、先ほど伊藤先生がおっしゃったように、売上高の異常な増加ということは、まさに投書の内容であって、その投書を前提として事情1など

について相当な注意を尽くしたか否かが問題とされるべきだと思います。

その上で、私は自主規制法人における上場審査の実務に詳しくはありませんが、やはり元引受証券会社が審査したことを前提として自主規制法人は審査するというものから、本判決が元引受証券会社は事情1から事情6についてきちんと審査を行っていると言い切ってしまうのはおかしいように思います。仮に事情1から事情6について元引受証券会社が適切な審査を行っていれば、これらについて自主規制法人の責任が発生する余地は極めて小さいように思います。これは先ほど黒沼先生もおっしゃったことかと思いますが、投書を前提として元引受証券会社が行った事情1から事情6についての審査がこれで足りるのかということをきちんと判決は審査すべきだったのではないですかね。仮に自主規制法人が、投書を前提としても元引受証券会社による事情1から事情6の審査を信頼できると考えたことが合理的であれば、自主規制法人と元引受証券会社で責任に差があるという結論を正当化できるかもしれません。

○小出 「事案と判旨」レジュメの18ページ以下では、みずほ証券が投書を受けた後に行った審査についていろいろと述べていまして、事情1から事情6に即応させる形では書いてはいないのですけれども、帳票類の写しの提出などだけでは十分ではなかったということは、結局は、事情1の売上高の異常な増加や、期末期付近における多額の売上計上などを疑わせるような状況についてチェックしなかったということを言っていることだと思いますので、加藤先生のおっしゃるとおり、書き方としてももう少しわかりやすく対応するように書くべきだったというのは、そのとおりかもしれません。順番としては、あるいは、投書への対応までも書いた上で、全体として事情1から事情6までの審査を行ったかどうかを書くべきだったのではないかということですね。

○黒沼 蛇足かもしれませんが、元引受

証券会社と自主規制法人とでなぜ結論が変わったのかとか、どのような基準で判断したらいいのかということは、なかなか条文だけでは出てこない問題だと私は思います。それこそ後藤元先生が論文で書かれているように、ゲートキーパーが共同して一定の機能を果たすという観点からそれぞれの役割分担を決めていかなければならない問題ではないかと思います。

だから、ある者については不法行為責任で、ある者については金商法の責任で、その文言がどうなっているかということだけを見て責任を判断していくというのでは、政策的にはうまくいかないはずであって、そこはこれからの課題だし、解釈論としても工夫の余地はあるのではないかと思います。図らずも、この判決はそういうところまで気づかせてくれた感じがします。

#### 【主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任】

○川口 違うテーマですが、「検討」レジュメの2ページの一番下のところで、主幹事証券会社以外の元引受証券会社の責任について議論されていました。そこでは、相当な注意を用いたとしても虚偽であることを知ることが困難であったという点について、少なくとも相当の注意を尽くした上で免責されるのであればわかるけれども、最初から、相当な注意を用いたとして知ることができなかったと断定するのは、従来の見解と異なるのではないかと指摘されました。この点について、私もまったくその通りかと思います。その上で、小出先生は、さらに、他の証券会社は注意義務を果たしていたのではないか、このような認定にすれば、相当の注意を尽くしたということになったのではないか、と言われました。しかし、この部分について、他の証券会社は注意義務を果たすために何かをしたのですかね。（笑）

すなわち、他の証券会社はみずほ証券からいろいろな情報をもらって、それで「はい、オーケーです」と言っただけなのですね。それで注意義務を果たしたと言えるのでしょうか。確かに、何か

質問を出しているところもあるようです。しかし、ほかの証券会社は……。みずほ証券から一応聞いているから、注意義務を尽くしたと、そういうお考えなのでしょうか。

○小出　今の点につきましては、元引受証券会社一般の注意義務の対象というのは、先ほどから既に議論がありましたが、「事案と判旨」レジュメの9ページあたりに書いてあるとおり、既に監査人が監査しており、加えて、本件の場合、その他の元引受証券会社については、主幹事証券会社のみずほ証券から受けた引受審査資料がベースにありますので、そういったものをベースに、その内容についての疑義や信頼性を疑わせる事情についての審査が求められるということだと思います。

ですので、本件の場合、引受審査資料においてみずほ証券が問題ないということを指摘していて、説明が足りていたということが、「事案と判旨」レジュメの23ページの上のほうで認定されています。それを考えると、本件については、疑義や信頼性を疑わせる事情はなかったのだ、なかったのだ、何もしなくても、それを信頼しても注意義務違反にはならなかったということだと思います。

ただ、言い方を換えますと、本件について引受審査資料をきちんと読んで、エフオーアイの説明をきちんと把握していたということで、相当の注意を用いたと言えるというような気がするのですが、本件の場合については、確かに何も質問もしていなかった証券会社もあるようですし、全ての事項について質問があったわけではないと思うのですけれども、この程度のものでも、十分に相当の注意があったと言えるのであろう、また、例えば引受審査資料に何も書いていないのに、このようなことを質問しなかったというのであれば、やはり相当の注意を払ったとは言えないと思いますが、引受審査資料の説明があったということを前提とすれば、それを読んだということだけで十分に相当の注意を払ったと言えるのではないかと思います。

うに考えました。

#### 【非常勤の社外監査役の注意義務】

○北村　本日のご報告の中心となるのは、主幹事証券会社の引受審査にかかる責任や自主規制法人の責任だと思うのですが、そこは違う点について伺います。先ほど川口先生がご指摘になったその他元引受証券会社の責任との関係で、時間の関係で報告は省略されましたが、「検討」レジュメの3ページの一番下の「6. その他」のところで、「非常勤監査役に課せられた注意義務は重くはないか」とされています。この点について、せっかくですから質問させていただきます。

「事案と判旨」レジュメの8ページでは、非常勤の社外監査役は「いまだ相当な注意を用いて監査を行って」いない、つまりこちらは注意をしていなかったとされています。一方、その他元引受証券会社については、「注意義務を果たしていたとしても虚偽記載は発見できなかった」とされ、表現が違っているのですね。しかも、非常勤監査役については、常勤監査役には常勤の実態がなかったということを知りながら何もしていないことを理由として、注意を用いていなかったとされているわけです。これについて、小出先生は時間があればどのようにおっしゃりたかったのかということをお聞きしたいと思います。

それとともに、会社法と金商法の違いに関係するのですが、金商法21条2項1号の監査役の注意は虚偽記載等を知るための注意を意味するのに対し、会社法では、一般論として、ほかの監査役の監視のようなものも含めて監査役の職務といえるのか、つまり、監査役は独任制の機関なのか、このようなことが監査役の職務の遂行の不十分さにとどのように影響するのかがよくわからなかったところです。「事案と判旨」レジュメの8ページの真ん中あたりに、「被告Y5及び被告Y7の監査役としての職務の遂行が十分なものであったとはいえない」とあり、ここでは「職務の遂行」と言っているのです。この点は金商法上の「注意」とど



うという関係があるのかについて、小出先生のお考えをお伺いしたいと思います。

○小出 既に全て言っていたのですけれども、まさに今先生がご指摘になったところが気になっていたことでして、本件については、会社法上の責任も一応追及されているのですが、本件の判決の部分、あくまでも金商法上の責任について言っています、したがって役員の責任は、虚偽記載を知らなかったこと及びそれに相当の注意を払ったにもかかわらず知ることができなかったことが要件のはずでして、やはり粉飾の事実があるかどうかといったことについて相当の注意を払ったかどうかという問題だったのだと思います。

確かに、本件について言うと、ここに書いてあるとおり、常勤監査役の勤務状況みたいなものに気づけば、芋蔓式にこういった粉飾の事実が出てきたのかもしれないと思うのですけれども、これは直接には、粉飾に対するチェックというか、そういう注意義務とは違う次元のことを述べているような気がしました。

他方で、実際の会計監査の信頼性に関しては、実は「事案と判旨」レジュメの7ページで、一応の監査を行っていたということを認めながら、こういったあまり関係のないような体制のところだけでこのような責任を認めるというのは、おっしゃるとおり、会社法上の責任だったらいざ知らず、金商法上の責任としてはあまり正当化できないのではないかなということを思いました。

独任制の話に関しては、確かに先生のおっしゃるとおりかと思います。どこまで監査役がほかの監査役の監査に口を挟むかというよりは、まさに監査をやっていなかったという状況に対する監督のような気がするので、いわゆる独任制が想定しているような状況とはもしかすると違っているのかもしれませんが。こういったものに対しては、監査役はやはりまさに全体のコンプライアンス体制の一環として、監査人に対する監査としてチェックするということは、職務としてはあるのかなという気がします。

常勤監査役がこういうことをやっているのに対して、それをやめろというのは、確かに独任制の問題があると思うのですけれども、これはやっていないという問題なので、そこはもしかすると会社法上は職務として認められるのかなという気はいたしました。

○北村 ありがとうございます。

【元引受証券会社の流通市場での取得者に対する責任】

○飯田 「検討」レジュメの3ページの「4. 元引受証券会社の流通市場での取得者（B類型原告）に対する責任について」についてですが、先生のご趣旨は、これは責任を認めるべきだということなのではないでしょうか。

○小出 A類型原告に対して認めたという結論があることを前提とすれば、それ自身がどうかという問題はあるかもしれませんが、それを別とすれば、本件では、B類型原告に対しても認められたのではないかと、認めてもおかしくはなかったのではないかなということです。

○飯田 判旨は、金商法22条で元引受証券会社が責任主体から外されているということを言っていると思います。そうすると、この判旨は、民法709条の解釈と金商法22条をセットで考えていて、金商法22条を元引受証券会社についての責任を軽減するような趣旨の規定として読むと、民法709条の解釈として、流通市場との関係では元引受証券会社の義務も一定程度軽減されてしかるべきであるという理解を前提にしているように思えるのですが、そういう理解がおかしいということでしょうか。

○小出 確かに金商法22条は、不法行為の特則だというふうに理解した上でご報告させていただいたのですが、そこではしかし、注意義務に対して特則を設けているわけではないのだと思うのですね。あくまでも立証責任ですかね、そういったところで特則を設けているのかなという気がしたものですから、注意義務に関しては、金商法22条

の責任が認められていないからといって、必ずしも軽減されるわけではないのかなと思ったのです。

○飯田　もちろん、そういう解釈もあると思うのですけれども、要するに、金商法 22 条で元引受証券会社に同じような責任を課さなかったというのは、流通市場における投資者との関係で、そこまでの責任を元引受証券会社に課するのは妥当ではないというような政策論的な意味合いがもしあるとすれば、それが民法 709 条の義務論のところでは影響してもおかしくはないのではという気もしたのですね。

○小出　それはつまり、そこまで注意義務を果たすことを流通市場での取得者も期待できる形ではない、ということなのですかね。しかし、他方で、役員や会計監査人については、やはり政策的に責任を課しているということでしょうか。

○飯田　第一次的な責任と第二次的な責任で差があってもおかしくはないような気がしたという次第でした。

#### 【判決における虚偽記載の重要性概念の位置づけ】

○飯田　別の質問ですが、重要性の概念について、コーポレートガバナンスの状況に関するところで、監査役が重要な会議に出席していますという記載があるけれども、実際には戦略会議には出席していなかったということなのですが、これは、虚偽記載はあるけれども重要性がないということを使った判決なのかどうかということだけ確認させてください。

○小出　「事案と判旨」レジュメの 6 ページの 2 段落目を見ますと、今飯田先生がご指摘になったように、そもそも戦略会議については「決議機関ではなく」「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」と書いてあります。つまり、コーポレートガバナンスの状況等に関する記載としては、重要な会議には監査役は出ていますよ、と書かれていただけたこととして、戦略会議がどのような

性質のものなのかということはそもそもわからない。その上、監査役は戦略会議に出席したわけではないかもしれないということを言っているとする、もしかしたら、その戦略会議も重要な会議だったかもしれませんが、監査役の出席はそもそも期待されていなかったかみせれば、結論として、投資判断に重要な影響を与える事項ではないというふうに本件判決は判断したということなのだと思います。

○飯田　私の質問の趣旨は、要するに、虚偽記載の話と重要性の概念を区別して、独立の要件として重要性につき明確に論じた判決と評価するかどうかということでした。ありがとうございました。

#### 【金商法 22 条と民法 709 条との関係】

○行澤　飯田先生が最初に質問された点と同じで恐縮なのですが、ちょっと整理し切れないのが、「事案と判旨」レジュメの 22 ページで、元引受証券会社の不法行為責任を民法 709 条に基礎付けながら、対するに A 類型株主と B 類型株主とではいわずに注意義務の内容が違ふ、過失の内容が類型的に違ふのだというような解釈をしているように読めるのですが、本当にそのように読んでいいのかどうか、ということです。注意義務の内容それ自体が、いわゆる被害者の類型によって違ってくるということが、民法 709 条の解釈として成り立つのかどうかという点と、もし小出先生のように金商法 22 条を不法行為の特則として読むならば、本来 B 類型株主に対して不法行為責任は認められないというふうに読むべきではないのかという点について、素朴な疑問があるわけです。本来負うべき不法行為責任を「特則」において限定したと考えるのが通常でしょうから。そのあたりの、金商法 22 条と民法 709 条の関係について判決はどういうつもりで書いているのかということがちょっとわからなかったのですね。

それに関連して、最初の議論で問題になっていました金商法 21 条 2 項 3 号の虚偽記載を「知らな

かった」ということの意義について、黒沼先生のお考えのほかに、「検討」レジュメの2ページで、悪意と重過失を同視できるのではないかというご見解を示されています。確かに商法の判例としてはそのような考え方もあり得るのではないかと思います。ただ、不法行為との関連に引き寄せて言うのと、「事案と判旨」レジュメの22ページでは、容易に知り得たにもかかわらず漫然と放置したとまでは言えないとあるので、そういう意味では、本件で重過失と認定したというところはやはり言いにくい。だから、一般論として悪意と重過失を同視できるというのはよくわかるのですけれども、少なくとも本件でこのロジックを適用するのはちょっと難しいのかなと思うのです。以上の2点について、ご見解をお聞かせいただければありがたく存じます。

○小出 後者に関しては、確かに先生のおっしゃるとおりです。「事案と判旨」レジュメの25ページの判断を前提とすると、こういう状況が重過失であり、私は実は本件の事実からすると容易に知り得たような気もするのですけれども、本件がそう認定していない以上、確かに本件では私のような解釈は取り入れないというのは、ここを含めて読んでみると、先生のご指摘のとおりだなと思いました。

そうしますと、やはり本件では重過失とは言えなさそうなので、そもそも元引受証券会社の注意義務を導くためには、やはり別のロジックが必要になります。それが必ずしも明らかではないということなのだと思います。

他方で、前者のほうについてですが、私が思いましたのは、元引受証券会社がどういう一般的な義務を負っているのかということが、どこから導かれるのかということですが、これは結局、元引受証券会社がやることに対して、実態としてどういうことを行っていて、それが流通市場での取得者との関係でも義務に至るほどになっているのかというところの評価に帰着するのだと思います。最近の議論でゲートキーパーというようなこ

とが言われている点に着目すると、発行における元引受証券会社というのは、そもそも元引受証券会社が引き受けなければ、こういった有価証券は市場に出ていかないという状況があるものですから、本当の意味での門番といいますか、ゲートキーパーとしてのそれ相応の強い意味がやはりあるのではないのでしょうか。金商法21条等で責任を元々認めていたということから考えますと、その影響はやはり流通市場における取得者にも及ぶでしょう。しかし、本件の判決において、一般的に投資者に対する義務を負うとされた自主規制法人と元引受証券会社は、機能としては、やはり先ほど黒沼先生がおっしゃったとおり、全体としてゲートキーパーを分担する状況にあるためか、同じ基準で注意義務が課せられていますので、それにもかかわらず責任の認定に差が生じたという点は、難しいところではあります。

○行澤 私自身は、ゲートキーパーとしての考え方にもとづいて本判決の当該部分を説明することは難しいと思うのです。ただ、本判決が、元引受証券会社の責任が金商法21条には規定されて金商法22条には規定されていないという事情を、ちょっと理解できない形で民法709条における注意義務の程度に係る解釈論に取り込んでしまっただように読めてしまうのです。

○小出 なるほど。

○山下 そろそろ時間が来たようです。なかなか難しい問題がいろいろとありましたが、特段ほかになれば、本日はこれで終わりたいと思います。どうもありがとうございました。