



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
有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否ーエフオーアイ事件

2022年4月22日（金）15:00～16:55

オンライン開催

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	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
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
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授

有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否

—エフオーアイ事件（最判令和2年12月22日民集4巻9号2277頁）—

大阪大学大学院高等司法研究科教授

久保 大作

目 次

【事実】

【判旨】 破棄差戻し

【検討】

- 一 はじめに
- 二 金商法 21 条 2 項 3 号の解釈
 - 1. 問題の所在
 - 2. 下級審判決

3. 本判決

- 三 監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報
 - 四 元引受業者が行うべき調査確認の内容
 - 五 本判決の射程
- 討論

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、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、大阪大学の久保先生から「有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否—エフオーアイ事件」というテーマでご報告をいただきます。

それでは、よろしくお願ひします。

○久保 ただいまご紹介いただきました久保でございます。本日はよろしくお願ひいたします。

レジュメの【事実】のところは多少端折りながら説明させていただければと思います。

【事実】

F社（訴外）——エフオーアイ社は、半導体製造装置の開発、製造、販売を主たる事業とする株式会社です。この会社が平成16年3月期に初め

て粉飾をしまして、その後平成17年3月期以降も平成21年3月期までの間、売上高を実際よりも水増しする方法により粉飾決算を継続しました。

具体的な方法としましては、書類等を偽造してあたかも出荷したかのように見せかけ、また簿外資金を還流させることによって売掛金を回収しているかのように偽装するといった方法をとっていたわけです。

Y社（被告・控訴人兼被控訴人・被上告人）は、みずほインベスターズ証券、その後合併してみずほ証券ですが、平成19年5月にF社との間で「情報及び助言提供業務に係る契約」を締結しまして、マザーズ市場への上場手続についての主幹事証券会社に就任しました。そして同年8月、F社について引受審査を開始しました。

Y社の審査担当者が資料を見ましたところ、細かいところは省略しますが、幾つかの粉飾決算を疑わせるような事情があることを把握しました。

そこで、これらについてF社に質問書を送付して回答を得るほか、ヒアリングを行って口頭による説明を受けるなどの調査をし、その結果、審査担当者はこれらのF社の説明は合理的であると判断しました。

また、Y社審査担当者は、F社の会計監査人に対して同じように質問書を送付し、ヒアリング等を行うことによって、会計監査が厳格かつ適切に行われているという判断をしました。加えて、取引先等に対する調査も行っています。

Y社は、これらの審査結果を踏まえて、F社の上場適格に問題はないと判断し、上場申請手続を進めることにしました。F社は同年12月20日にマザーズ市場へ1回目の上場申請を行い、Y社は東京証券取引所に対して推薦書を提出しました。

この結果、平成20年2月18日を上場承認日とすることが予定されたわけですが、この直前である平成20年2月14日に、東京証券取引所及び日本取引所自主規制法人は「注文書偽造による巨額粉飾決算企業の告発」と題する匿名の投書を受領しました。

また、同月18日には、Y社監査役宛てにも同じ題名の文書が送付されています（以下「第1投書」という）。これには、F社における粉飾の手口及び額、本当の売上額など粉飾決算に関することが記述されていました。

これを受けまして、日本取引所自主規制法人からY社に対して、同月18日に予定されていたF社の上場承認を延期する旨の連絡がなされています。

Y社の公開引受部は、これに対して適切な対応をF社に求める必要があるということで、第1投書の内容をF社に伝達しました。その後F社から、これは社内の不満分子ないしノイローゼ的心理状態に陥っている従業員または退職従業員が行ったものだという説明を受けまして、内部者であれば処分を行うべきであるという要請をしています。

その後Y社の引受審査部は、第1投書を受けてF社の審査に当たる部員を増員しまして、F社か

ら帳票類及び預金通帳の写しを受領したうえで、平成15年3月期から平成20年3月期までの販売案件についての受注から売上げに至る一連の帳票類の突合を行いまして、内容に重要な矛盾点がないかなどを確認しました。その結果、重要な矛盾点はないこと、また入金記録も全件あることを確認しました。しかし、帳票類や預金通帳の写しが改ざんされたものであることには気づいていませんでした。

また、Y社審査担当者は、投書に書かれていた取引先の協力者に対する巨額のストックオプションの付与について、その事実がないことを確認しました。それらの追加審査の結果、第1投書には信憑性がないものと判断したというのがこの段階での話になります。

平成20年4月、F社は上場申請を一旦取り下げましたが、その後、Y社公開引受部は、同年5月から8月にかけて再びF社の上場についての手続を始めています。

ただ、これにつきましても、詳細は割愛しますが、同年12月に上場申請を行ったものの、売上債権を計上している海外取引先において転換社債の償還期限の延長を求めた旨の報道があったことでその信用状態にやや不安が出てきたということになって、平成21年5月、F社は上場申請を取り下げています。

Y社公開引受部は、同年6月、引受審査部に対してF社の審査依頼を行っています。これが3度目の審査依頼となります。審査担当者は、2回目の上場申請の際の海外取引先の業績悪化に伴うことだけが懸念事項であると理解したために、業績動向の把握や売上債権の回収状況などの確認といったことを審査しています。

また、Y社の審査担当者は、平成21年7月に会計監査人に対して監査の実施状況等に関する質問書を送付しまして、以前に聴取したのとおおむね同様の方法で監査が実施されたことを確認しています。このことについて、原審判決において「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」との判示がされています。本当は会計監査人も原本を確認していなかったということのようですが、それが通常の認識だというふうに述べられています。

最高裁はこれを受けて、「(Y社審査) 担当者は、本件会計士からF社の本社において預金の実査を実施した旨の説明を受けたことなどから、上記突合は原本によって行われたと認識していた」と判示しています。また、監査概要書や四半期レビュー概要書などを受領し、会計監査人らの監査業務の従事状況を把握し、適切に会計監査が行われているものと認識しています。

Y社は、平成21年7月にF社の上場申請を進めることを決定しまして、F社は同年8月、マザーズ市場への3回目の上場申請を行いました。そして東証は同年10月16日、上場日を同年11月20日としてF社のマザーズ市場への上場を承認し、対外的に公表しました。

その後同年10月28日に、Y社は第1投書とおおむね同内容の投書(以下「第2投書」という)を受け取っています。翌29日、日本取引所自主規制法人、会計監査人、Y社が面談し、会計監査人が持参した残高確認書の原本を日本取引所自主規制法人の担当者に確認させるとともに、残高確認の方法、取引先への訪問の状況、売上債権の回収状況及びその確認方法、預金残高の確認方法、出荷状況及び在庫の確認方法などを聴取しています。また、第2投書に記載されているような規模の粉飾を行う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旨の説明も会計監査人から聴取しています。

Y社担当者は、この面談結果なども踏まえて、第2投書も信憑性がないものと判断しました。なお、第2投書の作成者と考えられる者との面談は実施されませんでした。

同年11月11日、Y社はF社及び他の売出人との間で元引受契約を締結し、同月19日、元引受証券会社を代表して、F社に対して新株発行の払込総額として52億7,850万円を支払いました。翌20日、F社の株式がマザーズ市場に上場されました。

平成22年5月、F社は証券取引等監視委員会から金商法違反の容疑による強制捜査を受けた旨を公表し、同月、有価証券届出書の虚偽記載の事実を認める旨を公表しました。同年6月、F社株式は上場廃止となっています。

Y社らが元引受証券会社として行われたF社株式の募集ないし売出しに応じてF社株式を取得した者ら(A類型原告)及び上場後の取引所市場においてF社株式を取得した者ら(B類型原告)がY社に対して、A類型原告については金商法21条1項4号ないし同法17条に基づく損害賠償を、B類型原告については不法行為に基づく損害賠償を請求しています。

第1審(東京地裁平成28年12月20日判決・判時2401号45頁)は、A類型原告に対するY社の責任を認める一方、B類型原告に対する責任は否定しました。これに対して控訴審はY社の責任を全て否定したため、A類型原告、B類型原告ともに上告受理の申立てをしました。これについてA類型原告のY社に対する申立てのみが受理され、上告受理理由の中で金商法21条2項3号の解釈の誤りをいう部分以外は排除されたというのが最高裁の令和2年10月6日の決定(LEX/DB文献番号25566857)ということになります。

【判旨】破棄差戻し

そこで判旨ですが、破棄差戻しです。ちょっと長くなりますが、読み上げたいと思います。

I 「(金商法21条1項4号において元引受業者に責任を課すとともに同条2項3号において、免責事由を定めたの)は、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が有価証券の発行者である会社について引受審査を実施してその有価証

券届出書に記載されるべき情報等を専門知識に基づき審査し得る立場にあることから、虚偽記載等がある場合の元引受業者の損害賠償責任について定めることで、引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させることをその趣旨とするものと解される。

もつとも、財務計算部分については、有価証券の発行者である会社と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人（以下、併せて「独立監査人」という。）の監査証明を受けなければならないこととされているところ（金商法193条の2第1項）、公認会計士は、監査及び会計の専門家として公正かつ誠実にその業務を行うべきものであって（公認会計士法1条、1条の2）、財務計算部分に虚偽記載等があった場合、虚偽記載等がないものとして監査証明を行った独立監査人は、当該監査証明を行ったことにつき故意又は過失がないことを立証しない限り損害賠償責任を負うものとされている（金商法21条1項3号、2項2号、22条）。金商法21条2項3号は、以上のことから、上記免責事由に関し、元引受業者が免責を受けるためには、……財務計算部分に虚偽記載等がある場合には当該虚偽記載等について知らなかったことを証明すべきものとする旨規定したものであると解される。すなわち、財務計算部分に虚偽記載等がある場合についての同号の規定は、独立監査人との合理的な役割分担の観点から、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が財務計算部分についての独立監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したものであり、当該金融商品取引業者等にとって上記監査が信頼し得るものであることを当然の前提とするものというべきである。

そうすると、上記の金融商品取引業者等は、引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うこと

が求められているというべきであって、上記の場合に金融商品取引業者等が上記の調査確認を行うことなく元引受契約を締結したときは、同号による免責の前提を欠くものと解される。

よって、財務計算部分に虚偽記載等がある場合に、元引受業者が引受審査に際して上記情報に接していたときには、当該元引受業者は、上記の調査確認を行ったものでなければ、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできないと解するのが相当である。」

II「これを本件についてみると、前記事実関係によれば、本件有価証券届出書のうち本件会計士による金商法193条の2第1項の監査証明が付された本件各事業年度の財務諸表には、F社が平成16年頃以降継続して行ってきた多額の架空売上げの計上に係る本件虚偽記載が存在しているのであって、本件有価証券届出書の財務計算部分に、重要な事項について虚偽の記載があったと認められる。

そして、Y社はF社の引受審査に際して本件各投書を受け取っていた。これらは、F社の平成16年3月期以降の売上げの大半が架空計上によるものであることを指摘するものであり、上記の指摘内容は、F社が、その計算書類等において、平成16年頃以降、……売上高の粉飾の典型的な兆候といえる複数の事象が継続してみられる状況にあったこととよく符合するものであった。また、本件各投書は、……Y社において把握している事実関係と合致する記載がされており、かつ、……粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘するものであって、F社の内部の者が事実に基づき作成した可能性が十分に考えられるものであった。

そうすると、本件各投書は、F社の有価証券届出書に記載されるべき最近事業年度及びその直前事業年度の財務諸表の売上高欄等に重大な虚偽記載があることを相当の信ぴょう性をもって指摘するものであったといえ、Y社は、これらを受け取

ったことにより、当該財務諸表についての本件会計士による監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接していたものというべきである。」

Ⅲ「Y社は、F社の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであり、本件各投書による上記疑義の内容等に応じて、F社に対して必要な資料の提示を求め、本件会計士から事情を聴取し、本件会計士に追加の調査報告を求めるなど、上記監査の信頼性に関する種々の調査を行うことができたといえ、また、これを行うことが期待されていたといえる。

ところが、Y社は、第1投書が本件役員らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容を把握した後、本件役員らに対して直ちに上記内容を伝え、第1投書はF社の従業員等が業務妨害の意図で送付したものである旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしている。加えて、Y社は、第1投書の作成者と思われる者が内部監査室長を務めていた者であったにもかかわらず、第2投書を受け取ってもなおその者から事情を聴取するなどの調査確認を行っていないのであって、そもそも本件各投書の信ぴょう性の評価を大きく誤ったものというほかない。Y社は第1投書を受け取った後にその指摘に係る富士通の関係者に対するストックオプションの付与の事実がないことを確認しているものの、このことをもって本件各投書に信ぴょう性がないと直ちに評価し得るものではない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件会計士の監査実績及び監査体制に特段の問題がないことを確認し、本件各投書の受取の前後を通じて、本件会計士が実施した監査手続の内容について聴取している。しかし、上記の聴取に係る監査手続は、売掛金の実在性を売掛先から本件会計士に返送されたとする残高確認書によって確認するなどしたものにとすぎず、本件偽装取引先の協力者の関与の下、注文書、検収書等を含む証ひょう類の大半を

偽造するという本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性に対応したものとはいえない。また、Y社は、上記監査手続において証ひょう類の原本確認が行われたか否かすら具体的に確認していないものであって、上記手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りる監査手続が実施されているか否かを確認したとはいえない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件偽装取引先のうち2社の訪問調査等を実施し、さらに、第1投書を踏まえた追加調査として、売上げに関する証ひょう類の突合等を実施している。しかし、上記訪問調査はF社の提案に従いその対象を選定して実施されたものであり、このうち1社は本件各投書の内容に照らして協力者であっても矛盾しない者が担当者として対応したものである。また、上記突合は証ひょう類の写しの相互に矛盾がないことを確認したにとどまるものであって、これらの調査は本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りるものとはいえない。

そうすると、Y社が、F社の引受審査において、F社の本件各事業年度の財務諸表についての本件会計士による監査がその信頼性の基礎を欠くものではないことにつき、本件各投書による疑義の内容等に応じて調査確認を行ったとみることはできないというべきである。」

Ⅳ「以上によれば、Y社は、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできない。」

【検討】

一 はじめに

本判決は、金商法21条1項4号の元引受業者の責任、そして同条2項3号に定めるその免責要件に関する初の最高裁判決です。後に述べるように、免責要件の適用の仕方については通説と有力説との間で対立が見られたところですが、この点に最高裁の一定の見解を示した点に意義があるものと言えるかと思えます。

二 金商法 21 条 2 項 3 号の解釈

1. 問題の所在

金商法 21 条 1 項 4 号は、有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載などがある場合に、当該有価証券の募集又は売出しについて元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関（以下まとめて「元引受業者」という）が、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対して損害賠償責任を負う旨を定めています。もっとも、同条 2 項 3 号により、元引受業者が記載が虚偽であることを知らず、かつ金商法 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（以下「財務計算部分」という）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つた場合には、賠償責任を免ぜられることとなります。

この条文を素直に解釈するならば、財務計算部分については、元引受業者は虚偽記載等について善意でありさえすれば免責されるかのようです。実際、立案担当者はそのような説明を行っていましたし、現在もそのような主張をする論者があります。

しかし、この点については、引受審査に当たるべき元引受業者が財務計算部分について下手に調査を行って虚偽記載を知ってしまうと、かえって免責を得られなくなるということになってしまい、元引受業者による審査の消極化を招いてしまうという批判がありました。このため、学説においては、何らかの方法により財務計算部分についても元引受業者の審査義務ないし注意義務を認めるための議論がなされてきました。中でも、目論見書使用者の責任に関する金商法 17 条と関連付けて元引受業者の義務を導く議論が従来通説とされてきました。

これには、①元引受業者も目論見書を使用することが通例であることから目論見書使用者の審査義務を援用して元引受業者の財務計算部分に対する審査義務を導くもの、②単なる目論見書使用者ですら財務計算部分について相当な注意を用いな

ければ虚偽記載等について免責されない以上、「もちろん解釈」として元引受業者も財務計算部分について相当な注意を用いなければならないと解すべきであるとするもの、があります。

もっとも、①に対しては、元引受業者が目論見書を使用しなかつた投資者に対して注意義務違反に基づく責任を負わないことになってしまうのではないかという点が批判の対象になりましたし、②については、一定の要件を満たすライツ・オフアリングにおいては目論見書の作成・交付義務が免除されており、金商法 17 条に基づく責任を負う者がいないということになりますので、そのような場合には「もちろん解釈」を用いることができなくなるのではないかという批判がなされています。

そこで、アメリカ法における議論なども参照しつつ、金商法 21 条 2 項 3 号の免責事由のうち虚偽記載等「を知らず」の意義を「知らないことに合理的な理由があつたこと」を意味するものと解する考え方が有力に主張されるようになりました。もっとも、この考え方に対しましては、21 条 2 項 3 号の文言からはやや無理があること、立法の経緯あるいは国会における説明から合理的な信頼の法理は否定されていると考えられること、21 条 2 項 3 号とは構造が異なるアメリカ法とのアナロジーで解釈をするのは困難であること、などの批判が寄せられているところではあります。

2. 下級審判決

本事件の第 1 審判決である東京地判平成 28 年 12 月 20 日判例時報 2401 号 45 頁は、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されていないとしつつも、「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つて、……財務情報の適正な開示も引き受け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」と判示しています。もっとも、この判断が従来通説の立場に立っているのか、それとも有力説の立場に近いものなのかについては判然としません。有力説に立っているという指摘もあれば、通説に近い判示をしているところもありまして、この辺りはややあいまいな部分になっています。

これに対して原審である東京高裁の平成 30 年 3 月 23 日判決（判時 2401 号 32 頁）では、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されていないという前提は共有しつつ、「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え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。」と述べており、通説の立場をとることを明確にしています。

3. 本判決

本判決は、元引受業者の免責に関する金商法 21 条 2 項 3 号が財務計算部分において虚偽記載等について善意であるのみで免責される趣旨について、元引受業者と独立監査人との合理的な役割分担の観点から説明しています。つまり、元引受業者の同条 1 項 4 号の責任を「引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させる」趣旨と解しつつ、財務計算部分については独立監査人の監査証明を受けなければならない、有価証券届出書に虚偽記載等がある場合にそれがないものとして監査証明を行った独立監査人が損害賠償責任を負うことに鑑みて、元引受業者が引受審査を行う際には独立監

査人による監査を信頼することを許容したものである、としています。そして、このような免責の基礎には、独立監査人による監査が信頼し得るものであることが前提にあると指摘したうえで、「監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められている」と述べ、調査確認を欠く場合には免責の前提を欠くとしています。

このような本判決の論理構成は、金商法 17 条を介さず、同法 21 条の解釈を通じて調査確認義務を導き出している点で、近時の有力説に近い考え方であると評価することができます。また、第 1 審判決及び原審判決は、日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」やその細則について「公的規制に準ずる効力を有するものと解するのが相当」としたうえで、これらの規則等から元引受業者の審査義務を引き出していました。本判決はこれらの規則等に言及していません。自主規制規則を基礎として法令上の注意義務を課すことについては、自主規制団体の活動の萎縮につながるという批判がなされていましたが、本判決はこの批判を回避していると言えるかと思えます。

本判決は、元引受業者が会計監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接したときに調査確認を行うべき義務を認めています。この点は、第 1 審判決や原審判決において、公認会計士等が行った会計監査の信頼性を疑わせる事情について積極的な調査確認を行うべきであるかのような判示をしていたのと比較すると、やや後退した表現であるように思われます。

このような判示が、元引受業者の調査確認義務が発生する場合は限定的な場合に限られ、会計監査の信頼性についての積極的な調査を行う義務は否定されていることを意味するのか、それとも積極的な調査義務については判断を示していないのにすぎないのかについては、必ずしもはっきりし

ません。もし前者であるとする、現行法に対して通説や有力説が批判していた「元引受業者が手を抜く」可能性を生み出す可能性を否定できないように思われます。

これについては、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報の範囲を広くとることによってある程度カバーすることが可能であるとも考えられますが、一見疑わしい事情がない場合になお積極的に信頼性についての調査をなすべきかどうかという点で差異が出る可能性はあるように思われます。

三 監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報

本判決では、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報として、Y社が受け取った2通の投書を挙げています。具体的には、それらの投書の記載内容がF社における売上高の粉飾の典型的な兆候とよく符合するものであったこと、またF社役員やY社担当者の個人名等の事実関係とも合致する記載があったこと、粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘するものであって、F社内部の者が作成した可能性が十分に考えられるものであったことから、各投書について相当の信憑性を認めています。

本判決では、第1審判決や原審判決において粉飾を疑わせる兆候として取り上げられていた6つの事情、すなわち売上高の異常な増加、期末期付近における多額の売上計上、売掛金期末残高の大幅な増加、売上債権回転期間の顕著な長期化、営業キャッシュフローの継続的な赤字、生産能力の不足といったものは、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報としては扱っておらず、本件の各投書の信憑性を裏付ける事情としてのみ取り上げられています。この点については、いわゆる red flag、危険な兆候がかなり限定されているのではないかと指摘も見られるところです。

もっとも、最高裁調査官の解説によれば、red flag に該当し得るものとして「財務計算部分にお

ける重大な虚偽表示のリスクを示す事象に係る情報や、監査を実施した公認会計士等の信頼性そのものに疑義を生じさせる属性情報等」が考えられると指摘されていまして、それらが red flag とされるかどうかについては、「これらにより生ずる疑義の定性的、定量的な重大性の程度や信ぴょう性の程度等を、その内容や客観的状況との整合性の有無等から検討して判断することになると思われる」としています。そうだとすると、会計データから粉飾が疑われる場合も、red flag として扱われる可能性は否定されていないとも考えられます。

最高裁調査官の解説では「本件各投書については、その指摘する内容自体、……質的にも量的にも重大なものであったことに加え、その記載内容がY社の把握していた客観的事実関係とよく符合するなど信ぴょう性が高いものであったから、上記情報にあたることの認定が比較的容易にできたものと考えられる」と述べており、認定が容易な点を捉えて判示したということなのかもしれません。つまり、ひょっとしたらF社が行っていた粉飾内容そのものも実は red flag にはなり得るのだけでも、それ以上に簡単に red flag として取り扱うことができる本件投書というのがあったので、最高裁はそちらによったのだという説明が可能になるかもしれません。

四 元引受業者が行うべき調査確認の内容

本判決は、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、監査が信頼性の基礎を描くものではないことについて調査確認を行うことを求めています。そして本件では、F社に対して必要な資料の提示を求めること、会計士から事情を聴取すること、会計士に追加の調査報告を求めることなどが期待されていた、としています。

学説の中には、red flag が認められる場合には元引受業者が必要に応じて直接的・実証的な方法により調査する義務を負っているとするものがあ

りますが、本判決は少なくとも明示的にはそのような方法によることを求めてはいません。

もっとも、判旨が具体的に述べている内容はあくまでも本判決に対する当てはめとして示されたものでありまして、これが他の事例においても普遍的に妥当する趣旨ではないと解されます。最高裁調査官の解説においても、調査確認として求められる内容は具体的事実関係に即して検討されるべきであるとされていまして、場合によっては直接的・実証的な方法で確認することが有効かつ適切な場合もあり得る、と指摘されています。

五 本判決の射程

本判決の射程に関して、主幹事会社以外の元引受業者にも及ぶかどうかについては、見解の相違が見られます。第1審や原審において主幹事会社以外の元引受業者についての責任が否定され、上告不受理の決定もされている（最決令和2年10月6日LEX/DB文献番号25591542）ところから、本判決の射程は主幹事である元引受業者に限定されるの見解も示されています。しかしながら、一般論においては主幹事であるかどうかによる限定はなされておらず、法文中でも特に差異は設けられていないことから、一般論の射程は特に限定されていないと解するべきなのかとも思われます。

もっとも、本判決は当てはめにおいて、Y社が「F社の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであ」ることを前提として種々の対応が可能であったということを述べていまして、主幹事会社以外の元引受業者が監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合であったとしても、主幹事会社との役割分担を踏まえて行動することが許容されるのではないかと思われれます。

以上、甚だ雑駁な内容で申し訳ございませんが、先生方のご指導をいただければと思います。どうぞよろしく願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤 ご報告ありがとうございました。

ご議論いただきます前に、私から幾つか補足をさせていただければと思います。

このエフオーアイ事件については、本研究会でも一度取り上げたことがあります。2017年6月の研究会で小出先生からエフオーアイ事件の第1審判決についてご報告をいただいています。ただ、この事件は金商法についての重要な解釈問題を含む事件ですから、最高裁判決まで出された今の段階で再び議論をする価値が高いと幹事会で判断をしまして、本日の研究会で取り上げさせていただいている次第です。

エフオーアイ事件の第1審判決では、主幹事証券会社であるY社がA類型原告に対して金商法21条1項4号及び17条の責任を負うものとされたほか、F社の取締役及び監査役が金商法21条1項1号及び22条1項の責任を負うものとされました。

第1審判決について、被告側としてはY社のほかF社の社外監査役1名が控訴をしましたが、社外監査役からの控訴は棄却されています。また、本件で原告らは以上に述べました者以外にも、主幹事証券会社以外の元引受証券会社ですとか、受託証券会社、売出所有者、金融商品取引市場を開設する会社、それから自主規制法人の責任も追及しました。しかし、これらの者の責任は、第1審判決以降一貫して認められていません。

先ほど述べました小出先生のご報告の折には、こういったY社以外の者の責任ですとか、Y社の不法行為責任についても扱われまして、様々な議論もされましたけれど、今回のご報告では、最高裁への上告が認められたのが金商法21条2項3号の誤りをいう部分だけであったということもありまして、基本的にその点に限って扱われています。

それでは、ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意

見をいただけますでしょうか。

### 【立法の必要性】

○黒沼 ほかの方から手が挙がらなかったので、前置きみたいなことで質問をさせていただきたいと思います。

この問題は、学説が以前から、条文の書きぶりとか、あるいはその構造を批判して、解釈論によって何とかならないかということを手を主張してきた問題でして、裁判で正面から争われたのは今回が初めてだったわけです。

それで、最高裁が17条を介さないで21条1項4号と2項3号の問題として判示したということ、私自身は高く評価しています。本日久保先生が分析された点も、私はほぼ賛成でして、最高裁判決の読み方としてこれで妥当なのではないかと思っています。

そうするとあまり質問することがなくなってしまうのですが、最高裁判決が出たので、今後21条の立法についてはこのままでいいのか、それとも、従来学説はいわば立法の不備を指摘してきたわけで、正面から一定程度の元引受業者の調査義務を認めるような条文に改正すべきかという点について、どのようにお考えなのかをお教えいただければと思います。

○久保 理想的には、やはり立法で解決した方がいいのだろうと思っています。といいますのは、報告の中でも述べましたけれども、今回の最高裁の判決では、元引受業者が財務計算部分について積極的に疑義がないことを調査しなければいけないのか、それとも消極的な姿勢であって、今回の場合ですと投書ですけれども、たまたま投書があったから重大な疑義が生じたというような場合にだけ調査すればいいのかというところが、まだはっきりしていないのではないかと気はしています。

そうであるとする、従来の学説が批判していたのは、財務計算部分であってもやはり何らかの審査が行われるべきだということなのだろうと思

いますので、そのことを明確化する立法が行われてしかるべきではないかと考えております。

私の考えはこんなところです。

○黒沼 どうもありがとうございました。私も、このままでは、判例ができたので反対の方向の立法をしようという動きが出てくる可能性があるのではないかと考えていて、そういう意味で、むしろ判決の趣旨を明確にするような立法をすることが望ましいのではないかと思います。

### 【積極的な調査義務？】

○黒沼 それと、積極的な調査をすべきか、それとも疑義を生じさせるような情報に接した場合に初めて調査義務が生じるのかという点ですけれども、確かに言葉のうえでは両者は大きく違うのですが、元引受証券会社は、発行者の事業については審査しているわけです。有価証券届出書の事業の状況の記載については調査をしているわけですから、計算書類をそれと照らし合わせて全く見ないということはありません。ですから、積極的な調査義務はないとしても、少なくとも主幹事の証券会社であれば、疑わしい事例については、疑義を生じさせるような情報に接することは十分にあり得るのではないかと思います。

それからまた、調査官解説にあるように、公認会計士自身の信頼性に欠けるかどうかという点も、實際上、上場に関連して会計士と協力して手続を進めている元引受業者であれば、疑義を生じさせるような情報に接しやすい立場にあるのではないかと感じました。

これは感想めいたところです。どうもありがとうございました。

○久保 今回の黒沼先生のコメントはまさにおっしゃるとおりだと思います。red flagをどうとるかによって、積極的に調査しなくてもいいといっても、たしか立教大学の河村先生がおっしゃっていたかと思いますが（河村賢治「本件判批」新・判例解説 Watch29号 130頁注15）、例えばこれだったら普通は粉飾が疑われる会計データだよねと

というような状況、まさに本判決でも問題になったような会計の粉飾のような状況に接したのであれば、これは重大な疑義に接したという解釈をとることもできます。「積極的な調査義務」とまでは言わないまでも、かなりアクティブに調べないといけない、チェックしなければいけないということにはなってくるのかなと考えております。

黒沼先生、ありがとうございます。

○梅本 先ほどの黒沼先生のおっしゃったことと関連しますが、財務情報の調査と非財務情報の調査というのはそれほど明確に区別できるものではないような気がします。特に今回のような IPO の引受主幹事のケースであれば、発行価格の決定にもかかわるわけですから、将来キャッシュフローがどうなるのかということ等も見ないわけにはいかないはずでしょう。その過程で、過去の売上や利益がどう推移してきたかとか、半導体業界なら普通はこれくらいの利益率だよねとか、証券会社の専門的な知見と照らし合わせて過去の経営成績もチェックすると思うのです。もちろん、財務情報の正確さについて主たる調査義務を負うのは会計士ですが、発行価格の決定に関わる引受主幹事であれば、財務情報についてもそれなりの注意が求められるような気がするわけです。先ほどの積極的な調査義務、消極的な調査業務という話につながるのかもしれないのですけれども、具体的にどこまでやればいいのかという話の一つあるのかなというふうに思いました。

また、引受人も、IPO の場合と既上場の会社が公簿増資等をする際の引受人とでは、法的には同じ引受証券会社ですけれども、チェックすべき内容とか求められる注意というのは事実上違うことがあるのかなとぼんやりと考えたのですが、久保先生はどのようにお考えになるのかご教示いただければと思います。

○久保 あまり考えたことのない部分ですので、にわかにお答えしがたいところですが、最初の実務というか、財務情報と非財務情報の関連というのは、すみません、私はあまりその辺りを

きちんと意識しないでやっていたので、今の梅本先生のコメントで非常に明快になってきました。そう考えると、積極的などかと言ってもあまり意味はないということはあるのかもしれないというところはあります。

IPO の場合と既上場の場合とでどう違うのかというところは確かにあるのですけれども、既上場の方がそれなりに市場に情報も出回っているから、あまり審査を厳しくしなくてもいいよねという問題はあるので、そのあたりはひょっとしたら審査基準が変わってくるのかなというところはあるかもしれません。

ただ、あまり意識して考えていなかったので、そういう抽象的な部分ぐらいでしかちょっとお答えができないかなと思っております。

○梅本 どうもありがとうございます。

#### 【元引受業者が行うべき善意の立証】

○松井 久保先生、大変詳細なご報告をありがとうございました。非常に勉強になりました。

ちょっと素朴な疑問というか、私の考えがそもそもとんちんかんなのかもしれませんが、金商法 21 条 2 項 3 号では元引受業者が善意であることが要件になっていて、これを元引受業者が立証しなければいけないことになっています。しかし、善意とはそもそも何を主張すればよいのだろうか。悪意があることとか過失があることを立証するというのは比較的やりやすいわけですが、要するに、情報をこういう形で知り得たではないかとか、知っていたではないかということや、やりやすいのですけれども、私は知りませんでしたということの立証というのは、何を言えばいいのだろうかというそもそも論がある気がしたのです。そこがまず問題としてあるのかなと思ったのですが、このあたりはどう考えればよいのでしょうか。

○久保 うーん、なかなか難しい質問をいただいたように思います。善意の立証というのは確かに難しいですよ。

○松井 法文では「知らず」と漫然と書いてあ

るのですけれども、しかし知らないことを立証するためには、結局、まさに最高裁が言っているように、その証明を信頼しているのだということしか言いようがないということになるのかもしれませんが。そうだとすると、信頼してはいけないような場合に信頼していれば善意ではなくなると、何かこのような話になるような気がします。そしてこの最高裁判決は、実は「知らず」という文言の考え方をぎりぎり詰めていて、善意の立証をするためには、やはり「これを言わないと善意と言えないよね」ということを明確にしようとしているのかとも思ったりしたものですからお伺いしたところです。

○久保 非常に答えるのが難しい質問ですが、まず、最高裁は正面から善意の問題だとは言っていないのですよね。善意だったのかもしれないけれども、それを信頼できる状況ではなかったよねという物の言い方をしているように思います。ですから、それはちょっと条文外の要件を持ってきたのでしょねということになるのだろうと思うわけです。

黒沼先生のご論文で書かれていたのは、善意であることが合理的であるというか、信頼することが合理的であるというような状況だったかと思えますけれども、それに近いものをいわば条文外の要件として導入したような法構造に、最高裁の解釈論というのはそうなっているのかなと思います。

ただ、実際にやっていることは、恐らく松井先生がおっしゃったような話で、善意であることが合理的であるというか、こういう状況だったらそれはもう信頼しても差し支えないのだというような状況を指し示せという話になってくるのかなという感じがしております。ですので、ひよっとしたら言っていることとやっていることがちょっとずれているのかもしれないなということはあるのかもしれませんが。

ちょっとこの辺り、にわかのお問い合わせでぎりぎり詰めた議論ではないので、半ばお茶を濁すような答えになってしまって、大変申し訳ござ

いません。

○松井 法文上は「善意」ではなく「知らず」と書いてあるので、知らないことの立証をさせるというときに、結局、元引受業者は何をすればよいのかということを考えると、信頼という要素が出てこざるを得ない。その結果として調査義務の問題になってしまう、ということかと思いました。

冒頭に黒沼先生から、本判決の内容を法文に反映するのかどうかといったご質問があったわけですが、むろん法文に書き込んでしまうというのが一番明確であるのですが、書き込まなくても、知らないことの立証をさせると、結果として調査義務みたいなものが論理必然的に出てきてしまうのかしらとも思ったりしたものですから、お伺いした次第です。

○久保 今ふと思ったのですが、知らないこと」といったときに、一つは、何か疑わしい状況があったけれども、きちんと調べて、それは疑わしいことではなかったんだよと解消したという、まさに調査義務みたいな話になると思うのです。もう一つは、表面上疑うべき予兆が何もなかったので調査しませんでした、みたいなところがあると思うのですね。それは調査義務を発生させなかったのだ、みたいな持っていく方になるのかなというところで、結局、調査義務がある場合とない場合の両方ある。

今の松井先生の議論からすると、「知らないこと」といったときに2つのパターンがあり得るのではないかと。疑わしい兆候は何もなかったという立証をするか、あるいは疑わしいことはあったけれども、全部疑問を解消しているから疑う余地はなかったとするか、どちらかなとはちょっと感じました。

○松井 最高裁のロジックに乗ってしまっているところもあるのですが、「知らず」というのは、要は、監査証明等の信頼ということが前提になっているのですね。結局、「知らないこと」イコール「証明の信頼」。信頼できないときには、まさに久保先生のおっしゃるとおり調査の対象に

なってくるので、これは詰まるどころ、法文の書き方のまずさみたいな話になるのかもしれませんが。単純に「知らず」と書いただけだと、結局、立証する際の難しさがあって、そうであるならば、今回のような最高裁の解釈もせざるを得なかったのだということになるのかなとも思ったりいたしました。いろいろご説明をいただく中でだんだん見えてきたところがございます。ありがとうございます。

#### 【元引受業者がすべき調査の程度】

○黒沼 本件の1審と原審で元引受業者の責任の認定が異なったのは、疑義に接したときの調査の程度とか内容の捉え方に差があったということが挙げられると思うのですね。それで原審は、通常元引受業者の行う程度の調査をすれば足りる、それはやった、だから責任はないと判示したわけです。最高裁判決は「疑義の内容等に応じて」という言い方をしているのです、これはどこまでやるべきかというのはケース・バイ・ケースだという判断を示したと思うのですが、他方で、免責を受けることはできないと結論付けているので、本件の調査では足りないということは、結論としては明示しているわけです。

ちょっとまどろっこしい質問になって申し訳ないのですが、少し抽象化して言うと、公認会計士の監査証明に疑義が生じているような場合に、通常証券会社が行う程度の調査をすれば足りるのか、それとも公認会計士と同程度の調査までする必要があるのかという点についてはどう考えたらいいかという質問です。よろしくお願ひします。

○久保 今回の場合ですと、今まさに黒沼先生がおっしゃっていただいたように疑義の内容に応じて調査せよということになっているわけで、しかも今回の場合には、投書の中で具体的な粉飾の手法が摘示されていたわけですので、その摘示されていた粉飾内容を否定できるかどうかということが恐らくクリティカルだったのだらうと思いま

す。

そうすると、本件において会計士から必要な資料の提示を求め、会計士から事情を聴取し追加の調査報告を求めるなどと列挙されているわけですが、要するに、会計監査人が行った監査手続の中できちんと粉飾が否定できるのかどうかの調査を行っているのか、ということ調査しなければならなかったと思います。

そうすると、これが通常の引受会社であれば行う調査なのか、それとも違うのかというと、通常行っているのはちょっと違うような気がするのです。かといって、会計士が行うようなことをやらなければいけないのではない。いわば、通常会社がやっているときに会計監査人が行った監査を監査役がチェックしますよというときのような気もしなくもない。つまり、会計監査人が行った監査というものが何らかの問題に応じたきちんとした監査手続を経ているのかどうかをチェックせよという判示をしたのが今回の事件なのかなと考えております。

ですので、監査人が行ったような監査をしなければならぬというのは、今回はそこまでは言っていないのではないかとというのが私の感触です。

○黒沼 どうもありがとうございます。

○伊藤 結局、最高裁判決からすれば、どのようなことをY社が行えば免責されたのでしょうか。本件でY社のとった対応では足りないと言われてるのですけれど、最高裁からすれば、逆にどこまでのことをすれば免責されていたのでしょうか。そこが私は気になりました。原本確認をやったかどうかをきちんと会計監査人に聞けというところがまず一つでしょうかね。

○久保 そうですね。

○伊藤 最高裁判決では、投書を行ったと目されている人物からの聴取もやっていないですとか、そういったことも指摘されているのですね。しかも、Y社は、「そういうおかしな者についての処分はきちんとやりなさい」と言っているところもあって、最初の段階で不適切な対

応をしている。このマイナス面はなかなか消えないのですよね。

○久保 ええ。

○伊藤 主幹事証券会社としては、少なくともさっき申し上げたように原本確認をやったかどうかをちゃんと会計監査人に聞くということと、投書をやったと目される人物から聞き取りをやっておけばよかったということでしょうか。あとは、聞き取りの内容に応じてさらにもう少し裏をとらなければいけなかったかもしれないと、こういうふうに考えておけばよろしいのでしょうか。

○久保 恐らく先生のおっしゃるとおりだろうと思います。具体的に投書の中に何がどれだけ書かれているかということは、ちょっと判決文からは読み取れないので何とも言えないわけですが、恐らく原本をごまかして粉飾しているのだ、みたいなことが書かれていたのだろうと推測しています。だとすると、原本確認をきちんと行っているのかということを確認しておく必要が求められていたのだろうと思います。

それと、これも先生ご指摘のとおりですが、投書を行った人に対する聴取が重要視されているのかなというところはあります。内部通報とかでも事実確認みたいなことは非常に重要なものと考えられているわけで、それを一切行わないままに信憑性のないものとして切り捨ててしまったところはちょっと問題があった。だから、少なくともその2つですね。あるいは、監査人に対して投書の内容を摘示して、もう一度きちんとチェックしてほしいことを述べるとか、そういったことが考えられたのかなと思います。

○伊藤 そのあたりは投書の内容にもよるのでしょうか。投書の内容が相当具体的で、かつ事前に主幹事証券会社が把握していたような様々なこの会社の会計上のイレギュラーな点と合致しているということは、第1審判決でも指摘されていましたし、逆に言いますと、投書の内容がもう少しおかしな内容であったとか、あるいは、会社としてもこの投書を誰が出してきたのか分からないと

いうふうに答えられたのでは聴取のしようもありませんので、これはもう、個別の事案に応じて異なるということなのですかね。

○久保 恐らくそうなのだろうと思います。ただ、実際の内容がどうだったのかは分かりませんが、投書者が誰か分からないという場合でも、かなり内容が具体的だったようですので、それに対応することは恐らく必要だったのだろうと思います。監査人との間のやりとりがもうちょっとあってしるべきだったのかなとは考えられます。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【目論見書使用者の責任（17条）との関係】

○川口 通説が目論見書の使用者の責任を介して問題を解決しようとしていた理由の一つが、有価証券届出書に虚偽記載があれば目論見書にも虚偽記載が当然あるだろうという前提で、その使用者でさえも相当な注意を払わなければならないのに、より責任の重い元引受業者が善意だけで免責されるのはおかしい、というところにあったと理解しています。そのための問題の解決方法として、元引受証券会社も、目論見書を使用して当該証券を売ると考えられるので、そのときに使用者の責任を問えばよいじゃないかということが考えられます。けれども、今回の事例は、このような点は争われていないのですね。まず、これが第1の質問です。

次に、元引受業者と目論見書の使用者の責任が違うという点ですが、最高裁が、善意の解釈なのでしょうか、会計監査人の監査は信頼できると言った点について、直接の論点から外れますが、これによって、17条の目論見書の使用者の解釈も変わってくるのでしょうか。そこでも、善意という用語が使用されていますが、同じように、会計監査人の監査を信頼してよいというように考えることができるのでしょうか。

もし、これらの善意の解釈は同じであるとするならば、目論見書の使用者の責任では相当な注意

というのが残っているわけですし、要件が重たくなっていることは変わりないと思うのです。そうすると、先ほど述べた通説が批判している部分について、今回の最高裁の解釈では解決できていないと理解してよろしいでしょうか。この点、お教えいただければと思います。

○久保　　まず第1点ですけれども、21条の責任と17条の責任がどう争われていたのかという話ですけれども、21条の責任と同時に17条の責任も争われていました。下級審の段階では、みずほインベスターズ証券から譲り受けた人間については17条の責任も成立するのだというような判示をしていたかと思えます。

ただ、これが高裁に行って全部ひっくり返りましたので、最終的に上告審で争われたのは21条の部分だけということになりますので、21条のところでは17条の責任というのは問題にはされていないというところですね。

第2点の質問ですけれども、今川口先生からご質問を受けて、ああ、なるほどと思ったのですけれども、確かに17条の場合でも、独立監査人が監査しているのだから、その数字については信頼するのだというその考え方というのはあり得るのかなと思います。ただ、17条の方は21条2項3号のような免責体系にはなっていないので、それが相当の注意をやはり払わないといけないということになると、その相当の注意の内容というのが結局、今回示された最高裁の調査と同じことになるのかもしれませんが、一つ整合的に捉えようとするれば、そういう相当の注意の中身がここで示されたのだと考えるのは一つのやり方なのだろうなと思います。

そういうふうに短絡的につなげてしまっているのかという議論はあるかもしれませんが、今のところ私自身は、ぱっと答えろと言われたら、その相当の注意の中身というのが信頼のところとつながっているのだと答えていいのかなと考えております。

○川口　　そうすると、両方で善意の解釈も違っ

てくるということですかね。元引受業者の要件では、財務計算に関する部分は善意しかないわけですから。

○久保　　そういうことになりますかね。

○川口　　それでいいのかという話で……。なぜそういう解釈になるのかというところをお尋ねしたかったということなのです。引受業務の中での役割分担があり、元引受業者の役割がより重いということから導かれるものなのではないでしょうか。

○久保　　そうだと思います。

○川口　　ありがとうございます。

#### 【元引受業者間の情報共有】

○梅本　　久保先生が最後の「本判決の射程」で書いていらっしゃる、主幹事証券会社以外の引受業者の責任に関する質問です。今回は主幹事以外の証券会社の責任も追及されたが、認められなかったということでした。ところで、先生が挙げておられる日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」の13条を見ますと、「主幹事会員は、他の引受会員に対し、十分な期間前に引受審査のために必要な資料及び情報を細則で定めるところにより提供する等して、当該他の引受会員の引受審査に可能な限り協力するものとする。」とあるように、原則として自主規制でも主幹事以外も引受審査をしなきゃいけないという形になっています。この事件で、みずほインベスターズ証券以外の証券会社にはどの程度「引受審査のために必要な資料及び情報」が伝えられていたのでしょうか。端的にいうと、この投書について他の引受業者との間で情報共有はされていたのでしょうか。事実関係をもしご存じでしたら、教えていただければと思います。

○久保　　直ちに下級審の判決でここにこう書いてありますとはちょっと言えないのですけれども、たしか投書の情報は行っていなかったのではないかと思います。少なくとも投書がされた先は東証と日本取引所自主規制法人とみずほインベスターズ証券だったと思います。



その投書の情報がみずほインベスターズ証券からほかの引受会社に行ったかというのは、行ったという具体的な記述はなされていないので、多分行っていないのではないかと思います。

○梅本 なるほど。それでは、仮に情報共有していたとすると、場合によると、他の引受証券会社も、追加調査等を求めるべきだったと判断される可能性はあったのでしょうかね。

○久保 これは志谷先生が評釈文の中でご指摘になっていたところですけども（志谷匡史「本件判批」商事法務 2258 号 10 頁）、もしこの投書がほかの引受業者にも行っていたということであれば、当然それは問題になり得るだろうということではあると思います。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【「相当な注意」との落差？】

○石田 ご報告ありがとうございます。

私からは抽象的な議論で大変恐縮なのですが、従来通説にいう 17 条ただし書、それから 21 条 2 項 3 号も財務諸表部分以外の部分について「相当な注意を用いたにもかかわらず」という文言を使っています。この場合、相当な注意を用いなかったことは許されなくて、相当な注意を用いたうえで知ることができなかったということを立てていかないといけないということになっていますね。従来通説でいくと、それを 17 条でカバーできたから、財務諸表部分についてもやはりきちんと目を通して疑わしい情報があるかどうかという確証作業をやっていかないといけなかったということですけども、久保先生のレジュームの 11 ページの上から 5 行目あたりに本判決の位置付けというのを要約されていて、その中で、元引受業者が会計監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接したときに調査確認を行うべき義務を認めていると書かれています。

そうすると、そのような情報に接したときに調査義務が発生するということであって、やはり従来通説で考えられていた 17 条ただし書の注意

のレベルとの間に落差が生じているような気がしてならないのですけれども、この辺は、先生のお考えはいかがでしょうか。

○久保 最高裁が意図的にぼやかしたわけではないのかもしれませんが、財務計算部分についても相当な注意をもって見ないといけないよとは言っていないのですね、最高裁は。信頼が基礎にあるのだから、その信頼を揺るがすような事情があったらば、それはきちんと調べないとだめよという言い方をしているのであって、あくまでも相当な注意ではないという立場は堅持しているのではないかと思います。

ですので、恐らく最高裁は通説的な考え方ではない。つまり、17 条の相当の注意というものを持ってきているわけではないだろうと思います。

ですので、恐らく構造としては、黒沼先生がご論文でおっしゃっていた合理的な信頼というか、それに近い考え方、つまりこれを信頼するだけの事情がきちんとあるはずなのだから、それを棄損するような情報に接したのだったらば、信頼を取り戻すための調査をしないとだめですよということを少なくとも言っているわけですね。それを超えて積極的にそういう信頼の基礎を調査しなきゃいけないのか、そうでないのかは、最高裁は恐らくまだ何も言っていないのかなと思います。

少なくとも今回の事例に関して言えば、信頼を損なうような情報に接していたのだから、その部分について信頼を回復するような調査をきちんとしなければならないよと言っているけれども、それを超えて、何もないというか、一応それなりに波風立っていない状況のときにきちんと積極的に調べないといけないかどうかということまでは、最高裁はまだ述べていないということなのかなと考えています。

○石田 なるほど。ありがとうございます。

#### 【会計監査人との情報共有】

○洲崎 Y 社としては何をしていればよかったのかという先ほどの話が戻るのですが、Y 社が受

け取った投書について会計監査人と情報共有はできていたのでしょうか。レジュメの4ページの真ん中ちょっと上あたり、「Y社は同年10月28日、第1投書と概ね同内容の投書を受け取った」とあって、その翌日に会計監査人とも面談しているのですが、投書には粉飾の具体的な方法が結構書いてあったということで、それはまさに会計監査人の裏をかく方法であるわけですね。会計監査人にもこんな投書があってこういう形で粉飾がされている可能性が指摘されていると言って確認をさせていけば、別の結果もあったかもしれないという気もするわけです。

ただ、Y社が、この投書は怪文書のたぐいであるというような印象を最初から持っていたのだとすると、会計監査人との情報共有もうまくいかなかったのかもしれませんが。具体的にどの範囲の人たちがこの投書を見て、その取扱いについてどういう相談がされたのかという、その辺の事実関係は分かりますでしょうか。

○久保　そこまではっきりと分からないので推測になってしまうのですが、第1投書の中には、投書を受けて、Y社自身の中で審査部員を増員して帳簿の写しの全部の突合とかをやっているのです。ただ、そこで公認会計士に問い合わせたので、恐らく話は行っていなかったのではないかと。ちょっとこの辺りは判決文に書いていないので何とも分からないのですけれども、行ってないのではないかとこの気がするのです。

第2投書の中には、事実の4ページところでも書きましたけれども、第2投書を受け取った翌日に日本取引所自主規制法と会計監査人とY社の担当者で面談して、残高確認書の原本を自主規制法の担当者に見せているのです。ということは、恐らく第2投書の中には、公認会計士の方にも情報が行っていたのではないかとこの気はします。ただ、実際上どこまで情報が行っていたのかというのは、ちょっと判決文を読むだけでは分からなかったです。

○洲崎　第2投書を見て、その第2投書に記載されているような規模の粉飾をするには相当の簿外資金が必要になり現実には難しいという話を聞いてしまったので、Y社としては第2投書を余り重く受け取らず、会計監査人にもそのあたりのところをきちんと相談しなかったということかもしれない。ただし、そのあたりの事実関係は必ずしもはっきりしないということでしょうか。

○久保　判決を読んでいるだけでは、どこまで共有していたのかというのはちょっと分かりません。あるいは記録を見に行った方がよかったです。あるいは記録を見に行かなくても、その辺りまではやっていませんでした。

○洲崎　どうもありがとうございました。

#### 【主幹事会社以外の元引受業者による判断】

○白井　私も、久保先生のこの判決についての理解の部分には賛成です。ですので、判例評釈という観点から久保先生に何か質問するというのではなく、この判決の事案からは少し離れることになるのですが、先生がレジュメの13ページで、主幹事会社とそれ以外の元引受業者との間の役割分担という観点をご指摘してくださっていますので、この点について少し質問させていただければと思います。

確かに、調査官解説に指摘されているところを踏まえたと、先ほどの梅本先生のご質問だったかと思いますが、本件では、主幹事会社ではない元引受業者は投書を受け取っていないようであり、かつその存在も知らされていなかったようです（森川さつき「判解」ジュリスト1564号（2021年）100頁）、この事実関係が正しいとすると、本件では主幹事会社の対応だけを見るということで問題はないと思います。もっとも、仮に少しだけ事案が異なって、この投書の内容を主幹事会社が他の元引受業社と共有していたようなケースを考えますと、13ページで久保先生が書かれていますように、主幹事会社以外の元引受業者にも本判決の射程は及び得るのではないかと考えま

す。

そのような理解が正しいとした場合に、主幹事会社以外の元引受業者としては、おそらく一般には、疑義を払拭するために情報を取ってくる部分は主幹事会社に依頼することになると思うのですけれども、そのような依頼（役割分担）は許されるとして、投書による疑義が払拭できているかどうかについては、調査確認義務を負う元引受業者が個々に自己の責任で判断すべきだということになるのか。それとも、主幹事会社による疑義を払拭できたかどうかの判断について、主幹事会社以外の元引受業者は基本的には信頼することは許されるのか。要するに、レジュメで久保先生が書かれている「役割分担」という言葉について、先生はどこまでのことを想定されているのかという質問なのですが、パターンとしては今述べたようなことがあり得るかなと思うのですが、先生のお考えをご教示いただけましたら幸いです。

○久保 私自身、引受業務にあまり詳しくないので、役割分担といったときにどういうふうに考えるのかといったことは素人考えになってしまうのですが、恐らく法の前提としては、主幹事だから、主幹事ではないからということで引受業者の責任というのには変わらないと思うのですね。ただ、実務上というか、業界の慣習として主幹事が基本的には調査をして、主幹事以外の会社はその調査を信頼していいというやり方になっているのだらうと思います。

そうだとすると、主幹事以外の会社が疑義に接したときに、それを払拭するのはやはり気づいた者の責任という気がするのですね。そうであるとすると、情報を取ってくる場所は主幹事にお願いするけれども、それによって疑義が払拭できたかどうかを最終的に判断するのは、やはり疑義を指摘した主幹事以外の会社自身でやらなければいけないのだらうと思います。疑義を指摘するだけしておいて主幹事にお任せというのは、さすがにちょっとどうなのかなという気が私にはしています。

○白井 ありがとうございます。私も、先生と同じで、元引受業者が個々に自己の責任で判断すべきだと思います。細かい点で恐縮ですが、先生は今、「疑義を指摘した」という部分を強調されていたかと思うのですけれども、疑義の指摘を誰がしたのかという点は以上の議論に何か違いをもたらすのでしょうか。疑義の指摘自体は自社がしていなくても、例えば主幹事会社が指摘してもよいでしょうし、自社以外の元引受業者が指摘してもよいでしょうが、そのことと疑義を払拭するための調査確認および判断とがどう関係するのか少しよく分からないのですけれども、疑義を指摘したかどうかというところはやはり重要なのですかね。

○久保 指摘のされ方がどうなのかということにもよりますよね。最終的なミーティングのところでいきなり爆弾が落ちてきて、ほかの引受会社は全部気づいていたという場合もあるでしょうし、あるいは、この辺りもちょっとよく分かりませんが、複数いる引受会社の中で主幹事とこの会社だけがやりとりの中で気づいたというような場合もあり得ると思うのですね。そのときに、気づくべきだったのだからと言って、ほかの引受業者に責任が行くのかどうかについて、今回は置いているわけですが、少なくとも気づいた会社と主幹事会社は、それぞれ独立に疑義が払拭されたかどうかを判断すべきなのかなと思っております。

○白井 重大な疑義を生じさせる情報に接していたときには調査確認をしなければならないという判旨の理解かなと私は思っていたので、疑義を指摘したのが誰かという点はあまり重要ではないようにも若干思ったのですが、いずれにしても調査確認義務が発生した場合には、あくまで情報を取ってきてもらうというレベルでの役割分担はあり得ても、久保先生がレジュメで書かれた役割分担というのはそのレベルまでであって、調査義務を尽くして疑義を払拭できたかどうかは個別に判断すべきであるというご指摘は、私も全く賛成で

す。どうもありがとうございました。

### 【立法の方法】

○伊藤 最初の黒沼先生と久保先生のやりとりで出てきた話ですけれども、この判決を経た現在の課題というのは、こういったことを金商法の法文に反映させるかどうかというところに来ているのかなと思うのです。学界としては、少なくとも最高裁が認めたレベルでの調査確認は引受証券会社に課してもよいだろうというところは恐らくは一致しているかと思しますので、私としては、法改正をするときに具体的にどういう法文にするのかというところが気になっていました。その話が、先ほど川口先生や石田先生との間で行われた、相当な注意を用いる義務というのと、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合の調査確認義務というものが同じなのかどうかという話と絡んでくると思うのです。

もし両者が同じなのだったら、改正はそれほどややこしくなくて、単に 21 条 2 項 3 号の文言の「かつ」から「相当な注意」までの部分を削れば終わりそうです。それが異なるのであれば、もうちょっとルールが複雑になるなあと思いました。先生のお考えとしては、引受証券会社については、相当な注意を用いる義務というのは、要は目論見書を使った場合にせよ、この場合にせよ、監査の信頼性の基礎に重大な疑義が生じていればそれに応じた調査確認をする義務だと読み替えて、それで基本的に問題ないという、そういうご見解なのでしょうか。

○久保 21 条 1 項 4 号の対象になる事柄に対して「相当な注意」と言った中で、従来ですと、財務計算部分について以外の部分は、「相当な注意」と言うのは、積極的にきちんと正しいかどうか調べろという趣旨だったと思うのです。それに対して、ただ単に削ればいいとなってしまうと、信頼していいんだよ、ただし信頼を損なうような事情があったら調べなさいねという同じ文言で、対象は違うのだから別の内容なのだと読む解釈は

できるだろうとは思いますが、立法技術としていいのかという問題は多分出てくると思うのです。

だから、立法技術として、これは信頼できない場合にはちゃんと調べなさいよと、常に会計士と同じように正しいかどうか調べないといけないという、そういう積極的な調査義務ではないのだということを入れたのであれば、やはり文言を変える必要があって、それをどういう文言にするのかまでは、ちょっと今回は考えていなかったというところになるのかなと思います。

○伊藤 久保先生としては、基本的には、積極的な調査義務までは求めなくてもよいという、そういうお考えでしたか。

○久保 今回、最高裁が何を言っているかというところまでしか報告の中では言っていないくて、私の考え自体は留保していたのですが、少なくともかなり疑わしい事情がある、例えば今回の場合で言えば、これは前回この事件が扱われたときにも、粉飾データ自体が red flag だったよねというようなご議論もあったと思うのですが、そういう何らかの疑わしい予兆がありましたという場合に、もうちょっと具体的にきちんと調べなさいというような義務は発生させてもよくなるのかなと。

だからそういう意味で言うと、私自身は粉飾自体も red flag として認めるべきだったのではないかという気もしていますので、最高裁が今回言ったものよりは少し広いかなというところがあります。ただ、監査人と同じように調査しなければいけないよという義務までやるのはちょっとやり過ぎだよという気がしています。

### 【何が red frag か】

○伊藤 ありがとうございました。

これは最高裁のというよりは第 1 審判決も含めた評価になると思うのですけれども、久保先生からしますと、この事案でもしも投書がなかったとしたら、結論は変わるべきだと思いにありますか。第 1 審判決でも先生からご紹介があったように主

幹事証券会社自身も様々な会計上の不正の兆候は5つぐらい見つけているのですね。見つけはしたけれども、そこまで深い確認はしませんで、これは問題ないだろうという結論に至ってしまっているのですけれど、久保先生ご自身はそのあたりどのようにお考えでしょうか。5つぐらいああいう兆候があったら、むしろ red flag ととってよいというふうにお考えでしょうか。

○久保 red flag であることは確かだろうと思います。

○伊藤 あとはそれに応じてどの程度調査すべきかというところですかね。

○久保 恐らくそちらだと思うのです。これはちょっと私、踏み込んでどうすべきだったというところまでは定見を持っていないのですけれども、ただ、第1回の上場のときの審査で言われていたことが、第3回の上場審査のときにもずっと残っていて解消されていないというところがあって、それを見ると、かなり怪しいのかなという気はしています。ですので、あとは実際に取引先に行っても機械を見せてもらえなかったりするなど、これはかなり怪しいと見てもよかったのではないかな。だから、それぞれの責任を認められることになってもおかしくはないなどは考えております。

○伊藤 ありがとうございます。

**【募集・売出し以外の方法により取得した株主の保護】**

○伊藤 またこの判決で問題になったことから外れるところについての質問で恐縮ですが、B類型原告に対する損害賠償というのは、久保先生からしますと、これはやはり認められてよいというふうにお考えでしょうか。それとも、B類型原告の方はあきらめた方がよいというふうにお考えでしょうか。

○久保 今回はちょっとそこまでは検討してこなかったのですが、どうなのだろうという……。

○伊藤 こういう調査確認義務を果たしていない主幹事証券会社なのだから、現行法の解釈とし

ても、不法行為責任は認めてよいという考え方も十分あり得ると思うのですね。

○久保 当然あり得るだろうとは思いますが。

○伊藤 立法論としては、その場合も法文に書き込むということもあり得ないではないですかね。

○久保 どうなんですかね。認められてしかるべきだという気もしなくもないのですけれども、それでいて結局何かディープポケットの議論のような気もしないでもないで……。

○伊藤 なるほど。

○久保 それをどんどん認めてしまうと、何か損害額がうなぎ登りになってしまうようなところもあって、ちょっとそこまでは考えあぐねているのが正直なところですよ。

○伊藤 ありがとうございます。

**【本判決と通説との関係】**

○黒沼 最高裁判決は直接述べてはいないのですけれども、最高裁判決と従来の通説との関係はどう考えたらいいか。つまり、17条を介して相当な注意を払う義務を元引受証券会社も負っているという一般的な通説の考え方は、最高裁判決はそれを否定したというふうに見るべきなのでしょうか。それとも、それについては何も触れておらず、21条についてのみ判示したというふうに読むべきなのでしょうか。

○久保 私自身は否定されたと読むべきではないかと考えています。原審が17条に依拠する議論を明示的にとっていたのに対して、それを破棄する形で信託の法理というか、そういったものを持ち込んでいるところからすると、私自身は、通説は否定されたのだというふうに読むべきではないかと考えています。

○黒沼 個人的な意見を言うと、私もそう思っています。

というのは、やはり17条にいう「相当な注意」と21条の「相当な注意」は違うのではないかと私は考えているのです。目論見書の使用者としての注意義務と、発行者と交渉して元引受業者にな

っている証券会社の注意義務というのはやはり根本的に違うので、最高裁の頭の中には、17条を介して注意義務を負わせるという構成では、この問題を正面から解決することにはならないという意識があったのではないかと考えています。

ですから、通説の立場からしますと、従来の解釈によって相当な注意を払う義務を負っていたのに、それが最高裁判決では後退したように見えるけれども、私は必ずしもそうではないと考えています。これにはほかの意見があるかもしれませんが、私はそのように思っております。

○久保　最高裁がどこまでの義務を課そうとしているのかは、まだちょっとあいまいなところが残っているのかなというのが私の感触ですけれども、逆に質問するようで恐縮ですが、黒沼先生はどうお考えですか。

ここはかなり消極的な形で、実際に何か疑義に関する情報が出てきたときだけ対応すればいいと最高裁は判示したととるべきなのか、あるいは、疑義に関する情報というのは積極的に調査しないといけないと最高裁は考えているととるべきなのか、そのあたりはどうですか。

○黒沼　難しい問題ですけれども、やはり最高裁は、公認会計士と元引受業者の役割分担ということも指摘し、そのことも強調していますので、財務書類以外の部分についての「相当な注意」と同程度まで求めているのではないということは明らかだと思います。初めに発言したように、私自身は、薄い調査義務を課すのと、疑義を生じさせるだけの情報に接した場合に調査義務を課すのでは、実質的にはそれほど変わらないと思っていますので、何らかの調査義務はあると見ていいのではないかと考えています。

○久保　ありがとうございます。

○伊藤　それでは、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。