

# 判例研究

## 〔商法 五九〇〕

### 有価証券届出書の虚偽記載と主幹事元引受証券会社の 民事責任

東京高判平成三〇年三月二三日判決  
平成二九年(ホ)一一〇号損害賠償請求控訴事件  
資料版商事法務四一四号八四頁

#### 〔判示事項〕

会計監査人設置会社においては、専門家との合理的な役割分担の下で効果的な審査の実現を図る金商法の趣旨から、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（財務諸表以外のものを含む）については、公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無を調査・確認し、かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され（相当な注意を用いたと認められ）るが、他方、公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、自ら財務情報

の正確性について公認会計士等と同等に実証的な方法で調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施すれば足りる。

#### 〔参照条文〕

金融商品取引法一七条、二一条、二二条

#### 〔事 実〕

本件は、半導体製造装置の製作販売会社である株式会社エフオーアイ（以下「A社」という）が、平成一六年三月期から上場直前基準期となる同二一年三月期までの間、巨

額の架空売上げ（同二年三学期では売上高の九七・三％、金額にして一一五億三〇〇万円余が架空売上）を計上して大規模な粉飾決算を繰返し（以下「本件粉飾」という）、監査人による会計監査、引受証券会社による引受審査、取引所による上場審査の三重のチェックをすべてすり抜けて、虚偽記載のある有価証券届出書を提出してマザーズ市場に上場した後、破綻して上場廃止となったため、上場に関わった多様な関係者が投資者から損害賠償を請求された事案についての控訴審判決である。

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ていたが、A 社の会計監査人は平成一四年三学期、平成二一年三学期の会社法・金商法監査のすべてに無限定適正意見を表明（平成二二年三学期の第 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 社は平成一九年二月に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京証券取引所（以下「東証」という）に推薦書を提出し、東証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二〇年二月四日、東証、自主規制法人及び 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、注文偽装した商品の保管地域、書類偽造の関与者、取引先担当者の関与（巨額のストックオペションと引換えにニセ注文書を発行）、粉飾の経緯等、調査希望・告発予定であること等が記載され、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「第一投書」という）。

自主規制法人は、同年三月二〇日、抜き打ちの追加調査を行い、帳簿類及び預金通帳（原本）の突合作業やストックオペションの付与に関する事実に関するヒアリングや会計監査人にヒアリングを行ったが、架空売上等の不審点はなく、第一投書に信憑性がないと判断し、上場申請を進めることも可能である旨を伝えた。Y は A 社より第一投書は社内で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・退職従業員が妨害の意図で行ったのではないかと説明を受けていたが、A 社より自主規制法人の判断を伝えられ、Y も追加調査して上場承認手続を進めることにした。

Yは、平成二〇年四月二日頃から同月一〇日頃までA社の審査に関与していなかった引受審査部員二名（うち一名は公認会計士資格を持つ）を増員して四名体制で追加審査として、帳簿類及び預金通帳を二重に確認し、平成一五年

三月期から同一九年三月期までの全販売案件の受注・製造から売上に至る取引・納品の過程を一件ごとに帳票類を突合して重要な矛盾点がないか等を確認し、代金入金済み案件の注文書・請求書の代金額の確認、預金通帳の入金記録の突合作業を行い、不自然な点は発見されず、Yの引受審査部は第一投書には信憑性がないものと判断した。（自主規制法人とYはA社の上場申請を平成二〇年五月一六日に承認し、同年六月一八日上場するスケジュールで手続を進める確認をしていたが）、同年四月一八日、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。

平成二〇年八月、Yは二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、自主規制法人は平成二〇年三月期を上場直前期として上場することは困難であると判断し、それを受けてA社は上場申請を取下げた。

平成二一年六月一六日、Yは三回目の上場申請に向けた

引受審査を開始し、同年八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、東証は同年一〇月一六日、上場日を一月二〇日とする上場を承認し、対外的に公表した。

同年一〇月一六日、A社は関東財務局に有価証券届出書を提出し、同年一二月二日、同月一日、同月一二日に各々訂正届出書を提出した（以下「本件有価証券届出書」という）。

同年一〇月二七日、第一投書とほぼ同内容の投書が自主規制法人及び会計監査人に送付され、Yも翌二八日に受領した（以下「第二投書」という）。自主規制法人は、Yを通じて平成二一年三月末時点の残高確認書及び同年四月以降に回収した売掛金の入金を確認できる預金通帳の原本の提出を求め、原本提出をA社が拒んだため、写しの提出を受けて調査するとともに、Yを通じて会計監査人がどのような手続で残高確認をしたかについて書面での回答が欲しいと要請し、同年一〇月二九日、自主規制法人、Yは、会計監査人と面談し、会計監査人から、持参した平成二一年三月期の残高確認の原本を一枚ずつめぐりながら自主規制法人の担当者を確認させ、平成二一年三月・九月末に軽微なものを除くすべての売掛金の残高確認を行い、三月期ま

での分は一〇〇%入金を確認している、残高確認は取引先とのやり取りで会計監査人が直接確認している、売掛金の実在性を確認するため、国内取引先を訪問し、銀行の預金残高は会計監査人が銀行と直接やりとりしている、外部倉庫からの出荷状況は運送業者に確認し、棚卸時に実際に外部業者に外向いて在庫確認をしている、第二投書の内容の規模の粉飾には相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいとの説明を傍らで聴いていた。同月三〇日、Yは、平成二二年四月～九月までの売掛金回収実績が記載された平成二二年三月期回収計画と預金通帳の写し、外国被仕向送金計算書及び外国送金到着のご案内を照合し、すべて合致することを確認した。以上の審査結果を踏まえ、粉飾決算の事実は確認されなかったとして、上場スケジュールの変更は不要とされ、同年一月一日、Yを含む元引受証券会社はA社との間で元引受契約を締結し、一月二〇日、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、平成二二年五月一二日、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、同月一六日、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。同月二二日、東京地裁に破産手続開始申立てを行い、同年六月一五日上

場廃止となった。

上場時の募集・売出しに応じてA社株式を取得した株主や上場後に取引所取引でA社株式を取得した株主二〇〇余名(以下「Xら」という)が、A社の取締役・監査役、主幹事証券会社Yを含む元引受証券会社、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、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、金融商品取引法(以下「金商法」又は「法」という)二二条一項一号・二号・四号、二二条一項及び一七条、会社法四二九条二項等の損害賠償責任を追及する訴訟を提起したところ、東京地判平成二八年二月二〇日判決(資料版商法務三九六号一七一頁、判例タイムズ一四四二号一三六頁。以下「原判決」という)は、取締役・監査役に対する金商法二二条一項一号及び二二条一項に基づく責任を認めて請求の全額(合計約一億七八〇〇万円)を認容し、Yについては、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えることはできないと判示し、金商法二二条一項四号及び一七条に基づく責任を認めYに対する請求の一部(合計約三二〇〇万円)を認容した。

原判決に対し、Xら、Y及び監査役のうち社外監査役の一名がそれぞれ控訴したところ、平成三〇年三月二三日、

東京高裁は、概要、Ⅱ記載の要旨のとおり判示し、原判決のYに対する請求を認容した部分を取消した上、株主らのYに対する請求を棄却し、Xら及び社外監査役の各控訴を棄却した（以下「本判決」という）。

### 〔判旨〕

（傍線を付した箇所が本判決が原判決の引用に付加して判示した箇所である。番号等は評釈者が適宜付記した。）

1 金商法二一条一項四号及び一七条の意義並びに同法二一条二項三号及び一七条ただし書の「相当な注意」の解釈論等について

金商法二一条一項四号及び一七条が、有価証券届出書又は目論見書に虚偽記載があった場合は、元引受証券会社は、法二一条二項三号又は一七条ただし書所定の免責事由を立証しない限り、募集又は売出しにより株式を取得した投資者の損害を賠償すべき責任を課しているのは、開示書類の正確性を担保し、投資者の利益を保護する点にある。金商法二一条二項三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二一条一項三号所定の

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。」「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、直近二年度分……を指す。」「上記のように解すると、元引受証券会社としては、公認会計士等の監査証明を受けた財務計算部分については、責任を回避するためにあえて積極的な調査をしないという姿勢を招き、投資者保護に欠ける懸念が生じるおそれがあるが、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一七条の責任によつて補完されていると解される。」

2 元引受証券会社が引受け審査に当たつて用いるべき「相当な注意」（金商法二一条二項三号、「一七条ただし書」の内容）

(1) 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る」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。」

(2) 「もつとも、会計監査人設置会社であるA社においては、……企業会計及び会計監査の専門家である公認会計士等と同等の作業を重複的に実施させる実益は乏しく、専門家との合理的な役割分担の下で効果的な審査の実現を図る」ことが「金商法の趣旨と解され」る。したがって、元引受証券会社は、引受審査において、①「会計監査を経た財務情報（財務諸表以外のものを含む。）の部分については、公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情の有無を調査・確認し、かかる事情が存在しないことが確認できた場合には、当該監査結果を信頼することが許され、相当な注意を用いたと認められ」るが、②「他方、……調査・確認の結果、公認会計士等による監

査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、自ら財務情報の正確性について公認会計士等と同等に実証的な方法で調査する義務はなく、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施すれば足りる」。③「追加調査の結果、監査結果に関する信頼性の疑義が払拭されたと合理的に判断できる場合は、監査結果を信頼することが許され、元引受証券会社は相当な注意を用いたものと認められ」るが、「疑義が払拭されたと合理的に判断できないにもかかわらず、元引受契約を締結したときは、相当な注意を用いたとはいえない」。④「追加調査の結果、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かは、元引受契約を締結した時点における引受審査の全過程において元引受証券会社が認識した全ての事情を基礎として総合的に判断すべきである。」

3 主幹事証券会社とそれ以外の元引受証券会社との間の注意義務の相違

「引受審査において用いるべき「相当な注意」の内容は、元引受証券会社としての地位及び役割にに応じて判断される

べきところ。」「我が国における新規市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・助言すべき立場にあり、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つて、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」。

#### 4 本件粉飾を疑わせる事情について

A社の財務情報から明らかである事情①（売上高の異常  
な増加）、事情②（期末期付近における多額の売上計上）、  
事情③（売掛金残高の大幅な増加）、事情④（売上債権回  
転期間の大幅な増加）、事情⑤（営業キャッシュフローの  
継続的な赤字）は「いずれも、そのような事情が生じてい  
ることについての合理的な説明がない場合には、粉飾を疑  
わせる事情、すなわち、公認会計士等による監査結果の信

頼性に疑義を生じさせるような事情となり得るもの」であ  
り、事情⑥（生産能力の不足）は、「合理的な説明がない  
場合には、やはり、粉飾を疑わせる事情となり得る」から、  
元引受証券会社は、それぞれの立場に応じて事情①ないし  
⑥について「合理的な説明がなされているか否かどうかを  
厳正に審査し、粉飾の疑いを生じさせるような事情が存在  
しないかどうかを慎重に見極める注意義務を負っていた」  
のであるから、「合理的な説明がなく、粉飾の疑いが払拭  
されていないにもかかわらず、元引受契約を締結した場合  
には、相当な注意を用いたと評価することはできない」。

#### 5 Yの責任について

##### (1) 財務情報に関する会計監査に係る審査について

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。」

##### (2) 本件粉飾を疑わせる事情に係る審査について

「Yが三回の引受審査を通じて、本件粉飾を疑わせる事  
情について、それらの事情が生ずる合理的な理由の存在に  
ついて十分な審査を行ったかと認められるかを検討する。」

「監査結果の信頼性に疑義が生じさせるような事情が判明した場合、元引受証券会社は、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施すれば足りる」。Yは、A社に対する質問書の送付及びヒアリング、会計監査人及び証券アナリストに対するヒアリング、半導体メーカーの動向に係る新聞記事等の確認並びに本社工場の製造現場の実査を通じて、…：それぞれ一定の合理的な説明が可能であることを確認したのであるから、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断した」ので、Yに直ちに粉飾を疑って、通帳の原本確認、各帳票類の原本確認等の審査を行うべき義務があったということではない。」

(3) 匿名投書に対する対応について

(ア) 第一投書及び第二投書の位置付けについて

しかし、「その内容自体から明らかに信憑性を排斥できるものではなく、A社の実情をよく知る内部者による通報である可能性があった」第一投書及びほぼ同内容の第二投書の内容は、有価証券届出書に記載されたA社の「特別情

報」本件目論見書に記載された「経理の状況」の各内容に著しく抵触するものであるから「(第一投書及び第二投書の)内容に接したことは、公認会計士等による監査結果(無限定適正意見)の信頼性に疑義を生じさせる事情である」から、「Yとしては、元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加調査を実施することが求められていた。…：指摘された手法での本件粉飾の存在の蓋然性及びこれを会計監査の過程で見逃した可能性について調査し、監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認すべきことになると解される。」

(イ) 第一投書及び第二投書を踏まえたYの追加調査等の対応について

Yが第一、第二投書を踏まえたYが行った追加調査等の対応のうち、主要なもの概ね、

- a 会計監査人の監査体制及び適性等の確認(公認会計士に協会による処分をうけたことがないこと、A社から監査概要書等を受け取り、監査体制として十分であると認識)、
- b 注文書、検収書等の偽造による粉飾決算の指摘につい

ては、会計監査人に対する質問書、ヒアリングし、その回答等で、①会計監査人が三月、九月末にすべての売掛金の

残高確認を行っていること、②売上げは発注書・通関書類を確認している、③売上債権の回収状況は、A社から回収

予定表を受領して預金通帳と海外送金記録で一件ずつ確認し、銀行の残高確認は会計監査人が銀行に直接確認している、④売掛金の実在について国内メーカーC社を訪問して

担当者からヒアリングした実績があり、⑤第一投書後に台湾のD社を訪問して実査した（生産ラインは断られた）などの報告を受けたこと、回答書には、売掛債権の期中検査は、通帳等と照合し、取引の実在性・妥当性などを確認したとの記載があることから、会計監査人は預金通帳の原本

で売掛債権の回収状況を確認したものと認識、Yの担当者も、第一投書受領前に台湾のD社、国内メーカーC社を訪

れ、販売実績を実査、第一投書を踏まえて自主規制法人が行った実査に立ち会い、預金通帳の原本と整合しているかを検査しているのを現認し、架空の売上げ計上を疑わせる記載そのほか不自然な点はないとの説明を受けた。

c 製造・出荷した装置を倉庫に運び入れているとの指摘については、会計監査人との面談で、外部倉庫かの出荷状況は運送業者に確認し、年二回棚卸しで、外部倉庫に出向

き、在庫の確認を行っているとの報告を受けた。

d 国内メーカーC社の購買担当者に対するストックオプションの付与の指摘についてはA社から受領した関係書類の審査でそのような事実はないことを確認した。

e 取締役が関与しているとの指摘については取締役に対する数回のヒアリングを実施したほか、……常勤監査役にもヒアリングし、監査役の業務監査体制に特に問題がないことや取締役らの説明についての裏付けを確認した。

(4) 元引受契約時におけるYの監査結果に関する信頼性の疑義が払拭されたか否かに関する判断の合理性  
Yは、①会計監査人から監査方法につき……具体的な報告を受け、②第二投書に記載された粉飾を実現するには相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいとの意見を聴取したのであるから、第一、二投書で粉飾と指摘されたA社の各取引について、会計監査人による取引先全体に対する直接の売上債権の実在性の照会、各帳票類及び預金通帳の原本等を用いた取引の実在性に関する実証的な確認が適切になされていると認識していたことができる。

③会計監査人から、……預金については本社で実査した、売上債権について帳簿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。④ Y 自身も、第一投書を受領する前に取引先国内メーカー C 社・海外各一社を調査して販売実績を既に確認していたこと、⑤ 自主規制法人が第一投書を踏まえて売上債権の存在、売掛金の回収状況等につき預金通帳原本と照合する等して実査した際に Y も立ち会い、特に問題が指摘されなかったこと、⑥ 第一投書で指摘されている国内メーカー C 社の購買部長に対する巨額のストックオプションの付与の存在も確認できなかった、同社に対する売掛金は全額回収済みであるとの報告を受けたこと、⑦ 常勤監査役に数回にわたりヒアリングして A 社における監査役の業務態勢に問題がないことや取締役らの説明について裏付けを確認しており、「これらの一連の追加調査等の結果は、会計監査人の報告内容を一層裏付けるものであった」ので、「Y は、これらの事情を総合的に踏まえて、第一・第二投書に記載された巨額な粉飾の指摘は信憑性がなく、会計監査人の監査結果(無限定適正意見)に関する信頼性についての疑義が払拭されたと判断し、A 社との間で元引受契約を締結した。」これらの諸事情によれば、「Y の……判断は、合理的であり、Y は、一般の引受証券会社を基準として通常要求される注意義務を尽くしたものであって、会計監査人による監査結果

(無限定適正意見)を信頼することが許され、「相当な注意を用いた」ものと認められる。」

#### (5) 結論

「以上によれば、Y は、本件有価証券届出書のうち、財務計算部分(平成二〇年三月期及び平成二二年三月期の財務諸表)については、虚偽であることを知らなかったから金商法二一条二項三号により、同条一項四号の責任を負わず、それ以外の本件有価証券届出書の虚偽記載部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず本件有価証券届出書の虚偽記載を知ることができなかったものと認められるから、同条二項三号により、同条一項四号の責任を負わない。さらに、Y は、本件目論見書の虚偽記載について、相当な注意を用いたにもかかわらずその虚偽記載を知ることができなかったものと認められるから、同法一七条ただし書により、同条本文の責任を負わない。」

### 〔研究〕

#### 1 本裁判例の意義

本件は、重要な虚偽記載がある有価証券届出書をもとになされた株式の募集・売出しに応じて株式を取得した投資者による、取締役・監査役、主幹事証券会社をはじめとす

る元引受証券会社、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する損害賠償責任訴訟において、取締役・監査役の金融商品取引法（以下「金商法」、「法」という）二二条一項一号・二二条一項の免責の有無、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理論的にも実務的にも重要な裁判例である。紙幅の関係から本稿は、元引受証券会社の金商法二二条一項四号・一七条に係る責任を認めた原判決を本判決が覆して責任を否定した点に絞り、元引受証券会社の財務計算部分に関する審査義務に係る根拠条文（2）、審査義務の対象等（3）、元引受証券会社の責任に係る判断枠組み（4）、本事案へのあてはめ結果の妥当性（5）の順に検討する。

## 2 元引受証券会社の財務計算部分に関する審査義務に係る根拠条文

第一に、本判決は、金商法一九三条の二第一項の財務計算書類（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（以下「財務計算部分」という）とは、公認会計士等による監査証明の対象になった部分（本件有価

証券届出書では直近二年分）を指すと解して、財務計算部分について法二二条二項三号を適用するとともに、目論見書の使用者に対する法一七条の責任で補完されるとの規範を立てた点が注目される（II 1）。もつとも結論は、本件では相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったとして法一七条ただし書を適用して責任を否定。II 5）。

本判決が上記のような解釈を採用したのは、元引受証券会社の有価証券届出書等の虚偽記載に係る損害賠償責任に関する金商法二二条二項三号が採用している、虚偽記載が存在する部分が財務計算部分かそれ以外かで免責事由を区別し、財務計算部分は、虚偽記載を知らなかったことを証明すれば免責されるが、財務計算部分以外の部分は、相当な注意を用いたにもかかわらず虚偽記載を知らなかったことを証明しなければ免責されないとの規律をどのように合理的に説明するかに関する学説が関連している。

つまり、この規定振りでは、元引受証券会社は、財務計算部分に関しては、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）、免責される結論になりそうである（立案担当者は文言解釈どおりで問題はないとし（奥村光夫「企業内容開示制度の改正につ

いて」商事法務五五五号二、二二頁）、松尾直彦『金融商品取引法「第5版」』（商事法務、二〇一八）二一〇頁も同旨の解釈をする）。しかし、この文言解釈では、元引受証券会社に、財務計算部分を鶴呑みにし、調査しないほうがよいとのインセンティブを与えかねない。そこで、学説では、目論見書の使用者に過ぎない一般の証券会社が法一七条の責任を免れるためには目論見書の正確性について相当の注意を尽くすことを要するの、元引受証券会社が有価証券届出書の財務諸表の正確性につき注意を尽くすことなく免責されるのはアンバランスであり、その不合理性を解消するため、法一七条の帰結として元引受証券会社は相当地な注意義務を負うとする見解が提唱され、通説となつていく（河本一郎「証券取引法の基本問題―民事責任を中心として」神戸二一卷三・四号（一九七二）一一二、一三二、二二三、二三六頁、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、一九七二）一一二、一三四～一三五頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（1） 定義・情報開示』（金融財政事例研究会（二〇一一）二七八頁「加藤貴仁」、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ル』（商事法務、二〇一六）四四五頁「志谷匡

史」、山下友信⇨神田秀樹『金融商品取引法概説 第二版』（有斐閣、二〇一七）二二六頁「小出篤」等）。

もつとも一七条援用説とでもいふべき通説に対しては、①元引受証券会社も目論見書を使用するから法一七条に基づき注意義務を負うとの法律構成を採るのか、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（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、二〇一三）三六〇～三六一頁）、②法一七条を援用するとしても、同条の注意義務と法二一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一七条が意義を發揮することは期待できない（黒沼・前掲三五六、三六七頁）、③ライツ・オフア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批判がある（黒沼・前掲三六一頁）。

そこで、法二一条二項三号自体の解釈として、財務計算部分についても相当な注意義務を負うと解する見解が登場し（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、一九八六)五六四頁、近時は、元引受証券会社は、虚偽記載を疑わせる事情を知っているか容易に知り得べき場合には、相当な注意を払って財務計算部分を調査する義務を負担すると解する見解が主張されている(黒沼・前掲三五五、三六四、三六六頁以下、黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、二〇一六)二一六～二一七頁)。同見解は、法二二条二項三号の「記載が虚偽であり又は欠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、法二二条一項四号の損害賠償責任を免れないとする。

しかし、法二二条二項三号の適用範囲を制限する見解には、①「合理的な理由があった場合」と読み替えを行うことは、解釈論として無理がある(弥永真生・ジュリスト一五〇三号(二〇一七)三頁、小出篤・日本取引所グループ金融商品取引法研究会(二〇一七)二二頁「飯田秀絵発言」)。また、②同見解は、アメリカ連邦証券法一条とのアナロジーで法二二条二項三号の解釈を志向するが、法二一条二項三号は、(アメリカ連邦証券法一条と同様の要件を採用していた)昭和二三年証券取引法一九条五号とも文言に相違があること、現在の金商法二二条一項四号が昭

和四六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も整合性がとれず(戸本幸亮・筑波法政七〇号(二〇一七)一八一～一八三頁)、また、アメリカ連邦証券法一条(b)項(3)(A)～(C)は、法二二条二項三号と異なる構造であることからすると、法二二条二項三号をアメリカ連邦証券法一条とのアナロジーで解釈することは困難であるう。

本判決Ⅱ1は、目論見書等の使用者に対する金商法一七条の責任によつて補完されていると解されると説示し、通説を明示的に採用している。確かに、元引受証券会社も、目論見書の使用者として、有価証券の募集又は売出し等のために有価証券の発行者が作成する法一三条一項所定の目論見書を投資者に交付する義務を負い(法一五条一、二項)、目論見書を使用する者として、目論見書に虚偽記載がないかを相当な注意を用いて審査する義務を負担するとは解することはできる。また、ライツ・オフリングの事案ではなく、目論見書を作成し、使用されている本件に適用される限りでは、妥当な結論を導くことはできる。しかし、元引受証券会社に、目論見書の使用者としての法一七条の

注意義務がどの局面で、どのように適用されるかは、本判決 5 の結論に至る判示の中には明確に示されないままであり、結局、法一七条援用説に対する疑問は解消されていない。

法二一条二項三号の適用範囲を制限して元引受証券会社に財務計算部分を調査すべき義務を認めるべきであるが、その論拠は、上記有力説とは異なり、法二一条二項三号は、公認会計士等と元引受証券会社とがそれぞれが決められた役割分担を果たせば足りるという相互の役割分担への信頼が前提となった規定であり、その前提条件が満たされない場合、元引受証券会社自らが財務計算部分について調査義務を遂行しなければならないことに求めるべきである（4 で詳述する）。

### 3 審査義務の対象等

第二に、本判決は、審査義務の範囲を「公認会計士等の監査証明の対象になった部分」だけでなく、「会計審査を経た財務情報（財務諸表以外のものを含む）」にも広げる反面、審査を「公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情」の有無を調査することに絞る規範を立てている（II 2 (2)）。すなわち、財務情報に係る

審査義務の範囲については、学説では、「公認会計士等の監査証明の対象となった部分」に限定されているが、本判決 II 2 (2) は、金商法の引受審査義務の範囲を会社法の会計監査（会社法四三六条二項一号に基づく監査。会社法施行前は、株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律第二条に基づく監査）部分にも拡張し、その代わりに審査の視点・事情を特定している点が特徴的である。

これは、本件では、①直近二年分の財務諸表である平成二〇年三学期・二一年三学期の連結・単体財務諸表以外に、②平成一四年三学期～二一年三学期日の計算書類、③平成二二年三学期の第 1 及び第 2 四半期連結会計期間・連結累計会計期間の財務諸表、④平成一八年三学期・一九年三学期の財務諸表という、金商法の監査証明又は会社法の監査報告が存在する財務情報が存在し（もともと、上場準備に伴い、平成一四年三学期から同一九年三学期までの計算書類につき準金商法監査が行われていたとのことである。資料版商事法務三九六号一七八頁）、そのため、法二一条二項三号の適用範囲を「財務計算部分の数値そのもの」に限定して、それ以外の財務情報については法二一条二項三号の適用外としても、そのことから論理的に、②～④に法二一条一項四号が当然に適用されることにはならず、同条同

項同号を適用するためには、元引受証券会社の引受審査の対象を金商法の監査証明の対象だけでなく、会社法上の会計監査を経た財務情報も含める必要が生じることが関係している。

そこで、会社法上の会計監査を経た財務情報にも金商法の審査義務を及ぼすための論拠として、本判決は、(原判決の説示の引用部分であるが)「公的規制に準ずる効力」を有する日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則(平成四・五・一三)」(判旨の中でも略称されているが、以下「本件規則」という)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」を挙げている(II 2(1))。

この点、自主規制規則に過ぎない本件規則に「公的規制に準ずる効力」を認めると自主規制団体の活動の萎縮に繋がるのではないかとの懸念を示す見解もある(戸本・前掲一八六頁、小出・前掲一八〇頁「伊藤靖史・小出・石田眞得発言」)。しかしながら、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(金商法四〇条二号、金融商品取引業者に関する内閣府令一二三条一項四号)、公益的な存在であり、その引受審査は、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に重要な役割を果たしている(上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」(二)企業会計五六巻八号(二〇〇四)一二八頁)。そして、本件規則は、高い公益性(金商法目的)を担い、「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」においても重要性が確認されている(監督指針Ⅳ―3―2―2(1)①)、引受審査を規律する重要な規範であり、準政省令並みの権威と効力を有すると捉えるべきである(上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」(一)企業会計五六巻五号(二〇〇四)八二―八三頁)。本件規則を根拠とすることは、むしろ金商法の趣旨に沿っているというべきであろう。本件規則を論拠として、金商法の引受審査義務の範囲を会社法の会計監査部分にも認めた本判決II 2(1)は正当である。

もともと、本判決は、II 5(5)では、元引受証券会社が相当地な注意を用いたか否かを「本件有価証券届出書のうち」、「財務計算部分」の虚偽記載、「それ以外の本件有価証券届出書」の虚偽記載及び「本件目論見書」の虚偽記載に限定している。

有価証券届出書には最近五年事業年度に係る売上高等が記載されるため(企業開示府令第二号様式/記載上の注意(25) a、b、第二号の四様式/記載上の注意(11) b、

II 2 (2) で、会社法上の会計監査を経た財務情報に対しても金商法上の元引受証券会社の審査義務（調査を含む）を認めるという規範を示しながら、もともと有価証券届出書に含まれる財務情報の限度、すなわち、③平成二二年三月期の第 1 及び第 2 四半期連結会計期間・連結累計会計期間の財務諸表、④平成一八年三月期・一九年三月期の財務諸表及び②平成一四年三月期〜二一年三月期日の計算書類の一定範囲にとどまっているとも理解できる（原判決では、②についてもすべて審査対象とすべきであると判示していたと解されるのと対照的である）。

この問題は、有価証券報告書提出会社では、会社法の計算規則は、金商法の財務諸表規則が多く採用されている状況にあるが、さらに徹底して、財務諸表規則を会社法上の計算規則として位置付け、会社法上の会計監査・監査報告は金商法の監査・監査証明により置き換えられるべきではないかという、金商法と会社法の交錯（あるいは、いわゆる「公開会社法」構想）の問題の一つとして整理することもできる。開示・会計・監査というガバナンスに関わる基本的な法的インフラについて、金商法と会社法とは、各制度・規定が、ある部分では重複し、また、ある部分には間隙や合理的な説明がつけられないようなエンフォースメ

ントの違いが見られるなど、整合性がとれているとはいえない状態にあることが、本件のような金商法の損害賠償責任の有無を争点とする訴訟の解釈にも影響をもたらしているように考えられ、金商法と会社法の交錯のさらなる調整が要請される。

#### 4 元引受証券会社の判断枠組み

第三に、主幹事を含む元引受証券会社は、会計監査を経た財務情報（財務諸表以外のものを含む）の部分の審査を相当な注意を用いて審査したといえるかを判断するために本判決が採用した法的な判断枠組み（以下「本件判断枠組み」という）は法的にどう評価されるべきかであり、これが本稿で検討する中核的な論点である。

本件判断枠組みを整理すると、元引受証券会社は「公認会計士等による監査結果の信頼性に疑義を生じさせるような事情」の有無を調査・確認することが基本であり、当該事情が存在しないと確認した場合は、相当な注意を用いたことになる（II 2 (2) ①）。当該事情が判明したときは、一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意を用いて監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されたと合理的に判断できるか否かを確認するために必要な追加

調査を実施する(Ⅱ2(2)②)。追加調査で監査結果に関する信頼性の疑義が払拭されたら合理的に判断できる限りで、監査結果を信頼でき、相当な注意を用いたものと認められる(Ⅱ2(2)③)。そして、追加調査で疑義が払拭されたら合理的に判断できるか否かは、元引受契約を締結した時点における引受審査の全過程において元引受証券会社が認識した全ての事情を基礎として総合的に判断する(Ⅱ2(2)④)、と整理される。

本件判断枠組みをどう評価すべきか。同枠組みによれば、「一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意」を基準として、「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されるかにつき必要な追加調査を実施」すれば、元引受証券会社として相当な注意を用いたと認定されるため、元引受証券会社として何をなすべきかについての予測可能性が確保され、引受審査が過度に保守的になることや、費用対効果を考慮しない審査・調査は避けられる。また、粉飾決算が発覚した会社や役員等には殆ど資産がないことが多く、元引受証券会社が、損害を被った投資者から損失の補填を求める格好の標的として deep pocket とされるリスクを回避することにも資するであろう。しかしながら、本件判断枠組みには、二つの問題点があると考えられる。

第一の問題点は、本判決Ⅱ2(2)①②が、追加調査の対象を「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭され」と判断・確認するために必要な事項に限定している点だが、本件規則が「厳正な審査」を要求する趣旨を没却するのではないかという問題点である。

確かに、元引受証券会社の引受審査において、定型的に元引受証券会社に、企業会計と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ことは、①公認会計士等と異なり、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入れない外部者である元引受証券会社の立場を考えると困難であるし、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弊害も生じうるため、適切ではないと考えられる(平成二四年五月九日。引受審査に係る実務の合理化・効率化を図るために、社債市場の活性化に関する懇談会第一部会第六回会議以降の議論を経て、日本証券業協会が作成した「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」<sup>1)</sup>「I. はじめに」一一頁参照。以下「本件引受審査ガイドライン」という)。しかし、常に、元引受証券会社には公認会計士等の監査結果を信頼するか、信頼性に疑義がある場合追加調査によりその疑義が払拭できるか否かを見極め、

疑義が払拭できる場合に限り、監査結果に依拠するという帰結を採ることも早計であろう。

前記のとおり、元引受証券会社（金商法四〇条二号、金融商品取引業者に関する内閣府令一三三一条一項四号）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に重要な役割を果たしていることはいうまでもなく、その引受け審査の内容等は、かような引受審査の役割および準政省令並みの権威と効力を有すると捉えられる日本証券業協会の本件規則を踏まえて指定されるべきである。本件規則では、引受会員は、新規公開において行う株券の募集又は売出しに際して行う引受審査に関し、引受審査項目を列挙して、当該引受審査項目について「厳正な審査を行わなければならない。」と規定し、引受審査項目の一つに「財政状態及び経営成績」を定めている（一六条一項ホ）。そうだとすると、元引受証券会社に課す追加審査の対象を、本判決の説示のようにⅡ②(2)①②が示す範囲に限定することは、A社の「財政状態及び経営成績」につき「厳正な審査」を行うことを定める本件規則に背理する解釈として許されないのではなからうか。金商法二二条二項三号が、財務計算部分の免責事由を、それ以外の部分と異なり虚偽記載を知らなかったことを証

明すれば免責されるという規定を定めた趣旨に立ちかえること、金商法二二条は、企業会計・会計監査の専門家である公認会計士等と元引受証券会社等の複数の相互依存的なゲートキーパーが存在する場合、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最適に抑止をし、財務情報の正確性を担保することに資するかとの視点から（野田耕志「証券開示規制における引受証券会社の責任」『関俊彦先生古希記念 変革期の企業法』（商事法務、二〇一一）四八〇～四八四頁、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Ⅱ山下友信Ⅱ神田秀樹編『会社・金融・法（下）』（商事法務、二〇一三）三八一～三九五頁、黒沼・前掲二一七頁、藤林大地・金判一五三三号五頁）、元引受証券会社に對しては、財務情報部分について、通常は、企業会計及び会計監査の専門家である公認会計士等の監査結果を信頼して、引受審査業務を行えば足りることを保証することの前提で、制度が設計された条文と理解されるべきである。別の言い方をすれば、金商法二二条は、公認会計士等と引受審査を行う元引受証券会社とが各々異なる専門性や立場・権限にあることを所与の前提としてそれぞれが決められた役割分担を果たせば足りるという相互の役割分担への

信頼が前提となった規定と捉えることで説明することができる。

そうだとすると、元引受証券会社は、原則として、監査結果を信頼できるか否かに傾注して追加調査を行えば足りるとしても、公認会計士等の監査結果に関する信頼性についての疑義が極めて強い状況、すなわち質・量ともに重大な「粉飾を疑わせる事情」（危険信号：Red Flag）が存在し、かつ、相互の役割分担に対する信頼に疑義が生じている場合には、金商法二二条二項三号が前提とする、公認会計士等と元引受証券会社の相互依存の役割分担が果たされていないため、元引受証券会社は、公正な資本市場の担い手として、引受審査を通じて財務情報の正確性を担保する責務を果たすため、必要に応じて自らあるいは他の公認会計士・監査方針等の専門家を起用して有価証券届出書の正確性を調査する義務を履行することが求められる（公認会計士等の監査結果を信頼できるか否かの範囲の追加調査を行うにとどまらない）というべきであり、元引受証券会社は、公的規制に準ずる効力を有すると解される本件規則一六条一項ホが規定する「財政状態及び経営成績」について文字どおり「厳正な審査」を行うことが金商法二二条により要請されるといえる。

なお、本判決Ⅱ2(2)には「特段の事情がある場合を除き」という留保の文言がないため、上記のような危険信号が見られる局面でも通常どおりの調査を行えば足りるとする趣旨と理解されるが、このような趣旨だとすると、元引受証券会社の審査義務の基準・程度を緩めるに等しく、公認会計士等と元引受証券会社との間で合理的な役割分担の範囲を定めた金商法の趣旨に適用ものとはいえないように思われる。

そして、元引受証券会社が、有価証券届出書の正確性を、公認会計士等の監査とは別個に、直接確認する義務を負う局面では、調査確認の方法として、役員から聴取するだけではなく、実証的な方法である原資料の提供を受け、調査することが当然、求められる（野田・前四八四～四八五頁）。また、このように解することは、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の考え方も整合的と理解できる（加藤・前掲二七九頁）。

また、本判決のように、追加調査の対象を監査結果に関する信頼性についての疑義を払拭できる事情の有無に限定すると、次のような問題も惹起する。すなわち、クリストファー・チャプリス&ダニエル・シモンズの『錯覚の科学』（文藝春秋、二〇一一）に登場する「見えないゴリラ」

の実験で公に認知された事項であるが、人間が物事を認知するプロセスでは、自己の経験や背景などに基づいて情報を選択したり、自己の関心や期待などを反映させる「選択的認知」が働く。

元引受証券会社の審査部門の担当者が引受審査を行う場合にも、担当者には「選択的認知」が働くため、元引受証券会社の担当者が、監査結果の信頼性についての疑義を払拭できる事情を探す場合に、それにより疑義を払拭できるかという点にもつばら神経を集中させて調査すれば足りるとなると、意図的ではないとしても、監査結果の信頼性についての疑義を強めたり、粉飾の疑義を強める事情について、見落とししたり、過小評価する可能性が生じるとの弊害が懸念される。

第二の問題点は、追加調査における注意義務が、常に元引受証券会社として「通常要求される注意」に限られていることが適正かという点である。

質・量ともに著しい Red Flag が存在するような局面では、元引受証券会社は、「通常要求される注意」を基準とした調査では足りず、粉飾が実際に行われているのではないかとの懐疑心を高め、原判決が判示していた「高度の注意義務」を負担する、あるいは、Red Flag の切迫性・現

実性に応じて懐疑心を發揮すべきとの注意義務が指定され、そのような注意義務に基づく調査義務を果たすことこそが引受審査を担う元引受証券会社には期待されているとすべきである。

会計プロフェッション側での注意義務の措定のあり方を見ると、平成二三年にわが国資本市場の信頼を損なうような会計不祥事・経営者不正が起きたことを契機に、監査の有効性を高める処方箋として設定された、不正リスクにフォーカスした監査基準の改訂および「監査における不正リスク対応基準」(以下「不正リスク対応基準」という)が(本件の不祥事後ではあるが)平成二六年四月一日以降に始まる事業年度から適用されている。

不正リスク対応基準が適用される現状では、質・量ともに著しい Red Flag がある「不正による重要な虚偽の表示を示唆する状況」に関わる事情が存在し、不正リスクが高い可能性のある局面では、公認会計士・監査人は、監査モードを切り替えて、監査証拠の評価や、経営者に対する質問、追加的監査手続の実施等、それまでの実証主義的手続から反証主義に軸足を置いた監査手続への実施にシフトすることを求められる。

不正リスク対応基準は、金商法監査の下で作成される監

査報告書が準拠すべき「一般に公正妥当と認められる監査に関する基準」（法一九三条の二・第一、五項、財務諸表等の監査証明に関する内閣府令三条二項、三項）に該当し、不正リスク対応基準は、監査証明府令に包括委任されているとはいえ、金商法という法令に根拠を有する規範（法的ルール）である。したがって、「不正による重要な虚偽の表示を示唆する状況」に関わる事情が存在し、不正リスクが高い可能性のある局面では、監査人は、不正リスク対応基準の要求に従って監査を実施することが法的に義務付けられ、それに従った監査を行わなければ金商法違反となり、法二一条一項三号の損害賠償責任を免れない。不正リスク対応基準の適用は、公認会計士・監査人等に対し、監査実務のあり方に変化をもたらしつつある。

公認会計士・監査人の監査実務と同様、元引受証券会社の引受審査のあり方も、不正リスクの程度に即応して変化が求められることは当然であり、元引受証券会社の注意義務の水準は、常に「通常要求される注意」に固定されるものではなく、Red Flagの程度に応じて、原判決が説示するような「高度の注意義務」のレベルにせり上がり、あるいはRed Flagの切迫性・現実性に応じて懐疑心を発揮した注意義務が措定されうると解することがゲートキーパー

である元引受証券会社に期待されているというべきではなかろうか。

以上のように考えてくると、本件判断枠組みは元引受証券会社による引受審査が十全の機能を発揮するためには必ずしも適正な判断枠組みとはいえず、むしろ、「通常の審査とは異なる方法により」、粉飾を疑わせる事情について疑義を打ち消すだけの十分な審査を行う注意義務を負うとする原判決の判断枠組みのほうが、同じくゲートキーパーとされる公認会計士等が不正リスク対応基準をはじめとする監査基準等で求められる行動準則とも整合・調和しており、優れていると評価される。

## 5 本事実での本件判断枠組みに基づく判断の相当性

第四に、会計監査人の監査結果の信頼性に対する疑義が払拭されたとして、Yが相当な注意を用いたにもかかわらず虚偽記載を知ることができなかつたとの結論（本判決Ⅱ5(4)(5)）は相当といえるか。

金商法二一条二項が規定する「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」が争点となった裁判例（本件以外には取締役・監査役等の損害賠償責任が争われた裁判例）の集積は必ずしも十分ではなく、「相当な注意

を用いた」に関する判断プロセスも必ずしも明確になつているとはいえないが、「相当な注意を用いた」という文言は規範的概念であるから、評価根拠事実と評価障害事実を考慮して総合的に判断することが求められる。

II 5(3)(イ) a s e、(4)①②の各事情のとおり、Yは、「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭される」か否かを、慎重に検討したように見え(本件粉飾後に整理された、本件引受審査ガイドライン「II 引受審査における具体的留意事項」の「I 疑わしい事象を発見した際の対応」に沿った対応とも評価できる)、主幹事・元引受証券会社として、相当な注意を用いて引受審査(追加調査を含む)を行ったとの評価もあながち不当とはいえないようにも思われる。

しかし、Yが、本件に表われていたRed Flagの質的・量的な重大性を考慮した上で、「一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意」を基準として、「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されるかにつき必要な追加調査を実施」すれば、「追加調査の結果、監査結果に関する信頼性の疑義が払拭された」と合理的に判断できないとの結論に至った可能性も十分あったのではないかと考えられる。様々なRed Flagのうち(3)では、II 4④

(売上債権回転期間の大幅な増加)を例に説明したい。

Yの審査担当者は、A社の財務状況について同業他社である東京エレクトロン等の財務諸表と比較して財務分析を行い、同業他社の平成一九年三ヶ月の売上債権回転期間が概ね五か月以下で、東京エレクトロンは約二・二か月であるのに、A社は二二か月を超えていること(二二・八か月)を認識し、事業規模・ビジネスモデルに大きな差異があるとしても、A社の売上債権回転期間が東京エレクトロンより大幅に長期化していることについて慎重に審査すべきと考え(資料版商事法務三九六号二一四、二三九頁)、A社に対する質問、役員に対するヒアリングにより、半導体製造装置業界では、初号機販売の場合はプロセス・インテグレーションと呼ばれる長期間のプロセス調整作業が必ず要となり、A社は新規参入企業として各取引先に初号機を販売している段階であり、プロセス・インテグレーションが長期間に及ぶ上、新興勢力のため取引先に早期の検取を強く要求できないのが現実であり、その説明は特に不自然ではないと判断した(資料版商事法務三九六号二四〇頁)。ところが、A社は平成二〇年三ヶ月以降はリビート機(増設生産ライン向けに納入する装置)の販売割合が見込まれるため、売上債権回転期間は減少する旨を説明・報告して

いたにもかかわらず、実際には、平成二〇年三月期以降も、A社の売上債権回転期間は短縮されるどころか、長期化の一途を辿っていたようであり（資料版商事法務三九六号一八五頁。ただし、Xの主張整理の箇所での記載であり、平成二〇年三月期、同二一年三月期の具体的な売上債権回転期間は不明）、II 4④の合理的な説明は既に破綻していた。

「一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意」を基準として、「監査結果に関する信頼性についての疑義が払拭されるかにつき必要な追加調査を実施」という本件判断枠組みを前提としても、これでは監査結果に関する信頼性についての疑義は払拭されたとはいえないはずである。

しかしながら、Yは、当初、売上債権回転期間がきわめて長期であることを気にしていたにもかかわらず、追加調査を実施した段階で、平成二〇年三月以後、A社の説明が破綻している状況に特に留意を払っていない（看過していたのではないかと推認される）。

II 4⑤（営業キャッシュフローの継続的な赤字）について、平成一五年三月期から平成二一年三月期まで継続的に赤字であり、同業他社のキャッシュフローと比較してA社だけが一貫して赤字が続いていたことや、II 4⑥（生産能

力の不足等）について急激に売上高が増加しているにもかかわらず、平成二一年三月期における設備投資額がわずかに八〇〇万円足らずであり、決算書類に記載された売上を得ることが不可能であることなど、その他のRed Flagについても、追加調査の時点でA社が合理的な説明を果たせなかったことは明白である。

以上のように、当初、「合理的な説明が可能」であったII 4④⑥について合理的な説明は、引受審査の時点では、破綻している客観的な状況にあったことは明らかであり、A社との間で元引受契約を締結したYは、相当な注意を用いたとはいえないと認められるべきである。

このようなRed Flagの質的・量的な重大性の疑義を払拭することが困難であり、Yの検討プロセスだけに傾注して、監査結果に関する信頼性の疑義が払拭された合理的に判断できるとの本判決の認定はバランスを失っており、疑問である。

〔付記〕 脱稿後に和田宗久「本判決判批」法律のひろば二〇一八年九月号六三頁に接した。