

【論文】

金融商品取引法における「相当な注意」の考察
—シニアコミュニケーション事件等の有価証券報告書の虚偽記載判例，ならびにコーポレート・ガバナンス・コードの実践，英国法における不実開示責任と市場の詐欺理論などを踏まえて—

Consideration of Performance of Duty of Due Care
in Financial Instruments and Exchange Act
—Based on the Judicial Precedents, Concerning such
as Misrepresentation on Senior Communication Case,
Practice of Corporate Governance Code, Responsibility
of Fraudulent Disclosure and Fraud
on the Market Theory in English Law—

藤川 信夫
Fujikawa Nobuo

目次

序章—問題意識—

- 第一章 会社法，金融商品取引法における不実開示についての損害賠償責任の構造
- 第二章 発行会社の役員としての株式会社の取締役が担う相当な注意—金商法上の責任（24条の4，22条，21条）と会社法429条2項の責任の対比—
- 第三章 株式会社の取締役が担う相当な注意にかかる裁判例—シニアコミュニケーション事件判決—
- 第四章 シニアコミュニケーション事件判決における「相当の注意」の考察—内部統制の不備と注意義務，コーポレート・ガバナンス・コード—
- 第五章 英国コモンローならびに制定法における不実開示の対処，市場に対する詐欺理論
- 第六章 日本法への示唆ならびにシニアコミュニケーション事件の敷衍

（要旨）

本稿は，シニアコミュニケーション事件の有価証券報告書等の虚偽記載など近時の判例を検討し，金融商品取引法における「相当な注意」の考察を進める。コーポレート・ガバナンス・

コードの実践、英国法における不実開示責任も踏まえて、包括的な検討を行っている。英国法は不実の流通開示に関する問題について、民事責任の範囲を拡大しつつも個人である取締役等の民事責任により最終的な解決を図ることには消極的とみられる。我が国では判例の流れとしては、かかる個人責任追及の限定の流れに沿っているともいえるが、上場会社における新たな動きとしてコーポレート・ガバナンス・コードによる役員の説明責任拡大もあり、交錯局面にあると考えられる。今後のソフトローとハードローミックスによる判例あるいは実務の変容が注視される。

序章 一 問題意識

本稿では、株主に対する情報開示に関する会社法と金融商品取引法の民事責任規制の大きな枠組みの問題意識の下で、金融商品取引法における「相当な注意」に関し、近時の裁判例の検討等を通して考察を進める。日本版コーポレート・ガバナンス・コードの導入・実践による影響、英国における不実表示と民事責任の範囲拡大ならびに市場に対する詐欺理論など比較法的視点も交え、包括的に検討を深めたい。

第一章 会社法、金融商品取引法における不実開示についての損害賠償責任の構造

1. 株主に対する情報開示に関する会社法と金融商品取引法の民事責任規制のスキーム

会社法は株主、債権者等のステイクホルダー間の利害調整を行うことを主旨とし、他方金融商品取引法は資本市場の適正性確保のための規制であり、株主・投資者保護を主旨とする。株主に対する情報開示に関して、上場会社ならびにその役員が担う責任を会社法と金融商品取引法に分けて整理すると以下の通りとなる¹⁾。

2. 上場会社の責任

(1) 会社法上の会社の責任

上場会社が負う会社法上の責任に関し、先ず会社の責任としては代表取締役その他の代表者がその職務を行う行為について第三者に対する損害賠償責任が規定される（会社法350条）。代表者の任務懈怠行為を通じて会社が株主に対して責任を負うことになる²⁾。

任務懈怠の有無について最高裁が初めて内部統制システム構築義務について触れた判例として日本システム技術事件（最高裁平成21年7月9日判決・判例時報2055号147頁）がある。最高裁は内部統制システムを構築することと実際に機能させることを別異に考えているように思料される。最高裁は、①事業部門と財務部門の分離、②別部署による注文書、検収書のチェック、検収確認、③監査法人が売掛金残高確認書を取引先に直接郵送し確認する体制をとっていたことから、「通常想定される架空売上の計上等の不正行為を防止しうる程度の管理体制は整えていた」、また過去に同様の不正行為が存在したなど「本件不正行為の発生を予見すべきであったという特別な事情も見当たらない」とした。内部統制を機能させていたかの点について、④売掛金回収遅延の説明が合理的であった、⑤販売会社との間で過去に紛争が生じたこともなかった、⑥監査法人も適正意見表明をしていたことから「財務部におけるリスク管理体制が機能していなかったということはできない」とした。

判例では、一般的な基準としてではないが、内部統制の構築に関して、①原則として、通常想定される不正行為を防止しうる程度の管理体制を構築していれば取締役は注意義務を尽くしたことになる。②例外として、過去に同様の不正があったなど当該不正行為の発生を予見すべきといえる特別な事情があれば当該不正行為の発生を防止しうる程度の体制を構築しなければならないという基準が窺える。

現にある内部統制を機能させていたかの点について、販売会社との紛争がなかったことなどそもそも不審な兆候がなく、あるいは長期の売掛金の未収など不審な兆候はあっても担当者が合理的な説明をしていれば不正を発見できなくても内部統制を機能させていなかったことにはならないとする。

監査法人の適正意見があったことも任務懈怠を否定する1つの事情として挙げられている。もっとも監査法人に監査を依頼しても取締役が社内の不正防止に無関心であってはならず、取締役の内部統制システム構築義務自体を否定する事情として指摘したのであれば疑問が呈されよう³⁾。監査法人の適正意見があったことについては、シニアコミュニケーション事件事案（本件）と共通性がある。本件では組上にのぼっていないが、監査法人自体の責任追及も論点となるところであろう。

(2) 金融商品取引法上の会社の責任

金商法上の責任有価証券報告書の虚偽記載がなされればそのみで会社の責任が生じる（金商法21条の2）。即ち、有価証券報告書（内部統制報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書等も同様）に「重要な虚偽記載」があれば、一定の範囲内の提訴権のある株主（虚偽記載の1年以内に株式を取得した株主）に対する損害賠償責任を負う。無過失責任であり、因果関係と損害額が推定される。訴訟における争点は、重要な虚偽記載と損害額の反証となる。

3. 役員の責任

(1) 会社法上の役員の責任

役員等は第三者に対して一般的な監督責任を担う（会社法429条1項）。当該計算書類が不正確であることに関しては、一般的な監督義務など会社に対する任務懈怠について重過失がない限り、法的責任は負わず、重過失、損害の因果関係の立証責任は株主側にある。

虚偽記載があった場合、当該計算書類を作った役員等は過失責任を負い（会社法429条2項）、対象は一定の計算書類など法429条2項に列挙されるものに限定される。即ち、取締役等の行為を問題としている。

(2) 金融商品取引法上の役員の責任

虚偽記載があったかどうかを問題とし、責任を負う会社役員は当該有価証券報告書の提出の時ににおける役員である（金商法21条の2第1項）。記載が虚偽でありまたは欠けていることを知らず、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ことを役員側が立証できた場合においてのみ免責される（21条の2第2項）。いかなる場合に免責されるか、相当な注意の解釈の問題が生じる。即ち虚偽記載の有無を問題とし、次に取締役として知らなかったか、知らなかったことについて過失がなかった（相当の注意を払った）かどうかというスキームとなっている。

日本技術システム最高裁判決をみると、適切な内部統制が整備され、運用されていたかどうかにより、会社および会社役員が流通市場の一定の株主に対して損害補填を行うかを決め、因果関係として記載が虚偽でありまたは欠けていることにより生じた損害に対する責任を認める。当該役員の行為あるいは怠った場合の不作为義務と因果関係のある損害ではない。

4. 虚偽記載の内容

虚偽記載の内容として2種類があり、(a)

架空売上や経費の除外等の事実の虚偽、(b) 会計基準違反に分かれる。(a) では、本来売上げに計上できない資本取引を売上に計上した事案(ライブドア事件)、不良債権として査定してどの程度の償却・引当をするかに関わる事案(日本長期信用銀行事件)⁴⁾、連結の範囲に関わる事案(日興コーディアルグループの課徴金納付命令事件)⁵⁾などがある⁶⁾。

(b) では、事実において虚偽がなく、会計基準に違反した場合、重要事項の虚偽記載に当たり得る。会計基準違反についての認識を欠いていたことについて過失の有無が問題となる(野村証券損失補填株主代表訴訟上告審判決)⁷⁾。

第二章 発行会社の役員としての株式会社の取締役が担う相当な注意—金商法上の責任(24条の4, 22条, 21条)と会社法429条2項の責任の対比—

不実開示に関する発行会社の責任に関する議論については、発行市場、流通市場に分け、会社法上の責任、金商法上の責任の視点から無過失責任などを中心に考察がなされる⁸⁾。ここでは発行会社の役員としての責任について、会社法429条2項の責任の比較を行いつつ検討したい。

1. 会社法429条2項1号の責任

株主に対する情報開示、虚偽記載に関して上場会社、その役員が担う責任については、会社法上の責任、金商法上の責任の観点から4つに分けて考察を進めることになる。そのどれも大きなテーマであり、判例・学説の蓄積もなされてきているが、後掲シニアコミュニケーション事件の検討を念頭に金商法上の責任(24条の4, 22条, 21条)と会社法429条2項の責任の対比に焦点を絞り、考察を進めていきたい。

会社法429条2項1号は、取締役または

執行役が、株式、新株予約権、社債もしくは新株予約権付社債を引き受ける者の募集をする際に通知しなければならない重要な事項について虚偽の通知をし、もしくは当該募集のための当該株式会社の事業その他の事項に関する説明に用いた資料に虚偽の記載・記録をした場合(1号イ)、または、計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書並びに臨時計算書類に記載・記録すべき重要な事項についての虚偽の記載・記録をした場合(1号ロ、これについては会計参与も含む。同号ハ、ニ省略)、当該取締役・執行役は、これにより第三者が被った損害を賠償する責任を負うと規定している。ただし、取締役・執行役が、当該行為(虚偽の通知・記載・記録)をするについて注意を怠らなかつたことを証明したときは責任を免れる。

会社法429条1項の責任と比較し、軽過失も責任を負い、過失の立証責任が転換されている点で取締役等の責任の強化が図られている。金商法における開示書類の虚偽記載に関する民事責任と同様に、法定の情報開示の重要性、虚偽の場合の危険性を考慮したものである。

会社法429条2項の解釈について、金商法の不実開示に関する民事責任規定に参考とすべき点が多いとされている。会社法429条2項の責任は、昭和25年商法改正時に追加されたが、改正時の規定には主観的要件に関する定めがなく、不実開示の責任は無過失責任とする見解が多数説であったが、証取法の不実開示に関する役員等の民事責任の対比から立証責任の転換された過失責任とする見解も有力であった。昭和56年改正では、後者の見解を採用して不実開示の取締役等の責任を過失責任とし、挙証責任を転換することとしている。

昭和56年改正前の旧商法266条の3に関する裁判例をみると、無過失責任であることを念頭に置いたからか、適用対象を実際に計

算書類等を信頼して会社と取引をした者、市場で株式や社債を購入した者に限るとするものがある⁹⁾。

計算書類等の開示書類は様々な媒体を通して情報が広く伝えられるものであり、直接書類を信頼した者のみに保護対象を限ることは適切ではないといえる。このため、その後の裁判例では直接計算書類を見るのではないが、これを基に作成された興信所の調査報告書等の記載を信頼した者も会社法 429 条 2 項の適用対象にすることとなった¹⁰⁾。

このように開示書類の性質から当該書類事態を信頼したのではない者にも保護対象を拡大することは、計算書類等の虚偽記載と第三者の損害の因果関係を柔軟に認定することを意味することになり、会社法 429 条 2 項の責任規定と金商法上の不実開示の民事責任規定との類似性が強まったといえる。もっとも、会社法 429 条 2 項は市場で取引される有価証券の取得のみを対象とするものではない¹¹⁾。

2. 責任主体

次に責任主体についてみると、金商法 21 条、22 条および 24 条の 4 において虚偽記載等について責任を負うのは虚偽記載等のある有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書の提出（目論見書の場合は作成）時における役員である。この場合、役員は取締役、会計参与、監査役、執行役またはこれらに準ずる者である（金商法 21 条 1 項 1 号）¹²⁾。

当該虚偽記載等にかなるに関与を行ったかは問われない。責任主体を広くして被害者の救済を厚くすること、多くの関係者が虚偽記載等をなくすことに注意を尽くすことにより、開示が適正に行われることを確保することを狙いとしている¹³⁾。

一方、会社法 429 条 2 項の責任主体は、虚偽の通知または虚偽の記載・記録を行った取締役・執行役である。会社法ではみなし行

為者規定¹⁴⁾が削除され、会社法 429 条 2 項 1 号の責任主体は書類の虚偽記載等を実行した取締役・執行役のみとなっている。

計算書類についてみると、通常は代表取締役および計算書類作成に関する業務を担当する取締役が虚偽記載の実行行為者となり、実行行為者以外の取締役に対しては会社法 429 条 2 項の適用はない。このため、第三者がかかる取締役の責任を追及する場合、会社法 429 条 1 項によることになり、取締役の会社に対する監視義務違反として、任務懈怠および悪意・重過失を第三者が証明しなければならない。

会社法制定により、金商法と会社法 429 条 2 項の間に責任主体の範囲に大きな相違が生じ、金商法の責任規制の対象とならない投資者¹⁵⁾については不法行為責任追及、会社法 429 条 2 項による保護が期待されるが、会社法 429 条 2 項の責任主体の範囲は金商法に比して狭いことになる。

3. 過失の対象—会社法上の注意義務と金商法上の相当の注意の相違—

開示書類の虚偽記載等がある場合における役員への責任は金商法 21 条、22 条および 24 条の 4、会社法 429 条 2 項も立証責任が転換された過失責任となっている。役員が責任を免れるために、金商法上の相当の注意として、具体的に何について注意を怠らなかったことを証明しなければならないのが問題となる。

金商法 21 条 2 項 1 号の規定は 22 条 2 項で準用され、また 22 条の規定が 24 条の 4 で準用され、金商法における不実開示責任規定において役員が自己の主観的態様について証明すべきことは、何れも虚偽記載等を知らず、かつ相当の注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことである。役員が相当の注意をしたかは、各人の地位・職責に応じて判断される。監視義務との関連では、

役員は虚偽記載等を知っていた場合、あるいは相当の注意をすれば知ることができた場合には、虚偽記載等の是正のために担当業務を執行する取締役に対して働きかけ、監視義務を果たしたとしても、これを証明して責任を免れることはできない。提出される有価証券報告書に虚偽記載等があることを知っている者は提出前に役員を辞任するか、自ら虚偽記載を公表するなどの対応をしない場合には責任を負うことになる。金商法の規定が、虚偽記載等と投資者の損害の間の因果関係のみを問題とし、役員の見視・監督義務の不履行と損害の因果関係は問題にしないことの帰結である。

他方、会社法 429 条 2 項においては、取締役等は当該行為をすることについて注意を怠らなかったことを証明することにより責任を免れる。即ち、取締役の行為を問題とする。計算書類作成に係る職務を行う取締役が複数いる場合、下位の取締役が虚偽記載に気付く、上位の取締役に対して是正をさせるために相当の措置を講じたにも関わらず、計算書類の開示を阻止できなかった場合、その者は計算書類の虚偽記載は知っていたが、行為をするについて注意を怠らなかったものとして責任を免れる可能性がある。

しかしながら、金商法 21 条等の下で役員が責任を免れるためには、役員が実際に注意を尽くしたことが必要であり、相当な注意を尽くさなかった者が注意を尽くしたとしても虚偽記載等を知ることができなかったことを証明しても免責はされない。開示書類の作成について、役員に実際に注意を尽くさせることにより記載の正確性を確保する立法趣旨による。また因果関係は虚偽記載等と損害の間で問題になり、役員の見視義務との間で問題になるのではない。

西武鉄道事件（東京地判平成 20 年 4 月 24 日判時 2003 号 10 頁）では、取締役が相当な注意を用いたとしても当該虚偽記載を知る

ことができなかったものとして、免責事由の存在を認めるのが相当であると判示しているが、実際に注意を尽くしていないことを前提にするのであれば疑問である旨が示される¹⁶⁾。かかる論点は、後掲するシニアコミュニケーション事件における Y5 に関しても当てはまるのではないか。西武鉄道事件との類似性として情報が遮断されており、責任を免れるためには Y5 が実際に注意を尽くしたことが必要であり、それが非関与・出席取締役において実際の線引きはどうなるのか、検討が必要となろう。

会社法 429 条 1 項の責任追及においては、注意を尽くしても結果が変わらなかったといえる場合には役員が責任を負わないとされる事例が散見される。これは任務懈怠と損害の因果関係が問題になるからである。他方、会社法 429 条 2 項 1 号の責任は虚偽通知・虚偽記載行為と損害の因果関係が問題となるのであり、役員の見視義務違反と損害の因果関係が問題となるのではない。このため金商法と同様に実際に注意を尽くしていない役員が、注意を尽くしても虚偽記載行為を阻止できなかったことを証明したとした場合も免責されないと解される¹⁷⁾。

金商法上の不実開示に関する役員の見視義務は主体の範囲が広く、虚偽記載等を知っていること、または知らないことに過失があることのみにより、主観的要件を充足することになる。この点で、役員の見視義務は会社法上の責任よりも厳しいといえる¹⁸⁾。

第三章 株式会社の取締役が担う相当な注意にかかる裁判例—シニアコミュニケーション事件判決—

1. シニアコミュニケーション事件の概要ならびに判旨

かかる全体構造の中で、株式会社の取締役が担う相当な注意にかかる裁判例の考察を

めたい。主に有価証券報告書等の虚偽記載等に関して非財務担当の取締役に「相当な注意」の履行が認められた事例としてシニアコミュニケーション事件（東京地判平成25年2月22日・判例タイムズ1406号306頁）を採り上げ、関連する裁判例との比較検討を行うものとする。

(1) 事案の概要

本件は、Xが、東京証券取引所に上場されていた株式会社A（株式会社シニアコミュニケーション）の株式を購入したところ、同社が有価証券報告書等に架空の売上げを計上するなどの虚偽記載をしていたことが発覚してその株価が大幅に下落し、損失を被ったとしてY1に対して、金融証券取引法（金商法）21条の2、民法709条、719条・会社法350条に基づく各責任を追及し、またAの取締役であったY2～Y5に対して、金商法24条の4、21条1項1号、22条1項、民法709条、719条・会社法429条に基づく各責任を追及した事案である。

(2) 判旨

① A社では各取締役の間で職務の分担がされており、財務に関する事項は、専らこれに関する専門的な知識、経験を有するY2やY4に委ねられていたこと、② Y5は、現場の実務を担当して財務に直接携わっていなかったこと、③ Y5は、ほぼ毎回取締役会に出席し、取締役会に提出される会計に係る報告書類に目を通していたが、④これらの書類は、いずれも創業者被告らにより証憑を偽造するなどして巧妙に虚偽記載が含まれることを判別できないようにされていた上、監査法人の無限定適正意見の付されたものであったこと、⑤創業者被告らは、不正な会計処理をするに当たりY5を謀議から排除し、Y5がこれに気付かないように秘密裏にことを進めていたことに照らすと、Y5は本件虚偽記載等について知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず知るができなかったもの

と認めるのが相当である。

2. 株式会社の取締役が担う相当な注意とシニアコミュニケーション事件判決

(1) 本判決の意義ないし位置付け

シニアコミュニケーション事件（以下、本判決）に関する考察を進めたい。本判決は、有価証券報告書等の虚偽記載等に関して、財務事項に直接関与していなかった業務執行取締役について、虚偽記載等を「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」という免責事由の存在を認めたものである。取締役に関する同免責事由の存否はこれまでライブドア事件やアーバンコーポレーション事件等で問題となったが、「相当な注意」の意義は判決において比較的厳格に解釈されている。これに対して本判決は、一般論としては述べていないが、比較的緩やかな免責を認めているようにも考察できるため、本判決の意義ないし位置付けが問題になる。

そこで株式会社の取締役が担う相当な注意について整理し、従来の裁判所における非財務担当取締役に関する判断を確認し、本判決の位置付けを検討する。その上で本判決における「相当な注意」の理解を深め、本判決に対する若干の評価を行う。

(2) 株式会社の取締役が担う相当な注意

株式会社の取締役が担う相当な注意について、改めて整理を図りたい。

(イ) 会社の役員の実務について

株式会社の財務書類に虚偽または不実記載がなされた場合に、この会社の役員は、株主、投資家に対する関係のみをみても、主として金商法の虚偽記載の責任のほか、民法上の不法行為責任と会社法の対第三者責任の3種の責任を問われる可能性が生じることになる。かかる3種の責任について分析を行う¹⁹⁾。

(ロ) 会社法と金融商品取引法の各々が保護するもの

金商法では、同法第1条で「国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」と規定されており、投資家保護がその大きな柱の1つとなっている。金商法における損害賠償は投資家が直接被る損害を念頭に置いていると考察できる。

会社法は、会社をめぐる利害関係者の調整を図るが、株式会社であれば、株式株主の利益あるいは会社債権者の方が重視され、会社関係者の私的利益の調整を主に意図するものと考察できる。

即ち、金商法は金融資本市場の健全な発展を目的とするが、これに対して会社法は中立的に利害調整を行い、金商法においては、会社株主全体の利益や企業価値向上よりも投資家の利益が優先することになる。

(ハ) 金融商品取引法の責任と民法上の不法行為責任

流通市場における虚偽開示について、発行会社の責任を追及する場合には不法行為責任ではなく、金商法21条に基づいて発行会社の責任が追及される。

金商法の損害賠償について損害回復は手段であって、市場の機能を保護するのが目的である。金商法が損害賠償責任により保護せんとするものは、民法と同様の投資者の自己決定権の侵害、投資者の私的利益保護でなく、価格形成機能を目的としたものと考えられる。

(ニ) 役員の実任の要件

会社法429条2項によれば、取締役、執行役は計算書類、事業報告、附属明細書、臨時計算書の重要事項に係る虚偽記載等について、役員(取締役、会計参与、監査役若しくは執行役またはこれらに準ずる者)が虚偽記載した場合に、当該行為をすることについて注意を怠らなかつたことを証明したときを除き、当該役員はこれによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うことと規定されている。

金商法21条の2第1項2項によれば、有

価証券報告書等のうち重要な事項について虚偽記載があるか、あるいは重要な事項が欠けている場合に、提出時における役員が虚偽であり、また欠けていることを知らず、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つたことを証明する場合を除き、有価証券取得者に対し損害賠償責任を負うとされている。

(ホ) 相当な注意

金商法による役員の実任の要件の中に、上記の相当な注意を用いたにもかかわらず、有価証券報告書等のうち、虚偽記載について知ることができなかつた場合においては、損害賠償責任を負わないと規定されている。この相当な注意が適用される条件について検討を進める。

第四章 シニアコミュニケーション事件判決における「相当の注意」の考察—内部統制の不備と注意義務、コーポレート・ガバナンス・コード—

1. 本判決における「相当の注意」の意義

シニアコミュニケーション事件判決(本判決)は、有価証券報告書等の虚偽記載等に関して、財務事項に直接的に関与していなかつた業務執行取締役について、虚偽記載等を「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つた」という免責事由の存在を認めたものである。取締役に関する同免責事由の存否はこれまで、ライブドア事件やアーバンコーポレーション事件等で問題となったが、「相当な注意」の意義は判決において比較的厳格に解釈されている。これに対して本判決は、一般論としては述べていないが、比較的緩やかな免責を認めているよう考察できるため、本判決の意義ないし位置付けが問題になる。そこで株式会社の取締役が担う相当な注意について検討し、従来の裁判所における非財務担当取締役に関する

判断を確認し、本判決の位置付けを検討した上で、本判決における「相当な注意」の理解を検討する。更に本判決に対する若干の評価を行う。

第1に、「相当な注意」の基本的意義は、ライブドア事件およびアーバンコーポレーション事件共に、当該取締役の地位や役割等に応じて検討されるとしており、本判決もこれらに沿う判断である。第2に、「相当な注意」の具体的意義について、記載の正確性に疑念を抱くべき事情の不存在という類似性という点で、ライブドア事件の地裁判決が比較対象となる。同判決では、取締役として用いるべき最低限の「相当の注意」はその者の担当や地位にかかわらず一定のものであり、単に与えられた情報を基に有価証券報告書の正確性を判断しているだけでは最低限の「相当の注意」を用いたことにはならないと判断しているところ、本判決は、取締役会に出席して与えられた情報を通覧していたことしか認定していないにも関わらず「相当な注意」を用いたと認めたため、その意義を緩やかに解釈した判断と位置付けることもできる。

本判決は、取締役らが虚偽記載等の処理を他の特定の取締役に気づかれないように秘密裏に行っていたという点が、ライブドア事件やアーバンコーポレーション事件と異なっており、そうした中で財務事項の担当者と非担当者との認識し得る情報等が異なり、予見可能性も異なるため、「相当の注意」の程度も異なると考えられることから、本判決の結論は妥当と解される。しかしながら、旧証取法24条の4が22条を通じて準用する21条は、有価証券報告書の作成に参与していると否とを問わず、相当の注意を払わせて、開示の正確性を確保しようとするものである²⁰⁾。

本件のように取締役会に出席して与えられた情報を通覧していたことしか認定していないにも関わらず「相当な注意」を用いたと認められたことは、旧証取法21条の意義とは

整合性を欠くようにも思われる。開示書類の作成・提出という自己が直接関与しない職務に関して他の取締役を信頼し、与えられた書類のみの確認で「相当な注意」を用いたと認められ、また旧証取法21条がより担保されるためには、内部統制システムの構築・適切な運営が必須であり、シニアコミュニケーション事件における内部統制システムに対する被告Y5の信頼の合理性について、更なる検討が必要となる。

2. 本判決の構造と内部統制

(1) 対象となる報告書類

Xは、金商法24条の2、21条1項1号、22条1項に基づく責任を追及しているところ、Y5においては、有価証券報告書および有価証券届出書に本件虚偽記載等が存在することを知らず、かつ相当な注意を用いたが本件虚偽記載等の存在を知ることができなかったことの立証が必要となる。本判決は右に係る立証を認めたが、一般論を展開せず考慮要素を直接指摘しているため、本判決における「相当な注意」の理解は直ちに明らかではない。そこで、本判決の指摘した考慮要素を手掛かりとしてこの点を検討する。

本判決は、まず判旨における①と②において、A社における財務事項に関する職務の分担とその合理性（財務事項がY2とY4に専ら委ねられており、現にY5は直接的には関与していなかったこと、およびY2とY4が財務に関する専門的知識や経験を有すること）を指摘している。考慮要素の列挙に際してこれらの点を冒頭に挙げていることを鑑みれば、本判決は、財務事項に関して合理的な職務分担がなされている場合は財務事項の担当者と非担当者では「相当な注意」として要求される行為の内容が異なるという理解を前提としたものと解される。

次に、本判決は③の点を指摘している。これに関しては、本判決はY5について「相当

な注意を用いた」と評価していること、および本判決が Y5 の具体的行為として指摘しているのは③の点のみであることに鑑みれば、Y5 に要求される「相当な注意」としては取締役会にほぼ出席して会計に係る報告書類を閲覧することで足りると解される。

もっとも、本判決は、「会計に係る報告書類」の内容を明確には認定していないため、Y5 が具体的にいかなる書類に目を通していたのか明確ではない。この点に関して本判決では、「A 社の取締役会では事業報告の際に会計に係る報告資料が添付されており、Y5 は、取締役会にほぼ毎回出席して、これらの資料に目を通していた」と認定されている。従って、「会計に係る報告書類」には、会社法 363 条 2 項の報告のための会計資料が含まれるものと解される。また本判決は、「これらの書類は、…監査法人の無限定適正意見の付されたものであった」とも認定している。無限定適正意見が付されるのは、計算書類・連結計算書類および附属明細、ならびに有価証券報告書または有価証券届出書における財務諸表・連結財務諸表および内部統制報告書である。このうち会社法上の書類に関しては、取締役会の承認が必要なため、「会計に係る報告書類」に含まれるものと解される。一方、金商法上の書類に関しては、提出手続きは法定されておらず、A 社においても付議されていなかった可能性がある。即ち、財務事項に直接的には関与していない Y5 は、本件で問題となった有価証券報告書および有価証券届出書における財務諸表・連結財務諸表を提出前にみていなかった可能性がある。アーバンコーポレーション事件のような例外的事案を別とすれば、取締役が開示書類を全く目にしていなかった場合に「相当な注意を用いた」と評価されることは考えにくい。本件に関しては次の点に留意が必要と考えられる。会社法上の計算書類の計数と金商法の財務諸表の計数は差異が生じないように

調整が図られているところ、本件虚偽記載等は「売上や損益、純資産額等」に関するものであるため、計算書類の確認で足りるとされた可能性がある。

(2) 内部統制システムの考察

本判決は、④と⑤の点を指摘しているが、これらの事情は、財務事項に直接は関与していない取締役との関係では記載の正確性に疑念を抱く契機の不存在を意味している。本判決は、売上の急激な増加といった記載の正確性に疑念抱くべき事情を認定していない。しかし取締役が負う責任としての行為を鑑みると、本判決が取締役会に出席して与えられた会計に係る報告書類を確認したことで足りるとしたことには裁量の余地があったとも考えられる。最高裁昭和 55 年 3 月 18 日判決（判例時報 971 号 101 頁）では、名目上の取締役として就任することが会社との間で合意されたいわゆる名目的取締役であっても監視義務を負うことが示されている。よって取締役は他の取締役に対する監視義務も認められることとなり、取締役が自己の関与しない職務に関して他の取締役によるその執行を信頼するためには、「健全な会社経営のために会社が営む事業の規模・特性等に応じたりスク管理体制（いわゆる内部統制システム）を整備する必要がある」²¹⁾。会社法上の監視義務と金商法の「相当な注意」はどちらかが優位に立っているとは考えにくいことから、金商法の開示書類の作成・提出という自己が直接関与しない職務に関して、与えられた情報のみだけで他の取締役を信頼するためには、正確な開示書類の作成・提出を実現するための内部統制システムの整備が前提条件となると考えられる。しかし、平成 22 年 7 月 30 日に出された内部統制報告書によると内部統制には不備があったとしている。さらに創業者被告らは内部統制上の各財務報告プロセスにおいて決裁者となっており、ここから粉飾決算等データ改ざんのリスクがあることは容易に

考えられる。従って、本判決においてA社の内部統制システムの整備に対するY5の信頼の合理性を踏み込んで検討すべきであったと思料される。なお②④⑤は、本件虚偽記載等を知らなかった、あるいは本件虚偽記載等は「相当な注意を用いた」が知りえない性質のものであったという評価も同時に基礎づける要素と解される。

以上を踏まえると、本判決は財務事項の担当者ではなく、かつ現に財務事項に直接的には関与していなかった取締役については、財務事項に関して合理的な職務の分担がなされており、かつ記載の真実性について疑念を懐くべき事情が存在しない場合、「売上や損益、純資産等」の記載に係る「相当な注意」としては会社法363条2項の報告に係る会計資料および財務諸表・連結財務諸表の通覧で足りるとした判断と把握することができる。

そして本判決の「相当な注意」について考えられる条件と本判決に対する評価をまとめると、条件として①被告役員らそれぞれで業務が分かれていたこと、②虚偽記載した有価証券届出書等によって上場が果たされたのちの役員就任であったこと（被告Y5）、③取締役会にほぼ毎回出席していたが、会計に係る報告資料に目を通し、不正をうかがわせる記載がなかったこと、④配布された監査証明書には、監査法人による無限定適正意見が付されており、巧妙に改竄されていたこと、⑤不正会計が行われていた会議に出席していなかったことの5点があげられる。

ライブドア事件の地判は一般論として、「相当な注意」は各取締役が当該会社において占めている具体的な役割や地位に応じて検討されるが、最低限の「相当な注意」はその者の担当や地位に関らず一定であり、単に与えられた情報を基に記載の正確性を判断しただけでは最低限の「相当な注意」を用いたことにはならないという趣旨を述べている（判例時報2047号36頁以下）。またアーバンコー

ポレーション判決も、特段の留保はなく、取締役の地位や担当、認識していた事実等に応じて「相当の注意」の具体的内容は変わるとしており、ライブドア事件の地判判決および本判決とも整合的である。

しかし、A社の内部統制システムの整備に対するY5の信頼の合理性を検討すべきであったと考えるため「相当な注意」を尽くしていたとは即断しきれない。本判決の結論には賛成するが、「相当な注意」に関し、緩やかな判断がなされたものとも考えられる²²⁾。

3. 本判決と関連判例の比較考察

本判決と関連する(1)ライブドア事件地裁判決（ライブドア株式会社一般投資家集団訴訟（東京地判平成21年5月21日・判例時報2047号36頁））、(2)同高裁判決（東京高判平成23年11月30日判例時報2152号116頁）、ならびに(3)アーバンコーポレーション事件地裁判決再生債権査定異議控訴（東京地判平成22年3月9日・金融・商事判例1409号25頁）について、相当な注意にかかる考察を深めていきたい。

先ず事案の特殊性についてみると、ライブドア事件では技術部門担当の非常勤取締役であった被告は、米国内で電話会議により参加し、財務担当役員でもなかったが、毎回取締役会資料には目を通していたものである。(1)において、取締役会のメンバーたる各取締役は相当の注意水準がその役割・地位に応じて検討されるべきこと、しかし職務内容に関わらず一様に一定の監督義務を負うことを述べ、最低限の水準を画しているものと思料される。本件では、判旨のうち②の点では共通するが、④、⑤において特異性を有する。それでは、④、⑤のように他の取締役による故意に不正等を隠蔽されたことをもって、ストレートに被告取締役には責任がないとしてよいか、が次に検討される。結論を先取りすれば、取締役が担うべき監視義務の機能する

前提として、信頼の原則の合理性が働き免責を受けるためには、内部統制体制の構築・運用・評価がなされているかの考察が必要となるのではないかと、ポイントとなる。

そこで第1に内部統制に関する検討がされているかに絞って各判決を検討すると、(2)ライブドア事件高裁判決では内部統制構築の有無を前提として監視義務について考慮し、内部統制の運用が適切であれば、その前提の下で当該取締役の担当、地位も考慮される旨を述べているものと思料される。他方、(1)、(3)および本判決では内部統制に係る検討をしていないとみられる。本判決は、ライブドア事件地裁判決の枠組みに近いことが推察され、④、⑤といった事案の特殊性を考慮して相当の注意に関する免責を認めていると考えられる。内部統制の検討の前段階として、④、⑤の特殊性により免責を図り、内部統制に関する検討はその後段階のものとするのであろうか。これに対して、そもそもの監視義務の働く前段階として内部統制の事項を検討すべきだったのではないかと疑問も浮かぶところであろう。

第2に、出席・準備非関与取締役の検討事項が論点として挙げられる。(3)アーバンコーポレーション事件地裁判決においては、準備非関与・本件取引実行の決定に係る取締役会欠席役員については、各取締役の職務分掌が定められている場合には、特に疑うべき事情がない限り、他の取締役の職務を信用した場合に監視義務違反とならない旨を述べる。職務分掌が定められている場合に監視義務違反とならない前提として、上記の内部統制に係る検討がなされていない問題はあるが、この点は除いて以下で検討を加える。本判決も(3)も職務分担がなされていたケースである。(3)では準備関与取締役が非関与取締役に情報を与えていないことに不合理性はないと判旨では述べており、本判決における④、⑤との異同が問題となろう。④、⑤で

は故意による隠蔽とも目され、(3)における情報非開示よりも非関与取締役における情報入手が困難であることを示していよう。しかるに本判決における被告は、出席・準備非関与取締役である。この点、(3)では準備非関与・本件取引実行の決定に係る取締役会出席役員については、会社の業務執行全般を監督する義務を担い、議題について審議を通じて監視を行うべき立場にあったとし、相当の注意の履行を否定した。本判決とは、準備非関与・出席取締役である点で共通するが、免責の有無については結論を異にする。④、⑤の事情の相違が背景にあると考えることになろうが、やはり内部統制に関する検討が④、⑤の有無の検討の前提として存在するのではないかと、(3)、本判決ともに共通する疑問点となろう。

第3に、本判決の結論に対しては首肯されるが、本判決が依拠していると考えられる④、⑤の事情に関して、他の3つの判決と比しても④、⑤の事情を差し引いても本判決の推論に対する緩さの感がなしとしない。(1)と本判決の枠組みの近似性を指摘したが、(1)においては取締役会構成員として担うべき最低限の義務の水準に言及しているが、本判決ではこの点の言及がされていない。かかる最低限の水準のクリアーにおいては、同様に内部統制機能に関する検討が前提として必要となるのではないかと、疑問を提示しておきたい。

旧証取法24条の4が22条を通じて準用する21条は、有価証券報告書の作成に関与していると否とを問わず、相当の注意を払わせて開示の正確性を確保しようとするものであるが²³⁾、本判決のように取締役会に出席して与えられた情報を通覧していたことしか認定していないにも関わらず、相当な注意を用いたものと認められたことは旧証取法21条の意義と整合性を欠くとの感も否めない。④、⑤の事情はあったにせよ、内部統制が機

能しており、被告による信頼の合理性について首肯されるべき前提が必要と思料されるところである。

結局のところ、相当の注意を厳格に解すれば取締役会において柔軟な判断がし難くなり、経営が萎縮しかねない。他方で、単に④、⑤の事情の存在のみをもって、非関与・出席取締役における免責を認めてよいか、旧証取法21条2項1号の主旨から若干の安易すぎるとの疑問も出されるところであろう。

対象となる報告書類の関連では、計算書類程度のもので足りるとして緩く判断された可能性がある事案であり、その前提で相乗して判旨の④、⑤の要因が被告Y5を免責させる方向にストレートに働いたものとも考えられる。判旨の結論には賛成するが、前段階として、内部統制システムに関する検討を行うべきであったとの疑問もぬぐいきれない。また監査法人の責任も実際には問われるべき案件であったともいえよう。

4. 内部統制の不備と注意義務

内部統制の不備と注意義務について以下で考察を深めたい。最判昭和55年3月18日判決では、名目取締役であっても他の取締役に対する監視義務が認められ、他の取締役の執行に対する信頼の前提として、内部統制システム整備の必要性を指摘している。本件では出席・非準備取締役が検討対象であり、常勤ではあるが途中入社のため情報共有がなされていない。名目取締役と同視しうる素地はある。

金商法上の相当の注意義務も会社法上の監視義務と少なくとも同等以上に想定され、自己が関与しない職務に関する金商法上の開示書類の作成・提出については、本件では計算書類の確認で足りるとして、その上で信頼の原則を効かせるためには適切な内部統制システム整備が前提となる。

ここで、平成22年7月30日内部統制報

告書において平成21年3月期および平成22年3月期における内部統制が有効でなかった旨を当社自身が報告している²³⁾。①創業者である取締役3名は内部統制上の各財務報告プロセスにおいて決裁者となっており、不適切な会計処理を行っていた取締役が決裁者となっている内部統制プロセス自体に疑義が生じた。②かかる財務報告に関する内部統制の不備は、財務報告に重大な影響を及ぼす可能性が高く、重大な欠陥に該当すると判断される。重要な欠陥に対する是正策として、コンプライアンス行動基準の制定、内部通報規定の制定、内部統制評価マニュアルの改訂、内部監査室のモニタリング強化を掲げている。訂正報告書では追記情報として、「平成22年3月16日の監督官庁の任意調査を契機として行われた外部調査委員会の調査により、不適切な会計処理が行われていた事が判明した。当該不適切な会計処理は、会社の前取締役3名による府政によるものであり、全社的な内部統制及び全社的な観点から評価する決算・財務報告プロセスの一部の不備が重要な欠陥に相当すると判断している。当該重要な欠陥から生じた不適切な会計処理に係る訂正は財務諸表に反映されており、当該重要な欠陥の影響を考慮して監査手続きを実施したため、これによる財務諸表監査に及ぼす影響はない。」と掲げている。

平成22年6月4日外部調査委員会による調査報告書をみると²⁴⁾、不適切な会計処理に至った経緯・動機として上場、不正会計処理の隠蔽、会社倒産回避の3つを掲げ、また長期間に渡り不適切な会計処理が発覚しなかった原因として、①監査法人の会計監査の指摘を回避するために行われた不正行為及び犯罪行為、②内部管理体制の不備を示している。特に②について、不正会計処理はY4を中心に行われたが、当社では、営業、人事、財務などあらゆる権限がY4に集中していた。職制上、唯一Y4の不正行為をチェックするこ

とができるのは代表取締役社長の Y2 であったが、Y2 は、Y4 と中学・高校の同級生であり、かつ、前職では同じ金融機関で勤務していたということもあり、Y4 に全てを任せ、同人の経営管理能力を過信していたことから、不正会計処理を防止することはできなかった。粉飾決算等データ改ざんのリスクがあるにも関わらず、内部管理・内部統制の体制の不備があったことが指摘されている。

本件では、検討対象は会社法上の計算書類で足りるとした上で、会社法 362 条 2 項と同じレベルの「通覧」をもって金商法上の相当な注意が充たされるとしているが、本件はともかく、一般には有価証券報告書に関する相当の注意は計算書類を対象とする会社法上の注意義務よりも重くなるであろうこと、仮に本件では会社法上の監視義務等をもって検討することで足りるとするのであれば前提として内部統制の運営状況を確認する必要がある、判決ではこの点の検討がされていないことが指摘できる。内部統制の運営に齟齬があったとする場合でも、訂正報告書では追記情報として財務諸表に及ぼす影響はない旨が記されている。これが Y5 の相当の注意に対してどの程度の影響があるのか、内部統制の不備により Y5 の相当の注意に対して影響が及ぼされるのであれば、内部統制の不備自体は取締役会全体の責任であり、一員としての Y5 自身の内部統制構築・運用に関する不備の責任は免れない。また他の取締役の執行状況に関する Y5 の信頼の合理性にも疑念が生じる。この点は、財務諸表監査に及ぼす影響はないとするが、信頼の合理性などに影響はないということと同義ではない可能性がある。またこの段階でも財務諸表監査に影響はないということ自体、当初から不正会計処理を見抜けなかった監査人に対する責任も潜在的には問題となり得るところであろう。

5. コーポレート・ガバナンス・コードの影響

こうした会社法、金商法の接点に係る領域について考察するに、判例の傾向としては金商法上の相当の注意義務自体は厳格に解しつつ、本案判決では検討対象は会社法上の計算書類で足りるとして、準備・非関与・出席（取締役会）の業務執行役員の責任を否定している。

これまで見てきたとおり、業務執行者である社内取締役の役割に鑑みて、非関与・非準備監督者の社外取締役候補者と同じ情報が提供されるべきとは当然にはいえない。社外取締役に関する参考書類記載事項が社内取締役についての説明義務の基準になるわけではなからう。合理的な平均的株主にとり業務執行者としての適格性の判断に必要な情報というのが検討されるべきである。上場企業において、攻めのガバナンスを標榜するコーポレート・ガバナンス・コードの実践の観点からも重要な課題となる（私見）。

会社法は、必ずしも参考書類記載事項が説明義務の範囲の基準となる必要はないと考え、提案理由が必ずしも全議案について議決権行使に必要な情報とは限らないと理解し、参考書類の記載を免除しつつ、議決権行使に必要な場合は参考書類に任意に記載（会規 73 条 2 項）、または株主総会で説明をすることで株主に必要な情報を提供し、議決権行使がされることを期待しているといえる。こうした考え方と平仄を合わせるとすれば、内部統制の不備があり、本事案のように準備・非関与・出席（取締役会）の業務執行役員に対して意図的に情報が行き渡らないように仕組みられていたとしても、今後はコードの趣旨に鑑みて、上場企業では逆に本件のような虚偽開示の事態に対処するために情報開示の整備を自社内に巡らすことが望まれる。当該役員についても事業報告書程度のチェックでよいとして免責とせず、取締役会全体の責務であ

る内部統制の体制整備の前提となる情報開示の不備として、少なくとも取締役会の一員として完全なる無答責と扱うことにはやや躊躇を覚える。

そもそも金商法上の相当な注意義務の責任追及において、事情はあるにせよ、会社法上の計算書類程度の確認で足りるとしたバランスの悪さも釈然としない²⁵⁾。射程距離も本事案に限られてこようか。

本事案でも常勤の業務執行取締役として、社外取締役よりは重責を担うはずであり、今後はチェックの対象を事業報告書から拡大することがコードの遵守からデファクトスタンダード化すれば判例規範の流れの変化をコードがもたらすことも考えられる。ソフトローとハードローのミックスによる今後の判例あるいは実務の変容が注視される。

第五章 英国コモンローならびに制定法における不実開示の対処、市場に対する詐欺理論

1. 英国における役員のみ民事責任の変遷

コモンロー、制定法の視点から英国の不実開示責任について考察をしておきたい²⁶⁾。英国では1900年会社法(CA the Companies Act, 1900, Ch.48, 63&64 Vict.)により初めて目論見書の記載事項が法定され、目論見書に関する規制が行われた。目論見書の不実記載等に関して厳格な民事責任規制が制定法上整備されたが、計算書類等の不実開示等に対する会社や取締役等の民事責任に関する制定法規定は2006年会社法改正まで設けられず、専らコモンローに委ねられる。

2004年EU透明性指令の国内法化に当たり、コモンローの立場であるCaparo事件貴族院判決の原則が覆されるとの懸念から、英国政府は2006年会社法1270条により金融サービス市場法(FSMA)90A条、90B条を追加し、新しい民事責任規定を設けた。特

徴的なことは民事責任の主体を発行会社とした点にある。情報開示に責任を負う者(取締役・上級役員)に悪意または重過失があった場合も発行会社の責任が発生する。90条6項において発行会社は他の法律による民事責任を免除し、発行会社以外の者は発行会社に対するものを除き民事責任を免除される。2006年会社法には計算書類の不実開示等に関する取締役の責任が規定されており、市場に対する詐欺理論(fraud on the market theory)に基づく請求は排除される。しかし取締役については、悪意または重過失の場合に限り会社に対してのみ民事責任を負うことが規定される(CA463条2項-4項)。

このように90A条は、あくまでも過失による不法行為責任(negligence)は生じないとする従来のコモンローの規定であり、解釈を変更するものではない。このため第三者は不実の流通開示に対しては、基本的には取締役でなく発行会社へ責任請求するにとどまる。またコモンロー上、不実開示について詐欺による不法行為(deceit)が成立する場合には責任が生じる規定が導入された。FSMA90A条は2010年改正されたが発行会社が民事責任を負う適用対象を拡大したにとどまり、責任対象に関しては従来通りとなっている。

2. コモンローにおける不実開示

英国コモンロー上、不実表示により損失・損害を被った者の救済は主として不法行為(tort)に依拠する。詐欺的不法行為(tort of deceit)、過失による不法行為(tort of negligence)がある。従前は詐欺による不実表示の場合に損害賠償を負担するが、過失による不実表示により生じた損失に対しては不法行為は適応されないと判示されていた²⁷⁾。

かかる判例は、1960年代のHedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd事件(Hedley Byrne事件)貴族院判決²⁸⁾によって

変更された。同事件では過失による不法行為の認定のために必要な注意義務 (duty of care) が定義され、当事者間に特別な関係 (special relationship) が存在する場合には経済的な損失についても注意義務が生じるとの立場を明確にした。

Caparo 事件 (1990 年)²⁹⁾ により、注意義務が生ずる特別な関係の 3 条件が定義され、計算書類の目的は取締役に対するガバナンスを効率的に行う立場に株主を置くことで投資決定をするためのものではないとし、注意義務は存在しないと判断された。

英国では目論見書の不実開示について過失による不法行為責任が認められる場合があり得るが、計算書類の不実開示では特別な関係の存在の有無が問題となり一般的には認められにくいと思料される。我が国会社法 429 条の内容を持つ制定法はなく、シニアコミュニケーション判決のような取締役の民事責任については英国では問題とならず、発行会社のみが責任を負うとされた。しかしながら Hedley Byrne 事件、Caparo 事件を経て、条件付きながら取締役にも民事責任を負わせる方向に現在変化しつつあると思われる。

3. 制定法における不実開示

英国においては EU 指令により、監査人の注意義務を否定した Caparo 判決の枠組みを維持すべく、FSMA90A 条、90B 条改正により不実の発行開示に関する厳格な民事責任規定の整備を図った。不実の情報開示に関する民事責任について、目論見書等の不実記載に関する事案を中心に詐欺的不法行為による判例法が先行して形成され、判例法は理念的に厳格な内容となり、これが制定法として受け継がれた。他方で不実の流通開示に関する民事責任規定の整備は行われなかったが、流通開示については開示・会計制度の進展と合わせて民事責任規定整備以外の手法で問題に対処せんとしたことの反映にも思われる³⁰⁾。

4. 市場に対する詐欺理論

ここで市場に対する詐欺理論 (fraud on the market theory) について考察を深めておきたい³¹⁾。

公開市場において会社の株価は会社およびその事業に関する情報に基づいて決定されるという前提に立ち、原告が不実表示に直接依拠しなかった場合でも被告の不実開示と原告の証券購入との間の因果関係を認める。ここで米国では市場に対する詐欺理論を前提として、不実開示における信頼の立証内容を緩和し、被告の民事責任が課されている³²⁾。不実開示の内容の重要性について、不実開示が市場に重要な影響を与える虚偽記載であり、投資家は相場に影響を与える不実開示が行われ、自己が市場で取引をしたことを主張・立証すれば不実開示と損害との因果関係が認定されることになる³³⁾。効率的市場仮説を前提に、不実の情報開示を行った者は証券価格に影響を与え、証券価格を騙したことが投資者を騙したことになること、投資者は情報開示書類や公表情報に基づき証券の売買を行わなくとも証券価格を信頼して証券の売買を行えば規則 10b-5 の信頼要件が推定されること³⁴⁾ を内容とする。

即ち、Basic 判決 (1988 年)³⁵⁾ において、市場に対する詐欺理論では、公開市場において会社の株価は会社およびその事業に関する情報に基づいて決定されるという前提に立ち、原告が不実表示に直接依拠しなかった場合でも被告の不実開示と原告の証券購入との間の因果関係を認める。信頼の推定は規則 10b-5 訴訟を促進するが、それは証券市場の誠実性 (integrity) に対する投資者の信頼を促進するという 1934 年証券法の立法政策とも整合的である。

Amgen 判決 (2013 年)³⁶⁾ では、不実表示の重要性は市場に対する詐欺理論による信頼の推定を認める要件の 1 つなのに、クラス認可の段階で証明を要しないという疑問に対し

て、重要性が客観的証拠によって証明できるという点で共通の問題であること、仮に本案において重要性が証明されなかった場合には訴訟は終了するので改めてクラスの認可を判断する必要がないことをもって答えている。クラス認可の段階で重要性の証明が不要だとすれば、被告は重要性を反証する証拠を提出できないという不利益を受けるが、裁判所はそれもやむを得ないと考えたわけである³⁷⁾。

更に近時の Halliburton II 判決 (2014 年)³⁸⁾ においては、信頼の推定法理の維持について、信頼の推定を受けるためには、市場が効率的であることを依然として原告側が示す必要がある。Basic 判決が特定の経済理論に依拠しているものでないことは確かであるが、市場の効率性は依然として信頼の推定のための要件の 1 つとされている。

Halliburton II 判決が出され、信頼の推定を行うには市場は効率的である必要はなく、不実表示の価格影響性があれば足りるということが共通理解となっている。残る疑問としては、信頼の推定を行う前提条件を市場の効率性から価格影響性へ緩和ないしは変更した場合、価格影響性があれば不実表示は重要で不実表示と損害の間に因果関係が認められ、損害賠償額は価格に対する影響の幅により決定されるか、あるいは重要性、信頼、因果関係は本来異なる概念であり、市場が効率的である場合も各要件は別個に判断されなければならないか³⁹⁾ である。

第六章 日本法への示唆ならびにシニアコミュニケーション事件の敷衍

近時の判例ならびにコーポレート・ガバナンス・コードを踏まえて金融商品取引法における「相当な注意」の考察を行い、更に会社法と金融商品取引法における不実開示についての損害賠償責任の全体設計についても検討を進めた。英国法は不実の流通開示に関する

問題について、民事責任の範囲を拡大しつつも個人である取締役等の民事責任により最終的な解決を図ることには消極的とみられる。英国会社法では取締役等の第三者に対する責任を定める会社法 429 条に相当する規定は設けられておらず、株主代表訴訟提起が認められる場合も限定的である。しかるに英国財務省規則において証券の取得者のみならず売却者も賠償請求権者に加えんとしていること、適時開示の不実開示等も対象とせんとしていること、不実開示のみならず情報開示の遅延も損害賠償の対象にしようとしていること等は我が国の法制を考える上で参考になる。

日本法でも理念的に役員等の個人でなく、発行会社を責任主体の中心に置くべきであるとの考えもあり、平成 16 年改正証券取引法はかかる制度を構築していると受け取られる。同改正法適用以後、投資家による損害賠償請求は発行会社に対するものが中心となり、不法行為責任に関してもこうした方向性を反映させる解釈が求められるのではないか⁴⁰⁾。

また市場に対する詐欺理論に関しては、日本法の示唆として、信頼の要件、損害因果関係の要件は相当因果関係の一部をなすもので、不実表示の重要性の要件も相当因果関係に関連する。信頼の要件を課す条文は我が国にはなく、証券クラス・アクション制度もないため、クラス・アクションの認可の関係で信頼の要件が問題とされることもない。

しかしながら、不実表示に基づく投資家の損害は不実表示と投資家の損害の間に投資家による投資決定という要因が入り込むため、因果関係を取引因果関係、損害因果関係に分けて分析することは有用といえる。米国判例法は信頼、損害因果関係、重要性の概念の相互関係について一定の示唆を得ることができる。

英国の不実の流通開示に関する考察を通じ、私見であるが、シニアコミュニケーション

ン事件における有価証券報告書等の虚偽記載等に関して非財務担当の取締役に必要な注意の履行が認められた点は、法制度面等の相違もあり一概にはいえないが、方向性としてはかかる個人責任追及の限定の流れに沿っているともいえる。他方英国ではリーマン金融危機後金融業界対象の規制が強化され、同じくFMSAとのソフトローミックスを根拠規定としつつも、従来の集団的意思決定による免責から転換し、刑事罰規定を含む個人責任厳罰化に向けた動きも窺える（Senior Management Regime (SMR)⁴¹⁾。

我が国では上場会社における新たな動きとしてコーポレート・ガバナンス・コードによ

る役員の説明責任拡大の流れも窺え、交錯局面にある。会社法上の説明義務でなくエンフォースメント面の相違等はあるが、ソフトローにおいてコンプライ・オア・エクスプライン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）、あるいはプリンシプルベースにより役員の説明責任は拡大する方向にもあるとみられる。こうした方向性の交錯する局面にある中で、今後のソフトローとハードローミックスによる判例あるいは実務の変容が注視される。

[本稿は、財団法人民事紛争処理研究基金の研究助成金を利用した研究成果の一部である]

(注)

- 1) 川村真文「不実開示についての損害賠償責任」(2009年12月24日) 1-3頁 www.simpral.com/20091224.pdf, 近藤光男「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」金融商品取引法研究会研究記録第41号(2013年1月24日開催) 1-53頁, 北村雅史「発行市場・流通市場における開示書類の虚偽記載と民事責任」大証金融商品取引法研究会(2011年12月16日開催) 1-41頁参照。太田洋「証券訴訟を巡る近時の諸問題—流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」金融商品取引法研究会研究記録第53号(2015年9月9日開催) 1-202頁, 金融庁総務企画局資料「流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任」(2013年11月20日), 金融庁金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」(2013年12月25日), 勝野真人「取締役の経営判断についての司法審査方式—行政裁量についての司法審査方式との比較を交えて—」中央ロー・ジャーナル第10巻第3号(2013年) 193-252頁, 越智信仁「IFRSによる見積り拡大と経営者、監査人の責

任・対応：重要性を増す裁量的判断過程への内部統制」日本銀行金融研究所/金融研究(2011年4月) 145-170頁。

- 2) 須井康雄「取締役の内部統制システム構築義務違反についての検討」法と経済のジャーナル(2011年7月7日) 参照。<http://judiciary.asahi.com/fukabori/2011070600011.html>.
- 3) 須井康雄・前掲「取締役の内部統制システム構築義務違反についての検討」。内部統制システム構築義務違反が争われるケースでは以下の点が問題になる。いかなる内部統制を構築する義務があったかに関して、不正行為当時において、①当該不正行為は通常想定されるものか、②通常想定される場合、そのような不正行為を防止しうる程度の体制をとっていたか、③通常想定することが困難な不正行為の場合でも、当該不正行為を予見すべき特別な事情があったか、④特別な事情があった場合、当該不正行為を防止しうる体制をとっていたか。次に、現にあった内部統制を機能させていたかに関して、⑤不審な兆候があったか、⑥不審な兆候に対する調査、評価は適切であったか、が問題になる。日本システム技術事件最高裁判決では取締役の内部統制システム構築義務違反は否定された。取引先

金融商品取引法における「相当な注意」の考察

から直接送られて来たかの体をなす売掛金残高確認書が、実際には不正行為に関与した社員により回収・偽造され返送されたという事態は容易に想定しがたいが、納品確認が架空の発注書を作成した営業社員を通じて行われていた点について看過されたことは、当時の知見からしても架空の売上計上を防止するシステムとしては不十分ではなかったかと思われる。

- 4) 東京地判平成14年9月10日刑集62巻7号2469頁、東京高判平成17年6月21日判時1912号135頁、最判平成20年7月18日刑集62巻7号2101頁。民事第一審東京地判平成17年5月29日判時1900号3頁、判タ1183号129頁、控訴審東京高判平成18年11月29日判タ1275号245頁。
- 5) 金融庁「株式会社日興コーディアルグループの発行登録追補書類に係る証券取引法違反に対する課徴金納付命令の決定について」(2007年1月5日)。課徴金に係る旧証券取引法第178条第1項各号に掲げる事実として、(株)日興コーディアルグループは、子会社である日興プリンシパル・インベストメンツ株式会社(NPI)が、その株式のすべてを所有し、実質的に支配しているNPIホールディングス株式会社(NPIH)を連結の範囲に含めず、NPIHが発行しNPIが保有していた他社株券償還特約付社債券の発行日を偽るなどしてNPIの会計帳簿等を作成し、本来計上できない当該社債券の評価益を計上することにより、連結経常利益が58,968百万円であったにもかかわらず、これを77,717百万円と記載し、連結当期純利益が35,268百万円であったにもかかわらず、46,935百万円と記載するなどした連結損益計算書を平成17年3月期有価証券報告書に掲載し、平成17年11月9日上記平成17年3月期有価証券報告書を参照書類とする発行登録追補書類を関東財務局長に対して提出し、平成17年11月22日同発行登録追補書類に基づく一般募集により500億円の社債券を取得させた。被審人が行った上記の行為は、重要な事項につき虚偽の記載がある発行開示書類に基

づく募集により有価証券を取得させた行為に該当する(納付すべき課徴金の額5億円)。http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070105-1.html

- 6) 実務的対応に関して、不良在庫・不良債権、金融資産(時価会計)、子会社株式(減損会計)、繰延税金資産、のれん、不動産(減損会計)・機械設備(減価償却)、係争など賠償責任の発生可能性、工事進行基準(長期契約の受注採算悪化等)等の裁量性のある項目が多い。また確信の粉飾決算事例もさることながら、業務執行者あるいは部下が収益実現のための圧力を受け、次期以降の売上を今期に計上する結果、楽観的な見通しが外れて会計スキャンダルに至る危険性がある(性弱説)。このため裁量性のある会計項目について、事後的に重要な虚偽記載とされないためにも社内で合理性のチェック体制を整備する必要がある。川村真文・前掲「不実開示についての損害賠償責任」3頁。2015年インフラ事業に端を発する東芝の不正会計問題も内容は在庫の積増し、工事進行基準等に係る古典的な手法であり、パソコン、テレビ、半導体などの主要事業の利益の水増しが社長以下の組織的関与の下で行われていた。確信の事例ともいえるが、事業自体の業務執行の一環としてなされた点で、通常の意図的な損失隠しの事案とも異なるといえよう(私見)。ライバル企業を意識し、チャレンジと称して経営トップが定例会議の席で各事業部門に目標達成や収益改善を過剰に求める利益至上主義の実態が報告されている。第三者委員会の調査報告書によれば2008年4月から14年12月まで約7年間に行われた利益の過大計上の総額は1518億円に上り、飛ばし(自社の損失を他社に移す)による不正会計が発覚したオリンパスの粉飾額1178億円を上回る。経営判断として行われた面が強いが、明確な不正であり、コンプライアンス違反には経営判断による免責は適用されない。有価証券報告書に虚偽の記載を行っており、取締役全員が善管注意義務違反の責任を担うことになる。大前研一「東

金融商品取引法における「相当な注意」の考察

- 芝不正会計の温床は、「選択と集中」にあり」PRESIDENT (2015年9月1日)。http://president.jp/articles/-/16047。
- 7) 最判平成12年7月7日金融・商事判例1096号3頁。小川宏幸「野村証券損失補填株主代表訴訟上告審判決」一橋論叢第126巻第1号(2001年7月1日)121-131頁。株式会社の取締役が、法令又は定款に違反する行為をしたとして、本規定に該当することを理由に損害賠償責任を負うには、右違反行為につき取締役が故意又は過失があることを要する(最判昭51・3・23裁判集民事117号231頁参照)。…被上告人らは、本件損失補てんが…一般の投資家に対して取引を勧誘するような性質のものではなかったことから、独占禁止法19条に違反するか否かの問題については思い至らなかった、また、公正取引委員会が、…損失補てんが不公正な取引方法に該当し独占禁止法19条に違反するとして、同法48条2項に基づく勧告を行ったのは平成3年2月20日であった…。右事実関係の下においては、被上告人らが、本件損失補てんを決定し、実施した平成2年3月の時点において、その行為が独占禁止法に違反するとの認識を…欠いたことにつき過失があったとすることもできない。
 - 8) 近藤光男・前掲1-53頁、北村雅史・前掲1-41頁参照。
 - 9) 京都地判昭和55年10月14日下民集32巻5-7号741頁、名古屋高判昭和58年7月1日判時1096号134頁)。前者では企業要覧、後者は会社四季報を見たのみでは保護されないとした。
 - 10) 大阪高判昭和61年5月20日判時1206号125頁、横浜地判平成11年6月24日判時1716号144頁、大阪高判平成11年7月21日判時1698号142頁、東京地判平成17年6月27日判時1923号139頁。
 - 11) 同項が問題となる裁判例には虚偽記載により会社と取引関係に入った第三者に対する役員の実責任を問題とする事例が多い。
 - 12) 準ずる者には、書類提出直前まで取締役の地位にあった者などが含まれると考えられる。
 - 13) 上柳克郎他編『新版注釈会社法(6)』[龍田節執筆]有斐閣(1987年)345頁。
 - 14) 平成17年改正前商法では虚偽記載等のある計算書類について取締役会決議がある場合、決議に賛成した取締役は当該行為をしたものとみなす規定があり(旧商法266条ノ3第3項、266条2項)、計算書類の作成に直接関与しなくても取締役会決議に賛成した取締役は行為者として責任主体となっていた。
 - 15) 金商法は証券を取得した者のみを対象とし、逆粉飾により証券を手放した者については対象とならない。
 - 16) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第1巻定義・情報開示』金融財務事情研究会(2011年4月)282頁(加藤貴仁)。事案は、西武鉄道事件の虚偽記載の原因、即ち名義株を使いコクドが保有する西武鉄道株式を過小にみせかけることを当該取締役には伝えないように当時の社長から担当者が指示されていたこともあり、当該取締役はそれを知らなかったというものである。何をもちて注意を尽くしたといえるのか、注意を尽くしたが知ることができなかった場合と注意を尽くしても知ることができなかった場合の線引きはよくわからない。北村雅史・前掲21頁以下。
 - 17) 龍田節・前掲320頁。
 - 18) 会社の責任と異なり、役員の実責任については19条1項、21条の2第2項における因果関係と損害額の推定規定を設けていなかったという見方も可能かと考えられる。北村雅史・前掲21頁。
 - 19) 近藤光男・前掲1-53頁、北村雅史・前掲1-41頁、太田洋・前掲1-202頁、金融庁総務企画局資料「流通市場における虚偽開示書類に係る損害賠償責任」(2013年11月20日)。
 - 20) 黒沼悦郎「ライブドア株主損害賠償請求訴訟東京地裁判決の検討〔下〕」東京地判平成21年5月21日」商事法務1872号(2009年)17頁。
 - 21) 神田秀樹『会社法〔第18版〕』弘文堂(2016年)228-229頁。
 - 22) 藤林大地「東京地判平成25年2月22日・判例タイムズ1406号306頁(シニアコミュニケーション事件)有価証券報告書等の虚偽記載等に

金融商品取引法における「相当な注意」の考察

- 関して非財務担当取締役「相当な注意」の履行が認められた事例」早稲田大学商法研究会報告（2015年6月18日）参照。
- 23) 株式会社シニアコミュニケーション「内部統制報告書に関するお知らせ」（2010年7月30日）、同「有価証券報告書の訂正報告書」（提出日2010年10月15日）。
- 24) 株式会社シニアコミュニケーション外部調査委員会「外部調査委員会調査報告書」（2010年6月4日）。
- 25) なお、日本交通事件一審判決（松江地判平成6年3月30日資料版商事法務134号100頁）、控訴審（広島高松江支判平成8年9月27日資料版商事法務155号48頁）では、部門別・地区別の収支状況等について、商法や計算書類規則等に準拠した計算書類の範囲の説明で足りるとして取締役による説明義務を否定しており、現時点で計算書類に準拠すること自体は全般的な判例の流れともいえよう。
- 26) 先行研究として、川島いづみ「不実の流通開示に関する民事責任—イギリス法の動向を参考に—」RID ディスクロージャーニュース vol.5（2009年7月）105-111頁、同「イギリス法における不実の企業情報開示に関する民事責任—判例法の展開—」早稲田社会科学総合研究第13巻1号（2012年7月）1-56頁参照。米国法の近時の状況について、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢 53巻4号（2009年）329頁。
- 27) *Le Lievre v. Gould* [1893] 1QB491.
- 28) *Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd* [1964] AC 465 (HL).
- 29) *Caparo Industries plc v. Dickman* [1990] 1 All ER 568.
- 30) 川島いづみ・前掲「イギリス法における不実の企業情報開示に関する民事責任—判例法の展開—」55-56頁。
- 31) 黒沼悦郎「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」金融商品取引法研究会研究記録第48号（2014年11月26日開催）1-173頁参照。湯原心一「アメリカ法判例研究（14）II 証券クラスアクションのクラス認定での「市場に対する詐欺」理論の適用の可否をめぐる「重要性」の立証—*Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013)—*Developments in the U.S. Supreme Court Jurisprudence* (14) 2 On Proving Materiality for Certifying a Securities Class Action Based on a Fraud-on-the-Market Theory: *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013)」比較法学第48巻第1号（2014年6月1日）201-210頁。
- 32) 今川嘉文「上場会社の不実開示と損害論」神戸学院法学第38巻第3・4号（2009年3月）83-159頁参照。
- 33) 今川嘉文・前掲147-148頁。
- 34) 前越俊之・前掲329-398頁。
- 35) *Basic* 判決（1988年）の法廷意見。*Basic Inc., v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988). 黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任— *Basic* 判決を中心として—」名古屋大学法政論集133号（1990年）1頁。*Basic* 社が合併の交渉中であるという事実を隠し、合併交渉をしていないとの声明を発表したことに対し、*Basic* 社株を売却した株主が会社、取締役の責任を追及するクラス・アクションを提起した。連邦民事訴訟規則23条(b)項(3)号によれば、個々の原告に関する個別の問題よりもクラスに共通の法律問題または事実問題が支配的でなければクラスの認可は認められないところ、連邦地方裁判所は信頼の推定を認め、クラスを認可した。推定はコモンセンスおよび蓋然性からも支えられている。最近の実証研究は、高度に発達した市場で取引される株式の市場価格が、全ての公開情報を反映しており、従って、重要な不実表示をも反映していることを示している。多くの公開情報は市場価格に反映されているから、公開された重要な不実表示に対する投資者の信頼は、Rule 10b-5 訴訟の関係に

金融商品取引法における「相当な注意」の考察

- において、推定されうるのである。
- 36) Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 133 S.Ct. 1184 (2013). 藤林大地「証券集団訴訟の認可と不実表示の重要性の立証の要否」商事法務 2015 号 (2013 年) 38 頁。
- 37) 黒沼悦郎・前掲「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」3 頁以下。
- 38) Halliburton I の差戻審において、被告は、損害因果関係の反証として提出していた証拠は、不実表示が価格に影響を与えていなかったことの証拠であると主張した。地裁は Halliburton の主張を取り上げることを拒否し、第 5 巡回区控訴裁判所も、価格影響性 (price impact) の反証は事実審のみで認められるとした。最高裁は、① Basic 判決の信頼の推定を覆したり、修正したりすべきかどうか、②もし修正しない場合、被告は、クラス認可の段階で、価格影響性の欠如を証明することにより、推定を反証する機会を与えられるべきかどうかの 2 点について裁量上訴を認めた。Halliburton I 判決 (2011 年) について、Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179 (2011). 藤林大地「市場における詐欺理論の適用と損害因果関係の立証の要否」商事法務 1979 号 (2012 年) 53 頁。
- 39) Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, Rethinking Basic, 69 Bus. Law. 671 (2014).
- 40) むしろ我が国の金融商品取引法の方が進んでい
- る印象を受けるが、英国上場会社により提供される情報の質と量、信頼性が日米に比して著しく劣るという評価はなされておらず、上場会社の取締役、監査人が民事責任を負わないことが社会問題になっているという事態でもない。英国では開示・会計・監査について、会社法の規制と金融サービス市場法の規制との間に概念上の相違や不統一は存在せず、そのことによる問題は生じていない。川島いづみ・前掲「不実の流通開示に関する民事責任—イギリス法の動向を参考に—」110 頁。
- 41) 英国ではリーマン金融危機あるいは近時の Libor 金利不正取引などの反省から、金融機関向けに 2016 年度を目的に Senior Management Regime (SMR) の制度を整備せんとしつつある。従来の集団的意思決定による免責から転換し、刑事罰規定を含む個人責任厳罰化に向けたソフトロー・ハードローミックスであるが、領域は異なるものの民事責任分野において硬軟両方の動きが出てきつつあることになる。今後の考察としたい。拙稿「英国金融法制と Senior Management Regime—コーポレート・ガバナンス・コードの交錯、裁判例を通じたソフトローの変容、上級管理者機能 (SMFs) および域外適用—」日本法学第 81 巻 2 号 (2015 年 10 月) 1-61 頁。

(Abstract)

This paper examines the latest judicial precedents, such as Misrepresentation on Senior Communication Case and advances consideration of performance of duty of due care in Financial Instruments and Exchange Act. It is based also on the consideration of indication responsibility in practice of a Corporate Governance Code, and responsibility of Fraudulent Disclosure in English Law. It is concluded that the British method is negative for aiming at final solution about the problem of a faithless circulation indication by civil liabilities focusing on responsibility of directors, on the other side individual civil responsibility having been expanded. Although it can say that the flow of limitation of individual responsibility investigation is met as a flow of judicial precedents in our country, it is thought that there is also the accountability expansion of directors and officers in a corporate governance code as a new

金融商品取引法における「相当な注意」の考察

motion in listed companies, and now it is in a mixture phase. The change of the judicial precedent by the future soft law and hard law mix or business practice will be stated.