
種 別： 論説

タイトル： 米国のゲートキーパー責任の理論と我が国の引受証券会社の責任

著 者： 野田 耕志

所 収： 『上智法学論集』第56巻4号（平成25年3月）63-90頁

発行元： 上智大学法学会

本頁は書誌情報頁です。適宜論文本文の前に付してご利用下さい。



上智大学法学会

論 説

米国のゲートキーパー責任の理論と 我が国の引受証券会社の責任

野田 耕志

1. はじめに
2. 米国におけるゲートキーパー責任
3. ゲートキーパー責任に関する最近の理論
4. 証券引受人（投資銀行）のゲートキーパーとしての役割に関する最近の理論
5. 我が国への示唆

1. はじめに

金融商品取引法 21 条は、開示情報の正確性のための引受証券会社（元引受金融商品取引業者）のゲートキーパー責任を定めている。この責任に関して、学説における多数説は、有価証券届出書のうちの財務情報の部分（公認会計士・監査法人が監査証明をした財務諸表に係る部分）に関しても引受証券会社は注意義務を負うと説明する。その説明のために、多数説は、目論見書の使用責任を定める金融商品取引法 17 条を根拠にするが、本稿は、同条に依拠せずとも引受証券会社が財務情報の部分に関しても注意義務を負うことを説明できるのではないかと考えてい

る。

本稿では、米国における証券引受人のゲートキーパー責任に関する最近の理論を考察し、金融商品取引法21条のあるべき理解の仕方について、また、ゲートキーパー責任を課される引受証券会社の現代的役割について、示唆的な検討を行う⁽¹⁾。

2. 米国におけるゲートキーパー責任

(1) 開示情報の正確性のための証券引受人・会計士の責任

米国において、発行開示情報の正確性を認証する証券引受人および会計士は、証券法11条に基づき、登録届出書の不実開示について民事責任を負うとされている⁽²⁾。ただし、証券引受人および会計士は、証券法11条の責任を追及されたとき、次のように一定の場合に責任を免れることができる。

すなわち、証券法11条の下で、①証券引受人等、専門家でない被告は、登録届出書のうち専門家でない者により作成された部分について、

(1) なお、別稿において、財務情報に対する監査についてリスクアプローチが採られるべきとされる下で、引受証券会社は、ゲートキーパー責任のあり方として「財務諸表についてもネガティブ認証を行わなければならない」ことを論じた。拙稿「証券開示規制における引受証券会社の責任」吉原和志＝山本哲生編『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』447頁（商事法務、2011年）以下。

(2) Securities Act § 11, 15 U.S.C. § 77k. 証券法11条の下で被告になりうる者は、(1) 登録届出書に署名したすべての者（すなわち、発行会社やその主要役員）、(2) 取締役、(3) 取締役予定者で、本人の同意を得て登録届出書に氏名を記載された者、(4) 登録届出書のうち専門部分をその権威により作成し証明する会計士等の専門家、(5) 当該証券に関する全ての証券引受人、である。以上の者は、原則的に連帯して賠償する責任を負うこととなる。Securities Act § 11 (f), 15 U.S.C. § 77k (f).

証券法11条に基づき訴えを請求する原告は、原則的に登録届出書への信頼（すなわち、不実開示を信頼して証券を取得したこと）を立証する必要がなく（Securities Act § 11 (a), 15 U.S.C. § 77k (a)）、さらに、損害賠償額が法定されているためにそれを自ら立証する必要がない（Securities Act § 11 (e), 15 U.S.C. § 77k (e)）。

「合理的調査」を実施した後に、当該登録届出書が実質的に誤っておらず、または、誤解を招くものでないと信じ、かつ、そのように信じる合理的な理由を有したということを証明する場合に、被告側の抗弁が成立し、証券法 11 条の責任を免れることができる⁽³⁾。

また、②証券引受人等、専門家でない被告は、監査済財務諸表のような登録届出書のうち専門家により作成され、または、証明された部分について、当該登録届出書が実質的に誤っており、または、誤解を招くものであると信じる合理的理由を有しておらず、かつ、そのように信じなかったことを証明する場合に、抗弁が成立し、責任を免れることができる⁽⁴⁾。

さらに、③会計士のような専門家である被告は、登録届出書のうち当該専門家の権威に基づいて作成し、または、証明した書類の範囲で、①と同様の抗弁を立証することで、責任を免れることができる⁽⁵⁾。

証券法 11 条の責任規定が機能する上で中心的な役割を果たすべきとされたのが、証券引受人であった。そのような証券引受人に対する証券法 11 条責任について、その目的に照らして厳格な解釈を行ったのが、Escott v. BarChris 判決であった⁽⁶⁾。この判決で、証券引受人は、証券法 11 条に基づく抗弁を主張することができるためには、経営者の表示を単に額面通りに受け入れるだけでは足りず、証券引受人が会社に関与することが投資者の利益になるように、証券引受人は、提出される資料を確認するあらゆる合理的な試みも行わなければならないとされた⁽⁷⁾。

なお、発行開示情報のほか、継続開示情報の正確性も認証する会計士は、SEC 規則 10b-5 に基づき、「故意 (scienter)」が証明されるならば、不実開示について民事責任を負うことになる⁽⁸⁾。

(3) Securities Act § 11 (b)(3)(A), 15 U.S.C. § 77k (b)(3)(A).

(4) Securities Act § 11 (b)(3)(C), 15 U.S.C. § 77k (b)(3)(C).

(5) Securities Act § 11 (b)(3)(B), 15 U.S.C. § 77k (b)(3)(B).

(6) Escott v. BarChris Construction Corporation, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

(7) *Id.* at 697.

(2) Kraakman のゲートキーパー責任理論

Kraakman は、事実上の監視役として関係者等を直接的に関与させることによって、第一次的な違法行為者の違法行為を抑止する二次的責任につき、「ゲートキーパー責任」と名付け、この有効性を論じる⁽⁹⁾。

ゲートキーパーに課されるべき法的サンクションについて、Kraakman は、ゲートキーパーが違法行為者から提供される利益のためにその役割を果たさないとするようなゲートキーパーの「墮落」を考慮するならば、とりわけ違法行為が重大な場合、ゲートキーパーが最善なパフォーマンスを行うようにサンクションを制限的に設定すべきではなく、ゲートキーパーが得るだろう利益に合わせてサンクションを設定しなければならないと論じる。さらに、ゲートキーパーに課されるべき義務について、Kraakman は、規制対象者とそのゲートキーパーとの間の関係(結びつき)が広範かつ発展的である場合、具体的な監視ルールを定めることは困難であるという。したがって、この場合、監視努力の範囲を設定するためにゲートキーパーの義務は、「合理的調査」のような包括的基準に依拠することになり、そのうえで、当該義務が有効に履行されるように予定されなければならないと Kraakman は論じる⁽¹⁰⁾。

そのうえで、Kraakman は、ゲートキーパーのサービスを規律するものとして考えられる契約および評判にはそれぞれ限界があることを論

(8) SEC 規則 10b-5 は、証券取引所法 10 条 (b) 項に基づいて SEC により制定された詐欺防止条項である (17 C.F.R. § 240.10b-5)。10 条 (b) 項は、州際通商の手段を用いて、SEC が定める規則に違反して証券の買付または売付に関して相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策を用いることを禁止し、これを受けて規則 10b-5 は、①詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること、②重要な事実について不実開示をすること、または、誤解を避けるために必要な重要事実の開示を省略すること、③詐欺もしくは欺罔となり、または、そのおそれのある行為、慣行、または、業務を行うことを禁止している。Securities Exchange Act § 10 (b), 15 U.S.C. § 78j (b)。

(9) Reinier H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 J. L. ECON. & ORG. 53, 53-54 (1986).

(10) 以上、*id.* at 78-79.

じ⁽¹¹⁾、証券引受人や会計士に民事責任を課す証券法 11 条は、有効なゲートキーパー責任を定めるものであり、とりわけ証券法 11 条の責任に基づきデュー・ディリジェンス調査を課される証券引受人は、登録届出書の正確性に対する有効なゲートキーパーの典型例であると論じる⁽¹²⁾。

(3) 開示規制の規制緩和の方向性における証券引受人の役割のあり方

Kraakman のゲートキーパー責任理論は、従来の証券募集プロセスの場合をベースとしているものと捉えることができる。Kraakman のゲートキーパー責任理論により、証券法 11 条（証券引受人）に基づいて正確性が維持される発行開示情報は、継続開示情報に比べて一層正確である（質が高い）と理解されてきたことが裏付けられる⁽¹³⁾。継続開示ではなく、発行開示が、開示される情報の正確性を高め、維持してきたということができる。

しかしながら、ゲートキーパー責任理論に沿った形の、証券引受人を役割の中核に据えるゲートキーパー責任手法と実際上の証券引受人によるデュー・ディリジェンス調査の困難性との間のギャップが、とりわけ、開示規制の規制緩和として 1980 年代に SEC により採用された統合開示制度⁽¹⁴⁾、および、一括登録制度⁽¹⁵⁾との関係で認識されてきた。す

(11) 以上、*id.* at 95-99.

(12) 以上、*id.* at 79-80, 82-83, 99. *See id.* at 83 n. 90. 証券法 11 条が課す包括的な注意義務は、証券引受人のゲートキーパー能力に影響を与える大きなコストをもたらすということが考えられる。しかしながら、証券引受人を中心としたゲートキーパー集団は、洗練された調査手続を自ら発展させ、適切にコストに対応してきた。*Id.* at 80, 83. *See Reinier H. Kraakman, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 *YALE L.J.* 857 (1984).

(13) *See Merritt B. Fox, Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis*, 70 *VA. L. REV.* 1005, 1025-34 (1984).

(14) 統合開示制度の採用について、*Securities Act Release No. 33-6383 (March 3, 1982)*を参照。また、統合開示制度の採用による証券引受人のデュー・ディリジェンス調査の困難性については、*Securities Act Release 33-6335 (August 6, 1981)*も参照。統合開示制度に始

なわち、ここでいうギャップとは、開示規制において責任を課せられる証券引受人のゲートキーパーとしての機能の有効性が認められているにもかかわらず、實際上証券引受人のデュー・ディリジェンス調査の困難性が存在しているのではないかといわれてきたことを意味する⁽¹⁶⁾。

経験・規模が十分である発行会社について取引所法下の報告書を参照方式で証券法下の登録届出書に組み込むことを認める統合開示制度の下で、証券引受人は、継続開示情報（取引所法報告書）を継続的に監視することを要請されることになった。さらに、同様の発行会社について従来の証券募集プロセスとは異なり募集準備期間が短期間な「促進された証券募集（expedited offerings）」を認める一括登録制度の下で、証券引受人は、時間的制約のなかで開示情報の正確性を審査することを要請されることになった。

また、ここでいうギャップは、統合開示制度および一括登録制度の発展型として、さらなる開示規制の規制緩和のために予定された、1996年 SEC 諮問委員会の会社登録制度の勧告⁽¹⁷⁾、および、1998年の SEC

まる開示規制の規制緩和は、Cohen の見解がきっかけになったと理解されている。See Milton H. Cohen, "Truth in Securities" Revised, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966). なお、神崎克郎「発行開示と継続開示」証券研究 68 巻 3 頁（1983 年）、森田章「開示の手続と責任」証券研究 68 巻 57 頁（1983 年）参照。

- (15) 一括登録制度の採用について、Securities Act Release No. 33-6499 (November 17, 1983) を参照。また、一括登録制度の採用による証券引受人のデュー・ディリジェンス調査の困難性については、Release No. 33-6423 (September 2, 1982) も参照。なお、龍田節「証券の一括登録制（Shelf Registration）」証券研究 68 巻 27 頁（1983 年）参照。
- (16) See John C. Coffee, Jr., *Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration*, 52 WASH & LEE L. REV. 1143, 1169 (1995). See also JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN AND DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASE AND MATERIAL* 643-45 (1991); ABA Committee on Federal Regulation of Securities, *Report of Task Force on Sellers' Due Diligence and Similar Defenses Under the Federal Securities Laws*, 48 BUS. LAW. 1185 (1993).
- (17) 資本形成および規制手続に関する SEC 諮問委員会の最終報告書について、available at <http://www.sec.gov/news/studies/capform/capffull.txt>. なお、青木浩子「米国証券開示規制の改正案の概要（Ⅰ）（Ⅱ）（Ⅲ・完）」商事法務 1482 号 13 頁、1483 号 15 頁、1484 号 33 頁（1998 年）、同「アメリカの証券取引委員会資本形成規制手続小委員会 1996 年

の開示規制改革の提案⁽¹⁸⁾において改めて浮き彫りにされた。

3. ゲートキーパー責任に関する最近の理論

エンロン事件をきっかけとして、継続開示情報のうちの財務情報の正確性を担保する会計士の民事責任のあり方が問題となり、会計士を含むゲートキーパーのサービスの不履行を一層有効に抑止するための責任体制について、近年、学説上で議論されている。

(1) Partnoy の見解・Coffee の見解——賠償責任額が制限される無過失責任

近年、違法行為の抑止のために行為者に対して無過失責任を課すことの有用性が一般的に議論されてきたこととの関係で⁽¹⁹⁾、従来、法定のゲートキーパー責任を課されてきた者、あるいは、会計士を念頭において、ゲートキーパーについても無過失責任を課すことによるサービスの不履行の抑止が図られるべきことが一部の論者によって主張されてきた⁽²⁰⁾。

7月24日最終報告書の抄訳」千葉大学法学論集12巻4号119頁(1998年)、山下友信「会社登録制度」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』58頁(1998年、日本証券経済研究所)、中村俊夫「アメリカの会社登録制度案の背景(上)(中)(下)」証券レビュー38巻5号42頁、7号49頁、9号33頁(1998年)参照。

(18) 1998年のSECの開示規制改革の提案について、*See Securities Act Release No. 33-7606 (November 3, 1998)*. なお、中村俊夫「1998年SEC「航空母艦」提案について(上)(中)(下)」証券レビュー39巻3号33頁、4号55頁、6号54頁(1999年)参照。

(19) 違法行為者に対して厳格責任を課すことは、その者に違法行為の社会費用を内部化させ、行為のレベルを最適化させることになるために、社会的に望ましいという見解が論じられている。*See STEVEN SHAVELL, FOUNDATION OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 177-93 (2004)*. なお、我が国における研究として、藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト1228号25頁(2002年)、森田果=小塚莊一郎「不法行為の目的——「損害填補は主要な制度目的か」NBL 874号10頁(2008年)参照。

(20) Frank Partnoy, *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability*

ゲートキーパーに対して無過失責任を課すことのメリットは次の通りである⁽²¹⁾。無過失責任は、①ゲートキーパーに対して用心深くさせ、デュー・ディリジェンスを行う大きなインセンティブを与え、②過度に危険な会社をクライアントとすることを拒絶することによって、ゲートキーパーとしての活動の程度を制限することを可能とさせ、③裁判所および規制者の双方が注意義務を正確に定義しなければならないという身動きできない立場に陥ることを回避させ、これにより取引費用を減らし、予見可能性を高めることを可能とする。

なお、ゲートキーパーに対して無過失責任を課すことが適切とされる条件として、ゲートキーパーが、①違法行為が行われる可能性に基づきクライアントに課す報酬を差別化することができること、②全てのクライアントの違法行為を完全に排除することができる合理的な手段を有していることが挙げられる⁽²²⁾。

ゲートキーパーに対する無過失責任がゲートキーパーの報酬の上昇につながり、それに伴い資本市場へ不都合な影響をもたらす問題を克服するべく、Partnoy⁽²³⁾、および、Coffee⁽²⁴⁾は、ゲートキーパーの賠償責任額に制限（責任限度額）を設ける無過失責任制度を提案する。PartnoyとCoffeeのそれぞれの提案について、契約で適切な限度額を定められるのか、あるいは、限度額の基準となる年間報酬額に乗じる数字をいくらにすべきか、という問題がありうるが、両提案は、ゲートキーパーに課さ

Regime, 79 WASH. U. L.Q. 491, 540-46 (2001); John C. Coffee Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 B.U.L. REV. 301, 345-53 (2004)。なお、黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保——民事責任と課徴金——」金融研究25巻法律特集号69頁（日本銀行金融研究所、2006年）、高橋真弓「監査人に対する法的規制の再考察——ゲートキーパー論を参考に——」南山法学29巻4号29頁（2006年）以下参照。

- (21) Coffee, *supra* note 20, at 346-47; Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, 77 S. CAL. L. REV. 53, 59, 114 (2003).
- (22) Hamdani, *supra* note 21, at 102.
- (23) Partnoy, *supra* note 20, at 540-46。なお、黒沼・前掲注(20)81-82頁参照。
- (24) Coffee, *supra* note 20, at 345-53。なお、黒沼・前掲注(20)82-83頁参照。

れるペナルティーを所定のレベルに減じることで、資本市場に与えるゲートキーパー責任（無過失責任）の不都合な影響を緩和しようとするものである。

しかし、Hamdani は、これらの提案に対して本質的な批判を加える。すなわち、これらの提案は、社会的な損失とは異なるサンクションを認めることにより、クライアントを監視する十分なインセンティブをゲートキーパーに与えることに至らず、その結果、無過失責任の本質的な利点を損なうものである⁽²⁵⁾。

(2) Hamdani の見解——立証責任が転換された過失責任

Hamdani は、特に会計士に関して、継続開示情報のうちの財務情報の正確性を認証するサービスについて、現行の証券法 11 条が定めるゲートキーパーのデュー・ディリジェンス抗弁と同様の抗弁を認める責任を設けるべきである旨を提案する⁽²⁶⁾。この提案の下、会計士の過失（詐欺的行為を発見できなかったこと）につき立証責任が会計士側に転換されることになる。

会計士に認められる抗弁は、不実開示を発見することが会計士の能力を超えることが明らかな場合に会計士が責任を回避することを可能とし、このような場合に責任を認めることで（何らの利点をももたらすことなく）ただ監査報酬だけが上昇するということ избежатьことができる⁽²⁷⁾。さらに、会計士の過失についての立証責任を会計士側に転換することは、過失責任の体制の下で裁判所や規制者が情報の欠如により注意義務違反の存否に関する適切な判断を下せないという問題を緩和することになる⁽²⁸⁾。

(25) Hamdani, *supra* note 21, at 118 n186. また、Hamdani は、無過失責任の体系の下、ゲートキーパーは違法行為のリスクに応じてクライアントを事前に選別（識別）することができないため、この点でも本質的に問題があると論じる。 *Id.* at 72-74.

(26) *Id.* at 119.

(27) *Id.*

この Hamdani の提案は、さしあたり継続開示における会計士との関係で示されるものであるが、過失責任の体制の下で考慮される問題点を克服すべく、証券法 11 条で定められるデュー・ディリジェンス抗弁を認めるというような過失の立証責任を転換させる責任手法は、ゲートキーパー一般において有効なものであるということが確認される。

(3) Tuch の見解——複合的に存在するゲートキーパーのための責任のあり方

Tuch は、ゲートキーパーが相互に関係し合い、複合的に存在するという特徴に焦点を当て、あるべきゲートキーパー責任の体系を探る⁽²⁹⁾。

Tuch によれば、法律家（弁護士）、投資銀行、および、会計士の複数のゲートキーパーは、証券市場の詐欺的行為から投資者を守る監視網を相互に関連して作り上げているが、ゲートキーパー責任に関する従来の論者の見解は、以上の複数のゲートキーパーが会社の行為にそれぞれ複合的に関与しているという事象を見過ごしており、ゲートキーパーに関する典型的な概念について単一のものと捉えている点に問題がある⁽³⁰⁾。

すなわち、ある違法行為について「複数の」ゲートキーパーが相互に関係しながら注意を果たすことによって最適に抑止されうることから従来の見解の論者は認識してこなかったのである⁽³¹⁾。

(28) *Id.* Hamdani は、会計士に課されるべき認証義務の妥当性について次のように説明する。すなわち、会計士は、従来 Form10-K で提出される財務情報について既に確立された監査手続を実施しており、それゆえ、発行会社の当該情報の正確性を認証することができる立場にあり、そのような会計士に対して財務情報の認証義務を課することは、発行会社が投資者を騙しうる様々な発展的類型を事前に予測することを規制者に必要とさせることなく、会計士に対して会社の開示情報を適切に調査するインセンティブを与えることになる。*Id.* 117-18.

(29) Andrew F. Tuch, *Multiple gatekeepers*, 96 VA. L. REV. 1583 (2010). なお、拙稿「論文紹介」アメリカ法 [2011-2] 533 頁 (2012 年) 参照。

(30) *Id.* at 1585, 1590-91.

(31) *Id.* at 1585, 1601-02, 1620.

○ あるべき責任体系の評価——無過失責任か過失責任か

Tuch は、考えられる責任体系について以下の5つに分け、複数のゲートキーパーが相互に依存してクライアントに対して注意・監視を行うのに最適な責任体系はどれかを探る⁽³²⁾。

① 無過失責任（事後的な求償関係が認められる連帯責任）

この責任体制の下では、ゲートキーパーが共に協力し合うことなく、所定の過誤のリスクに応じて注意・監視を行うかどうかを決定する上でお互いが別個に行動するということが考えられるため、ゲートキーパーが最適な注意・監視を行うことは期待できない。この責任体系の下、注意・監視を行わないことにより増加する責任コストよりも注意・監視のコストが上回るならば、ゲートキーパーは注意・監視を行わないことを選択するが、複数のゲートキーパーが責任を負う場合にはこれが生じうる。このことは、ゲートキーパーが責任を分担する割合、および、違法行為の抑止に関与すべきゲートキーパーの数に関わりなく証明される⁽³³⁾。

(32) *Id.* at 1623-31.

(33) 以上、*id.* at 1625-27. Tuch は、次のような数例を示して具体的に説明する。

たとえば、弁護士（法律事務所）と会計士（会計事務所）の二者のゲートキーパーが、1,000の社会的損失をもたらす証券詐欺（securities fraud）のリスクに関与している場合を考える。また、二者のゲートキーパー間で責任が均等に分配されることになる無過失責任を考える。以下の表は、所定の責任体系の下で各ゲートキーパーの行動とコストの関係を示すものである。

各ゲートキーパーは注意・監視を行うかどうか	注意・監視のための各ゲートキーパーのコスト	各ゲートキーパーにより行われる注意・監視に応じた証券詐欺の可能性（確率）	証券詐欺の期待コスト	総コスト
弁護士, 会計士	弁護士, 会計士			
No, No	0, 0	10%	100	100
Yes, No	8, 0	9%	90	98
No, Yes	0, 6	9%	90	96
Yes, Yes	8, 6	8%	80	94

両方のゲートキーパーが注意・監視を行う場合、違法行為の総コスト（違法行為の期

② 無過失責任（事後的な求償関係が認められない連帯責任）

結論は①と同じである。すなわち、ゲートキーパーは、注意・監視のコストが責任コストを上回るならば、注意・監視を行わないことを選択するが、この責任体系の下での責任コストは、原告が当該ゲートキーパーを訴えの対象とするかどうかの可能性によって決まるものであり、それは連帯責任を負う確率（つまり、割合）によって表されるからである⁽³⁴⁾。

③ 過失責任（事後的な求償関係が認められる連帯責任）

この責任体系の下、ゲートキーパーは注意・監視を怠って、それにより注意・監視のコストを回避することができるが、第一に、複数のゲートキーパーのうちの単独で怠る場合（他のゲートキーパーが注意・監視を行っていたならば）、違法行為の全ての責任コストを負担することになる（他のゲートキーパーは注意・監視を行っていたために負担しない）。第二

待コストと注意・監視のコストの合計）は最小化され、最適な抑止が達成されることになる。しかし、ここで無過失責任の体系が最適に注意・監視を行うように各ゲートキーパーを動機づけるかどうかの問題となる。

弁護士の行動パターンを考える。会計士が注意・監視を行わないという場合に、弁護士自らも注意・監視を行わないときは弁護士の責任は50（違法行為の期待コスト100の50%）になり、自らは注意・監視を行うときは弁護士の責任は45（違法行為の期待コスト90の50%）になる。他方で、会計士が注意・監視を行うという場合、弁護士自らは注意・監視を行わないときは弁護士の責任は45（違法行為の期待コスト90の50%）になり、自らは注意・監視を行うときは弁護士の責任は40（違法行為の期待コスト80の50%）になる。会計士が注意・監視を行うかどうかに関係なく、弁護士は注意・監視を行うことで責任を5減少させることができる。しかし、注意・監視のコスト8は、減少させることができる責任5を上回るため、弁護士は、注意・監視を行うことが社会的に望まれることであるとしてもそのインセンティブを欠くことになる。以上のことは会計士の行動パターンでも同様となる。以上、*id.* at 1625-26.

また、Tuch は、以上の検討の下、無過失責任の体系で分配される責任の割合が変化する場合でも、各ゲートキーパーに対して最適に注意・監視を行うように動機づけることにならないこと（すなわち、会計士の責任割合の増加は、会計士に対して注意・監視を行わせることに至るが、他方で、弁護士が注意・監視を行うインセンティブを減殺することになる）、さらに、ゲートキーパーの数が増えた場合でも同様に最適な注意・監視はもたらされないことを明らかにする。*Id.* at 1627.

(34) 以上、*id.* at 1627-28.

に、複数のゲートキーパーのいずれもが注意・監督を怠るならば、違法行為の責任コストうちの分担割合について責任を負うことになる。以上のことから、共同不法行為の責任と同様にいえることであるが、ゲートキーパーは、他のゲートキーパーの行動がどうであれ、注意・監視を行うことがよりよい選択肢であると考えられることになる。この責任体系の下ではどのゲートキーパーも最適に行動するように導かれるのである。以上の結論は、ゲートキーパーの数が増えても同様である。なお、違法行為の総コストが注意・監視の総コストを上回る状況では、少なくとも一部の者は注意・監視を行わないことにより省くことのできるコストよりも多くのものを払わなければならないため、全てのゲートキーパーが過失ある行動をとることは非合理的である⁽³⁵⁾。

④ 過失責任（事後的な求償関係が認められない連帯責任）

結論は③と同じである。すなわち、この責任体系の下での責任コストは、原告が当該ゲートキーパーを訴えの対象とするかどうかの可能性によって決まるものであり、それは連帯責任を負う確率（つまり、割合）によって表されるからである⁽³⁶⁾。

⑤ 過失責任（個別責任）

この責任体系の下、過失あるゲートキーパーは、違法行為に寄与した程度において責任の一部分しか負担しないことになるが、最適に注意・監視を行うかどうかは、ゲートキーパーの数、および、利益と損失の相関によって決まることになるため、この責任体系は効率的でない。要するに、個別責任が採られる過失責任の体系は、ゲートキーパーに対して、過失ある行動を行おうとするインセンティブをもたらすため、非効率である⁽³⁷⁾。

Tuch によれば、ゲートキーパーが違法行為の抑止のために最適に注

(35) 以上、*id.* at 1629.

(36) 以上、*id.* at 1630.

(37) 以上、*id.* at 1630-31.

意・監視を行うのは、連帯責任に基づく過失責任の体系のみであることが明らかにされる。

○ 連邦証券諸法におけるゲートキーパー責任の規定の評価

Tuch は、複合的に関係するゲートキーパーの責任について、以上の分析が大きな意味を有するのが、登録届出書のうちの非専門家作成部分についてゲートキーパーが責任を負う場合であるとする⁽³⁸⁾。

証券法 11 条の下、ゲートキーパーのうちで証券引受人が非専門家作成部分について一義的に責任を負うことが定められている。

Tuch は、ここで証券引受人と専門家（会計士）が関係する場合を考えるならば、証券法 11 条の下、証券引受人が信頼・依拠するゲートキーパー（会計士）によって行われた注意・監視について証券引受人が審査を受ける（他のゲートキーパーによって行われた注意・監視について証券引受人が行ったものとして責任を負う）とされるべきであると論じる⁽³⁹⁾。複数のゲートキーパーの行為について責任を負わされることになる証券引受人は、ゲートキーパー間で効率的に責任を配分しようとする強力なインセンティブを有することになり、また、責任分担のための積極的な交渉を行うことになり、さらに、専門家の規制組織（団体）が推奨する定型的な確認書を受領することを拒否することになるということが論じられる⁽⁴⁰⁾。これにより、違法行為のリスクに関与しうる複数のゲートキーパーが注意・監視を行うインセンティブが適切に与えられることになるのである。

他方で、Tuch は、登録届出書のうちの専門家作成・証明部分についての証券法 11 条のゲートキーパー責任について、複数のゲートキーパーによるあるべき責任の体系を反映するものであると論じる⁽⁴¹⁾。すな

(38) *Id.* at 1648. See Securities Act § 11(b)(3)(A), 15 U.S.C. § 77k(b)(3)(A).

(39) *Id.* at 1653.

(40) *Id.*

わち、レッドフラグが存在する場合、証券引受人は、信頼の抗弁への依拠が妨げられ、自らさらなる調査を行う積極的な義務を課されることになるが、これは、専門家と証券引受人が証券法 11 条の責任に服する下で、複数のゲートキーパーにより違法行為が最適に抑止されると理解されるのである⁽⁴²⁾。

4. 証券引受人（投資銀行）のゲートキーパーとしての役割に関する最近の理論

継続開示情報が発行会社の情報開示の中心となり、さらに、機動的な証券募集を可能とさせる開示規制の規制緩和の方向性のなかで、証券引受人が開示情報の正確性のためにゲートキーパーとして従来果たしてきた役割の必要性について、近年、学説上で議論されている。

(1) Choi の見解——地位ベースの責任制度・自主設定責任制度の提案

Choi は、開示情報の正確性を維持する手法について、証券引受人の評判のみならず、発行会社の評判や、発行会社の規模・経験、または、機関投資者の存在等、開示情報の正確性のために機能する、証券市場における様々な私的イニシアティブの存在を総合的に考慮するならば、従来通りに一様に厳格な責任を証券引受人に課することが有効だとする、証券法 11 条に基づくゲートキーパー責任手法はただコストをもたらすだけであり、第三者がゲートキーパーとして誠実に行動する私的インセンティブが最も大きい、大規模で一層多くの資本額を有する会社の場合、そのゲートキーパーは、証券法 11 条責任から免責されるべきであると主張する⁽⁴³⁾。

(41) *Id.* at 1654–55. See Securities Act § 11(b)(3)(C), 15 U.S.C. § 77k(b)(3)(C).

(42) See *In re Worldcom, Inc. Sec. Litig.*, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

その具体的な提案として、Choiは、ゲートキーパーが自ら負担する責任を自主的に設定し、それを行政当局に申告する「自主設定責任制度」の有用性を主張し、この第三者責任制度が証券引受人のために利用されるべきであると論じる⁽⁴⁴⁾。

(2) Coxの見解——開示情報の正確性審査の「スピード・バンプ」を定期的開示に設けるべき

Coxは、様々な私的インセンティブが存在することを背景とした上で、原則的に経験のある発行会社については、発行会社、上級役員、取締役（および、会計士）だけに定期的なデュー・ディリジェンス責任（3年ごと）を課すことによって、開示情報の正確性を維持することができると主張する⁽⁴⁵⁾。このCoxの見解は、機能的にみて証券募集時に証券引受人を中心に分担されてきた開示情報の正確性のための責任を、証券募集時ではなく定期的に予定されるものとしてこれら会社関係者に分担させる手法と考えられうる。

(3) Langevoortの見解——定期的開示のための内部統制システムへの依拠

Langevoortは、証券募集時であっても発行会社に関する情報の中心源が継続開示情報であることを特に考慮し、また、促進された証券募集の時代においてデュー・ディリジェンスを実施することの困難性を考慮し、経験ある発行会社について、発行会社以外の関係者は、証券募集時以外に負うとされる責任（すなわち、Rule 10b-5のサイエンターが立証さ

(43) Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status-Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. REV. 567, 584-87, 596-97 (1997).

(44) Stephen Choi, *Market Lessons for Gatekeepers*, 92 NW. U.L. REV. 916, 951-58, 962-65 (1998).

(45) James D. Cox, *The Fundamentals of an Electronic-Based Federal Securities Act*, 75 WASH. U. L. Q. 857, 883-86 (1997).

れるときに負う責任)を除き、証券募集時にいずれの責任にも服さないとすべきであると論じ、証券引受人に証券法 11 条の責任を課すことをやめるべきことを論じる⁽⁴⁶⁾。

Langevoort は、継続開示の情報の質の改善は会社の内部統制システムを通じて達成されるべきことを提案する⁽⁴⁷⁾。

(4) Coffee の見解——継続開示情報の認証のために弁護士(外部カウンセル)を利用すべき

Coffee も、証券募集時における証券引受人の厳格な責任を減じることについて好意的に考えている⁽⁴⁸⁾。他方で、Coffee は、継続開示情報の質が低いことを懸念し、継続開示における弁護士(外部カウンセル)のゲートキーパーとしての必要性を論じる⁽⁴⁹⁾。

弁護士のゲートキーパーの可能性および責任(義務)の必要性は、米国においてエンロン事件をきっかけとして浮き彫りとされることになった。サーベンス・オクスレー法 307 条は、開示書類の作成における弁護士の専門家責任を SEC が規定できる旨を定めた⁽⁵⁰⁾。同法に基づき SEC

(46) Donald C. Langevoort, *Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, 63 *Law & Contemp. Probs.*, Summer 2000, at 45, 47-48, 66-68.

(47) *Id.* at 62.

(48) JOHN C. COFFEE, JR., *GATEKEEPER*, at 352 (2006); Coffee, *supra* note 16, at 1166-68.

(49) John C. Coffee, Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 *COLUM. L. REV.* 1293, 1298 (2003). 弁護士のゲートキーパー性について、Coffee は、弁護士が「評判資本」を通常有しており、会社(クライアント)との関係で重要な取引および行政上の手続の承認を阻止し、または、遅延させることができる立場にいるという点で、ゲートキーパーとしての性格を有すると述べる。さらに、このことは、特に証券弁護士について最も当てはまるのであり、証券弁護士は、単に SEC に不満または不安を表示することによって、登録届出書を有効にさせることを潜在的に阻止することができることと論じる。See also Coffee, *supra* note 20, at 309. また、仮屋広郷「米国企業会計改革法と法曹倫理——アメリカにおける証券弁護士のゲートキーパー規制と守秘義務をめぐる議論からの示唆——」一橋論叢 135 号 1 号 25 頁(2006 年)、釜田薫子「米国会社の法遵守における弁護士の役割(一)(二・完)——エンロン事件が与えた影響について——」大阪市立大学法学雑誌 51 巻 3 号 1 頁(2005 年)、53 巻 2 号 138 頁(2006 年)参照。

(50) See Sarbanes-Oxley Act of 2002 § 307, 15 U.S.C. § 7245.

は、「up-the-ladder」義務の他、発行会社における違法行為をSECへ報告しなければならぬという「noisy withdrawal」義務を提案した⁽⁵¹⁾。

これに対して、Coffeeは、弁護士に対して、発行会社の違法行為を報告する義務（noisy withdrawal義務）よりも、開示情報の正確性についての一般的な認証義務を負わせるべきであると提案する⁽⁵²⁾。Coffeeは、継続開示情報との関係で課せられるこの認証義務について、特に、財務情報以外の開示情報の認証を行わせることになるので重要であると論じている⁽⁵³⁾。しかしながら、調査能力の問題から弁護士にデュー・デリジェンス調査を要求して正確性を担保させることは不可能であるということ considering、Coffeeは、情報が重要な点について誤っており、または、誤解を招くものであると信じる理由を有しておらず、かつ、そのように信じなかったという「ネガティブ認証」だけを弁護士に課すべきであると提案する⁽⁵⁴⁾。

(5) Foxの見解——証券募集時の証券引受人のゲートキーパー責任を継続開示情報のために定めるべき

以上の見解と異なり、Foxは、従来、証券引受人が果たしてきた開示情報の正確性のためのゲートキーパーとしての役割、および、その責任を重要視し、これを継続開示のなかに取り込むべきことを提案する⁽⁵⁵⁾。

(51) SECは、当初、①証券規制に関連する違法行為を弁護士が発見した場合に、当該弁護士は法律顧問・CEOまたは取締役会（委員会）に報告しなければならないとする義務（up-the-ladder obligation）の他に、②違法行為に対して適切な対応が取られなかった場合に、弁護士は辞任し、さらに、SECへ通告しなければならないとする義務（noisy withdrawal obligation）を提案した。SEC, Implementation of Standards of Professional Conduct for Attorneys, Securities Act Release No. 33-8150 (November 21, 2002).

しかし、②については、規則制定において採用されなかった。SEC, Implementation of Standards of Professional Conduct for Attorneys, Securities Act Release No. 33-8185 (January 29, 2003).

(52) Coffee, *supra* note 49, at 1295-96, 1312-15.

(53) *Id.* at 1312.

(54) *Id.* at 1314-15.

Fox も他の論者と同様に、証券募集時であっても、発行会社に関する情報の中心源が継続開示情報であることを特に考慮し、継続開示情報の正確性を高めることは、投資者保護のためのみならず、コーポレートガバナンスのため、あるいは、経済的に一層効率的な資源配分が行われることに資するため、社会的利益になるという⁽⁵⁶⁾。そして、それは、外部認証者として投資銀行（従来の証券引受人）の認証が行われることで達成可能になると論じる⁽⁵⁷⁾。

Fox は、投資銀行が継続開示情報の正確性に対するゲートキーパーとして適していることについて、次のように指摘する。

第一に、開示される情報のなかでもとりわけ重要なのは「MD&A」であるが、投資銀行のスキルは、弁護士や会計士のそれと異なり、将来のキャッシュフローを予測することを含むものであり、この関連でゲートキーパーとしての役割を果たす上で必要とされる資質・能力を備えている。第二に、継続開示情報の内容に関して弁護士または会計士の判断を必要とするならば、投資銀行は、それらに仕事を分担させる上で、統括役として責任を果たす最善の立場にいる。第三に、投資銀行は、IPO との関係で同じ役割を行うための経験を有している。投資銀行は、すでに確立されたスキルに基づき、追加的にサービスの対価を受けるという形で認証のサービスを提供することができる。第四に、投資銀行は資本・財務体制が充実しており、必要とされるデュー・デシリジェンスを行う動機が支払不能の可能性によって減殺されることがない⁽⁵⁸⁾。

○ Fox が提案する民事責任制度

継続開示情報の正確性を高める上で、投資銀行のゲートキーパーとし

(55) Merritt B. Fox, *Civil liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237 (2009). なお、以上の見解について、*See id.* at 297-98.

(56) *Id.* at 252, 253-269.

(57) *Id.* at 277-78.

(58) 以上、*id.* at 278.

ての役割を重要視する Fox は、具体的に以下のような民事責任制度を提案する⁽⁵⁹⁾。

① 発行会社の責任

【証券募集時以外の開示違反における発行会社の責任——責任なし】

証券募集時以外について発行会社は民事責任を課されないこととする。これは、現行の米国法と異なるものであり、継続開示情報における不実開示を原因とする、Rule 10b-5に基づく「市場詐欺理論」ベースの訴訟を排除することになる⁽⁶⁰⁾。

このような提案の理由について、Fox は、次のように述べる。すなわち、開示違反の判断を経営者が行った場合、取締役や役員の信認義務違反がまず問題となるのであり、この場合の第一次的な被害者は発行会社である。さらに、損失を被った者が発行会社に対して訴訟を提起するならば、その損失は究極的には訴訟時の株主によって支払われるものであり、発行会社が賠償しても結果的に「循環」が生じるだけである。このことは、市場詐欺理論ベースの訴訟に対する批判として指摘されうるのであり、不実開示において発行会社に賠償責任を追及する正当性が弱い(乏しい)ことを説明するものである⁽⁶¹⁾。

【証券募集時の開示違反における発行会社の責任——責任あり】

他方で、証券募集時における開示違反では、発行会社は損害を被った投資者に対して民事責任を負うことになる。証券募集時の発行会社に定められる責任は、証券価格を高める開示違反を犯して発行会社が利得することに対応するものである⁽⁶²⁾。

② 関係者・外部認証者の責任

【継続開示情報の開示違反における関係者・外部認証者の責任】

(59) *Id.* at 279-91.

(60) *Id.* at 279.

(61) *Id.* at 280-81.

(62) *Id.* at 282.

継続開示情報（Form 10-K）に署名する者として予定される、発行会社の取締役、役員、および、外部認証者（投資銀行、または、資本・財務体制が健全な財務専門家〔大規模なコンサルティング・ファーム等〕）は、当該継続開示情報の開示違反を理由とする民事責任を負うことになる。これらの関係者・外部認証者の責任は、事後的な求償が認められる連帯責任とされる。なお、これらの者は、デュー・ディリジェンス抗弁により責任を免れることができるとされる⁽⁶³⁾。このような責任により、従来（少なくとも一括登録制度が採用される以前に）有効に機能していた証券募集時の開示情報の正確性を維持する仕組みが、継続開示において達成されることになる⁽⁶⁴⁾。

そして、重要な点として、これらの関係者・外部認証者による賠償は、開示違反の結果として損失を被った投資者に対してではなく、発行会社に対して以下の「全体責任（total liability）」の額が支払われるべきである⁽⁶⁵⁾。

【証券引受人の責任の排除】

現行の米国法と異なり、証券募集時における開示違反について、証券引受人は民事責任を課されないこととする。提案の下での証券引受人の従来の認証の役割は、継続開示における外部認証者（投資銀行）によって担われることになる⁽⁶⁶⁾。

【全体責任（total liability）について】

全体責任は、年次報告書に開示違反があり、関係者・外部認証者がデュー・ディリジェンス抗弁を立証できない場合に、これらの者の賠償責任額を計算するために考えられる概念である。全体責任の額を決定するために、「一定の期間（一事業年度）」に証券募集による資金調達が行わ

(63) *Id.* at 284-86. なお、役員や取締役については賠償責任額に制限を設けることが考えられる。*Id.* at 287-89.

(64) *Id.* at 284.

(65) *Id.* at 284.

(66) *Id.* at 286.

れたものと仮定し、「年次報告書」を登録届出書と同様のものとみなす。一事業年度中の発行会社の実投資額、および、非流動性資産の価値増加分の合計に相当する額を (I) とする。報告書提出時における発行会社の株式価格が (P) であるとするならば、ここでの「仮定」の株式募集で売付けられた架空の株式数は、(I/P) となる。これらの前提の下、全体責任の額は、開示違反の結果としての株式価格の上昇分に (I/P) を乗じた額となる⁽⁶⁷⁾。

このように全体責任の額を観念する合理性について、Fox は次のように説明する。すなわち、企業がある投資を行う際に内部資金を利用するか、または、外部資金を調達するかに関わらず、当該投資の額に相応した強制開示プロセスに則した精査が行われてしかるべきである。とりわけ、このことは不十分な投資計画に対して内部資金が利用されるような場合に当てはまる⁽⁶⁸⁾。

5. 我が国への示唆

(1) 財務情報以外の部分に関する引受証券会社のゲートキーパー責任の内容

我が国でも、有価証券届出書の財務情報以外の部分については、ゲートキーパーのうちで引受証券会社が責任を負うと条文で定められている(金融商品取引法 21 条 1 項・2 項)。

たとえば、実務上一般化されてきたコンフォートレターの受領を公認会計士・監査法人より行うなどして、引受証券会社が公認会計士・監査法人と相互に関係してゲートキーパーとしての役割を果たしているという状況において、公認会計士・監査法人の注意・監視が十分であったか

(67) *Id.* at 285.

(68) *Id.* at 289.

どうか（または、コンフォートレターの合理性）が審査されず、公認会計士・監査法人の注意・監視（コンフォートレター）を信頼した引受証券会社は、自らの側で行われるべき注意・監視が実際に適切に行われていた限りで免責されるという解釈は、Tuch が論じる理論の下では望ましい結果をもたらさない⁽⁶⁹⁾。

そのような解釈は、公認会計士・監査法人等、引受証券会社以外のゲートキーパーが違法行為のリスク（または、その抑止）に関与するとき彼らが適切な注意・監視を行うことを確実にするように、引受証券会社が彼らに責任を分担（配分）するインセンティブを与えないことになる。コンフォートレターの受領に重要な意味があることが蔑ろになってしまう⁽⁷⁰⁾。

財務情報以外の部分について引受証券会社が責任を負うと定められる下で、他のゲートキーパーが不実開示のリスク（または、その抑止）に関与するという場合、Tuch の論じるとおり、関与する全てのゲートキーパーの注意・監視について引受証券会社が第一次的に責任（注意義務）を負うと理解すべきこととなる。

(2) 財務情報の部分に関する引受証券会社のゲートキーパー責任の内容

公認会計士・監査法人が監査証明をした財務諸表に係る部分（財務情報の部分）について、公認会計士・監査法人はもちろんのこと、引受証券会社も相当の注意を尽くすべき義務を負うとの見解が、我が国での多数説である⁽⁷¹⁾。

(69) Tuch, *supra* note 29, at 1651-53.

(70) *Id.* at 1652-53.

(71) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』190-191頁（商事法務、2011年）、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第1巻）定義・情報開示』277頁以下〔加藤貴仁〕（金融財政事情研究会、2011年）、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』289-290頁（青林書院、1987年）、神崎克郎「証券取引法上の民事責任」『大森先生還暦

このような見解について、違法行為のリスク（または、その抑止）に関与しうる者に対して注意義務基準による条文に基づく責任（連帯責任）を負うことを明確にし、不実開示の最適な抑止を予定するものと評価することができる。

多数説は、その根拠について金融商品取引法17条の目論見書の使用者責任との関係で説明する。しかし、Tuchの見解を参考にするならば、公認会計士・監査法人と引受証券会社の不実開示に対する関与の関係、および、その抑止のための義務の根拠は、共同不法行為の責任（民法719条1項）から説明されてしかるべきである。

共同不法行為（狭義）の成立要件について、判例は、各人の行為が独立の不法行為としての要件を備えており、かつ、各行為者の間に共同関係があることが必要となるが、ここでの共同関係は「客観的関連共同」で足りるとしている⁽⁷²⁾。

客観的関連共同で足りるという点について学説上議論があるが、少なくとも、各人が他人の行為を利用し、他方で自分の行為が利用されていることを容認しながら行為を行っている場合は、共同関係があるといえる⁽⁷³⁾。これは、引受審査（デュー・ディリジェンス）における引受証券会社と公認会計士・監査法人の関係に当てはまる。ここでは、互いに関連しあいながら、注意義務を果たすことが要求される。

金融商品取引法21条1項・2項は、共同不法行為の責任の特則を定めるものと位置づけられるのである。

記念商法・保険法の諸問題』233-235頁（有斐閣、1972年）など。多数説と異なる見解を支持するものとして、神田秀樹監修『注解証券取引法』136頁（有斐閣、1997年）、渡辺豊樹＝奥村光夫＝長谷場義久＝松川隆志＝田中誠二『改正証券取引法の解説』46頁（商事法務研究会、1971年）がある。

(72) 大判大正2年4月26日民録19巻281頁、最判昭和43年4月23日民集22巻4号964頁参照。

(73) 四宮和夫『現代法律学全集10』事務管理・不当利得・不法行為（下）783頁以下（青林書院、1985年）、前田達明『現代法律学講座14』民法Ⅳ2（不法行為法）180頁以下（青林書院新社、1980年）。

そのうえで、このような理解の下で、金融商品取引法 21 条 2 項 3 号の引受証券会社の免責事由をどのように解釈するかが問題になるが、公認会計士・監査法人との間の具体的な役割分担の観点からいうならば、財務情報の部分について第一次的に正確性を担保すべきは、その監査を行う公認会計士・監査法人であり、引受証券会社は、それを信頼することができる立場にいる。それを明示するのが 21 条 2 項 3 号である。ただ、それを絶対的に（あるいは、盲目的に）信頼することは法が予定していることではない。

公認会計士・監査法人に財務情報の調査を任せ、また、それを信頼する引受証券会社は、そこでの公認会計士・監査法人への信頼があらゆる状況において合理的でなければならないことが要求される。すなわち、引受審査（デュー・ディリジェンス調査）を実施する引受証券会社は、財務情報の正確性のために公認会計士・監査法人が実施する監査手続について仮に自らが調査することになるならば実施すべきものを合理的に行ったかを確認することが求められ、あるいは、引受審査の過程で発行会社の不実の財務情報の可能性のリスクを発見・評価したならば、自らも調査して財務情報に不実がないかどうかを確認することが求められると理解されなければならない。あるいは、財務情報の部分に不実開示がないかどうかについてネガティブ・チェックが求められると理解されなければならない（米国証券法 11 条 (b) (3) (C) と同様である）⁽⁷⁴⁾。

(74) 拙稿・前掲注 (1) 480-485 頁参照。なお、金融商品取引法 17 条の目論見書の使用者責任との関係で説明する多数説の下では、ライツ・オフリングの場合、目論見書が作成も使用もされず、17 条の責任を負う者がいないことから、引受証券会社について文言通りに金融商品取引法 21 条が適用され、財務諸表の虚偽記載につき悪意でなければ責任を負わないことになるのか、という疑念が指摘されていた。これについて、黒沼悦郎「ライツ・オフリングにかかる金融商品取引法の改正について (1)」18 頁（大阪金融商品取引法研究会報告、2012 年 1 月）http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research/21156 参照。

(3) 継続開示情報について投資銀行（証券会社）が外部認証者となること

我が国においても、アメリカと同様に、継続開示情報が発行会社の情報開示の中心となり、さらに、機動的な証券募集を可能とさせる開示規制の規制緩和が進んでいる。引受証券会社は、参照方式・組込方式による届出制度、および、発行登録制度の下で、継続的デュー・ディリジェンス・プログラムを実施するなどして、発行会社の証券募集に備えた継続開示情報の定期的な調査を行うことが求められる環境にいた⁽⁷⁵⁾。

継続開示情報の正確性が高められ、また、維持されるべきことは、投資者保護との関係で、あるいは、社会的利益との関係で重要である。継続開示情報について投資銀行（証券会社）が外部認証者として設定され、その不実開示において外部認証者が責任を負うことを定める規定を設けることには意義があるように思われる⁽⁷⁶⁾。

(4) 継続開示情報の不実開示において発行会社の責任を認めないとする

平成16年証券取引法改正により、現在の金融商品取引法21条の2が設けられ、発行会社が継続開示情報の不実開示に対して責任を負うことになったが、学説では発行会社が無過失責任を負うことに対して疑問が示されているところである⁽⁷⁷⁾。

(75) 参照方式および組込方式が利用される場合、継続開示情報（有価証券報告書、半期報告書や臨時報告書、または、四半期報告書）は有価証券届出書や所定の日論見書の内容となり、その場合の継続開示情報の不実開示は、発行開示情報の不実開示についての民事責任が追求されうることになる。継続開示情報が参照されることとなる発行登録書等についても同様である。

(76) 投資銀行（証券会社）が継続開示情報の認証を行わなければならないとすると、それにかかるコストの問題が考えられるが、社会的重要性を有する継続開示情報の正確性のために、社会全体で負担されるべき必要な費用と考えられるかどうかは鍵となるだろう。See Fox, *supra* note 55, at 300-01.

しかし、Fox が指摘する点であるが、発行会社が投資者へ賠償しても、その費用は賠償を求めた株主（投資者）に循環するだけのものである。そもそも発行会社が不実開示の被害者であり、第一次的にはその開示を作成した（関与した）者の責任が問われるべきであり、また、不実開示が抑止されるように責任規定が設けられるべきとする考え方は、我が国においても当てはまりうる⁽⁷⁸⁾。

継続開示情報の不実開示において、発行会社は責任を負わないこととし、他方で、発行会社の関係者、および、外部認証者（投資銀行〔証券会社〕、公認会計士・監査法人）が責任を負うとすることには相応の意義があるように思われる。

(5) 継続開示情報の不実開示において発行会社の関係者・外部認証者が発行会社に対して賠償責任を負うということ

金融商品取引法や会社法の責任規定に照らして検討するならば、継続開示情報の不実開示は株主等の第三者に対する「直接損害」をもたらすものである⁽⁷⁹⁾。他方で、継続開示情報の不実開示においてそもそも発行会社は被害者であるという理解に立てば⁽⁸⁰⁾、その開示を作成した（関与した）者はまず会社に対して損害を賠償すべきという考えもありうるかもしれない。この場合の株主等に生じる損害は「間接損害」と理解されることになるだろう。

しかし、このような理解の下では会社に生じた損害の額の算定が問題

(77) 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」15頁以下（大阪金融商品取引法研究会報告、2012年5月）（http://www.ose.or.jp/self_regulation/product_trading_rule_research/21791）参照。また、行澤一人「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」（証券取引法研究会報告）別冊商事法務290号45頁（2005年）も参照。

(78) See Fox, *supra* note 55, at 279–81.

(79) 金融商品取引法24条の4、24条の4の7第4項、24条の5第5項で準用する金融商品取引法22条、および、会社法429条2項を参照。

(80) See Fox, *supra* note 55, at 280.

となる。Foxの見解では、「全体責任」というものが観念されるが、そのように擬制的に損害額を算定することが妥当なのかという問題があるだろう。

(本学法科大学院教授)