



ワールドコム事件

—財務情報の引受審査についてのリーディング・ケース

弁護士法人 北星法律事務所 弁護士

中田 直茂

証券会社にとって、会計監査人が監査をしている財務諸表記載の情報について、どのような方法で引受審査をすべきかは、難しい問題である。米国のリーディング・ケースの判決文の内容が本誌読者の皆さまのご参考になり得ると考え、ご紹介するしだいである。

■ 第1 判決の意義

不正な情報開示により社債や株式の募集等

—〈目 次〉—

- 第1 判決の意義
- 第2 事案の概要－粉飾の経緯
- 第3 ワールドコム事件における法律上の争点
- 第4 判決の概要と抄訳
- 第5 おわりに

がされ、引受証券会社が民事訴訟の被告となることがあり得る。近年、日本証券業協会が株券等および社債券の募集または売出しの引受け（IPOを除く。）につき「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」（平成24年5月9日付）を定めた。その策定過程で、米国法の最重要判例として参照されたのが、ワールドコム事件判決（In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D. NY, 2004)）である。

この判決（サマリー・ジャッジメント）後、陪審裁判開始前に、被告投資銀行10数社が応諾した和解の和解金額が当時の史上最高額となったことが有名である。しかしそれ以上に、この判決が日米でリーディング・ケースとして参照されている理由は、①引受手続きにつき詳細な事実認定をしたうえで、②引受人が、発行会社の「企業としての一生」の死命を決する重要な時期に、発行会社の情報につき特別なアクセス権を持ち、重要事実を開示せよ

と発行会社に要請できる地位（学説上ゲートキーパーともいわれる地位）にあることに着目したうえで、③財務データの正確性についても引受人が調査義務を負うことがあるという解釈論をとることを明言した点にある。すなわち、判決を書いたデニス・コート裁判官は、監査済年次財務諸表に含まれるデータについても引受人が「監査法人の会計監査を信じた」と弁解しただけで常に勝訴できるとは限らず、会計不正を疑わせる危険信号（red flag）が存在すれば、引受人が調査義務を負う旨判示した。調査義務のトリガーとなる危険信号（red flag）に当たる出来事や兆候が何かや、調査義務の具体的内容は、事案の事情しだいであるので実務対応は容易でない。

しかし、完全かつ正確な情報開示が効率的で公正な資本市場の欠かせない前提であることは日米共通なので母法の重要判例の判決文を参照される意味もあると考えご紹介する（注1）。

■第2 事案の概要—粉飾の経緯

ワールドコムは、カナダ人起業家バーナード・エバースが1983年に設立した通信会社である。1998年のMCI社買収など次々と企業買収を仕掛け、全米ナンバー2の長距離通信会社となった。しかし、2000年初頭、米欧の独占禁止当局の反対にあったスプリント社買収計画を断念した後、通信業界の競争激化の影響も重なってその株価は下落し続けてい

た。

不正会計を主導したのは、ワールドコムのCFOのスコット・サリバンである。彼の指示で、2001年4月以降2002年第1四半期終了時まで、回線使用料（line cost）の資本勘定への不正移転が行われ、費用が過少計上された。回線使用料とは、ワールドコムのような通信会社が、ブロードバンド等の通信事業を営む際に、他の通信会社に支払う費用で、通信会社の最大の費用項目である。かかる粉飾の動機は何か？投資家やアナリストは、通信会社の収益性を判断する際に「E/R比率」と略称される、通信会社の収益に占める回線使用料の比率（ratio of line cost expense to revenues）を重視していた。実際のE/R比率は50%超だったがAT&Tなどの数値と比較しても大幅に低い42%程度に収めることが意図された。

ワールドコムは2002年6月25日、過去の財務諸表に誤りがあることが分かった旨発表し、その年の秋にはチャプター11の破産申立をした。費用の過少計上額は38億52百万ドルに及んだ。投資家は、CEOのエバースのほか社債募集時の引受人10数社を被告としてクラス・アクションを提起した。

■第3 ワールドコム事件における法律上の争点

法律上の争点は、発行登録に基づく社債募集の際の財務情報の虚偽表示につき、1933年

証券法11条(b)に基づく引受人のデュー・デリジェンスの抗弁の成否であった。

被告とされた引受人は、通年・四半期の財務情報がいずれも会計監査人による監査およびレビューを経ており、これを信頼したので、引受人として、追加的に独自の調査を行う義務を負わない旨主張してサマリー・ジャッジメントの申立（＝請求に法的根拠が不十分なため、陪審を開くまでもなく請求が棄却されるべき旨の申立）をした。裁判所は原告主張の虚偽記載の主要なものにつき、引受人の当該申立が認められない旨判断した。

判決の前提：連邦証券法11条(b)の「デュー・デリジェンスの抗弁」は、以下の(i)、(ii)から成り、(ii)（信頼の抗弁）の方が引受人にとって立証が容易である。

(i)専門家の権威を伴わない記載→合理的調査実施のうえ、重要な記載（不記載を含む。）がなかったと信じる理由があり、かつ信じていたことが必要（狭義の「デュー・デリジェンスの抗弁」）。

(ii)専門家の権威を伴う記載→原則として「信頼の抗弁」を主張可能（例外ルールを取り扱ったのがワールドコム事件）。専門家の権威を伴う記載には重要な虚偽記載（不記載を含む。）があると信じる合理的理由がなく、かつ信じていなかったことを証明すればよい。

判決のポイント

- ① 原則として、監査報告書の対象とされている年次の財務諸表記載の情報につき会計監査人の意見を信頼することで引受人のデュー・デリジェンスの抗弁

は満たされる。

- ② 例外的に、会計不正の疑念を生じさせる危険信号（red flag）（何がこれに当たるかは事案の具体的状況により個別に決定される。）が存在すれば監査済財務諸表記載の情報に関しても追加調査義務が生じ得る。当該事案では経営管理上の指標であるE/R比率が同業他社のそれよりも著しく低かったことが危険信号（red flag）に当たる可能性がある。
- ③ 「信頼の抗弁」を主張できる専門家の権威を伴う記載の範囲は、狭く解釈すべきである。コンフォート・レターを受領している四半期財務情報については「信頼の抗弁」の対象外であり、専門家の権威を伴わない記載として、原則どおり、合理的調査の実施が義務づけられている。

■第4 判決の概要と抄訳

以下では、1として判決で認定された事実の概略を時系列表にまとめ、以下の2で判旨および判決の抄訳（注2）を紹介する。

1. 2度の巨額の社債募集およびデュー・デリジェンスの内容に係る時系列

2000.5.15 ～5.23	【法律事務所（「引受人代理人」）によるデュー・デリジェンス】
5.24	【ワールドコム：発行登録に基づく約50億ドルの社債の公募

	〔「2000年募集」〕実施〕 ●以下の各書類を参照により発行開示書類に組み込み： (i)FORM10-K（1999年12月末期）―監査意見付・有報に相当 (ii)FORM10-Q（2000年3月末四半期）―四半期報告書に相当（監査意見がなくコンフォート・レターだけを引受人は受領）		による与信取引関連の行内格付引下げを知っていたか否かは、各被告により異なっていた。
2001. 2	【引受人らにおけるワールドコムの社内格付引下げなどの利益相反的な行動】 複数社が、ワールドコムの信用格付を引下げ。主要格付会社1社がワールドコムの長期債務格付引下げ予定と公表。 ワールドコムは、各投資銀行に、与信面で協力してくれれば社債の引受ビジネスを与えると提案した。 このころ以降複数の引受人（1つの例がJ.P.モルガン（以下「JPM」））は、クレジット・デフォルト・スワップ等により、ワールドコム関連信用リスクへのエクスポージャーを（ワールドコムや他社に知られない方法で）低減。引受担当者が、自社	2001 年 の募集 4.19～ 5.16	引受人代理人がデュー・デリジェンスを実施。①ワールドコム宛電話、②CFOおよび会計監査人などの間の電話会議等のごく簡潔な手続を経て、5月16日付で報告書を作成。
		5. 9	同日付電話会議にて、ワールドコムの会計監査人であったアンダーセンの会計士は、「ワールドコムにマネジメント・レター（改善提案書）を発行したことはなく、会計上の懸念はない」、旨述べた。

2. 判旨

(1) 争点についての判断

ア 被告引受人らの主張：米国証券法11条所定のデュー・デリジェンスの抗弁につき、「アーサー・アンダーセンによる会計監査を信頼し、FORM10-K記載の財務諸表およびFORM10-Q（四半期報告書）記載の財務上の情報について、引受人としては、会計監査人の監査報告書や会計監査人のコンフォート・レター記載の専門家の意見を信頼すればよく、それ以上の調査は求められていなかった」旨主張した。

イ 判決：主たる虚偽記載につき被告引受人らのサマリー・ジャッジメントの申立を認

めなかった。その理由として裁判官は、①コンフォート・レターは、監査報告書と異なり「信頼の抗弁」の対象とならず、また、②一般には「信頼の抗弁」の対象となり得る監査報告書を伴う年次の財務諸表に関しても、本件では、ワールドコム社と同業他社の間のE/R比率の相違が危険信号（red flag）に該当する可能性があるため、被告引受人らは、アンダーセンの監査報告書等を信頼しただけでは足りず追加調査義務を負っていた可能性があると判断した。

(2) 判決の抄訳

判決のメインであるⅢ部のうち、上記イの①、②の点に関連する箇所の抄訳を以下に紹介する。

Ⅲ．被告引受人らによるサマリー・ジャッジメント申立；財務諸表

「…被告引受人らは、自らがアンダーセンの監査およびコンフォート・レターに依拠して合理的に行動したことには議論の余地がないと主張した。また、被告引受人らは、ワールドコムの監査済み財務諸表を信頼する権利があり、財務諸表に虚偽記載があると『信じる合理的な根拠』がない限り、その信頼性について調査する義務はないと主張した。登録届出書に一部として組み込まれた未監査の四半期財務諸表に関する（被告引受人らがアンダーセンから受領した）コンフォート・レターについても同様にこれを信頼する権利があったとも主張した。」

A. 引受人の役割

「…SECの見解のとおり、証券法第11条を制定するにあたり、『連邦議会は、証券引受人がユニークな地位を占め、その地位ゆえに募集に係る重要な事実を発見したうえで、（発行体に対し）その開示を強制することができることをわかっていた。また連邦議会は、引受人の責任規定を設けることにより、引受人が募集について確実に慎重な調査を行おうとする動機付けを提供することができる』と考えた。』…同時に、連邦議会は、引受人に保険者（insurers）の役割を負わせるという考え方を明確に否定した。…むしろ、証券を購入する投資家が引受人に対して寄せる『高潔さ（integrity）および専門的能力（expertise）を備えているはずとの信頼にふさわしい慎重な注意を用いる』義務を引受人に課した。…」

「証券引受人は、『会社が表明する事実を調査するとともに独立の立場から検証を行うに際して高度の注意』を用いなければならない。…総合的に、『我が国の自主規制制度において、証券発行の参加者の中で、引受人ほど大きな信頼を寄せられる者はない』。…登録届出書の重要な虚偽表示と記載漏れに関して、引受人は『防御の最前線』として機能する。…したがって、裁判所は『引受人の行為を吟味する際に特に入念』でなければならない。…」

B. 『デュー・デリジェンス』の抗弁

「デュー・デリジェンスとして要求される内容は、登録届出書が、部分的または全体的

に専門家の権威のもとに作成されたものであるか否かによって異なるが、何が合理的調査および信念の合理的根拠を構成するかを決定する基準は同じである：『合理性の基準は、自己の財産を管理する慎重な者（prudent man in the management of his own property）に要求される基準と同じである。』合衆国法律集15巻 § 77k(c)」^(注3)

「裁判所は、これら2つの基準を、“デュー・デリジェンスの抗弁”と“信頼の抗弁”と名付けて区別するが、後者の抗弁は、専門家の記述に関して制定法が許容する“信頼”を意味する。」[つまり、専門家を信頼して構わない旨の法律の明文規定があるような開示書類の記載につき「信頼の抗弁」が認められ、明文規定がない記載については「信頼の抗弁」が認められない。]

C. 会計士が専門家とみなされる場合

「…監査済み財務諸表を登録届出書の中で専門家の権威により裏づけられた部分と解することに争いが無い。」

「しかし、監査人の意見のすべてが、第11条の信頼の抗弁との関係で、専門家の意見として適格となるものではない。」

「会計士の意見が証券法第11条(b)(3)(C)に基づく専門家意見として適格となるためには、3つの前提条件がある。第一に、登録届出書に報告されること、第二に、監査意見であること、最後に会計士が登録届出書に監査意見を含めることに同意することである。」

「要約すると、引受人は、証券法第11条(b)

(3)(C)による防御を行うに際し、登録届出書に含まれる会計士の監査意見を信頼することができる。しかし、引受人は、当該抗弁を提出するに際し、中間財務諸表に関する会計士のコンフォート・レターを信頼することはできない。」[D. を略する。]

E. 判例法：信頼の抗弁

「…引受人の監査済み財務諸表への信頼は盲目的であってはならない。むしろ、監査済み財務諸表の信頼性に関して『危険信号 (red flag)』が浮上した場合には、単に監査に依拠するだけでは、責任を回避するには十分ではない。」

『危険信号 (red flag)』という表現は、2つの異なった概念の説明に用いられる。第一に、そのような事実を知れば、被告と同様の立場にある合理的な当事者であれば、『監査対象の会社が投資家に損害を与える不正行為に関与していたことを認識するような (place …on notice)』事実が、危険信号となり得る。…」[第2の意味は無関係なので略する。また、F. を略する。]

G. 本申立に対する法律の適用

「被告引受人らは、2000年と2001年の登録届出書における虚偽記載として主張される各事項について、サマリー・ジャッジメントの申立を行った。被告引受人らは、原告代表において虚偽記載（重要事実の不記載でなく）として主張する事項が、本質的に会計マターに当たる旨の法的主張を述べている。虚偽記載の大部分は、参照により登録届出書の一部

とされたワールドコム証券取引所法に基づく継続開示報告書から引用された財務に関する数値である。また、その他の虚偽記載には、①ワールドコム経営陣による、ある会計期間と次の会計期間の財務上の数値の比較、②同社経営陣が会計方針と将来の予測につき説明した記載および③発行代わり金の使途が含まれる。被告引受人らは、アンダーセンの監査とコンフォート・レターを信頼する権利があったので、信頼の抗弁およびデュー・デリジェンスの抗弁に基づきサマリー・ジャッジメントを求める権利があると主張する。以下の分析では、サマリー・ジャッジメント申立の対象とされた専門家の権威に基づく記載およびそれ以外の記載を区別して論じる。」

1. 監査済み財務諸表

「被告引受人らは、証券法第11条(b)(3)(C)に基づく専門家の権威に基づく記載としてのワールドコムの1999年度と2000年度のFORM10-Kに関する、アンダーセンの無限定の『適正』監査意見書を信頼する権利があったと主張する。被告引受人らによる信頼の抗弁に基づくサマリー・ジャッジメント申立を棄却する。」

a. 2000年登録届出書

「原告代表は、(その主張によれば) ワールドコムの1999年度FORM10-Kの信頼性につき被告引受人が疑念を抱く合理的根拠となる1つの問題点を指摘している。原告代表が提示した計算によると、ワールドコムが報告し

たE/R比率は、同社の競合他社として最も同社に近似するスプリントおよびAT&TのE/R比率と比較して著しく低かった。」[判決書注47の記載によれば、「ワールドコムのE/R比率は43%であった。原告代表が援用した専門家の計算によれば、AT&Tの同比率は46.8%で、スプリントの同比率は53.2%であった。」]

「原告代表は、ワールドコムが活動していた市場の競争が極めて厳しかったのに同社のE/R比率が同業他社とかい離していたことは、同社の健全性に関し極めて重要な精査を行うべき義務を生じさせる契機となっていた旨主張する。原告代表は、1999年度FORM10-Kが、当該提出書類に表示されたE/R比率に関連した複数の記載箇所につき不正確であると被告引受人らが信ずべき合理的な根拠の有無につき、陪審裁判によって審理すべき事実問題があることの証明に成功している。」

「被告引受人らは、法律解釈問題として、E/R比率は、会計に何らかのイレギュラーさがあることを被告引受人らに認識させる契機として十分なものとはいえない、と主張する。その根拠として、被告引受人らは、E/R比率の相違が一般に入手可能な情報で、しかも当該相違がワールドコムの会計不正の存在を示唆するものだとの見解を公にした者が他に存在しなかったではないか、と指摘する。」

「E/R比率の相違が一般に入手可能な情報

であったとしても、被告引受人らは、会計問題についての自らの専門的な能力を活用する義務を免れない。参照により登録届出書に一部として包含された証券取引所法に基づく継続開示報告書に被告引受人らが精通していなければならないことを、被告引受人らも争っていない。仮に『自己の財産管理において慎重な者』が、1999年度FORM10-Kを読み、発行体の競合会社に係る他の重要な情報もよく理解したうえで記載された数値の正確性に疑念を持ったはずだといえる場合、当該数値が危険信号（red flag）となり、被告引受人らに調査義務が課される。E/R比率の同業他社との相違は、当該比率算定の元となった数値がたとえ監査済みの数値であったとしても、当該数値の信頼性を調査する義務を生じさせるに足りる程度に重要なものである、と陪審員が判断することも許されるであろう。」

「被告引受人らは、本件で適用すべき判断基準は、『会計』問題についての『明瞭で直接的な気付き』があったか否かであると主張する。…会計の問題に危険信号（red flag）が発生するのは、『明瞭で直接的な』気付きがあった場合に限るべき、という解釈には法的根拠がない。証券法第11条に基づく判断基準は、被告が、登録届出書に重要な虚偽記載が含まれていたことにつき『信ずる合理的根拠がなく、かつ、（虚偽記載があると）信じることもなかった』と証明したか否かという判断基準、すなわち『慎重な者』なら自己の

財産の管理につき行くと想定されることが何か、によって意味づけられる判断基準である。引受人が信頼することのできる専門家の意見があるからといって、当該要件が低いものになるものではない。『慎重な者』の基準は、証券法第11条(b)(3)(C)に適用される。最終的に、何が通常の業務事項となるのか、何が危険信号（red flag）となるのかは事実問題である。これらは、特定の発行体および虚偽記載を取り巻く環境によって影響される、まさに事実関係の調査により決定される問題である。」

b. 2001年登録届出書

「原告代表は、次の3つの問題を指摘し、それらによって被告引受人らに、ワールドコム（WorldCom）の2000年度FORM10-Kの信頼性を調査する義務が生じると主張する。すなわち、(i) ワールドコムのE/R比率とその競合会社のE/R比率とのかい離；(ii) MCI長距離事業の悪化（原告代表はそれによってワールドコムの報告していた資産額（訳注：MCI買収後に資産とされた営業権（のれん）の評価）の正確性に疑念が生じたはずだと主張する）；(iii) エバースの個人的財務状況（エバースが、不正操作によってワールドコムの株価を吊り上げる動機付けと機会を生じさせた。）である。」

「裁判所は、上記(iii)のエバースの個人的財務状況が危険信号（red flag）とはなり得ないと判断し、この点に係る被告引受人らのサマリー・ジャッジメントの申立を認容した。」

2. 中間財務諸表

「デュー・デリジェンスの抗弁により勝訴するために、被告引受人らは、合理的な調査を実施し、かつ、当該調査実施後に登録届出書の報告書（未監査中間財務諸表を含む。）が真実であると信じたことについて合理的根拠が存在したことを証明しなければならない。当該調査が十分なものか判断するに際し、陪審は、SEC規則176条に列記された要因を含む諸要因を考慮する必要がある。SEC規則176条に関する限り、以下については議論の余地がないように思われる。ワールドコムが(i)『大手企業の』発行体である；(ii) 当該社債が投資適格債券である；(iii) SSBとJPMの双方がデュー・デリジェンス・チームに経験豊富な人材を配属した；(iv) 発行体のCFOと話し合い、2001年にはアンダーセンとも話し合った；(v) 当該引受は、買取確約引受であった；(vi) 引受は発行登録によって行われた；(vii) 多くのアナリストおよび信用報告機関が、ワールドコムにつきフォローし、レポートを出していた；(viii) 中間財務諸表の作成に責任を負うのは発行体であって被告引受人らではなかった；(ix) 中間財務諸表のレビューの責任を負っていたのはアンダーセンであって被告引受人らではなかった。」

「しかしながら、原告代表は、被告引受人らが2000年・2001年に合理的調査を実施したかに関して、事実問題が存在することを証明した。原告代表が指摘しているのは、証拠によって裏付けられている旨主張されている以

下の諸要因である：(i) 発行体または会計監査人との話し合いは少なかった；(ii) 質問が通り一遍に終わっている；(iii) ほとんど型通りとしかいえないような回答について、さらなる徹底的な質問を怠った；(iv) 発行体の財務状況に係る問題が、被告引受人ら自身の社内評価や金融に係る報道機関で特に顕著な問題とみなされていたのに、当該問題に踏み込んで質問することを怠った。また、特に2001年に関して、原告代表は、(i) 被告引受人らが、社内でワールドコムの信用格付けを引き下げ、ワールドコムの債権者としてリスクを軽減する措置をとったのだから、ワールドコムが景気のない業界にあり、財務状況を悪化させていることを重々承知していたはずで、(ii) したがって、合理的な調査とは、被告引受人らが実際に行った質問よりも徹底的な質問を含まねばならなかったはずだ、と主張している。原告代表の主張によれば、この2度にわたる社債募集の規模の巨大さおよびワールドコムの財務状況の全般的悪化に鑑みれば、少なくとも2001年募集の時点で、慎重な引受人であれば、特に厳密な調査を行うことが正しい取扱いであった。これらの事実問題は、陪審審理により解決されなければならない。」

「…被告引受人らは、自己のデュー・デリジェンスに関する裁判所の審査が、中間財務諸表に関して実際に行われた作業だけに限定されるべきであるとして、中間財務諸表の調査を行う義務の負担を認識させるような危険

信号 (red flags) の存在の有無の決定に審査対象を限定しようとする。当該解釈論によるとデュー・デリジェンスの抗弁は、[本来は別の抗弁である] 信頼の抗弁 (reliance defense) に転換されてしまい、デュー・デリジェンスという仕事が小国に分割されるかのように細分化されてしまう。」

「被告引受人らがデュー・デリジェンスの抗弁により勝訴するためには、登録届出書の専門家以外の者が作成した非専門的部分について合理的な調査を行い、その結果中間財務諸表の内容が真実であると信ずる合理的な根拠があったことを証明する必要がある。調査の合理性の評価において、コンフォート・レターの受領は重要な証拠になるかもしれないが、コンフォート・レターの受領だけで抗弁を証明するには不十分である。」

「『合理的調査』という用語には、一方で、監査人からコンフォート・レターを取得するだけで、ほかのことをほとんど行わない方法から、他方で、企業の帳簿につき改めて監査を行わせる (re-audit) 方法まで、多くの調査の方式を包含する。それにもかかわらず、合理的調査の過程で、重要な問題に関する攻撃的なまたは異例の会計戦略が明るみに出た場合、慎重な引受人であれば、会計処理が適切であり、かつ追加的な情報開示が不必要であることを確認するために、会計の専門家に相談することを選択するだろう (may choose to consult with accounting experts …)。」

「引受人は、監査人とは異なった機能を果たす。彼らは、発行体の企業としての一生の中で死命を決する重要な時期 (critical time in the issuer's corporate life)、すなわち資金調達を必要としている時期に発行体に係る情報につき特別なアクセスを有する。一般投資家は、まずは引受人が重要な情報を取得し検証したうえで、投資判断に必要な不可欠の事実が開示されることを確保してくれるはずだと信頼する (注53 発行者固有の重大な情報の取得者および検証者としての引受人の役割を考察し、学者は、その役割を『評判の仲介者』または『ゲート・キーパー』と解説している。…)。引受人は、慎重な者が自己の財産を管理する場合に適用される程度の注意を用いて行動し、そのときどきの状況に応じて適切な質問をし、適切な回答を求めるべきである。引受人は、監査人と同じ作業を重複して行うことを求められるのではなく、合理的調査を行うことを求められている。当初の調査の結果、財務報告の正確性に疑念を抱くようになったのであれば、監査を経ていること、またはコンフォート・レターの存在は、当該事項につき引き続いて行うべきであった調査を遂行しなかったことの言い訳にはならない。合理的調査によって危険信号が顕れた場合、引受人は財務諸表が正確であると自身が納得できるような、十分な質問を行う必要があり、納得できないならば、開示を要求するか、引受手続から手を引くか、損害賠償責任のリスクを負うかのいずれかを選ばねばなら

ない。」

「引受人は、(本件の被告引受人らはこの要件を満たしているが)、『発行体の事業と財務状況の弱点を特定し、この点に関しての発行体の開示の適切性を評価することができる専門知識』を備えるべきである。」

「…いずれにしても、被告引受人らが主張するように、証券法第11条における“慎重な者”の基準の意味が、(統合開示制度の導入という)法規制の変更により希釈されたとは、認められない。たしかに、実務上のデュー・デリジェンスを行う手続過程とその時期は変化したが、募集手続の中の特定の状況下で合理的な行為がなされたか否かが最終的にテストされるべきことに関しては、何ら変化は生じていない。…」

■第5 おわりに

この判決が出た後、米国での実務界では、監査済み財務諸表についても危険信号(red flag)があれば引受人の独自調査義務が問題になることとされ、引受審査責任の厳しさが明確に認識された。しかし、発行登録による募集・売出しでは、しばしばディールの準備時間の短い中で、デュー・デリジェンスをなす様々な作業を工夫して行わざるを得ない点には変わりがないようだ(なお、当該判決後、作業記録の保存量が従前より増え、また、引受人と会計監査人のコミュニケーションを促進するため口頭での質疑応答内容について会

計監査人が引受人に対し責任を負わない旨のレターが取り交わされる慣行となったようである)。

頭書のとおり、わが国でも「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」にて、危険信号(red flag)がある場合、監査報告書付の財務情報についても会計監査人を信頼したというだけでは不十分だという考え方が明確化された。コート裁判官は、なるべく有利な条件で資金調達したい発行会社との関係で、引受人こそが、企業の実態を表わす重要事実がもれなく開示されるよう確保すべき立場にあるのだから、客観的に不正の疑念を持つべき状況では、分からないことを放置するのではなく真実を突き止めるべく調査を行い、疑念を拭い去れないなら引受けを辞退すべき旨を述べている。このように質の高い引受審査を志向する証券会社が高く評価されるようになることが資本市場にとって望ましいのではないかと考える。

(注1) ワールドコム事件の法的意義については、森・濱田松本法律事務所「米国裁判例調査レポート」(日本証券業協会ウェブサイトにて入手可能)にて分かりやすい解説がされている。

また、米国証券法11条のデュー・デリジェンスの抗弁の解説として、マーク・I・スタインバーグ著・小川宏幸『アメリカ証券法』247頁以下が参考になる。

(注2) 抄訳には、読みやすさのため一部に(i)、(ii)と番号を振っている。抄訳中の鍵括弧部分は、判決文には存在しない、本稿執筆者による注記であり、太字表記も本稿執筆者が行った。

(注3) 筆者注：慎重な者が「自己の財産」を管理するのと同様の注意とは、米国第2次信託法リステイトメントで信託の受託者が投資を行う際の注意義務を定めた規定と同じ表現である。少なくとも信託受託者の注意義務の文脈では、他人の財産を

管理する際に求められる注意よりも軽いレベルの注意とはされていない（樋口範雄『入門 信託と信託法（第2版）』182頁参照）。

