

米国裁判例調査レポート¹

森・濱田松本法律事務所

1 目的

証券会社による社債の引受審査・役割分担のあり方と関連して、特に、公認会計士又は監査法人が監査証明を行った財務諸表については、引受証券会社によるどの程度の確認が求められるのかを検討するにあたり、参考となり得るアメリカにおける裁判例の調査。

2 リサーチの方法

基本書の調査、ローファームメモ及び関連する裁判例の検索²を行う。

3 責任の構造

(1) アメリカ 1933 年証券法 11 条

アメリカ 1933 年証券法（以下「法」という。）11 条では、大要、「登録届出書がその効力発生時に、重要な事実について真実でない記載が含まれているか、又は記載が義務付けられている重要事実が省かれているか、もしくは書類が誤解を招かないために必要とされる重要事実の不開示がある場合には、その登録届出書に基づき発行された証券を買い付けた者は、特定の者に対して訴訟を提起し、その証券の買付価格（但し、公募価格を超えない）と処分価格又は（まだ所有している場合には）訴訟時の時価との差額を求めることができる。」と規定されており、同条に規定する「特定の者」には、引受証券会社が含まれている。

かかる損害賠償請求に対し、当該引受証券会社には、法 11 条(b)項に基づくデュー・ディリジェンスの抗弁（due diligence defenses）が認められており、登録届出書に含まれている情報に関して、規定されているデュー・ディリジェンス（注意義務）の基準を満たしていたことを証明できる場合には、この責任を免れることができる

¹ 当職らは日本法の弁護士であり、日本法以外の法域に係る法的助言を行うべき立場にありません。本メモの内容は、当職らが、本メモ記載の方法による調査の結果本日まで得た内容を纏めたものであり、当職らの見解を示すものではありません。

² 基本書による検討及び LexisNexis にて調査対象に関するキーワードによる検索を行うことで裁判例を特定した。

とされている。以下、デュー・ディリジェンスの抗弁について具体的に説明する。

(2) デュー・ディリジェンスの抗弁 (Due diligence defenses)

(i) 概要

発行体以外の関与者に認められている、「注意義務を尽くした」という抗弁を意味する。抗弁の仕組みは、責任を問われる当事者が、①登録届出書の一部に証明をした専門家 (experts) であるか、又は②それ以外の非専門家 (non-experts) であるかで区別され、さらに、登録届出書の内容により、①非専門家が作成した部分 (非専門部分、non-expertised parts) と②専門家が作成した部分 (専門部分、expertised parts) とで区別される。それぞれを纏めると以下の表のようになる。

デュー・ディリジェンスの抗弁（広義）

	問題となっている不 実記載又は不開示の 性質に照らし、当該 部分の責任を問われ る主体は専門家か否 か	問題となっている不 実記載又は不開示は 専門部分か否か	抗弁の仕組み (立証すべき命題)
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;"> 狭義のデュー・ディリジェンスの抗弁 due diligence defense </div>	① 専門家 (experts)	自ら作成又は関与し た専門部分 (expertised parts)	<u>合理的調査</u> を経て、登録届出書が効力を生じる時点で記載が <u>正確</u> であり、かつ <u>記載が誤解を生じさせないために必要かつ重要な事実を欠いていないことを信じる合理的理由</u> があり、かつ <u>実際にそう信じたこと</u>
	② 非専門家 (non-experts)	非専門部分 (non-expertised parts)	<u>合理的調査</u> を経て、登録届出書が効力を生じる時点で記載が <u>正確</u> であり、かつ <u>記載が誤解を生じさせないために必要かつ重要な事実を欠いていないことを信じる合理的理由</u> があり、かつ <u>実際にそう信じたこと</u>
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;"> 信頼の抗弁 reliance defense </div>	③ 非専門家 (non-experts)	専門部分 (expertised parts)	登録届出書が効力を生じる時点で記載が <u>正確でないこと</u> 、もしくは <u>記載が誤解を生じさせないために必要かつ重要な事実を欠いていることを信じる合理的理由がなく</u> 、かつ <u>実際にそう信じなかったこと</u>

(ii) 「専門家」について

引受証券会社 (underwriter) は、専門家に該当しないとされる。従って、引受証券会社は非専門家として、前記の②及び③の抗弁のいずれも主張しうる。

(iii) 「専門部分」について

専門部分に該当するか否かは厳格に定められており、法 11 条(a)項(4)号及びアメリカ証券取引委員会 (SEC) 規則により、登録届出書のいずれかの部分又は登録届出書に関して使用される報告書、評価書や意見書を作成し又は証明した者として専門家の署名による同意があつて始めて当該部分又は報告書、評価書や意見書を「専門部分」といえる。例えば、audited financial information は専門部分と言えるが、unaudited financial information はもちろん、interim financial information 及びこれに対するコンフォートレターも専門部分とは言えない。

(iv) 「合理的調査」及び「合理的理由」について

「合理的調査」及び「合理的理由」に関する合理性 (reasonableness) の基準は、「慎重な者が自己の資産を管理するときに必要とされる程度」(required of a prudent man in the management of his own property) とされている (法 11 条(c)項)。

(v) 注意義務の程度と証券法規則 176 条 (Rule 176 of the General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933)

同じ非専門家でも、その性質等により要求される注意義務の程度も異なることから、証券法規則 176 条は、かかる注意義務の程度に差異があり得ることを踏まえ、一定の指針を示している。同条は、「証券法第 11 条に基づく『合理的調査』ないし『信じる合理的理由』の構成を検討する際に考慮すべき事情」(circumstances affecting the determination of what constitutes reasonable investigation and reasonable grounds for belief under section 11 of the Securities Act) として、以下のものを列挙している：

- ① 発行体の属性 (The type of issuer)
- ② 証券の属性 (The type of security)
- ③ 被告の属性 (The type of person)
- ④ 役員の場合、その役職 (The office held when the person is an officer)
- ⑤ 取締役又は取締役候補者の場合、その者と発行体との間にあるその他の関係 (The presence or absence of another relationship to the issuer when the person is a director or proposed director)
- ⑥ 役員、従業員、その他被告に対して特定の事情を提供するべきであったものに対する合理的な信頼 (Reasonable reliance on officers, employees, and

others whose duties should have given them knowledge of the particular facts (in the light of the functions and responsibilities of the particular person with respect to the issuer and the filing))

- ⑦ 引受人の場合、引受契約の属性、引受人としての役割、発行体に関する情報の利用可能性 (When the person is an underwriter, the type of underwriting arrangement, the role of the particular person as an underwriter and the availability of information with respect to the registrant)
- ⑧ 参照によって組み込まれた事実や文書について、提出されたときに被告が当該事実や文書に関して何らかの責任を負担しているか否か (Whether, with respect to a fact or document incorporated by reference, the particular person had any responsibility for the fact or document at the time of the filing from which it was incorporated)

但し、下記にも述べるように、同条により引受証券会社の責任が軽減又は制限されると一般的に解釈されておらず、引受証券会社にとって現在の証券法規則 176 条はいわゆるセーフ・ハーバーではなく、行動指針としても果たしている役割が少ないと考えられている。

(3) 本件調査事項の位置づけ

本件調査事項は、公認会計士又は監査法人が監査証明を行った財務諸表については、引受証券会社によるどの程度の確認が求められるのかに関するアメリカ裁判例の検討であり、上記の表によれば、引受人（非専門家(non-experts)）による専門部分 (expertised parts)に関する抗弁の検討（網掛け部分）となる。従って、信頼の抗弁 (reliance defense) がアメリカの裁判例上いかなる場合に成立しているかを検討する。

4 参考となる裁判例の検討

(1) 概要

アメリカの裁判例上、引受証券会社によるデュー・ディリジェンスの抗弁については、正面からこれを扱った裁判例は非常に少ないように見受けられ、数少ない有名な裁判例を中心に学説上、実務上の議論が展開されているようである。中でも、本件調査事項である信頼の抗弁について正面から論じるものは相当限られており、かつ、判決時から20ないし30年程度経過しているものもあり、実務に大きな影響を与えているとは考えにくい。

そこで、貴会とご相談の上、信頼の抗弁に関して直近で正面からこれを論じた

WorldCom判決につき、法11条の責任と信頼の抗弁の成立の可否に特に着目して、調査を行った。以下、WorldCom判決に至るまで信頼の抗弁を検討された裁判例を簡単に概観したうえ、WorldCom判決の概要・判示及び同判決の影響について纏めている。なお、下記に挙げている裁判例のほか、法11条及び法12条³の責任に関する参考裁判例リストは別紙1のとおりであるので、参照されたい。

(2) John Nuveen 最高裁判決における Powell 判事の反対意見⁴

本最高裁判決の主な論点は、法 12 条(a)項(2)号の合理的注意の抗弁 (reasonable care defense) の成立に関するものであったが、Powell 判事の反対意見において法 12 条(a)項(2)号及び法 11 条の文言上の相違を検討された際、併せて法 11 条にいう信頼の抗弁の内容も検討された。

そこでは、Powell 判事は信頼の抗弁という防御方法の制定について、「公認会計士により証明された財務諸表を信頼することは、正しく合理的であるからこそ、当該防御 (信頼の抗弁) に関する条項が制定された所以である」(This provision is in the Act because, almost by definition, it is reasonable to rely on financial statements certified by public accountants.) 旨を述べていた。そして、その理由について、「かように解することは、証券取引及びその広告の正確な機能、銀行や金融機関による融資、並びに会社の事業報告に対する株主の信頼の重要な基礎たる前提であること」、「公認会計士による違反では当該公認会計士の責任を問うべきであり、当該公認会計士の専門性を信頼した者の責任まで問うべきではない」旨を述べていた。

(3) Worlds of Wonder 判決⁵

本訴訟は、Worlds of Wonder の株主及び社債権者が、発行体である Worlds of Wonder、その役員、問題となった有価証券の発行における引受人及び発行体の監査人に対する法 11 条に基づく責任その他の責任を問うものであった。そのうち、監査人であった Deloitte & Touche が作成した財務諸表 (financial statements) の正確性が問題となっており (発行体が過去に行ったとある取引を会計処理上発行体の利益として計上すべきかどうか、が論点となっているようである)、Deloitte & Touche (及び発行体) 以外の被告による信頼の抗弁の成立が争われた。

第 1 審では、「当該財務諸表に関する問題自体は極めて複雑な論点を含まれており、

³ 法 11 条は登録届出書における虚偽表示や非表示等の責任を対象とするのに対し、法 12 条は口頭や目論見書による勧誘における虚偽表示や非表示等の責任を対象としており、裁判例においては法 11 条及び法 12 条の責任は同時に訴えられる場面が多い。

⁴ John Nuveen v. Sanders, 450 U.S. 1005.

⁵ In re Worlds of Wonder Sec. Litig., 35 F. 3d 1407.

専門家による相反対の鑑定意見だけでも各当事者から 100 ページ以上の証拠が提出され、かかる状況に鑑みて、監査人以外の被告が当該（会計処理の）問題性を知りうると判断することが到底出来ない」旨を述べており、引受人の当該財務諸表に関する信頼の抗弁の成立を認めた。また、控訴審でも、「問題の原点にあるとある取引について引受人も関与したので信頼の抗弁は成立しないはず」との控訴人の主張を退け、「（信頼の抗弁の成立において）検討すべき対象は、当該取引について引受人が関与したかどうかではなく、当該取引の会計処理に関する専門家である Deloitte & Touche の判断を引受人が信頼すること自体が合理的かどうかである」と述べたうえで、本件では当該取引の内容は全て Deloitte & Touche に開示されていた以上、当該取引の会計処理上の取り扱いについて判断できるのはあくまで専門家である Deloitte & Touche のみで、かかる専門的判断に対する信頼は正しく信頼の抗弁が対象としていた内容であったとし、本件における引受人の信頼の抗弁の成立を追認した。

(4) Software Toolworks 判決⁶

本訴訟は、Software Toolworks の株主が、発行体である Software Toolworks、その役員及び問題となった有価証券の発行における引受人に対する法 11 条に基づく責任その他の責任を問うものであった。本件では、発行体の監査人であった Deloitte & Touche が作成した財務諸表の正確性に問題があることについて概ね争いはなく、控訴人（原告株主側）は控訴審において、Deloitte & Touche が作成した財務諸表について red flag が存在しているため、引受人には当該財務諸表を適切に調査する必要があったがそれをしなかった（従って責任は免れない）と主張した。

控訴審は、当該主張を信頼の抗弁の成立の問題として捉えたうえで、控訴人が挙げた二つの red flag に足りうる事情（①発行体と製造委託業者との間における、契約日を故意的に遅らせる合意の旨を記載メモが存在していたこと、及び②発行体と製造委託業者との契約の内容を分析すれば、当該契約は架空売り上げの計上のために使用されるものと疑うべき点があったこと）はいずれも引受人の信頼の抗弁の成立を妨げるものではないと述べた。すなわち控訴審は、①については、引受人も当該メモの存在を認識しており、Deloitte & Touche のみならず他の会計事務所からも当該取り扱い（契約日を故意的に遅らせたこと）の適切性の確認を得ており、仮に red flag があったとしてもその調査責任を尽くしたこと、②については、引受人が当該契約を検討する目的はあくまで当該契約の存在と解するのは合理的であり、当該契約の実体は架空売り上げの計上のために使用されるものかどうかを調査するのは監査人である Deloitte & Touche の責任というべきであり、さらに当該製造委託契約の複雑性からしても非専門家である引受人に当該契約の実体まで正確に理解し分析ないし調

⁶ In re Software Toolworks, Inc. Sec. Litig., 50 F. 3d 615.

査すべき義務を負わせるべきでないこと、を述べたうえで控訴人の主張を退け、引受人の信頼の抗弁の成立を追認した。

本控訴審の判断により、red flagにつき引受人側はあくまで合理的な調査をすればよく、仮に調査を行ったうえで問題を発見できなかったとしても、調査自体は合理的である以上信頼の抗弁の成立は妨げられないことは判明された（逆にいうと、合理的な調査をしても問題はおよそ発見できないとはいえ、当該因果関係の不存在は信頼の抗弁の成立を導くものでもない。）。

(5) WorldCom 判決⁷

(i) 事案の概要

WorldCom 判決は、2004 年 12 月 15 日に連邦地方裁判所で判示された判決であり、引受人に関する信頼の抗弁の検討に際して red flag の概念を明確に提起し検討を加えた裁判例である。

本訴訟は、WorldCom の社債権者が、2000 年（50 億ドル）及び 2001 年（119 億ドル）に募集を行った社債について、当該募集における登録届出書の内容となっていた WorldCom の財務諸表の不実記載に関して、引受人に対する訴訟を提起し、これに対し引受人は、デュー・ディリジェンスの抗弁を主張したものである。なお、当該不実記載の主な内容は、E/R ratio（ratio of line cost expense to revenues⁸）を減少させるために、line cost との相殺のための不適切な引当金等の取り崩しや、line cost の一部を資本とするなどの不正な会計操作を行ったものである。

(ii) 信頼の抗弁に関する引受人の主張と裁判所の判断

(a) 概要

引受人は、まず、アーサーアンダーセンによる監査済財務諸表及び中間未監査財務諸表に関する監査人によるコンフォートレターに対し、追加の調査を行うことなく、これに依拠することができるとして、信頼の抗弁を主張した。

引受人が主張する信頼の抗弁に対して、裁判所は、まず、専門部分に該当する要件として、①登録届出書において報告されていること、②監査意見であること及び③監査人が監査意見を登録届出書の内容とすることに同意していることの 3 要件を挙げ、中間未監査財務諸表に関する監査人によるコンフォートレターについては、当該部分はそもそも専門部分でない（従って信頼の抗弁は主張できない）と判断し、責任を免れるためには、狭義のデュー・ディリジェ

⁷ In re WorldCom, Inc. Sec. Litig. (S.D.N.Y. 2004) (02 Civ.3288 (DLC)).

⁸ WorldCom の最大の運営費である line cost（他のキャリアのネットワークへのアクセスを取得するための費用）の収益に対する割合であり、電気通信事業キャリアのパフォーマンスを測るために広く使われる指標である。これが低ければ低いほど、パフォーマンスが良いことになる。

ンスの抗弁が成立する必要があると判断した。

次に、専門部分に該当する部分についても、引受人による専門部分への信頼は、盲目的なものであってはならず（may not be blind）、一定の調査義務が発生する red flag が存在する可能性を認め、信頼の抗弁の成立を否定した。

(b) Red flag の定義及び本件へのあてはめ

まず、red flag の定義としては、“Any information that strips a defendant of his confidence in the accuracy of those portions of a registration statement premised on audited financial statements is a red flag”（監査済財務諸表に基づいた登録届出書の内容の正確性に関する被告の確信を失わせるいかなる情報も red flag となる）としており、引受人の主張した“clear and direct notice of an accounting problem”が存在するときのみが red flag となるとの主張を退けている。また、何が red flag を構成するのかについては、“fact intensive inquiry that depends upon the circumstances surrounding a particular issuer and the alleged misstatements”（特定の発行体を取り巻く状況や主張されている不実記載に応じて事実関係により決定される問題）と判示しており、具体的な基準を明言していない。

次に、本件における red flag の可能性については、以下のとおりである。

(x) 2000 年の登録届出書について

原告は、財務諸表上の WorldCom の E/R ratio (ratio of line cost expense to revenues) が 43%と、競合他社よりも低い数値（原告の主張によれば、AT&T 社は 46.8%であり、Sprint 社は 53.2%であった。）であったことを挙げており、裁判所は、競合他社の当該情報を知っているものであれば、当該数値の正確性について疑問を有する場合には、当該数値は red flag となると示している。競合他社の数値の正確性及びこれが red flag に該当するかどうかという factual issue を陪審裁判の判断に差し戻している。

(y) 2001 年の登録届出書について

原告から、(i) E/R ratio に加え、(ii) MCI (MCI communications、1998 年に買収) の長距離事業の悪化（により、WorldCom の資産状況に関する報告について疑問をいただくべきであったこと）及び(iii) 不正操作により WorldCom 株式の価格をつり上げる動機と機会を与えるような Bernard J. Ebbers 氏 (WorldCom の元 CEO、以下「Ebbers 氏」) 個人の経済状況が red flag となる事情として主張された。

(i) E/R ratio については、前述同様、red flag となりえることを認めている。

(ii) MCI 長距離事業の悪化については、WorldCom が MCI を買収した際の買収価格が 470 億ドルであり、そのうち 290 億ドルはのれんという

無形資産であったことに言及しつつ、当該事業の悪化が red flag であるかについて factual issue があると判示した。

他方、(iii)については、Ebbers 氏個人が信用できない人物であると認める理由がなければ、単に同氏の WorldCom の財務状況への依存していること自体が、同氏が監査済財務諸表に対する不正操作を行う可能性に関する red flag にはならないと判断された。

従って、(i)及び(ii)が red flag に該当するかどうかという factual issue を陪審裁判の判断に差し戻している。

なお、その後、本件は和解により訴訟が終了している。

(z) 参考

red flag に関する判示部分と明確に関連づけられてはいないが、上記の判断と関連する事情として、例えば、以下のような記載が判決内に見られる。

- ① 2000 年の募集が行われた際、WorldCom の収益が減少していたことから、仮に WorldCom の E/R ratio が競合他社より低い数値となるためには、line cost が収益の減少以上に下がる必要があること
- ② 2001 年の募集時に引受人の数社が、それぞれの WorldCom の財務状況の調査に基づき、内部での WorldCom の信用格付けを下げ、WorldCom のリスクヘッジ等の措置を採っていたこと
- ③ 引受人による WorldCom 及びアンダーセンとのデュー・ディリジェンスのセッションがほとんど書面により記録化されておらず極めて不十分であったこと
- ④ 大規模な社債の募集であること、特に WorldCom の財務状況の悪化及び電気通信事業業界の低迷に鑑みれば、デュー・ディリジェンスの抗弁を成立させるためには、より広く調査を行うことが求められていたこと

また、WorldCom 判決は、合理的調査に関する文脈で、「本判決は、引受人に対し、引受人が別途独自の会計専門家を起用して調査を行わしめることを要求するものではない」としているが、他方で、「例えば、重要な問題に関する aggressive 又は unusual な会計方針が判明した場合には、引受人が、注意義務を果たすべく、当該専門家を起用することもありえる」としている。

(iii) WorldCom 判決に関する前提事実及び関連事実

WorldCom 判決は相当有名な裁判例であり、法 11 条責任についてリーディング

ケースとも呼ばれる **BarChris** 判決⁹以来の重要判例とも呼ばれるが、かかる裁判例を正確に把握するために以下の前提事実や関連事実を把握する必要があることに留意されたい。

- ① 本件判決が注目された点はshelf registration（一括発行登録制度）におけるデュー・ディリジェンスの抗弁の取扱いにある。**WorldCom**が発行した社債は、shelf registrationによるものであった。Shelf registrationは、その機動性を活かして迅速かつタイムリーな資金調達を可能にし、これまでの発行期間を短縮することが主なメリットであり、引受人によるデュー・ディリジェンスも基本的に短縮されたものが業界において予定されていた。
- ② 一方、法11条の（広義の）デュー・ディリジェンスの抗弁はshelf registrationの制定を予定していないので、shelf registrationにおける引受人のゲートキーパー審査において、デュー・ディリジェンスの抗弁の立証に際して要求されるデュー・ディリジェンスの内容や程度はどのように影響されるかとの議論は以前から提起されていた。
- ③ Shelf registrationに関する議論を受け、SECは、1982年に証券法規則176条を制定し一定の指針を与えようとしたが、制定後の答申やコメント発表では、証券法規則176条はあくまで一つの指針にすぎず、引受人によるデュー・ディリジェンスの期間が短縮される等の状況においては、異なる調査手法が必要であることは認めつつも、引受人の責任を軽減するものではない旨を繰り返し述べていた。かかる論調を受け、結局証券法規則176条によってもshelf registration発行において引受人に要求されるデュー・ディリジェンスの程度に変更はないと学説上において一般的に解されていた。なお、SECが奨励する引受人によるデュー・ディリジェンスの手法には、例えば、証券法に基づく継続開示書類の入念な検討や、アナリストレポートの検討及び発行体による投資家向け広報活動プログラムへの積極的な参加等により、当該企業に関する知識の蓄積を行うことが挙げられている。
- ④ かかる状況の中、**WorldCom**判決ではshelf registrationにおいて引受人はどの程度のデュー・ディリジェンスを実施すれば法11条の責任を免れるかを正面から争われた事案であり、また、エンロンや**WorldCom**の不祥事に関連する司法判断として相当注目を集めた。**WorldCom**判決では、引受人側は、証券法規則176条の各要素に照らせば引受人側に有利な判断を下されるべきであることを主張しており（すなわち、① **WorldCom**は発行当時大企業（well-established issuer）であること、② 発行された社債は投資適格（investment grade）とされたこと、③ **WorldCom**のCFO（最高財務責任者）及び監査役（auditors）にもインタビューを行ったこと、④ 発行体に対する

⁹ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643, 685.

デュー・ディリジェンスを実施するチームに経験豊富なスタッフを配属させたこと、⑤当該発行はshelf registrationであること、⑥アナリスト及び格付け機関はWorldComを継続的に調査している（従って、彼らの情報は信頼に値する）こと、及び⑦中間財務諸表（interim financial statements）の準備及び検査は引受人の責任でないこと）、さらに、当時の業界団体であるSecurities Industry Association (SIA)及びBond Market Association (BMA)による、引受人側の抗弁成立の主張と同調する第三者意見（amici curiae意見）もあった。

⑤ しかし、結論としては前記の通り、引受人の主張はいずれも退けられた。

5 WorldCom 判決以降の理論と実務

(1) 判例の動き

信頼の抗弁に関する裁判例は、WorldCom 判決以降に発表された評釈や論文では特に言及されておらず、判例検索でも見つからない。金融商品被害に関する確定判決はもとより数が少ないと言われており（大体的場合は WorldCom 判決と同様に和解により訴訟が終了される）、WorldCom 判決以降でも当該傾向は変わらないようである。

従って、信頼の抗弁を詳しく検討した裁判例として WorldCom 判決はいまだ最も先例的価値が高いと考えられる。WorldCom 判決以前の裁判例で信頼の抗弁を言及したものとして、上記の通り John Nuveen 最高裁判決における Powell 最高裁判事の反対意見、Worlds of Wonder 判決及び Software Toolworks の判決があるが、いずれも WorldCom 判決の検討で触れられており、基本的に WorldCom 判決がアメリカの裁判実務における現時点の基準とも言える。

(2) SEC の動き

WorldCom 判決は、SEC の広義のデュー・ディリジェンスの抗弁に対する以前の見解と整合的な内容となっている。すなわち、WorldCom 判決により問題が顕在化された以前から、shelf registration 制度の制定により引受会社のデュー・ディリジェンス上の困難性は既に理論上の問題として提起されており、学説及び業界から、shelf registration におけるデュー・ディリジェンスの抗弁の成立に必要な程度のデュー・ディリジェンスは一般的な発行手続と同程度にすべきでないことや、法 11 条に基づく責任を一定の明確な要件をもとに免除するセーフ・ハーバーの制度の設立が望ましいことなど、引受人の法 11 条に基づく責任を負うリスクを軽減するための対策は提唱されていたが、前述の通り、SEC は一貫して証券法規則 176 条の趣旨を「必

要な程度のデュー・ディリジェンスを軽減するものではなく、オフリングの性質や事情により必要な程度のデュー・ディリジェンスの方法を見直す余地があることのみを指摘している」と解釈してきた。そして SEC としては、shelf registration に備え、継続的なデュー・ディリジェンス (continuous due diligence) 及び四半期ごとのデュー・ディリジェンス (quarterly due diligence session) を引受会社として採用しうる対策として提案していた。これらの SEC の提案に対する実務の反応は消極的なものとされ、費用の増加や、発行体を「顧客」として考える場合の取引関係の悪影響などを原因に実務的でない対応策とされてきた。

もつとも、WorldCom 判決前後、SEC には証券法規則 176 条の内容をさらに明確化し、引受会社に対して一定の行動指針を用意する改定案の動きもあった。かかる改定案¹⁰において、下記 6 項目の存在は引受側による正当なデュー・ディリジェンスが行われたことを示しているとされる：

- ① 合理的な者と同程度の発行届出書の精査及び合理的な調査を実行
- ② 当該発行届出書に重要な虚偽表示又は重要な部分の欠けつがいずれもないことを証明した発行体の役員に対する質疑
- ③ Statement of Auditing Standards の受領
- ④ 発行体のリーガルカウンセルから良好な (favorable) 法律意見書の受領
- ⑤ 引受側自らのリーガルカウンセルから良好な法律意見書の受領
- ⑥ 発行時より少なくとも 6 か月前から発行体及び発行体が置かれる業界に関して調査を行っていたリサーチアナリストの調査委託

しかしながら、かかる改定案は 2005 年について廃案となり、証券法規則 176 条の改定は実現されていなかった。すなわち、SEC は 2004 年の WorldCom 判決を受けて、なお証券法規則 176 条の前記改定案を否定したのである。言い換えれば、SEC は WorldCom 判決をそのまま受け入れたとも読み取ることができ、WorldCom 判決が作り出した状況を SEC が解決することは期待しえなくなった。

(3) 業界団体の動き

上記のとおり、WorldCom 判決においても、当時の業界団体である BMA 及び SIA は被告側である引受会社と同意見の amici curiae 意見を提出したが、引受会社の主張が排除されたと同様に、業界団体の主張も結局判決に受け入れられなかった。

WorldCom 判決後、BMA 及び SIA の合併団体である Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) による引受会社のための行動指針や best practice guideline を制定する動きも見られたが、現在の SIFMA ホームページでは当該行動指

¹⁰ The Regulation of Securities Offerings, Securities Act Release No.33-7606 A; 34-40632; IC-23519A.
(<http://www.sec.gov/rules/proposed/337606a1.txt>)

針に該当するようなものは特に見つからず、当該行動指針の制定は不成功に終わったように思われる。

また、Coffee 教授により、利害関係者かつ引受会社の総合体ともいえる業界団体が仮に何らかの行動指針を作成したとしても、当該行動指針は結局引受会社の利益を保護するためのものにとすぎないと捉えられかねず、客観的説得力を欠くものとしてその有効性を疑問視している指摘がある。

(4) 引受実務の動き

WorldCom 判決が引受実務に対する影響は相当大きいと言われるにもかかわらず、引受実務の動きは必ずしも明らかでない。もっとも、公表される学術論文によれば、WorldCom 判決後の引受実務は判決以前と大して変わらないとされ、WorldCom 判決を特殊な救済判決と位置づけたうえでその影響を過大評価すべきではないとするローファームの意見や実務上の意見も一部紹介されている。

(5) 学説の動き

WorldCom 判決後の学説の反応は様々であるが、①引受側にとって厳しい判決、②厳しい判決となりうることは shelf registration 制度の導入時代から既に予見できる、③いわゆる red flag の発見は事後では容易だが事前ではいかにも難しく、また、主観的によらざるを得ない部分がる、の三点は概ね一致している。そんな中、以下のような対策は提唱されており、いわゆる通説や有力説は定かでない。

- ① 引受人にゲートキーパーとしての責任を期待されているので、必要な程度の due diligence の軽減はすべきでないが、増加されたリスクに伴い、引受会社の報酬を上げること。また、独立な開示カウンセル (independent disclosure counsel) を導入し、発行体による詐欺的行為の抑止力 (deterrent) にする (Coffee)¹¹
- ② SEC によるセーフ・ハーバーは必要であり、SEC が改めて制定を試みるべき (Young)¹²
- ③ WorldCom 判決における信頼の抗弁の成立要件である「記載が誤解を生じさせないために必要かつ重要な事実を欠いていることを信じる合理的理由がない」ことの解釈は合理性に関する基準の解釈と整合的でなく、当該誤った解釈により認められる red flag の範囲は広すぎると批判し、red flag に代替する概念として、より明白な事情かつ引受側として認識・入手可能なものに限るべき (いわゆる

¹¹ John C. Coffee Junior, Corporate Securities: A Section 11 Safe Harbor?, New York Law Journal (Sept. 15, 2005).

¹² Christian A. Young, Looking Back on WorldCom: Addressing Underwriters' Due Diligence in Shelf Registration Offerings and the Need for Reform, 40 Suffolk University Law Review 521.

「smoking gun」概念) (Sjostrom)¹³

- ④ SEC が提唱している継続的 due diligence の有用性を再認識したうえで、現在の引受会社はほとんど universal bank で引受以外のサービスも提供していることに鑑み、オファリング目的以外のデュー・ディリジェンス（たとえば、いわゆる M&A におけるデュー・ディリジェンスなど）の引受会社内部の情報共有を図ることにより、実質的な継続的デュー・ディリジェンスを目指すべき (Leahy)¹⁴

以 上

¹³ William K. Sjostrom, Jr., The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933, 44 Brandeis Law Journal 549.

¹⁴ Joseph K. Leahy, What Due Diligence Dilemma? Re-envisioning Underwriters' Continuous Due Diligence After WorldCom, Cardozo Law Review Vol. 30:5.