論　説

レセプト債における販売証券会社等の責任について

村　上　　裕

はじめに
1　3判決に共通する事実関係・判決要旨
2　会計事務所の責任について
3　販売証券会社の責任について
おわりに

はじめに

近時，いわゆるレセプト債について複数の下級審裁判例が公表されている。それらの裁判例は，ある特定のSPCが発行したレセプト債たる私募社債が多数の投資家に向けて販売されたものの，社債発行により調達した資金の大部分が他の目的に流用されたため，社債の元利金の支払ができなくなり，もって投資家が被害を被ったという事件に起因する。

その裁判例のうち，レセプト債の組成等に関与した証券会社・レセプト債発行会社の管理に関与した会計事務所を相手取った訴訟について，東京地判令和4年3月31日LEX/DB文献番号25604766(1)（以下，この判決を単に「東京地判」と略す。）は，レセプト債を組成した証券会社及び会計事務所の責任を認容し，名古屋地判令和4年4月19日裁判所Webサイト(2)（以下，同様

(1)　あおい法律事務所のWebサイトにも，判決文がPDFファイルで掲載されている（https://aoi-law.com/article/s_shoken_12/）（2022年11月29日確認）。また消費者法ニュース132号（2022年）234頁に，判決要旨が掲載されている。

に「名古屋地判」と略す。）は，会計事務所の責任のみならず当該レセプト債を投資家に販売した地場証券会社の責任を認容した。一方，金沢地判令和4年5月26日金融・商事判例1653号2頁（以下，同様に「金沢地判」と略す。）は，当該レセプト債を投資家に販売した地場証券会社及び会計事務所の責任をともに否定した(3)。これらの判決のうち金沢地判については，その理由付け及び結論において問題とするところが少なくない。本稿は，上記3判決について検討し，もってレセプト債の販売証券会社・会計事務所の責任について検討することを目的とする。

なおレセプト債をめぐっては，上記3判決以外にも，SPCにおける取締役の対第三者責任（札幌地判令和3年3月25日金融・商事判例1622号33頁），金商法43条の2の分別管理義務（東京地判令和3年9月29日Westlaw Japan 2021 WLJPCA09298009・LEX/DB文献番号25600357）など，論点が多岐に渡る(4)。しかし本稿ではそれらの論点は基本的に扱わないこととする。また，東京地判で問題となったレセプト債の組成に関与した証券会社の責任についても扱わない。

1　3判決に共通する事実関係・判決要旨

一般にレセプト債とは，一言でいえば「保険医療機関の診療報酬債権を裏

---

(2)　https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/231/091231_hanrei.pdf（2022年11月29日確認）。また消費者法ニュース133号（2022年）158頁に，判決要旨が掲載されている。

(3)　金沢地判の判決文については判例雑誌掲載前に，木村基之弁護士（金沢弁護士会）からご提供いただいた。また名古屋地判の判決文についても裁判所Webサイト掲載前に，木村弁護士の仲介により名古屋レセプト債被害対策弁護団のご了承を得てご提供いただいた。記して感謝申し上げる。
　なお当然ではあるが，本稿の誤りは全て筆者に帰属するものである。

(4)　3判決以外の裁判例については，宮下修一「判批」現代消費者法55号（2022年）91頁以下，とくに95頁参照。

付資産として発行される債券[5]」である。医療機関は受診者からいわゆる自己負担部分について支払を受けるが，医療費の残りの部分については，診療報酬として健康保険組合等から支払いを受けることになる。この診療報酬の受取には1・2か月程度を要するため，早期に当該債権を現金化したい医療機関は，SPCに当該債権を売却し，SPCの側はこれを原資産として証券化して投資家に販売する，というのがレセプト債の基本構造である[6]。以下，長文となるが事実関係について説明する。

本件において，アレンジャーである訴外L社が設立した訴外M社・訴外N社・訴外O社の3社（以下，発行3社という。）が社債（以下，これらの社債をまとめて「本件レセプト債」という）を発行し，それにより調達した資金をもって診療報酬債権等を医療機関等から割り引いて買い取り，実際に受け取る診療報酬等をもとに社債の元利払いを行うというスキームが用いられていた[7]。発行3社はいわゆるペーパーカンパニーであり（またこのうちM社とN社は英領ヴァージン諸島籍の外国会社である），その運営はL社が行っていた。また本件レセプト債等の発行，償還業務，診療報酬債権等の買取業務等もL社が行っていた。

本件レセプト債にかかる会計業務については，M社に関しては被告A会計が平成16年から18年までの間会計事務を受託し，その後被告B会計が平成18年にM社との間で業務委託契約を結び，同契約によりM社の代表

---

(5) 堀田真理「再考－診療報酬債権流動化について」東洋大学経営論集88号（2016年）54頁。なお，同「診療報酬債権流動化をめぐる現状と課題」同77号（2011年）153頁以下も参照。

(6) 同54～55頁，宮下・前掲注（4）94～95頁参照。

(7) 証券取引等監視委員会「アーツ証券株式会社に対する検査結果に基づく勧告について（平成28年1月29日）」（https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2016/2016/20160129-1.html）及び，同「参考資料」（https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2016/2016/20160129-1/01.pdf）8頁参照（いずれも2022年11月29日確認）。

者がＢ会計より派遣された。Ｎ社に関しては，平成23年にＡ会計とＮ社との間で業務管理契約が結ばれ，平成26年にＮ社はＢ会計と業務管理契約を結び，Ｂ会計はＡ会計から業務を引き継いだ。これらの業務委託契約において両会計事務所は，Ｍ社・Ｎ社の預金口座を管理し，またＬ社の指示に従って口座からの支払や決算報告書の作成等を行うものとされ，またＭ社・Ｎ社の指示に従い同社による第三者からの診療報酬債権の購入のための契約を締結し当該債権の購入及び支払のモニターを行うものとされた。

本件レセプト債は訴外Ｅ証券が発行３社から販売委託を受けて販売し，Ｅ証券はさらに，地方の地場証券会社計６社における本件レセプト債の販売支援も行っていた（６社の中には，名古屋地判の被告販売証券会社であるＴ証券及び，金沢地判の被告販売証券会社であるＤ証券も含まれる）。本件レセプト債の発行残高は総額約227億円にのぼり，購入した投資家数は2470にも及んでいた。もっとも本件レセプト債は，金商法２条３項２号ハの少人数私募債として発行されていた。

しかし，診療報酬債権の買取は本件レセプト債の発行額のわずか２割程度にとどまり，調達された資金の大半はＬ社及びその関連会社の資金等への流用や，海外不動産プロジェクト・有価証券に投資されるなどして毀損しており，レセプト債の新規発行によって得た資金で既発行レセプト債の元利払いに充てるという，自転車操業状態に早い段階から陥っていた。Ｌ社の代表取締役Ｋはこの実態を隠匿するため，発行３社の運用実績報告書や決算報告書などを改ざんして診療報酬債権等の買取残高を水増し，当該改ざんされた報告書が販売証券会社に送付された(8)。平成25年にＫが死亡し，その子ＨがＬ社代表取締役に就任してまもなく，Ｈは本件レセプト債の発行残高に比して診療報酬債権等の買取残高及び保有現預金残高が30億円しかなく，

(8)　前掲札幌地判の事実認定によると，平成23年頃から改ざんが行われていた（金融・商事判例1622号44頁参照）。

半数以上が使途不明となっている実態を把握し，また発行3社の債務超過も判明したことから，HはE証券に対して事実を開示して協力を要請した。E証券はこれを受けて，本件レセプト債の利率及び販売証券会社の販売手数料をそれぞれ引き下げることとした。一方でHはこれとは別にE証券の代表取締役Wと面談し，本件レセプト債の発行残高に比して診療報酬債権等の買取残高が僅少である等の実態を説明したが，Wはこれを秘匿して販売を継続すべきとの意見を述べた。

E証券及びL社は平成26年1月に，競争激化により診療報酬債権の買取が難しくなっていること，発行3社が債務超過に陥っていることなどを記載した説明資料を作成し（ただし当該説明資料において診療報酬債権等の買取残高は水増しされていたままであった），本件レセプト債を販売する地場証券会社各社に出向き，販売手数料の引き下げを依頼した。依頼された各社はL社の財務諸表などの開示を求める一方，依頼については了承した。

平成26年3月にD証券は，L社の平成23年12月期決算の決算報告書（Kが改ざんしたもの）と翌期決算の決算報告書の繰越欠損額が連続していないことを発見し，Hらに対し確認を求めた。Hらは単純な記載ミスと謝罪する一方，H自ら繰越欠損金を改ざんした平成23年12月期決算の決算報告書をD証券に送付した。L社はこの後も，本件レセプト債の実態を隠匿するために決算報告書の改ざんや，内容に虚偽のある運用実績報告書の作成を続けた。

平成26年8月，HはWの了承を得て，発行会社3社のうち2社において本件レセプト債の増額発行を行うこととした。D証券はE証券から診療報酬債権等の買取額が増加するとの説明を受けて，本件レセプト債の販売額の増額の打診を了承し，平成27年3月～6月に販売額を倍増させた。また平成27年1月にHらはT証券に対し，発行2社の財務状況について改善は進んでいないが今後改善が想定される旨資料を用いて説明した。しかし，

資料中の診療報酬債権等の買取残高は水増しされたものであった。

関東財務局は平成26年4月にE証券の証券検査を開始し，同年6月に，発行3社の債務超過の事実を本件レセプト債の購入者に情報開示するよう指導した。E証券は当該指導内容についてD証券に連絡し，D証券は，同年8月募集分から，投資家への提案書に発行2社の貸借対照表を織り込んで，債務超過に陥っている旨の記載を追加した。

この後，関東財務局は平成27年5月にE証券に対し金商法56条の2第1項に基づく報告命令を発するなどし，最終的には同年10月，証券取引等監視委員会がL社及び発行3社に対し，本件レセプト債の発行停止を命じた。以下，3判決の判決要旨について述べる。

東京地判ではL社役員等の責任も問われたが，ここではA・B両会計事務所の不法行為責任（具体的には，L社の不法行為についての両会計事務所の幇助（民719条2項）にかかる責任）についての判旨のみ述べる。判旨はまず，証券化におけるSPCには，SPCの管理会社・アセットマネージャーなど様々な機関の関与が必要とされ，これら個々の機関による利益相反や詐欺的な行為の可能性が証券化商品のリスクとなり得るため，証券化の仕組みにおいては，エージェント自身の利益相反が牽制され，監視される必要性が生じる旨述べる。本件レセプト債においても，会計事務所が締結した業務委託契約等において，関係者による利益相反や権限濫用を防止し，権限分化と相互牽制により，SPCの管理がスキームに沿って忠実に行われることを担保するための仕組みが設けられており，会計事務所が牽制機能を果たさないことは，L社による不法行為を幇助したものといえるとし，結論として，A会計・B会計両方の会計事務所の不法行為責任を認めた。

名古屋地判では，A・B両会計事務所の不法行為責任のほかに，本件レセプト債を販売したT証券会社に対する，調査義務違反等を理由とする不法行為責任等に基づく損害賠償責任なども問われた。まずA会計の責任につ

いては，本件ではＮ社の預金口座から，診療報酬債権ではないＬ社関連会社の社債購入資金の支払（その額はＮ社の資産額の約半分に相当）がなされており，このことがＬ社の不法行為を容易ならしめるものであったとする。そしてＡ会計は，この支払をするに当たり，本件レセプト債の発行により調達した資金が診療報酬債権の買取以外の目的で支出されていることを容易に認識することができたものというべきであり，この点，当該社債購入資金の支払については支払指示書に「診療報酬債権買取資金」と記載されてはいたが，その裏付の確認をＡ会計はするべきであったところ本件ではそれがなされていないとして，不法行為責任を認めた。

Ｂ会計については，おおむね次のように述べる。本件においてはＭ社の預金口座から，診療報酬債権ではないＬ社関連会社の社債購入資金の支払や診療報酬債権の架空計上がされており，これらの行為は，Ｌ社の不法行為を容易ならしめるものであるとし，そして本件においては，架空計上に用いられた補助科目の不自然さ等から，本件レセプト債の発行により調達した資金が診療報酬債権の買取以外の目的で支出されていることを会計事務所は容易に認識できたのであり，従ってＬ社の不法行為を過失により幇助したものと結論付けた。

Ｔ証券については，まず本件レセプト債は金商法上の少人数私募に該当するが，実際にはシリーズ発行により不特定多数の者に取得勧誘がされていることから，「少人数私募に係る有価証券の発行者がいわゆる開示規制の適用を受けない趣旨が実質的に妥当しないのであり，投資判断に必要な情報を本件各社債の取得者に開示すべき必要性が高いものというべきである」とする。またＴ証券は本件レセプト債について安全性の高い証券であるとして取得勧誘していることから，平成26年にＥ証券・Ｌ社が社債利率の引き下げ等でＴ証券に説明に訪れた段階で，本件レセプト債が診療報酬債権を裏付資産としているのか疑念を持つべきであり，この点について信義則上調査

義務を負うのであり，そして，当該調査によりＥ証券から追加資料の提出等を受けるまでは，Ｔ証券は本件レセプト債の取り扱いを中止すべきであったとする。このため，もしＴ証券が調査義務を履行していれば，この時期以降の本件レセプト債の取り扱いはなかったものといえ，当該調査義務違反は原告投資家の損害との間の因果関係を有するとして，Ｔ証券の責任を認めた。

以上に対して金沢地判では名古屋地判とは反対に，両会計事務所およびＤ証券に対する責任を以下の理由により否定した。まず原告側の主張する資金管理義務を否定する一方で，Ａ会計・Ｂ会計は，業務管理契約に基づくＭ社・Ｎ社の口座管理やＬ社からの支払指示を受けて同口座からの出金手続を行うなどしていた等から，出金が診療報酬債権等の購入と無関係の目的外支出であることを認識していたか，Ｌ社がＡ会計・Ｂ会計に提出する資料等からこれを容易に認識し得た場合に，Ｌ社と共謀又は共同して同出金をすることが不法行為法上問題となるとする。しかし，本件においては上記認識があった，または容易に認識しえたとは認められないとして，責任を否定した。

またＤ証券に関して，原告側主張の公正誠実義務（金商法 36 条１項）等から導かれる商品審査義務を否定する一方で，Ｄ証券において，Ｌ社やＥ証券から提供を受けた情報等により，本件レセプト債等の実態を知りながら，又は，証券会社に求められる相応の調査を尽くすことにより，これを認識することができたにもかかわらず，Ｌ社及びＥ証券と共謀又は共同して，本件レセプト債の販売を決定，継続し，最終販売行為を行った場合には，不法行為の問題不法行為法上問題となるとする。しかし結論としては，本件レセプト債の実態を認識または容易に認識しえたとは認められないとした(9)。

(9)　なお，名古屋地判・金沢地判においては，Ｄ証券・Ｔ証券に対して不法行為責任以外にも，説明義務違反・適合性原則違反等の主張がなされていたが，そ

なお，このように各判決において結論が異なるのは，各裁判所における原告側の主張や証拠が微妙に異なることも多分に影響している[10]。

2　会計事務所の責任について

3つの判決のうち東京地判は，証券化におけるSPCには「SPCの管理がスキームに沿って忠実に行われることを担保するための仕組みが設けられている」ことが必要であり，当該仕組みにより，エージェンシー・リスクに対応するための関係者間の権限分化や相互牽制が可能となり，それにより関係者の利益相反や権限濫用を防止できると説示しており，SPC内部のガバナンスの在り方を説いている点が特徴的である。

従来SPCにおける関係者の民事責任が問われること自体が少なく，また問われるとしてもその範囲は限定的なものであった。即ち，本件と同様にレセプト債を発行したSPCの代表取締役に対する会社429条責任が問われた前掲札幌地判は，「SPCは資産の流動化のための器として設立されるペーパーカンパニーであり，SPCの取締役は実質的な業務執行を期待されているわけではないのが実態である。」とし，SPCの取締役の責任を限定的に解している[11]。学説も同様に，例えばある文献では，SPCでは「普通は役員を一人置く程度であり，その役員も能動的な行動をとることは期待されていない。」としている。SPCでなされる資金管理・社債権者の利払いまたは償還等の運営事務は，会計事務所などがSPCと運営管理契約を結ぶことによってなされるが，会計事務所は事務のみを請け負う存在であり，資産に何らかの事由が生じSPCに一切収入（キャッシュフロー）が入ってこない場合でも，

れらは棄却されている。本稿ではそれらにかかる判旨について，別の個所で適宜扱う。

(10)　判決掲載誌匿名コメント（金融・商事判例1653号12頁）も同旨。

(11)　同様のものとして，他に大阪地判平成18年5月30日判例タイムズ1250号325頁がある。

会計事務所は責任を負わないとされてきた(12)。つまりは，札幌地判が述べるようにSPCは単なる「器」に過ぎないということが，検討の出発点とされてきた。

しかし，SPCを単なる器ととらえることの危険性を論じる見解も，少ないながら存在する。即ち渋谷は，SPCの独立取締役によるSPC資金の横領事件から，SPCの仕組み全体について適切な牽制構造や利益相反回避措置が必要であり(13)，またSCPでは細分化され専門的なエージェントが必要であるところ，当該エージェントに派生するリスクに対処することも必要であると説く(14)。大垣も，SPCに関与する者の恣意的な行為によって不測の事態が生じないように仕組む必要性を指摘している(15)。その他，SPCの役員は利益相反防止等の目的のため独立の第三者が就任することや，事務代行会社たる会計事務所がSPCに役員を派遣することが多いとの指摘も見受けられる(16)。ただしこれらの見解は，牽制構造や枠組みの指摘にとどまり，法

(12) 以上まで，神田秀樹ほか編著『金融法講義（新版）』（岩波書店・2017年）493・494頁（大類雄司）。

(13) 川北英隆編著『証券化 新たな使命とリスクの検証』（金融財政事情研究会・2012年）146・149頁（渋谷陽一郎）。もっとも，渋谷が同149頁において引用する朝日新聞2010年5月17日付夕刊11面によると，SPCから会計帳簿や議事録の作成等を委託されて，印鑑・通帳等を預けられていた公認会計士が，それらを利用してSPCの口座から約30億円を横領した事件があったことを伝えるが，当該公認会計士がSPCの取締役であったかどうかまでは記事では記載されていない。

ただしSPCにおいては証券化関係者から独立した取締役が置かれ，公認会計士等が就任することが多いとされている（同165・183頁参照）。おそらくこの点から，当該公認会計士が取締役であると推認したのであろうと思われる。

(14) 同159頁参照。

(15) 大垣は，その方法としてはSPCの「枠組性を徹底すること」によるとしており，具体的には，定款等による目的の限定と他業の禁止，役員の裁量権の剝奪などをあげている。大垣尚司「ストラクチャードファイナンス③」法学教室350号（2009年）98頁。

(16) 永沢徹監修・さくら綜合事務所編著『SPC＆匿名組合の法律・会計税務と評価（第7版）』（清文社・2020年）17頁。

的責任の検討まではなされていなかった。

東京地判の説示は渋谷・大垣らの見解を基礎に置きつつ，牽制機能を果たさない場合における法的責任にまで踏み込んだものであるが，これは次の理由により妥当と考える。1つは，証券化における発行体リスクの問題に適切に言及している点である。証券化においては，オリジネーターに関するリスク（例えばオリジネーターからの倒産隔離），サービサーに関するリスク（例えばコンミング・リスク）など関係当事者による様々なリスクがありえるところ，それとは別にSPC自体の倒産により投資家が損害を被るリスク（発行体リスク）が存在する(17)。この発行体リスクへの対処には2つの方向性があり，1つはSPCが倒産状態に陥ることを防ぐことであり，もう1つは倒産状態に陥っても倒産手続を開始させないようにすることである(18)。前者の措置としてはSPCの他業禁止などが典型である。しかしそれ以外にも，いくらSPCが「器」であるとはいっても，様々な利害関係者が関与する以上，当該関係者の権限濫用・逸脱行為を防ぐ（もってSPCの倒産を予防する）スキームが必要である(19)。とくに本件レセプト債では関係者の裁量が残されており，債権を流動化した社債というよりも，事業債に近いものであったという指摘がある(20)。通常の証券化の場合にはこの種に裁量が入る余地はなく，

(17) 寺山大右「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」金融研究20巻2号（2001年）173〜175頁参照。

(18) 山本和彦「証券化のスキームにおけるSPVの倒産手続防止措置」徳岡卓樹・野田博編『企業金融手法の多様化と法』（日本評論社・2008年）36頁，西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全（下）』（商事法務・2003年）55頁（上野元）参照。

(19) 資産流動化法においても，資産流動化に従った運営を確実にするために監査役に非行取締役を解任するための社員総会招集権（同法88条）などの強い監視機能を認めている（大垣尚司「ストラクチャードファイナンス④」法学教室351号（2009年）97頁）。

(20) 大塚康成・江川由紀雄「債権の流動化に見える資金調達・投資スキームの考察－「レセプト債」事件から学ぶ－」SFJジャーナル14号（2017年）11頁。

そのため大垣のいう「枠組み性の徹底」が不十分（言い換えると，SPC としての「器」としての性質が不十分）であり，エージェンシー・リスクが生じる可能性があり，よって上記スキームの整備が問われたと言えるのではないか。そもそも，証券化においては利益相反リスクが存在することは回避しえず，これには証券化スキームの工夫や実務上の運用の工夫で回避すべきことがいわれている(21)。また債権の証券化においては詐欺リスク，すなわち原資産となる債権が存在しない，債権が SPC への譲渡前に第三者に譲渡されしかも当該第三者が対抗要件を具備する，といったリスクがある(22)。これらのリスクへの対処はどのような証券化商品でも求められる(23)。

次に本件レセプト債について，通常証券化で用いられる様々な信用補完手段が用いられておらず，証券化商品としては危ういものであったが故に，SPC の内部関係者（とりわけ会計事務所）の担う役割が極めて重要なものであったと考えられる。大塚・江川は，ABCP プログラム（金銭債権を裏付資産として SPC がコマーシャル・ペーパー（CP）を発行するが，SPC が CP の償還日に償還資金を用意できない場合にスポンサー銀行が契約上の義務に基づき融資を行うもの）と比して，本件レセプト債は投資家側のリスクが大きいとする(24)。また本件レセプト債には超過担保や優先劣後構造がないようである上，信託を

(21) 野坂照光・藤瀬裕司『Q＆A 証券化 SPV 会計・税務の課題と実務処理』（清文社・2010 年）25 頁（なお野坂・藤瀬は，松村徹「不動産証券化の概要」不動産証券化協会編『不動産証券化とファイナンスの基礎』（不動産証券化協会・2009 年）56・57 頁を引用するが，当該文献は入手しえなかった）。

(22) このリスクに対処するものとして，AUP（Agreed Upon Procedure）や，内部監査体制を含めたデュー・ディリジェンスによる資産内容の精査がある（神田ほか・前掲注（12）527 頁（大類雄司））。

(23) 永沢・前掲注（16）300 頁以下も参照。

(24) 大塚・江川・前掲注（20）6〜8 頁。ABCP プログラムについては，日本格付研究所「ABCP プログラム」（https://www.jcr.co.jp/pdf/dm28/ABCP_Programs20160601.pdf）（2022 年 11 月 29 日確認）も参照。

用いたスキームでもない[25]。このように信用補完手段に乏しく，証券化商品としての安全性に問題があるうえ，本件レセプト債は少人数私募であるため金商法上の発行開示規制が及ばず，公認会計士等による会計監査も義務付けられていない。また格付けの取得もない[26]。このため，本件はSPCに関与する会計事務所の担う役割が強く求められる事案といえる。

一方で金沢地判は，本件における会計事務所の牽制機能を否定しているようである。即ち，東京地判が牽制機能を会計事務所が果たすべき根拠としていた点のうち，①会計事務所は契約上，N社の指示に従って，N社東京支店が第三者から診療報酬債権を購入する契約を締結し，その債権の取得及び支払を監視する点について，金沢地判は「同条項をもって，同被告に対し，公認会計士や監査法人が行う会計監査業務のような，N社の口座からの出金の実質的理由の有無や正当性を監視することを義務付けるものと解することはできない。」とする。しかし，これは業務委託契約の記載から会計事務所がどのような業務を行うのかという形式面のみから検討しているにすぎず，本件における会計事務所の役割・ひいては本件レセプト債の構造といった事案の本質的部分の検討がされていないように思われる。

次に②発行3社の支店長・代表者を会計事務所が派遣していることについて，金沢地判は「（会計事務所が役員を派遣するのは実務上ありえまた当該役員は実質的意思決定を行わないことから）A会計において，N社に代表者を派遣することを通じて，N社やその裏付資産につき，アレンジャーであるL社等による本件レセプト債等のスキームの趣旨に反する影響力の行使を防止するという専門的な役割を負っていたとは認め難い」とする。会計事務所が派遣

(25) 同・11頁は，信託を用いない場合にはSPCの管理運営の適切性が重要である旨指摘する。

(26) 証券化における格付けの重要性について，同・11～12頁，西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全・アップデート』（商事法務・2006年）339頁注102（遠藤洋一）など参照。

した役員が実質的意思決定を行わないのはその通りであるが，そのような役員であっても，責任を負う場合があり得る。すなわち，前掲札幌地判においては，（会計事務所から派遣された）取締役はＬ社のＸ社に対する虚偽情報の提供を認識していたか，または容易に認識できたにもかかわらずこれを止めなかった場合に善管注意義務違反により会社429条責任を負うとする。ここにおいては，取締役には監視義務の一環としての不正行為防止（また不正行為による第三者における損害の発生回避）が求められている。この事案については，仮に認識できたとしても阻止しえたか疑問であるとの指摘もあるが(27)，派遣元の会計事務所を通じて不正行為の阻止を図る等の方策も考えられよう(28)。そのように考えると，代表者を派遣する会計事務所が「本件レセプト債等のスキームの趣旨に反する影響力の行使を防止する役割」を負っていないとは言えないのではないか。

ところで東京地判は，会計事務所が関係者に対する牽制機能を果たしていたか否かの検討において，「使途不明な金銭であってもＬ社の指示に従わなければならないとの認識のもとに業務が行われていた」ことと，補助科目である『Ｓ口(29)』の問題を指摘する。本件で会計事務所はＬ社から，Ｌ社の関連会社等で発行３社のために診療報酬債権を購入するとの説明を受け，『Ｓ口』との補助科目を用いて仕分処理・対応する送金がなされていた。診療報酬債権は本件レセプト債の原資産である以上，ここで当該関連会社において実際に診療報酬債権が購入されているか否かの確認が投資家保護の観点から重要であり，「牽制機能を果たすうえで必須のものであった」。にもかか

(27)　内藤裕貴「判批」新・判例解説編集委員会編『速報判例解説30号（新・判例解説Watch）』（日本評論社・2022年）149・150頁。

(28)　また岩城円花「判批」ジュリスト1572号（2022年）127頁は，札幌地判の評釈において，事案におけるSPCの取締役が公認会計士であったことから，会計士として会計チェックを行うべきであり，ここに責任が成立する余地があるとする。

(29)　「S」は，Ｌ社関連会社の社名である。

わらず会計事務所は確認を怠り，結論として，「牽制機能を果たさないまま，L 社の指示に従えば足りるとの誤った認識の下で，漫然と役員派遣，記帳代行，入金及び税務申告をしたにとどまる」と厳しく批判し，結論として不法行為責任を認めている(30)。

もっとも，この『S 口』を契機とする診療報酬債権の確認は，会計事務所の牽制機能について言及していない名古屋地判においても問題とされている。即ち，B 会計の責任に関しては，「M 社との間で管理契約を締結した時点で，M 社は，診療報酬債権の約 9 割について補助科目『S 口』を使用していたものであるところ，診療報酬債権の補助科目として，『S 口』という表記は一見して明らかに不自然なものである」とし，「…税理士であり，会計事務所の実務の責任者であった T 氏において，M 社が，診療報酬債権を裏付資産とする社債を発行して資金を調達しながら，その大部分を診療報酬債権の買取り以外の目的で支出していることを容易に認識ずることができた」として，B 会計が L 社の不法行為を幇助したものとして責任を負うとしている。

名古屋地判は A 会計の責任についても，牽制機能を論じることなく，会計専門家としての任務懈怠から責任を肯定している。即ち，L 社の指示に基づき N 社の預金口座から L 社関連会社の社債購入資金が支払われた際に，支払指示書に「診療報酬債権買取資金」とあったが，これを裏付ける資料がないこと等から，会計事務所は診療報酬債権の買取以外の目的について疑念を持つべきであったとしている。つまりは，SPC における関係者間の牽制云々以前の，会計責任者として適切に業務を果たしていない点に基づく責任が問われたと言える。

一方で金沢地判は，A 会計の不法行為責任を否定する根拠として，業務

(30) なお東京地判は，B 会計については「本件レセプト債の実態を未必的に認識して」いたとする。

管理契約上Ｌ社に対して資金使途に関する報告を求める権限ないし資金使途についての調査権限を有していないこと，業務管理契約ではＮ社の指示に従って業務を行う立場にあったこと，Ｌ社から診療報酬債権買取資金を支払名目とする支払指示書の送付を受けていたことを挙げる。金沢地判は，会計事務所の業務があくまで業務委託契約の範囲にとどまることを前提としており，その根底においては，証券化における会計事務所の役割を事務的かつ限定的なものとしてとらえているように思われる。しかしこれに対しては，東京地判の表現を借りれば「漫然と」契約上の事務を履行することを肯定するものとの批判が当てはまる。会計事務所の業務が委託契約に基づくのは当然であるが，業務において疑念が生じるまたは生すべきであった場合においては，たとえ契約外であったとしても会計専門家として適切に対応すべきであると思われる。そうでなければ，会計事務所が不正行為を発見した（あるいは容易に発見しえた）としても，契約外であることを理由に対処しないことを許すことになるからである。また上記した通り，本件レセプト債のスキームにおける会計事務所の役割が強いものであることを考慮すると，金沢地判の立場には疑問がある。

また東京地判・名古屋地判がいずれも問題視した『Ｓ口』について，金沢地判は，Ｂ会計はＬ社からＳ口についての説明を受けているとして，さほど問題視していないようである。しかし名古屋地判では，その説明の合理性が疑わしいとしている。Ｌ社からの説明そのものの合理性と，説明を受けてもなお会計事務所が疑念を持つべき状況にあったか否か等について，より踏み込んだ検討がなされるべきであったように思われる。また，診療報酬債権買取資金を支払名目とする支払指示書の裏付け確認について，東京地判・名古屋地判と異なり，金沢地判は確認をすべきか否かについて言及していない。上記した原資産が存在しない詐欺リスクへの対応という観点からは，東京地判・名古屋地判の判旨が適切ではなかろうか。

3　販売証券会社の責任について

(1)　引受審査義務・商品審査義務

私募債の引受・販売を行った証券会社の責任が問われた先例として，やはり本件レセプト債が問題となった那覇地判平成30年7月13日判例時報2409号76頁がある。那覇地判の事件では，本件レセプト債を購入した被害者Xらが，販売証券会社であるYに対し，顧客に対し私法上の注意義務として引受審査義務を負い，これに違反したと主張したのに対し，「…証券市場における…証券会社の役割を踏まえると，証券会社は，投資者を保護し，健全な証券市場を確保するために，引き受ける商品が販売にふさわしい銘柄であるか否かを判断することが期待されているとはいえるが，これをもって直ちに，個々の投資者に対する…法的義務（引用者注：引受審査義務）を構成するものとまではいえない。」としつつも「例えば，いかなる投資者に対しても適合性を有せず，健全な証券市場の確保の観点から証券市場に流通させることがおよそ不適切な有価証券について，十分な引受審査を行わなかったためにそのことを知らずに，これを引き受けて投資者に販売し，その結果当該投資者に損害を生じさせたといった場合には，証券会社は，一般の不法行為による損害賠償責任を負う余地があることが明らかであり，その意味で，証券会社は，証券市場における仲介者，専門家として，投資者に不測の損害を与えることがないようにする注意義務を果たすために必要な限度で，適切な引受審査を行うべき義務を観念することはできる。」として，不適切な引受審査がなされた場合における不法行為責任の成立の余地を認める。しかし結論として，不法行為の成立は認めなかった。

金沢地判では原告側は，引受審査義務ではなく証券会社には「商品審査義務」があると主張した。この原告側主張による商品審査義務とは端的に言えば，証券会社には取り扱う（こととなる）金融商品の投資適格性について，当該金融商品の特徴・特異性や発行会社の財務状況等を適切にチェックする

べきことが求められ，投資不適合な商品については顧客に販売しないことを求めるものである。これは那覇地判において「適切な引受審査を行うべき義務」で求められている内容と大きく異ならない。

しかし金沢地判は，商品審査義務を定める法令等は存在しないという形式的な理由から商品審査義務を否定した。証券会社の引受審査まで否定する趣旨ではないであろうけれども，日本証券業協会の『有価証券の引受等に関する規則』12 条 1 項では，「引受けを行うに当たっては，発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か，募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から，引受審査部門において…厳正に引受審査を行わなければならない。」旨定めており，また当該規則につき，「引受審査に当たって元引受証券会社が用いるべき相当の注意の基準を定めたものとして，公的規制に準じる効力を有する」とする東京地判平成 28 年 12 月 20 日判例タイムズ 1442 号 136 頁がある(31)。この点から，引受審査義務，取りも直さず商品審査義務を導くことも可能であるように思われる。なお監督指針や自主規則の存在が私法上の何らかの義務を導くか否かについては慎重論があるものの(32)，その違反について適合性原則違反を問えるとする見解も

(31)　以上につき，顧丹々「判批」ジュリスト 1555 号（2021 年）129 頁。

(32)　黒沼悦郎「証券法制の見直し」金融法務事情 1903 号（2010 年）46 頁は，いわゆるサブプライム・ローン問題への対処として監督指針の改正等がなされたが，「金融商品取引業者がどのような場合に顧客に対して勧誘対象商品に関する私法上の情報提供義務を負うかという解釈論…は，今後の課題として残されている。」とする。

また角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務・2014 年）358 頁は，監督指針や自主規則からの逸脱が適合性原則違反になるかという問いに，「行政法規としての監督ルールを直接的に具体化したものや，個人としての顧客の保護を目的としているものに限定するなど，その射程は慎重に考えるべき」とする。

存在する[33]。

また，証券化商品はそもそも公募による場合が少なく金商法上の開示規制に乗せることができないため，金融商品取引業者に対する証券化商品に係る原資産の内容やリスクに関する情報収集義務等が，法令ではなく，金融庁の監督指針[34]や日本証券業協会の自主規則によることになったという経緯がある[35]。また証券化商品はその原資産や取引の態様が多様であるため，上記監督指針においてはその運用について機械的・画一的にならないよう配慮するべきことが明記されている[36]。このように，証券化商品においてはその特性上，立法上の技術的な困難さが存在するゆえに根拠法令等がないにすぎず，法令等が無いことは，商品審査義務を否定する根拠とは必ずしもなりえない。

加えて金沢地判は，証券会社のゲートキーパーとしての役割をあまりにも無視しているように思われる。判旨は「証券会社が証券に関する相応の専門知識を有すること」を考慮してもなお商品審査義務はないとするが，投資家は引受証券会社における審査が適切になされるであろうことを信頼して投資を行うのであるから，本件のような投資被害が問題となる局面においては，証券会社が専門知識を有していることよりも，ゲートキーパーとしての役割を証券会社が果たし，優良ないし不良な発行者を選別することができていたかという点こそが重要である。

---

(33) 高橋陽一「適合性原則に関する序論的考察」川濱昇先生・前田雅弘先生・洲崎博史先生・北村雅史先生還暦記念『企業と法をめぐる現代的課題』（商事法務・2021年）513・515頁。ただし，努力義務ないしセーフハーバー的な性格を有する監督指針・自主規則に限定される。

(34) 金融庁「金融商品取引法等向けの総合的な監督指針」Ⅳ-3-1-2（7）。

(35) 黒沼・前掲注（32）46頁。

(36) 有吉直哉「証券化商品のトレーサビリティに関する規律と実務対応」金融法務事情1836号（2008年）16頁参照。

(2) 信義則上の調査義務

以上の那覇・金沢両判決に比して，名古屋地判は，本件レセプト債についての信義則上の「調査義務」を肯定する点でかなり異なる。この違いは，1つは証券会社のゲートキーパーとしての役割を重視するか否かであり，もう1つは，本件レセプト債が少人数私募であること，かつシリーズ発行により相当数の投資家に本件レセプト債が販売されていた点に着目したか否かによると思われる。

前者について金沢地判が全く重視せず，妥当ではないことは上述した（これに対し前掲那覇地判は，一定程度考慮している）。後者の点について，那覇地判は次のように述べる。「原告らは，引受審査義務の内容について，O社債は償還時期のみを小刻みに変えて公募規制を潜脱するものであることなどから，公募規制に代わる信用性を付与するに足りるもの，すなわち，財務諸表の法定監査や情報開示義務，法定の賠償責任等がないことを補完し得るものである必要がある旨主張する。しかしながら，そもそも，公募の債券を前提としても，公募規制があるからといって，それに適合しないことがすなわち不法行為責任を負うことに直結するわけではなく，あくまで一般不法行為の要件を満たすかといった観点から，引受審査の不十分や不適切が考慮されるにとどまるというべきである」(37)。このように那覇地判では，少人数私募であることも，少人数私募でありながら多数の投資家に販売されていたことも，証券会社の責任の有無にかかる判断要素には含まれていない。

これに対して名古屋地判は，本件レセプト債が法形式上は少人数私募に該当するが実質的には該当しない点を重視し，証券会社において投資判断に必

(37) 那覇地判では原告側は，本件レセプト債は潜脱的に少人数私募を利用したものであるから，本件レセプト債を引受審査する証券会社の側において公募規制に代わる信用性を付与しなければならないと主張した。当該判旨はこの主張を受けてのものである。

要な情報を取得者に開示すべき必要性が高いとして，本件レセプト債について証券会社の情報収集・情報開示レベルが高められていることを前提におき，この高められた情報収集・開示に基づいて，調査義務が信義則により生じることを示している。

当該判旨は本件レセプト債の特性・特徴及び本件事案における問題点を的確に把握するものであり，妥当と考える。少人数私募に実質的に該当しないため発行開示規制の免除が及ばないとすると，情報開示を求めるべきは，少人数私募として発行した発行者となり，証券会社ではないことになりそうである。しかし以下の点を名古屋地判は考慮したため，証券会社に対し必要な情報の開示を求めたものと思われる。①少人数私募として引受審査をし，販売を行ったのは証券会社である(38)。②通常の少人数私募であれば発行者と証券取得者には情報の対称性や近接した交渉力を有しているところ，本件レセプト債ではそれらがなく，取得者においてむしろ情報は非対称的であり，発行者との交渉力も有しない。このため，これを補完するものとして証券会社が必要となる(39)。

また名古屋地判については複数の興味深い点がある。1つは，本件レセプト債について（私募により情報開示が不十分なため）「証券会社において投資判断に必要な情報を取得者に開示すべき必要性が高い」としている。以前から，投資家の自己責任を問う前提として，投資家の自己決定の基盤が確保さ

(38) もっとも，有吉・前掲注（36）14頁は，アレンジャーとして証券化の組成に全面的に関与していた金融商品取引業者と，単に証券化商品の販売のみに関与していたにすぎない金融商品取引業者とでは，求められる情報収集・提供のレベルは異なるとする。ただし次の注参照。

(39) 同12頁は，「投資家が，証券化商品の組成時における原資産の情報は把握できたとしても，期中における原資産のパフォーマンスないし劣化状況について十分な情報を取得できないこともあり得る。投資家が直接，証券化商品の発行体やオリジネーターに接触をして原資産の状況に関する情報は容易でないことも多く…」と述べる。

れている必要があり，投資家の情報確保の役割を専門家が補完的に担うことが必要である[40]，私的自治の原則の実質化として，情報収集・分析能力のある者が情報格差を実質的に解消する信義則上の説明義務を負担する場合があり得る[41]等主張されていた。名古屋地判の当該判旨は，この「情報格差是正義務としての情報提供義務」[42]を証券会社に対し課したものと言える。

つぎに，証券訴訟における説明義務の判断において，その出発点を投資家の自己責任に置きつつ，「例外的に信義則による制限，とりわけ「信義則上の行為義務」（注意義務）の有無に関する吟味が加えられるという判断枠組」を採用するのは，かつてのワラント訴訟においても見いだされるとされる[43]。この指摘の中では，その義務内容は，①断定的判断の提供等により，投資家において投資リスク等への正しい認識を阻害することを回避すべき義務，②投資家の投資目的等に照らして不当な取引に勧誘することを回避すべき義務――適合性原則ともいうべきもの――，③投資リスクについての正しい認識を形成するに足りる情報を提供すべき義務に分類できるとされる[44]。名古屋地判のいう調査義務は，上記②③の義務を履行する前提として求めるものとして理解することができる。③の義務を履行するためには当該情報を入手していなければ，そもそも投資家に提供できない。また調査義務が課せられるのは，②の義務を達成する目的のためである。従って，名古屋地判の「信義則上の調査義務」は，T 証券が本件レセプト債の安全性を顧客に対して強調したことに基づく禁反言ないし信義則に基づくようにも思えるが，むしろ，証券会社の説明義務ないし適合性原則から位置づけることができる。

---

(40)　潮見佳男『契約法理の現代化』（有斐閣・2004 年）125 頁。
(41)　金丸和弘・森田亘平「M＆A 取引」加藤新太郎編集代表『判例法理から読み解く企業間取引訴訟』（第一法規・2018 年）131 頁。
(42)　潮見・前掲注（40）125 頁。
(43)　同 47 頁。
(44)　同 47 頁。

さらに興味深いのが，判旨は証券会社に調査義務の履行を求めるとともに，調査の間は，証券会社は私募の取り扱いを中止するべきであったとしている点である。ここでは判旨は，証券会社が調査義務を履行すれば，本件レセプト債の問題を把握できたはずという調査義務の懈怠を問うのではなく，むしろ証券会社は調査をすべきでかつ，調査の間において本件レセプト債の取扱いはすべきではなかったという，取扱中断の判断にかかる過失も問うており，しかもこの点を投資家の損害との間の因果関係に結び付けている(45)。

取扱を中断，即ち投資家に販売するべきではなかったという判旨のこの部分は，金融商品自体の性質，即ち「物的側面」を重視した適合性原則を適用したものと考えてよい。しかも，ここでは投資家のリスク選好等の属性は考慮されておらず（即ち人的側面としての適合性原則は適用しない），あらゆる投資家に対する販売中断を求めるものである(46)。

従来の適合性原則をめぐる判例において，特定の顧客への勧誘行為が問題とされることが多い。本件のようにあらゆる顧客への勧誘行為まで問うのは，特殊なようにも思える。しかし，日本証券業協会『協会員の投資勧誘・顧客管理等に関する規則』3条3項は，「新たな有価証券等…の販売…を行うにあたって，当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し，当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものについては，販売してはならない」と定めている。ここからは，リスク性の把握がされていないため顧客適合性

(45) なおT証券側は，どのような調査をしても本件レセプト債の実態を認識しうる可能性はなかったと主張したのに対し，名古屋地判は「T証券は，調査義務を負う以上，E証券等から合理的な説明がされるまでは本件各社債の私募の取扱いを中止すべきものであり，M社及びN社の資産が大きく毀損していることを直ちに認識できなかったからといって調査義務違反と原告らの損害（本件各社債の発行の継続）どの間の因果関係が否定されるものではない」としてこの主張を退けている。

(46) 適合性原則の「物的側面」と「人的側面」という表現は，角田・前掲注（32）333頁以下による。

が不明な金融商品については，どのような顧客に対しても販売してはならないことがいえる[47]。また学説においても，生存基盤を破壊する危険を孕んだ金融商品について，当該商品の勧誘等は排除されるべきであると指摘されている[48]。この見解は変額保険を念頭に置いているが，変額保険以外の，金融商品としての適切性が不明確な商品についての勧誘等の排除まで否定する趣旨ではないと思われる。

また取扱の中断にかかる判旨の該当部分は，適合性原則の一内容としての「商品熟知義務」からも説明することができる。即ち王は，適合性原則の内容として，金融商品取引業者には，自らが顧客に勧誘する金融商品のリスク等の性質等を理解し，当該金融商品につき市場合理性を有することの把握を求める商品熟知義務があるとする[49]。即ち，金融商品取引業者が勧誘した金融商品の性質を理解しないまま顧客に勧誘した場合，そのことが適合性原則違反を構成するという。金融商品取引業者が「顧客に投資取引を勧誘するならば，取り扱う金融商品が市場合理性を有することが必要不可欠な前提条件であり，かつ，金融商品の性質を理解していなければ，その商品が当該顧客に適合性を有するかどうかの判断ができるわけがな」い，というのである[50]。

王以外に商品熟知義務を肯定する論者として川口は，金融商品取引業者の役職員が販売する商品を理解しないような業務体制は，「不適当と認められ

(47) 富田陽子『判例から学ぶ金融商品販売と訴訟リスク対策』（きんざい・2013年）35頁参照。

(48) 潮見・前掲注（40）122頁。なおデリバティブ取引に関して，顧客に販売するべきでないデリバティブ取引について検討する，森下哲朗「デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方」金融法務事情1951号（2012年）6頁，とくに14頁以下参照。

(49) 王冷然「米国における適合性原則の現状」現代消費者法28号（2015年）26頁以下。

(50) 同34頁。また，同「『合理的根拠適合性』とは何か？」市川兼三先生古稀記念『企業と法の現代的課題』（成文堂・2014年）21頁以下。

る勧誘を行って投資家の保護に欠けることとなるおそれ」（金商法 40 条 1 号）に該当するとの解釈は可能と述べる(51)。また上柳も「適合性原則は顧客調査義務（ノウ・ユア・カスタマー）だけでなく，販売機関の商品調査義務（ノウ・ユア・プロダクト）を前提としている」と指摘する(52)。なお商品熟知義務を否定する論者は，筆者が調べた限りでは見受けられない。

王が指摘する通り，近時の金融商品の複雑性に鑑みて，証券会社は商品を顧客に勧誘する際には，商品のリスク・特性・問題点等を十分に認識したうえで行うべきであり，商品熟知義務は肯定されるべきである。そしてこの商品熟知義務の一環として，名古屋地判のいう信義則上の調査義務を位置づけることができる。つまりは，商品熟知のために調査義務を金融商品取引業者は負うところ，これを履行しないまま本件レセプト債の市場適合性について検討することなく漫然と販売したことは，商品熟知義務違反であり，取りも直さず適合性原則違反に基づく責任を負うことになる。以上，私見によれば名古屋地判の判旨は，適合性原則ないし説明義務（情報提供義務）の観点から適切である。

一方金沢地判は，適合性原則に関して，本件レセプト債が社債管理者不設置債（会社 702 条但書）であることを根拠とする適合性原則違反を否定する。しかし本件レセプト債においては社債管理者が置かれていないことよりも，投資商品としての安全性・市場適合性こそが問題であり，ひいては販売証券会社が本件レセプト債をどこまで調査・熟知しえたかが問題である。この点，判旨は原告側の主張に対応するものではあるが，問題の本質部分に踏み込めてないものと思われる。

---

(51)　川口恭弘「『適合性の原則』再論」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制に関する諸問題（下）』（日本証券経済研究所・2018 年）56 頁。

(52)　上柳敏郎「証券化商品組成・販売各機関の責任と今後の法的規制」ファイナンシャルコンプライアンス 39 巻 12 号（2009 年）39 頁。

(3) 説明義務

説明義務に関して，金沢地判では本件レセプト債が少人数私募であること等についての説明義務違反などが問われたが，否定されている。少人数私募についての説明義務を否定する論拠についての1つとして，原告ら顧客から発行会社2社の財務状況について質問を受けることがなかったことなどから「原告ら顧客は，上記の発行会社の倒産リスクよりも利回りを重視して，本件レセプト債の購入を決定する投資判断を行ったものと推認される」とする。しかしこの点は，説明義務を否定する論拠になりえない。投資家のリスク選好は説明義務の存否とは無関係であり，投資家がリスク志向であったとしても，説明義務は排除されない。リスク選好が問題となるのは，適合性原則においてであり，しかも投資家のリスク選好と異なる金融商品の勧誘・販売がなされた場合に問題となるのであり，リスク志向的であること自体を問題視するかのような判旨は妥当ではない。また発行2社の財務状況について質問がなかったことは，原告側が倒産リスクを無視していることを必ずしも意味しない。説明書等においてリスクの説明が一応なされてはいるが，説明の程度がリスクの内容を投資家に具体的に理解させるものではなかった場合には，説明義務違反が問われる(53)。このため，販売証券会社における倒産リスクの説明の程度こそが重要であり，説明が具体的理解に及ぶまで不十分であったゆえに，質問が生じなかった可能性もある。にもかかわらず，この点について判断しておらず，（販売証券会社の説明ではなく）原告側からの質問がなかったことを問題視しているのは，妥当ではない。

また旧金販法3条1項3号（現金サ法4条1項3号）に基づく説明義務違反については，金沢・名古屋両地判ともに否定している。金沢地判では，本件事実関係においては同法所定の重要事項を説明したものとされ，名古屋地判

(53) 東京高判平成8年11月27日判例タイムズ926号263頁など判例多数。

では原告側が「裏付資産の実在性につき，客観性の高い資料により確認されたものか否か」についての説明が同法3条1項3号ハに該当すると主張したが，その主張を退けた。

しかし証券化商品について，裏付資産の内実にかかる説明義務が金販法・金サ法上求められるとの重要な指摘がある。即ち津田は，証券化商品においては，投資家は裏付資産である債権や事業に対して投資を行う意思で取得するのであるから，裏付資産の内実は投資判断にとって重要な事項であり，従って旧金販法3条1項（現金サ法4条1項）にいう「取引の仕組みのうちの重要な部分」として，説明義務の対象になるとする(54)。この点についての検討こそが，本件レセプト債の実態に鑑みて適切であり重要ではないかと思われる。

(4)　少人数私募について

金商法が少人数私募を認めている趣旨は，勧誘の相手方が少数であれば，取得者が発行者に関する情報を有するか，または一人当たりの取得額が大きいため相手方は発行者から情報を取得する取引力を有するからである。端的に言えば，発行者と相手方における情報の対称性，ないし発行者と相手方が近接した交渉力を有するため，少人数私募では発行開示規制が課されない(55)。少人数私募が縁故者に向けて発行されるため，縁故債ともよばれるゆえんである。

しかし本件レセプト債では，少人数私募として，かついわゆる期間通算（金商法2条3項2号ハ・施行令1条の6）に該当しないようにして多数の一般投資家に勧誘がなされている。また本件では一般投資家は，発行者との関係では情報が非対称的であり，また交渉力も有していない。即ち本件では，1

(54)　津田顕一郎「判批」金融・商事判例1511号（2017年）114頁。
(55)　黒沼悦郎『金融商品取引法（第2版）』（有斐閣・2020年）78頁など。

つ１つのシリーズでは少人数私募に該当するものの，全体からみれば，少人数私募の趣旨から外れる勧誘がなされている。本件レセプト債が少人数私募によって発行されるべき必然性はなく，むしろ少人数私募によって開示規制の回避を意図しているようにすら思われる(56)。このような脱法的とも思われる発行について保護すべき理由はなく，名古屋地判は，少人数私募による情報開示規制の免除を認めるのは妥当ではないとしており，その方向性は支持できる。

なお，少人数私募について，被勧誘者の人数の多寡により交渉力の有無等が決まるわけではなく，被勧誘者の属性をも加味して考えるべきであり，50名以上という数値基準それ自体を絶対視すべきではないとする批判がある(57)。本件レセプト債の事件を受けて，日本証券業協会では『社債券の私募等の取扱い等に関する規則(58)』を制定したところではあるが，それとは別に金商法の立法論として，現行法の少人数私募規制は見直しが必要ではないかと思われる。

(5)　他のありうる理論構成

本件レセプト債について販売証券会社の責任を問う場合に，名古屋地判が採用した理由付け以外の理論構成はあり得るか。

この点，販売証券会社の金融商品販売後におけるアフターケア義務が参考になるように思われる。アフターケア義務とは山田の定義によると，金融取

(56)　もちろん，少人数私募により開示規制を免除される分発行コストが割安になる等のメリットは否定しないものの，本件レセプト債を少人数私募により発行しなければならない理由は，判決を参照した限りでは見いだせない。

(57)　柳明昌「金融商品取引法における投資家保護に関する予備的考察」柳明昌編『金融商品取引法の新潮流』（法政大学出版局・2016年）8〜9頁及び28頁。

(58)　日本証券業協会「『社債券の私募等の取扱い等に関する規則』の制定等について（平成29年2月14日）」https://www.jsda.or.jp/about/gaiyou/gyouhou/17/1702/syasaikenshibokisoku.pdf（2022年11月29日確認）。

引において業者に対し，顧客に損失が生じないよう，あるいは損失が発生したときにはこれを最小限に食い止める措置を講ずべき義務を指し，具体的には，継続的契約の基礎的な状況に変化が生じた場合において，信義則上顧客側で継続的なアドバイスを金融商品取引業者からもらうことが期待されるような事情がある場合には，金融機関は契約締結後においても一定の事項を説明すべき義務があるとするものである(59)。また山田は別の文献において，アフターケア義務について，金融商品の販売等に係る勧誘の適正性を求める旧金販法８条（現金サ法９条）の趣旨に基づき民法上の信義則を媒介として，契約の要素に決定的に重要な状況の変化が発生した場合，当該事実について継続的金融商品販売や積極的な勧誘行為など先行行為がある場合など顧客の利益保護が必要と考えられるときには，顧客に対し警告・アフターケア義務を負い(60)，「販売時にはリスクのなかった金融商品が，その後事情の変化により，リスクを有するに至った場合，事情により金融機関側に情報提供をする義務が発する可能性がある」としている(61)。

このアフターケア義務は金融機関の説明義務の一内容と位置付けられるが，判例においてアフターケア義務を直接認めた事例は存在しない(62)。アフターケア義務を認めることは，むしろ顧客保護にならないとする反対論もある(63)。しかしＴ証券及びＤ証券は，本件レセプト債について，販売証券会社が安全性の高い商品であると認識しかつこの点をアピール材料の１つと

(59)　山田剛志「金融商品取引業者による説明義務と適合性原則」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券経済研究所・2010 年）266 頁。
(60)　同『金融自由化と顧客保護法制』（中央経済社・2008 年）94 頁。
(61)　同上 105 頁。
(62)　例えば仙台高判平成９年２月 28 日金融・商事判例 1021 号 20 頁は，金融機関がアフターケアを講じることは顧客サービスとしては望ましいが，義務があるとまでは評価できないとする。
(63)　川村正幸「判批」金融・商事判例 1034 号（1998 年）17 頁。

して投資家に販売している。この点から，信義則によりアフターケア義務が両証券会社に対して課され，本件レセプト債の安全性について疑念が生じた段階から，販売した顧客に対し情報提供をしなければならなかったという理論構成もあり得るように思われる。もっともアフターケア義務を正面から認める場合，その適用範囲など問題が多々存在するため，ここでは可能性としてありえるという程度の指摘にとどめる。

おわりに

本件について，会計事務所・販売証券会社が積極的に不法行為に関与していたというよりも，むしろアレンジャーであるＬ社による隠蔽の部分が大きいと評価することも不可能ではない(64)。しかし，それを理由として会計事務所・販売証券会社に責任なしとするのは単純にすぎよう。証券化における会計事務所の役割（とくにエージェンシーリスクへの対応），ゲートキーパーとしての証券会社の役割等を踏まえた検討が必要である。とりわけ，東京地判のようにSPC内における牽制機能・利益相反防止機能を法的に位置づける議論はこれまでほとんどなされていなかったところであり，今後の議論の進展（また裁判の進展に伴う，さらなる事実関係の解明）にも期待するところである。

［付記］校正段階において，王冷然「投資取引をめぐる法規制・被害救済の変遷と課題」現代消費者法57号（2022年）50頁以下に接した。

(64)　判決掲載誌匿名コメント（金融・商事判例1653号13頁）参照。