



# Going-Private取引における外部機関による公正性に関する評価意見書：(フェアネス・オピニオン)の機能と問題点:米国法の検討を中心に

永江, 亘

---

**(Citation)**

神戸法學雑誌, 60(3/4):273-434

**(Issue Date)**

2011-03

**(Resource Type)**

departmental bulletin paper

**(Version)**

Version of Record

**(JaLCD0I)**

<https://doi.org/10.24546/E0037721>

**(URL)**

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0037721>



神戸法学雑誌 第六〇巻第三・四号 二〇一一年三月

# Going-Private 取引における外部機関による 公正性に関する評価意見書（フェアネス・ オピニオン）の機能と問題点

## —米国法の検討を中心に—

永 江 亘

## 目次

第1章 序説（問題の所在）	432
第2章 フェアネス・オピニオンの意義	423
第1節 判例上のフェアネス・オピニオンの意義に関する議論	423
(1) Wacht 事件	420
(2) Cottle 事件	417
(3) Krieger 事件	411
(4) Kosseff 事件	404
(5) 小括	399
第2節 研究者らのフェアネス・オピニオンの意義に関する議論	397
第3章 フェアネス・オピニオンに内在する問題点に関する議論	391
第1節 フェアネス・オピニオン提供者の自由裁量	390
(1) 「公正性」の定義から生じる自由裁量	390
(2) 評価算定上の自由裁量	387

(3) 小括 .....	385
第2節 フェアネス・オピニオン提供者と受領者間の利益相反構造 ..	383
(1) 報酬体系 .....	383
(2) 利益相反構造の抑止機能の限界 .....	381
(3) 小括 .....	379
第3節 内在的問題と意義の関係性に関する検討 .....	377
第4章 フェアネス・オピニオンの発行主体への責任追及 .....	375
第1節 連邦証券法上の責任追及と問題点 .....	374
第2節 専門家責任理論の原型としての会計士責任 .....	373
(1) Ultramares 事件（Privity 理論の基礎）.....	373
(2) Credit Alliance 事件（修正された Privity 理論）.....	370
(3) Rusch Factors 事件（実際の見込み性アプローチ）.....	365
(4) H.Rosenblum 事件（合理的見込み可能性理論）.....	360
(5) 検討 .....	352
第3節 フェアネス・オピニオン発行にかかる責任事例の検討 .....	344
(1) Wells 事件 .....	344
(2) Schneider 事件 .....	339
(3) Dowling 事件 .....	329
(4) Klein 事件 .....	321
(5) Daisy Systems 事件 .....	318
(6) HA 2003事件 .....	308
(7) Joyce 事件 .....	302
(8) 小括 .....	294
第5章 FINRA の新規則 .....	289
第1節 規則内容 .....	287
第2節 FINRA による新規則趣旨の解説 .....	284
第3節 FINRA 新規則への評価 .....	280
第6章 結びに変えて .....	277

## 第1章 序説（問題の所在）

2000年以降、わが国では急速に企業買収が増加している。その中でも、平成17年会社法制定に伴い、新たな類型として登場した非上場化（*Going-Private*）取引のインパクトは大きい。従来旧商法下では、合併に係る対価は原則として存続会社の株式とされていた（旧商法409条2号<sup>(1)</sup>）が、会社法制定によっていわゆる組織再編行為の対価が柔軟化され（会社法749条1項2号・会社法753条1項6号・8号など）、また略式合併（会社法796条など）等簡易な組織再編行為が制定されたことによって、強制的に株主を締め出すこと（*Squeeze Out*）が可能になった。ここで生じる問題は、①株主が組織再編行為の対価として現金を交付されることで強制的に投資を遮断されることの是非、②株主への交付対価の価値保障である。前者の問題について、議論はありうるが、少なくとも現行法上の制度として制定された以上、効率的な資本分配を可能にする目的で、政策論として強制的な株主の締め出しが許容されたと理解してもよいものと思われる。他方、株主への交付対価の価値保障には大きな問題がある。

*Going-Private* 取引は会社法のみならず、公開買付を中心とした金融商品取引法上の制度と合わせて実現されることが多く、両者の法制度としての交錯がしばしばみられるところである。そして、これらの問題は価格形成過程の問題として顕在化する。即ち、*Going-Private* 取引を企図する当事者には、潜在的に大きな利益を得る可能性が存在するところ<sup>(2)</sup>、取引当事者が不公正な取引過程を経ることで、株主に不利益が生ずる可能性がある。もちろん、わが国の大多

- 
- (1) もっとも、組織再編行為の手法を多様化することへのニーズを受けて、会社法に先駆けて平成15年に制定された産業活力再生法によれば、「特定金銭等」の交付によって組織再編行為を行うことが認められていたため、厳密には会社法施行以前にも同様の行為を行う余地はあった。
  - (2) *Going-Private* 取引の利害関係人の利益については、拙稿「*Going-Private* 取引における情報開示に関する一考察」六甲台論集法学政治学篇第55巻2号7-8頁。

数の公開会社の場合、大株主の決断のみで必要な賛同を集めることは不可能に近いが、法制度の交錯から生ずる可能性のある株主への強圧性<sup>(3)</sup>を加味すると、不公正な取引がなされる可能性は否定できない。また、Going-Private 取引の当事者が買収対象会社の取締役ないしはその関係人である場合（いわゆる MBO 取引<sup>(4)</sup>）、この問題はさらに大きな問題となる。即ち、組織再編行為の実行に係る手法の選択等は取締役会によって決定されるのであるから、当該 Going-Private 取引の実行の可否が最終的に株主の同意によるとはいえ、価格形成の過程で利益相反関係を有している者が広範な裁量権を有して当該取引の核心部分に関与するのであり、これによって価格形成の過程が不公正なものとなる危険性が高まると言えよう。

他方、以上に見た価格形成上の問題は、株主への組織再編行為の実行前の事

- 
- (3) 公開買付制度そのものに存在する強圧性に加えて、非上場化後に公開買付前に宣言していた略式等の組織再編手続が実行されない場合、株式買取請求権の行使によって公正な価格について争うことを望んでいる株主は、権利の行使が行えない。また同時に、当該会社は既に非上場化しているので、実質的に当該株主は株式の売却の機会を失ってしまう可能性がある。
- (4) Going-Private 取引と MBO 取引の概念については、論者によって領域が異なっているように思われる。本稿では、Going-Private 取引を非上場化の効果を生じる取引、MBO 取引を会社の経営陣ないしはその関係人によって行われる取引として理解して、議論を進める。異なった定義の上で議論を進めているものとして、例えば、企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（平成19年8月2日）インターネットより入手可能；<http://www.meti.go.jp/press/20070802008/mbo.pdf>（最終アクセス2011年1月10日）

（ただし、同報告書では「MBO」という語の定義づけについて、その他の理解もありうる点を確認した上で、同研究会の研究領域の設定として以上のような理解を用いている点には留意されたい。この点につき、同報告書4頁参照。）

同報告書では、MBO 取引を経営陣によって主導される会社の非上場化取引とした上で議論を進めている。また、本稿に近い理解の上で議論するものとして、例えば、水野信次・西本強『ゴーイング・プライベートのすべて』（商事法務、2010年）。

前的な公正性に関する問題と言えるが、株主買取請求権の行使によって事後的に裁判所によって救済がなされる場合にも問題がある。第一に、株式価値の算定上の問題があり、いかなる手法によって算定を行うか、またいかなる価格を以て公正であると理解するかについては議論がある<sup>(5)</sup>。また、訴訟費用の負担によって株式買取請求権の行使による株主保護が実効的でなくなる可能性も指摘できる<sup>(6)</sup>。

さらに、当該 Going-Private 取引を行った取締役らの責任の問題は大きな問題である。なぜなら、会社法改正によって Going-Private 取引の実施が可能になったところ、当該取引の領域において、株主は強制的に投資を遮断される、つまり締め出されるのであるから、その時点で会社の利益と株主の利益は一致しないためである。即ち、伝統的な取締役の責任の理解は、会社の利益は株主利益の総和であることを基礎として、会社財産の減少等を伴わない問題において

---

(5) たとえば、公正価格とはシナジーの分配を可能にした価格であるとされるが、他方で株主は旧商法時代の「なかりせば」価格の主張も可能であると多数の学説は理解している。藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』261頁、264頁（商事法務、2007年）。このような理解は、負のシナジーを生ずる合併の際に株主を保護する趣旨であると説明され、そもそもこのような非効率な組織再編が認められるかという問題に結合するが、既に述べたとおり現行法上は政策的に組織再編の自由が許容されているところである。

また、非上場化を伴う MBO においては事業が結合するのではなく、経営陣等の変更もないのでシナジーという言葉で表される価値の増加は存在しない。他方で、非上場化に伴い上場費用が軽減できること、少数の株主による支配に移行することで取締役の裁量が拡大し、経営上の選択肢が増加することによって業績の向上が見込めるなど、事業結合における経営の合理化という意味で、シナジーとは異なった文脈で生じる利益も存在する。

Going-Private 取引を巡る利益については、拙稿前掲注2、3－8頁。

(6) カネボウ株式買取価格決定申立事件地裁決定（東京地決平成20年3月14日、評釈については中東正文「カネボウ株式買取価格決定申立事件」金融・商事判例1290号、22頁）においては、主張価格と裁判所の決定価格の乖離率に応じて鑑定費用が負担されることとされた。

取締役責任を課すことには比較的慎重な姿勢を示してきた。ところが、会社の利益と株主の利益の乖離、ないしは場合によっては利益が相反する場合には、会社を経由して間接的に結ばれてきた取締役・株主間の関係性を見直す必要があるように考えられるのである。とりわけ、取引の決定に広範な裁量を有しているといえる取締役に責任を課すことは、不公正な価格でなされた取引について単に事後的に株主の損害が填補される可能性が生じ、株主への公正な対価の保障において新たな選択肢が生まれるのみならず、価格形成過程の不正に対して一定の抑止効果をもたらすのである。もちろん、この問題は経営判断に対する司法審査の在り方に直結する問題であるため、経営判断原則等の諸原則とのバランスを検討しながら議論がなされなければならないが、公正な対価の保障における事前抑止効果及び事後救済効果を両立するものとして検討がなされる必要があると思われる。

以上のように、Going-Private 取引は従来にない論点を多く提示する大きな問題である。今一度以上の問題を整理すると、Going-Private 取引が可能になったことで、①非上場化によって株主の継続的投資が強制的に遮断されることが許容されるか、②非上場化によって継続的な投資を遮断され、当該投資の遮断時（株式の買取時）において交付対価の評価をせざるを得なくなった<sup>(7)</sup>、③株主の継続的な投資の遮断、即ち株主の締出しという取引の効果から、従来株式の交付が原則であった際には顕在化しなかった<sup>(8)</sup>、経営陣ないしはその関係人によ

---

(7) もちろん、Going-Private 取引にかかわらず、株式交付による上場会社同士の結合によっても株式買取請求が行われる可能性はある。しかし、このような場合にあっては引き続き存続会社の株主としての地位を継続する選択肢も残っている。従って、Going-Private 取引が可能となることで、価格決定の問題がより先鋭化したと理解するべきであろう。

従って、Going-Private 取引によって裁判所による株式価格評価の問題も必然的により先鋭化したと理解できよう。

(8) 従来の株式交付原則の下では、株主構成は存続会社に引き継がれるので、経営陣ないしはその関係人には、MBO を行う際の核心的なインセンティブが存在しない。

る取引の実行可能性が生じることによって、利益相反関係を含んだ価格形成過程において不公正な取引が行われる可能性が増した<sup>(9)</sup>、④株式の価値に関する定義がより多様化するとともに、当該定義に向けた算定方法についての問題がより先鋭化した<sup>(10)</sup>と言える。このような問題に起因して株主が不利益を受ける可能性について、④の問題が存在することを前提とすれば、とりわけ上記①～③の問題については事前抑止的な措置が講じられていることが望ましいものと考えられる。即ち、このような Going-Private 取引ないしはその原因を構成する組織再編対価の柔軟化、略式手続の新設、株式価値の評価基準の変容から生じる株主への影響に対しては、価格形成の過程の公正性を充実させることが株主の利益に資する。またこのような観点からは、情報開示の充実・不公正取引の抑

---

(9) テン・アローズ (旧シャルレ) は、創業家一族による MBO を企図したが、創業家一族の価格決定への不当な関与が内部通報によって明るみになり、TOB が不成立に終わり、社長が辞任する事態に陥った。(日本経済新聞2008年12月18日付朝刊15頁)。

(10) Going-Private 取引がいかなる状況で行われるかによって、公正な価格の内容や使用できる算定手法は異なってくる。公正な価格の定義の問題について、田中亘「公正な価格」とは何か」法教350号、61頁。なお、本稿の Going-Private 取引の理解からすると、敵対的・友好的・内部的に取引が行われるか否かを問わず、非上場化が行われることですべて Going-Private 取引に該当する。本稿第3章第1節(1)で検討するように、これらの取引態様によって公正性の定義は変化する可能性がある。米国では会社支配権が移動する局面においては、Revlon 基準が適用され合理的最高価格 (Highest Reasonably Available Value ; HRAV) の取得が取締役に義務付けられる点も指摘されているところである。加藤貴仁・田中亘「欧米における M&A の制度的概況—現地調査報告—」42頁。インターネットより入手可能；[http://www.esri.go.jp/jp/mer/houkoku/1008\\_3.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/mer/houkoku/1008_3.pdf) (最終アクセス；2011年1月10日)

また、算定上の問題として、特定の業種によっては同様の状況下において、他の業種では用いることが適切な算定方法を使用することが不適切な場合がある。保険会社において、DCF 法の使用が不適切である点について、拙稿「保険グループ会社の公正価格評価に DCF 法の適用が否定された事例」商事法務1882号、38頁。

止のための責任規定の存在が有益であると考えられる<sup>(11)</sup>。

ところで、米国では会社支配権の変動を伴う取引において、公正性に関する意見評価書（*Fairness Opinion*；以下本稿では「フェアネス・オピニオン」という）がしばしば用いられる。フェアネス・オピニオンとは、外部機関、とりわけ会計・金融の知識を有する者（主として米国では投資銀行）が、ある取引の公正性に関して、その専門的な知見から意見を提供するものである<sup>(12)</sup>。これらの意見は取締役会に対して提供されるが、会社支配権取引においては、特別委員会に対して提供される場合もあり<sup>(13)</sup>、その後委任状に添付される場合や Going-Private 取引の際には法的な情報開示要求によって株主に開示がなされる場合もある<sup>(14)</sup>。従って、フェアネス・オピニオンの一次的な受領者は、取締役会ない

(11) 取締役の義務として要求されるレベルは、当該取引の価格形成に大きな影響を与えると考えられる。加藤前掲注10に挙げる通り、米国では会社支配権取引の場合、Revlon 義務によって HRAV の取得が取締役に求められるが、敵対的買収による提案が競合した結果行われた Going-Private 取引や、友好的な第三者による戦略的買収の場合でより高額な敵対的買収の対抗提案が存在したにもかかわらず、友好的な第三者の買収が容認された Going-Private 取引の反対株主の取得価格には、当該敵対的提案の買収価格は HRAV として株式価格算定に影響を与える余地があるのではなからうか。

他方、取締役と株主の利益相反が存在しないとしても、「企業組織利益」等を考慮する必要もある。即ち、HRAV のうち Reasonability 又は Availability の評価が低い場合、当該敵対的高額提案を HRAV といえるかには疑問がある。また、HRAV の取得のためオークションを開催するとしても、買収監査中の技術の漏えい等の理由から、オークション参加者に一定の合理的制限を加えることは許容される。これら Revlon 義務とその修正要素について、拙稿「Going-Private（非上場化）を伴う MBO における取引保護条項の利用の検討」六甲台論集法学政治学篇第56巻第1号1頁以下参照。

(12) Michael B. Rizik, Jr. and Matthew M. Wirgau, *Fairness Opinions : No Longer A Laughing Matter*, 25 T.M. Cooley L. Rev. 233, 237 (2008)。

(13) Michael W. Martin, *Fairness Opinions and Negligent Misrepresentation : Defining Investment Bankers' Duty to Third-Party Shareholders*, 60 Fordham L. Rev. 133, 138 (1991)。

(14) C.F.R. § 240.14d-9 (2008)；C.F.R. § 240.13e-3(2008)。

しは特別委員会であり、二次的受領者は株主となる。取締役会ないしは特別委員会に対してフェアネス・オピニオンが提供される際には、一般的には簡潔な書面 (*Short-Letter*) 形式で提出される場合が多く、また取締役会ないしは特別委員会に当該専門家が直接出席し、口頭で意見が提供される場合もある<sup>(15)</sup>。

また、投資銀行を中心とした外部専門家がフェアネス・オピニオンにおいて提供する公正性とは、「当該取引が、最も利益的であるかではなく、情報を有している当事者であれば、利益的であると判断し取引を行うであろう範囲内に」あるか否かを指している。従って、このような意見を提供する専門家は、当該会社に関する情報を収集し、金融・財務・会計的な知見からこれらの数値を算定した上で、意見を策定し、提供することとなる。

フェアネス・オピニオンは従来から商習慣上米国においてはしばしば用いられているものであった<sup>(17)</sup>が、1985年の *Van Gorkom* 事件<sup>(18)</sup>で注目を浴びることとなる。即ち、同事件において、会社取締役会が当該会社の企業価値と買収者の提案価格の公正性について十分な情報に基づくことなく合併を承認したことが、信認義務に違反すると判示されたことを受け、同判決の示した、情報を提供しうるサービスとしてフェアネス・オピニオンの重要性が高まったのである<sup>(19)</sup>。そして、これ以降の1980年代後半から1990年代初頭にかけて、フェアネス・オピ

---

(15) Lucian Arye Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions: How Are They And What Can Be Done About It?*, Duke L.J. 27, 27-28 (1989).

(16) John C. Coffee, Jr., *New York's New Doctrine of 'Constructive Privity'*, N.Y.L.J., Jan 25, 1990, at 6 n. 1, col. 6.

(17) Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 241.

(18) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). 邦語文献として、たとえば、神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」商事法務1164号36-39頁。

(19) See, eg., Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), Regulatory Notice 07-54: Fairness Opinions: SEC Approves New NASD Rule 2290 Regarding Fairness Opinions, <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p037445.pdf> より閲覧可能 (最終アクセス日: 2011年1月10日) (以下、「FINRA Notice」という)

ニオンの機能と問題点に関する議論が米国の学界を中心として展開された<sup>(20)</sup>。1990年代を中心としたフェアネス・オピニオンに関する初期の議論は、フェアネス・オピニオンの機能や問題といったフェアネス・オピニオンの有用性に関する検討を中心として展開され、判例理論に関する検討ではフェアネス・オピニオンの取得から生じる取締役の信託義務に係る責任回避の効果の是非に関する問題意識が示されている。その後、1990年代後半以降にフェアネス・オピニオン発行者に対する責任を認める判決が示されることによって、1990年代終盤・2000年代初頭から、投資銀行へ責任を課すことによる効果について、リスク負担の観点から議論が展開される。また、2007年にFINRAが自主ルールである規則2290（以下、「FINRA 規則2290」という）を設け、情報開示を改めたことを受け、事前開示に関する議論がなされることとなる。

先述の通り、2000年代以降、とりわけ会社法制定以降わが国ではM&Aが活発に行われるようになり、その法整備にかかる多くの議論がなされてきた。なかでも、MBOを含むGoing-Private取引は、経済状況の変動、敵対的買収の登場などを反映し、かつてないペースでその件数を増加させている。そしてこのような取引から生じる問題の解決には、既に述べた通り価格形成の過程における公正性の確保が強く望まれるとの意識がある。わが国の現状では、フェアネス・オピニオンは組織再編行為に係る有価証券届出書（金商法5条1項及び企業内容の開示に関する内閣府令8条1項3号・第2号の6様式、記載上の注意(4)b)、公開買付届出書（金商法27条の3第2項及び発行者以外の者による株券等の公開買付の開示に関する内閣府令13条1項8号）によって開示が要求されており、また意見表明報告書及び適時開示ガイドブックにおけるプレスリリース指針、株主総会参考書類として一部開示義務ないしは任意での開示を促している<sup>(21)</sup>とされるが、企業価値の算定書とフェアネス・オピニオンの性質の違いに

(20) その先駆けが、Bebchuk & Kahan(1989), *supra* note 15 や Coffee(1990), *supra* note 16 である。

(21) 内田光俊・武田絵美「フェアネス・オピニオンをめぐる問題」商事法務1901号(2010年)14頁以下参照。

基づいた扱いは適切になされているか、また開示義務が課される範囲は適切かといった問題が存在する<sup>(22)</sup>ように思われる。

そこで本稿では、Going-Private 取引における価格形成の公正性の確保のために、現状の我が国の法制度が株式買取請求権に過大なウエイトを置いているという懸念に基づき、とりわけ取締役の義務及び責任の議論によって制度全体のバランスを保つことで、取引の公正性の確保及び株主保護が可能になりうるのではないかといった問題意識を持ちながら、わが国への示唆を得る目的で、上記に述べたフェアネス・オピニオンにかかる米国の議論の変遷を整理する。

本稿第2章では、米国におけるフェアネス・オピニオンの意義に関する議論について概観する。ここでは、判例上のフェアネス・オピニオンの扱いの変遷とともに、学界におけるフェアネス・オピニオンの意義に関する議論を整理する。

第3章では、学界におけるフェアネス・オピニオンの問題点に関する米国の議論を検討する。ここでは、投資銀行の自由裁量の問題、利益相反構造の問題に焦点を当てる。

第4章では、投資銀行を中心とした、フェアネス・オピニオンの発行主体に対する責任追及の在り方に関する米国の議論を検討する。

第5章では、以上の議論を受けて新たに設立された FINRA 規則2290の内容について明らかにし、その後これに関する若干の米国の議論を整理し、第6章

---

(22) 内田ら前掲注21は、フェアネス・オピニオンと算定書の定義につき、両者を異なったものとして検討している。前掲注2120頁注1・2参照。

また、発行者以外の者による株券等の公開買付の開示に関する内閣府令2号様式によれば、算定書又はフェアネス・オピニオンの開示が要求されるのは、「公開買付者が対象者の役員、対象者の役員の依頼に基づき当該公開買付を行うものであって対象者の役員と利益を共通にする者又は対象者を子会社とする会社その他の法人である場合」とされており（2号様式記載上の注意(6)f）、その範囲はMBO取引を指すと説明されるものの、明確でないとの指摘がある。石田真得「平成18年公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令(1)」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討(2)』別冊商事法務320号（2008年）84頁以下。

で本稿の議論を整理した上で、残された問題点を提示して結びに代えることとする。

## 第2章 フェアネス・オピニオンの意義

### 第1節 判例上のフェアネス・オピニオンの意義に関する議論

第1章に述べたとおり、フェアネス・オピニオンは Van Gorkom 事件<sup>(23)</sup>を契機に注目されることとなったが、それ以前にもとりわけ会社支配権の移動を伴う取引においては用いられていた。それを示す一例が、Levis 事件<sup>(24)</sup>である。同事

---

(23) Van Gorkom, *supra* note 18.

(24) Lewis v. Great Western United Corp., No. Civ.A.5397, 1977 WL 176251 (Del. Ch. Sept. 19, 1977) .

#### <事実の概要>

デラウェア州法に準拠して設立された Great Western United Corporation 社（以下、「G社」という）は、自己の子会社として Hunt International Resources Corporation 社（以下、「H社」という）を設立し、その株式を保有していた。G社はH社が新たに設立した子会社と合併することで、H社を親会社とする組織再編を実現し、G社の発行する優先株式の排除を企図した。そこでG社は投資銀行よりフェアネス・オピニオンを取り寄せ、G社の優先株式1株に対して10.25%の利息を付したH社の Note を発行することとした。

G社は、個人の被告である N.B. Hunt 及び William H. Hunt によって、普通株式の65%が保有されており、G社の定款には普通株式1株につき1議決権が与えられているのに対して、2種類の優先株式に対しては、それぞれ1株につき、12分の1、10分の1の議決権が与えられていたため、Hunt らによって合併の決議は支配されていた。

原告らは、被告らがG社の定款を、G社の優先株の排除のために修正したが、このためにはデラウェア州会社法242条によって、全ての種類の株主による同様の議決権を付与した条件下での承認が必要であると主張した。また、このような定款の修正にあっては、G社の定款の修正は、条文の要求する過半数ではなく、それぞれの種類の3分の2の以上の議決によって決するべきであるとも主張した。

件は、グループ内における組織再編のために合併が企図され、その対価の公正性について、投資銀行がフェアネス・オピニオンを提供したものであるが、この時期このような会社支配権取引の核心的な問題においても、フェアネス・オ

---

以上のような主張を持って、原告は本件合併の予備的差止（Preliminary Injunction）を請求した。

#### <判旨>

このような予備的差止の局面では、3つの要素が必要とされる。即ち、①原告が最終の審理で利益を得ることへの合理的可能性が存在することが明らかであること、②もしそうであるなら、原告及び当該クラスの優先株主らは、最終の審理以前に有際が与えられなかった場合には、回復不能な損害が生じると考えられること、③もしそうであるなら、一時的な行為の禁止を課することがエクイティの問題として正当化されるか否かを決定するために当事者間の相対的な利便性と困難を勘案する必要がある。本件の現在の状況に照らして、当裁判所は原告の請求が認められるものと判断する。

原告の Hunt らは、G社普通株式の65%を保有しており、またG社はH社の全株式を保有しているのであるから、Hunt らは、明らかに合併取引の両当事者の立場に立っていると見える。このような場合、取引の両当事者の立場に立つものには経営判断原則は適用されず、当該取引の「完全公正」を立証する責任が課される。本件の状況に照らして、当裁判所は現段階において、原告に課されるこの義務を果たしていることが明らかにされていない。

本件合併によって、G社の優先株主に対する既存の義務は、変更され、最終的にはその利益は、普通株主に帰属するのである。本件記録によれば、金銭的利益のないままに、税負担の義務が優先株主に課されるのであり、当該合併は普通株主に対して税負担の義務が生じないように設計されている。

原告は、被告が10.25%という Note は直接的に市場において比較できる事例が存在しないことを否定しない点を非難する。この議論からは、当裁判所は、本件では歴史的に前例のない、新たな債券の仕組みを用いることを試みているものと理解する。しかし、委任状によれば、独立した外部機関によって作成された意見において、10.25%の利息を付した当該 Note は、合併の対価として、全ての側面から公正であるとされている。NYSE は、本件 Note を取引させることを拒否しており、にもかかわらずこのような重大な要素の消滅は、彼らの意見を変更すべき被告の専門家及び投資銀行の判断に影響を及ぼしていない。

以上のような議論から、当裁判所は、原告の予備的差止請求を認容する。

ピニオンそれ自体が要求されるという記述は見当たらない<sup>(25)</sup>。

このような状況を一変させたのが、Van Gorkom 事件である。同事件で取締役会は、会社の売却を企図し、にもかかわらず株主による合併承認以前に自社の公正価値に関する情報を取得していなかった。そして、取締役の会社売却の決定過程が信託義務に違反すると主張して、株主らが損害賠償を求めた事例である<sup>(27)</sup>。この点につき、原審である衡平法裁判所は、合併承認以前に取締役会は「十分な情報を取得し」、「十分な情報を株主に対して提供した」と判示した<sup>(28)</sup>。これに対して、デラウェア州最高裁は、取締役らは①会社の売却に際して会社の株式価値に関する情報を十分に有しておらず、②会社の本質的な価値に関する情報を有しておらず、③2時間の考慮のみで会社の売却を承認するという重過失といえる状況にあったと判示した<sup>(29)</sup>。しかし、同事件判決は以下のようにも述べている。

「我々は、十分に情報を有した経営判断を支持するために外部の評価結果が必要であることを示してはいない。また、独立した投資銀行によるフェアネス・オピニオンが、法の問題として要求されているとも述べていない。しばしば、事業の状況に精通した内部者は、関連情報を収集することに関して、外部者よりもより良い地位に立っている。そして、適切な状況下では、このような取締役らは彼らの経営陣の評価報告に対して、誠実に信頼を置いたことに対して完全に保護され得るのである。」<sup>(30)</sup>

米国では、従来から十分な情報を得て慎重に判断された経営判断に関しては取締役の責任を問わないとする経営判断原則が発達してきたが、本判決は、フェアネス・オピニオンの取得が経営判断原則の保護を与える一つの要素、即

---

(25) See, Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 242.

(26) Van Gorkom, *supra* note 18.

(27) *Id.* at 886.

(28) *Id.* at 864.

(29) *Id.* at 874.

(30) *Id.* at 876.

ち信認義務責任の回避効果を与えることを示唆したといえる。このように、経営判断原則とフェアネス・オピニオンとの間に関連性を持たせたことが、同事件がフェアネス・オピニオンの地位を変動せしめた<sup>(31)</sup>とされる所以である。以下では、同事件で示されたフェアネス・オピニオンの地位についての判例の立場を検討する。

### (1) Wacht<sup>(32)</sup>事件

#### <事実の概要>

Continental Hosts, Ltd 社（以下、「C社」という）は、デラウェア州に準拠して設立された飲食店グループ会社である。被告である Stanley L. Lewin と Bruce R. Lewin（以下、「Lら」という）は、C社株式の72.4%を保有し、C社の株式はわずかに店頭市場にて売買がなされていた。

1985年2月1日付回覧情報（*Information Circular*）にて、C社の一般株主らは、1985年2月28日を効力発生日として、Lらが全株を保有する Continental Hosts Acquisition Corp 社（以下、「CA社」という）とC社を、1株当たり12ドルの対価で合併させることを企図している事を告げられた。当該回覧情報には、少数派株主に買取請求権が付与されるであろう旨、合併対価に従うべきである旨、及びC社の複数年の財務情報が記されていた。当該回覧情報によれば、本件合併の際に支払われる合併対価の額は、①Lらによって決定され、②Lらによって支配されているC社取締役会で承認され、③当該株式の資産価値よりは低額であるが、過去数年間の店頭市場での株価の範囲より高額であるとされている。（ただし、本件のためにC社資産の再評価を行っていないことも断られている。）

原告である一般株主らは、①LらはC社取締役会を支配しており、少数派株主の利益を増加させる可能性をもついかなる第三者とも交渉を行っておらず、

---

(31) See, Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 240.

(32) Wacht v. Continental Hosts, Ltd., 1986 WL 4492 (Del. Ch. Apr. 11, 1986).

②当該合併は、株主総会の決議を経ておらず、③被告らはC社の資産評価を行うか、又は独立した専門家のフェアネス・オピニオンを取得していないと主張した。また原告らは、買取請求を行うか否かの決定は、株主にとって重大なものであり、被告らには合理的な結論を下すために十分な情報を提供する義務があり、①Lらは一株当たり12ドルという対価の設定の根拠を開示しなければならず、②1979年に取得した複数の資産について、回覧情報においてその費用等については記載されているものの、合併以前の過去5年間の情報にはその取得や価値に関する情報が一切開示されていないとして、被告らの信認義務違反を主張した。

これに対して、被告らは以下のように主張した。即ち、C社の資産価値は合併対価の約2倍であり、合併対価は近時の売上高の2.15倍であるとの情報が開示されており、株主らは十分にその投資判断を行うことができる。合併対価が十分ではないとの主張は、十分な情報に基づいて投資判断を行ったことの証左であり、原告らの主張は、「評価の判断要素」に関する問題であり、訴えは却下されるべきである。また、原告の引用する Weinberger 事件判決は、合併にかかると承認を株主から得る努力を行うことを要求したものであるが、本件では株主の承認は模索されておらず、省略された情報は開示を要求されていない。

以上のような主張の下、本件は被告らが、原告の求めるべき救済手段は株式買取請求権であるとして、訴え却下の申立（*Motion to Dismiss*）を行ったことについて判断を示した事件である。

### <判旨>

判例法は、価格の問題よりも公正義務（*Duty of Candor*）を満たすことを要求しており、合理的な株主が取引における判断を行うに重要であるとする全ての情報が開示されなければならない。<sup>(34)</sup> 被告らは、公開買付や株主の承認を経

---

(33) Weinberger v. U.O.P., Inc., 457 A.2d 701 (1983).

(34) Energy Corp., 383 A.2d 278, 281 (1977).

た合併を選択しなかったことへの合理的な説明をしておらず、従って本件で原告らは、被告らによって提示された価格を受け入れるか、株式買取請求を通じてより高額な価格を模索するかの選択を強いられた。原告が強制的に株式を売却させられるという事実は、本件で主張されている情報開示基準を適用すべきであることを示している。

当裁判所は、被告らの議論と比較するまでもなく、省略された情報が重要ではないとは解しえない。被告らは、合併対価を受け入れるか否かを決定するのは株主であるため、いかなる要素がLらの決定を導いたかについては、重要情報であるとはいえないという。本件の証拠は、被告らの主張が正しいことを確立し得る一方で、Lらの判断過程は、少数派株主に提供された情報の全体像 (*Total Mix of Information*) を変化させうる。同様の議論は、省略された資産価値に関する情報及び財務計画に関しても当てはまる。

当裁判所は、議論されている財務計画の不開示が、訴え却下のために「事実または法的に明らかに利益を欠いているもの」とはいえないと判断する。

これらを総合し、当裁判所は、本件取引が不公正な取引であり、株式買取請求のみが原告らの唯一の救済手段であるとしてなされた訴え却下の申立に適合しないことを原告は十分に示していると考える。しかし、原告らは株式買取請求の権利行使期限から4日を過ぎ、そして合併の効力発生のわずか3日前に本件訴訟を提起し、権利不行使原則に抵触する恐れがある。従って、現段階において本件は決定するに十分ではない。

### <検討>

本件では、取締役会が株主総会の承認なく合併を決定し、原告はこれに対して情報開示の不足、とりわけ合併対価の価格決定に至った経緯及び会社資産の再評価を行わなかった点を取り上げ、被告取締役らの信託義務違反を主張している。本件では、原告の訴訟提起のタイミングの問題から裁判所は判断を行わなかったが、判旨では本件合併が不公正に行われたことを認めている。

フェアネス・オピニオンとの関係について、本件判旨では一切の言及されて

いないが、財務計画の不開示に関する主張が、「(原告の主張の)利益を明らかに欠いているとはいえない」としている。この判断は、フェアネス・オピニオンを直接要求するものではないが、もしそのような開示がなされていた場合には、原告の利益を欠いていると認定する余地のあることを示唆しており、Van Gorkom 事件判決の立場を支持していると解されている<sup>(35)</sup>。

## (2) Cottle 事件<sup>(36)</sup>

### <事実の概要>

Storer Communications, Incorporated 社（以下、「S社という」）は、オハイオ州でラジオ局やケーブルテレビ事業を行う通信事業会社であり、約7-8%の株式を保有する創業者一族が主要な地位を占める同族会社であった。

1985年3月、反対株主であった Coniston Group 社（以下、「C社」という）は、自社の推薦する者をS社の取締役を選任するため、委任状を自己に与えるよう公衆にアナウンスした。C社のアナウンスによれば、C社は自己の推薦する者が取締役に選任された際は、会社の清算及び会社資産の分配を目指すとしていた。

これを受けてS社は、Dillion Read & Company 社（以下、「D社」という）をアドバイザーとして雇用し、ホワイトナイトの利用も含めた複数の選択肢の助言を求めた。検討の結果、S社取締役会はC社による清算提案は株主にとって利益的ではないと結論付けた。

その後D社は、ホワイトナイトとしてS社を支援する会社と接触を続け、12社から前向きな返答を得ていた。その中でも、Kohlberg, Kravis, Roberts & Company 社（以下、「KKR社」という）は最も素早く買収提案を行った。当該提案は、S社の取締役会によって不十分であるとして拒否され、その後S社は自社株の取得計画を策定したが、これは機関株主の同意を得られず不成立に終

---

(35) See, Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 243.

(36) Cottle v. Storer Communications, Inc., 849 F.2d 570 (11th Cir. 1988)

わった。

1985年5月の定時株主総会で、C社出身の取締役が4人選出され、S社取締役会の構成員は、外部取締役7名のうち4名がC社出身であり、創業家一族出身の取締役はわずか2名となった。

1985年7月には、D社が接触を続けていた Comcast Corporation 社（以下、「Com 社」という）が、S社取締役会に対して合併提案を行った。S社取締役会及びD社は、その後 KKR 社及び Com 社と交渉を継続し、最終的に7月29日に両社が最終的な提案を行うこととなった。

その結果、S社は以下のような理由で KKR 社の買収提案を受け入れることを表明した。即ち、① KKR 社の提案は、現金で支払われる金額がより高い金額を提示していたこと、② Com 社の提案は、不確定な税制上の問題を含んでいたこと、③ Com 社の提案は、合併の完了が間に合わない場合に、大きなリスクを含んでいたことである。

1985年10月、S社は KKR 社との合併のための臨時株主総会の開催を通知し、当該合併提案を承認することを求めた。1985年11月の臨時株主総会で、当該合併提案は有効票数の約99.3%、発行済株式総数の約81%の賛成票を得て承認された。

一方、合併交渉が進められる中で、原告である Cottle は、1985年7月に会社に対して、KKR 社との合併に関して「規定路線」として従事する不特定の役員及び取締役がおり、これらの者について調査するように要求をした。S社の取締役会は、すぐに Cottle の地位の証明や彼の主張の根拠などの追加的な情報を提供するよう求め、1985年9月には調査結果を提供した。その後 Cottle は1985年11月に、取締役会に KKR 社との合併に関して確判決を求めること、及び臨時株主総会を延期することを要求したが、S社取締役会はこれを拒否した。Cottle は、S社と KKR 社の合併が承認される前に本件派生訴訟を提起し、地方裁判所は被告の訴え却下の申立を否定した。その後4ヶ月の証拠手続が行われた後に被告が求めた略式判決を認容したところ、原告が上訴したのが本件である。

### <判旨>

上訴人は、いくつかの理由で被告らには経営判断原則の保護が及ばないため、略式判決を認容した地方裁判所の判断は誤りであるという。しかし、当裁判所は、上訴人が経営判断原則の保護が被告らに及ばないことを示すことに失敗しているという被告らの主張に賛同する。

経営判断原則の下では、取締役らは誠実かつ適切に行動したと推定され、不誠実・裁量権の濫用及び欺罔の意思を有して行動していたことが示された場合にのみ、責任を追及されうる。企業買収の局面においては、取締役らが「株主に対して提案をなす前に、十分に情報を有して、慎重に当該合併契約の承認を決定する」義務を充足した場合に経営判断原則が適用される<sup>(37)</sup>。

略式判決に反対する当事者は、審理手続において適用する実質的な立証負担の関係における重要事実の議論の存在を示さなければならない<sup>(38)</sup>。本件における尋問は、被告らを責任から保護する経営判断原則の適用を示しており、原告はS社取締役が、不誠実・裁量権の濫用及び欺罔の意思を有していたことを示す重要な事実を示さなければならない。当裁判所は、以下で原告の主張する当該取締役らの裁量権の濫用について検討する。

A. 上訴人は、S社取締役がKKR社との合併契約に際して、S社の重要資産のいくつかをLock-Upさせることを認め、裁量権を濫用したという。Lock-Upはそれ自体買収の局面で違法なことではないが、特定の局面では違法となり得る<sup>(39)</sup>。第二巡回区は、「Lock-Upには、当該条項の権限を有している買付者との競争を回避する効果を有することから、株主利益を損ねるものもあるが、会社支配権取引の競争に買付者を誘うことによって、株主にとって利益的になりう

---

(37) Van Gorkom, *supra* note 18, at 873; Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 180 (1986).

(38) Anderson v. Liberty Lobby, Inc., 477 U.S. 242, 106 S.Ct. 2548.

(39) Hanson Trust PLC. v. ML SCM ACQUISITION INC., 781 F.2d 264, 273-274 (2nd Cir. 1986).

るものもある」と述べている。<sup>(40)</sup>

本件では、企業買収は友好的に行われてはいなかったが、S社の取締役らは自己の義務が株主の最高利益を獲得することにあると認識していた。Lock-Upの容認は、交渉の全体から考察されるべきであり、本件では数ヶ月にわたって潜在的買収者を調査しているのであり、また最終的に買収提案を行った二社に同時に最終提案を行う機会を与え、最終提案で初めてLock-Upを認めたのである。従って、当裁判所は、S社取締役会がLock-Upを容認した点につき、裁量権の濫用はないものと判断する。

B. 上訴人は、1985年7月にS社取締役会が、KKR社との合併をCom社との再交渉を行わないまま合意したことにつき、それ自体裁量権の濫用であると主張する。また、これを裏付ける事実として、D社の評価によれば、Com社の合併提案の対価は、現金以外の部分をも勘案した場合、わずかにKKR社の提案を上回るとされていたのであるという。

しかし、上訴人はS社取締役が欺罔の意思を有していた等の経営判断原則の適用を阻害する事実を示しておらず、価格に関する不足しか主張していない。かかる主張が経営判断原則の適用を妨げるためには、重大な価格の不足に基づかなければならず、当裁判所はCom社の提案との間でそのような差を認識しえない。従って当裁判所は、原告の主張が経営判断原則に基づいた略式判決の排除を生じせしめる事実を示していないものと判断する。

C. 上訴人は、S社取締役会がD社をアドバイザーとして雇い入れたことにつき、D社が合併にかかる助言を求められる以前から、S社に対して助言を提供してきたことから、D社の分析は不完全なもので、慎重に全ての情報を収集し、検討すべき取締役の義務を満たしていないという。また、Hanson事件判決及びVan Gorkom事件判決を引用し、独立した財務分析を欠いたことが裁量権の濫用に当たると主張する。

しかし、これらの引用事件が上訴人の主張を支持するものであると理解する

---

(40) *Id.* at 274.

のは困難である。Hanson 事件判決は、わずかに「情報の乏しさ」及び「短時間での経営判断」について指摘しているが、独立した財務アドバイザーに関する点ではない。上訴人は、D社の助言それ自体の情報の乏しさについて何ら言及していない。Van Gorkom 事件は、現金交付合併の対象会社 CEO が十分な情報を得ることなく、当該合併を承認した事例であるが、本件の問題は、S社取締役会が独立した財務的な助言を取得するべきであったかではなく、またそのように行動しなかったことが取締役会の裁量権の濫用であるかでもない。Van Gorkom 事件判決によるならば、S社取締役会は、必ずしもD社または他の外部者をアドバイザーとして雇い入れる必要はなかったのである。

従って当裁判所は、上訴人の主張は裁量権の濫用を十分に説明できておらず、略式判決を妨げる要素となり得ないと判断する。

D. 上訴人は、KKR 社との合併契約において、1800万ドルに及ぶ違約金条項に同意したことにより、S社取締役の裁量権の濫用及び信認義務違反を主張する。このような条項は企業買収の局面ではしばしば用いられており、他の条項と関連して許容されないほど強固な場合を除いて、一般に許容されうる<sup>(41)</sup>。

上訴人は、当該条項によって支払われうる金額が取引の規模に比べて高額であることから合理的でないとの主張をしておらず、取引金額の1%強である当該条項は合理的である。従って当裁判所は、地方裁判所がこの問題に関して適切に略式判決を認容したと判断する。

以上のように、上訴人は、S社の取締役らが裁量権を濫用したとの主張を支持する主要な事実を示すことに失敗しており、S社取締役らはKKR 社との合併契約において適切に行動したとの推定を与えられるため、当裁判所は略式判決を下した判断は適切であったと判断する。

---

(41) Nachbar, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.—The Requirement of a Level Playing Field in Contested Mergers, and its Effect on Lock-ups and other Blinding Deterrents*, 12 Del.J.Corp.L. 473, 485 (1987).

## &lt;検討&gt;

本件では、(1) にあげた Wacht 事件判決とは異なり、合併承認にかかる取締役の行動に対して経営判断原則の保護が与えられている。本事件におけるフェアネス・オピニオンの位置づけに関する言及は、判旨CにおけるD社の独立性に関する上訴人の主張から引き出された。上訴人はD社の財務アドバイザーとしての独立性につき、当該取引以前のS社との関係性を捉えて問題のあるものとして主張し、これを前提としてD社の助言を不完全なものであると主張している。

これに対して、本件判旨は、まず上訴人がD社の助言の内容それ自体を批判の対象として主張していないことを捉え、その主張を退けている。即ち、D社の雇入れ及びS社との従前の関係性を考慮することなく、本件ではS社取締役会によるD社の雇入れ及びその後の情報収集について、経営判断原則の保護を与えるに適した水準にあるものと認定している。

このような考え方を貫けば、取締役会が外部アドバイザーを雇入れる際に、従前の取引関係などといった、外部アドバイザーと取締役会の利害関係について考慮する必要もなく、単に助言及び情報提供の精度が要求されるに過ぎないと理解することも出来るように思われる。この点について、後述のとおり、フェアネス・オピニオンの提供に際しては、提供者と受領者の間に、必然的に被用者と雇用者としての関係が生じ、またその関係が当該会社支配権取引を前後して継続した取引関係として現れるため、フェアネス・オピニオンの公正性を阻害する問題として指摘されている<sup>(42)</sup>。このようなフェアネス・オピニオンの提供にかかる利害関係とフェアネス・オピニオンの公正性について、本件が強

---

(42) See eg., Bebchuk & Kahan, *supra* note 15. 詳しくは、第3章で検討。

く意識して言及したのかは明らかではない。<sup>(43)</sup>

また、上訴人が Van Gorkom 事件判決を引用して、十分な情報を取得していないと主張した点については、同事件判決に従った場合、外部アドバイザーの雇入れは必ずしも要求されていない旨を明らかにして、連邦裁判所においても同事件判決の立場を支持している旨を鮮明にしている。

### (3) Krieger 事件<sup>(44)</sup>

#### <事実の概要>

Gast 社 (以下、「G社」という) は、ミシガン州法に準拠して設立された会社であり、工作機械を製造・販売する事業を営んでいる。1995年当時G社には、86名の株主が存在し、そのうちの多くが同社の従業員やその家族であったが、株式の大半は本件の被告である創業家の Gast 家一族 (以下、「Gら」という) 及び同じく被告である取締役らによって所有されていた。

G社の株式は上場されていなかったが、1994年にG社株式を上場させるための調査が開始された。複数の投資銀行との協議を行った結果、G社取締役会は、当時の段階では上場は時期早尚であるとの結論を得た。その後、G社は McDonald & Company 社 (以下、「M社」) をアドバイザーとして雇入れ、その他の選択肢について検討を重ねた。M社は、その他の選択肢として主要株主以外の株主が保有する株式を第三者に売却する提案を行い、買収者として2社を提示した。そして、G社は最終的に RVD Corporation 社 (以下、「R社」という) と合意に至った。

---

(43) 一方で、本判決は、単に上訴人において、情報の精度や量に関する指摘がなされなかったことが、経営判断原則を覆すための要素にならなかったことを示しただけであり、もしこれらの指摘がなされていたならば、とりわけ情報の精度に関する主張においては、このような継続的な利害関係の共有によって、外部意見の独立性が損なわれたと判断される余地を排除するものではないと解することも可能であるように思われる。

(44) Kreiger v. Gast, 179 F. Supp. 2d 762 (W.D. Mich. 2001).

R社との合意によれば、R社はG社の戦略担当者が提示した5カ年計画をもとに買取価格を決定し、当該計画のとおり事業が進まなかった場合、R社はG社の支配権を得るに必要な株式を取得する条項が定められていた。最終的な取引の構成は、G社が新たな会社をGらと共に出資して設立した後に、少数派株主の株式をG社が買い取り、G社と新会社が合併し、その後R社とGらとの間で株式の買取が行われることとなった。

1996年8月、G社は本件合併承認のための臨時株主総会を開催した。当該株主総会に先立って株主に送付された覚書には、G社のカウンセラーが作成した当該合併の概要説明と共に、G社及び新会社との合併契約書のコピーが添付されており、また反対株主に対するミシガン州事業会社法の条文のコピーも添付されていた。

臨時株主総会において、本件合併提案が承認された後の1997年5月に、M社のもとにG社買取の別の提案が持ちかけられた。G社は当該買取提案を検討し、同意した。この買取提案により、R社との資本再編の後にG社株式を有していた株主らは、追加的に利益を得ることとなった。

本件の原告である Krieger は、当時G社の株主であり、本件合併決議に反対した上で、株式買取請求権を行使していなかった。同氏は、1999年7月に州裁判所に対して、G社、Gら及びその他の取締役らにM社を加えて、信認義務違反等<sup>(45)</sup>を理由とした訴訟を提起した。同氏によれば、被告らは、G社の売却や第三者への売却を通じて利益を得ることを認識しながら、不公正に低い価格で少数派株主の利益を取り上げる誤った取引を行ったという<sup>(46)</sup>。

本件訴訟が提起された後すぐに、被告らは訴え却下の申立を行い、当該裁

---

(45) 具体的には、信認義務違反、コモンロー違反、過失ある不実表示、共謀である。

(46) 本件訴訟以前に、原告は、イリノイ州裁判所及びイリノイ北部地方裁判所に同様の内容で提訴しているが、前者においては提訴権限の存在、後者においては訴えの利益が認められず、いずれも却下されている。従って、本件裁判所は、同氏の州法上の請求を受け付けた最初の裁判所である。

判所は翌2000年1月に、当該申請の一部認容、一部破棄の決定及び命令を下した。当該命令では、M社が本件被告から除外され、G社及びGらに対する過失ある不実表示に関する請求も却下された。その後、当事者らは争点についての検討を裁判所に要求した。主要な争点は、①本件がミシガン州の株式買取請求の対象となるか、②もしそうであるなら、株式買取請求が株主にとって唯一の救済手段であるか、または原告の要求が「違法または詐欺行為」の例外に含まれるものであるか、③原告が違法または詐欺行為に関する立証負担を負うかどうか、または被告らが取引の完全公正の立証負担を負うかどうかである。

2000年8月に裁判所は命令及び意見を示し、原告の請求は株式買取請求権の対象となるが、違法または詐欺行為の例外に含まれ、原告は被告らが株式買取請求権の行使のために必要な重要情報を開示しなかったことについて立証する義務を負うことを明らかにした。

これを受けて2000年10月に、原告は自己の主張の修正を請求し、自己の請求から詐欺行為による請求を撤回し、代わりに公正価格と公正取引を原因とした請求を行うこととした。

#### <判旨>

A. 原告の主張は変化しているが、常に意識されるべきが、「当初からの計画」の存在である。同氏は、被告らがG社の公正価格を認識した上で、不公正な価格で少数派株主の株式を買取り、その後転売したと主張するのである。しかし、本件においてはR社という第三者も計画に含まれており、当初より計画がある場合には、第三者に対しても利益を提供する必要がある。より重要なことに、原告は合併時点でG社株式がその対価の額より高い価値を有していたこと、及び合併時点で転売等の計画が存在していたことを示していないのである。

B. 被告らは自己の略式判決請求の中で、また原告は一部略式判決請求の中で、株式買取請求権を行使するか否かを決定するために、合理的な株主が重要であると考える情報を被告らが開示することに失敗したことにより信認義務に

違反したかどうか議論の焦点を当てた。

たしかに当裁判所は、意見の中で原告が主張で引用した Weinberger 事件判決<sup>(47)</sup>について検討を行った。しかし、当裁判所は意見の発行時において、ミシガン州裁判所が現金交付合併の際に完全公正にかかる請求を認容しているか否かを検討していない。なぜなら、当該意見の発行時において当裁判所が検討したのは、原告の主張が株式買取請求権による救済しか受けられないか否かであり、当時原告は公正価格と公正取引についての主張を行っていなかったのである。ミシガン州裁判所は、いまだこの問題について検討を行ったことがなく、この問題についてのミシガン州裁判所のいかなるガイダンスもない中で、当裁判所はデラウェア州裁判所が採用した完全公正テストを、株式買取請求に追加した救済として用いるとはいえない。また、模範事業会社法も、株式買取請求権が適切でない場合の救済については、①会社の行為の承認に関する手続上の重大な欠陥がある場合、②株主の議決権行使に影響を与える詐欺または不実表示がある場合といった場面に厳格に制限している。直接の適用はできないが、デラウェア州裁判所の近時の判決である Glassman 事件判決<sup>(48)</sup>においても、略式合併 (*Short-Form Merger*) において完全公正基準を適用しない旨を明らかにしており、デラウェア州最高裁判所も株式買取請求権は公正価値の受領という点で効果的な装置であると認識している。従って当裁判所は、原告の完全公正にかかる請求はミシガン州では支持されないものと判断する。

C. 原告は、被告らが臨時株主総会に先立って送付した覚書において、①財務情報、②合併対価の検討の前提情報、③G社がM社を投資銀行として雇入れたこと、④G社がフェアネス・オピニオンを入手しなかったことを記載しなかったことが信認義務違反に当たると主張する。情報の重要性を検討する際には、TSC 事件判決<sup>(49)</sup>で用いたテストを用いるべきである。即ち、「合理的な投資家が

---

(47) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

(48) Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (2001).

(49) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 96 S.Ct. 2126, 48 L.Ed.2d 757 (1976).

利用しうる情報の全体像が大きく変化したと考える表現や省略が存在する」場合、当該表現や省略は重要情報である。

## 1. 不実表示

a. 被告らが保有する株式について、被告らは原告が受領した合併対価と同等の価格で売却することを明らかにしたが、実際にはこれは誤りであったと原告は主張する。しかし、原告の議論は被告ら及び存続株主もまた、原告と同等の価格を受領するとした点が誤りであると主張しているに過ぎないのである。この議論を支えるのは、継続株主らが保有した株主の価値は、少数派株主らの保有する株式を取得した後であるので、原告の保有していた株式の価値よりも高いという前提である。この議論は、被告らが株式の価値を高める計画を有していたことを開示していないとの主張にかかる事項であり、以下で別に検討する。

b. 原告は、合併完了後にR社関連会社は、原告が受領した合併対価と同等の価格でG社の株式を買取る旨が覚書にて記載されていたが、実際にははるかに高額で取引がなされている点で誤りがあると主張する。しかし、原告の主張する証拠は彼の主張を支持しない。彼の主張の根拠は1997年に作成された書類であるが、当該書類はその作成者が特定されていない。そのような曖昧な書類に基づいた主張は認容できない。

## 2. 省略

### a. 計画について

Aに示したとおり、原告は修正された請求において主張した計画の存在に関する証拠を示していない。従って、覚書では原告の主張する計画の存在を不適切に省略したとはいえない。

### b. 財務状況に関する記述

両当事者は、覚書において財務状況に関する記述を欠いたことが重大な省略となるか否かの問題にかかり、略式判決を求めた。被告らは、ミシガン州事業会社法703条a項及び769条は、財務情報は株主の不同意の意思表示の時点まで

に株主に提供される必要はないとしていると主張する。これに対して原告は、被告らの信認義務は条文からもたらされるだけではないので、769条は重要情報の不開示にかかる責任について安全港として機能しないと主張する。かかる主張を換言すれば、被告らは条文上の要求とは別に、信認義務上の開示義務を負っているということとなる。当裁判所がミシガン州事業会社法の適用を検討した結果、株主が明確に反対の意思を示した後に、財務情報を開示する必要はないことは明らかである。従って、残る問題は条文上要求されている以外に被告らが情報開示を行うべき信認義務を負うか否かである。

しかし、被告らは合併において条文が要求しているものを遵守しており、合併条項が株主に対して全ての事実を開示することを要求していないことは明らかである。情報開示義務は、条文上の要求の帰結として適用される信認義務によって法的に課されるものである。当裁判所は、この問題に関するミシガン州法の文言を無視することはできない。

c. 原告は、被告らがフェアネス・オピニオンを取得しなかったことを開示しなかったことに関して、略式判決を請求している。これに対して被告らは、フェアネス・オピニオンは（法律上）要求されていないため略式判決を下すことを請求している。

デラウェア州裁判所は、フェアネス・オピニオンが現金交付合併における申し込み価格が公正であることに信憑性を与えることによって、少数株主に対する信認義務を満たすものとして、会社取締役を支援しようと述べている。しかし、このような表示は一般的に完全公正基準が問題となる局面でなされるのであり、当裁判所はミシガン州裁判所がこれを採用しないことを既に明らかにしている。加えて、デラウェア州裁判所はフェアネス・オピニオンを法的な問題として要求していない<sup>(50)</sup>。従って、フェアネス・オピニオンを取得していないことの不開示は、重大な省略に該当しない。

d. 原告は、M社は被告ら及びR社らと関係性を有してきた旨を開示していな

---

(50) Van Gorkom, *supra* note 18, at 859.

いので、覚書は誤りであると主張する。当裁判所に示された事実によれば、M社及び被告らとの関係性は、株主の株式買取請求権の行使にかかる判断にとって重要ではなかった。確かに、本件合併の時点からG社の将来の取引にいたるまでM社を雇入っていたならば、当裁判所の結論は変わり得た。しかし、本件の証拠によれば、M社との契約関係は、1996年の資本構造再編行為の完了と共に終了している。

以上のような検討から、当裁判所は被告らの略式判決の請求を認め、原告の略式判決の請求を否定し、本件を却下する。

#### <検討>

本件は、支配株主でかつ会社取締役らでもあったGらが、G社の資本構造の再編を目的として行った合併によって端を発した事件であり、その後取引関係が生じたことで、従前の合併時の情報開示義務について争われた事件である。既に検討した判例とは、純粋な組織再編行為における責任追及ではなく、一連の組織再編行為の一環としてなされた合併という位置づけで情報開示の問題を争っている点で異なっている。また、本件はミシガン州を舞台に繰り広げられており、本件裁判が行われた当時、同州ではデラウェア州と同様の議論が直接になされていなかったこともあり、デラウェア州判例の影響の程度がどのように表れるかという点で注目される判決である。

本件におけるフェアネス・オピニオンに関する言及は、判旨2cにあるとおり、第一にフェアネス・オピニオンを取得していないことが情報開示の対象となるかが問題となっている。

第一に、本節の目的であるフェアネス・オピニオンの地位について、Van Gorkom 事件を引用し、取締役の信認義務違反による責任を回避する可能性について触れた上で、ミシガン州においては完全公正基準を明確に採用していないことを理由に、その態度を明確にしていない。他方で、フェアネス・オピニオンの開示がデラウェア州においても求められていないことを理由として、情報開示にかかる責任を否定している。即ち、フェアネス・オピニオンの取得が

要求されない点についてはデラウェア州の考え方を踏襲しているといえる。また州法上は、フェアネス・オピニオンの取得の有無に関する情報開示の不存在によって、取締役の責任が追及されることはないことを明らかにしている。

このように、デラウェア州における判例は、ミシガン州においても議論の上で指標となる影響力を有しているといえる。しかし他方で判旨Bにある通り、合併にかかる取締役の信認義務の基準については、株式買取請求権とのバランスの問題として認識され、同州では採用されない旨が明らかにされている。また、ミシガン州では完全公正基準を採用しないという前提に立って、つまり完全公正な取引であったことを立証する義務が生じていないのであるから、フェアネス・オピニオンの信認義務にかかる責任回避効果については、同様に議論できないと暗に示されていると理解できるようにも思われる。しかし、この点については、Van Gorkom 事件を引用するなど、信認義務にかかる責任回避効果を示唆する記述もある以上、同裁判所がどのような立場に立っているかは、本判決の文脈からは明確ではないといわざるを得ないものと思われる。とはいえ、本判決は、信認義務に係る責任回避効果の問題が、同裁判所の法領域において直接に問題にならないことを示したのであり、積極的に Van Gorkom 事件の趣旨を否定する意図を有していたとまでは言えないものと理解するべきである<sup>(51)</sup>。

#### (4) Kosseff 事件<sup>(52)</sup>

##### <事実の概要>

形式上の被告である Gliman & Ciocia Inc.社（以下、「GC社」という）は、デラウェア州法に準拠した、税務処理サービス及び助言提供事業を営む会社であった。

---

(51) この点につき、Rizik & Wirgau (2008) は、本判決が Van Gorkom 事件の趣旨に沿うものと理解しており、信認義務にかかる責任回避効果を否定しているものではないとの文脈で紹介している。See, Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 243.

(52) Kosseff v. Ciosia, No. Civ. A.188-N, 2006 WL 2337593 (Del. Ch. Aug. 3, 2006).

2002年8月、GC社のある株主グループが株主に委任状勧誘を行った。当該委任状では、取締役会の構成人数を拡大し、自らのグループから取締役を選出すること及び当時のCEOに代わって、自らのグループからCEOを選任することが示された。

当該委任状の送付から3日後に、GC社は当該株主グループとある合意に至る。当該合意は、GC社の取締役会の規模及び構成を株主グループの主張するように変更し、当時のCEOやCFOは退任する代わりに、これら旧経営陣は会社の資産を一定限度まで取得することが出来るというものであった(以下、「本件契約」という)。そして、2002年11月に本件契約は締結され、GC社の資産の19.29%を構成する資産が、旧経営陣グループによって取得された。

原告であるKosseffは、GC社の株主であり、被告である取締役会の構成員が、当該契約を承認する際に信認義務に違反したとして派生訴訟を提起した。これに対して被告らは、デラウェア州衡平法裁判所規則12条(b)項(6)号に基づいて、訴え却下の申立を行ったのが本件である。

#### <判旨<sup>(53)</sup>>

原告の主張によれば、株主グループは当時の経営陣の下では良い事業成果を残していないと認識していたという。そしてその結果委任状勧誘に至ったのであるという。

ところで、株主グループは委任状勧誘を行ったわずか3日後に当時の経営陣及びGC社と本件契約を締結したのであり、換言すれば株主グループの要求と経営陣の資産取得をGC社取締役会が承認したことで、委任状合戦が回避されたのである。そして、原告は本件契約の承認が信認義務に違反すると主張しているのである。

これに対して被告らは、本件契約は資産売却の契約であり、これを承認した

---

(53) 本件は派生訴訟である関係から、訴訟適格の問題についても検討されているが、本節の目的の関係からこの部分は割愛する。

取締役会においては、当時の CEO 兼取締役のみが利害関係を有していたに過ぎないのであり、本件契約の承認は経営判断原則の保護を受けるものであるという。そして、被告らは適切に請求をなしていないのであるから、訴えは却下されるべきであると主張する。

本件の事実に鑑みれば、株主グループは彼らの要求を、GC社の資産を売却することで実現したのである。また当裁判所が推測するに、当該資産の価格は旧経営陣にとって有利な価格であったものと思われる。従って、問題はGC社を代表して行った本件契約の承認において、取締役らがGC社及びその株主に対して信認義務を遵守したかである。

#### i) 忠実義務

原告は、旧取締役会は利害関係を有していなかったとは言えず、従ってその行動は経営判断原則の保護を受けないと主張する。

まず、当時のCEOは、被告らも認めるように利害関係を有していた。そして、株主グループ出身で、既に当時取締役会の構成員であった取締役2名については、当裁判所は、上記に述べたとおり、会社資産の売却によって自らの要求を実現しているという点からも、取引の両当事者の立場に立っており、利害関係を有していたと判断する。

次に、当時の取締役会の構成から考察するに、独立した立場を有していた取締役らが3名存在していたこととなる。原告は、このうち2名はそれぞれコンサルタント・法律事務所出身の取締役であり、それぞれの事業上の利害関係を有していたと主張する。

しかし、原告は彼らのGC社との事業上の収入の減額が重要なものであるかを説明していない。従って、当裁判所は訴え却下の申立の目的のために、残る3名の取締役らについて、独立した地位を有していたと判断する。

#### ii) 注意義務と安全港

わが会社法の一般原則として、株主や裁判所ではなく、取締役が会社の事業を運営する。従って、裁判所は利害関係のない取締役会によってなされた経営

判断は、株主の最高利益のためになされていると推定する。<sup>(54)</sup>しかし、会社と取締役の間でなされた取引に関する取締役会の承認について、その利益相反関係を原因として株主が訴訟を提起した場合、当該取引は、株主にとって本質的に公正である旨が示されるか、またはデラウェア州会社法144条(a)項の安全港条項によって保護される場合にのみ有効となる。

当裁判所は、独立した3名の取締役によって承認されていることを認定している。144条の安全港条項の下では、合意に至る取締役会の活動は、当該行動が独立した取締役の過半数の承認を得ており、またこれらの取締役らが以下の3要素を充足する場合にのみ無効としえないと考えられる。即ち、各取締役らが①当該取引の利害関係について情報を有しており、②当該取引にかかる会社の利益に関する重大な事実に関する情報を有しており、③当該取引を「誠実<sup>(55)</sup> (Good Faith) に承認したことである。

原告は、委任状の送付から本件契約の合意に至るまでの期間の短さを指摘し、疑問を呈する。また、本件取引が取締役会の構成員に対して会社の重要資産を売却するというものであり、即ち取締役会の構成員のうち半数が本件取引に関して利益相反関係にあったにもかかわらず、取締役会は本件取引の公正性を検証する特別委員会の設置や法的・会計的な専門家の雇用も行っていない点を指摘する。

これに対して、被告は我が法がこのような取引に際して、独立委員会や外部の専門家の招聘、ないしはフェアネス・オピニオンを提供する独立した専門家の招聘を要求していないことを強調する。

しかしながら、当裁判所は以下のような事実が、原告の主張を認容しうるものと判断する。即ち、①委任状勧誘が行われたこと、②会社資産の重要な部分を売却する代わりに、CEO 兼取締役が退任し、委任状合戦が回避されたこと、③本件契約が、取締役会で非常に簡潔に検討された後、速やかに承認及び実行

---

(54) Orman v. Cullman, 794 A.2d 5, 19-20 (2002).

(55) Del. Code. Ann. Tit. 8 § 144(a) (1).

されたこと、④本件契約が、取締役会構成員の半数が利益相反関係にあるにも関わらず、取締役会は本件契約を評価する独立した取締役ないしは特別委員会を指名しなかったこと、⑤法的・会計的にも助言がなく、どのような支払方法が採用されたかを示す書面もないままに本件契約が実行されたことである。

これらの要素は、株主グループが彼らの要求を会社の費用で実現し、独立した取締役らは本件契約に関して独自の判断をせず、単にゴム印を押したに過ぎないことへの合理的な疑いを生じさせることに寄与している。当然ながら、もし本件が144条の安全港条項の適用を受けない場合には、当該取締役会は本件契約が会社に対して完全に公正であることを証明する必要がある。

以上の事実を鑑みるに、当裁判所は原告が本件契約にかかる取締役会の承認が、信認義務を充足しないことを立証しうる合理的可能性が存在すると判断し、従って訴え却下の申立は否定されなければならない。

#### <検討>

本件は会社の経営権を争って両当事者が交渉を行った結果、会社資産の有利な価格での売却を条件に経営権が交代し、経営権の交代の対価とも言える旧経営陣に対する資産売却契約である本件契約の承認にかかる取締役会の信認義務が争われた事例である。

フェアネス・オピニオンとの関係では、これまでに検討した判例とは異なり、フェアネス・オピニオンを含む外部からの公正性に関する助言という文脈であるが、積極的にその不存在が信認義務違反を推測させる一要素として組み込まれている。確かに、これまでに検討した判例は、Van Gorkom 事件の原則を踏襲し、フェアネス・オピニオンは法律上要求されないという立場を維持してきた。本判決では、被告らはこの点を主張しているが、本判決はフェアネス・オピニオンが法的に要求されているか否かについての検討を行うことな

---

(56) この点については、明確に認定されているわけではないが、本件裁判所はその疑いが強いことを示唆している。Kosseff, *supra* note 52, at 5, footnote 14.

く、その不存在が信認義務違反を推測させる要素として認識されることを示した点で、フェアネス・オピニオンの意義をより積極的に解した判決といえよう。

この点を捉えて、Rizik & Wirgau (2008) は、これまでの判例の流れとは異なった形で本判決を紹介している<sup>(57)</sup>。この点、以上のような判決文の構成から、フェアネス・オピニオンが判例によって要求されたと考えられない訳ではないが、そのような評価には注意が必要である。そして Rizik & Wirgau (2008) においても直接にそのような理解を示す記述はない。

従って、本判決はフェアネス・オピニオンの不存在が、取締役の信認義務違反を推測させる要素の一部を構成することを明らかにしたと理解するに留めることが妥当であると考えられる。また同時に、そのことは、フェアネス・オピニオンの存在が取締役の信認義務にかかる責任の回避のための一手段として理解される点について、本件が具体的な記載をした事例であることを示しているように思われる。このように、責任回避効果の面を強調する際に、これまでの理解を一步進めた表現を採用しているという点で従来の判例と異なった一面を持つとの理解が得られるが、その効果については注意して検討するべきである。

## (5) 小括

以上に検討したように、米国においては、Van Gorkom 事件で示されたフェアネス・オピニオンの地位が原則的には支持されている。即ち、Van Gorkom 事件以降、原則的にフェアネス・オピニオンは法によって要求されるものではないとの理解が一般的になされる一方で、Kosseff 事件の検討で述べたとおり、信認義務の充足を推測させる要素として理解されており、フェアネス・オピニオンの機能的な側面に対する認識は高まっているといえる。

では、このようにフェアネス・オピニオンの機能的な理解が進みながら、な

---

(57) Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 244.

ぜ判例はフェアネス・オピニオンを直接要求しないのであろうかという疑問が生じる。フェアネス・オピニオンの取得によって、信認義務を満たしたことが推測されるのであれば、法的にも要求されればよりわかりやすいともいえるからである。また、同様の議論は、利益相反関係を含んだ会社支配権取引における特別委員会の議論にも当てはまるが、この問題に対しても判例は必ずしも設置を要求するとの立場を採っていない<sup>(58)</sup>。

つまり、判例はフェアネス・オピニオンや特別委員会といった、外部機関による公正性の検討の導入を信認義務の充足判断のための一要素に留めていると理解するべきであり、またこの態度は Van Gorkom 事件の判示から約25年間に亘って一貫して維持され続けている。翻って Van Gorkom 事件の記述を見るに、「我々は、十分に情報を有した経営判断を支持するために外部の評価結果が必要であることを示してはいない。また、独立した投資銀行によるフェアネス・オピニオンが、法の問題として要求されているとも述べていない。しばしば、事業の状況に精通した内部者は、関連情報を収集することに関して、外部者よりもより良い地位に立っている。そして、適切な状況下では、このような取締役らは彼らの経営陣の評価報告につき、誠実に信頼を置いたことに対して完全に保護され得るのである。」<sup>(59)</sup>と述べているのであり、あくまで会社支配権取引の局面で取締役要求される信認義務の核心とは、十分に情報を得て、慎重に判断を行うことなのである。そのための装置として、外部機関による公正性の検討は有益であるが、特定の状況においては内部者の情報のほうがより有益である場合がありうることを明らかにしており、本節で検討したとおり、判例はデラウェア州以外の州・連邦共に概ねこの考え方に追随している。

しかし、信認義務にかかる責任の回避効果を与える要素としての機能を前面に押し出した理解を進めていく姿勢や、Cottle 事件におけるフェアネス・オピニオンの提供者と受領者の関係に意識を及ぼさない裁判所の態度については、

---

(58) Seagraves v. Urstdt Property Co., No 10307 (Del. Ch. Nov. 13, 1989).

(59) Van Gorkom, *supra* 7, at 876.

Davidoff (2006) が、「フェアネス・オピニオンの基礎をなす価値評価及び公正性判断の妥当性についての検証を行わず、Golden Ticket を与えるようなもの」と指摘するなど、批判的な見解もみられる<sup>(60)</sup>。

とはいえ、本節では信認義務に係る責任の回避効果としての意義の是非とは別に、判例上フェアネス・オピニオンは一定の意義を認知されており、当該意義が取締役の責任論との文脈で理解されていることが明らかになったものと理解できる。

以下第2節では、学界及び実務界ではフェアネス・オピニオンの意義がどのように受け止められているかについて検討する。

## 第2節 研究者らのフェアネス・オピニオンの意義に関する議論

本章第1節で検討した判例の理解とは異なり、学界及び実務界においては、フェアネス・オピニオンの機能的意義を前面に強調するものが多い。

Bebchuk & Kahan (1989) は、フェアネス・オピニオンは会社支配権取引において一般的に用いられている装置であるとした上で、フェアネス・オピニオンの第一の意義は、株主から当該取引の承認を取り付けるためとしながらも、より重要な第二の意義として、信認義務の充足のためであるとしている<sup>(61)</sup>。また、米国の裁判所も、実際に信認義務の分析においてフェアネス・オピニオンを考慮していると評価している。

これに加えて、米国の学界では、以下のようにフェアネス・オピニオンの意義が理解されている。即ち、①個別の取引の公正性を検討すること<sup>(63)</sup>、②利益相反関係にある場合の取引価格の決定及び承認の公正性を増加させること<sup>(64)</sup>、③機

(60) Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55 Am. U.L.Rev. 1557, 1601 (2006).

(61) Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 28.

(62) *Id.*

(63) See M Lipton & E. Steinberger, 1 *Takeovers and Freezeouts* § 8.02(1), at 8–9.

(64) See J. Freund, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques For Negotiating, Corporate Acquisitions* 471, 471–472 (1975); Booth, *Management Buyouts*,

会主義的な経営陣の自由裁量を制限することで、エージェンシーコストを軽減すること、<sup>(65)</sup>④当該取引の承認の可否を決定するにあたっての、株主の情報取得費用を軽減する<sup>(66)</sup>ことが挙げられている。

以上に挙げたような、フェアネス・オピニオンの機能的な側面は多くの文献で触れられており、また意見の一致を見ているところである<sup>(67)</sup>。ただし、Bebchuk & Kahan (1989) に代表される立場とは異なり、信認義務の充足という点について、信認義務を直ちに満たすという捉え方が一般的になされているわけではない。即ち、法的に要求されているわけではないが、その有用性は既に広く浸透しており、実務上は頻繁に使用されていると理解されているに過ぎない。

しかし、フェアネス・オピニオンの利用が有益な局面については、複数の見解が存在する。Rizik & Wirgau (2008) は、Bebchuk & Kahan (1989) が、「合併・締出合併・敵対的公開買付・友好的公開買付・自社株の公開買付・LBO・交渉による自社株の買戻・交渉による株式の売却」<sup>(68)</sup>といった具体的事例を挙げた上で、フェアネス・オピニオンの使用局面を会社支配権取引であるとして<sup>(69)</sup>ることについて、フェアネス・オピニオンが有用な局面は会社支配権取引に限

---

*Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty*, 60 N.Y.U.L.Rev. 630, 657 (1985) ; Winter, *On "Protecting the Investor"*, 63 Wash. L. Rev. 881, 895, footnote.44.

(65) See Note, *Investment Banker's Fairness Opinion in Corporate Control Transactions*, 96 Yale L.J. 119, 125-127 (1986).

(66) See, *Id.*, at 126.

(67) See, Martin, *supra* note 13, at 137-138 ; William J. Carney, *Fairness Opinions: How Fair Are They And Why We Should Do Nothing About It*, 70 Wash.U.L.Q.523, 525-526 (1991) ; Charles M. Elson, *Fairness Opinions : Are They Fair or Should We Care?*, 53 Ohio St. L.J. 951, 956-959 (1992) ; Davidoff, *supra* note 60, at 1563-1569 ; Blake Rohrbacher, John Mark Zeberkiewicz, *Fair Summary: Delaware's Framework For Disclosing Fairness Opinions*, 63 Bus. Law. 881, 882-883 (2008) ; Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 237.

(68) Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 27.

(69) *Id.*

られないとしている。<sup>(70)</sup> 即ち、いかなる金融的取引であっても、取締役役に責任が課される可能性が強く示唆される局面においては、フェアネス・オピニオンが提供されるべきであるという。このような見解に従って、Rizik & Wirgau (2008) は、ESOP・MBO・資本構造の再編取引・設立投資なども、フェアネス・オピニオンが有用となる局面であると指摘する。<sup>(71)</sup> また Rizik & Wirgau (2008) は、フェアネス・オピニオンは一般的に公開会社において用いられているとしながらも、非公開会社においてもその有用性は損なわれず、非公開会社において、同族企業の売却を行う場合に、異なるクラスの株主が存在することにより利益相反関係がある場合や、年金ファンドや信託などの第三者株主が年間事業評価を要求した場合などに用いられるとしている。<sup>(72)</sup>

以上のようなフェアネス・オピニオンの意義を積極的に理解する議論に対して、Carney (1991)・Elson (1992) は、取引において公正性を判断する場合、市場こそが正確な価値指標であり、フェアネス・オピニオンはこれを反映した価値算定ではないので試みる価値がないと、フェアネス・オピニオンの意義を否定する議論を展開する。<sup>(73)</sup> 即ち、彼らの理解によれば、判例上信認義務に係る責任の回避効果が実際には発生しているとの理解を前提としているものの、これを法規則が課した課金であると批判するのである。<sup>(74)</sup>

このように、1990年を前後したフェアネス・オピニオンを巡る初期の議論では、Bebchuk & Kahan (1989) を代表とした意義肯定論者と、Carney (1991)・Martin (1991)・Elson (1992) に代表される意義否定論者による理解の対立が見られる。この点を踏まえ、Davidoff (2006) は以下のような議論を展開する。

即ち、[Carney (1991)]・[Elson (1992)] のコンセプトは理想的であり、市

(70) Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 240-241.

(71) *Id.*

(72) Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 240-241.

(73) [Carney, *supra* note 67, at 537.]; [Elson, *supra* note 67, at 995-1003]

(74) *Id.*

市場価格が信頼に足り、そして原則的にそこに真実の価格が反映されているのであるから、これが大きな価値指標として理解されるべきであることを裁判所は忘れてはならないというのである。他方で、とりわけ会社支配権取引においては市場へのアクセスが常に確保された状態で価格決定が行えるわけではない点を指摘する。即ち、市場へのアクセスの確保、例えばオークションによる会社支配権売買は、理想的ではあるが、そのために企業の価値が毀損される恐れも既に判例の指摘するところである。従って、ある程度制限的な形で会社支配権取引が認められるべき局面が存在するとの前提の上で、このような市場へのアクセスが制限又は閉鎖されている局面において、フェアネス・オピニオンは市場による価格決定という強力な指標を欠いた会社支配権取引の情報を補足するものであるというのである。従って、例えば取引保護条項を用いた市場に対するアプローチが制限的に認められた取引においては、オークション取引における場合よりもフェアネス・オピニオンの価値は増すであろうし、市場へのアクセスを閉じた Going-Private 取引<sup>(76)</sup>においては、フェアネス・オピニオンの意義は最も先鋭化する<sup>(77)</sup>というのである。このような、市場アクセスの関係とフェアネス・オピニオンを結びつける見解は、他の論者には見当たらず、注目に値するように思われる。

このようにフェアネス・オピニオンの意義に関する議論は、1990年前後の初期の段階では、市場の価格形成機能の健全性への評価を理論的基礎とした、肯定論者と否定論者対立する中で発展してきた。即ち、Bebchuk & Kahan (1989) を代表とする肯定論者が市場の価格形成機能の健全性について限界があるとの理解の下に、フェアネス・オピニオンの意義を積極的に理解するのに対して、Carney (1991)・Martin (1991)・Elson (1992) を中心とする否定論者は、市場

---

(75) 会社支配権取引におけるオークション手続の発展過程における取引保護条項の発達につき、拙稿、前掲注11参照。

(76) この文脈で用いられている Going-Private 取引は、本稿の定義に沿うならば MBO 要素を含む Going-Private 取引を指す点には注意が必要である。

(77) Davidoff, *supra* note 60, at 1611-1615.

の価格形成機能へ絶大な信頼を寄せ、フェアネス・オピニオンによる価格の評価機能の意義を否定するのである。そして、Davidoff (2006) は以上のような議論を前提に、当該取引の市場へのアプローチの可能性によって、市場の価格形成機能への信頼の程度は変化するのであり、フェアネス・オピニオンによる価格評価機能の意義は、市場の価格形成機能の健全性とある種反比例する関係性に立つという現代的な理解を示した。そして、Going-Private 取引を例に挙げながら、フェアネス・オピニオンの意義は当該取引の態様によって判断されるべきであると主張したのである。

このような理解を前提とすれば、本稿の問題意識に挙げた価格形成の過程の公正性の確保に対して、フェアネス・オピニオンには積極的な意義を見出すことが可能である。そして、Davidoff (2006) の主張に従えば、フェアネス・オピニオンの意義は市場の価格形成機能が減じられるほど増すのであり、即ち当該取引の価格決定過程において市場価格の指標としての意義と反対に作用するのであるから、まさに MBO 取引の要素に作用して意義を発揮すると理解することができる<sup>(78)</sup>。

しかし他方で、いずれの立場の論者からもフェアネス・オピニオンに直ちに信認義務に係る責任回避効果を与えるべきであるとの議論はなされていない。というのも、第3章で検討するように、フェアネス・オピニオンには上記のような有益な機能があることが認識されながらも、その機能を生かすきれない可能性があるとの認識が強いように思われる。本章第1節で検討した通り、Van Gorkom 事件以降の判例の立場は、フェアネス・オピニオンの取得をあくまで任意であるとしているように、学説においても法的に必ずしも要求されるべきものであるとの認識はなされていないと解するべきであろう。そしてまた、いずれの立場の論者も、信認義務に係る責任回避効果を徐々に強める裁判所の判

---

(78) その意味で、発行者以外の者による株券等の公開買付の開示に関する内閣府令における我が国の扱いは、開示義務が課される範囲に問題があるものの、米国の議論と整合的であるといえる。

断に対しては批判的な理解を示している。上記に検討した通り、両者の理論的分岐点は市場の価格形成機能の健全性への評価・信頼の在り方に求められるが、肯定論者においても判例の態度に対して批判的な点は興味深い。肯定論者からの裁判所の態度への批判は、本節において検討したようにフェアネス・オピニオンの積極的な意義を認めながらも、同時にフェアネス・オピニオンに問題点が内在することに起因している。この点について、次章で検討を行うこととする。

ところで、第1節(5)で米国の判例の理解を検討したのと同様に、米国の学界においてもフェアネス・オピニオンの意義が取締役の責任との関係で論じられていることは大変興味深い。近時のわが国の判例では、フェアネス・オピニオンが株式買取請求権の行使による価格決定の文脈の中で登場するものも見られるが、米国における議論の中で買取請求権の行使に係る意義を主張する者ではなく、フェアネス・オピニオンがあくまで事前開示の一環としての性質を有している点が強調される。即ち、米国の議論において裁判所による買取価格決定に

---

(79) インテリジェンス株式買取価格決定申立事件抗告審決定（東京高決平成22年10月19日、金融・商事判例1354号14頁、20頁）では、当事者の主張の否定理由の要素として、フェアネス・オピニオンの不存在が指摘されている。もっとも、裁判上の資料提出も存在しない点も合わせて指摘されているため、フェアネス・オピニオンの不存在が価格決定申立の争い上、不利に働くことを示唆したとまでは言えないとも理解できる。他方、フェアネス・オピニオンが提出されるような場合、株式買取価格決定申立の文脈で、裁判所がフェアネス・オピニオンに一定の意義を与えたと解される事例も登場している。日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件（金融・商事判例1315号26頁、評釈として、太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務1869号4頁）。

もっとも、わが国においても善管注意義務との関係で、取締役が専門家の意見に対して信頼を置いた場合、特殊事情のない限り免責されるべきであるとの議論はなされており、その意味でわが国において取締役の義務と切り離れた議論が行われているわけではない。このような理解について、江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』（有斐閣、2009年）433頁注2。

よる事後的な救済の文脈と、フェアネス・オピニオンの意義は連続性を持って議論されていない。この点につき私見では、米国では株式買取価格の決定は訴訟事件として扱われ先例も多く存在することから、価格の客観的評価が広く社会に浸透していることが影響しているのではないかと推測する。

以上のような検討は、以下で検討する内容の理論的背景として重要な意義を有するが、これまでの検討から本稿の問題意識に対して最も示唆的である点は、当該取引の態様及び事案の事実関係の下で、市場の価格形成機能の健全性についての検討を行った上で、当該対象取引の態様を考慮してフェアネス・オピニオンに与える比重を検討しなければならないということではなからうか。この意味で、わが国において株式買取価格決定の局面で、当該フェアネス・オピニオンについて検討を行った上で価格決定の在り方を検討することにも一定の合理性があるようにも思われる。

### 第3章 フェアネス・オピニオンに内在する問題点に関する議論

第2章で検討したように、米国におけるフェアネス・オピニオンの取得は、とりわけ会社支配権取引における取引の公正性に関する外部機関の検討結果として、裁判所の要求する十分な情報を得て慎重に判断をなしたという信認義務の充足を推定させる効果を有している。この点、フェアネス・オピニオンの取得を強制しないという裁判所の慎重な姿勢について、学界においてもこの点について批判は見られない。しかし、第2章第2節で述べたとおり、裁判所の態度は取得されたフェアネス・オピニオンの健全性に対する評価がなされていないとして、肯定論者からも批判されているところである。

そこで本章では、学界の分析を中心としたフェアネス・オピニオンに内在する問題点について検討する。フェアネス・オピニオンに関する研究の先駆けである Bebchuk & Kahan (1989) は、フェアネス・オピニオンの問題点として、まず投資銀行を中心としたフェアネス・オピニオン提供者に、大きな自由裁量が与えられている点を指摘する。即ち、①フェアネス・オピニオンを提供する

投資銀行は、「公正」という概念を自由に定義して取引の公正性を判断するので、自己に都合の良い定義を用いることが可能であり、②様々な評価手法の選択、及び選択した評価手法に用いる数値について広い裁量を有しているのも、自己に都合の良い公正価格の範囲を設定し、公正性を認定することが可能であると指摘するのである。そこで、本章第1節では、このようなフェアネス・オピニオン提供者の有する自由裁量の問題点についての議論を、上記①・②に分けて検討する。

さらに、Bebchuk & Kahan (1989) は、フェアネス・オピニオン提供者とフェアネス・オピニオン受領者の間に利益相反構造が存在するという。即ち、①投資銀行を中心としたフェアネス・オピニオン提供者と、フェアネス・オピニオン受領者である会社取締役会や特別委員会は、あくまで顧客とサービス提供者の関係にあるため、フェアネス・オピニオン提供者は依頼者の好む結果を提供しがちであり、②投資銀行に対する名声・投資銀行内部でのフェアネス・オピニオンの発行にかかる承認手続きなどは、①に挙げた傾向を克服するために十分な機能を果たしていないと指摘するのである<sup>(80)</sup>。そこで、本章第2節では、フェアネス・オピニオン提供者と受領者の利益相反構造に関する議論を、上記①・②に分けて検討する。

## 第1節 フェアネス・オピニオン提供者の自由裁量

### (1) 「公正性」の定義から生じる自由裁量

Going-Private 取引を含む会社支配権取引において、フェアネス・オピニオンが判別すべきは、当該取引の対価が公正と考えられる価格、即ち公正価格の範囲内にあるかどうかを指す。ここで、まず公正価格とはどのような価格を言うのが問題となる。

---

(80) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 30.

(81) *Id.*, at 37.

公正価格の定義については、①当該取引がなされていなかったであれば有していたであろう会社の価値を反映した価格<sup>(82)</sup>（いわゆる「なかりせば価格」）、②オークションなどの手続を経て得られる、最高価格を反映した価格<sup>(83)</sup>、③独立当事者間交渉によって決定された、合理的な買収者が買収すると考えられる会社の価値を反映した価格<sup>(84)</sup>という見解がある。しかし、これらの定義は当然異なったコンセプトに基づいているため、いずれの定義によって公正であると判断するかによって、公正価格は変動することとなる。

Bebchuk & Kahan（1989）は公正価格に関する複数の見解があることを前提に、裁判所はフェアネス・オピニオンを提供する投資銀行が用いるべき公正価格の定義を避けたと主張する<sup>(85)</sup>。また、投資銀行がフェアネス・オピニオンの提供に際して、自らが拠る公正価格の定義を明確に開示しない点が問題であると指摘する<sup>(86)</sup>。

同様な議論は、Elson（1992）においてもなされ、公正価格の概念は取引態様によって使い分けられるべきであると指摘し、投資銀行はこのような定義づけの曖昧さを利用して、過度の裁量を用いているという<sup>(87)</sup>。また、Piemonte 事件<sup>(88)</sup>、Weinberger 事件<sup>(89)</sup>を引用し、定義の曖昧さが価値算定の手法に影響を与えているとも指摘している。

以上のような指摘は、公正価格の定義の曖昧さが、フェアネス・オピニオ

(82) Eg., Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165, 165-167 (1988).

(83) Eg., Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028, 1038-1041 (1982).

(84) Eg., Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 J. LEGAL STUD. 197, 197-198 (1988).

(85) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 30.

(86) See, *Id.*

(87) See, Elson, *supra* note 67, at 959-960.

(88) *Piemonte v. New Boston Garden Corp.*, 387 N.E.2d 1145 (Mass. 1979).

(89) *Weinberger*, *supra* note 47.

ンにおける公正性が恣意的に操作される可能性を生じさせ、結果としてフェアネス・オピニオンの信憑性を損ねる可能性があるとの懸念につながると理解する。そして、結果的に信認義務にかかる責任回避効果を与えることに疑念を生じさせる可能性を指摘するのである。

Bebchuk & Kahan (1989) は、このような内在的な問題に対処するために、まず裁判所が取引態様ごとに投資銀行が用いるべき公正価格の定義づけを行うべきであるという<sup>(90)</sup>。即ち、友好的な買収に対しては、合理的な価格を実現しているかという観点から公正性が検証されるべきであると主張し、敵対的買収においては、より高額な提案が存在しない、またはする可能性がないかという観点から公正性が検証されるべきであるというのである<sup>(91)</sup>。また、裁判所は投資銀行に対して、フェアネス・オピニオンにおいて用いた公正性の定義を明確にするように求めるべきであると主張する<sup>(92)</sup>。

確かに、用いるべき公正価格の定義が取引態様ごとに確定し、いずれの公正価格の概念によって当該取引が評価されたかが情報開示によって明らかになれば、裁判所を含めフェアネス・オピニオンの信憑性に対する評価は容易になる。そして、その効果として、フェアネス・オピニオンを提供する投資銀行は適切なガイドラインに従った意見提供を行うことが期待される。

しかし、Elson (1992) は、裁判所においても、どのような人物であっても、公正価格の正確な定義は不可能であると指摘しており<sup>(93)</sup>、公正価格概念の確定についての議論は決着が困難であることが伺える。

またBebchuk & Kahan (1989)・Elson (1992) は、以上の問題を完全に克服することが出来たととしても、それはあくまで投資銀行の自由裁量を制限するに留まり、なお投資銀行には自由裁量の余地があると指摘する。(2) では、両

---

(90) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 46.

(91) *Id.*

(92) *Id.*

(93) See, Elson, *supra* note 67, at 959.

者が共に指摘する、評価実務上での投資銀行の裁量に関する議論について検討する。

## （２）評価算定上の自由裁量

企業価値の算定手法は様々であるが、その選択や、当該算定手法において用いる数値の選択における投資銀行の自由裁量が、ここでの検討対象である。Elson (1992) は、この問題について代表的な評価手法を挙げながら、個別に投資銀行の自由裁量の可能性を指摘している。即ち、代表的な評価手法として、① DCF 法、②類似会社比較法、③類似取引比較法、④清算価値法を挙げ、これらの手法に従って企業価値の算定を行う場合に、投資銀行にどのような自由裁量が発生するか、即ち投資銀行の主観的評価が入り込む余地が発生するかについて検討しているのである。そこで、以下一つずつ指摘を検討していくこととする。

まず、DCF 法については、将来的な予測を含むことが不可避であるため、事業の成長など極めて主観的な判断が入り込む余地<sup>(94)</sup>があると指摘する。これらの将来的な予測には、割引率の選択・将来の税率・当該産業や市場の成長性・将来の利益やインフレ率などが含まれているとされる。さらに、DCF 法は現状の地位の延長上にある企業価値を現在価値に割引くことで企業価値を求めることから、突発的に市場に生じる価値変動要因を算入できない点に問題があるとの指摘も<sup>(95)</sup>行っている。この点については、DCF 法の算定方法の限界という理解となろうが、前者の指摘については、直接に算定結果に影響を与えるところでもある。Bebchuk & Kahan (1989) は、実際に DCF 法を用いた計算を示し、主観的判断によって、算定結果に大きな影響が出ることを<sup>(96)</sup>検証している。

続いて、類似会社比較法及び類似取引比較法の検討においては、両者共に

(94) *Id.* at 962–963.

(95) *Id.* at 963.

(96) *See*, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 35–36.

比較対象の選別、即ち比較適性の評価において主観的な要素が混入する可能性を指摘する<sup>(97)</sup>。即ち、両者はいわば市場における評価対象会社と類似性の強い比較対象を選別し、これらとの相違点を修正することで会社価値を求めるものであり、その比較対象との共通点の数及び評価対象とする際に注目すべき項目の優先順位といった点で、評価担当者の主観的判断が混入する余地があると指摘するのである。もちろん、理論的に全く類似性のない会社ないしは取引を選択した場合には、当該評価の合理性は否定されるべきであろう。しかし、比較対象の選別の際に、会社規模・事業内容（業界）・売上・資本効率性などの評価指標のいずれを優先させるべきであるかによって、合理性が否定されない範囲内で、自己に好ましい評価を導くように誘導する可能性は否定されないものと思われる<sup>(98)</sup>。また、同様な問題は比較対象会社と評価対象会社との修正要素を、どのように数値として反映するのかという問題についても含まれているものと思われる。

さらに、Elson (1992) は清算価値法について、将来価値を企業価値評価に反映させることが困難であることが問題であると指摘している<sup>(99)</sup>。この点、投資銀行の自由裁量という問題と、将来価値の反映が困難であることは別問題である。むしろ、清算価値法においては資産評価において、評価者の主観が入り込む余地があるものと考えられる。即ち、清算価値評価においては、全ての資産の価値を再検討する必要があるところ、個別の資産評価に係る再調達コストの

---

(97) See, Elson, *supra* note 67, at 963.

(98) Eg., *Montgomery Cellular Holding Co., Ltd., v. Dobler*, 880 A.2d 206 (Del.2005). 邦語文献として、拙稿「株式買取請求における増加価値の性質と訴訟費用の帰属」商事法務1905号61頁以下。

同事件で、被請求人である会社側の専門家は、同事件の評価対象であった携帯通信会社の評価について、独自の人口割合による分析を行ったが、この評価は裁判所に否定された。また、類似会社比較法において比較対象として抽出した、携帯通信会社については都市圏型会社と地方圏型会社の比重分配が不適切と裁判所に否定されている。

(99) See, Elson, *supra* note 67, at 963.

算定などにおいては、評価者に一定の自由裁量が発生するものと考えられるためである。

このような、評価上の自由裁量について、Bebchuk & Kahan (1989) は、フェアネス・オピニオンの信憑性を高める上で、公正と考える価格の範囲を開示することが重要であると指摘する。<sup>(100)</sup> 即ち、公正と考える範囲によって、投資銀行は自己の評価の合理性について、事後的に検証がなされる可能性が発生するため、投資銀行の有する評価上の裁量が制限されるというのである。<sup>(101)</sup> そして、このように公正と考える価格の範囲を公開しないフェアネス・オピニオンについて裁判所が比重を与えるべきではないと主張した上で、場合によっては裁判所も独自の算定を行う事によって広く投資銀行に評価ガイドラインを示すべきであると主張する。<sup>(102)</sup>

### (3) 小括

以上、本節において見たように、投資銀行は「公正性」の定義の曖昧さと、評価手法及び入力等といった算定上の自由裁量を行行使得ると分析されている。この二つの要素の最大の問題点は、相互が関連して作用し、当該投資銀行の評価結果が非合理的であると断定できない点にあるように思われる。即ち、仮にある取引で申し込まれた価格を積極的に肯定したい（または、否定したい）と投資銀行によって意図された場合、その意思に都合のよい「公正性」の定義が用いられ、そして都合のよい評価手法が用いられ、都合のよい数値が入力されることで、投資銀行が意図した結果が実現されうるのみならず、これが理論的に合理的ではないとは即座に断じえないのである。換言すれば、投資銀行は非合理的であると断定されない範囲の中で公正性に関する評価を行えばよいのであり、本節に見たようにその範囲は広範であると言える。

---

(100) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 47-49.

(101) *Id.*

(102) *Id.*

また、一方では本節において、投資銀行の自由裁量をテーマとして検討したため、詳しい検討の対象としなかったが、フェアネス・オピニオン受領者、即ちフェアネス・オピニオンの依頼人である対象会社取締役会ないしは特別委員会が、自己に都合のよい情報のみを投資銀行に提供するという可能性も指摘される。<sup>(103)</sup>ここでいうデータとは、主として将来の事業計画に伴う情報が問題となるように思われる。即ち、DCF法を代表とした収益還元型の企業価値評価手法においては、会社の将来の事業展開等に関する情報は、将来収益価値の算定に大きな影響を及ぼすものであり、かつその情報は当該会社の経営の専門家である会社取締役らに依存するところが大きい。過去の財務情報などは、公開会社などであれば開示されている情報を用いることができるが、将来の予測という点においては、会社取締役の経営の専門家である点が特に強調されるのである。<sup>(104)</sup>

このように、フェアネス・オピニオンの取引当事者である投資銀行及び会社取締役会ないしは特別委員会が、フェアネス・オピニオンの作成にかかり大きな裁量を有していることは、上記に述べたように意図的に「都合のよい」結果を実現できる力を有していることを表している。

確かに、上記のような問題意識にあっても、とりわけ投資銀行がそのような「意図」を持たなければ問題は生じないのであるが、このような特定の「意図」を有する動機が投資銀行には存在するという点につき、次節では利益相反

---

(103) Rosenbloom & Aufses, On Understanding Investment Banker Liability, 4 Insights, Apr. 1990, at 8.

(104) Eg., In re Cysive, Inc., Shareholder Litigation 836 A.2d 531 (Del. Ch. 2003). 邦語文献として、拙稿「MBOにおける事後審査基準と立証責任の転換」商事法務1861号53頁以下。

同事件では、会社の財務責任者が、会社価値の算定の際に専門家からの財務計画の提出要求を拒否した点について、原告株主から批判が集中した。当時、被告会社取締役らは、業績の急激な低下などからMBOを模索していた。当該財務計画に関しては実効性に欠けるとの判断から、専門家への開示を拒否したとされており、裁判所は当時の状況に照らして当該判断には問題がないとしている。

構造として検討を行うこととする。

## 第2節 フェアネス・オピニオン提供者と受領者間の利益相反構造

フェアネス・オピニオンを提供する投資銀行と、フェアネス・オピニオンを一次的に受領する取締役会ないしは特別委員会は、サービス提供者と顧客との関係に立つ。従って、サービス提供者は顧客満足のために行動する傾向にあり、そこにフェアネス・オピニオンの提供に係る利益相反構造が発生し、フェアネス・オピニオンへの信憑性を阻害する要素が発生するのである。既に、第2章第1節で検討したように、判例はフェアネス・オピニオンの提供に係る投資銀行と受領者の関係から生ずるフェアネス・オピニオンの信憑性への疑念について、検討を加えない傾向にあると批判されている。

しかし、本章第1節で検討したように、利益相反構造は投資銀行の有する広範な裁量を不適切な方向に用いることを動機づけるものである。このような、利益相反性について、Bebchuk & Kahan (1989) はその源泉を報酬の構造にあると指摘し、また投資銀行が主張する数々の利益相反抑止構造については十分に利益相反構造を解消できていないと主張する。<sup>(105)</sup>そこで、以下本節ではフェアネス・オピニオンを巡る報酬体系についての議論を検討し、続いて抑止構造についての検討を行う。

### (1) 報酬体系

Bebchuk & Kahan (1989) は、報酬体系に係る問題の前提として、投資銀行がフェアネス・オピニオンそれ自体から報酬を得ているわけではない点を指摘する。<sup>(106)</sup>即ち、投資銀行は取引全体のアレンジメントから報酬を得ているのであり、フェアネス・オピニオンはその報酬要因の一部でしかないと指摘するのである。

---

(105) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 37.

(106) *Id.*, at 38.

また、このような投資銀行と会社取締役会ないしは特別委員会の取引関係から、投資銀行の得る報酬は、当該取引（ないしは防衛）の成功を条件として支払われることが一般的であると指摘する<sup>(107)</sup>。このような成功報酬に対しては、Martin (1991)・Elson (1992) も同様な懸念を指摘している<sup>(108)</sup>。即ち、このような報酬体系の下では、依頼者である取締役会ないしは特別委員会と投資銀行は、当該取引（ないしは防衛）の成功へのインセンティブを共有するのであり、従って取締役会ないしは特別委員会の意向に沿ったフェアネス・オピニオンの提供を意図しようとする傾向にあるというのである<sup>(109)</sup>。

このような批判に対しては、以下のような反論が挙げられている。即ち、成功報酬の金額は、最終的な取引価格によって決定される場合があり、そのような場合、投資銀行は取引額を最大化することに対するインセンティブを有しているというのである<sup>(110)</sup>。

しかし、Bebchuk & Kahan (1989) は、このような批判に対しても、実際の取引においては、投資銀行の報酬は取引額に応じて決定されているのではなく、取引（ないしは防衛）の成功を条件とした報酬体系をとっているとしてい<sup>(111)</sup>る。

即ち、以上のような報酬体系に係る議論は、投資銀行と取締役会との継続的な取引関係を前提としている。このような前提から、フェアネス・オピニオンの提供それ自体の単発の取引でなく、継続的な投資銀行の収益の確保という目的から生じる利益相反構造の存在が、フェアネス・オピニオンの提供に係る特別な意図を誘引する要素として認識されていると理解するべきであるように思

---

(107) Id.

(108) Martin, *supra* note 13, 141-142; Elson, *supra* note 67, at 966-968.

(109) See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 38-39.

(110) Fleischer, *A 'Fairness Letter' is Just an Opinion*, N.Y. Times, June 8, 1986, § 3, at 2.

(111) 従って、Bebchuk & Kahan (1989) は、成功報酬が、取引額に応じた形であれば一定の利益相反抑止機能を持ち得ることを認めている。See, Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 40.

われる。

またBebchuk & Kahan（1989）は、このような継続的な取引関係、とりわけ会社支配権取引における継続的なアレンジメントを取締役会ないしは特別委員会と投資銀行が行う事で、心理的にも一つのプロジェクトを実現するという意味で、投資銀行が取締役会ないしは特別委員会に対して同情的な態度をとる要因にもなると指摘している<sup>(112)</sup>。

このような問題構造に対してBebchuk & Kahan（1989）は、成功報酬形態の下で発行されたフェアネス・オピニオンについて、裁判所が与える比重を減じるべきであること、及び第二投資銀行を活用すべきであると提言する<sup>(113)</sup>。

しかし、第二投資銀行の利用に関しては、コストの増加や第二投資銀行の自由裁量問題及び利益相反性が消滅しない点から批判も加えられているところである<sup>(114)</sup>。

## （2）利益相反構造の抑止機能の限界

フェアネス・オピニオンに裁判所が信用を置く根拠は、その専門家としての知見と、前提として専門家としての独立性にある<sup>(115)</sup>。即ち、専門的知見及び外部独立性の立場によって、初めてその取得が、取締役会の誠実かつ慎重な判断の基礎資料としての価値を発揮するのである。ゆえに、投資銀行の専門的知見が不足していると判断される場合や、投資銀行が独立性を欠いた立場でフェアネス・オピニオンを提供したと判断される場合には、その名声に傷がついてしまう。そこで投資銀行は、自己の名声を守る、即ち名声に裏付けされた将来の収益を守るために、そのような状態でフェアネス・オピニオンの提供には及ばないと考えることもできる。

(112) *Id.* at 42-43.

(113) *Id.* at 49-51.

(114) Davidoff, *supra* note 60, at 1608, 1622.

(115) Denison Mines Ltd. v. Fibreboard Corp., 388 F.Supp.812, 821 (D. Del. 1974).

Bebchuk & Kahan (1989) は、この点についてしばしば行われる議論であると紹介した上で、これに反対する立場を鮮明にしている。その理由として、投資銀行の名声の源泉について、より詳細な分析が必要であると説くのである。即ち、裁判所及び株主はフェアネス・オピニオンを巡る投資銀行の名声を信用するのではなく、その他の業務一般から生じる名声を信用するのでであると主張する。そして、Cottle 事件<sup>(117)</sup>を引用し、裁判所はフェアネス・オピニオンに係る個別の信用状態を検討しないと批判している。このような投資銀行の名声という無形な抑止機能に依拠したフェアネス・オピニオンについて、「裁判所や株主の信用を維持するために、投資銀行は合理的に正当化できない意見を書かないことのみ注意到すればよい」というのである。

このような批判は、第2章第1節において紹介した Davidoff (2006) の批判と同様に、とりわけ近年の事件における裁判所が、信認義務に係る責任回避効果を徐々に押し出した理解を始め、フェアネス・オピニオンの取得に係る個別の判断を特に行わなかったことに関連した批判であると考えられる。即ち、第2章第1節で検討したように、裁判所にはフェアネス・オピニオンの信憑性それ自体を検証しないと批判がなされており、その検証の不存在によって、投資銀行はフェアネス・オピニオンを巡る業務について、独立性に疑いのある場合においても自己の名声を傷つけられることなく業務を遂行することができると考えていると理解できる。従って、上記のような投資銀行の名声による利益相反構造の抑止機能は、フェアネス・オピニオンの信憑性、とりわけ投資銀行とフェアネス・オピニオン受領者である取締役会ないしは特別委員会の利益相反関係や継続的取引関係についての裁判所の検証の不存在によって、十分な抑止

---

(116) Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 43-44.

(117) Cottle, *supra* note 36.

機能を有していないという議論として理解できる。<sup>(118)</sup>

またBebchuk & Kahan (1989) は、投資銀行内部の承認手続きについて、内部承認機関は意見書の公正性の確保のために存在するのではなく、投資銀行の当該取引担当者が投資銀行の利益に適う判断を下すことを確保するために存在するとして、簡潔にその利益相反関係の抑止機能を否定している。<sup>(119)</sup>

### (3) 小括

以上本節において検討したように、利益相反構造は本章第1節で検討した自由裁量問題と一連の関係を持って、「意図的に都合のよいフェアネス・オピニオンの提供」を実現する上での動機部分、即ち「意図」を形成・誘導する要素であると理解される。そして第2章において検討した通り、判例はフェアネス・オピニオンの取得によって信認義務にかかる責任回避効果が生じる点を徐々に強く認め始めており、上記のような不適切なフェアネス・オピニオンが発行されてしまう可能性への懸念から、研究者らは取締役らの信認義務の充足が認められるという結果へ批判的である様子が窺える。

(118) このような理解を推し進めれば、終局的には投資銀行の提供するフェアネス・オピニオンに対する信頼の源泉は、表面上「独立した地位と専門的知見」となるだろうが、実態的にはその専門的知見に過度に偏っているとも理解できよう。もちろん、Bebchuk & Kahan (1989) の議論全体からは、評価手法の自由裁量を問題と取り上げていることから、知見の専門性についても裁判所において検証がなされるべきであるとの意図が示唆される。しかし、この議論は「専門性が不足した」という次元の検証を要求しているのではなく、「高度な専門性を備えた検証が、都合よく利用されていないか」という次元で検証がなされるべきであるという趣旨に基づいているように理解するのが妥当であろう。従って、このような主張は、投資銀行において高度な専門的知見が存在することが議論の前提なのであり、裁判所が投資銀行に対して、「独立」という要素に関する検証を行わないまま、当該投資銀行の発行するフェアネス・オピニオンへ信頼を置いており、そしてこのことが信認義務にかかる責任回避効果を導いていることへの批判へ繋がっていると理解するべきであろう。

(119) Bebchuk & Kahan, *supra* note 15, at 44-45.

Bebchuk & Kahan (1989) は、このような利益相反問題について、裁判所が成功報酬体系の下で作成されたフェアネス・オピニオンに対する信頼の比重を減じることが有益であると提言する。<sup>(120)</sup>しかし、一方で投資銀行の利益相反構造は、成功報酬という報酬体系よりも、一連の取引の結果報酬が発生するという体系によって発生するところが大きいと指摘するのである。<sup>(121)</sup>そして、成功報酬と（独立した立場からの）公正な意見を求めるのであれば、当該取締役会ないしは特別委員会、第二投資銀行に融資や M&A 仲介といった他の取引関係を持たないセカンド・オピニオンを求めるべきであると主張する。

これらの主張は、第5章で検討する FINRA 新規則において、一定の取引関係についての開示義務が課されることへと繋がっていくが、他方で第二投資銀行への批判は本節（1）で既に紹介したとおりである。

Bebchuk & Kahan (1989) の議論の趣旨に沿えば、成功報酬構造と一連のアレンジメント取引のサービスの一部としてフェアネス・オピニオンが位置づけられて報酬が発生していることは、相互に関連付けられることで利益相反構造が発生すると理解されるべきであろう。取引（ないしは防衛）の成功を条件として報酬が発生するわけではないが、一連の取引（例えば取引助言業務・融資業務）の一環としてフェアネス・オピニオンが提供される場合、当該取締役会ないしは特別委員会と投資銀行の利害は常に一致し、「意図的に都合のよいフェアネス・オピニオン」が提供されやすくなるのであろうか。例えば、友好的買収の場面で投資銀行が買収対象会社取締役会に助言及びフェアネス・オピニオンの提供を一連取引として提供し、取引の成否に関わらず報酬を受領する一方で、買収者に対してもグループ会社を通じて資金の提供という関係性を持つ場合には、投資銀行は取引が成立しようとする範囲内で、高額な金額を公正と判断するのではなかろうか。なぜなら、融資業務による利益が取引額の増大によって拡大されるためである。また、Going-Private 取引を企図する取締

---

(120) *Id.* at 49-50.

(121) *Id.*

役及び特別委員会の両サイドに助言や融資を提供する立場に立つ場合にも同様なことは言えまいか。

他方で、取引の成功のみを条件として、フェアネス・オピニオンのみを提供する場合に「意図的に都合のよいフェアネス・オピニオン」が提供されるという可能性について検討した場合、当該フェアネス・オピニオンへ向けられる意図（公正価格の評価が意図的に高い金額と判断されるか、低額な金額へと誘導されるか）は、当該対象会社へ向けられた他の買収者との関係、即ち他の買収者と投資銀行の取引関係に基づいて、利益衡量の上判断される余地はなかろうか。例えば、対象会社が公正性の検討を依頼した申込  $a$  の価格について、同一の投資銀行が別に申込  $\beta$  を検討している買収者に対して助言業務等を提供している場合、申込価格  $a$  を不公正と判断し、申込  $\beta$  の価格を吊り上げることで利益を得る余地はなかろうか。

このような検討からは、Bebchuk & Kahan (1989) の主張する、成功報酬と一連の取引の問題は、後者が前者よりも利益相反問題に与える影響が大きいと断じる点には、疑問が残る部分もあるように思われる。

しかし、いずれにしても利益相反構造がフェアネス・オピニオンの信頼性に疑問を投げかける要素であることには異論がなく、米国の議論においても完全な解決策は提案されていないのが現状であると理解されるべきであろう。

### 第3節 内在的問題と意義の関係性に関する検討

本章で検討した研究者らの問題意識は、フェアネス・オピニオン発行主体が有する自由裁量及び利益相反構造が相互に関連する中で、判例上フェアネス・オピニオンへの信頼の比重が高まることによって、取締役が自己ないしは第三者に都合のよいフェアネス・オピニオンを取得することで、当該取引を正当化してしまう可能性が生ずることにある。即ち、当該取引によって当該取締役らに直接利益が発生するかは無関係に、不適切なフェアネス・オピニオンの下

---

(122) See eg., Davidoff, *supra* note 60, at 1586-1588.

で、少なくとも当該取締役らに責任の回避という消極的な利益が発生する可能性があるとして理解できる。

加えて、フェアネス・オピニオン発行主体は、その提供先である取締役会ないしは特別委員会とは利害をともにするものの、これによって株主との間で利害が衝突する可能性が生ずる。第2章第2節で検討したようなフェアネス・オピニオンの意義は、一次受領者である取締役に対する信認義務にかかる責任の回避効果と、二次受領者である株主に対する情報提供という面がある。本来、情報受領の順とは異なり、その意義は株主に対する情報提供という意義が優越するがゆえに、取締役に対する信認義務に係る責任の回避効果が与えられると考えられるべきである。即ち、米国の研究者の問題意識は、このような意義に反するフェアネス・オピニオンに対しても、裁判所が信認義務にかかる責任回避効果を与えてしまう可能性と共に、その動機部分に発行主体と一次受領主体との間に利害の一致が生じることで、取締役らと株主間に留まらず、発行主体と株主との間でも利害の衝突が生じる点にあるように理解できる。

このような問題意識は、フェアネス・オピニオンの公正価格に対するアプローチの正確性に対する疑念を前提として、これに与えられる効果の大きさ、及び抑止構造の設定の困難さがその背景にあると位置づけることができる。

にもかかわらず、第2章第2節で紹介した通り、Davidoff (2006) が主張するように、Going-Private 取引のような市場の価格形成機能へのアプローチが閉鎖的な局面において、一定の利益相反の抑止構造を有することを条件として、フェアネス・オピニオンはなお有効なものであると理解する見解も存在するのである。このような関係をどのように理解するべきであろうか。ここで、筆者はこのような問題意識と意義との関係を以下のように理解する。

フェアネス・オピニオンの意義を肯定的にとらえる論者は、当該会社支配権取引の当事者関係等の要素によって、市場の価格形成機能に疑念を抱くべき状況において先鋭化とするのである。即ち、市場の価格形成機能に疑念があるからこそ、一定条件下で発行されるフェアネス・オピニオンに大きな信頼が寄せられるべきであるというのであるから、フェアネス・オピニオンの意義

の多寡を左右する要素は、市場の価格形成機能への信頼を置ける環境に依存するのである。換言すれば、このような要素は取引が内部者によって行われる、より具体的には価格形成が内部者関係を通じて行われる可能性の多寡によって決定されるのである。そうであるならば、フェアネス・オピニオンの意義は、Going-Private 取引の効果として株主に生じる、継続的投資の強制的遮断への保障という株主保護の視点とは異なった、不公正な構造の下での株主の投資行動の決定の防止という目的に資するものと理解できよう。そして、フェアネス・オピニオンに内在する問題点は、その抑止手段との関連性の中で、本章で検討した問題点が十分に克服されているか、ないしはその抑止手段ゆえにフェアネス・オピニオンの意義を減じてはいないかという視点から考察される問題であると理解できる。換言すれば、フェアネス・オピニオンの意義と問題点の議論の間には抑止手段の是非に関する議論が介在するのであり、本章で検討した問題点について、これを克服した上で、フェアネス・オピニオンの意義を有効に生かすことができるかについて検討するためには、抑止手段に関する検討を行わなければならない。

そこで次章では、事後的司法審査によるフェアネス・オピニオンの発行主体への責任追及についての検討を行う。

#### 第4章 フェアネス・オピニオンの発行主体への責任追及

第2章で検討した通り、フェアネス・オピニオンの意義については、Bebchuk & Kahan (1989)・Davidoff (2006) らに代表される意義を肯定する見解と、Carney (1991)・Elson (1992)・Martin (1992) らに代表される否定的な見解の対立がある。そして、第3章ではフェアネス・オピニオンに内在するとされる問題点についての検討を行い、その後それぞれの論者の立場からこれらの問題点がどのように位置づけられるかについての検討を行った。そこで得られた理解は、否定論者の立場からはこれらの問題点が意義を否定するための根拠として主張されるのに対し、肯定論者の立場からは意義を有益に生かすため

に克服されるべきで課題であるとの位置づけがなされるということである。ここで重要な点は、これらの問題点がいかなる方法で克服されるべきであるかであり、Bebchuk & Kahan (1989) の提案を考察すれば、それらは情報開示の充実による事前抑止と裁判所の関与による事後的救済及び当該事件での説示を通じた実務への抑止力の提供である。

この点、フェアネス・オピニオン発行主体への責任追及は、第2章で検討したフェアネス・オピニオンに内在する問題点に対して、事後的救済の効果と共に実務への抑止効果を発生させるという意味で意義を有する。即ち、発行主体への責任追及の範囲が拡大すれば、その分だけ発行主体の自由は制限され、健全なフェアネス・オピニオンの提供が促進されると解しうる。同様に、報酬関係に基礎づけられた利益相反関係の存在は、責任を判断する場合に発行者において不利な事情として解される可能性が高いと解しうるため、不適切なフェアネス・オピニオンの発行に対して一定の抑止効果を発揮する可能性があるとして解する。そこで、本章ではフェアネス・オピニオン発行主体への責任追及について、判例の変遷を中心として、その理論と考慮要素に意識を置いて検討を加えることとする。

## 第1節 連邦証券法上の責任追及と問題点

フェアネス・オピニオンの発行主体の責任追及を検討する上で、第一に考慮されたのは1934年証券取引所法、及びこの授權を受けて制定されたSEC規則10b-5による不実表示責任の追及である。米国におけるフェアネス・オピニオンに関する文献において、これらの規則に基づいた責任追及について、多くの言及はなされていない。これらの規則に基づいた訴訟は、投資銀行その他の専門家のみならず、広く取締役会の発行した開示情報一般について争われているところであるが、その立証要件は厳格であり、とりわけ欺罔の故意 (*Scienter*) の立証は、原告にとって重い負担であるとされる。

これらの関係性については、本稿では検討から除外するが、ここではフェアネス・オピニオンの発行主体に対するこれらの規則に基づく訴訟においても、

その立証責任から責任が肯定される事例が見当たらないことを指摘しておく。<sup>(123)</sup>

## 第2節 専門家責任理論の原型としての会計士責任

フェアネス・オピニオン発行主体に対する責任追及は、多くの研究資料において、専門家責任としての公認会計士に対する責任追及をその原型とし、その理論の応用として適用される形で議論がなされてきた。<sup>(124)</sup>そこで、以下本節では公認会計士に対する責任追及理論について、若干の検討を行うこととする。

### (1) Ultramares 事件<sup>(125)</sup> (Privity 理論の基礎)

#### <事実の概要>

1924年1月、本件被告である会計法人 Touche 社及び当該法人の会計士ら（以下、「Tら」という）は、1923年12月31日時点における貸借対照表を作成並びに証明するために Fred Stern & Co., Inc.社（以下、「S社」という）に雇用された。Tらは、当時S社が輸入事業及びゴム製品の販売を行っており、多額の資金を必要としているため、同人が作成する貸借対照表が一般的に資金調達の際に用いられ、資金提供者に提供されることを当時認識していた。

1924年2月26日に貸借対照表は完成し、これによればS社は約2.55百万ドルの資産を保有し、うち約1.47百万ドルが資本金並びに剰余金であったため、約1.07百万ドルの資産価値を有しているとTらによって証明されていた。しかし実際にはF社は債務超過の状態にあった。

原告は、1924年3月にS社とゴム製品販売のための資金提供の交渉に入った。それ以前の両社の取引関係は小額の現金取引のみであった。資金提供の交渉の中で、原告は公認会計士らの作成した貸借対照表及びTらの証明書類を受領した。これらの書類を信頼して原告は、3度に亘って総計165000ドルの資金提

(123) See eg., Woods v. Barnett Bank, 765 F.2d 1004 (11<sup>th</sup> Cir.1985).

(124) 詳細は、本章第3節で後述する。

(125) Ultramares Corp. v. Touche, 174 N.E. 441, 255 N.Y. 170 (1931).

供を行ったが、S社は1925年1月2日に破産の事実を公表した。

本事件は、原告が会計法人及び会計士らの作成した書類を信頼して損害を被ったとして、その損害回復を求めて、同人らの過失責任を追及した最初の事例である。

事実審において、原告は第二請求原因として詐欺的記載を追加請求しているが、同裁判所は陪審に意見させることなく、当該請求を却下している。第一の請求原因について、同裁判所は被告らの訴え却下の申立に対する決定を保留し、陪審の評決を採用した。陪審の評決は、原告に有利なものであった。その後、上訴が行われたが、詐欺的記載に関する訴訟原因の却下は認められたが、過失責任についての訴訟原因の却下は差し戻されたため、この点につき陪審の評決の効力が復活した。本件は、交差上訴の事件である。

#### <判旨>

本件では、2つの訴訟原因について検討がなされるべきであろう。第一に過失責任であり、第二に詐欺的記載責任<sup>(126)</sup>である。

#### (過失責任について)

当裁判所は、もし過失が存在していたとしてもそれが原告に対する不正な行為であるかという問題を差し置いて、当該会計処理が過失を伴って行われたことを本件の証拠が示していると考ええる。

もし、被告らが原告らに対して雇用契約の下で負うべきものと同等の注意を払う義務を有しているのであれば、陪審は不完全で表面的な基準を示すことで過失の評決を行う事が出来る。そこで我々は義務に関する問題についてその起源と方法を検証しなければならない。

被告らは彼らの雇い主に対して詐欺的でない証明書を交付する義務、及び適切な注意を払わなければならない義務を法によって課されていた。詐欺的とは、知識のない場合にそれが存在するかのように見せかけることも含まれる。

---

(126) 本稿では、研究目的の観点から過失責任の問題のみ検討する。

債権者や投資家に対して、当該雇い主は当該証明書を供するのであるため、被告らは詐欺的ではない書面を交付する義務を負うのである。なぜなら、当該雇い主が自身のためにのみ当該証明書を求めているのではないことを知っていたからである。当裁判所が過失なく（報告を）行った者に対して義務を負うかについて問う際に、異なった疑問が生じる。即ち、過失に基づく責任が存在する場合、慎重さの欠如や不手際は当該会計士を不特定の時点における、不特定な属性の者に対する、不特定な量の責任にさらしうるのである。これらの条件によって行われる事業の危険は、当該瑕疵がこのような結果をもたらす義務を暗示しえるという理解への疑念を強く掻き立てる。もし当該会計士の知識に対して忠実な報告書が作成された場合、当該会計士は当該報告書が正確でなかった際には、当該報告書が自己の認識に忠実であると信じているか否かによって責任を負うのであろうか。原告はそのような状況下においては、高度な原則を開発する必要はない。なぜなら、そのような状況下において事件は陪審に付され、そして評決は誤表示の事実が存在しないとしても、誤った意見に対して責任が発生するという理論に当てはめればよいだけなのである。

当裁判所はかつて3つの判例で、ある情報の受領者（Reader or Listener）が第三者に対して情報を転送することが期待される場合に、当該情報が過失を伴っていた場合、当事者関係が存在せずとも責任を肯定したことがある。これらの判例は、その後過度に使用されることもあった。これらの判例を検討した結果、当裁判所は本件のような事実関係の下で過失に基づく責任を肯定することを支持するものは存在せず、もし存在するとしてもこれらの決定の原則を拡大することは異なった事実関係のなかで行われるであろうと結論付ける。もし原則の拡大がなされるとしても、それは過失責任に係る範囲を劇的に拡大するものであり、それは詐欺的な領域に隣接するに近いものとなる。

当裁判所は、もし本件訴訟が維持されうるのであれば、過失に基づく表示を慎む義務は詐欺を慎む義務に一致又は近接すると述べた。しかし、故意の虚偽表示であったとしても、特定の人物もしくは属性の人物らに対して発する意図がなければ、詐欺に基づく訴訟は構成されないのである。

もし本件で肯定されたならば、過失に基づく責任は会計士以外の多くの専門家に拡大されてしまうであろう。例えば弁護士は、依頼者とアドバイザーとの関係の中で発した発言に関して第三者に対して責任を負うであろう。

当裁判所の判断は会計士を詐欺の結果から解放するものではない。そして、彼らの会計処理が正当化することが困難なほどの過失によってなされる場合に、彼らの責任を免除するものでもない。忠実でない専門的意見や意図的な不実表示が存在せず、誠実な不手際が存在した場合でこれが立証された場合、過失に基づく責任は契約によって拘束される当事者へののみ問題となるのであることはいまでもない。当裁判所は、報酬を支払うことなく当該証明書を取得し、そして多数の潜在的な投資家として取得した平均的な事業者が、それ以上の何かを求めるものであるかについて疑念を抱くのである。

従って、第一の訴訟原因についての被告らの上訴につき、控訴審裁判所の判決は差し戻され、第一審の判断が肯定される。

## (2) Credit Alliance 事件<sup>(127)</sup> (修正された Privity 理論)

### <事実の概要>

原告である Credit Alliance Corp 社 (以下、「C社」という) は、分割やリース契約を通じて設備投資資金の貸付を主要な事業とする金融サービス会社である。被告である Arthur Andersen & Co.社 (以下、「A社」という) は、全米に展開する会計法人である。

1978年以前に、C社は L.B. Smith, Inc. of Virginia 社 (以下、「S社」という) に対して資金を提供していた。1978年にC社はS社に対して、大規模な資金提供を行う事について検証するべく、会計士による監査を受けるべきであるとアドバイスした。これに従い、S社は、1976年及び1977年12月31日付の連結財務諸表を作成の上、当該書面が米国会計基準 (GAAS) 及び米国会計原則

---

(127) Credit Alliance Corp. v. Andersen & Co., 65 N.Y.2d 536, 483 N.E.2d 110, 493 N.Y.S.2d 435 (N.Y.1985).

（GAAP）に従っていることにつき、A社の認証を付してC社にこれを交付した（本件では、「1977年会計報告」とされるため、以下ではこのように言う）。また、1979年にも、1979年12月31日付連結財務諸表を基に同様の書面がC社に交付された（以下「1979年会計報告」という）。

C社は、S社は既に継続企業として存続することが困難であり、実際に1980年には破産の申し立てをしているにも関わらず、A社による監査はその問題点が指摘できない監査水準にあったと主張した。即ち、①A社は1977年及び1979年の会計報告は、S社に対するC社の融資を誘引するものであることを理解ないしは認識し得たのであり、②当該会計報告は、融資の目的のためにA社に対して供されることを知っており、③A社は1977年及び1979年の会計報告は誤ったものであるという事実を知っていた、ないしは認識しえたとして、A社の過失及び詐欺的記載によって貸付債権の回収が困難になったと主張し、1981年10月に本件訴訟を提訴した。

これに対して、A社は訴え却下の申し立てを行い、過失に基づく訴訟原因については適切な訴訟原因を有していないとして申立てが認められたが、詐欺的記載に関しては認められなかった。A社は権利上訴したが、控訴審裁判所は、<sup>(128)</sup>両当事者の間に契約関係に基づく当事者関係が存在しないとしても、原告は被告によって特に認識し得る当該書面を信頼するであろう限られた属性の者であるため、本件原告であるC社は過失に基づく会計士責任を追及するに当たって求められる訴訟原因を要求する一般的ルールの例外に該当するとした。しかし、これには2人の判事から反対意見が付された。

そこで、同裁判所はA社が訴えを留保することを認め、A社が判断の適法性を判断することを求めたのが、本件である。

---

(128) Credit Alliance Corp. v. Andersen & Co., 101 A.D.2d 231, 476 N.Y.S.2d 539 (N.Y.1984).

## &lt;判旨&gt;

先例として、本件から50年以上前に示された *Ultramares* 事件判決<sup>(129)</sup>がある。同事件判決では、Cardozo 判事によって、会計士と契約的当事者関係に立たない原告によって信頼された不適切な会計書面にかかる会計法人の過失について、訴権が否定された。当裁判所は同事件を *Glanzer* 事件<sup>(130)</sup>と異なったものと判断する。同事件は、*Ultramares* 事件の9年前に、Cardozo判事によって示された事件であるが、当裁判所は同事件では専門家から直接提供された情報<sup>(131)</sup>に対する信頼が、当事者類似の関係 (*Closely Approaching Privity*) を創生したと理解する。当裁判所は、以下に説示するように *Ultramares* 事件判決で示されたアプローチにつき、再度肯定する。このアプローチについては多くの論者によって議論がなされ、また他の法領域の裁判所においても検討がなされてきたところであり、本件は両事件によって示された原則について再検討する機会を提供するものである。当裁判所は、「当事者類似の関係」においては、契約関係に立たない当事者に対する過失に基づく財務報告の提供について、会計士に責任を課すことが肯定されると理解しており、以下で当裁判所の当該基準についての理解を示す。

当裁判所はかつて *MacPherson* 事件判決<sup>(132)</sup>において、瑕疵ある自動車を製造した会社の責任につき、当該自動車の使用者との間に契約上の当事者関係がない中で責任を肯定した。従って会計士は、不実記載を信頼した当事者関係にない者に対する責任を問われうるが、当裁判所は「過失なく（報告を）行った者に対して義務を負うかについて問う際に、異なった疑問が生じる」と述べた。当該財務報告を信頼することが予見可能である者に対してまで、会計士の注意義務の範囲を拡大することに関する議論について、Cardozo 判事は「過失に基づく責任が存在する場合、慎重さの欠如や不手際は当該会計士を不特定の時点に

---

(129) *Ultramares*, *supra* note 125.

(130) *Glanzer v. Shepard*, 233 N.Y. 236, 135 N.E. 275 (1922).

(131) 本文斜体強調。傍点は筆者注。

(132) *MacPherson v. Buick Motor Co.*, 217 N.Y. 382 (1916)..

における、不特定な属性の者に対する、不特定な量の責任にさらしうるのである。これらの条件によって行われる事業の危険は、当該瑕疵がこのような結果をもたらす義務を暗示しえるという理解への疑念を強く掻き立てる」と説示する。

Ultramares 事件では、会計士が貸借対照表を準備し、32枚のコピーを依頼者に交付し、資金の貸手がこれを依頼者から取得したという事実関係の下で、当裁判所は契約当事者関係にない貸手に対する過失責任を否定する中で、当該会計士が「必要な状況に従って、銀行・債権者・株主・買収者もしくは購入対象者<sup>(133)</sup>」に対して、一般的に依頼者を代表して開示するために当該報告書を作成したと述べた。また、「当該書面のコピーを取得する人物、範囲、使用する取引の数に関する言及は何もなかった」ことを強調した。即ち、当該会計士の報告書は、一義的には依頼者の事業の発展のために依頼者によって用いられるものである。当該書面は、「付随的ないしは間接的にのみ」依頼者が開示した相手を支援することが期待されるものであり、そのような状況の下で義務を肯定した場合、当該会計士は「見ず知らずのいかなる人間に対しても責任を強要される。」対照的に、Glanzer 事件における事実関係は、特定の当事者及び特定の目的の存在によって、契約的な関係の有無を検討するまでもなく、注意義務を肯定的に観念することができた。

これら2つの判例の決定的な相違は、当裁判所が Ultramares 事件判決で示した通り、①単にサービスが提供される以上に、その後が発生する事業関係においても当該証明書が使用される期待が存在すること、②単に第三者に当該証明書が交付されるのみではなく、当該書面の第三者への交付が、当初より事業の主要な目的とされていること、③当初の証明書の交付以降の事業に関して関連性を有していることにある。換言すれば、Glanzer 事件の被告が提供するサービスは、主要な目的として第三者に情報を提供することにあつたのである。

以上のような検討に鑑みた場合、会計士が契約当事者の関係に立たない第

---

(133) 本文斜体強調。傍点は筆者注。

三者に対する責任を負う以前に、一定の要件が満たされなければならない。即ち、①当該会計士は、当該財務報告が特定の目的又はある程度限定された目的の範囲内で用いられることを認識していなければならない、②当該財務報告が提供される者の範囲を理解していなければならない、③当該会計士が当事者の信頼を理解していたことを示す、当事者らと会計士を結び付けるなんらかの行為がなければならない。これらの要件は、当事者適格の理論を会計士の責任に適用する中である程度の柔軟性を許容する。

また、わが国の判例は Ultramares 事件の後、そのアプローチの採用を継続するものとそうではないものとに分かれるが、これらの判例をつぶさに検討すれば、事実関係によって Ultramares 事件判決及び Glanzer 事件判決の基準の適用が行われているか、または相当程度原則の適用がより柔軟化されている。

本日の当裁判所での決定において、先行判例で示された原則の適用は全く困難なものではない。本件において、原告が主張する事実は当事者らの十分な当事者類似の関係を主張しえていない。原告の主張によれば、C社が自らを信頼させるためにA社に作成させた報告書をS社から交付されることを知っていた、ないしは知るべきであったとされるが、当該報告書の作成に係り特定の目的が存在していたこと、または会計士の第三者に対する関係性を示すような主張はなされていない。即ち、原告の主張によれば、S社がC社に対して融資獲得の活動を行ったことは主張されているが、A社が特定の目的を意図して当該報告書を作成したかは主張されていないのである。さらに、A社が原告と直接なんらかの取引関係にあった、又はS社との間に当該報告書の使用に関して特別の同意が存在した又は本件交付にあたって特別な同意を得たといった事情はなんら主張されていない。

以上より、C社のいずれの訴訟原因も却下されるべきであり、上訴裁判所の命令は差し戻される。

### (3) Rusch Factors 事件<sup>(134)</sup>（実際の予見性アプローチ）

#### <事実の概要>

1963年後半及び1964年前半に、あるロードアイランド州準拠設立会社が、本件の原告である Rusch Factors, Inc.社（以下、「R社」という）から、資金調達を行うことを企図した。R社は、当該融資対象会社の融資適性を検討するために財務報告書の提出を要求した。本件被告である Lenard M. Levin（以下、「L」という）は会計士であり、当該融資対象会社に支払い能力があると記載した財務報告書を作成した。当該会社には実際に支払い能力はなかったが、1964年2月10日ないしはそれ以前には、当該書面はR社に提出され、33.7万ドルのローン融資が実行された。その後、R社はローン債権の一部しか回収することができず、12.1万ドルの損害につき、Lの作成した財務報告書に虚偽又は誤りが存在しており、これに対する信頼から損害を受けたと主張して、回復を求めて訴訟を提起した。

これに対してLは、R社とLとの間には契約上の関係は存在せず、(1)ロードアイランド州法によれば、発言（Spoken）から生じた責任についての個人責任は限定されており、(2)当事者適格の不存在は完全な防御であることを主張し、訴え却下の申立を行った。

#### <判旨>

当事者の準拠する法領域に多様性がある場合、連邦裁判所は適切な州法を選択しなければならない。従って、被告によって不実表示がなされた地であるロードアイランド州法と、原告が信頼し損害が発生したニューヨーク州法のいずれの法が適用されるかについて争いがある場合、ロードアイランド州の法選択原則の下で裁判所は会計士の責任に関連して、ロードアイランド州法とニューヨーク州法のいずれが適用されるべきかを決定しなければならない。しかし、本件ではそのような法適用の問題は存在しない。なぜなら、会計士の故

---

(134) Rusch Factors, Inc., v. Levin, 284 F.Supp. 85 (D.R.I.1968).

意または過失に基づいた誤りにかかる責任に関するニューヨーク州の理論は、ロードアイランド州法におけるものと同様のリスク分配理論に基づいているためである。一般的に、過失又は詐欺的な不実表示者の責任理論について、ニューヨーク州における法の発達は、その事案件数からもロードアイランド州のものより先行している。これは、ニューヨーク州における人口集中と法曹界の活動の活性化によるものであるが、採用する基礎理論は同様である。当裁判所は、ロードアイランド州裁判所が過失又は詐欺的な不実表示者の責任について、二つの法領域の適用に関して争いが無いと理解したと認定する。

ロードアイランド州が法の選択の帰属権利原理 (Vested Right Principle) に従うのであれば、先例によれば、不法行為が起こった法領域が事態を支配する。従って、本件ではニューヨーク州ということになる。他方で、ロードアイランド州が法の選択において、より現代的な分析に従う場合、リステイトメント (第2版) を適用法原則とする。リステイトメント379条(c)項(2)号に、当該簡易な事件の事実をみてはめると、当該条文はニューヨーク州こそが最も実体的な接触 (Contact) のある州ということを表しており、従って当該領域における法こそが本件を支配するべきである。

ニューヨーク州法が、帰属権又は実体的な接触基準のいずれの下で適用される限りにおいて、そしてニューヨーク州控訴審裁判所がアメリカ判例法の全体像を観察し、そして過失又は詐欺的な不実表示者の責任についての決定における判断を学ぶ限りにおいて、ニューヨーク州及びロードアイランド州法に争いがある中で至った結果は、両者が基本的に同様であるところまで至った結果と大きく異なることはない。

契約上の当事者は、明らかに詐欺的な事件において自らを防御しえない。意図的に行った会計上の不実表示は、当該不実表示によって損害を被ることを合理的に予見した (Reasonably Foreseen) 者に対して責任を負うものである。第三者の信頼に対する会計士の認識や信頼を置く者の属性の量的制限を欠く場合にあっては、当該不実表示によって生じた損害の回復が要求されるのである。このような詐欺的な不実表示に対する広範な責任理論には、これを支持する複

数の理由がある。第一に、個人的損害又は資産上の損害を生じた過失に基づく事例に適用されるのと同様に、最低でも意図的な不法行為である詐欺的記載に対しては、責任が拡大されなければならない。第二に、意図的な悪事に対する損害のリスクは、当該損害について素直な犠牲者ではなく、当該損害を生じせしめた者に負担させなければならない。最後に、広範な責任理論は将来の誤った職務の実行を抑止するのである。以上のような理由から、当裁判所は原告の主張が詐欺であるという限りにおいて効果的であると認定する。

英国及び米国のいかなる控訴審裁判所においても、当事者関係にない信頼を置いた当事者に対する過失について、会計士に責任を認めたことはない。合理的に信頼を置くことが予見可能な (Reasonably Foreseeable) 当事者に、会計士の専門家責任を拡大することに躊躇する裁判所の考慮要素とは、Ultramares 事件において Cardozo 判事によって最初に創生された社会的有用性の考え方に依拠している。当該事件において、被告会計士は会社の年次会計報告を作成するために雇われたのである。当該被告は、後に原告が信じた貸借対照表上の資産を過失により過剰に評価したのである。被告会計士が責任から解放されることを判示する中で、Cardozo 判事は以下のように説示した。

「過失に対する責任が存在する場合、失敗は会計士に対して不特定の属性の者に対する、不特定の時期の不特定な金額の責任を課しうるのである。」

Ultramares 事件判決の知見には、疑念が投げかけられてきており、当裁判所もこのような疑念を共有する。なぜ素直に信じた当事者が会計士の不適切な専門的実務の結果を負担しなければならないのであろう。リスクに対する保証コストをその顧客に転嫁し、当該コストが公衆の顧客全体に転嫁されることを通じて、会計士の専門性に課されることにより、損害のリスクはより容易に分配され、そしてより公正に拡散されないだろうか。最後に、予見可能性 (Foreseeability) の理論は、会計士の専門的技術への警告を高めるのではなかろうか。これらの理由から、Ultramares 事件判決は、「合理的に感知されるべ

きリスクは、従われるべき義務を定義する」という原則に対し許容しえない侵入であると当裁判所は判断する。実際に近時の南部ニューヨーク州に関する合衆国地方裁判所は、明らかに Ultramares 事件への依拠を弱めている。これら事件においてこれらの裁判所は、会計士らは彼らが作成し発行した財務報告における不実表示の発見を、公衆に開示するコモンロー上の義務を負いうるとしている。

しかしながら、当裁判所はロードアイランド州最高裁判所が、Ultramares 事件と異なる文脈で Ultramares 事件判決を超えた判示をなしたという必要はない。ここで、当該原告は特定された属性の者ではなく、実際に予見した (Actually Foreseen) 者ではなく予見可能 (Foreseeable) な潜在的持分保有者及び間接的債権者の不特定の属性の者であった。本件の原告は実際にその信頼が予見した (Actually Foreseen) 者である。本件は実際には、Cardozo 判事が過失ある不実表示に関して、当事者関係に立たない者に責任を拡大した別件事件に類似するのである。当該事件において、Cardozo 判事が説示した理論は、実際に会計士に適用されてきた。第二次不法行為法リステイトメント (Restatement (Second) of Torts) 552条は以下のように言う。

「(1)その事業に関連し、専門ないしは業務領域またはその他金銭的利益を有する取引において、事業取引にかかり誤った情報を他者の指標として提供した者は、その者が当該情報の交換又は取得において、合理的注意又は適切な能力を欠いた場合には、当該情報へ正当な信頼を置いた者に生じた金銭的損害について責任を負う。

(2)本条(3)項の場合を除いて、本条(1)項の責任は、以下の場合に限られる。

(a)情報提供者が情報を提供することを意図した者、又は提供することを意図させていることを情報提供者が知っていた者の利益及び指標として、当該情報を提供した人物ないしは制限的な集団にあるものに生じた場合で、

(b)かつ、情報提供者が当該情報が影響を与えることを意図した、ないしは受領者がそのように意図した取引、又は実体的に同様な取引において、信頼を置いたことを通じて発生した損害。

(3)公衆に対して情報を提供する義務を負う者の責任は、創生された義務によって利益をもたらされるいかなる属性の者によって負担された損害について、彼らを保護する目的でなされたいかなる取引についても拡大される。

そして、その制定趣意書では、以下のような仮定が表されている。

「Aがある銀行に対して50,000ドルの融資を申し込む。当該銀行が公認会計士の会計報告を要求する。Aは、会計士B及びその会計法人を会計報告の作成のために雇い入れ、その際にAが銀行にローン融資を申し込むことを伝える。Aは、当初融資を申し込んだ銀行から借り入れを行うことはできず、B及びその会計法人の監査証明を付して他の銀行とローン融資の交渉を行う。当該監査報告書は不注意にもAの財務状況につき過大な評価をしており、これによって第二に融資を申し込まれた銀行は経済的な損害を受ける。B及びその会計法人は、当該第二銀行に対する責任の対象となる。」

従って、原告の過失理論との関係で、当裁判所は会計士が実際に予見可能であった特定の属性の者によって信頼を置かれた財務情報に係る不注意な不実表示の過失に基づいて責任を負うると理解する。原告の主張に従えば、被告は彼の証明書がロードアイランド州における融資候補者の信頼を得る目的で使用されるであろうことを知っていた。従って、被告らの申立は否定される。当裁判所は会計士の過失に基づく不実表示に係る責任が、完全な予見可能性の制限にまで拡大するかにつき理論的拘束を行いはしないが、審理手続きの発達の観点から再審理の可能性を留保する。

(4) H.Rosenblum 事件<sup>(135)</sup> (合理的予見可能性理論)

## &lt;事実の概要&gt;

Giant Stores Corporation 社 (以下、「G社という」) は、ディスカウント店・個人向けショールーム・芸術及び贈答品店を運営する事業を営むマサチューセッツ州法に準拠した会社である。G社は公開会社であり、従って株主への年次報告と共に、SECに対して監査済みの財務諸表を提出することが要求されていた。G社は1969年から1972年に亘る会計年度において、当該監査を Touche Ross & Co.社 (以下、「T社」という) に依頼していた。G社の会計年度は、2月1日から翌年の1月31日であった。

1971年9月、G社は本件原告であるニュージャージー州法準拠会社の H.Rosenblum, Inc.社 (以下、「R社」という) と、買収の交渉を開始した。両社は類似の事業を営んでいることもあり交渉は順調に進み、1972年3月9日に合併の合意に至った。当該合意に至るまでの交渉期間の間に、2つの大きな出来事があった。

まず、G社は1971年12月14日に360,000株の新規普通株式の発行を行った。当該新株発行の趣意書に含まれている財務諸表は、T社によって監査された。当該監査証明には、「一般的な会計の観点から」当該財務諸表は「適性である」との文言が付されていた。また、同様の情報は1971年1月30日付のG社の年次会計報告書にも付されていた。また、T社は1972年会計年度の終了間際の1972年1月29日に作業を開始し、同年4月18日にG社の監査報告書を作成し、そこでも前年度と同様の文言が付されていた。

T社の上級役員は、本件買収交渉に居合わせていた。当該上級役員が買収の交渉において積極的な役割を果たしたか否かは定かではないが、原告の主張によれば本件買収交渉の当事者らは当該上級役員が同席する場で、1971年会計年度の財務諸表を受け取ったのであるとされる。当該上級役員は本件買収交渉への関与を否定するものの、会議の席上1972年度会計報告の見通しについて、

---

(135) H. Rosenblum, Inc. v. Adler, 461 A.2d 138 (N.J.1983).

当該年度の決算報告が「G社にとって、その歴史上最も良い成果を得る年となる」と意見を述べたことが明らかになっている。

本件売却交渉は最終的に合併の形態を採用するところとなり、R社とG社は1972年3月9日に、1971年12月31日時点の会社の売上高に応じて、R社がG社株式につき86,075株を上限として受け取る合併契約を行った。当該契約は、1972年5月15日から5月31日の間に完了することとされた。当該契約には、合併契約の効力発生時において、1971年1月31日以降G社及びその子会社の資産または事業に重大な変化がないことをG社が保証する条項が付されていた。その後本件契約は実行され、R社はG社普通株式を受領し、その後1972年10月にG社は新たな新株発行を行った。

ところが、その後1971年及び1972年度の年次会計報告に虚偽の記載があったことが発覚した。これらの会計報告に記載されていた資産が虚偽であったことが判明したのである。その後1973年4月にG社の株式は、取引所での取引が停止され、1973年9月にG社は倒産した。

R社は、自らが原告となり、以下のことを主張してT社に対し訴訟を提起した。即ち、1971年1月30日及び1972年1月29日付監査報告書は、①詐欺的虚偽記載、又は②重過失に基づくものである、又は③過失に基づくものであるというものである。T社は1971年1月30日付報告書の過失に基づくとの主張、及び1972年1月29日付報告書の過失・重過失・詐欺的との主張につき略式判決を求めた。第一審裁判所は、1971年1月31日付報告書につき略式判決の申立を認容し、1972年1月29日付報告書につき申立を却下した。

その後控訴審裁判所において、原告の訴訟留保の申し立てが認容されたものの、1971年1月31日付報告書に関する第一審裁判所の却下が認容された。被告らは、1972年報告書に係る一部略式判決の申立の却下に係る控訴留保の申し立てを行ったが、控訴審裁判所はこれを否定した。

本件は、R社及びT社がそれぞれの主張につき互いに上訴した事例である。

## ＜判旨＞

独立した会計士は、会社の財務諸表を監査し、その後証明書を交付することによって、当該会計書面の適性を担保する。当該監査証明は財務諸表に付されるのが通例であり、その後顧客の会社を通じて様々な用途に用いられる。当該書面の受領者は、株主、投資候補者、資金の貸出候補者など多岐に渡る。これらの受領者らが、過失に基づいて作成された監査証明を信用して経済的な損害を受けた場合、当該証明書を作成した会計士が責任を負うべきであるかという疑問が生ずる。換言すれば、これは会計士が当該証明書を受領した者に対して義務を負うか否かという問題である。

伝統的な理解は、<sup>(136)</sup> Ultramares 事件判決で Cardozo 判事によって示されたものであり、当該証明書の発行者と受領者が当事者関係に立つ場合にのみ義務を負うとするものである。第2の理解は、第二次不法行為リステイトメント552条に示される通り、当該書面の受益者の属性が知られていないしは意図されていた者に義務の範囲を拡大するものである。第3の理解は、当該会計士が特定の事業目的のために、当該証明書を受領するであろう者に対して責任を負うとするものである。

会計士への責任追及は、原告が当事者関係に立たない者に対して経済的損失の回復を求めるものである。そこでは一般的に当事者ないしは当事者類似の関係性が求められるのである。我々はニュージャージー州においてそのような訴訟を制限すべきであるかを判断するために、以下のような問題を検証しなければならない。即ち、第一に当事者関係の欠落した関係性の中で、過失に基づく不実表示によって生じた損害回復の訴訟が維持されるべきであるかであり、第二は今日の経済情勢の下での会計士の役割に鑑み、会計士が負うべきである義務が、公益に資するかを検討しなければならない。

本件のごとく、当事者関係にない者が過失に基づく不実表示によって生じた損害回復を求める訴訟が維持されるかについては、①過失に基づく不実表示、

---

(136) Ultramares, *supra* note 125.

②サービスの提供、③経済的損害が生じた結果、④請求者と当事者関係に立たない人物に関する検討を加えなければならない。

過失に基づく不実表示とは、法的な概念である。そしてある不適切な表現が過失に基づいてなされ、そしてその表示に対する信頼が正当化される場合に、信頼の結果として生じた経済的ないしはそれ以外の損害の回復を求めることの基礎になりうる。

サービスの提供としてなされた過失に基づく不実表示によって生じた経済的損失は、提供者と受領者の間に契約的な当事者関係がある場合、ないしは損害を受けた第三者が提供者の保証によって利益を受けることが認知されていた場合には、訴訟を行うことが認められてきた。しかし、当法領域の判例は過失に基づく不実表示から生じた経済的損害の回復を求めた訴訟に、当事者適格ないしはこれに類似する関係性が必要であるかどうかを二分してきた。当裁判所は、会計士の第三者に対する責任についての問題に直面したことがない。他の法領域においては、会計士の責任は当該会計士が受領者と当事者関係に立つ場合のみに責任を制限してきた。とりわけ先例として意義を有する、ニューヨーク州の事件である *Ultramares* 事件判決で、*Cardozo* 判事は会計士がそのパフォーマンスに対して過大な責任を負わせる可能性について考慮している。*Cardozo* 判事は *Ultramares* 事件に先立ち、*Glanzer* 事件<sup>(137)</sup>において、豆の販売者と専門計量人との間に契約関係が存在しており、当該計量人が発行する書面を原告である販売者が用いることを当該被告が知っていたため、被告の責任を認めた。このような *Ultramares* 事件判決及び *Glanzer* 事件判決の結論の相違につき、多くの論者からは疑問が投げかけられているところであり、不法行為リステイトメント552条の理論はこのような批判を背景として成立している。

会計士に適用する場合、リステイトメントのアプローチは、当該会計士が責任を負うべき依頼者、特定できる受益者、及び不特定ながら提供がなされることが意図された属性の受益者に限っている。*Ultramares* 事件判決及び *Glanzer*

---

(137) *Glanzer*, *supra* note 130.

事件判決で用いられたアプローチに対して、リステイトメントのアプローチは会計士が情報を受領し、利益を得るであろう者を特定できている必要がないという点でのみでしか責任の範囲は拡大されていない。この点で、いずれのアプローチを用いるべきかで議論は分かれている。

Ultramares 事件及びリステイトメントのアプローチは、会計士と情報を信頼した第三者との間に何らかの関係性を要求する。当事者適格は、損害回復を妨げるために有益な理論ではない。一般的に、裁判所によって用いられる法の問題の領域の中で、合理的に予見しえた (Reasonably Foreseeable) 過失行為の結果は、義務を定義し、訴訟で争いうるべきである。被告の請求が不法行為の下でなされているが、過失に基づく不実表示を行った商品の欠陥についての責任の下でなされる場合、なぜ当事者適格の不存在が障害となりうるのだろうか。もし、欠陥ある商品に対する回復が経済的損害を含みうるのであれば、それが過失に基づく不実表示に基づく場合、なぜそのような損害が賠償されえないのであろう。商品の製造者及び表示の作成者が、信頼を受けることを意図した場合、両者は同質に、効果や精度を提供するのである。根本的な問題は、当事者関係又は意図が存在しない場合に、当該情報又は意見の受領が想定しうる (Foreseeable) な者に対して、経済的損害の責任を負う義務が存在するかにある。

従って、会計士が作成した書面を受領するであろうと合理的に予見するべきであった者が受領した書面の瑕疵に対して、会計士に責任を負わせることが公益に資するものであるかが、検討するべき問題となる。そして、このような検討を行うためには、まず独立会計士の機能について理解した上でなければならない。

会計士の活動は、経済活動に関する財務情報を特定・評価・記録する活動である。そして、企業に対する活動としては、経営者らの会計報告をより精密にするものである。これらの活動の中で、会計士は一般的に許容される会計原則に従わなければならないのであり、より具体的には一般的に許容される手続及び技法によって行わなければならない。このような機能を果たし、「情報に基

づいた意見（証明）」を提供するべく、会計士は専門的知見を有していなければならぬ。

しかしながら、上記に述べた会計士の機能に関する理解には一定の制限も存在する。即ち、会計士の活動において用いる手法については、長きに亘り議論が蓄積されていくのであり、等しく決定されうるものではない。また、会計士は、提供された資料のすべてについて調査を行うことを要求されることもない。

とはいえ、独立会計士には不適切又は違法な活動を抑止することが期待されるべきである。即ち、会計士の提供するサービスは判断の基礎資料にあたり、財務報告を行う際に用いる手法を選別する際に合理的な注意を払うべきである。そして、当該報告対象の実務に問題がないしは問題があると疑われる際には、合理的な手法を用いた検証を行わなければならない。このことは、会計士が常に重大な誤りを検証しなければならないことを意味するものではないが、会計士は公的な利益の目的に奉仕する者と理解される。

従って、会計士は事業活動における非効率や違法行為を発見した際には、経営陣にその事実を告げるべきである。独立会計士へのニーズは、徐々に企業経営人や政府機関において高まってきている。そして、機関投資家・投資専門家・株主・金融機関などは、より信頼できる情報を求めているのである。即ち、今日会計士によって証明された財務報告は、当該会計士と契約的な関係を有していない第三者との間で、事業目的に用いられていることは明らかであり、SEC も公認会計士の責任は報酬を支払った依頼者のみならず、当該会計士が証明した財務情報を信頼する者に対して負われるものであると述べている。

このように、会計士の機能は経営者らから株主・債権者等に交付される財務報告書の公正性ないしは正確性を独立して評価する者として拡大している。従って、会計士に求められる最も重要な二つの要素は、専門的知見と独立性である。会計士は独立していた存在であると明示されるわけではないが、実際には独立していることが求められる。

他方、このような理解から生じる、会計士に第三者に対する責任を課すことに否定的な見解からは、以上のような理解が金融恐慌の亡霊であるとの批判がなされる。即ち、会計法人に支払われる費用が拡大することによって、会計士が責任を負担したとしても、金融恐慌のような事態を防ぐことができるかには疑問が残るといっているのであるが、このような批判の合理性は疑わしい。

会計士が当該会計報告を受領するであろうと合理的に予見できるものに対して責任を負うとする原則から生じる利益を享受する者は、現在でも保護されている。会計法人が、財務報告において重要事実の不実記載を行った場合には、公募によって証券を購入した者に対して、1933年証券法の下で責任を負わなければならない。1933年証券法の下では、当事者関係に立たない中で、伝統的な過失基準によって責任を構成している点は興味深い。

会計士に合理的に予見しえた者への責任を課すことは、会計法人により徹底した検証を促しうる。より徹底した検証又は増加した価値のプレミアムといったことに由来する追加コストは、事業法人及び株主又は顧客によって負担される。

とはいえ、このような責任の拡大にも内在的制約は存在する。原告は①適切な事業目的のために当該監査証明書付の財務報告書を取得したこと、②当該書面を信頼したこと、③当該不実記載が会計士の過失によって生じたこと、④原告の損害の原因の概略を立証しなければならない。また、損害を受けた当事者の過失は、回復される損害の範囲を限定する。このようにして、損害を受けた当事者は独立した会計士の過失から生じた損害を回復するべきである。そしてこのことは、損害について責任のない債権者又は投資家から、責任ある者へと責任の所在を転嫁する。会計士は監査を行うに当たって、より慎重な検討を行うようになるであろう。

従って、独立会計士がなんらの制限も付さずに意見を提供した場合、合理的に予見した受領者に対して責任を負うべきである。当裁判所が採用したこの原則は、適切な事業目的の下で事業会社からその相手方として当該会計書類を受領することが予見可能であった (Foreseeable) 者に対してのみ適用される。

従って、例えば機関投資家や資産運用会社など、会計書類を当該事業会社から直接に取得しない者に対しては、この原則は適用されない。同様に過失ある会計が行われた後に株式を購入した株主も、必要な要素を立証しえなければ保護されない。このような原則を超えた事例及び類似の事例は本件以前にはなく、当裁判所はそのような状況下について言及しない。

本件の事実関係を以上のような判断に照らし、以下では1971年1月31日付報告書及び1972年1月29日付会計報告書について検討する。

1971年1月31日付報告書につき、第一審裁判所及び控訴審裁判所は、会計士が当時において原告の存在又は原告が含まれる特定の集団を知ったうえで当該報告書を作成したと言えないために、原告の主張を退けている。即ち、G社の合併協議は1971年9月より行われているのであるから、T社はR社について認識しておらず、従って Ultramares 又はリステイトメントの基準からT社は責任を負わないとしているのである。

しかし、T社が1971年1月31日付報告書を作成した際に、T社はG社がその事業目的のために使用することを認識していた、ないしは認識するべきであった。T社は当該書面がG社の年次報告書として内部的に用いられ、G社株主及びG社の新株発行に係る委任状書類に添付されて SEC への届出のために用いられることを認識していた。そして、T社は当該監査証明付きの財務諸表が、公募・借入・買収等の他の事業目的のために用いられることを認識していた、ないしは認識するべきであった。従って、当該書面が作成された時点で、当該書面が用いられることへの予見可能性は明らかに存在した。そして、T社はR社が当該書面を信頼する以前に、R社の存在及びこれらの書面をR社が使用するであろう意図を知っていた。なぜなら、T社の上級役員は合併の協議に参加し、意見を提供しているのである。

書面の正確な使用方法について、T社が言及しなかったことは、その責任を排除するものではない。本件で上に述べた原則を適用するにあたり、当裁判所はまずG社は適切な事業目的のために1971年1月31日付報告書を用いたと認定する。従って、当該書面の使用方法には制限がなかったのである。ゆえにG社

がその事業目的のために当該書面を用いることを合理的に期待しえたのであり、経済活動の中に当該会計報告を挿入したことによって、T社はその不注意から生じた不実記載の責任を負うべきである。

1972年1月29日付報告書につき、第一審裁判所は被告の訴え却下の申立を却下した。被告は、原告が1972年4月に当該書面が発行された際には既に合併契約に同意しており、従ってR社に生じた損害とT社の過失及び詐欺的な記載との間に因果関係が存在しないという。しかし、合併契約には保障条項が付されていたのである。当裁判所は本件の記録から、過失なく行われる会計報告によってG社の真実の状態に関する開示が、原告の当該取引を中止することを正当化するものであるとは言えない。しかし、当裁判所はR社が取引完了前に当該書面を受領することを希望し、そしてもしこれらの情報がG社の事業及び資産の重大な変更を反映したものであれば、G社は本件取引を拒否したであろうと理解する。さらに、十分な情報開示は、契約を無効にすることの正当化事由を明らかにしたであろう。

G社が当該書面を本件合併との関係で用いるかどうかについて、T社が知っていたかどうかにかかわらず、G社がそのように用いることは合理的に予見可能 (Reasonably Foreseeable) であった。このことは、T社が本件合併契約について理解しており、そして資産等の情報を合併のために監査する活動に従事していたことから明らかである。従って、第一審裁判所は適切に被告の申立を却下したといえる。

以上から、1971年1月31日付報告書につき、被告の略式判決の申立を認容した判決は差し戻され、1972年1月29日付報告書につき、被告が部分的略式判決の申立を却下した判決は肯定される。

#### (5) 検討

以上の会計士の第三者に対する責任追及に関する代表的判例を概観すると、この問題において第三者と会計士の関係性の問題が大きく作用していることがわかる。この問題は、専門家によって発信された情報の受領者という関係か

ら、会計士と情報受領者である債権者、又は買収者の関係が、本稿の研究領域である Going-Private 取引での買収対象会社株主及び投資銀行の関係に類似した論点として理解できる。これらの当事者の属性の相違に関する検討は次節で検討することとするが、専門家の対第三者責任という観点から、会計士の責任に関する判例のロジック、及びその評価について以下検討する。

Ultramares 事件判決のロジックは、会計士の責任理論の基礎としてその後多くの判例で引用され、議論されるところである。同判決のロジックは、端的に言えば、契約的当事者関係が存在しなければ、過失に基づく責任は肯定しえないというものであり、しばしば同じく Cardozo 判事が決定を下した Glanzer 事件判決との相違について議論がなされた。即ち、Glanzer 事件判決において、Cardozo 判事は被用者である豆の計量人が発行した証明書に基づいて、当該商品を購入した第三者に対して責任を認めながら、Ultramares 事件においては上記のようなロジックを採用して、会計士の対第三者責任を否定したことにつき、両判決の整合性が問題とされてきたのである。興味深いことに、Ultramares 事件判決で Cardozo 判事が Glanzer 事件判決との相違について、異なった事実関係である点を指摘するに留めているのに対して、その後の Credit Alliance 事件及び H.Rosenblum 事件判決において詳細な検討を行って、両事件判決の理論的位置づけを確認しているのである。

Credit Alliance 事件判決における検討では、両判決の関係につき、Glanzer 事件判決が Ultramares 事件判決で示された当事者関係に類似した関係（*Closely Approaching Privity*）を示したものとして理解し、①当該計量人交付した証明書が直接第三者に対して交付されたこと、②当該証明書の交付が事業の重要な地位を占めていること、③当該証明書が第三者の事業に重要な関連性を有していることが、類似的な当事者関係の認定に至った要素として位置づけられている。また、H.Rosenblum 事件判決における検討では、当該計量人の発行した証明書が第三者によって用いられることを当該計量人が認知していた点が、契約関係類似の関係にあたりと理解されている。これら Glanzer 事件との関係に関する3つ判例の検討を総合すると、会計士と第三者、豆の計量人と当該商品を

購入した第三者との関係では、当事者に類似的な関係が認められるか否かが異なっているのは、会計士と当該計量人の地位の差にあり、その差とは理論的には、当該専門家の発信する情報が第三者用いられるであろうことへの蓋然性・期待もしくは社会的認知度にあると理解できる。そして、Ultramares 事件判決において示された会計士の地位とは、以上に挙げられた要素を満たすものではないと示されたと理解されているといえる。

Ultramares 事件判決において、Cardozo 判事が会計士をこのように位置づけたことについて、Elson (1992) は、「同事件における Cardozo 判事の心境は、Glanzer 事件におけるものとはほど遠い状況であったであろう。即ち、Cardozo 判事は第三者に対する専門家の無限の責任というパンドラの箱を開けたくなかったのであろう」と指摘する。Ultramares 事件判決において Cardozo 判事が述べた、「過失に基づく責任が存在する場合、慎重さの欠如や不手際は当該会計士を不特定の時点における、不特定の属性の者に対する、不特定の量の責任にさらしうるのである」という文言は、その後の判例でもしばしば引用され、上記のような Elson (1992) の指摘を裏付けるとともに、専門家責任を認定する上での考慮要素として理解されている。

従って、Ultramares 事件判決は会計士が以上に挙げた要素を満たす地位に立たないという評価を前提に、厳格な当事者適格を求めた事例であるとの位置づけがなされる。<sup>(139)</sup>「厳格」という表現が用いられることは、Credit Alliance 事件判決の採用したロジックとの相対的な比較であり、また極めて限定的な当事者関係の下でのみ対第三者の責任を肯定することから、厳格に過ぎるとの批判が込められていると推測されるが、<sup>(140)</sup>会計士の地位が以上に挙げた要素を満たしえないかについて、筆者も含め現代的には多くの理解を得ることは困難であろう。この点につき、Elson (1992) は1930年代という当時の時代背景の中で、会計

---

(138) Elson, *supra* note 67, at 977.

(139) See, Elson, *supra* note 67, at 977-980; Martin, *supra* note 13, at 152-153.

(140) See, Martin, *supra* note 13, at 153.

士に対する社会的な期待が、経営者に対するサービス提供に求められており、第三者へのサービス提供という認識が希薄であったことを指摘する。<sup>(141)</sup>そして、その後の社会の成長に伴って、会計士に対する社会の期待が劇的に変化したとも指摘する。<sup>(142)</sup>

以上のような事情を背景として、Ultramares 事件判決から60年以上の月日を経て、Credit Alliance 事件判決が登場する。同事件では、Ultramares 事件判決と共にMacPherson事件判決についても言及し、専門家の第三者責任について検討している。従って、Ultramares 事件判決から直接導き出される理論を検討したというよりは、それ以前の専門家の対第三者責任についての検討を総合的に行い、その中から理論を抽出するという手法を用いたと理解するべきである。

そして、Credit Alliance 事件判決で導き出された理論は、会計士の対第三者責任の肯定にあたり、①第三者へ交付する目的ないしは交付される可能性の存在、②当該第三者の範囲を、当該情報の発信時に当該会計士が理解していること、③当該第三者が当該情報を信頼するであろうことを当該会計士が理解していたことを要件とするものである。これらの要件によって、Ultramares 事件判決において Cardozo 判事が憂慮した専門家に対する不確定な責任の発生を回避すると共に、会計士が責任を負うべき範囲を拡大したと理解される。<sup>(143)</sup>即ち、同判決は「解釈上の当事者関係 (Constructive Privity)」と表現されるところでもあり、<sup>(144)</sup>Ultramares 事件判決の理論を受け継ぎながら、当事者関係の認定範囲を拡大したものと評価されている。<sup>(145)</sup>このようなロジックを採用した背景には、Ultramares 事件判決が示された1930年代との時代背景の違いが存在したものと推測されるが、Ultramares 事件判決が採用したロジックによれば、会計士の対

(141) See, Elson, *supra* note 67, at 977.

(142) *Id.*

(143) *Id.* at 978 ; Ossining School Dist. Anderson, 529 N.E.2d 91, 95 (N.Y.1989).

(144) Coffee, *supra* note 16, at 6 ; Martin, *supra* note 13, at 153.

(145) See, Martin, *supra* note 13, at 152-154. ここでは、Ultramares 事件判決のロジックの派生的な位置づけとして同事件判決が引用されている。

第三者責任が極めて狭い範囲に限定されてしまい、会計士への社会的期待が高まる社会背景を反映できないことに対する問題意識が伺える。実際に、本判決は会計士への過失責任追及の途を開くものとして位置づけられ、他の法領域においてもこれに追随する判例もみられるところである。<sup>(146)</sup> また、Rusch Factors 事件判決や H.Rosenblum 事件判決が Ultramares 事件判決の検討を行う中で示したように、このような問題意識がその後の理論的発展の基礎となっているのであり、その意味で Credit Alliance 事件判決はその後に紹介した事件と問題意識を共有しているとも理解できる。<sup>(147)</sup>

このような問題意識の共有を前提として、Rusch Factors 事件判決は異なったアプローチでの責任追及を模索する。Rusch Factors 事件はロードアイランド州の事件であるが、同事件ではまずニューヨーク州における先例性を肯定するところから議論を開始する。そして、第二次不法行為法リステイトメント552条のアプローチが、上記に検討したようなニューヨーク州における先例との関係で整合的であるとの理解を導く。即ち、Ultramares 事件判決のロジックによれば、当該過失に基づいた情報を発信した会計士ではなく、当該情報を誠実に信じた第三者 (Innocent Party) がリスクを負担することとなり、妥当ではないとの問題意識を確認した後に、Rusch Factors 事件と Ultramares 事件との相違を、当該第三者の属性が当該会計士から実際に予見した者 (Actually Foreseen) であったか予見可能な者 (Foreseeable) であったかに求めたのである。従って、ニューヨーク州の先例は異なった事実関係の下で検討されたのであり、このような理論的分岐点を採用すればニューヨーク州の先例とリステイトメントの間に理論的な相違は存在しないと理解できる。

同判決は、リステイトメントのアプローチを採用した事例として広く紹介されるものであり、現実の予見基準 (Actually Foresee Approach) を採用した判例

---

(146) Eg., Elson, *supra* note 67, at 979.

(147) Eg., *Toro Co. v. Krouse, Kern & Co.*, 644 F.Supp. 986 (N.D.Ind.1986).

として位置づけられている。後に検討する H.Rosenblum 事件判決で示された合理的予見性基準（*Reasonably Foreseeable Approach*）と異なり、現実の予見基準の下では当該情報提供時における実際の予見を問題とする。即ち、Ultramares 事件判決の示した厳格な当事者関係基準に対する問題意識を Credit Alliance 事件判決と共有しつつも、当該会計士の情報提供時の予見の有無に限定することで、Ultramares 事件判決で Cardozo 判事が示した専門家責任の拡大に対する問題意識にも配慮している。このような基準に対しては、予見の判断基準が依頼者への情報提供時であるとされることから、会計士の報酬交渉時には第三者への情報提供の有無が判断されないため、当該会計士の負担リスクが不明確であるとの批判がなされている<sup>(148)</sup>。

Rusch Factors 事件判決において示された基準は、上記に述べた考慮要素の下で採用されたものと理解できるが、その後ニュージャージー州裁判所は H.Rosenblum 事件判決で会計士の対第三者責任を更に拡大する理論を採用する。同事件判決では、情報提供に係る会計士の対第三者責任の理論的基礎を、①当事者関係に基づくもの、②情報受領者又はその属性に対する当該会計士の認知に基づくもの、③会計士自身が事業目的として提供意思を有していたものに分類したうえで議論を開始した。そして、当事者関係の不存在という事実関係の下での会計士の過失責任、及び当時の会計士に対する社会的要請の下で、会計士に過失責任を課すことの社会的パフォーマンスについて検討を行った。

前者につき、まず同事件判決は Ultramares 事件判決で示された厳格な当事者関係基準を有益な理論ではないと批判した上で、リステイトメントで示された現実の予見基準についても批判を展開する。即ち、現実の予見基準の下では当事者関係基準によって責任を負うべき対象となる当事者の範囲について、当該会計士が完全に特定できていなくとも責任を追及しようという点でしか拡大し

(148) See, Elson, *supra* note 67, at 982–985; Martin, *supra* note 13, at 156–157.

(149) Bagby & Ruhnkka, *The Controversy Over Third Party Rights: Toward More Predictable Parameters of Auditor Liability*, 22 Ga. L. Rev. 149, 190(1987).

ていないと批判するのである。また、同事件判決はこのような評価の上で、製造物責任との比較を行うのである。即ち、製造物責任の文脈では、当事者関係やこれに類似する関係性を有していない第三者に対しても製造者の責任が肯定されるとした上で、会計士の提供するサービスと製造者が商品提供によって提供するサービスを一定の効用及び当該効用の精度にあるとして、パラレルの關係に立つものとする理論を展開するのである。更に、その後会計士に対する社会的要請こそが、このパラレルな關係性を肯定する理解を容認するのであるとして、会計士に対する社会的要請についての検討を行うのである。

会計士に対する社会的要請の検討において、同事件判決は様々な事例を列挙した上で、会計士の機能が契約当事者間のみに限定されるのではなく、広く公益に奉仕するものであると社会的に要請されているとした。このような理解は、筆者も含め、今日の我が国における理解に通ずるものがあるように思われる。

同事件判決は、会計士の過失責任の範囲を拡大する正当化理由として、会計士に対する社会的要請・1933年証券法における過失責任理論における当事者關係の否定、会計士の負うべき責任の範囲を拡大した場合の会計パフォーマンスの向上効果とそのコスト負担が社会的に分散して負担される点を挙げる。とりわけ、責任拡大の正当化理由として、会計士一般に対する社会的要請を挙げた点は特徴的であるように思われる。即ち、会計士に対する社会的な期待と会計士が負うべき責任の範囲を連動させることによって、相互の問題に関連性を持たせているのである。そして、責任の拡大範囲の制限について、①当該情報受領者が事業関係上当該情報を取得し、②信賴したこと、及び③不実記載の原因が当該会計士の過失に基づくものであること、④生じた損害の概略に関する立証の存在を挙げている。

このような同事件判決が示した合理的予見可能性基準は、これまで検討した基準への批判を背景として、会計士の責任範囲を拡大したと位置づけられ、ま

---

(150) Elson, *supra* note 67, at 980 ; Martin, *supra* note 13, at 155.

他法の法領域の下級審判例ではこれと同様の基準を採用したのもも存在するところである。<sup>(151)</sup>しかし、製造物責任と専門家責任を理論的に平行に理解することに理論的欠陥がある、<sup>(152)</sup>及び過失責任と詐欺的な責任を同視するものである<sup>(153)</sup>との批判もみられるところであり、カリフォルニア州最高裁では、下級審において同基準を用いた判例を否定し、合理的予見可能性基準の採用が否定されている。<sup>(154)</sup>

以上に検討した判例及びこれに係る学説の検討によれば、専門家責任の原型としての会計士の対第三者責任からは、大要以下のような示唆が得られるように思われる。

即ち、会計士が責任を負う第三者の範囲に関する議論は、その後会計士の機能に対する社会的な期待の高まりを背景として、責任範囲を拡大する方向で発展してきた。そして、これらの要請を実現する手法は、Ultramares 事件判決で示された厳格な当事者関係理論を原点として、当事者関係類似の関係とは何かという視点から議論が展開されてきた。これらの基準の是非については、本稿の研究目的に鑑みて領域外であるとして、判例の学説上の位置づけの確認に留めるが、①当該専門家が、どの範囲の者が自らが依頼者に対して提供する情報を受領し、信頼すると認識しているか、そして②当該専門家の提供する情報が、第三者の事業に係る判断に対して一定の保証を与えるべきであるか、又はそのようにあることが社会的に要請されるかという要素をどのように評価するかが、基準のレベルの分岐点となっている。換言すれば、責任範囲の拡大の議

---

(151) International Mortgage Co. v. John P. Butler Accountancy Corp., 223 Cal.Rptr.218 (Cal.Ct.App.1986).

(152) See Gormley, *The Foreseen, The Foreseeable, and Beyond—Accountants' Liability to Nonclients*, 14 Seton Hall L. Rev. 528, 552–554 (1984) ; Note, *H. Rosenblum, Inc. v. Adler: A Foreseeably Unreasonable Extension of an Auditor's Legal Duty*, 48 Alb. L. Rev. 876, at 904–09 (1984).

(153) *Id.* Gormley, at 570.

(154) Bily v. Athur Young & Co., No. S017199, 1992 WL 205698, at 18 (Cal. Aug.27, 1992).

論の中では、常に Ultramares 事件判決で Cardozo 判事が示した責任の限定が考慮されているが、このような考慮については、主として上記の要素の評価によって対応がなされているといえる。

### 第3節 フェアネス・オピニオン発行にかかる責任事例の検討

本章第2節にみた、公認会計士に対する責任は、専門家責任の理論的基礎として用いられ、投資銀行を中心としたフェアネス・オピニオン発行主体に対する責任追及理論においても、その基礎理論として議論されている。以下本節では、フェアネス・オピニオン発行主体への責任を追及した事例を検討する。

#### (1) Wells <sup>(155)</sup> 事件

##### <事実の概要>

1984年に Metromedia 社（以下、「M社」という）の首席役員は、約11億ドルを支払い同社の株式を購入（MBO を実施）した。M社は本件 MBO の公正性を評価するために、取締役4名で構成される委員会を設立した。当該委員会は Shearson Lehman 社（以下、「S社」という）及び Bear Stearns 社（以下、「B社」という）を雇い入れ、株主に対する助言を求めた。

S社及びB社は、M社の総資産を11.14億ドルと算定した意見書を当該委員会に提供し、本意見書はその後委任状と共に株主に提供された。当該委任状資料に基づいて、圧倒的な株主が本件 MBO を承認した。

申立事実によれば、M社はS社に対して、意見書の提供報酬として75万ドル、仲介報酬として68.5万ドルの支払い、そしてさらに当該合併の成功報酬として320万ドルの支払いを約定した。またB社に対しては、意見書の提供報酬として50万ドルの支払い、当該合併の成功報酬として200万ドル、そして株式価格の取引利益から、特定の価格での取引の成功を条件として、さらに810万ドルを支払う

---

(155) Wells v. Shearson Lehman/American Express, Inc., 127 A.D.2d 200, 514 N.Y.S.2d 1 (N.Y.App.Div.1987).

ことを約定した。

本件 MBO の成立した年の間に、M社は会社資産の一部であるテレビ事業を20億ドルで売却した。これは、S社及びB社が算定したM社の会社資産総額よりも886万ドル多く、M社は当該資産を売却してなお25億ドルの資産を保有していた。

原告であるWells (以下、「W」という) は、M社の株主であり、S社及びB社について、自己に金銭的利益をもたらす合併を誘導するために誤った意見書を発行した、ないしは注意義務を怠ったとして訴えを起こした。

これに対し被告であるS社及びB社は、①原告は価格の問題につき、デラウェア州裁判所に別途申立を行っているのであり、当該訴訟の和解案において既に救済がなされており、②原告は適切な訴訟原因を主張できていないと主張し、訴え却下の申立を行った。ニューヨーク州最高裁は、① MBO 提案とは他の問題から生じた請求から免責する合意をした当事者に、意見書を提供した会社が含まれるか、及び②原告の主張が当該会社に対する訴訟原因を述べているかに疑問があるとして、被告の申立を認容した。これに対して、原告が上訴したのが本件である。

### <判旨>

デラウェア州の共同不法行為者間における賠償分担法 (Uniform Contribution Among Joint Tortfeasor) は、ある共同不法行為者に対してなされた免責は、「当該免責が提供されることがない場合には」その他の者に対しては免責の効果が発生しないとされないとしている。当該免責という文言は「当事者ではない者がその一般的文言から利益を得るために免責を求める場合には」、当然に用いられるものではないと解されてきたのである。即ち、状況を左右する要素は、免責という文言に対する当事者の意図なのである。

ニューヨーク州はデラウェア州のものよりも厳格な文言を採用しており、ある免責が、「その文言が明確に与えられていない限り、他の不法行為者に対しても免責はなされない。」従って、当裁判所はいずれの方を適用するべきであるかという点につき問題を感じない。なぜなら、真っ先に当事者の意図を勘案

する必要があるところ、本件S社及びB社は、免責を望んだわけではないためである。

当裁判所にとってより重要なのは、原告の主張に訴訟原因があるか否かである。原告は株主の立場として、彼らの損害は、被告の意見書の作成上の誤りや過失によって生じたという。これに対してS社及びB社は、彼らは役員らを代表しているのであり、従って株主らと当事者関係にはないという支持しがたい主張を行うのである。しかし、当該委員会を設立した役員らの意図は、本件MBOの公正性について判断することによって、株主に奉仕することにあつたのである。当該委員会が、S社及びB社を雇い入れたのである。当該委員会によって雇い入れられた者は、いかなる者であっても実際には株主への助言のために雇い入れられたのである。Wの主張が真実であると仮定し、S社及びB社が彼らの意見書がM社の株式買収の公正性を判断する上で、株主を補助する目的のものであつたことを認識していた（ないしは認識しているべきであつた）のであれば、彼らは当該株主らに対して責任を負うのである<sup>(156)</sup>。

従って、原審による訴え却下の申立の認容は否定され、本件は原審に差し戻される。

#### <検討>

本件は、MBOにおいて、投資銀行らが行った企業価値評価の誤りについて責任追及を行った事例であり、投資銀行に対するフェアネス・オピニオンの発行に係る責任追及に関するリーディングケースとしての地位を有している。

投資銀行に対して、不法行為に基づいて責任追及をするにあたっては、会計士に対する責任追及と同様に、当事者適格が問題となる。本件判決では、Credit Alliance 事件判決を引用して、当事者適格を認めていることから、Coffee (1990) は、本件をニューヨーク州における「当事者適格類似理論 (*Approaching*

---

(156) Credit Alliance Corp. v. Andersen & Co., 65 N.Y.2d 536, 483 N.E.2d 110, 493 N.Y.S.2d 435 (N.Y.1985).

Privity)」を採用したものと位置づけている<sup>(157)</sup>。またこのアプローチ自体は、代理理論に基づいた考え方に近接したとも理解される<sup>(158)</sup>。このような見解によれば、最低でも買収の局面で、取締役会又は特別委員会によって雇い入れられた専門家は、間接的に当該株主らに対して当事者適格を有していると考えられるのであり、つまりは責任を追及される可能性を有することとなるとされる<sup>(159)</sup>。しかし、本件判旨は、特別委員会との関係で株主らと投資銀行らとの間に当事者適格を認めているのであり、これが取締役会についても同様に考えられるかについて、本件判決からは明らかではない。

即ち、本件のロジックは、本件判決の示す「当該委員会を設立した役員らの意図は、本件 MBO の公正性について判断することによって株主に奉仕することにあつた」という文脈から考察すると、特別委員会が株主のための組織として立ち上げられた、ないしは活動を行ったために、株主としての代理人に類似した地位に立ち、これに対する不法行為を行ったのであるから、当該専門家は株主との関係で当事者関係に立ち、責任を負う可能性を有しているというものである。しかし他方で、「株主に奉仕するため」に検討を行うのであれば、取締役会の目的も特別委員会と同様の地位に立ちうるのである。即ち、実態的に取締役会が直接特別委員会に対する検討に近いものを行った場合に、そこで雇い入れた専門家と株主との間には当事者関係に類似した関係が認められるのか、それとも特別委員会という取締役会の派生的な組織がその独立性を理由として、「株主の代理人」としての地位を認められるものなのかという点については、本件判旨では明らかではないが、前掲 Coffee (1990)<sup>(160)</sup>においては、ここに取締役会も含められた理解がなされているのである。

---

(157) Coffee, *supra* note 16, at 5; Donald Lund, Note, *Toward a Standard for Third-Party Advisor Liability in Mergers and Buy-Outs: Schneider and Beyond*, 52 U.PITT. L.Rev.603, at 613, 614.

(158) Coffee, *supra* note 16, at 6.

(159) *Id.*

(160) *Id.*

特別委員会の設置は、取締役の信認義務違反責任の回避効果の一要素として理解されるという文脈から考えれば、両者の基本的性質は異なっているといえよう。従って、特別委員会に雇用されたという事実が、株主と投資銀行との間に当事者適格を認める上で、どの程度重要な要素として理解されているかについては、今後の議論を検討する必要がある。実際に、Elson (1992) は、本件の原告株主らは、委任状資料の中でフェアネス・オピニオンを取得しただけなのであり、当該投資銀行の意見への株主らの実際の信頼は、ここでは責任を課すための理論として表れているのであって、Coffee (1990) の示す代理理論によっては、本件判決が<sup>(161)</sup> Credit Alliance 事件判決を引用したことを説明しえていないと指摘するのである。

Martin (1991) は、本件判決が<sup>(162)</sup> Credit Alliance 事件判決が採用したアプローチを適用することにつき、投資銀行にも会計士と同様のアプローチが適用されているのかについて、詳細な言及を行わなかったことを指摘し、本件によっては投資銀行の対株主責任に適用すべき適切な視点について、ほとんど有益な示唆がなされていないと紹介している<sup>(162)</sup>。しかし、本件は投資銀行らの訴え却下の申立の主張について検討を加えた事例である点から、問題とされる論点は「当事者関係に立つか否か」に限定されるのであり、いずれにせよ本件判決が Credit Alliance 事件判決を引用したことによって、会計士に対する責任追及の際に用いられる理論が、投資銀行に対しても応用されうることが示されたと理解できるものと思われる。そして、当事者関係を考察するに当たっては、直接の契約関係等に基づく、直接の当事者関係を超えて、間接的な関係から投資銀行と株主との間の当事者関係を肯定し、責任追及の途を開いた判決であるとの理解が得られるものと思われる。Elson (1992) も後に検討する判例等と合わせて考察すれば、投資銀行の責任に対する裁判所の態度は劇的に変化したこと

---

(161) Elson, *supra* note 67, at 989.

(162) Martin, *supra* note 13, at 158-159.

を認めている。そして、投資銀行のフェアネス・オピニオンの発行に係る責任を、代理関係類似の理論で追及する途を開くことによって、「Scienter」の立証をすることなく、株主に救済を与えることが可能であるとも指摘している。<sup>(163)</sup>このような意味で、本件はフェアネス・オピニオンの発行主体の責任追及を現実的に可能ならしめる途を供した、リーディングケースとしての意義を有すると理解できる。<sup>(164)</sup>

## (2) Schneider 事件<sup>(165)</sup>

### <事実の概要>

RJR Nabisco, Inc.社（以下、「R社」という）はデラウェア州法に準拠して設立された会社である。本件の原告らはR社の株主である。R社は会社の売却にあたり、独立取締役で構成される特別委員会を設置し、オークション<sup>(166)</sup>を開催した。原告らは、本件オークションについて異議を述べ、別訴をデラウェア州において提起している。<sup>(167)</sup>当該事件の概要は以下の通りである。

原告の主張によれば、当該オークションは、Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.社（以下、「KKR社」という）と経営陣の主導するグループが競合したが、ある時点で不適切に早期に打ち切られたとされる。

ところで、R社の特別委員会はオークションへの助言提供者として、Lazard Freres & Co.社（以下、「L社」という）及び Dillion Read & Co., Inc.社（以下、「D社」という）をニューヨーク州で雇い入れた。原告らによれば、L社及びD社は、経営陣の主導するグループ及びKKR社の買付について、検討を行い、

(163) Elson, *supra* note 67, at 994.

(164) *Id.*

(165) Schneider v. Lazard Freres & Co., 552 N.Y.S.2d 571 (N.Y.App.Div.1990).

(166) 本件にいうところのオークションは、投資銀行等を経由して制限的になされたものである。

(167) In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation, 1989 WL 7036, Del.Ch.Jan. 1989); In re RJR Nabisco, Inc Shareholders Litigation, 556 A.2d 1070 (Del.1989).

その結果「両者の買付は実質的にはほぼ同等である」と評価した。原告によれば、経営陣の主導するグループの申込は、KKR社の申込を上回ったものであるという。また、もしそうでないとしても、原告らはL社及びD社には、オークションをより効果的なものとするために、他の買収者を検索するようべきであり、両者の決選投票的買付（Tie-Breaking Bid）を避けるように特別委員会に対して助言するべきであったという。即ち、当該オークションは当初からKKR社に有利に行われるように誘導されていたと主張して、予備的差止ないしは事実審において予備的差止が認められない場合には、損害の賠償を求めてデラウェア州裁判所へ訴訟を提起した。しかし、予備的差止はデラウェア州裁判所において否定された。これを受けて、原告らはニューヨーク州裁判所に対して、L社及びD社の助言が、不適切になされたことで、オークションが不適切に誘導され、損害を被ったとして訴訟を提起した。

これに対してL社及びD社は、当該助言を提供したのは株主に対してではなく、特別委員会に対してであり、従って彼らは株主に対しては、助言について何らの責任も負わないため、原告らは有効な訴訟原因を主張しえていないとして訴え却下の申立を行った。しかし、ニューヨーク州の事実審裁判所はこの申立を却下した。

そこでL社及びD社は、もし彼らが株主に対して注意義務を負うとしても、原告らは彼らがどのように違反したのかを主張しえていないと主張した。さらにIASに対して、デラウェア州において早期に開始された訴訟を却下するよう介入するか、ニューヨーク州における裁判をデラウェア州の裁判結果に準ずるものとするために介入するように求めた。IASは、L社及びD社が簡易な立証しか行わなかったため、これを拒否した。

その後まもなく、L社及びD社はデラウェア州の裁判について、自らの利益がR社の取締役らの被告としての立場では十分に保護できないと主張し、デラウェア州裁判所に対して、訴訟介入の申立を行った。これに対して原告らは、当裁判所に対して、「彼らの申立手続きから介入の手続きまでのデラウェア州衡平法裁判所での手続きにおいて訴訟継続を禁ずる」申立を行った。デラウエ

ア州裁判所は、当該訴訟介入の申立につき、L社及びD社は訴訟に介入する権利を有していない一方で、裁判所はその裁量によって許可することも可能であると説示した上で、本件はニューヨーク州という管轄領域がある場合であり、そのような場合において、介入を肯定することはできないとした。

そこで、L社及びD社がニューヨーク州裁判所に上訴したのが本件である。

## <判旨>

### 1. ニューヨーク州裁判所で訴訟継続することについて

このデラウェア州裁判所から提示された問題について我々が最初に述べることは、当裁判所は本件株主らとL社及びD社との間の議論はニューヨーク州において決定されるべきであると考えていることである。

株主らはデラウェア州よりもニューヨーク州においてより優位な地位に立つと考え、デラウェア州よりもニューヨーク州での裁判を好むであろう。この理由のうちには、①ニューヨーク州では、例えば陪審員を用いるかの審査を行うといったように、裁判所の検討がなされるが、デラウェア州においてはなされていない、②クラスアクション適性確認手続 (*Class Action Certification*) がニューヨーク州には存在するが、デラウェア州には存在しないといったことが挙げられよう。しかし、当裁判所は株主らに対して、デラウェア州裁判所においてL社及びD社の申し出を拒否した理由を問うことは適切ではないと考える。

(中略) ニューヨーク州はL社及びD社の本店所在地であり、かつ瑕疵を伴った助言が提供された場所なのである。これらの重大な接触から、当裁判所は株主がニューヨーク州での訴訟追行を好むことは尊重されるべきである。そして、もしデラウェア州での裁判が、本件訴訟の株主に重大で排他的な影響を持たない形で進行するのであれば、二つの訴訟案件が一つの裁判所で一緒に検討がなされなかったという訴訟経済上の損失は、ある一つの法領域が一つの取引に関する重大な接触を持っている場合以上に、単に連邦システムによって生じる費用であると理解される。

## 2. 本件訴訟の審理の保留について

しかし、当裁判所は本件の審理を保留する。なぜならデラウェア州裁判所において継続中の事件は、争点効 (*Collateral Estoppel*) を生ずる多くの可能性を有しているのであり、デラウェア州におけるR社と株主との間の議論が終結すれば、本件株主らと投資銀行の間の議論において、ニューヨーク州裁判所にはほとんど決するべきものがなくなってしまう可能性がある。当裁判所には、デラウェア州裁判所がどのような判断を行うかを正確に言い当てることはできないが、デラウェア州裁判所における判断は、ニューヨーク州裁判所における審理により指針を提供するものであると考える。デラウェア州裁判所における判決から、当裁判所はKKR社の提案を承認した取締役らの責任について、株主らから示されるであろう複数の理論がある一方で、①両買収提案が実質的に同等であると示したL社及びB社の評価が「信じがたい (*Implausible*)」ものであったこと、及び②株主がそのような事実を示さなければ、自らの主張を通しえないであろうということが、当該株主によって提起された訴訟において、決定的な要素となることを知るのである。デラウェア州法の下では、経営判断を下す上で特別な知識が必要となった場合には、当該助言が信じがたいものでなければ、取締役らは明らかに専門家の助言に信頼を置くことが認められている。株主がデラウェア州における裁判でそのような信じがたさを主張する上で、当該投資銀行が「適切な検討を提供することに失敗した、ないしは提供を行わなかった」として非難することのできる財務的な事実を示すであろうことは、可能性の域を超えないのである。

デラウェア州での裁判において認定された、信じがたさが当該投資銀行の意見が過失に基づくということを示す目的のために、株主らが本件訴訟においてこれらの財務的な事実を主張することを禁止する (*Estop*) かどうかは、当裁判所はここでは触れない。当裁判所は、判断を下すことは常にきれいに射程が明確にされて行われるものではなく、信じがたさについてのデラウェア州裁判所の審理は、慎重になされる審理手続と、本訴における株主への予防的な (*Preclusive*) 効果の可能性に関する完全な理解と共になされるのである。

そして、最終的な二つの提案が実体的に同等な価値であるという意見が、当該投資銀行らにとってのみ信じがたいものではないことを理解することが、より肝要であるとする。そのような審理は、株主が投資銀行の意見を過失に基づくものであるということをも主張できなくすることを意味しない。

### 3. L社及びD社の株主らへの義務

L社及びD社のような投資銀行が、株主に対して注意義務を負うかという問題について、問題となる議論は、株主と当該投資銀行が Credit Alliance 事件判決で示されたような、「当事者関係」に立つか否かというものである。オークションの遂行又は競合的な提案の相対的価値のいずれかの検討において、当該特別委員会に対してL社及びD社が提供した助言に対する実際の信頼は、株主らの主張からは示されていない。また、当該オークションとの関係で、特定の行動をとることに影響を与えることを目的として、株主に対してそのような助言が行われた、ないしは行われることが意図されたことも示されていない。

対照的に、株主は特別委員会の推奨に受動的に従う以外に途がないという懸念こそが、原告株主らの主張の背景にある。従って、株主らは「株主のための委員会」として特別委員会を理解しており、特別委員会に対して提供された助言は、「特別委員会を通じて行動した」株主に対して提供され、そして信頼されたと主張するのである。

株主と特別委員会との関係を検討するに、依頼人とエージェントの関係と同様に、投資銀行が特別委員会に対して負う注意義務が、株主の利益を意図したものではないと当裁判所は判断できない。特別委員会と株主との間の信頼関係の存在それ自体が、特別委員会と契約的な当事者関係を有する者と株主との間の必要的当事者関係 (*The Requisite Privity*) を確立するのである。ある者のエージェントのエージェント、又はあるものを代表してエージェントと取引を行うことは当事者関係にあり、第三者によってエージェントに対して行われた過失を伴う助言及びエージェントによって信頼された過失ある助言によって生じた損害については、原則に従って争うことは驚くべき考え方であると当

裁判所は考えない。従って、第三者によってエージェントに対して提供され、そしてエージェントによって信頼された過失ある意見から依頼人（Principal）に生じた損害については、当該株主によって争われうるのである。対照的に、Credit Alliance 事件のような典型的な事例においては、過失を伴う記載はエージェントに対して行われたのではなく、エージェントによって行われたのであり、取引関係に入る目的のためにエージェントの依頼人と共に、エージェント関係に立たない第三者によって信頼されたのである。

当該投資銀行が株主に対して注意義務を負うか否かを判断するに当たり、当裁判所は彼らの関係が当事者関係に立つか否かではなく、当該株主と特別委員会がエージェント理論又は会社法によって規律されるものであるか否かが問題となると考える。L社及びD社は、会社法の原則は株主ではなく取締役会の権限及び会社経営陣の責任に帰すと主張する。即ち、取締役らは、株主に対して信認関係の上で行動するという文脈で、第三者に対して助言を求めるのである。L社及びD社が過失責任を負うか否かにつき、もし前者に解するのであるならば、R社が自らを訴追するべきであるという。そして、本件訴訟を進めることを容認するのであれば、取締役会によって雇い入れられた法律家・会計士または他の専門家が、その事業活動に関連した活動について訴追されるべきであるかにつき、株主に決定権を与えることを容認することになってしまうというのである。

当裁判所は、会社支配権取引はコーポレートガバナンスの伝統的な原則によって規律される種の会社事業には属さず、当該特別委員会は株主に対して通常の取締役会と株主の関係とは異なった地位に立っているのであるから、このような議論には賛同できない。当該特別委員会の目的は、会社の利益が当該取引によって増大するか否かを検討することではない。むしろ、当該特別委員会の目的は、R社の売却によって、株主らが保有する株式について合理的な最高価格を得ることができるかを検討することにある。この「売却（Buyout）」の文脈において、合理的な最高価格を受けられない場合、その損害は株主に発生するものであり、会社ではない。このような理由から当裁判所は、本件株主と

特別委員会の関係は、必然的に会社法の法理に重ねるべきものではなく、エージェントと依頼人（Principal）の関係にあるとの視点に立つ。

当裁判所は、L社及びD社が過失を伴っていることについて、その主張で十分に示されているという本件株主の意見に賛同する。提案の評価に関連して、L社及びD社によって見逃された財務的な事実は、特徴（Particularity）が明らかにされており、これらの事実の検討の失敗が、同様の地位に立った賢明な投資銀行が合理的に実践するであろう注意の程度を満たすことに失敗したことを示すための立証は、株主によって負担されるであろう。オークションへの関与に関連して、株主の保有する株式について合理的な最高価格を取得しようとする、賢明な人物が合理的にL社及びD社によってなされたような助言方法で、本件オークションに関与しないであろうことを株主は示す必要がある。

従って、被告らがデラウェア州での裁判において、介入の申立を行うことについて、株主らが差止を申し立てたことは、否定される。

#### <検討>

本件判決の論点は、判旨の述べたとおり、①会社及び取締役と株主という会社内部関係での責任訴訟と共に、他州において投資銀行の意見・助言の提供について争うのか、②争うという理解の下で、当該他州の裁判との関係で、投資銀行との関係を争う本件訴訟がいかなる地位に立つか、またそれ故にいかなる訴訟追行が行われるか、③投資銀行が株主に対して負う義務の理論的理解である。

本件においてニューヨーク州控訴審裁判所が示した、投資銀行の株主に対する義務に関する理論は、大きなインパクトを持つものであるが、本件ではフェアネス・オピニオンが発行され、委任状等を通じて直接株主に対して交付されたのではなく、オークションの実行に係り、特別委員会に対して投資銀行が助言を行うに留まっていたことについては注意が必要である。

本件に関する評釈の多くは、当然③の部分に関する言及が中心になされている。従って、①・②の点について批判的にとらえた評釈が見受けられないこと

から考察すると、米国において他州で係争中の訴訟に類似した事実関係において、異なった当事者が別途他州の法領域における手続きに依拠して手続きを行うこと、及び類似事件の検討を参考とするため、当該訴訟の手続きを保留することは、米国において受け入れられることであろうと理解できる。<sup>(168)</sup>

他方で、本件裁判所が用いた投資銀行が株主に対して負う義務理論は、極めて大きな反応を集めている。本件裁判所は、まず Wells 事件判決に示されるような類似的当事者適格性について検討を加えた。そこでは、類似的当事者適格の要素について、①オークションの遂行ないしは提案の価値評価に関する助言への信頼、②オークションに関連して行われた当該助言が、株主に対してなされる意図に触れ、これらの主張が原告からなされていないことを指摘するのである。そして、その後特別委員会・株主・投資銀行間の関係性に議論を展開する。このような議論の展開について、Elson (1992) は本件裁判所が類似的当事者適格の不存在を認定したとして<sup>(169)</sup>いる。即ち、Wells 事件判決と同様に Credit Alliance 事件判決を引用しながら、Wells 事件判決が本節(1)〈検討〉で見たように、特別委員会によって雇用されたものは、当該特別委員会が株主に奉仕する目的のために設立・運営されているのであれば、類似的当事者適格を認めているのに対して、本件裁判所は特別委員会の設置と株主との間に信認関係が存在しているとしても、これによって類似的当事者関係が認められるわけではないことをまずは示したと理解できるのである。

このような理論構成を採用した背景には、原告による主張がなされなかったことが要因として挙げられているが、原告がこのような主張をなしえなかったのは、本件で投資銀行であるL社及びD社が行った業務は、オークションに対する助言であり、フェアネス・オピニオンの発行を通じた株主に対する直接の

---

(168) この点につき、訴訟法の分野において、問題が指摘されている可能性は排除できないが、本稿の検討領域において、この問題は中心の問題から逸れるため、ここではこれ以上の検討を行わない。

(169) Elson, *supra* note 67, at 990.

(170) Lund, *supra* note 157, at 617-618.

意見表明ではなかったことが背景にあるように思われる。即ち、本件のようにオークションの公正な遂行及び評価という形で特別委員会との関与にのみ終始し、Wells 事件のように委任状に添付するのでなければ、株主は当該投資銀行の助言を直接には受領することはないのであり、当該助言が株主に対して行われるという意図を証明することは困難である<sup>(171)</sup>。そして、当該意見を受領していない株主が信頼したことを立証することは当然に困難である。

そこで、本件裁判所は本件特別委員会と株主との関係を、取締役会と株主との関係から切り離れた理解を示すのである。即ち、①本件の特別委員会の目的が株主の合理的利益を保護することにあるとして、目的の相違を表すと共に、②損害が会社に対してではなく直接株主に生じる点、及び③会社支配権取引が通常取締役会と株主間の関係になじまない点を指摘して、取締役会とは異なった関係が当該特別委員会と株主との間に発生するというのである。そして、両者の関係性が異なる以上、伝統的な会社法理論の枠内で、特別委員会と株主との関係を規律することはできないと示したのである。

周知のとおり、取締役会と株主との関係は代理機関とは異なって、広範な自由裁量を認めた独自の関係にあり、当該裁量権の範囲こそが経営判断の原則 (*Business Judgment Rule*) で規律されているのである<sup>(172)</sup>。本判決は、このような関係性こそが会社法の領域における規律なのであり、特別委員会との関係はこの文脈から離れた関係性での理解を示した判決として紹介がなされ、代理理論への接近として理解する者が多い<sup>(173)</sup>。そして、このような裁判所の態度について、投資銀行の行き過ぎを止めるための懲罰的な試みとして、裁判所が会社法

---

(171) このような投資銀行の利用は、実質的には特別委員会の意義に背理する可能性も考えられるが、デラウェア州における裁判の第一審裁判所は、このような特別委員会の使用について、「合理的に取得が可能なすべての情報を利用している」として、原告の主張を退けており、同州最高裁もこの判断を支持している。See, RJR Nabisco, *supra* note 167.

(172) Coffee, *supra* note 16, at 6.

(173) Eg., Elson, *supra* note 67, at 992; Lund, *supra* note 157, at 617.

領域から飛び出した重大な警告を発するという特別の手段を用いたとも評されている。<sup>(174)</sup>

しかし、本件の採用した理論には多くの批判がなされている。批判の多くは、大要以下の点に向けられている。即ち、①代理理論を株主と特別委員会に適用したこと、及び②裁判所が実体的に責任を肯定したことの潜在的な効果に対してである。

まず、①の点につき、前述のとおり会社法は取締役と株主の間で信認関係に基づく広範な裁量を認めており、当該広範な裁量権の範囲の中で、取締役会は株主に対する責任を負わず、支配も受けないのであり、このことは会社支配権取引においても同様であると批判される。<sup>(175)</sup>そして、②の点につき、本件裁判所は代理理論を用いることで、投資銀行の責任範囲を拡大したが、他方でこれまでの当事者適格類似理論が保ってきた責任範囲の限定という要素を放棄したと批判される。<sup>(176)</sup>このような批判には、特別委員会と取締役会の相違について本件裁判所が示す通りに、目的・損害・局面という要素から両者の法的性格に相違が生じるという理解が一般に支持されていないことを示すとともに、仮にそのような相違が存在すると解されたとしても、代理理論の適用によっては投資銀行の責任の範囲が拡大されすぎてしまうことへの懸念が表されている。

しかし、一方で Elson (1992) は方法論として代理理論を採用したことには批判的な立場を採りながら、本件裁判所が投資銀行の責任を負わせることについては、検討に値するとしている。<sup>(177)</sup>とりわけ、本件では前述のとおり、投資銀行の意見ないしは評価は、株主に対して提供されることを想定することが困難

---

(174) Barbara Franklin, *On Shaky Ground ; Survival of Shareholders' Claim in RJR Sale is Unsettling*, N.Y.L.J.Oct.1989, at 5 ; Herbert M. Wachtell et al., *Investment Bank Liability to Shareholders in the Sale-of-Control Context*, N.Y.L.J.Mar.29, 1990, at 4.

(175) Coffee, *supra* note 16, at 5 ; Franklin, *Id.*, at 5 ; Wachtell, *Id.*, at 1.

(176) Coffee, *supra* note 16, at 6 ; Elson, *supra* note 67, at 992 ; Lund, *supra* note 157, at 619.

(177) Elson, *supra* note 67, at 992.

であったという事情が存在した。従って、理論的には多くの批判がなされながらも、同裁判所において類似的当事者適格を認めることが困難な事案においても、投資銀行の責任を肯定するべきであるという問題認識があることを本件は明らかにしたと理解できよう。

### (3) Dowling <sup>(178)</sup> 事件

#### <事実の概要>

Narragansett Capital Corporation 社（以下、「NCC社」という）は、LBO に際した資金提供や証券への投資を行う、ロードアイランド州法に準拠して設立されたクローズド・エンド型の公開投資会社である。本件の被告らはNCC社及びその取締役・執行役員及びこれらに与する支配株主であり、自然人の被告らはデラウェア州法に準拠して設立された、投資助言を主たる事業とする Narragansett Management Company 社（以下、「NMC社」という）の株主であった。

NCC社は、1986年1月30日にその完全子会社である Narragansett Venture Capital 社（以下、「NVC社」という）と共に、両社の保有する全資産を Monarch Capital Corporation 社（以下、「M社」という）へ売却する契約を締結した。また、NCC社の特別総会は同年9月に計画されており、そこでは資産の売却及びNCC社及びNVC社の清算が議題として予定されていた。本件計画の実行により、株主は1株当たり56ドルの利益を得ることとなっていた。当該総会の招集通知の中には、NCC社取締役会が本件取引を「公正」なものであり、「株主利益にとって最善のものである」旨が記載された委任状が同封されており、またNCC社取締役会によって雇われた Salomon Brothers, Inc.社（以下、「S社」という）が発行した、本件取引の価格を公正であると述べたフェアネス・オピニオンも付されていた。

本件の原告は、元NCC社の株主であった者らであり、本件取引の承認に反

---

(178) Dowling v. Narragansett Capital Corp., 735 F.Supp. 1105 (D.R.I.1990).

対票を投じたものの、支配株主の賛成によって本件取引は承認され、資産の売却及び会社の清算が行われた。

彼らは、①本件取引の価格は、委任状が正確な価格決定を行う上で重要な事実を複数省略及び不実に記載したものであることから不十分なものであり、公正ではなく、②本件の被告であるS社の行動は、本件契約でM社がNMC社を助言会社として雇い入れ、資産価値の2-3%を本件取引から得ることを認めていたことから、不適切に動機づけられていたとして、8つの訴訟原因を主張して本件訴訟を提起した。

主張の1-7は、NCC社及び複数の自然人の被告に対する損害回復を訴えたものである。その原因は、①不誠実 (Bad Faith) 及び詐欺、②1934年証券取引所法14条(a)項違反、③個人的利益を得る環境における、取引交渉の遂行及びNCC社を通じて収集される投資情報及び知見を利用することによる、事業機会の喪失に基づく信認義務違反、④情報開示にかかる、1934年証券取引所法10条(b)項及び SEC 規則10b-5 違反、⑤登録投資会社の関係者が、直接及び間接に資産を当該会社から買取することを禁止した、投資会社法17条(a)項(2)号及び48条(a)項違反、⑥独立取締役による検討を経ることなく、本件の取引価格を決定したことにつき、投資会社法36条(a)項に定める信認義務違反、⑦自らの推奨する価格の要素の検討及びその開示につき、1934年証券取引所法13条(e)項及び SEC 規則13e-3 に定める情報開示規定 (様式13E-3) の開示義務違反である。

主張の8は、S社がフェアネス・オピニオンの中で、本件取引価格が十分なものであると過失に基づく不実表示を行ったとして、S社に対して直接に損害の回復を求めるものである。これらに対して、被告であるS社が訴え却下の申立を行ったのが本件である。

#### <判旨>

主張8は、S社の過失ないし過失に基づいて行った不実表示に対する主張である。S社は、基礎となる義務及び信頼の要件を欠いているとして訴えの却下

を主張する。

### 1. 過失に基づく不実表示への信頼について

過失に基づいてなされた不実表示の主張を支持するためには、原告は彼らが当該不実表示を正当に信頼したことを立証しなければならない。S社は、本件においてそのような信頼が存在しないことを主張している。即ち、原告らはM社との取引について反対票を投じているのであり、従って本件取引の価格を公正であるとするフェアネス・オピニオンによって誘導されていないと指摘するのである。

このような主張は、本件第3章にて言及した、1934年証券取引所法14条(a)項及び10条(b)項に基づく請求との関係で被告らが主張した、信頼に関する議論と同様の問題を生ずる。端的に、ある不実表示が限定的な人物らの集団に対してなされた場合、当該集団のうちの一個人は、彼がそれ以前に反対の意思を有していたとしても、当該不実表示によって当該集団が彼の行動を拘束する行動をとるように誘導された場合には、当該不実表示を信頼したと言いうる。これに異なる判断を下すことは、たとえ当該個人が当該損害を避けることができなかつたとしても、ある不実表示によって個人が受けた損害を回復することを否定するものである。また、そのような判断は、実際に騙されたのであるから、大半の者の行動が損害を実現させるための手法にすぎなかつた集団に属していた、個人の損害の回復を許容することへの例外を作り出してしまふ。そのような区別した扱いは、擁護しえないものである。それぞれのケースにおいて、当該損害は同様なものなのであり、まさに不実表示から直接に生じたものである。従って、当該不実表示を行った者は、いずれの場合においても等しく責任を負うものである。

本件において、原告はS社の過失に基づく不実表示が、本件取引の承認へと他の株主の大半を誘導したことから、彼らの有する株式を清算することを強制されたと主張する。この関係において、信頼の要件を十分に満たしているといえる。

S社は、事実の主張ではない「意見」に対して、正当な信頼を寄せることが

できる者はいないとも主張する。このような主張は、他の状況においては有効でありうる一方で、当該意見が当該意見を基礎づける事実特に接触できる地位にあったと示唆される状況下にあった専門家によってなされた場合には、この限りではない。このような事件において、情報受領者によって保有されていない、特定の一団の情報及び情報受領者に利用が不可能な事実への明らかな接触という事実は、当該意見を情報受領者が合理的に信頼するという主張に妥容せうる。

ここで、S社は株式価値評価の専門家であることは明白であり、同様に適切な価値評価のために関連するすべての情報への接触が可能であると想定されることも明らかである。従って、当該意見に対して、信頼を置くことに十分な品質を与えられる環境下にあったか否かは、訴え却下の申立手続きの下で検証しうるものではない。

## 2. 過失にかかる義務について

S社は、NCC社に対して業務を行ったのであるため、原告らに対して注意義務を何ら負わず、従って過失に基づく責任を負わないと主張する。過去に、裁判所が会社の財務状況を分析又は認証開示する際の過失について当事者性を有さない会計士の第三者に対する責任を検討するにあたり、異なった結果に至ったことは事実である。しかし、近時の事例においては、既存の判例よりもこの議論はより明らかになっているように思われる。責任を否定する事例においては、一般的に潜在的な責任の視点が計算しえない状況のものである。なぜなら、将来の損害は正確に算定できないためである。このような状況下において、裁判所は顧客に対する通常のサービスの提供における会計士の不注意の結果について、第三者に対する無限（Open Ended）の責任を課すことに躊躇するのである。このような状況は、「不確定な者に対する、不確定な時期の、そして不確定な量の責任」と表されてきた。他方で、原告が特定の属性の人物（たとえば、債権者や投資家）であり、その信頼が実際に明らか（Actually Foreseen）な状況下での通常取引においては、責任が課されるのである。そ

のような状況下では、裁判所は下記に述べる第二次不法行為リステイトメント 552条（Restatement (Second) of Torts § 552）に採用されるルールを適用しなければならないのである。

「(1)その事業に関連し、専門ないしは業務領域またはその他金銭的利益を有する取引において、事業取引にかかり誤った情報を他者の指標として提供した者は、その者が当該情報の交換又は取得において、合理的注意又は適切な能力を欠いた場合には、当該情報へ正当な信頼を置いたものに生じた金銭的損害について責任を負う。

(2)本条(3)項の場合を除いて、本条(1)項の責任は、以下の場合に限られる。

- (a) 情報提供者が情報を提供することを意図した者、又は提供することを意図させていることを情報提供者が知っていた者の利益及び指標として、当該情報を提供した人物ないしは制限的な集団にあるものに生じた場合で、
- (b) かつ、情報提供者が当該情報が影響を与えることを意図した、ないしは受領者がそのように意図した取引、又は実体的に同様な取引において、信頼を置いたことを通じて発生した損害。」

本件は、そのままリステイトメントのルールに収まる。S社はNCC社の資産の購入価格の適性を算定するために雇い入れられた。当該算定は、明らかに当該売却を承認するか否かの決定において株主の指標となることが意図されていた。結果として、S社の算定を行う上での合理的な注意義務は、NCC社の株主に対しても拡大されたのである。

従って以上のような理由から、被告らの訴え却下の申立は、全ての主張において否定される。

### <検討>

本件は会社の資産売却という事実から発生しているが、NCC社が投資会社であり、その保有する資産をすべて売却するという性質から、実質的に会社の売却に近いものとして理解することができる。また本件では、NCC社の経営陣及びこれらに結びついている支配株主の一群が、別途投資助言会社のNMC社を保有しており、NMC社が本件取引への助言から利益を得ているという事情から、実質的には経営陣及びこれらに結びついている支配株主の一群が、本件取引から一般株主を排除した上で別途利益を得る構造にあったことが特徴的であるといえる。しかし、ここで検討する問題は、投資銀行であるS社とNCC社株主との関係であるので、その他の訴訟原因とは異なって、その特殊性が影響することはないように思われる。

本件では、投資銀行であるS社への損害賠償請求につき、①信頼の存否、②注意義務の存否が検討されている。これらの要素は、判旨に挙げた通り第二次リステイトメント552条の要素を前提としており、具体的に①不法行為責任の原因行為と損害との間の因果関係を結びつけるものとして、本件のような株主と投資銀行との関係では、当該フェアネス・オピニオンに対する信頼が必要であること、②不法行為責任の存否の基礎として、違法性が要求されているところ、違法性の認定の前提として注意義務が存在するか否かにつき、株主らに対する当該フェアネス・オピニオンの開示が明らかであったか、即ち当該投資銀行において開示がなされるであることを知っていた（または知りえた）という事実に基づいて判断がされるということが示されたと理解できる。

本件は、(1)で検討したWells事件判決・(2)で検討したSchneider事件判決とは異なって、純粹に過失に基づく不实表示に対する責任を追及するアプローチを採用している点に特徴があり、とりわけリステイトメントのアプロー

チを採用した事例として、多くの文献において紹介がなされている<sup>(179)</sup>。従って、Wells 事件判決と同様に、異なったアプローチであるとはいえ、フェアネス・オピニオンの発行に係る投資銀行の責任追及の可能性を拡大した判例としての意義を有していると理解できよう。

ここで、投資銀行の発行したフェアネス・オピニオンへの信頼の立証につき、原告株主らの主張は、他の株主の大半の承認を誘導したというものであり、裁判所はこれに加えて、当該専門家の専門的地位及び詳細な情報への接触の可能性を挙げて、信頼に足る環境にあった可能性を指摘している点については注意が必要である。なぜなら、裁判所の要求に比べて、本件で株主の主張した信頼の立証レベルは、これらの要求に比べると簡易なためである。本件は、被告である投資銀行のS社の訴え却下の申立について検討した事件であるため、原告は審理手続きに入る以前に信頼の存在の可能性を示すのみでよく、実際に損害賠償を求めて裁判が審理手続きに入った場合においては、投資銀行の専門的な地位と詳細な情報への接触を立証しなければならない。ここで、専門的知見及びその地位については、外形的な名声を用いた立証が可能であろう。しかし、他方で情報への接触について、基本的に株主は知りえない事実なのであるから、その立証レベルについて、外形的に当該投資銀行がフェアネス・オピニオンの発行に係り有しているであろうと株主が推測できる事実（たとえば、本件でいえば委任状添付のフェアネス・オピニオンの中に、「会社のすべての財務情報に基づいて検討した結果」といった文言があったかどうか）を立証すれば足るものか、それとも実際に投資銀行が受領した情報の範囲について立証を行う必要があるのかによって、実態的な救済の可否に影響があるように

---

(179) Elson, *supra* note 67, at 993–994; Stephen Glover & David Harris, *Fairness Opinion Practice Comes Under Scrutiny As NASD Considers New Rules*, 8 M&A Lawyer 11 (2004), FN 18; Michael J Kennedy, *Functional Fairness—The Mechanics, Functions and Liabilities of Fairness Opinions*, 1316 PLI/Corp 217 (2002), HN37; Seth E. Lipner & Lisa A Catalano, *The Tort of Giving Negligent Investment Advice*, 39 U. Mem. L. Rev. 663 (2009), 691–692.

思われる。また同様に、当該投資銀行が受領した情報レベルに関しても、どの程度のレベルの情報であることが求められるのかについて、本件では明らかではない点にも注意が必要である。

本件は過失責任の基礎をなす注意義務の存在につき、会計士の責任に関する判例が異なった結論を得たものとして、Ultramares 事件判決及び Rusch Factors 事件判決を挙げた後に、「顧客に対する通常のサービスの提供における会計士の不注意の結果について、第三者に対する無限 (Open Ended) の責任を課すことに躊躇する」という裁判所の考慮の例として、会計士責任の限定を示している。そして、リステイトメントの適用範囲に触れ、責任対象の範囲が限定され、かつ実際に予見された (Actually Foreseen) ことをその要件として挙げており、その後これに追隨する判例もみられるところである。また、この基準こそが適切な基準であるとする論者もみられるところである。<sup>(180)</sup><sup>(181)</sup>

以上のように本件判決のロジックが、Rusch Factors 事件判決で示された基準と同様の基準を採用していることから、Wells 事件判決が Credit Alliance 事件判決を引用していることに鑑みれば、理論的展開は Credit Alliance 事件判決と Rusch Factors 事件判決の関係と平行に理解することができる。即ち、本章第2節(5)で検討した通り、当事者適格関係を理論的基礎としながら、その類似関係の認定基準として発達したリステイトメントの基準を採用している点は両判例間の理論的關係性に共通するものである。従って、Rusch Factors 事件判決がそうであったように、本判決も Wells 事件判決で示された、投資銀行が責任を負うべき第三者の範囲を拡大したのもであると理解できるであろう。また、以上のような先例とのつながりから考察した場合、Schneider 事件判決との関係では異なった事実関係、とりわけ投資銀行から提供された意見を株主が取得したという点が大きく異なっており、理論的関連性を見出すことはできない。即ち、本件で採用された基準は、フェアネス・オピニオンが株主に対して

---

(180) Klein v. King, Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 95,002 (N.D. Cal. Mar. 26, 1990).

(181) Martin, *supra* note 13, at 159.

直接交付されたという事実関係の下で適用される点には注意が必要である。

他方で、当該リステイトメントが専門家責任という広い範囲で規定されていることから、本節（１）Wells 事件<検討>において見られたような、なぜ投資銀行に会計士と同様の理論が適用されるのかという指摘については、ここでは問題とならない。

その意味で、本判決はフェアネス・オピニオンの発行に係る発行主体と株主の関係を、専門家責任という文脈の中に位置づけ、その適用範囲について射程範囲を示した判例としても位置づけられよう。

#### （４）Klein 事件<sup>(182)</sup>

##### <事実の概要>

Informix 社（以下、「X」という）は、カリフォルニア州で主たる事業を営む、デラウェア州法に準拠して設立された会社である。同社の主力事業は、オフィスシステム及びデータベースソフトの開発及び販売である。

1988年2月8日、Xは Innovative Software 社（以下、「Y」という）と合併した。本件合併契約により、YはXの完全子会社となり、Yの既存株主にはXの株式が交付されることとなった。合併に先立つ1987年末時点で、Xの普通株式は約860万株発行されており、合併後にYの既存株主に株式が交付された後には、Xの発行済普通株式は約1170万株となった。

本件訴訟は、1987年10月15日から1988年10月24日の間（ここでは、この期間を「クラスピリオド」という）にXの株式を取得した株主らを原告が代表したクラスアクションである。原告の主張によれば、合併前の1988年1月8日にXは SEC への届け出をし、Yの既存株主へXのリリース及び本件合併契約の内容を付して委任状を送したが、当該書面は合併の成功可能性について楽観的で誤ったものであったという。

本件合併後、両社の業務執行に問題が発生したため、新たなソフトウェアの

---

(182) Klein v. King, 1990 WL 61950 (N.D. Cal.)

開発が遅れることとなった。これを反映し、Xが1988年の第3四半期開示において損失を計上したところ、Xの株価は1988年1月から7月までは1株当たり25ドル前後であったのに対して、1株12ドルまで急落した。さらに、1988年11月には第4四半期開示において追加損失を計上し、Xの株価は1株当たり7ドルまで落ち込んだ。また、Xの役員・取締役・社外取締役及び少数株主である Altos Corporation 社は、高値の付いたクラスピリオドの期間内に所有株式180万株以上を売却したという。

原告は、本件被告らが将来の事業計画及び合併について、公衆及び潜在的な投資家を欺いたと主張した。即ち、①人工的にXの株価を高値にして合併を承認させ、②原告にXの株式を高値で購入させ、③被告らの個人的な利益のために、X株式を高値で売却することを許容したと主張した。

これらの主張は、①Xの経営陣、②Xの少数株主である Altos Corporation 社、③Xに対してフェアネス・オピニオンを発行した Hambrecht & Quist 社（以下、「H社」という）に対して向けられた。③につき、原告はフェアネス・オピニオンの記載が不実記載にあると主張している。

これに対して、被告らは訴え却下の申立を行い、これについて検討したのが本件である。<sup>(183)</sup>

### <判旨>

カリフォルニア州法の下では、当該被告が原告に対して誤った行動を避ける義務を負っていない限り、不実記載責任を負わない。このような義務が存在するか否かという問題は、法律問題である。被告が原告に対して、当事者関係に基づく義務を負っているか否かを決定するに当たり、裁判所は以下の要素のバランスを要求する。即ち、①当該取引が原告に影響を与えることが意図されたものであったこと、②原告に損害を与えることの予見性 (Foreseeability) が存

---

(183) 本件では、経営陣等に向けて10の訴訟原因が主張されているが、本稿ではフェアネス・オピニオンに関連する訴訟原因10についてのみ検討する。

在したこと、③原告が損害を受けることへの相当の蓋然性、④被告の関与に対する可罰性、⑤将来の損害を防止する措置である。

カリフォルニア州法の下では、会計士の独立した会計報告とは異なる基準が適用される。その基準は、過失に基づいて提供された会計報告を信頼することが合理的に予見可能な原告に対して、会計士が注意義務を負うことを示している。

原告の主張によれば、H社は他の被告らと共謀し、虚偽及び誤った委任状を作成することに協力しているものであり、当裁判所は当該被告らが当該委任状を信頼した全ての原告に対して義務を負うと判断する。従って、当裁判所は、不実記載に係る被告の訴え却下の申立を却下する。

#### <検討>

本件では、合併に係る不実記載等に係り10もの訴訟原因が主張されているが、投資銀行に対する主張について、判決では契約的關係を前提とした義務基準の問題を法律問題として扱うことを宣言することから議論を始めている。そして義務の存否の問題について、主観的要素として、被告の①原告への働きかけの意図、②損害の予見性を挙げ、客観的要素として、③原告に損害が生じる蓋然性、④被告の行為の可罰性、⑤損害防止措置の存否を挙げた。この中でも、本件に特徴的な点は、損害の予見性を義務の存否の要素として挙げている点である。

この損害の予見性についての記述は、Rusch Factors 事件に示された実際の予見性アプローチに相当するものであると指摘されており、このような意味で、<sup>(184)</sup> 会計士に対する責任追及の議論と、フェアネス・オピニオン発行者としての投資銀行の責任が平行に捉えられているといえる。

この点、筆者の検討した限りでは、H.Rosenblum 事件において採用された合理的予見可能性アプローチを投資銀行に採用したとされる判例は見当たらない。

---

(184) Martin, *supra* note 13, at 158-160.

い。両者の相違は、投資銀行が責任を負うべき第三者の範囲に反映され、株主の損害の回復が投資銀行から実現される可能性に影響を与えるものであり、合理的予見可能性アプローチが広範な範囲にこれを認めるのに対して、実際の予見性アプローチは一定の制約を課していることにある。そして、これまでに検討した事件においても指摘したとおり、責任範囲の拡大の議論に対しては常に専門家責任の限定という制約原理が存在する。

しかしながら、会計士責任の議論の発展と同様に、フェアネス・オピニオン発行に係る投資銀行の責任は、類似の理論枠組みを採用して拡大されてきたと理解されており、このような傾向に対しては、コスト負担の公平性の観点とともに、最終的に株主利益に資するものであるかという疑問が投げかけられている。<sup>(185)</sup>

#### (5) Daisy Systems 事件<sup>(186)</sup>

##### <事実の概要>

コンピュータエンジニアリング事業を営む公開会社である Daisy Systems Corporation 社（以下、「D社」という）は、1988年にデザインシステム事業を手掛ける Cadnetix Corporation 社（以下、「C社」という）の買収を検討した。D社の経営最高責任者である Dr. Norman Friedmann（以下、「N」という）は、Bear Stearns & Co., Inc.社（以下、「B社」という）に、買収に係る助言を得るために接触した。Nは公開会社の買収経験がなく、B社担当者に対して、B社がD社及びC社の合併及びそれから生じる利益を分析できるのであれば、当該取引をD社株主と話し合うと述べた。B社担当者は、投資銀行は当該取引を分析するのに十分な情報を有しており、Nに対して75,000ドルの報酬を請求することを伝えた。

1988年5月5日に、B社担当者はD社に対して書面を送り、B社が「C社との

---

(185) Elson, *supra* note 67, at 994.

(186) *In re Daisy Systems Corp.*, 97 F.3d 1171 (9th Cir. 1996).

いかなる取引との関係においても、専属アドバイザーとしてD社を支援する」ことに同意したと伝えた。B社の提供するサービスは、「取引の公正及び評価、そしてC社との交渉での支援を含む」とされていた。D社は、当該合意によって、B社に対して、B社が「適切と考える」D社及びC社の情報を提供する義務を負うとされた。また、B社は当該情報を「当社による独自に調査・証明することなく」信頼し、用いることとし、D社によって提供されたC社の情報の正確性について、何らの責任も負わないとされた。さらに、75,000ドルの報酬に加えて、B社は当該合併の成功を条件として、C社によって受領された対価の合計額の1%を受領するとされた。

しかし、C社はD社との友好的な合併を拒否し、B社はNにC社に対する敵対的買収を勧めた。同年9月19日にB社担当者はD社の取締役会に出席し、C社の買収に関する提案を行った。この分析は、買収戦略、買収価格の範囲、実行可能性、財務分析、資金調達の可能性についての議論を含むものであった。この会議において、D社取締役会は、C社の敵対的買収に踏み切ることを決議した。

同年9月22日にB社担当者は再びD社に書面を送り、D社及びB社間の合意についての修正を行った。これによれば、基本的な事項は同年5月5日付書面の通りであるとしたうえで、①B社は、C社の株式の公開買付もしくはエクステンジオファーにおいて、ディーラーマネージャーとして活動すること、②B社の社内委員会の承認を条件として、もし求められるのであれば、D社の資金調達を支援することを付した。また、B社が資金調達の支援を行う書面を発行した場合、D社がB社に対して100,000ドルを下限として、調達価格の一定割合を支払うこととされた。

同年9月30日、D社は1株当たり8ドルでC社の株式の51%を購入する買付を公表した。当該買付には、D社が「合理的な条件で、十分な資金調達がなされること」が条件とされていた。その際、B社は「近時の市場情勢の下で」5,000万ドルの資金調達が可能であるとの書面を発行した。同年10月17日には、D社はC社の株式の100%について、一株当たり8ドルで買付を申し込んだ。その際、B

社は、「近時の市場情勢の下で」10,000万ドルの資金調達が可能であるとの書面を追加発行した。同年10月24日には、D社は申込価格を1株当たり8.375ドルまで引き上げた。

そして、同年10月31日にD社及びC社の代表者がB社担当者の立会いの下で会談し、席上、D社及びC社の取締役会の間で友好的な合意がなされない場合であっても、B社は当該取引の資金調達を行う意向を伝えた。ところが同年11月6日、B社担当者は社内委員会に対して、「当該取引の敵対的な状況及び一般的なハイテク産業への資金提供への意欲の減退によって、実際にはほとんどの銀行が貸し出し調査の段階に至らない」ため、当該取引に係る資金調達が失敗に終わったことを伝えた。B社は同年11月10日に、同年10月24日付のD社の買付に関連して、D社に対して13,000万ドルの貸し出しを行うことについて検討した。C社は同日にD社との友好的合併に合意した。当該合意によれば、D社はC社を一段階の合併（One Step Merger）で買収し、対価は1株当たり9.50ドルとし、そのうち6.50ドルが現金で、3ドルがD社の普通株式に転換が可能な債券で行われることとなった。

その後、両社は合併条件を修正し、2段階合併（Two Step Merger）を行うこととし、まずD社はC社株式の50.1%を1株当たり9.50ドルで取得し、残りの株式については一株当たり3.78ドルの現金と、D社の転換債券によって取得することとした。本件合併は、同年11月23日付で発効し、同年11月29日にD社は様式14D-1を提出し、資金調達について、「自信あり」とした。B社は自社のアレンジメントを通じた資金調達を促す書面を同年12月9日D社に送付した。

同年12月から1989年2月にかけて、D社はB社の助言・支援を受けることなく資金調達を模索したところ、合併の第二段階に必要な資金の調達ができなかった。そこで、B社はD社に1989年4月18日に1,500万ドルの貸し付けを行い、同年4月20日に4,500万ドルの短期ローン融資の実施をB社の内部委員会で承認した。しかし、B社担当者はD社にこの事実を伝えず、4,500万ドルの短期ローン融資について、B社の委員会は拒否したと伝えた。その後1989年5月31日に、本件合併の第二段階が終了し、合併計画は完了した。

ところが、その後合併後のD社の業績は予想を大きく下回り、同年9月にはB社に自社の売却先の検索を依頼し、11月には合併時にC社の株主に交付した債券の利息の支払いを不履行した。そこで、債券所持者が合衆国破産裁判所に破産申立を行い、当該裁判所は Jack Kenney (以下、「K」という) を管財人に指名した。

1991年5月29日、KはB社に対して訴訟を提起し、1992年6月24日に訴訟原因を①信認義務違反、②専門家業務過誤、③過失に基づく不実表示、④契約違反、⑤債権者劣後に修正して訴訟を提起した。B社は訴え却下の申立を行い、地方裁判所は、信認義務の存在を否定して信認義務違反、及び債権者劣後について訴えを却下し、専門家としての判断ミス、過失に基づく不実表示及び契約違反については却下申立を退けた。

その後、1994年2月9日にB社が略式判決 (*Summary Judgement*) を求めたところ、地方裁判所はこれを認め、Kの再聴聞の申立を退けた。そこで、Kが上訴したのが本件である。

### <判旨>

略式判決の認容は、新たに再検証される。控訴審裁判所は、上訴を行わなかった当事者に最も好ましい観点から証拠を再検証し、当該地方裁判所が実体法を正しく適用したか、そして重要な事実に関する問題が存在するか否かを検討しなければならない。

#### 1. 専門家の過失について

##### 1) B社のD社に対する義務

専門家の過失の主張を確立するために、原告は①専門家が、他の専門家が同様に持ち、そして実践するであろう能力及び知見を用いるべき義務を有していること、②その義務に違反したこと、③過失ある行動と、発生した損害の間の相当因果関係、④当該専門家の過失によって生じた損害又は実際の損害について示さなければならない。

Kは、D社の専属アドバイザーであるB社が広範な義務を負っていたと主張する。これらの義務の輪郭は、専門家の証明によって決定される。従って、KはD社の専属アドバイザーとして、B社は当該取引における他の選択肢の利益及びリスク、そして会社の株価に与える当該取引の影響の評価、D社とC社の事業執行に関する分析を行うべきであったと主張する。そして、B社はこれらを履行することに失敗したと主張するのである。実際に、ハイテク産業において敵対的買収は愚かな行為であるとの指摘がされていたところであり、B社担当者でさえD社及びC社の取引に対する資金調達には困難であると指摘していたのである。

これに対してB社は、専門家に課される義務はKの主張するものよりも極めて制限的に捉えられていると指摘する。即ち、D社・B社の契約書 (*Engagement Letter*) によってB社のD社に対する責任は制限されていたのであり、B社の主要な役割は評価・スキームへの助言及び交渉の支援にあると主張する。そして、Kの主張する義務は、D社によって提供された情報の正確性について責任を負わないとする契約書の範囲を大きく超えるものであると主張する。

しかし、B社の分析は契約書の解釈を誤っている。B社は契約書によってD社に対する専門家としての義務が画されているという一方で、契約書の検証によってB社の議論は誇大な主張であることが示される。当該契約書は、単にB社の支援が「評価及びスキームへの助言を含んでいる」ことを示しているのみであり、B社の本件取引への関与が、これらの活動に限定されていることを示してはいない。

さらに、B社の主張の根拠として示される判決は適切ではない。Monroe 事件における専門家の検証は一般的な専門家の基準に達しておらず、Apple 事件においては当該事件における明らかな証拠が専門家の検証と相反していたために、専門家の評価にウェイトが置かれなかったのである。しかし、本件では専門家の評価と一般的な専門家の基準に乖離はなく、専門家の評価が義務を負うべき状態を検討するにあたっての証拠と矛盾することもない。従って、Kの指摘する通り、略式判決は不適法に認容されたといえる。

Bが負うべきであるとKが主張する広範な義務を、D社は信頼していなかったというB社の主張は、支持を得られない。なぜなら、証拠の示す通り、D社の経営陣は公開会社の買収の経験がなく、B社及びその担当者の支援を広範な問題に渡って信頼していたと考えるためである。

従って、D社の専門家としての評価は投資銀行業界において相当な義務を確立し、そして専門家の義務の解釈はD社・B社間の契約条項と矛盾しないため、当裁判所は専門家の義務を容認し、これに違反した証拠が存在したか否かについて以下で検討する。

## B. 義務違反とD社への侵害

当裁判所は、B社がD社に対して負う何らかの義務に違反したか否かにつき、事実的な疑問が存在すると結論付ける。B社は契約書によって、B社が提供された情報の正確性に関して責任を負わないとされているという事実を信頼する一方で、当該契約書はB社の責任をD社によって提供された情報の正確性の範囲内でしか免除しない。しかし、ここで問題とされていることは、B社の分析の注意の程度である。D社・C社間の敵対的買収のための資金調達の可能性について、B社が検討を行ったとの主張がなされていないことは特筆すべき点である。実際に、「自信あり」と示した書面が発行された数週間後の11月6日に、銀行が一般的にハイテク産業の会社に融資する意思を持っていないことを、B社担当者はB社の委員会に報告している。

これに対して、B社はD社に提供した助言とD社の損害の間の因果関係を否定している。B社は、その分析及び保証は基本的に敵対的買収との関係のものであり、その助言は友好的な買収がなされた場合には成功していると主張するのである。

だが、この議論はD社の主張の核心を十分に理解していない。D社は結果として会社に損害を与えることとなった敵対的買収の戦略を採用するように、B社が助言したと主張しているのである。実際に、D社はB社の助言に従ってC社の株式を大量に獲得したのであり、従って当該取引の背景にB社の助言が存

在しなかったということではできない。

しかし、C社株式の獲得とD社の破産との間に因果関係が存在したかについては、疑問が存在する。D社は、C社株式の獲得はD社の合併と深く関わっているというが、D社はB社の助言が破産の「実質的要因」であったことを示さなければならない。そしてそのためには、他の要素がこのような失敗を誘引しなかったということを示す必要がある。

とはいえ、ここで当裁判所の目的は、D社の訴訟戦略について述べることでなく、略式判決の認容を排除すべき重大な事実が存在することを示すことである。この点についてのD社の主張は、事実問題として検証されるべきである。従って、当裁判所は専門家の不実記載責任に係る略式判決を認容した点につき、地方裁判所に差し戻す。

## 2. 信認義務について

カリフォルニア州最高裁は、「信認ないしは信認関係 (*Confidential Relationship*) の要素は、独立した当事者間において、対等の関係ではないことに求められる。なぜなら信頼が置かれ、信頼を受け入れている当事者は優越的な影響力を有しているためである」との見解を採用している。地方裁判所はKの信認義務に係る主張を否定する中で、「B社が優越的な地位にあったと示すものは存在せず」、本件における関係性を「洗練された事業者同士の関係」としている。しかし、地方裁判所の認定とは対照的に、本件当事者らの一般的な事業者としての洗練性はここでは問題とならない。むしろKが指摘することは、D社及びその経営陣、とりわけNが公開会社の買収の経験がなく、B社の助言を「本件合併の分析を保証するため」に信頼したことなのである。従って、両当事者が共に洗練された会社であったとしても、B社がD社に経験のない取引に関する助言を提供したという事実は、相当の優越性が存在しえたことを示している。さらに、D社内部の他の者がそのような経験を有していたかという点についても、そしてB社よりもそのような個人に対してD社が信頼を置いたかという点については、事実上疑問が残る。

B社は「投資銀行とその依頼者の関係は、法的な問題として信認関係に立たない」と主張しているが、当裁判所はこの議論を否定する。なぜなら、信認関係の存在は問題となる当事者の関係・環境に鑑みて検討されるべきものであり、即ち事実問題である。従って、B社が信認義務を負うか否かの判断において、本件地方裁判所はB社及びD社の関係性をより詳細に検討しなければならない。

このような検討にあたっては、2つの重要な事実要素が存在する。即ち、信託の存在は信認関係の基礎であり、さらに依頼者とエージェントの関係が存在した場合には信認関係の存在が肯定される。もちろん、投資銀行とその依頼者の関係が全て信認関係に位置づけられるものではないが、信認義務が事実として存在する場合の決定は、特定の事実の存在によって判断される。この点において、エージェント及び信託の問題は、B社がD社に対して信認義務を負うか否かを決定する前に検証されなければならない事実的な問題である。

## B. 信認義務違反

当事者に信認関係が認められた場合、裁判所は信認義務違反を基礎づける事実の存在に注意を向けなければならない。D社は、信認義務違反の証拠として、B社担当者が4,500万ドルの融資を隠ぺいした事実を指摘する。これに対してB社は、D社には他の金融機関が融資を実行したのであるから、当該融資承認に係る不実情報の伝達によりD社は損害を受けていないと主張する。

しかし、B社がその担当者が4,500万ドルの融資について認知していなかったとの主張を行うのであれば、これは審理手続きによる証拠調べの対象となる問題である。さらに、他の金融機関によって融資が実行されたことにより、D社に損害が発生していないというB社の主張について、それぞれの融資が与えるD社・C社間の取引への影響は、別の問題であり、略式判決に係る問題を解消しない。

またB社は、B社が資金調達義務を負っていないのであるから、資金調達の曖昧さは信認義務違反を構成しないという。このような主張の根拠として、

B社はD社のSECへの届出書において、投資銀行への言及がなされていない点を指摘する。しかし、B社によって引用される届出書の一部には、「D社経営陣は5,000万ドルの融資を検討しており、これは合併後のD社の資産によって保証される」としか表されていない。そしてこのような表現は、必ずしもB社も資金調達に関与しているというD社の認識と矛盾するわけではない。

さらに、1988年11月28日の内部資料によれば、B社は本件取引の最後に行われる合併のための資金提供を承認していることから、取引の第二段階に必要な資金調達に関与しなかったという主張には疑問がある。B社担当者は、委員会に対して、「D社がB社に対する報酬を支払わなくて済むように、自社で資金調達を行った」と報告しているのであり、合理的な者であれば、B社はD社の独自の資金調達を知った際にその収益を奪われると理解したと認定するであろう。従って、証拠からはB社が資金調達のための努力を継続する義務を有していたことが示される。

これらの証拠から、当裁判所はKの信認義務違反の主張が無益なものとなったとは言い切れない。そこで、当裁判所は信認義務違反の主張を否定した点につき、地方裁判所に差し戻す。

#### <検討>

これまでに検討した判例の流れから考察すると、フェアネス・オピニオン発行に係る投資銀行への責任追及の在り方は、概ね以下の類型がある。即ち、①当該意見を信頼した株主による請求、②当該意見を受領した会社からの助言のクオリティに関する請求、③破産財団から、破産を誘引した不適切な助言としての請求である。これまでに検討した判例とは異なり、本件は③に該当する事実関係のもとで争われた事件である。このような事情の特殊性として、破産財団はしばしば後知恵によって経営陣・アドバイザーの判断を非難し、資金の回

収を図ろうとする点が指摘されている。<sup>(187)</sup>

本件のロジックは、まず信認関係を認定するための議論は、法律的な問題ではなく事実的な問題であることを確認することから出発する。そして、事実的な要素として、①専門家である投資銀行と依頼者間の専門的知見・情報の格差が存在すること、②専門家に対して依頼者が置いている信頼の程度、③専門家が依頼者を代表しているか否かを示したと理解されている。<sup>(188)</sup>

このような事実認定の基準要素については、とりわけ③に対してまさに投資銀行が代理人として活動しているかを指しているとの理解を前提として、代理理論に依拠した上で契約関係を越えた義務を示した判決の理論構成に多くの批判が投げかけられている。このような論者は、代理理論の採用によって投資銀行の責任が拡大するところ、会社の経営判断の失敗のリスクを投資銀行が担うことの不適当さを指摘する。即ち、会社取締役と比較して投資銀行にはその判断を許容する経営判断原則のような広範な裁量を確保する理論的調整弁が存在せず、株主に比較してリスク分散を行う余地が少ないことを指摘するのである。<sup>(190)</sup>

またそれ以外の要素については、そもそも会社支配権取引においては一般事業会社と投資銀行で専門的知見及び情報量に格差が存在することは当然であり、投資銀行が当該会社支配権取引全体をアレンジメントする場合に、依頼者

(187) Tariq Mundiya, *Investment Banks' Liability For Giving Financial Advice*, 9/17/98 N.Y.L.J. 5, col. 1(1998).

(188) Robert W. Doty, *Municipal Finance Advising, Part I: Fiduciary Relationships of Municipal Finance Advisors With Their Issuer Clients*, 33 Urb. Law. 225, 248-249 (2001).

(189) E.g., M. Breen Haire, *The Fiduciary Responsibilities of Investment Bankers in Change-of-Control Transactions: In re Daisy Systems Corp.*, 74 N.Y.U.L. Rev. 277, 298-299(1999) ; John S. Rubenstein, *Merger & Acquisition Fairness Opinions: A Critical Look at Judicial Extensions of Liability to Investment Banks*, 93 Geo. L. J. 1723, 1740-1741 (2005).

(190) Breen, *Id.*, at 299-302.

が投資銀行のもたらす情報を信頼しているのは当然であり、そうであるならばこれらの要素は常に満たされてしまうとの指摘もなされているところである。<sup>(191)</sup>

このような本件判決の理解は、本節(2)で検討した Schneider 事件と共に投資銀行の責任を拡大したものとして位置づけられ、以上に検討したように多くの批判にさらされている。とりわけ、株主によって直接に信認義務違反に基づいて投資銀行への賠償請求がなされた Shoe-Town<sup>(192)</sup> 事件と比較されて論じられることが多い。これらの批判からは、清算トラストを中心とした破産財団ないしは株主がどのように損害の回復を図るかという問題において、投資銀行に責任を認めることによって損害の回復を可能にすることへの抵抗感が強く見受けられる。ただし、実証的な研究を行う論者からは、本件判決によって投資銀行に対する責任追及のバイアスは明らかに増したといえるが、これにもかかわらず1990年代のフェアネス・オピニオンの利用は減少していないとの報告もなされている。<sup>(193)</sup>

## (6) HA 2003事件<sup>(194)</sup>

### <事実の概要>

HA-LO社(以下、「H社」という)は、企業の販売促進商品を製造・販売する会社であった。H社は1990年代に通信販売事業の拡大で急成長を遂げ、1999年末に通信事業のさらなる拡大を企図して、Starbelly.com 社(以下、「S社」)

---

(191) Partick J O'Kelly, *Recent Negligence Actions Against Business Valuators: Caution in the Face of the Curtailment of Indeterminate liability*, 2001 J. Bus. Valuation 83, 102-104(2001).

(192) *In re Shoe-Town Inc. Stockholders Litig.*, No. 9483, 1990 Del. Ch. LEXIS 14 (Del. Ch. Feb. 12, 1990).

(193) Helen M. Bowers, *Fairness Opinions And The Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions*, 96 Nw. U. L. Rev. 567, 575 (2002).

(194) *The HA2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 517 F.3d 454 (7<sup>th</sup> Cir. 2008).

の買収を計画した。S社の事業は月間3万ドルの費用を要するもので、当該買収提案は危険なものであった。

H社は、総額24,000万ドルのS社買収に合意し、そのうち7,000万ドルから10,000万ドルは現金で、残りはH社株式で支払われることとなった。本件買収契約で合意された現金支出は、H社の手元資金を超えており、不足額について既存の複数のローンの契約条項に違反して、資金を流用することが検討された。これに伴い、H社は旧 Credit Suisse First Boston 社（現在の Credit Suisse Securities 社、以下、「C社」という）を投資銀行として雇用し、Ernst & Young 社（以下、「E社」という）をコンサルタントとして雇い入れた。

C社はローン条項への違反を避けるために、支払条件及び金額についての再交渉を行い、よりよい条件を取得した。また2000年1月17日、C社はH社に対してフェアネス・オピニオンを発行し、「当該合併の対価は、財務・金融の観点から公正である」と示した。契約書（*Engagement Letter*）及びフェアネス・オピニオンには、C社がH社から受領した財務計画を信頼し、これを変更しない旨が記載されていた。

E社は、H社経営陣に対して、S社の買収は利益的ではなく、H社経営陣らの策定する事業及び財務計画は現実的ではないと指摘したが、H社経営陣はこの助言を受け入れず自らの策定した事業及び財務計画を取締役に示した。

2000年4月、C社のフェアネス・オピニオンを付した委任状がH社株主に送付された。投資家らは本件合併を承認し、2000年5月に本件合併は実行された。その後、S社がH社に利益をもたらさずにいたため、H社の収益は悪化していった。ついに2001年1月に、H社は破産申し立てを行い、これに伴い管財人が選任され、債権者への債務支払いを管理するため HA2003 Liquidating Trust が形成された。本件は、当該清算トラストがC社に対して提起したものであり、H社とC社の契約書が交わされたニューヨーク州において提起されたものである。

当該契約書では、C社は「不誠実（*Bad Faith*）または重過失の場合」以外にはいかなる損害に対する責任も免責されることとなっていた。清算トラストは

C社が不誠実であったとの主張は行わず、本件で発行されたフェアネス・オピニオンが重過失に基づくものであるとの議論を展開した。即ち、C社は①S社との合併に係る将来の見通しにつき、会社経営陣の発行したのではなく、E社の評価に従うべきであり、②多くのIT企業の市場株価が下落した場合、フェアネス・オピニオンを撤回するか、もしくは最低でも新たなフェアネス・オピニオンを提供するべきであったと主張した。

地方裁判所は、非陪審審理手続きを行い、C社は重過失を伴っていないことを示した。これに対して、清算トラストが上訴したのが本件である。

### <判旨>

本件の地方裁判所は、本件契約に則り、C社が「重過失」であったと認定することが不可能であるとしている。また地方裁判所は、H社取締役会の構成員は、原告がC社の沈黙を非難する事実の全容を実際に理解していたと付言した。ある者に過失があるか否かは「事実」の問題であるが、これらの事実認定は明らかな誤りでない限り、明白なものではない。

原告の主張は、フェアネス・オピニオンが無価値であるが高額な書面であり、デラウェア州最高裁判所の判決である Van Gorkom 事件判決に触発されて、会社経営陣によって購入されたものであるとの認識を多分に反映している。ある識者は、同事件を誤ったものであると理解しており、また算定上及び独立性の問題を有すると指摘する者もある。

しかし、フェアネス・オピニオンの意義にかかる理解は、本件とは関係がない。当裁判所は、C社は市場の要求を満たしていると理解する。裁判官や規則制定者が、価格よりも価値の低いものを会社に購入させるように誘導して、特定のサービスのために「過大な要求」をする可能性は、当該サービスの提供者を罰する理由にはならない。C社は、事業のレベル及び契約に従い、H社の経営陣が示した数値を信頼したのである。

本件訴訟は経営陣の失敗を負担する投資家による投下資金の回収の試みであり、C社は経営陣の経営判断の誤りを保証することを示してはいない。フェア

ネス・オピニオンの提供に際し、投資銀行に事業リスクの保障を強制することは、フェアネス・オピニオンの価格を高騰させるだけで、投資家にとって有益ではない。投資家は事後の利益のために事前に費用を支払うのであり、保証は市場を通じて実現する場合にはより安価である。投資家はその所有を分散することができ、従って買収会社を買収において多大な支払いを行っている場合には、投資家は買収対象会社の株主としての役割を取得するのである。即ち、投資家は所有の分散によって、保険や訴訟の費用を支払うことなく保護されるのである。

C社が IT ブームの終焉を予見していたという原告の主張は、後知恵の主張である。NASDAQ の数値は、合併交渉から合併の終了までに上下しており、将来の推測が可能であったとは言えない。将来の市場動向を予見できなかったことが、「重過失」であったとは言えない。

原告は、IT 企業の株価が下落し始めた2000年3月9日以後に、C社がフェアネス・オピニオンを撤回するか、新たなものを提供するべきであったと主張する。2000年4月及び5月にIT企業に投資した投資家が、すべて損失を被る状況にあったと理解したわけではない。しかし、原告はあたかも「全ての者が」2000年3月の下落及びITバブルの崩壊を認識しているかのごとく主張するが、C社がそのように述べることは必要ない。H社の取締役会及び2000年4月の株主総会において議決権を行使した株主は、それぞれ独自に株式市場を調査できたのである。C社はある一時点でのフェアネス・オピニオンを提供するだけでよく、情報の更新は仕事の追加であり、これには追加の費用が支払わなければならない。H社の経営陣は、C社のフェアネス・オピニオンの更新に対して費用を支出することを申し出たわけではなく、もしC社が無料で更新されたフェアネス・オピニオンを提供すると申し出てもこれを拒否したかもしれない。

最後に、原告はH社・C社が交渉した契約につき、不法行為訴訟のような義務の創生を求める。しかし、契約書はS社の将来の収益に関する情報の予測についてのチェックの義務を課していないし、フェアネス・オピニオンの更新の義務も課していない。C社は、雇われた通りに行動したのであり、C社が異なっ

た行動を行うべく雇われたという原告の主張は、責任の基礎を構成しない。  
従って、当裁判所は原審の判断を認容する。

### <検討>

本件は、合併によって業績が悪化した後に破産した会社の清算トラストが、フェアネス・オピニオンを発行した投資銀行に対して責任追及を行ったものであり、これまで本稿で主として検討してきた、株主・投資銀行間の問題ではない。しかし、本件判決で示された内容は、上記の関係を検討する上での理論的基礎をなし、ゆえに重大なインパクトを持つものである。

本件の事実関係は、H社取締役会がE社による本件取引に対する懐疑的な意見の提供を受けながらも、これを無視して本件取引を行ったこと、及び本件被告であるC社に対して、E社の意見を反映したものと異なる独自の情報を提供したという特殊事情を有している。これらの事情は、本件訴訟が投資銀行に対する「経済的強者からの損害回復を企図する戦略 (*Deep Pocket Strategy*)」の一環であるとの印象を強めるが、このような特殊事情にもかかわらず、本件判決が投資銀行の義務及び責任の範囲を契約書やフェアネス・オピニオンの文言に求めたことには大きな注目が集まっている。

即ち、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載されている文言によって、単に責任範囲が画されるのみならず、もし曖昧な文言であった場合には投資銀行の側に義務及び責任の不存在を主張・立証する義務が生じると解されているところであり、訴訟上の主張・立証<sup>(195)</sup>レベル次第では投資銀行にフェアネス・オピニオン発行にかかる責任が肯定されうるのである。このような判示の背景について、以下のような指摘がある。

第一に、本件裁判所は不適切な取引についての責任、即ち誤った経営判断に対する責任は、あくまで取締役が負うべきものであり、*Deep Pocket Strategy*

---

(195) Tariq Mundiya, *Fairness Opinions: Court's Scrutinize Role of Investment Banks*, 5/29/2009 N.Y.L.J. 5, col. 1 (2008).

を採用して損害の回復を求める清算トラストや、誤った経営判断を行った当該取締役が、損害の回復・責任を投資銀行に転嫁することに否定的であるというものである。<sup>(196)</sup>

第二に、本件判決はフェアネス・オピニオンに対して責任転嫁のための保険的性格を与えることについて否定的な考えを示したといえるが、このような認識に至った背景には、本件裁判所が効率性市場仮説に依拠して、フェアネス・オピニオンへの保険的性格の付与が、市場に歪みをもたらすと考えたためであるというものである。<sup>(197)</sup> またこの点につき、本件判決を示した Easterbrook 判事が第7巡回区控訴裁判所を代表する、いわゆるシカゴ学派（*Chicago School*）を代表とした「法と経済学」への理解に富んだ判事であったことも指摘されて<sup>(198)</sup>いる。

以上のような指摘を考察すれば、フェアネス・オピニオンの発行により、投資銀行に責任が負担される可能性が高くなればなるほど、フェアネス・オピニオンには保険的性格、即ち清算トラストまたは株主による損害の回復の可能性は高まる。しかし、他方でフェアネス・オピニオンの発行という事実によって保険が付された取引が行われるため、市場の価格形成機能は一定の圧力を受け、低下するといえる。

しかし、このような効率性市場仮説に依拠した裁判所の理論に対しては、以下の反論がなされている。即ち、①買収会社のステークホルダーは、買収対象会社から問題を相殺するような利益を受けることができず、②買収対象会社は先見性のない買収によって業績が下降するため、合併後に共に破産への道を進んでしまい、③裁判所は、長期的には市場を通じて問題が洗い流されるのであ

(196) *Id.*

(197) Dominic J. Campisi, *Issues in the Courtroom: The Litigation Landscape*, SP004 ALI-ABA L, 10-11 (2008).

(198) Dan Schechter, *Investment Banker's "Fairness Opinion" Is Not Negligent Because Engagement Letter Required Reliance on Unverified Financial Projections*, 2008 Comm. Fin. News. 19 (2008).

るから、当座の不正については問題ないという理解を示しているが、当該不正取引に対して利害を有する者にとっては実態的な救済にならないというものである<sup>(199)</sup>。このような批判には、まさに市場によってリスクが適切に分配されるかという問題への態度が反映されているものと考えられる。

とはいえ、本件判決による契約書及びフェアネス・オピニオンの文言を重視する裁判所の姿勢は、次に検討する Joyce 事件判決にも引き継がれ、これらの判決を投資銀行の「完全な勝利」であると評価するものも見受けられる<sup>(200)</sup>。

### (7) Joyce 事件<sup>(201)</sup>

#### <事実の概要>

Joyce を代表とする原告ら（以下、「Jら」という）は、21st Century Telecom Group 社（以下、「21st社」という）の株主及び予約権の保持者であった。1999年12月12日、21st社は RCN 社（以下、「R社」という）との合併に合意した。本件合併では、R社が21st社の普通株式の全てを取得し、21st社の既存株主は、R社の株式を対価として取得することとされた。本件被告の Morgan Stanley & Co. 社（以下、「M社」という）は、当初R社の代理人として本件合併交渉に従事したが、その後当該取引に係り21st社のフィナンシャル・アドバイザーとしてフェアネス・オピニオン（以下、「本件意見書」という）を含む助言を提供し、当該意見は本件合併に際し株主に対して簡潔に示された。なお、R社は、M社との助言提供サービスの契約を解除した後、訴外投資銀行をアドバイザーとして雇い入れた。

ところが、1999年12月12日の合併契約から2000年4月28日の合併効力発生までの間に、R社の株価は約45<sup>ドル</sup>/株から28.62<sup>ドル</sup>/株まで下落したうえ、その後

---

(199) *Id.*

(200) Keith E. Gottfried and Barry H. Genkin, *Court Holds Investment Banks Do Not Automatically Owe A Fiduciary Duty to Shareholders of Companies They Advise in Mergers*, 12 No.9 M&A Law. 8(2008).

(201) *Joyce v. Morgan Stanley & Co.*, 538 F.3d 797(7th Cir. 2008).

連邦倒産法11章の適用申請を行ったことから、Jらの取得する対価である株式価値は無価値となった。

これに対し、JらはM社が彼らの損害を賠償するべきであると主張し、地方裁判所へ提訴した。原告の主張によれば、M社は、21st社のフィナンシャルアドバイザーとして活動していたところ、R社の株価に係る潜在的な損害のリスクを最小化する方法について、JらはM社が助言を提供するべきであり、M社はそのような助言を提供しなかったという。また、R社の株価の急落を適切に回避するための手法が、おそらくはR社の株価を減少させる可能性のある状況にあったため、M社が以前から有していたR社との取引関係から生ずる自らの利害関係を考慮して、このようなリスク回避措置を用いるように助言を提供しなかったと主張した。

M社は、Jらが①本件訴訟の原告としての適格を有さない、②有効な主張を行っていない、③適法な期間内に訴えを提起していないとして訴え却下の申立を行った。地方裁判所は訴え却下の申立を認容し、これにJらが上訴したのが本件である。

#### <判旨>

1. 訴え却下の申立において、本件のJらは直接というよりも派生的な関係にあるため当事者適格を有しないとM社は主張した。

即ち、彼らは本件訴訟が会社によって起こされるべきであり、派生的な関係から提起されるべきではないと主張するのである。M社は、①Jらが被った損害は株価の下落によって生じたものであり、損害の形態がR社の会社資産の減少という会社に対する直接の損害であることから、株主には間接的に損害が生じたに過ぎないこと、②当該損害は、本件原告のみならず株主一般に生じた損害であることから、このような主張を導いた。

この議論は、Jらの主張を誤解している。事件の却下において、地方裁判所が「訴訟適格」に依拠した点も誤りである。Jらは株価の下落よりも、回避措置の失敗によって損害が生じたと主張しているのである。換言すれば、Jらは

R社の価値の下落から、個人資産のポートフォリオを隔離するというJらの自己防衛措置をM社が阻害したと主張しているのである。Jらは株価の下落を彼らの損害の原因として依拠しえない。なぜなら、(Jらもそのように理解するように) 株価の下落に対して、M社は何らの行為も行うことはできないからである。対照的に、Jらの経済的損失の原因事実を回避措置の失敗に求めることは可能であり、Jらは、この回避措置の失敗はM社がJらに負う義務への違反によって生じたと主張するのである。21st社自体は、R社の株式を当該取引によって全く取得していないのであるから、回避措置にかかる助言の欠如から生じる損失を受けていないのであり、Jらは彼らの主張が派生的なものではなく直接的なものであるという。当裁判所は彼らの議論に関連して少し離れた議論を行う。即ち、核心的問題はそのような義務が存在するかにある。

2. 訴えの利益の議論に翻れば、M社はJらが適切な主張をなし得ていないという。法は現実の詐欺 (*Actual Fraud*) と擬制詐欺 (*Constructive Fraud*) の二種類の詐欺を予定している。Jらは自らが現実の詐欺について主張することに失敗していると認めている。代わりに、彼らは解釈上の詐欺の主張を行っているのであり、この種の要求は訴訟手続き上排斥されないと主張している。現実の詐欺と異なり、擬制詐欺においては「現実の不誠実 (*Dishonesty*) または詐欺の意図のいずれでもなく、法ないしはエクイティ上の義務違反といった他者を欺く傾向から生じる、法が宣言したものに対する違反の主張が要求される。」擬制詐欺には、「公衆の利益及び公衆又は個人の信頼 (*Confidential*) に対して損害的影響を与えることから、裁判所が詐欺であると解するもの、ないしは現実的詐欺に等しい省略又は表示といったいかなる行動」も含まれる。この請求には、信頼又は信認関係の存在が要求される。実際に、解釈上の詐欺を主張する原告は「①被告が原告に対して負う信認義務違反、及び②被告が違反の事実を認識しており、当該詐欺を受け入れたことを主張しなければならない。」

Jらは、M社が自らに対して信認義務を負っており、JらとM社の間に信頼関係 (*Confidential Relationship*) が存在したという。Jらは主張の修正において、M社が21st社に対して発行した本件意見書についての主張を追加した。本件意

見書では、21st社が「財務・金融的観点から、株主らに対して交付される対価が公正であるかにつき意見を求めた」という（傍点強調）。Jらの主張によれば、「M社が本件意見書の提供に従事した時点で、M社は本件意見書の提供サービスの受益者が、21st社の株主であることを理解していた」とされ、「M社は、本件意見書がR社への売却を決定する上で、21st社の株主によって信頼されることを理解していた」と続けられている。そして、「本件意見書の交付の結果、M社は21st社及びその株主らに対して、完全かつ公正な情報開示義務を負う」と主張するのである。

またJらは、M社が彼らに対して負う信託義務に係る利益相反についても主張する。M社・R社間の契約書（*Engagement Letter*）において、M社は潜在的利益相反関係について明確に示しているという。即ち、「M社はR社に対して当該取引について助言を提供してきた。R社及び21st社は、M社によるR社への助言の提供を中止すること、及び代わりに21st社への助言の提供を求めている。21st社は、M社が助言の提供に際して、同じ担当チームを用いることを認識しえた」と主張する。Jらは、M社が21st社に対して提供した助言の中に、R社の意図を反映した不当な目的があったとも主張する。即ち、「21st社に気づかれずに、R社がM社を21st社のアドバイザーに就任させたい真の理由は、21st社の株主に与える助言によって、R社の利益が損なわれないようにするためである。M社は、R社が自らを21st社のアドバイザーへ就任するよう推奨する動機を理解していた」というのである。

皮肉なことに、21st社はR社との従前の関係を考慮してM社の雇用に執心した。Jらの主張は、M社がR社の信用情報を21st社のために用いることによって、当該情報に関する忠実義務に違反し続けることを通じて、自らの信託義務違反を回避することを単純に望んでいたという理解に親和的である。例えば、「21st社は、M社が他の重大な案件でR社の利益を図っていたことを認識しており、（中略）技術的な利益相反が存在した」というのである。そしてそれにもかわらず、21st社は「M社がR社の事業実態・資本構造及びその他の重大な情報を熟知しているという確信の下に」M社の雇用に同意したという。

実態はそうであったかもしれないが、21st社の動機は当裁判所の目的に関係ない。重要なことは、JらがM社の義務違反を主張していることである。即ち、Jらは「本件意見書は、M社の独自の調査に基づいて作成されておらず、当該取引によって生ずる深刻なリスク及びその回避手法について表示しえていない」と主張するのである。

Jらの主張は、その背景に本件意見書において十分な助言がなされていないという意味での義務違反の主張が存在するにもかかわらず、M社が主張する数々の先例と本件の主張を差別化するために、自らの主張を「本件意見書それ自体に対するものではない」と述べるのである。むしろJらの主張によれば、M社は「M社とJらの特別な環境に基づいて、(リスクを回避する助言を行うべき) 契約上の関係を超えた義務 (Extra-Contractual Duty) を有している」というのである。しかし、Jらは契約上の関係を超えた義務とは何かについて言及していない。

当裁判所が契約上の関係を超えた義務に関するJらの主張を脇に置いたとしても、JらがM社と契約上の関係を超えた義務を生ずるに必要な「特別の環境」を有していたという関係性を示しうる方法を当裁判所は認識できない。必要な「環境」とは、優勢な当事者が独立した当事者の利益を保護しなければならない場合である。

提出された証拠からは、M社がそのような責任を受容しなかったこと、そしてJらに対して信認義務が生じないことには疑いがない。助言関係を定義する契約書は、以下のようにM社が21st社に対してしか業務を行わないことを明らかに示している。

「M社は本状の契約に従い、21st社に対する義務に基づき独立した当事者として活動する。」

本件意見書もまた株主に対する義務を否定している。

「本状は、本件合併に関連して何らかの届出のために用いられる場合を除いて、当該会社の取締役会のための情報として理解される。加えて本意見は、いかなる意味においても本件合併後又は合併公表後のR社株式の取引価格につい

て述べるものではなく、M社は21st社の株主が本件合併に係る株主総会において、どのように議決権を行使するべきであるかについての意見の提供ないしは推奨を行わない。」

従って、M社はJら株主に対して、契約上も契約上の関係を越えたものにおいても義務を負わない。当裁判所は、HA2003 Liquidating Trust 事件においても同様の主張を否定した。即ち、同事件では投資銀行の責任は契約によって公表されており、異なった契約が締結されたということは何者かが望んだという事実は、責任の基礎を構成しないとの検討を行った。

当裁判所の明確な否定に加えて、紛争回避条項は、M社がJら株主に対して義務を受容していなかったという事実を補強する。当該条項は、21st社に対して利益相反に係る全ての主張を放棄することを求める条項であるが、株主について何らの言及もなされていない。

「21st社はいかなる損害、利益相反ないしはその他に基づく主張を、当社、当社の関係者ないしは利益相反関係その他に基づいたR社と当社の関係に基づいた第三者に対して一切行わない。」「R社及び21st社はいかなる潜在的利益相反も放棄した。」

これらすべての明らかな義務の否定にも関わらず、Jら株主は本件合併取引における価格保持のための不首尾に終わった試みが、株主の利益のために行動すべき信託義務を自発的に受容していることを示していると主張する。しかし、これは十分な主張ではない。当裁判所は、ある当事者に利益を生じる結果を求めて行われた試みが、自動的に試行者へ信託義務を課すとの理解を支持する権限を有していない。

3.以上より、地方裁判所が「当事者適格」またはより正確には直接損害に依拠した判断を行っている点について、当裁判所は原審判決を破棄し、訴えの利益に関する却下へと変更するために、原審に差し戻す。

## 〈検討〉

本件裁判所は、まず株価の下落による取得対価の減少との関係で、当該損害を回避するための措置を講ずるための助言を行うべき義務があったとする原告株主らの主張が、派生的関係ではなく直接の関係に基づく訴訟原因として認められることを示した。その理由として、本件判決では会社本体への経済的損害は存在しておらず、損害は原告株主に直接的に発生していることが挙げられている。そして、本件判決の意義の一つとしてこの点を指摘する評釈も見られる。<sup>(202)</sup>

その後本件裁判所は、原告が主張するように、投資銀行が契約関係を越えた義務を負っているかについての検討を行う。そこでは、まず投資銀行と依頼会社の関係における利益相反関係についての主張が、当該義務を認めるに何らの影響も及ぼさないことを示した上で、原告の主張は当該投資銀行が負うべき契約関係を越えた義務を適切に示していないとした。さらにこのような原告の主張の不足を別として、本件の事実関係の下でこのような義務の認定に必要な環境が満たされているかについて検討を行う。即ち、当該優勢な当事者である投資銀行が劣勢な当事者である株主を保護すべき状況にあったかという信認義務の存否に係る基準を示し、本件の事実関係の下でこれを否定したのである。もっとも、本件では劣勢な当事者である株主の信頼については、それ単独で信認義務の存在を認めるための要素たりえないことを示したすぎず、信頼の存在は議論の前提となっている。

そして、より重要なことは、本件判決が、契約書及びフェアネス・オピニオンに含まれる文言から本件の両当事者間における義務を理解したことにある。即ち、本件では両書面において、①投資銀行の独立した地位、②取締役会に対する情報提供であること、③補足的事実として紛争回避条項の内容を要素として、「契約上も、契約上の関係を越えたものにおいても義務を負わない」と認

---

(202) Nick J. Vizy, *Corporate Counsel's Guide to Acquisitions & Divestitures* s 10:5, *Status of the parties* (2010).

定したのである。このような裁判所の判示は、投資銀行の義務は基本的に依頼者との間で交わされる契約書面等によって規律され、その範囲を超える義務、即ち本件判決で主張される契約関係を越えた義務を認めるためには、前記の要素を否定する主張が原告によって示される必要があることを示している。この点、本節（6）で検討した HA2003 事件とは異なった事実関係であることから、本件判決では義務の存否という形で議論が展開されている。

本件判決では、HA2003 事件判決を引用し、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載された文言を責任範囲の明確化の基礎とする理解を示しているが、これは、Wallace 事件判決<sup>(203)</sup>において当事者の契約上の意思を尊重するとした立場を踏襲している。そして、このような合意書面を基礎とした事実認定は、その後の判決においても踏襲<sup>(204)</sup>されている。

本件判決及び HA2003 事件判決が同じ年に相次いで示されたことにより、両判決によって投資銀行の完全な勝利が示されたと評価する文献も見られるところであるが、本節（5）で検討した Daisy Systems 事件判決及び EBC 事件判決<sup>(205)</sup>において投資銀行の信認義務が認められたことから、投資銀行の負う義務がより曖昧になったとの評価も見られるところである<sup>(206)</sup>。また、このような判決には、株主の Deep Pocket Strategy に対する裁判所の否定的な理解があると指摘するものもある<sup>(207)</sup>。しかし、いずれの判決においても、信認義務の存否は法律問題ではなく事実的な問題であるとの理解が前提とされており、その事実的要素において契約書及びフェアネス・オピニオンにおける文言が重視されたことを

(203) Wallace v. 600 Partners Co., 658 N.E.2d 715 (N.Y. 1995).

(204) Eg., Baker v. Goldman Sachs & Co., 56 F.Supp.2d 226 (D.Mass.Sep. 2009) ; In re Verink Corp., 405 B.R.356, 51 Bankr.Ct.Dec. 176 (Bankr.N.D.Ala.Apr 15, 2009) ; Young v. Goldman Sachs & CO., 2009WL 247626 (Ill. Cir. Jan. 13, 2009).

(205) Keith and Barry, *supra* note 200.

(206) Dechart LLP, *The Uncertain Fiduciary Duty of Investment Banks; Special Alert*, (Oct. 2008). インターネットより入手可能（最終アクセス：平成23年2月3日）。

([http://www.dechart.com/library/CF\\_10\\_08\\_SA\\_Fiduciary\\_Duty.pdf](http://www.dechart.com/library/CF_10_08_SA_Fiduciary_Duty.pdf))

(207) Tariq Mundiya, *supra* note 195.

受け、いずれの立場の評釈も投資銀行に対して文書文言を厳密に精査することを推奨している。

以上から、本判決は、フェアネス・オピニオンを巡る投資銀行の責任につき、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載された文言を基礎とした契約関係を原則とすることについて、従来の判決で示されていた投資銀行と依頼者ないしは清算人との関係のみならず、投資銀行と株主の関係にも適用することを示した判決として位置づけられていると理解できる。そして(6)〈検討〉で示した通り、投資銀行・清算トラストの関係において、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載された文言が曖昧な表現であった場合には、義務違反が認められる可能性があるところ、本件判決によって株主・投資銀行間においても、信託義務のような契約上の関係を越えた義務が課される余地があることも伺えるため、今後の判例の展開によって、より詳細な契約書及びフェアネス・オピニオンの記載文言が実務的に発展するようにも予想される。

他方で、フェアネス・オピニオンの発行に係る責任が、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載された文言によって画されることにより、投資銀行の義務及び責任を大幅に制限した上でフェアネス・オピニオンが発行される可能性が生じる。この場合に、契約書及びフェアネス・オピニオンに記載される文言によってどこまで取締役の責任を排除することができるかという点については、今後の議論を注視する必要がある。

## (8) 小括

本節で検討した判例からは、本章第2節で検討した会計士の責任の文脈で創生された理論および基準が、とりわけフェアネス・オピニオンを巡る投資銀行・株主間の問題の議論の初期において大きな影響を与えていることがわかる。本節(3)〈検討〉で言及したように、Wells 事件判決及び Dowling 事件判決の理論には、会計士の責任における Credit Alliance 事件判決及び Rusch Factors 事件判決と同様の理論的関連性が窺えることから、会計士と第三者、投資銀行と株主の関係は一見してパラレルに考えることができるようにも見え

る。

しかしながら、Schneider 事件判決は、後者の関係性を異なった文脈から捉えうることを示唆している。即ち、Schneider 事件判決では投資銀行の意見が直接株主に交付されていないという事実関係の下で、代理理論の適用が検討されているが、これは会計士における問題で議論されることはない。なぜなら、会計士の対第三者責任の文脈で、会計士は依頼者・第三者から独立した存在であることがなれば前提として理解されているからである。この点投資銀行は、取締役会ないしは特別委員会によって雇用され、当該取締役会ないしは特別委員会への活動が株主のエージェントとして理解可能性があることが示されたといえる。従って、投資銀行は独立した地位にあるか否かが議論の対象となりうるのである。

そして独立した地位が認められる場合には、会計士の責任に関する議論の中で発展してきた理論及び基準と、投資銀行の責任に関する理論及び基準は親和性を有するといえる。他方で、独立した地位が認められない場合、会計士の責任に関する議論で発展してきた理論は、独立した地位にある当事者間での不法行為理論から発展した理論であるため、その理論的基礎を欠くこととなり投資銀行への適用が困難になってしまう。従って、米国のフェアネス・オピニオンの発行主体の責任に係る判例の展開からは、常に会計士の理論とパラレルに理解することができるとは言えず、事案の事実関係の下で当該発行者が依頼人・株主から独立した地位を有しているかについて検討される必要があることが示唆される。<sup>(208)</sup>そしてここでの問題は、フェアネス・オピニオンの発行者が取締役

---

(208) もちろん、フェアネス・オピニオンの発行者と依頼者は通常別個の法人であるから、その意味で独立性を有していることは当然である。他方 Schneider 事件判決で検討されたように、フェアネス・オピニオン発行者と株主の関係が代理関係によって理解される場合には、独立当事者間の不法行為という文脈で議論ができない。従って、ここでいう独立した地位とは、法人としての独立性ではなく法的関係性における独立性である。

この点、フェアネス・オピニオン発行者が株主の代理人としての地位に立つと

会又は特別委員会からの依頼を受けるとして、当該発行者がいかなる場合に株主から独立した地位を有しているといえるかについては、Daisy Systems 事件判決以降示されたように、投資銀行・依頼会社間の契約書及び提供されたフェアネス・オピニオンに記載されている文言に依拠する理解が発展する。

このような初期の議論においては、会計士の対第三者責任の理論を基礎に、一般に投資銀行のフェアネス・オピニオン発行に係る責任範囲は本節（1）－（5）に挙げた判例等によって採用された理論により拡大されてきたとの理解がなされている。<sup>(209)</sup>このような責任範囲の拡大に対して、Elson (1992) は以下のように批判的な指摘を行う。

即ち、①責任範囲の拡大によって投資銀行の負担する責任が増加し、このような増加コストはフェアネス・オピニオン発行の費用に転換されるため、終局的には株主の負担を増加させる。②責任範囲の拡大によって、投資銀行に対して萎縮効果を与えることから、株主が取得できる情報量は結果として縮小される<sup>(210)</sup>というものである。

そして、そもそも会計士の発行する監査証明とフェアネス・オピニオンは根本的に性質が異なるものであり、両者を同列に扱うことは困難であるとの主張を展開する。即ち、会計士の監査証明及びこれを基礎づける財務報告書は、株主の投資判断において必要な情報を提供するものであり、会計士はその正確性・客観性を提供するサービス事業であるのに対して、フェアネス・オピニオ

---

理解する場合、いかなる根拠に基づいてこれが肯定され、どのような効果をもたらすかについては検討が必要である。例えば、フェアネス・オピニオン作成の依頼者と受益者が切り離される関係性の中で、果たして受益者の代理人として発行者を位置づけることが理論的に可能であろうか。また、代理人の瑕疵ある行為への責任追及の発想から、発行者の責任を追及することは理論的に可能であろうか。更に、責任追及が可能である場合、株主はいかなる主張・立証を行えばよいのであろうかといった問題が考えられる。

(209) Elson, *supra* note 67, at 995-999; Martin, *supra* note 13, at 159-164.

(210) Elson, *Id.* at 995-1000.

ンは一当事者の主観的判断であると主張するのである。<sup>(211)</sup> Carney (1992) はこの立場に同調し、これらの主張に加えて、会計士の監査証明及びこれを基礎づける財務報告書は過去に起こった事実の検証であるのに対して、フェアネス・オピニオンは将来の予測をある程度含まざるを得ない性質のものであることを主張する。<sup>(212)</sup> 第2章第2節で示した通り、Elson (1992)・Carney (1992) はフェアネス・オピニオンの意義を否定する立場から議論を展開しており、Davidoff (2006) がその基本的コンセプトが市場の価格形成機能に過度の信頼を置いている点を指摘している<sup>(213)</sup> とすることを前提として考察すれば、以上のような批判的見解は、意義のない商品の提供から生じる損害は、株主の自己責任原則の下で処理されなければならないことを示していると理解できる。また、このような理解は、本節(6)〈検討〉で言及したように、現代のシカゴ学派と呼ばれる者の理解に親和的であり、リスク分散の在り方という観点から議論が展開されている。他方で、Bebchuk & Kahan (1989) や Davidoff (2006) などに代表されるフェアネス・オピニオンに一定の意義を認める立場の論者は、市場の価格形成機能への信頼の限界を前提としているため、フェアネス・オピニオンの意義に対応して責任が課されるべきであるとの理解に親和的であると考えられる。そして、このような理解を推し進めれば、フェアネス・オピニオンにどの程度の意義を認めるかによって責任の在り方に関する議論は変化するはずであり、Davidoff (2006) が主張する通り、取引の態様や取得者とその関係者の関係の在り方によってフェアネス・オピニオンの意義が変化するのであれば、理論的にはこれに連動して責任の在り方は変化すべきである。従って、これらの議論から、いかなる場合にフェアネス・オピニオンが重視されるべきであるかという問題については、法政策又は司法判断によってある程度明確にされることが期待されるとの示唆が得られる。そして、第2章で検討した通り、米国

---

(211) *Id.* at 997–998.

(212) Carney, *supra* note 67, at 552–535.

(213) Davidoff, *supra* note 60, at 1611–1615.

においては裁判所の理解として、概ねフェアネス・オピニオンには一定の意義が認められていることから考えれば、投資銀行が負うべき責任範囲が拡大されてきたことは必然的であるといえる<sup>(214)</sup>。

しかし、本節(5)で検討した Daisy Systems 事件と(6)(7)事件の判示は、現代的にもフェアネス・オピニオンに対する信頼が確立されていないことを示している。このような態度の相違を事実関係の相違に求めることもできるが、本節(7)〈検討〉で言及した通り、米国でもその評価は定まっていないようである<sup>(215)</sup>。このような評価の相違の背景には、既に検討した通り、フェアネス・オピニオンの意義との関係では市場の価格形成機能への信頼が関わっているが、より根本的な問題としては効率性市場仮説への態度の違いが存在するようである。

興味深いことに、大幅に義務及び責任を制限した中でフェアネス・オピニオンが発行された場合、本稿第3章で検討した内在的問題点を解消することが困難であるとの議論は米国では展開されていない。近時の判例が、効率性市場仮説への信頼を前提とした態度を示していることにも一因がありうると思われるが、フェアネス・オピニオンの発行に係る投資銀行の責任を肯定することの効果は、単に株主の損害回復の一手段を提供することのみならず、数々の内在的問題点を克服するための抑止にもあるように思われる。現在のところ、このような第7巡回区控訴裁判所の態度に批判的な見解も、市場を通じたりスク分配は長期的には問題を解決するとしても、短期・中期的ないしは当事者の実態的

---

(214) しかし、本節で判例の検討を通じて、これらの判例はいずれも投資銀行の責任を直接認めたのではないことには注意が必要である。即ち、上記に検討した通り理論的には責任の範囲が拡大されているとしても、本節で検討した判例はあくまで争いうることを示したのみであり、判例上示された原告株主による立証基準の問題が存在する。立証の程度の問題について、訴訟の性格から本稿で取り上げた事件では詳細な検討は行われていない。立証の点につき、今後の判例の展開が望まれるところである。

(215) Dechart LLP, *supra* note 206.

な救済には効果を有しないという、リスク負担の在り方という観点で議論が進められており、フェアネス・オピニオンの内在的問題点を解決することで積極的に公正性を向上させるという議論はなされていない。つまり米国における近時の議論は、実態的に発生した不適切な取引によって生じた損害のリスクをどのように負担させることが公平かという視点に注目が集まっているといえる。この点、市場の価格形成機能とフェアネス・オピニオンの意義をいわば反比例の関係にあると理解する見解によれば、市場の価格形成機能に対するアクセスが閉鎖的な取引においては閉鎖性の要素、即ち MBO 要素に作用するフェアネス・オピニオンは、積極的に取引の価格形成過程の公正性に資するとも考えられるが、現在の第7巡回区控訴裁判所の理解は、不公正なフェアネス・オピニオンの発行または不公正な会社支配権取引の実行という問題に対しては、発行者責任を問うよりも、そのようなフェアネス・オピニオンに意義を与えずに、取締役の責任の問題で処理するべきであるとの意見が優勢である様子が伺える。<sup>(216)</sup>

## 第5章 FINRA の新規則

第4章で検討した米国におけるフェアネス・オピニオンの発行主体に対する責任は、当該事案の当事者にとっていわば事後的救済であると共に、とりわけフェアネス・オピニオン提供に係る実務に対するガイドラインの提供であると位置づけられる。このような責任の肯定は、その後の実務における不適切なフェアネス・オピニオンの提供を抑止するという効果を有するものの、一方で

---

(216) そうであるならば、今後の判例によって信認義務責任の回避効果を生じるフェアネス・オピニオンと、そこで発行者が負う責任の範囲についての議論が生じるようにも思われる。フェアネス・オピニオンがなぜ意義あるものとして扱われているかの議論は、常に取締役の責任から出発しているのであり、発行者の責任を極端に責任を限定したフェアネス・オピニオンに対して、裁判上ウエイトが与えられるのであれば、第3章で検討したような問題点の解決には疑問が残る。

当該事案の当事者に対しては不測のリスクを提供する可能性もある。即ち、責任の肯定は、第4章で検討した通り、社会的な期待を背景とした理論的展開によって変容する可能性があり、かつ事案の発生を契機とした理論的發展が蓄積されるものであるところ、適切な実務に対する事前の指針の提供という機能という点では限界があると言わざるを得ない。そこで、事前の実務指針を示すために、情報開示による規制がなされることが多い。実務ガイドラインではなく、情報開示という規制手法を用いるのは、実務に一定の自由裁量を認めることによって發展を阻害しないこと及び手法の選択が確定しない又は確定されるべきでない種の行為に対して、ガイドラインの策定という形で定型化された手法を強制することの不適当さに起因すると考えられる。

米国におけるフェアネス・オピニオンに係る情報開示は、従来 SEC が規則 13e-3 によって Going-Private 取引にフェアネス・オピニオンの一部に関する開示を要求してきた<sup>(217)</sup>。しかし、驚くことに SEC が要求する開示の程度については、ある程度の幅があり、SEC 職員の考え方によって時代によって変遷してきたとされる<sup>(218)</sup>。そして、SEC は用いた数値<sup>(219)</sup>に関し、その一部の開示を要求してきたのみにとどまっていると指摘される<sup>(220)</sup>。また、利益相反関係に関する開示要求も様式 13E-3<sup>(220)</sup>でなされてきたが、利益相反関係が発生する可能性があるという潜在性についての開示はなされておらず、開示要求のレベルは実務の現状と問題点の議論を反映していないとの批判がなされている<sup>(221)</sup>。

そこで、近年米国証券業協会 (NASD : *National Associate of Securities Dealers*) を前身とする自主規制団体である米国金融取引業規制機構 (FINRA : *Financial Industry Regulatory Authority*) が規則 2290 を発表した。以下では業界

---

(217) 17 C.F.R. § 240.14a-1 (2005) ; 17 C.F.R. § 24013e-3(2008).

(218) Davidoff, *supra* note 60, at 1592.

(219) See, eg., Edward D. Herlihy et al., *Disclosure of the Analyses Underlying Investment Banker Fairness Opinions*, 6 No. 3 Insights 11, 11 (1992).

(220) 17 C.F.R. § 13e-100 (2008).

(221) See, Davidoff, *supra* note 60, at 1592-1594.

の自主規制団体による開示要求について概観し、米国の議論について若干検討する。

## 第1節 規則内容<sup>(222)</sup>

### Attachment A

2200. 顧客及び公衆との対話

2290. フェアネス・オピニオン

#### (a)情報開示

フェアネス・オピニオンが会社取締役会に提供される時点で、フェアネス・オピニオンを発行する当該会員会社が、当該フェアネス・オピニオンが（フェアネス・オピニオンの発行対象）会社の一般株主に対して提供されることを知っているないしは合理的に知りえた場合には、当該会員会社は当該フェアネス・オピニオンにおいて、以下のことを開示しなければならない。

- (1) 当該会員会社が、当該フェアネス・オピニオンの対象となる取引のいかなる当事者に対しても、財務アドバイザーとして行動した場合で、当該フェアネス・オピニオンの提供及び（もしくは）アドバイザーとしての貢献に対して、当該取引の成功を条件として発生する成功報酬を受領する場合。
- (2) 当該会員会社が当該取引の成功に起因した多額の成功報酬ないしは支払いを受けた場合。
- (3) フェアネス・オピニオンの発行を伴う会員会社と受領者間の関係から生じた、過去2年間に存在した当事者間の重大な関係性、または互いになんらかの報酬である認識の下で受領された、もしくは受領が意図された金銭に関する重大な関係性。
- (4) 当該取引の当事会社に関して意見書の提供を求めた会社によって、会員会社に対して提供されたフェアネス・オピニオンの基礎をなす情報

---

(222) FINRA Notice, *supra* note 19.

が、当該会員会社によって独自に証明された場合には、証明された情報の記述又は情報のカテゴリ。

- (5) フェアネス・オピニオンが公正委員会によって承認又は発行されたかどうか。
- (6) フェアネス・オピニオンが、当該会社の一般株主に対するリターンに対して、会社役員、取締役又は従業員、ないしはそのような階級の人間に対して支払う報酬の体系または金額の公正性について記載しているかどうか。

#### (b) 手続

フェアネス・オピニオンを発行するいかなる会員会社も、会員会社においてフェアネス・オピニオンを承認する手続を記載しなければならない。この記載には、以下の事項が含まれていなければならない。

- (1) フェアネス・オピニオンの承認又は発行のために、会員会社が公正委員会を用いるであろう状況ないしは取引の種類、および公正委員会を用いる取引における、以下の点について。
  - (A) 公正委員会の委員の選任手続。
  - (B) 公正委員会に奉仕する人物の資格要件。
  - (C) 公正委員会のバランスある再検討を促進する手続。これには当該取引の担当チームに入っていない人物の承認及び再検討も含まれる。
- (2) フェアネス・オピニオンにおいて用いられる財務分析が適切であることを決定する手続。

#### Attachment B

##### フェアネス・オピニオン規則要求の概略

この概略は、NASD 規則2290の下での情報開示及び手続的的要求を強調する。誤解の生じる場合において、当該規則の文言が優先することに注意されたい。加えて、これに追加して手続及び方針を加えることは妨げられない。

## 情報開示

ある会社の一般株主に開示されるフェアネス・オピニオンを発行する Broker-Dealer は、当該フェアネス・オピニオンにおいて、以下の情報開示をなさなければならない。

- ・ 当該 Broker-Dealer が当該取引の当事者に対して、財務アドバイザーとして又はその他の役割で行動することに対して、当該取引の成功に起因する報酬を受領するであろう場合
- ・ 当該 Broker-Dealer と取引当事者の間に過去二年間の間に報酬の受領ないしは支払いを含む重大な関係が存在していた、ないしはしていたと考えられる関係
- ・ 当該会員会社がフェアネス・オピニオンを要求する会社によって提供された情報を独自に改変した場合、その情報が当該意見の実態的基礎をなしている場合、その情報に関する記述
- ・ フェアネス・オピニオンが、公正委員会によって承認又は発行されているか否か
- ・ フェアネス・オピニオンが、当該会社の一般株主に対するリターンと比較して、インサイダーが得る利益の体系または金額の公正性について記載しているかどうか。

## 手続

フェアネス・オピニオンを発行するいかなる Broker-Dealer も、以下を含むフェアネス・オピニオンの承認手続きを明らかにしなければならない

- ・ ある会員会社が、公正委員会を用いるであろう、ないしは用いることが決定している場合当該会員会社は以下の内容を具体的に記載しなければならない。
  - ・ 当該公正委員会の委員を選任する手続
  - ・ 委員に求められる資格

- ・公正委員会によってバランスある再検討を促進する手続。これは当該取引の担当チームではない人物による承認及び再検討を含む
- ・当該会員会社は、用いられた財務分析が適切であることを決定する手続を特定しなければならない

## 第2節 FINRA による新規則趣旨の解説

### 「背景と議論

フェアネス・オピニオンは、財務・金融的な観点から当該取引の対価の公正性について言及する。フェアネス・オピニオンは、合併や資産購入などの会社支配権取引において、情報取得の上での慎重な決定を行わなければならないとされる義務を満たすために、会社取締役らによって用いられてきた。

法令・規則によって強制されるものではないが、フェアネス・オピニオンは Van Gorkom 事件以降会社支配権取引において取得されることが一般的となった。当該事件では、会社取締役会が当該取引に係り、会社の価値及び提案価格に関する十分な情報を取得することなく合併を承認したことによって注意義務違反が認定された。

このような会社取締役会による注意の実行に係る基礎の提供に加え、フェアネス・オピニオン又は公正性に関する情報は、しばしば会社支配権取引における委任状に添付され株主に対して提供される。フェアネス・オピニオンは、提案価格が「公正」と考えられる範囲内にあるか否かについての結論を示すものであり、そのような意見は一般的に提案価格が当該取引から生じる他の手法によって取得しうる最高価格であるかについての検討を行わない。

発行者への適用に係り、SEC の委任状規則の下で特定の潜在的利益相反に関する情報開示が投資家・株主に対して行われる。NASD 規則2290は、提供会社と（委任状等の<sup>(223)</sup>）発行者間における潜在的利益相反関係について、フェアネス・オピニオンを提供する Broker-Dealer に要求する補足的な規則である。こ

---

(223) 括弧筆者注。

の規則は、フェアネス・オピニオンの発行に係る特定の手続きについても言及している。

#### NASD 規則2290 (a)

この規則は、フェアネス・オピニオンにおいて含まれていることが要求される開示についてのパラメーターを表している。フェアネス・オピニオンが発行される時点で、会員会社が、当該意見が会社の一般株主に公表されることを知っている又は合理的に知りえた場合、当該会員会社はフェアネス・オピニオンにおいて開示事項を列挙しなければならない。例えば、当該取引の構造が株主総会の決議を求める場合、ある会員会社は当該意見書が一般株主に対して提供されるものと合理的に知りうるであろう。当該規則の範疇にあるフェアネス・オピニオンは、当該取締役会及び（または）特別委員会その他の委員会に対して提供されたものも含まれる。

#### 財務アドバイザーとしての行動と成功報酬

会員会社は、当該会社が当該フェアネス・オピニオンの検討対象となる取引に対するいかなる当事者の財務アドバイザーとして行動した場合であっても、そしてフェアネス・オピニオンの提供及びまたはアドバイザーとしての活動に対して、当該取引の成功に基づいた成功報酬を受け取る場合には、情報開示を要求される。この要求は、当該フェアネス・オピニオンが発行される取引の成功によって発生するその他の関連取引（例えばつなぎ融資）からの多額の報酬をも含む。Paragraph(a)(2)/(a)(3)における開示に沿って、この情報開示は量的な情報よりも、記述的な情報を要求している。加えて、FINRA は、当該規則の情報開示条項のいずれにおいても、会員会社の守秘義務に違反することを要求していない。

#### その他の多額の支払い又は報酬

会員会社は、当該取引の成功によって発生する多額の報酬ないしは支払い

を受ける場合には、開示しなければならない。FINRA は、その程度の金額又は割合が、そのような支払いを「重大なもの」と認識する要素となるか、またはその概念の外にあるのかについて、具体的な金額又は割合を示ささないことを選択した。示された条文は、利益相反関係を投資家に伝えており、そして Paragraph(a)(2)は Paragraph(a)(1)の条項を潜脱することを防いでいるため、些細な報酬（取引報酬又は他の資産評価ないしは会計活動から生じるわずかな金額の報酬）について、情報開示は要求されない。FINRA は、「多額の」支払い又は成功報酬とは、フェアネス・オピニオンを読む合理的な人物が、フェアネス・オピニオンを作成する当該会員会社が、潜在的な利益相反を有しているか否かについて評価するために知ることに関心を持つ金額であると考えている。

### 重要な関係

会員会社は、フェアネス・オピニオンの発行を伴う会員会社と受領者間の関係から生じた、過去2年間に存在した当事者間の重大な関係性、または互いに何らかの報酬である認識の下で受領された、もしくは受領が意図された金銭に関する重大な関係性について、情報開示が要求される。FINRA は、この情報開示要求は、フェアネス・オピニオンを提供する会員会社を選択した取締役のいる当事者だけではなく、会員会社と取引当事者との間の重大な関係を結びつけるものであると考える。たとえば、買収のケースで、対象会社取締役会にフェアネス・オピニオンを提供する会員は、買収者との間で有していた重大な関係性についても開示しなければならない。上記の通り、当該情報開示は量的に要求されているものではないが、それぞれの重大な関係性は、当該フェアネス・オピニオンの中で明らかにされるべきである。

### 独立の情報証明

会員会社は、ある取引に係る当時会社について検討した意見の提供を依頼した会社によって提供された、フェアネス・オピニオンの基礎となる情報が、当該会員会社によって独自に証明された場合、証明された情報の記述または情

報のカテゴリについて開示が要求される。いかなる情報も証明されていない場合、この効果をさえぎる開示も効力がある。一方、会員会社が独自にある程度または全体について、当該取引の当事会社に関する検討のために提供された情報を証明した場合には、当該会員会社は証明した情報又は情報のカテゴリを記載しなければならない。これらの令の中で、FINRA はそのような表現を行う会員会社はフェアネス・オピニオンの中で、独立した情報証明の手続や基準について説明することが望まれると考える。

### 公正委員会（Fairness Committee）の使用

フェアネス・オピニオンが公正委員会によって承認ないしは発行されたか否かの開示は要求される。当該規則の目的のために、「公正委員会」は、会員会社がそれを「公正委員会」と呼んでいるかどうかにかかわらず、Paragraph(b)の要求に従って、フェアネス・オピニオンを承認するいかなる委員会ないしは集団をも含む。

### 内部者に対する報酬

最後に会員会社は、フェアネス・オピニオンが会社の役員、取締役、労働者又はあるクラスの人間に対する報酬の状態又は金額の公正性について、会社の一般株主に対する見返りと比較して述べているかを開示することを要求される。この開示は、フェアネス・オピニオンを発行する会員会社と当該意見を受領する発行者との間の潜在的利益相反関係について、当該会員会社がフェアネス・オピニオンの決定に至るまでに、特定の内部者に流れる報酬の状態や金額を株主の利益と比較して勘案したかを要求することによって、投資家の関心事となる。

### NASD 規則2290(b)の手続開示

NASD 規則2290(b)は、フェアネス・オピニオンを発行する会員会社に、フェアネス・オピニオンの承認手続きの記載を要求する。当該会員会社は、当該会

社がフェアネス・オピニオンを承認しないしは発行するために公正委員会を用いるであろう取引の種類及び状況に関する手続を備えていなければならない。

- (A) 公正委員会に参加する人物の選定手続
- (B) 公正委員会に参加する人物に要求される資格
- (C) 公正委員会によってなされる再調整の実行手続。これには、当該取引の担当チームにいない人物による承認や再検討も含まれる。

FINRA は、Paragraph(b)(1)(C)は、公正委員会は全員が担当チームと関係のない人物で構成されることを要求しているのではないと考えている。むしろ、当該条項は、当該会員会社が担当チームと関係のない人物を公正委員会に含めることで、バランスのとれた再検証がなされる手続を要求している。ある人物が当該取引担当チームの一部であるかは、特定の事実及び環境の分析を要求し、必ずしも特定の会議への参加ないしは書類の配布を含むか否かによって決定されるというわけではない。ある個人が担当チームの一員であるか否かの判断は、状況や、当人の関与実態そして会社に対しての提供された助言次第である。

会員会社もまた、フェアネス・オピニオンにおいて用いられた評価分析が適切なものであるか否かを決定するための手続を要求される。

新しい規則は、2007年12月8日に発効する。規則の下での開示の概略や、手続的要求は Attachment B に含まれている。

### 第3節 FINRA 新規則への評価

FINRA 規則2290は、潜在的利益相反関係及び FINRA 会員である投資銀行のフェアネス・オピニオンの発行に係る承認手続き及び公正性の判断に関する情報開示を要求している<sup>(224)</sup>。当該規則の適用範囲は、フェアネス・オピニオンが提供される場合、ないしはその内容が一般株主に対して公表される場合であ

---

(224) FINRA Notice, Rule 2290.

る。これにあてはまる場合、具体的には以下のような情報開示が要求される。即ち、①当該取引が成功することによって会員投資銀行へ支払われる報酬の金額<sup>(225)</sup>、②過去二年間に存在する会員投資銀行と依頼者の関係<sup>(226)</sup>、③投資銀行内部のフェアネス・オピニオン発行の承認機関における議論<sup>(227)</sup>、④依頼者から提供された情報が、投資銀行によって独自に調査・証明されたか<sup>(228)</sup>である。

このような新規則に対して、フェアネス・オピニオンへの否定論者である Elson デラウェア州大学教授は、投資銀行に対する過度の規制であると批判的な理解を示している。即ち、①フェアネス・オピニオンの作成に係る基礎的な情報の在り方に関する情報の開示、②関連業務と切り離したフェアネス・オピニオン単体によって得られる報酬の金額の開示によって、投資銀行の収益が大きく縮小すると述べている<sup>(229)</sup>。

他方、Davidoff (2006) は規則(a)(6)が開示を要求する、会社内部者への何らかの金銭の支払いがなされている場合に、株主リターンとの比較の観点から公正性を検討したかについての開示が、フェアネス・オピニオンの意義から外れた要求であると批判する。即ち、内部者への金銭の支払いという問題は、財務・金融的な観点からの企業価値の評価及び公正性の判断には影響しないというのである。確かに、内部者に対するインセンティブ構造が、株主に対するリターンを引き下げる効果をもたらす可能性はあるが、フェアネス・オピニオンで示されるべき公正性の判断と、株主リターンを潜在的に引き下げる可能性のある要因の開示は、理論的には連動しない。従って、これらの情報は株主に対する情報開示という意味では有益なものであるが、フェアネス・オピニオンに

(225) Id. Rule 2290(a) 1 (1)(2).

(226) Id. Rule 2290(a)(3).

(227) Id. Rule 2290(a)(5).

(228) Id. Rule 2290(a)(4).

(229) CalPERS, Cheries M. Elson et al, (submitted Dec. 21, 2004). インターネットより取得可能：<http://www.finra.org/web/cplg>（最終アクセス：2011年1月10日）

(230) Davidoff, *supra* note 60, at 1597-1598.

係る開示によって示さなければならないかどうかは議論の余地があると言える。詳細な言及はなされていないが、このような理解からすると、規則の名宛人は会員会社、即ち投資銀行を対象としているのであるから、このような開示が投資銀行の責任の下になされなければならないかについては、今後検討がなされる必要があろう。

また、Davidoff (2006) は利益相反関係の開示の中でも、とりわけ臨時報酬に関する開示が要求されなかったことについて批判する<sup>(231)</sup>。この部分は NASD が SEC と規則制定に係る折衝を行っている段階で削除されたものであるが、これによって SEC 規則の開示範囲と大幅に重複することとなったという<sup>(232)</sup>。

以上にみるように、情報開示に係る議論はフェアネス・オピニオンの健全性を確保するために、いかなる情報を開示させるべきであるかにつき、個別の規定を取り上げ具体的に検討を行わなければならない。

しかし、概して米国におけるフェアネス・オピニオンに係る開示には、以下の要素が存在する。即ち、規則の目的はフェアネス・オピニオンの健全性の向上であるが、このための手法としての開示事項には第3章で検討したような問題点に働きかける事項が列挙されている。具体的な内容は本章第1節を参照されたいが、利益相反関係・手続きの透明化という問題要素にアプローチすることで、フェアネス・オピニオンの健全性を向上させるという目的実現を図ることは、わが国における検討においても、問題点の検討を実務的視点・理論的視点の双方から行っただけで開示事項を決定しなければならないことを示唆する。

そして、より重要な示唆として、以上に述べた観点から考察すれば、情報開示規則における開示項目は時代背景、とりわけ実務の発展によって変更されるべきであるという点である。仮に、将来企業価値評価の手法が極めて高い水準で限定されるだけの社会的知見の蓄積がなされ、フェアネス・オピニオンの

---

(231) *Id.*

(232) *Id.*

取得が社会に広く浸透したと想定するならば、このような場合におけるフェアネス・オピニオンの意義に関する理解は議論しないこととして、その際に開示されるべき情報は極めて厳格な規則の適用を受けるべきである。なぜならば、本稿で検討してきたとおり、社会的期待の高まりと専門的知見の蓄積による自由裁量の制限は、フェアネス・オピニオン発行者において不適切な実務を行うことをより厳しく制限するべき土壌を生成するからである。従って、このような検討からは、米国における規則がそうであるように、業界実務に精通する団体によるソフトローの制定が、権限等の問題を別とすれば有益であることを示唆する。そしてより重要な点は、情報開示による規制には常にその時代における専門的知見・社会的要請と規則の間にギャップが生じるため、適切な規制には限界があるという点である。換言すれば、情報開示は本章冒頭で検討した通り、定型的な事前抑止として、責任を追及しうる範囲を確定することには適しているが、社会的背景・理論的發展を踏まえた、当時における責任を追及することには向かない規定なのである。その意味で、第4章で検討したような実体的責任追及の途は残されていなければならない、そのための理論的研究は今後も継続されなければならない。

## 第6章 結びに変えて

以上の通り本稿では、米国におけるフェアネス・オピニオンの意義及び問題点に関する議論を検討してきた。わが国においても近年買収や組織再編行為は活発に行われており、その公正性維持のために外部意見を用いる動きは加速しており、その意義は重大さを増してきているため、米国の議論の示唆するところは大きい。

しかし、本稿におけるようなフェアネス・オピニオンに関する検討は、終わりを迎えるどころか、まだ始まりを迎えたにすぎない。未だわが国では「高

い買い物」として認識されているに留まっていることが指摘されている<sup>(233)</sup>現状では、より詳細な検討がなされた上でフェアネス・オピニオンの位置付けがなされなければならないように思われる。本章では、以下結びに代えて、今後検討をするべきであると考えられる若干の問題点を検討する。

まず、米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の残された課題として、米国ではフェアネス・オピニオンの開示が組織再編を巡る取引態様によってどの程度求められるのかについて検討がなされなければならない。とりわけ、証券法上の明文の規定に加えて、信認義務の表れとしてどのような情報開示がなぜ望まれているのかという点について検討がなされなければならない。

さらに、Elson (1992) は、フェアネス・オピニオン提供者が誤った開示を行った際の責任追及が困難であるため、フェアネス・オピニオンへの信頼の確保は困難であると指摘する<sup>(234)</sup>。この問題は、専門家の提供する情報に関する信頼と責任という観点から、会計士に係る責任とオーバーラップして議論されるべきであり、そのような議論の中からフェアネス・オピニオンの特殊性が考察されるものと考えられる。また、FINRA 規則に基づいてどのような責任追及が可能であるかについて、自主規制ルールの法的評価についての検討を行わなければならないと思われる。

そして、本稿の問題意識を前提として、わが国の法制との比較がなされなければならない。そこでは、上に挙げた開示責任及び責任追及をわが国の法制と比較する前に、本稿の検討対象としたフェアネス・オピニオンの意義及び問題点について、わが国の法理論及び実務に照らして、慎重な検討を行わなければならない。即ち、フェアネス・オピニオンとはわが国の法制度においても有用なものであるか、わが国のフェアネス・オピニオン作成の担い手と依頼者の関係は、米国の議論と平行に考えてよいかという問いを立てなければならないように思われる。

---

(233) 水野・西本、前掲注4、199頁

(234) See, Elson, *supra* note 67, at 970-975.

前者につき、本稿の検討から明らかのように、米国におけるフェアネス・オピニオンの最も重要な意義は、信認義務にかかる責任回避効果にあるという点に留意しなければならない。即ち、米国のフェアネス・オピニオンは、会社支配権取引における株主に対する直接責任を充足するという文脈の中でその主要な意義を見出されているのである。会社法制定を前後して、わが国において取締役の株主に対する直接責任に関する議論は近時盛んに行われているが、これらの議論を十分に踏まえながらでなければ、わが国におけるフェアネス・オピニオンの意義は見出し得ない。会社法制定によって実現された対価の柔軟化及び締出し合併制度の創設は、両者の要素が結びつくことで、伝統的な会社の利益＝株主利益の総和という理解に疑問を生じせしめるという問題意識に従えば、これらの要素によって取締役の責任の在り方が変容すべき取引形態が登場してきたとも考えられる。従って、わが国の法制度上、会社取締役の責任がどのように扱われるのか、そしてそれを回避するため、つまりフェアネス・オピニオンの取引の公正性への有益性に加えて、実際に使用されるインセンティブを有した装置であるかという視点からの検討を行うことが特に重要となると思われる。

また後者につき、フェアネス・オピニオンは現段階では決して一般に普及していると言えないが、仮に上記の検討を経て有益性・有用性が認められたとして、作成者の属性としてどのような要素によってこれを法的評価まで高めることが可能であるかを検討する必要がある。この問題は、第3章第2節で検討した利益相反構造に係るものであり、有益性・有用性の問題のみならず、不公正なフェアネス・オピニオンの作成への事前・事後的対応の問題要素の力点を理解する上で重要であると考えられる。

そして本稿で示したように、株主の事後的救済の性格を有する発行者への責任追及の議論は、実体的責任追及と開示責任の問題として捉えられるが、他方で不公正な取引による損害の回復という側面からは、損害の回復を誰から受けるべきであるかという視点が欠かせない。この問題は、市場に対する信頼の態度と深く関わっている。即ち、実体的責任追及の可否は、事後的救済を可能に

することはもちろん、事前抑止の効果も期待できるところであるが、このような責任規定が用意されていることと損害に対するリスク分配の問題のバランスについて十分に留意して検討がなされなければならない。

同様に、仮にわが国において取締役の責任とは別にフェアネス・オピニオン発行者の実体的責任を問うとした場合に、どのような理論構成を採るべきであるかについても検討が必要である。その理論的基礎は既に述べた取締役の責任をどのように基礎づけるかという問題の影響を大きく受けることになろうが、フェアネス・オピニオン発行者・依頼者間、発行者・株主間における責任追及のロジックに登場した信認関係の存在は、わが国の法制度の下ではどのように捉えられるべきであろうか。即ち、第4章第3節で検討した判例の示した契約関係を越えた高次の義務基準がわが国で観念できるか、そしてそのような関係の基礎をどこに求めるのかといった理論構成が検討される必要があると思われる。

さらに、事前抑止として主要な役割を果たす情報開示の効果はどこに求められるかについての基礎に立ち返って検討がなされなければならないように思われる。即ち、事前の開示の違反はどこまで実体的に株主への公正な対価の保障に資するのであるかが問題であろうと考えられる。米国の議論においても問題とされているように、事前抑止としての用意される様々な装置は、事後的な実体的救済に繋がることで初めて実効性を確保できるのではないかという問題意識も生じる。上記の Elson (1992) の見解によれば、米国においても情報開示規定に基づく責任追及は、実際には困難であると指摘されているが、わが国では情報開示規定がどのように用いられ、責任追及を可能にしているかについて検討しなければならない。この点、本稿で示したシカゴ学派の示すリスク分配の考え方は、情報開示責任と実体的責任の関係性の在り方についての検討においても、大いに参考にされるべきであるように思われる。

最後に、これらの問題の派生的論点として、株式買取請求で株主が保障される公正な対価と、取締役・フェアネス・オピニオン発行者のそれぞれ情報開示または実体的責任追及によって回復される経済的損失との関係についての理論的

検討が必要であるように思われる。

このような諸問題について、本稿で検討することができなかったのは、全て筆者の勉強不足に帰するものであるが、以上のような点について今後の課題とすることで結びに代えさせて頂きたい。