

令和 6 年 5 月 24 日現在

機関番号：10101

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2018～2023

課題番号：18K01355

研究課題名（和文）デュー・ディリジェンスの実務と法の体系的研究

研究課題名（英文）Study of due diligence practices and law

研究代表者

野田 耕志（NODA, Kouji）

北海道大学・法学研究科・教授

研究者番号：00344648

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：会社法および金融商品取引法が適用される様々な局面において、投資銀行、会計士などの様々なプレイヤーによるデュー・ディリジェンスが行われる。
本研究は、各局面において行われるデュー・ディリジェンスの実務の詳細を具体的に調査、検討し、デュー・ディリジェンスに関係する各プレイヤーの役割を具体的に明らかにし、その上で、実施されるデュー・ディリジェンスがあるべき法規範にどのように反映されるべきかを探求したものである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

会社法および金融商品取引法が適用される様々な局面において行われるデュー・ディリジェンスの実務の詳細を具体的に明らかにし、あるべき法規範を探求した本研究は、デュー・ディリジェンスが各局面において果たす役割の重要性に鑑み、今後の実務、裁判規範、立法に貢献するものである。
デュー・ディリジェンスに関わる各プレイヤーの役割を具体的に明らかにし、各プレイヤーの責任の所在の最適化を明らかにした本研究は、注意義務や公正性の担保のために、各プレイヤーにおいてどのような実務が必要になるのか、どのような協調が重要となるのかを明らかにしたものである。

研究成果の概要（英文）：Due diligence is performed by various players such as investment banks and accountants in various situations where the Company Law and Securities Regulation are applied.
This research specifically investigates and examines the details of due diligence practices carried out in each phase, clarifies the role of each player involved in due diligence.
This study explores how due diligence should be reflected in legal norms.

研究分野：金融商品取引法

キーワード：デュー・ディリジェンス 証券開示規制 コーポレートガバナンス 取引の公正性 ゲートキーパー
引受証券会社 投資銀行 会計士

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

会社法および金融商品取引法の分野において、取引の公正性や情報の正確性を担保するためにデュー・ディリジェンスが行われてきている。

たとえば、有価証券が発行される局面において、証券会社は発行会社の事業内容や財務状況、あるいは、発行される証券の質および開示情報に関して審査を行う。また、監査法人・公認会計士は、発行会社の財務書類に関して調査を行い、監査証明を付している。これらにより、企業と投資者との間の情報の不均衡を是正し、投資者や証券市場の信頼が確保されることになる。

特に証券会社は、発行会社について包括的に審査を行うことが期待され、開示情報の正確性の要となる存在であるが、法律顧問や監査法人・公認会計士、あるいは、社外取締役との連携が欠かせない。証券会社が行うデュー・ディリジェンスの具体的内容を精査した上で、そこで法律顧問や監査法人・公認会計士がどのように関わっているのか、さらに、最適な役割分担や責任の所在を探求することは、開示情報の正確性のため、また、投資者や証券市場の信頼のために重要な作業となる。

また、組織再編の局面において、当事会社の企業価値の調査、あるいは、当事会社間の取引の公正性を確保するために、投資銀行や監査法人・公認会計士によるデュー・ディリジェンスが実施される。とりわけ、マネジメントバイアウトや親子会社のような、当事者間に利害関係があり互いに独立とはいえないような M&A 取引の場合は、一方当事者に不利な取引が行われる可能性がある。このような利益相反のある取引において、実務においては、社外役員や外部有識者からなる特別委員会に取引条件の公正性を審査させることのほか、投資銀行、監査法人・公認会計士によるデュー・ディリジェンスに基づく取引条件の精査が行われる。特別委員会や少数派株主の判断のために、投資銀行等が果たしうる役割は大きいものと認識され、その具体的な関与の仕方や関係者との連携のあり方を探求することは、取引の公正性を確保する手続きとはいかなるものかを明らかにする上で、本質的かつ中核的なものとなるだろう。

さらに、コーポレートガバナンスの局面において、事業リスクや財務リスクなどの会社内部の様々なリスク分析のためにデュー・ディリジェンスが行われることがある。近年、上場会社についてコーポレートガバナンス・コードが定められ、中長期的な企業価値創造のために、取締役あるいは取締役会が戦略的方向性のもとで役割を発揮し、その透明性をステークホルダーに明らかにしていくことの重要性が認識されるに至った。デュー・ディリジェンスはそれらを支えるものとなりえ、精査された情報に基づき、企業戦略の策定、情報の共有、さらには、モニタリング、開示のために生かされうる。コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会の役割の重要性が挙げられているところ、デュー・ディリジェンスはそこでの意思決定や監督、評価に資するものであり、具体的にどのように有効なものなのかを探求することは、コーポレートガバナンスの成否にも関わることになるだろう。また、独立社外取締役とデュー・ディリジェンスの連携が図られることで、取締役会での責務を果たすことが、また、有効なデュー・ディリジェンスが実施されることが期待されるだろう。

2. 研究の目的

本研究の主眼は、会社法および金融商品取引法が適用される様々な局面において行われるデュー・ディリジェンスの実務の詳細を具体的に明らかにし、デュー・ディリジェンスに関わる各プレイヤーの役割を具体的に明らかにし、また、求められる透明性、正確性あるいは公正性のために各プレイヤーの責任の所在の最適化を明らかにし、実施されるデュー・ディリジェンスがあるべき法規にどのように反映されるべきかを探求するものである。

有価証券を発行する会社に対する証券会社のデュー・ディリジェンスについて、たとえば、取締役、役員、顧問、会計士、さらに、発行会社に関係するその他の者に関する背景および能力に関する調査、発行会社の事業、および、発行会社が属する産業に関する調査、発行会社の資産に関する調査、発行会社の財務状況および将来性に関する調査、発行会社の組織および資本に関する調査、発行会社と経営者および従業員の関係に関わる調査、発行会社の重要な契約の調査、発行会社に関係する訴訟および行政手続に関する調査などを詳細かつ具体的に実施してきたのであった。これらのデュー・ディリジェンスに関して、財務情報については監査法人・公認会計士との連携が、非財務状況については法律顧問との連携が必要となるところ、具体的なデュー・ディリジェンス調査ごとどのような連携が図られているかを明らかにし、各者間における相互依存関係に見られる、その役割やスキルを決定付ける要因および問題点を明らかにする。その上で、開示責任に関する金融商品取引法の解釈あるいはあるべき立法に反映しうる最適な責任の所在の明確化を探る。とりわけ、財務情報に関して、金融商品取引法 21 条 2 項 3 号の解釈について議論があるところ、元引受証券会社と監査法人・公認会計士について、あるべき実務に則した最適な責任のあり方を明らかにするものである。

また、組織再編の局面におけるデュー・ディリジェンスについて、一般的には当事会社の価値算定または取引条件の精査のために投資銀行、監査法人・公認会計士により行われるものであるが、とりわけ、利益相反関係のある場合には取引の公正性のために果たす役割は大きい。どのよ

うなデュー・ディリジェンスが行われるべきか、また、デュー・ディリジェンスの実施に際し当事者会社の関係者にどのようにアプローチし、また、交渉が行われるべきかを明らかにし、取引の公正性を担保する手続きにおけるデュー・ディリジェンスの重要性および投資銀行等の意義を明確にする。特に、特別委員会や少数派株主との関係、それを踏まえた投資銀行等の役割および責任のあり方を明らかにし、取引の公正性を担保する手続きとはいかなるものかを探る。

コーポレートガバナンスの局面におけるデュー・ディリジェンスについて、コーポレートガバナンス・コードでは、上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであるとされている。これについて、第一次的に取り組むべき主体は、会社ないし取締役会であるが、投資銀行や監査法人・公認会計士によるデュー・ディリジェンスが行われることにより、その信頼性が高まることが期待される。また、上場会社の取締役会は、企業戦略等の策定、経営陣のリスクテイクのための環境整備が求められ、さらに、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことが求められるが、デュー・ディリジェンスは、より客観性の高い意思決定や監督に資するものとなる。さらに、コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会による評価が鍵になるところ、デュー・ディリジェンスによるレビューはその信頼性を担保しうるものである。

このように、デュー・ディリジェンスは、情報開示のほか、取締役会の意思決定、監督、評価など、コーポレートガバナンスのために資するものであり、その意義を明らかにし、さらに、取締役会との連携のあり方を探る。さらに、独立社外取締役が意思決定や監督の役割を果たす上でデュー・ディリジェンスが実施されることの意義、さらに、デュー・ディリジェンスが実施される上で独立社外取締役が果たす役割の意義を探る。

さらに、コーポレートガバナンスのためのデュー・ディリジェンスが金融商品取引法の開示のために資するものであるという観点から、上記の探求を踏まえて、発行開示および継続開示における開示責任のあり方、とりわけ投資銀行の責任のあり方の再構築を模索する。

3．研究の方法

本研究の手法として、デュー・ディリジェンスの実務および法制度について比較法研究が実施される。これは、外国の法制度や理論状況を参考にすることで、わが国の法制度の位相を相対的・客観的に明らかにすることができ、あるべき法制度を探ることができるためである。

会社法および金融商品取引法の各局面におけるデュー・ディリジェンスに関して、第一に、それぞれの局面における各プレイヤーの実務に関して豊富な経験を有する米国の状況が参照され、また、それに関する米国会社法および証券取引諸法のルールがキャッチ・アップされる。第二に、各プレイヤーに関してそのサービスの有効性に関する最新の理論がキャッチ・アップされ、様々な局面ごと、開示やコーポレートガバナンス、あるいは、取引の公正性を有効とする規制・責任や体制、あるいは、論点について具体的に明らかにされる。投資銀行、会計士、法律顧問、社外取締役等の有効性が横断的に考察される。

4．研究成果

(1) 最判令和2年12月22日民集74巻9号2277頁の検討

本判決は、金商法21条2項3号の免責規定について、「財務計算部分に虚偽記載等がある場合には当該虚偽記載等について知らなかったことを証明すべきものとする旨規定したものであると解される」とし、これについて、「財務計算部分についての独立監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したものであり、当該金融商品取引業者等にとって上記監査が信頼し得るものであることを当然の前提とするものというべきである」と指摘する。

その上で、本判決は、「金融商品取引業者等は、引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められているというべきであって、上記の場合に金融商品取引業者等が上記の調査確認を行うことなく元引受契約を締結したときは、同号による免責の前提を欠くものと解される」と論じる。原々審・原審が金商法17条に言及して説明するものであったが、本判決は同条には言及せずに、有力説に近い立場をとっている。

本判決の検討において、第一に、検討の視座として、【元引受証券会社の義務の本質】が「プリンシプル・ベース」(注意義務・相当の注意)なのか、あるいは、「ルール・ベース」(セーフ・ハーバー)なのか問題となる。また、【元引受証券会社に義務を課す趣旨(判旨参照)】が「元引受証券会社は、財務情報を含む開示情報全般に対する正確性を担保するものであり、その下で、会計士との役割分担が行われる」なのか、あるいは、「財務情報の正確性は会計士に委ねられるという役割分担がまず第一次的に存在し、その上で、その正確性のために関与すべき元引受証券会社のコミットメントがある」なのか問題となる。

以上の点について、原々審は、義務の本質については、義務の趣旨については、原審は、義務の本質については、義務の趣旨については、本判決は、義務の本質、義務の趣旨であると理解することができる。

第二に、監査の信頼性を疑わせる情報(RedFlag)のために、元引受証券会社の調査義務を生

じさせる場合について、「知った場合」、「知っているか容易に知りうる場合」、「(積極的とはまではいかないが)相当の調査により知りうる場合」、「積極的な調査により知りうる場合」のパターンが考えられる。

上記のうち最後の「積極的な調査により知りうる場合」は、元引受証券会社と会計士の合理的な役割分担を考えると適当でないが、義務の趣旨を踏まえるならば、「(積極的とはまではいかないが)相当の調査により知りうる場合」に調査義務が生じると考えられるべきである。本判決は、「RedFlag に接した場合」には調査義務が生じるとしているが、上記3つのうちどれにあたるのか。「相当の調査により知りうる場合」を排除するものでないといえる。

すなわち、金商法40条2号、金融商品取引業に関する内閣府令123条1項4号では、元引受証券会社が「発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査」を行わなければならないとされており、また、金融商品取引業協会は、自主規制規則として「有価証券の引受け等に関する規則」を定めており、元引受証券会社は、調査義務が生じないというためには、これらの法令、規則に従って引受審査を行った上で、虚偽記載等が存在することの相当の理由(RedFlag)を有さないということを明らかにしなければいけないといえるだろう(少なくとも義務の本質、義務の趣旨の立場から。米国証券法11条(b)項(3)号(C)参照)。

第三に、RedFlagのために、財務情報の信頼性が疑われる場合に要求される調査義務の内容について、原々審は「厳正な審査」としており、義務の本質、義務の趣旨を反映するものである。原審は「一般の元引受証券会社を基準として通常要求される注意」としており、義務の本質、義務の趣旨を反映するものである。そして、本判決は「疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められている」とする。本判決は、義務の本質、義務の趣旨を反映するものといえるだろう。この点は、具体的なあたりはめから評価することができる。

調査義務の具体的な内容について、必ずしも「会計士が実施する監査を元引受証券会社が代わりに実施しなければならない」というわけではなく、まずは「会計士の監査の信頼性の疑いを解消させるための相当な調査を実施する」ことが求められ、あるいは、会計士が実施する監査を元引受証券会社が代わりに実施することができるということになる。

(2) 株式買取請求権と取引の公正性の検討

株式買取請求に係る株式の買取価格について、旧商法下では「決議ナカリセバ有スベカリシ価格」(「ナカリセバ価格」)と定められていたところ、会社法はこれを「公正な価格」と規定している。これは、組織再編行為等によりシナジー効果が生じて株価が上昇した場合には、そのシナジーを織り込んだ価格(「シナジー価格」)としたものとされている。

したがって、株式買取価格として2つの算定基準が併存するとすれば、会社法における株式買取請求制度は、組織再編行為等によるシナジーの再分配機能と組織再編行為等がなされなかった場合の経済状態の保証機能という2つの異なる機能を果たし得ることとなる。

すなわち、株式買取請求権における「公正な価格」とは、組織再編によって企業価値の増加が生じる場合は、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において株式が有する価格(公正分配価格)組織再編によって企業価値の増加が生じない場合は、基準日におけるナカリセバ価格となる。

〔 〕 独立当事者間の組織再編の場合

組織再編が独立の当事者間で行われる場合には、各当事会社の取締役が会社および株主にとって不利な取引を締結し、また、株主がそれを承認することは考えにくい。

そこで、独立当事者間の組織再編の場合は、たとえば、株主総会の承認に際して不実の情報開示が行われたなど、当事会社自身の判断に信頼を置くことができないことを示す特段の事情が無い限り、裁判所は、組織再編は、当事会社の企業価値を増加させ、かつ、当該増加分を株主に公正に分配するような条件で行われたことを前提として、「公正な価格」を決定すべきこととなる。その結果、特段の事情がなければ、裁判所は、基準日において株式が現実には有していた価格を持って「公正な価格」とすることとなる(最決平成24・2・29民集66巻3号1784頁。田中亘『会社法〔第3版〕674頁675頁)。

〔 〕 利害関係ある当事者間の組織再編の場合

利害関係ある当事者間の組織再編の場合については、次のように整理される(田中亘『会社法〔第3版〕676頁677頁)。

(a) 裁判所は、上記のような公正担保措置が実効的に機能したか否かを審査することにより、当該組織再編が、独立当事者間取引と同程度に公正な手続きを経て行われたと認められるか否かを判断すべきであり、当該組織再編が公正な手続きを経て行われたと認められる場合は、特段の事情が無い限り、基準日における現実の株式の価値をもって「公正な価格」とすべきである(最決平成28・7・1金判1497号8頁)。

(b) これに対して、利害関係ある組織再編が公正な手続きを経て行われたとは認められない場合には、裁判所は上記の区分に応じて、独自に算定した公正分配価格またはナカリセバ価格をもって、「公正な価格」とすべきである(最決平成23・4・26判時2120号126頁)。

以上のような枠組みを示す日本法は、株式買取請求権に取引の公正性(利益相反取引からの救済)を担保する機能を与えることにしたので、ナカリセバ価格のみならず、条件の公正性を保障するべく公正分配価格(シナジー価格)も「公正な価格」とされているものである。

他方で、米国デラウェア州法は、必ずしも株式買取請求権に取引の公正性を担保する機能は認められず、取引の公正性(利益相反取引からの救済)は、本来的にはインジャンクションや信認義務違反訴訟で担保される。取引の公正性をどのように担保するか(株式買取請求権によるか or インジャンクション/信認義務違反によるか)の違いが、日本法とデラウェア州法の取引の公正性に対する裁判所の評価の違いに関わっていると考えられる。

株式買取請求権を規定する米国模範事業会社法(MBCA) §13のOFFICIAL COMMENTを見ると、「会社行為(取引)の条件の公正性について疑義をもたらす「公正な価格」の不確実性が認められる場合に株式買取請求権が認められる」としている。また、「決議後の価値増加分(シナジー)も考慮することができる」としている。すなわち、米国模範事業会社法は、日本の株式買取請求権と同様に「公正な価格」を定義しており、また、取引・条件の公正性を担保するために機能するものであるといえる。

模範事業会社法は、株式買取請求権が利用できない場合として、§13.02(b)(1)で「市場性株式の適用除外(Market Exception)」を定めているが、「買取請求の起因となった行為によって確立された株式の価値は、独立当事者間取引を反映した価格に至るように合理的に算出されたプロセスの結果でなければならない」と記しており、取引の公正性が認められる場合が前提であることを明らかにする。他方で、§13.02(b)(4)では、上記が認められない場合、すなわち「利益相反取引(interested transaction (as defined in section 13.01).)」の場合には、市場性取引の適用除外は認められず、株式買取請求権が利用可能になるとする。

取引の公正性を担保するために予定される我が国の株式買取請求権について、模範事業会社法と同様に「公正な価格」を定義するものであり、裁判所が事後的に価格決定をすべき場合について、模範事業会社法が定める市場性取引の適用除外が認められない場合と同一に捉えることができる。

我が国における立法論として、「利益相反取引の場合を除く市場性取引の適用除外」のルールを設けることも考えられるだろう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 野田耕志	4. 巻 1564
2. 論文標題 特例有限会社の取締役解任にかかる賠償請求が否定された事例	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 119-122
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計1件

1. 著者名 岸田雅雄監修・野田耕志	4. 発行年 2022年
2. 出版社 金融財政事情研究会	5. 総ページ数 1231
3. 書名 注釈金融商品取引法 第4巻〔改訂新版〕	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------