

平成 28 年 9 月 20 日現在

機関番号：13301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780065

研究課題名(和文)フェアネス・オピニオン発行者の責任に関する検討

研究課題名(英文)A Theoretical examine about resposibility on Fairness Opinion issuer.

研究代表者

永江 亘(NAGAE, Wataru)

金沢大学・法学系・准教授

研究者番号：20610786

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：企業買収取引において、経営者が専門家からアドバイスを提供される場合がある。この場合に、この専門家が、様々なインセンティブに誘われて、不公正な取引であるにもかかわらず、取引の公正性を推奨する場合がある。このような場合に株主が受けた損害の回復がどのように行われるかについて本研究では研究した。本研究に際しては、このような問題が頻出する米国法を参照し、契約法概念と、米国法の信認義務によるものとの責任追及の在り方について検討した。

研究成果の概要(英文)：Most of managers are retained some advice such like Fairness Opinion from investmentbankers due to their shortage of knowledge in M&A context. Neverthelss investmentbankers sometimes shows inappropriate Opinion due to thier insentives such like their rewards or gain from staple finance. This study targets how to recover their loss. To study this theme, Author studies U.S. case laws and argument of academics.

研究分野：民事法学・会社法

キーワード：企業買収 M&amp;A 投資銀行 買収価格 信認義務 専門家責任

## 1. 研究開始当初の背景

平成 17 年会社法制定により、いわゆる「組織再編対価の柔軟化」が実現され、我が国では長らく実務界から要望の強かった、現金交付による株主の締出し取引 (Squeeze Cash Out; 以下、「SCO」という) が実現された。これを受け、上場企業の中には、自主的な上場廃止取引を行うものも現れ始めた。このような背景から、我が国では大別して 不公正対価による企業買収の有効性を巡る議論と 価格の公正性の確保を巡る議論が展開されてきた。とりわけ、会社法制定により、我が国の株式買取請求権制度が、( 比喻的な意味で ) 取締役の忠実義務違反への株主の救済機能を担うことや ( **神田秀樹 2009** ) これらを通じた経営へのチェック機能を果たすと評価されてきたことから、 に関する議論は、法改正によって生じた現代的なホット・イシューであることが示されたといえる。

この点、SCO においては、当該時点以降の投資継続が遮断されるため、少数派株主への交付対価の公正性が強く要請される。他方で、支配・従属会社間での自主的な上場廃止 ( Going-Private ) あるいは経営陣による自社の買収 ( Management Buy Out; 以下、「MBO」という) においては、その価格形成が、支配会社あるいは当該買収対象会社の経営陣の強いコミットメントの下でなされる恐れがある ( **企業価値研究会 2007、経済産業省 2007** )。従って、 に関する我が国の議論は、価格そのものの公正性概念に関する議論もさることながら、価格決定過程の公正性の確保を通じた公正な価格の確保が中心的な議論であるといえる。

## 2. 研究の目的

近年では組織再編に第三者機関による企業価値等の評価意見書 ( Fairness Opinion ; 以下、「意見書」という) を取得する事例が増加している。しかし、我が国では意見書を巡る議論はほとんどなされておらず、不公正な実務が横行する可能性が存在する。というのも、我が国の近時の裁判例は、取締役の責任の否定根拠として意見書の取得を挙げており ( **レックス HD 事件 2011** )、また学説上も意見書を取得した独立当事者間取引の価格は、株式価格決定手続きにおいても尊重するべきであるとの議論が多数であり ( 例えば、 **田中 2009** )、意見書への期待は高い。にもかかわらず、意見書の発行に際しては、専門家に広範な裁量があると共に、受益者としての株主と専門家の間には利益相反的な構造が存在する。換言すれば、意見書にはいわば「意図的に都合の良い意見書」が作成されるリスクが存在する。本研究は、このリスク回避の一

手段として、意見書を提供する専門家に對する責任追及の可否について、理論的研究を試みるものであり、実務の現状に照らして喫緊かつ最先端の課題であると位置づけられる。

## 3. 研究の方法

( A ) 米国における専門家と依頼者間の責任追及の法理の検討、( B ) 米国における専門家と第三者間の責任追及の法理の検討、( C ) わが国における専門家と依頼者間の責任追及の法理の検討、( D ) わが国における専門家と第三者間の責任追及の法理の検討、( E ) 意見書の発行者の地位と責任追及の可能性及びその効果の検討の 5 つの問題に分けて検討を行った。

( A ) について、研究担当者のこれまでの研究成果を念頭に、専門家の負う義務基準について検討した。研究担当者は近年の意見書発行者の責任追及について、米国判例をベースに検討を重ね米国での意見書の主たる発行者である投資銀行が、株主に対して信認関係 ( Fiduciary ) の地位に立つものであるかという文脈から、意見書発行者の責任はあくまで当事者間の契約書に拘束されるとの理解が近年では一般的であることを確認している。そこで、本研究の趣旨に鑑み、主として提供サービスが現状を確認・評価するサービスと将来予測を含むサービスに分け、その義務基準について分析した ( **Lambert 2010** )。また、4 . で述べる通り、米国の議論に変化が生じたことを受け、再度 ( A ) について米国の議論を検証し、投資銀行の地位に関して、信認・契約法上の関係を検証した文献を参照することとした ( **Bratton&Watcher 2014, Tuch 2015** など)。

( B ) の検討では、( ) まず研究担当者のこれまでの研究成果を念頭に、会計士の責任法理について、再度近時の判例法理について見直しを行う。研究担当者は既に会計士の責任について、投資銀行の責任論との比較の観点から検討を行っている ( 業績・ ) が、その後の米国での企業の不祥事を受け、会計士の責任に関する社会的な関心は更なる高まりを見せている。そこで、ここでの検討の基礎部分の再確認として、米国における会計士の責任についての議論を確認する ( **Swanson 2011** )。とりわけ、( A ) の検討を基礎として、ここではこれまでの研究成果をさらに深化させ、第三者関係のうち、会社債権者に対する責任と株主に対する責任とに分け、責任追及者の属性に応じた法理論の相違について明らかにするため、Gatekeeper 責任の峻別を行う分析 ( **Laby 2012** ) を参照した。

その後、( ) 弁護士・格付け機関その他の企業を巡る専門家の責任法理について検討する。これらの検討により、企業を巡る専門家が、株主に対して負う責任に係る法

理論を明らかにするとともに、投資家としての地位と株主としての地位を峻別することが狙いである。これらの研究に当たっては、信認義務基準についての判例研究のみならず、米国の不法行為リステイトメントの変遷及び改正に係る議論を参照した。

(C)の検討では、米国法の議論とパラレルに整理するため、我が国における専門家責任について検討する。我が国における専門家の注意義務の基準に関する考慮要素を明らかにするのが狙いである。また、(D)の検討では、我が国における公認会計士と税理士及び弁護士・格付け機関の責任について検討する。とりわけ、我が国の会社法では429条1項に規定する「役員等」に会計監査人が含まれていることから、当該立法経緯について検討する(志谷2007)。公認会計士と税理士という計算書類の作成・監査に係る専門家の責任法理を比較することで、専門家の社会的地位と責任追及者の属性による責任法理の相違を浮き彫りにすることにより、本研究の目的である、意見書の発行者の責任の法理へのアプローチを探ることを狙いとした。

#### 4. 研究成果

本研究では、研究期間中に上記(A)~(E)のうち、(D)までしか研究を行うことができなかった。というのも、(A)で検討した米国の議論の流れが、2014年のRural事件(In re RURAL METRO CORPORATION Stockholders Litigation., 102A.3d 205 (Del.Ch.2014).)によって大きく変容したためである。即ち、研究担当者が本研究に着手する以前に確認してきた米国の議論は、信認義務を契約によって排除することを裁判所が認めつつある状況にあったが、同事件の登場によって改めて投資銀行が信認関係に立つことが確認されたためである。また、この問題は、同事件において、取締役の信認義務違反に係る教唆・幫助責任を投資銀行が負うという文脈の中で、取締役の責任に係る免責条項の効果と射程範囲、そして投資銀行との責任の分担の在り方という新たな問題も生じさせた。このような背景から、研究担当者としては、本研究の根底部分を為す(A)部分について、再度検証せざるを得なかったためである。

この部分について、米国では、近時のデラウェア州判決を受け、投資銀行の責任を巡り、信認義務とELによって創出される契約上の義務との関係が、議論の中心的な地位を占めているとの結論を得た。Bratton&Wachter(2014)が主張する、名目上の信認関係理論は、従来ELの文言によって画されてきた投資銀行の責任の問題を基本的には肯定的にとらえる立場であり、依頼会社の取締役のRevlon義務を起点として、投資銀行の利益相反に係る事前の情

報開示およびその同意を求めさせることによって、この問題の解決を志向する立場であると言える。これに対して、契約法理と信認法理の関係から、ELによって投資銀行の責任範囲を決定することへの疑問を投げかけていると言える。このことは、会社支配権取引における投資銀行の立場が、従来の契約法理と信認関係を直ちに当てはめることが困難な領域にあることを示唆するものと思われる。すなわち、Rural事件が結論的にRBC社の責任を認めた背景を、契約法理の文言から投資銀行の責任の問題として理解するべきであるか、あくまで取締役の信認義務に係る付随的な地位としての投資銀行の責任の問題として捉えるべきであるかについては、未だ決着のつかない状況にあると評価できる。しかしながら、Bratton&Wachter2014の主張する通り、投資銀行の利益相反行為に禁止規定を設けるか、セーフハーバールールを設けるかといった、従来のFINRAの枠組みを超えた実体法的な規制をかけるべきであるとの主張も見られ始めており、実体法的な解決に向けて米国の議論が進み始めていることが明らかになった。

もっとも、(A)部分に関する米国法の議論の進展から、本研究で当初予定していた(D)・(E)については不十分な点も散見される。これらの点は今後の研究課題としたい。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計9件)

永江亘「近時の米国における企業買収アドバイザーの責任を巡る議論～Rural Metro事件判決を参考に 岸田雅雄先生古稀記念論集(成文堂,2016)所収決定、査読無。

永江亘「会社支配権取引と投資銀行の信認義務違反に係る教唆責任」旬刊商事法務掲載決定(号数不明) 査読無。

永江亘「MBOにおける公正な価格と市場株価の位置付け」金融・商事判例掲載決定、査読無。

永江亘「わが国の株式買取請求権制度とフェアネス・オピニオンの位置付け」金沢法学58巻1号、43~59頁、2015年7月、査読無。

永江亘「非上場会社の会社支配権取引と投資銀行の責任」旬刊商事法務2074

号、61～67頁、2015年7月、査読無。

永江亘「振替株式についての価格決定事件における個別株主通知の要否」旬刊商事法務 2067号、2015年5月、149～155頁、査読無。

永江亘「MBOにおける全部取得条項種類株式の取得価格決定申立事件」金融・商事判例 1457号、2～7頁、2015年1月、査読無。

永江亘「先行する公開買付の買い付け価格を下回る株式交換完全子会社株式の「公正な価格」」金融商事判例 1420号、2013年7月、2～7頁、査読無。

永江亘「少数派株主の締出し取引における外部機関の意見について：フェアネス・オピニオンの意義と問題点の検討を中心に」私法 75号、258～264頁、2013年、査読無。

〔学会発表〕(計7件)

永江亘「インテリジェンス事件抗告審決定〔東京高決平成25年11月8日〕」早稲田大学商法研究会、2015年12月。

永江亘「反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」の意義」京都大学商法研究会、2015年6月。

永江亘「In re RURAL METRO CORPORATION Stockholders Litigation., 102A.3d 205 (Del.Ch.2014).」神戸大学商事法研究会、2015年5月。

永江亘「Baker v. Goldman Sachs, 656 F.Supp.2d 226(D.Mass.2009)」神戸大学商事法研究会 2015年2月。

永江亘「ホリプロ事件抗告審決定〔東京高決平成25年10月8日〕」早稲田大学商法研究会、2014年7月。

永江亘「三洋電機事件〔大阪地決平成24年4月27日〕」早稲田大学商法研究会、2013年3月。

永江亘「American Mining Corp v. Theriault., No29., F.Supp.2d 226(Del.Sup.Aug.27.2012)」神戸大学商事法研究会、2013年10月。

〔産業財産権〕  
出願状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕  
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者 永江 亘  
(Wataru NAGAE )  
金沢大学・人間社会研究域法学系・准教授  
研究者番号：20610786

(2) 研究分担者  
( )

研究者番号：

(3) 連携研究者  
( )

研究者番号：

〔図書〕(計 0 件)