
論 説

米国におけるフェアネス・オピニオンを 巡る議論の展開 (1)

永 江 亘

はじめに (本稿の問題意識)

I. FO の意義にかかる議論

1. 判例法理上の議論
2. 学説の議論

II. FO の問題点に係る議論

1. FO 提供者の裁量
2. FO 提供者と株主間の利益相反構造

III. FO 提供者に対する責任追及理論の検討

1. FO 提供者の責任に係る理論的背景としての会計士責任
2. FO 提供者に対する責任追及事例と萌芽期の理論
3. 信認義務理論の登場と発展

はじめに (本稿の問題意識)

平成 17 年会社法制定に伴い、それまで合併対価が原則として株式に限定されていた (旧商法 409 条 2 号)¹⁾のに対し、組織再編行為にかかる交付対価が柔軟化 (会社法 749 条 1 項 2 号・753 条 1 項 6 号・8 号など) され、組織再編行為前の既存株主を締め出す形で組織再編を行うことが可能となった。また、その後の会社法改正により、多様な組織再編・株式取得のメニューが会社法に

整備され、既存株主が強制的に締め出される取引（いわゆる Squeeze Out 取引）が可能となった。これにより、上場会社間での企業集団の形成は、効率性が向上し、多くの事例と共に法的な問題点も明らかになり、議論が形成されてきた。2019年6月28日に公表された、経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」²⁾（以下、「M&A 指針」という）では、「MBO および支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続き面から、我が国企業社会における公正な M&A の在り方」が検討され、平成 17 年会社法制定後の議論が整理されている。

筆者はかつて、M&A のうち、とりわけ典型的には MBO のような利益相反を伴う非上場化取引（Going-Private 取引）を念頭に、一般に会計・金融知識を有する外部機関（米国では主として投資銀行）が提供する意見書であり、「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」³⁾あるか否かについての意見を示した書面であり、取引の公正性を担保する措置の一部として機能するフェアネス・オピニオン（以下、「FO」という）の機能と問題点について、米国の議論を参考に検討した⁴⁾。その際に筆者は、Going-Private 取引において、①非上場化による株主の投資継続の遮断が生じることの是非、② Going-Private 取引時の（公正さの概念と算定手法の選択という問題を含んだ）交付対価の評価の困難さが生じ、③経営陣等の利益相反に伴う場合には、（情報の非対称性を含む）価格形成過程の不正さに問題が生じると指摘した⁵⁾。M&A 指針においても、利益相反構造による公正な取引条件の決定が期待できないことや情報の非対称性が存在することが問題として指摘されており⁶⁾、その問題意識は当時の筆者の問題意識と同様である。そして、「公正な M&A の在り方」の実務上の具体的対応（公正性担保措置）として、外部専門家の独立した専門的助言等の取得が挙げられ、その一部として、第三者機関等からの株式価値算定書等の取得が提言されている⁷⁾。その中で、FO の有効性については、「①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス、③高度な専門性・実績、④レピュテーションといった要素を備えた第三者評価機関か

ら FO の取得が行われた場合には、公正性担保措置として積極的に評価されるべきものと考えられる」との評価が示された⁸⁾。また、注 56) では、FO の発行主体や発行プロセスに係る規制が我が国の制度には存在しておらず、不適切な FO を発行した第三者機関の法的責任が追及される環境が十分に整っているとも言い難いとの指摘がなされている⁹⁾。

このような前掲注 (4) 論文における、米国の議論の整理・検討の後、米国では、FO 発行者の責任に関する議論が進展し、判例理論の展開が見られた。また、SEC は買収目的会社 (Special Purpose Company ; 以下「SPAC」という) 規制に係る文脈で、M&A において買収者が FO を取得しているケースが全体の 85% に上ることを (SPAC の文脈では 15% に過ぎないことを批判的に示しながら) 指摘している¹⁰⁾。そして、買収者が FO を取得している取引は、取引の発表に対する株価の反応が高く、取引後の業績も良好であると指摘している。

そこで、本稿では、前掲注 (4) 論文をアップデートし、米国における FO をめぐる議論を整理・検討する。とりわけ、FO 発行者の責任については、米国では判例法理が進展し、取締役の責任に係る教唆・帮助責任という形で、FO 発行者の責任が認められるケースも出現し、取締役の責任の議論との交錯が生じることとなった。本稿では、前掲注 (4) 論文の議論を用いながら、これらの新たな論点について、検討したい。

注

- 1) 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、会社法施行以前にも現金交付による組織再編を行う余地はあった。
- 2) https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/pdf/20190628_shishin.pdf 参照。
- 3) John C. Coffee, Jr., *New York's New Doctrine of 'Constructive Privity'*, N.Y.L.J., Jan25, 1990, at 6 n. 1, col. 6.
- 4) 拙稿「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 -- 米国の検討を中心に」神戸 60 巻

- 3・4号(2011)434頁。
- 5) 拙稿・前掲注(4)427-428頁。
- 6) M&A指針・前掲注(2)7-8頁。
- 7) M&A指針・前掲注(2)30頁以下。
- 8) M&A指針・前掲注(2)33頁。
- 9) M&A指針・前掲注(2)33頁,注56)。
- 10) *See, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*, Securities Act Release No. 33-11048, Exchange Act Release No. 34-94546 (Mar. 30, 2022), at 195, <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>

I. FOの意義にかかる議論

1. 判例法理上の議論

米国において、FOは商慣習上で用いられていたものであるとされるが、その存在に注目が集まったのは、1985年のVan Gorkom判決¹¹⁾の影響であるとされる¹²⁾。すなわち、同事件判決においては、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妥当性・公正性について、十分な情報・検討に基づくことなく合併を承認したことが、取締役らの信認義務無に違反すると判示され、多額の賠償金が取締役らに課された。これにより、企業価値と当該買収価格の妥当性・公正性について検討した情報を提供するサービスとして、FOの価値に注目が集まったと説明される¹³⁾。米国の判例上、最初にFOに言及したのがGreat Western United Corp. 判決¹⁴⁾といわれる。同事件は、企業集団内における組織再編の事例であり、対価の公正性について、投資銀行がFOを提供したものである。FOの使用が実務的に行われていたことが伺えるものの、会社支配権取引の核心的な問題を検討した同判決にあっても、FOの取得自体が要求される趣旨の記述は見当たらないと評価されている¹⁵⁾。

これに対し、前述の通り、FOの機能への注目を集めたのがVan Gorkom判決である。同事件は、取締役会が十分な自社の企業価値に関する情報を有

することなく、会社支配権の売却を企図したものである。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。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認定した¹⁶⁾。もっとも、同判決は「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FO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。」¹⁷⁾として、FOの取得自体を要求しているわけではないとしている。しかし、同判決がFOへ言及し、上記①～③の要素を提示することにより、会社取締役が経営判断原則による保護を受けるためには、企業価値に関する十分な情報を保有していることが必要であることを説示したことにより、FOが法的枠組みの中で有用なツールであるとの認識を与えたと評価される¹⁸⁾。

その後、Continental Hosts 判決¹⁹⁾では、FOの取得を直接に要求するわけではないが、財務計画の不開示に関する主張において、もしFOが取得されていた場合には、原告の訴えの利益がなくなると判断されることが示唆された。これにより、学説ではVan Gorkom 判決の立場が、より鮮明に支持されたと評価される²⁰⁾。もっとも、Storer Communication 判決²¹⁾では、原告が財務アドバイザーの独立性について、当該財務アドバイザーと買収対象会社の従前の取引関係を問題視し、批判的な主張をしたことにつき、当該財務アドバイザーの提供したアドバイスの内容自体への主張がなされていないと評価し、取締役らに経営判断原則の保護が与えられている。この点につき、同事件判決では、Van Gorkom 判決に従うならば、外部アドバイザーの雇い

入れが必ずしも要求されるものではないと強調している。Gast 判決²²⁾では、ミシガン州において、取締役の責任の認定基準として、デラウェア州における完全公正基準を採用していないことを前提としながら、FOの取得自体がデラウェア州においても直接に要求されていないとの認識が明らかにされている。学説も、本判決の文脈が、あくまで Van Gorkom 判決の理解に沿うものであるとしている²³⁾。これに対し、Ciocia 判決²⁴⁾では、「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」を列挙し、取締役会が本件契約について十分な検討を行っていないとする原告の主張を合理的なものであると推測する要素であると位置づけている。

以上のような、米国の初期判例の議論を参照すると、米国においては、FOの取得が直ちに取締役の責任を免責することや、反対にFOの取得がなされていない場合に直ちに取締役の責任が認められるといった理解ではなく、あくまで公正性の担保の一部としてFOが扱われてきたことが伺われ、同時に、公正性の担保措置としての有用性は認識されていると理解できる。もっとも、Storer Communication 判決の指摘した、FO提供者と受領者である会社および取締役らとの関係についての理解については、Davidoff (2006)が、「FO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」と指摘し、批判的な見解が示されている²⁵⁾。

2. 学説の議論

1.1 で検討した判例法理の議論とは異なり、学説では FO の意義を積極的に評価するものが多くみられる。

Bebchuk & Kahan (1989) は、FO の取得の意義は、第一に株主の承認を取りつけることにあるとしつつも、それ以上に重要な機能として、取締役の信託義務を充足する点にあると指摘する²⁶⁾。また、米国の判断の実質は、取締役らの信託義務違反の判断に、FO の取得を考慮していると評価する²⁷⁾。このほか学説では、FO の機能として①個別取引の公正性を検討することができること²⁸⁾、②利益相反関係にある取引の場合に、価格の決定および承認プロセスの公正性を増加させること²⁹⁾、③経営陣の機会主義的な行動を制限できること³⁰⁾、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の容易さもしくは費用コストを節減できること³¹⁾などが挙げられており、概ね学説は FO が、会社支配権取引において有能な機能を有しているとの理解で一致している³²⁾。

このような FO の意義の理解を前提に、学説では FO を用いる場面として、合併・縮出合併・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を挙げる³³⁾ほか、会社支配権取引に限らず、企業価値を算定する必要がある金融取引であれば、その有用性が利用できるとの指摘もある³⁴⁾。後者の指摘をする Rizik & Wirgau (2008) は、ESOP・MBO・資本構造の再編取引・設立投資なども、FO が有用となる局面であるとし、FO は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指摘する³⁵⁾。

これに対し、Carney (1991)・Elson (1992) は、取引における公正性の指標

は市場価値で検討するべきであり、FOの算定は試みる必要のないものであるとの批判を展開する³⁶⁾。このような理解から、Carney (1991)・Elson (1992)は、FOの取得により信義義務違反の有無を検討することは、裁判所による会社支配権取引への無用なコストを課金する行為に当たると批判する³⁷⁾。

このような学説の対立に対し、Davidoff (2006)は、Carney (1991)・Elson (1992)のコンセプトは理想的なものであり、市場価格が信頼に足るのあれば、裁判所は市場価格を真実の価値を示す価値指標として取り扱うべきであることを忘れてはならない一方で、会社支配権取引においては市場へのアクセスが常にオープンに確保されているわけではないので、制限的な市場環境で形成される価格³⁸⁾の妥当性について検討するという意味で、FOには意義があると指摘する³⁹⁾。

以上のように、米国の学説におけるFOの意義に係る議論は、Bebchuk & Kahan (1989)やRizik & Wirgau (2008)に代表されるその利用に肯定的な意見に対して、Carney (1991)・Elson (1992)などの否定派の対立を起点とし、当事者間で価格形成が行われる会社支配権取引においては、その過程が制限的であり、そのような場合にFOの意義が先鋭化するとするDavidoff (2006)の主張は、肯定派と否定派の主張を整理したものと位置付けることができる。

注

- 11) 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 (1988年) 36-39頁。
- 12) Michael B. Rizik, Jr. and Matthew M. Wirgau, Fairness Opinions : No Longer A Laughing Ivfatter, 25 T.M. Cooley L. Rev. 233, 241 (2008).
- 13) See, eg., Financial Industry Regulatory Authority (FTNRA), Regulatory Notice 07-54: Fairness Opinions: SEC Approves New NASD Rule 2290 Regarding Fairness Opinions, <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/07-54#:~:text=NASD%20Rule%202290%20is%20a%20complementary%20rule%20that,specific%20procedures%20concerning%20the%20issuance%20of%20fairness%20opinions.> より閲覧可能 (最終アクセス日: 2023年8月26日) (以下、「FINRA Notice」という)

- 14) 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 FO 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等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。

以上のような主張により、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、最終の審理以前に救済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。

- 15) *See, Rizik & Wirgau, supra* note 12, at 242.
- 16) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 874 (Del. 1985).
- 17) *Id.* at 876.
- 18) *See, Rizik & Wirgau, supra* note 12, at 240.
- 19) *Wacht v. Continental Hosts, Ltd.*, 1986 WL 4492 (Del. Ch. Apr. 11, 1986).

<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かなる第三者とも交渉を行っておらず、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FOを取得していないと主張した。また原告らは、買取請求

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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、① L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、② 1979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土高の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考えられる全ての情報が開示されなければならない。被告らは、公開買付や株主の承認を経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る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。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。

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

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

<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）は最も素早く買取提案を行った。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社の買取提案を受け入れることを表明した。即ち、①KKR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、②Com社の提案は、不確定な税制上の問題を含んでいたこと、③Com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、

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開（1）

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あり、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に求め、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認判決を求めること、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。

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。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。第二巡回区裁判所は、「Lock-Upには、当該条項の権限を有している買付者との競合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るものもある」と述べている。

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ものであり、また最終的に買収提案を行った2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

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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、一般に許容される。

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。

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

<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」という)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。

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収価格を決定し、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らと共に出资して設立した後に、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収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社のカウンセル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社買収の別の提案が持ちかけられた。G社は当該買収提案を検討し、同

意した。この買収提案により、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。

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られ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。

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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FO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 FO 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、FO 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 FO を法的な問題として要求していない。従って、FO 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

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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 社を雇入れていたならば、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。

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

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

<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。

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>

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義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。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)項のセーフ・ハーバー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条のセーフ・ハーバー条項の下では、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(Good Faith)に承認したことである。

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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 FO 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 条のセーフ・ハーバー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。

- 25) Steven M. Davidoff, *Fairness Opinions*, 55 Am. U.L.Rev. 1557, 1601 (2006).
- 26) Lucian Aryc Bebchuk & Marcel Kahan, *Fairness Opinions: How Are They And What Can Be Done About It?*, Duke L.J. 27, 28 (1989).
- 27) *Id.*
- 28) *See*, M Lipton & E. Steinberger, 1 Takeovers and Freezeouts § 8.02 (1), at 8-9.
- 29) *See*, J. Freund, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques For Negotiating Corporate Acquisitions* 471, 471-472 (1975); Booth, *Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty*, 60 N.Y.U.L.Rev. 630, 657 (1985) ; Winter, "Protecting the Investor", 63 Wash. L. Rev. 881, 895, footnote.44.
- 30) *See Note, Investment Banker's Fairness Opinion in Corporate Control Transactions*, 96 Yale L.J. 119, 125-127 (1986).
- 31) *Id.*
- 32) *See*, Michael W. Martin, *Fairness Opinions and Negligent Misrepresentation : Defining*

Investment Bankers' Duty to Third-Party, Shareholders, 60 Fordham L. Rev. 133, 137-138 (1991). ; 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 25, 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.

- 33) Bebchuk & Kahan, *supra* note 26, at 27.
- 34) Rizik & Wirgau, *supra* note 12, at 240-241.
- 35) *Id.*
- 36) Carney, *supra* note 32, at 537.; Elson, *supra* note 32, at 995-1003.
- 37) *Id.*
- 38) 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「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（2009年）参照。
- 39) Davidoff, *supra* note 25, at 1611-1615.

II. FOの問題点に係る議論

I.2. で概観した通り、米国の学説におけるFOの機能に係る議論では、市場で形成される価格を参照するのが理想的であると認識されつつも、実際には会社支配権取引では市場価格を参照することのみでは必ずしも適切ではない場面が生じ、その場合にFOによる価格の公正性・妥当性の検証、およびこれを前提とした（多くの場合は特別委員会の検討を経た）取締役会による価格の公正性・妥当性の検証が、取引全体の公正性の担保に有用であるとの理解がされている。

一方で、FOの機能に介して肯定的な指摘をしている米国の学説においても、FOの提供に係り、問題点がないわけではないとの指摘がなされている。この点、FO研究の先駆けであるBebchuk & Kahan（1989）は、FOの問題点として、①FO提供者には広範な裁量があり、必ずしも適切な「公正性」の概念、企業価値の算定手法に従ってFOが作成されるわけではない、②FO

提供者には株主との間でしばしば利益相反が生じる可能性があり、必ずしも株主に利益的な FO を作成するわけではない点を挙げている。以下では、これらについて検討する。

1. FO 提供者の裁量

(1) 「公正性」の定義裁量

I. に示した通り、FO 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」⁴⁰⁾あるか否かの意見を提供するとされる。この具体的な内容として、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（いわゆる「なかりせば価格」⁴¹⁾、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⁴²⁾、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⁴³⁾が公正性を基礎づけるという見解がある。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、以上のように、公正な価格の定義に関する複数の見解があることを前提に、裁判所は FO 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⁴⁴⁾。また、投資銀行が FO 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⁴⁵⁾。

同様な議論は、Elson (1992) においてもなされており、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⁴⁶⁾。また、Piemonte 事件⁴⁷⁾、Weinberger 事件⁴⁸⁾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、FO 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FO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できる。そして、このような問題を内包するFOに、公正性の担保措置としての機能を認めても良いかという点への疑問が投げかけられていると理解できる。

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⁴⁹⁾。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⁵⁰⁾。また、裁判所は投資銀行に対して、FO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⁵¹⁾。

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FO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、FO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⁵²⁾、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。

(2) 算定上の裁量

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があると指摘する⁵³⁾。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行っている⁵⁴⁾。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検証している⁵⁵⁾。

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⁵⁶⁾。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⁵⁷⁾。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、Elosn (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⁵⁸⁾。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、FO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⁵⁹⁾。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⁶⁰⁾。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FO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⁶¹⁾。

(3) 小活

以上、本節で概観したように、投資銀行を中心とした、FO提供者は、公正性と算定手法の採用において、自由裁量を用いることで、意図的な企業価値算定の創出が可能であると指摘されている。これらの要素が相互に関連することにより、「意図的に当該取引価格の公正性を肯定する」ことが可能となることが懸念されている。このほか、米国では、会社の取締役会ないしは特別委員会から提供される基礎情報が、そもそも会社の取締役らにとって有利なものしか提供されないという懸念も指摘される⁶²⁾。すなわち、DCF法などの将来の収益予測を用いる算定においては、会社の事業計画に依拠するところが大きく、取締役会からの情報の負うところが大きく、業績の悪化局面におけるMBOなどでは、当該事業計画が実態に即していないとして、

取締役会が FO 提供者らに計画の開示を拒否した事案もある⁶³⁾。このような FO 提供者の裁量は、次に検討する利益相反構造により先鋭化し、FO の価値を毀損する懸念を生じさせている。

2. FO 提供者と株主間の利益相反構造

米国における主たる FO 提供者である投資銀行は、直接的には FO を当該依頼会社の取締役会ないしは特別委員会に提供する。もっとも、当該 FO が会社支配権取引において、公正担保措置としての機能が期待できるのは、FO 提供者に、専門性に加えて独立性があるためである。すなわち、FO 提供者の専門性・独立性こそが、最終的に株主の判断や価値の保存に資すると判断され、これらの情報を基に検討を行った取締役会の判断が適切なものであったと位置づけられる源泉となる。以下に検討する利益相反構造は、FO 提供者の独立性に疑問を生じさせるものである。

(1) 報酬の体系

Bebchuk & Kahan (1989) は、報酬体系に係る問題の前提として、投資銀行が FO 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⁶⁴⁾。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、FO はその報酬要因の一部でしかないと指摘するのである。

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⁶⁵⁾。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⁶⁶⁾。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 FO の提供を意図しようとする傾向にあるというのである⁶⁷⁾。

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⁶⁸⁾。

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る⁶⁹⁾。

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、FO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、FO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⁷⁰⁾。

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FO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るべきであると提言する⁷¹⁾。

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⁷²⁾。

このほか、米国判例からは、投資銀行が買収対象会社にFOを提供しつつ、買収費用を融資する取引もみられ（後述）、投資銀行が会社支配権取引において多様な側面から利益を得ておりことが伺われる。このような実態は、Bebchuk & Kahan (1989) らが指摘するように、取引の成功に係る報酬が、

FO 提供以外にも存在し、全体として見た場合に、成功報酬による報酬体系は、FO 提供にかかる報酬以上に大きなインセンティブを提供していると評価できそうである。

(2) 利益相反の抑止の限界

一般に、FO 提供者や専門家は意見書の提供に係り一定の名声 (Reputation) リスクを考慮しており、当該リスクの回避のために、専門性・独立性に劣る意見書の提出をためらうと考えられる。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、この議論には信憑性がないと主張する⁷³⁾。この議論によれば、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 FO 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あると主張する。そして、Storer Communications 判決⁷⁴⁾を引用し、裁判所は FO 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の抑止機能に依拠した FO 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に注意すればよい」というのである。

このような批判は、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、FO 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、裁判所は FO の内容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 FO 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、FO の信憑性、とりわけ投資銀行と FO 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、十分な抑止機能を有していないという議論として理解できる⁷⁵⁾。

また Bebhuk & 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⁷⁶⁾。

(3) 小活

以上、本節で概観したように、米国における主たる FO 提供者である投資銀行を巡る利益相反構造は、II.1. で検討した投資銀行の FO 作成に係る裁量と相まって、「意図的に都合の良い FO を作成・提供する」ことの動機づけとなっている。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 FO 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⁷⁷⁾。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⁷⁸⁾。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は、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。もっとも、セカンド・オピニオンを提供する投資銀行においても、何らかの形で利益相反構造がある場合には、その効果も限定的であるし、本稿公刊時において、米国においてセカンド・オピニオンが求められているとの議論は、広がりやを欠いている。

注

40) Coffee, *supra* note 3, at 6 n. 1, col. 6.

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

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

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

44) *See*, Bebchuk & Kahan, *supra* note 26, at 30.

- 45) *See, Id.*
- 46) *See, Elson, supra* note 32, at 959-960.
- 47) *Piemonte v. New Boston Garden Corp.*, 387 N.E.2d 1145 (Mass. 1979).
- 48) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).
- 49) *See, Bebchuk & Kahan, supra* note 26, at 46.
- 50) *Id.*
- 51) *Id.*
- 52) *See, Elson, supra* note 32, at 959.
- 53) *Id.* at 962-963.
- 54) *Id.* at 963.
- 55) *See, Bebchuk & Kahan, supra* note 26, at 35-36.
- 56) *See, Elson, supra* note 32, at 963.
- 57) *Eg., Montgomery Cellular Holding Co., Ltd., v. Dobler*, 880 A.2d 206 (Del.2005).
邦語文献として、拙稿「株式買収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 (2010) 61頁以下。

<事実の概要>

デラウェア州法に準拠して設立された Montgomery Cellular Holding 社 (以下「MCHC 社」という) は、Montgomery Cellular Telephone 社の持株会社であり、それ以外の事業および資産を一切有していない。Palmer Wireless Holdings 社 (以下「Palmer 社」という) は、ジョージア州・フロリダ州・アラバマ州に 16 の携帯通信事業を営む会社を保有しており、MCHC 社株式の 94.6% を保有している。Price Wireless Holdings 社 (以下「Price Wireless 社」という) は、Palmer 社の完全持株親会社であり、Price Communications Corporation 社 (以下「Price 社」という) は、これらの通信事業会社グループの頂点に位置する持株会社として、Price Wireless 社の株式を保有しており、Price 社は Price Wireless 社および Palmer 社への支配を通じて、間接的に MCHC 社を支配していた。

1997 年から、Price 社は Palmer 社の売却の可能性を模索し始め、2000 年には投資銀行である Donaldson, Lufkin & Jenrette (以下「DLJ 社」という) と契約し、交渉を本格化した。その結果、DLJ 社は交渉先として Verizon 社および匿名 2 社を提示した。このうち匿名 1 社は、制限的な買収調査 (Due Diligence) に同意し、17 億ドルでの買収提案を行ったが、Price 社の取締役会は、Verizon 社からより高額な提案を受ける可能性があることから、同提案を拒否した。

その後 2 カ月間の買収調査を経て、2000 年 11 月 14 日に Price 社と Verizon 社は、Palmer 社を 20.6 億ドルで売却することに合意した (以下「Verizon 社取引」という)。ところが、Verizon 社取引にはいくつかの条件が付されており、その内容は、①当該買収取引は Verizon 社の子会社である Verizon Wireless 社の株式公開 (IPO) がなされることが必要であり、また② Palmer 社は商業的に (Commercially) 合理

的な範囲で、少数派株主が保有する MCHC 社の株式を獲得する必要があり、これに失敗した場合には、Verizon 社は、獲得し得なかった株式数に比例して、2000 会計年度 EBITDA に一定の数値を乗じた金額を買取価格から減額できるというものであった。

2001 年 6 月 30 日に、Price 社は Palmer 社を通じて、デラウェア州一般事業会社法 253 条の規定に基づいて、MCHC 社に対する略式合併 (Short-Form Merger. 以下「本件略式合併」という) を実施した。本事件は、本件略式合併によって、縮出された少数派株主が求めた、株式買取請求訴訟である。

被請求者側の専門家は、類似会社比較法と DCF 法を用いて検証を行った。類似会社比較法では、14 の携帯電話会社を選出し、これらの会社を都市型会社グループと地方型会社グループに分けた上で、これらの情報から得られた比較係数について、35% のコントロールプレミアムを勘案して、それぞれの会社グループに対する最終的な比較係数を、売上高ベース・EBITDA ベースで得た。これらの比較係数を都市型 21%、地方型 79% の比重で換算し、MCHC 社の価値を算定した。ところが、当該専門家は MCHC 社が独立 (Stand Alone) 会社であるのに対して、前記に得た評価はグループ会社価値 (Combination Value) を反映したのものであるとして、前記評価値に 48% の割引を行った上で、MCHC 社の価値を 8050 万ドルと算定した。

また、当該専門家は DCF 法では、2000 会計年度および 2001 年 6 月 30 日までの会計情報を基礎に、独自の 5 年間予測を作成した。当該専門家は成長率として、長期 GNP 成長率である 3.3% を用いて、MCHC 社の価値を 7630 万ドルと算定した。そして、それぞれの評価の平均値である 7840 万ドルを最終的な MCHC 社の価値とした。

このような被請求者側の専門家の評価について、原審である衡平法裁判所は、以下の点で問題があったと指摘している。すなわち、① MCHC 社は Palmer 社の有する広範なネットワークと契約上結ばれているのであり、彼の独立会社であるとの評価は少数派株主に帰属するべき価値を奪うものであること、②彼が DCF 法で用いた成長率は、一般的なものを使用しており、当該通信業界のものを使用しないなど、何ら説得的な説明がなされておらず、近時の客観的な情報に基づかない主観的な判断であることから、彼の DCF 法による評価は無意味なものであること、③彼は類似会社比較法における EBITDA 比較係数において中央値を用いているが、その他の計算部分では平均値を用いており、もし EBITDA 比較係数においても平均値を用いていけば、MCHC 社の価値は請求者側の主張するものにきわめて近いものになり、都市型と地方型の比重についても、MCHC 社が都市型の会社であるにもかかわらず地方型の会社に比重を置いている点で「真実を反映していない」ことである。

これに対して、請求者側の専門家は類似取引比較法、DCF 法および類似会社

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

比較法を用いて検証を行った。類似取引比較法では、(a)同様の規模の取引、(b) Verizon 社取引、(c) Price 社グループにおいて先に行われた Cellular Dynamics 社 (以下「CD 社」という) 取引 (以下「CD 社取引」という) の3つに分類した上で分析を行った。当該専門家は、(a)取引につき 2000 年 5 月から 2001 年 6 月の間に行われた 5 つの取引を選出した。(b)および(c)取引は単一の取引であるが、MCHC 社の買収に関係した取引であるため、検討の対象とした。これらの取引について、当該専門家は 4 つの評価指標 (POPs・契約者数・EBITDA・売上高) を用いて、それぞれに置く比重を決定した。その結果算出された 19200 万ドルに事業外資産 2000 万ドルを加えて、MCHC 社の価値を 21200 万ドルと算定した。

また、当該専門家は DCF 法では、成長率について外部機関による携帯電話事業の一般的な成長率を用い、割引率について加重平均資本コスト (WACC) を用いて、2001 年 1 月～2011 年 5 月 31 日の 10 年間について、イレギュラーな要素の調整を行った上で算出し、これに事業外資産を加えた 17000 万ドルに支配権プレミアム 31%を加えた結果、MCHC 社の価値を 21600 万ドルと算定した。

さらに類似会社比較法では、当該専門家は国際業務を営む会社、複数の事業部門を有する会社、プリペイドの顧客を有する会社を除外したため、2社のみを比較対象として選出し、これらの会社に類似取引比較法と同様の指標を適用し、これに同様の比重を置いて価値評価を行った。この結果算出された 20600 万ドルに、事業外資産を加えて MCHC 社の価値を 22600 万ドルと算定した。

以上によって算出された価値に、当該専門家は類似取引比較法に 80%、DCF 法に 15%、類似会社比較法に 5%の比重を置き、最終的に MCHC 社の価値を 21345619 ドルと算定した。このような比重分配は、① Verizon 社取引は、MCHC 社価値算定の強い指標となること、② MCHC 社の財務情報の信頼性が低いことおよび経営陣の事業計画が不存在であるため、DCF 法の精度に疑問が残ること、③ MCHC 社と比較可能な公開会社の数が少ないためである。

原審である衡平法裁判所は、基本的に請求者側の専門家が用いた評価枠組を認めたが、これに数値の修正を行って、最終的に MCHC 社の価値を 196217373 ドルと評価した。

これに対して、MCHC 社が (i) 類似取引比較法において Verizon 社取引を用いること、(ii) CD 社取引の価格に 15%のプレミアムを付したこと、(iii) Palmer 社が MCHC 社に請求した経営陣報酬を経費から除外したこと、(iv) 変動金利を用いず、固定金利を用いたことについて、衡平法裁判所の判断に誤りがあるとして、上訴したのが本件である。

<判旨>

1. MCHC 社は、(a) Verizon 社取引の価格には、シナジー要素が含まれているが、原審裁判所はこれを排除していないという。原審裁判所も、当該取引価格には

「(Verizon 社が) 全国的なネットワークを構築することに対する期待が無条件に含まれている」ことを認めている。しかしながら、原審裁判所は当該取引価格に含まれる連動価値 (Combinational Value) とは、取引上発生する価値 (Deal-Making Value) であり、MCHC 社の事業上の連動価値 (Business-Related Combination Value) は含まれていないと述べている。このことは、Verizon 社取引が、何らのシナジー効果をも MCHC 社に与えていないことから支持される。したがって、問題はこれらのシナジー要素をどのように評価するのかにある。厳密に取引上発生する価値を限定することは困難であるが、これらのシナジーの価値に関する資料を MCHC 社は提示しないのであるから、原審裁判所は当該取引価格に与える比重を減じたのである。当裁判所は近時の判決において、会社価値評価の事例における吟味の基準は、「法定の評価手続の中で、当該衡平法裁判所が専門知識を発達させてきたという認識にもとづいて」いることを確認しているが、支配株主が合併前ないしは審理手続の間に、信頼性のある証拠を何ら提示しないのであるから、原審裁判所の判断は、その証拠に対する合理的な知識の適用であり、当裁判所の支持を得るものである。

また、MCHC 社は、(b)原審裁判所が MCHC 社を継続企業として評価していないという。すなわち、Verizon 社取引は Verizon Wireless 社の IPO を条件としており、Palmer 社による本件略式合併が実行された時点で、Verizon 社取引の実行は確定的ではなく、もっぱら Verizon 社の支配下にあったため、効力を持った現実 (Operative Reality) ではなかったというのである。

しかしながら、原審裁判所はこのような MCHC 社の主張を否定した。なぜなら、本件略式合併実行時において、Verizon 社取引は実行されるであろうと考えられており、また MCHC 社は当該取引が実行されないことを示す一切の情報開示も行っておらず、実際に本件略式合併が行われたこと自体が、Verizon 社取引の実行可能性が存在したことの明らかな証拠であるためである。これらの記録・証拠より、原審裁判所は適切に Verizon 社取引が本件略式合併時において、証明し得る将来価値を表していると判示したといえる。

2. MCHC 社は、原審裁判所が、CD 社取引の価格に和解上の割引 (Settlement Haircut) が含まれているとして、相当分として 15% を取引価格に上乘せしたことにつき、当該価格に和解上の割引が含まれている証拠はなく、また 15% という数値にも合理的な根拠がないという。しかし、CD 社取引における経緯をみるに、CD 社少数派株主が継続的な係争費用と時間の経過を憂慮していたことは明らかであり、また 15% という数値は原審裁判所の専門的知見に基づいた合理的なものであり、相当である。

3. MCHC 社は、同社が Palmer 社の請求に応じて支払う経営陣の報酬について、DCF 法の算定の中で、経費から除外したことについて、そのような取扱いには根拠がないという。しかし、1998 年から続けられている Palmer 社へのこのような支

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

払いは、Palmer 社の経営陣がどのようなサービスを提供し、またどのような算定方法で行われているのかが不明確である。また、Palmer 社が保有する 16 の会社のうち、このような報酬請求がなされるのは、少数派株主が存在する会社だけなのであり、本件略式合併の後は MCHC 社に対する請求は止められている。このような証拠は、当該報酬を経費から除外すべきであることを強く指し、したがって、当裁判所は原審裁判所の判断を支持する。

4. MCHC 社は、原審裁判所が適用すべき金利は法定金利だと主張する。本件で原審裁判所は、本件略式合併時の法定金利 3.25% に 5% 上乗せした 8.25% を、固定金利として適用している。確かに、法定金利は歴史的に指標として用いられてきたが、原審裁判所は適切な金利を選択する広範な裁量を有しており、実際に変動金利を適用することでより正確に連邦公定歩合の変動を反映することができるかと述べているが、MCHC 社が連邦公定歩合の変動に関するいかなる証拠をも提示しなかったために、本件では固定金利を採用している。原審裁判所は、審理手続において適切になされなかった主張に応じる必要もなく、また原審裁判所の持つ広い裁量権の中で、とりわけ当事者から提出された情報ないしは要求に対して応じるだけでよいのであり、このような要求や情報の提出を欠く MCHC 社の主張について、原審裁判所には何ら裁量権の逸脱はない。

5. 少数派株主は、原審裁判所の事実認定によって、弁護士および専門家の招聘に係る費用を MCHC 社に転嫁することを正当化する十分な不誠実 (Bad Faith) が認められ、原審裁判所の判断は、その裁量権を逸脱するものであるという。

デラウェア州は一般的に、優勢な当事者においても訴訟実行のための弁護士等にかかる費用を自己で支払う事が期待される “American Rule” に従っている。そして、当裁判所は不誠実が、この原則に対する例外に含まれることを理解している。不誠実に関する単一の定義は存在しないが、デラウェア州は「不必要に訴訟を遅延せしめる者、証拠を偽造した者、意図的に浅薄な主張をする者」に対しては、費用転嫁を認めてきた。不誠実による適用除外は、「異常な状況」において、濫訴を防止し、法的手続の規範を保護するための装置として適用されるのである。

当裁判所はかつて、①有効な防御方法が存在しないことを知っていたにもかかわらず訴訟を行い、②浅薄な主張によって訴訟を遅延せしめ、③証拠を偽造し、④その証言を自己に都合よく変更する者に費用転嫁を認めたことがある (注 7)。衡平法裁判所においても、かつて不必要に訴訟に及び、また不必要に訴訟費用を増加せしめた被告らへの費用転嫁を認めたことがある。

本件において、原審裁判所は Price 社 CEO が Verizon 社からの再三にわたるアドバイザー雇入れの要請を無視して、一方的に本件略式合併の取引価格を不公正な低価格に設定したことにより、略式合併に対する唯一の救済手段である本件株式買取訴訟を生じせしめたことを認定している。また、MCHC 社は訴訟遂行においても、資料の提出要求を拒み、提出命令段階においては情報の入ったコン

ピュータを破壊するなどして、その提出を行わなかった。さらに、MCHC社の専門家は、DCF法の分析において外部の情報を用いず、類似会社比較法においても、MCHC社の公正価値の算定と関係のない会社を選出するなど、すでに決定された価格に沿うように検証を行った。以上のような原審裁判所の認定に鑑みれば、被請求者であるMCHC社は不誠実に行動したといえ、当裁判所は、原審裁判所が費用転嫁を否定したことにより、その裁量権を逸脱したといわざるを得ない。

6. 以上から、当裁判所は原審裁判所の判断を一部認容し、弁護士および専門家にかかる費用を合理的な範囲で転嫁する点につき、原審に差し戻す。

58) *See, Elson, supra* note 32, at 963.

59) *See, Bebczuk & Kahan, supra* note 26, at 47-49.

60) *Id.*

61) *Id.*

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

63) *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 (2011) 53頁以下。

<事実の概要>

Cysive社(以下「C社」という)は、被告の一人であるCarbonellが、1993年に立ち上げた、いわゆるITベンチャー企業であった。C社の事業は、顧客ごとに、その事業に適した形式のプログラムを作成することで報酬を得るものであり、いわゆるITブームに乗って、その事業を拡大していった。その過程で、同じく被告の一人であるLundは、財務責任者としてC社の事業に参画し、経営責任者であるCarbonellとは強い結びつきを有していた。

C社は、1999年にNASDAQへの上場を果たし、上場時とその後1回の株式発行によって、潤沢な事業用のキャッシュ・フローを手に入れていた。二次公募終了時において、Carbonellとその親族およびLundは、合計でC社の発行済株式総数の約40%を有しており、会社に大きな影響力を有していた。

2000年代に入り、ITブームの崩壊とともに、C社の業績は急速に悪化していったため、C社は上場によって得た資金を用いて、他のソフトの性能を向上させるソフトウェアの開発および販売を行う方向へと事業を転換することを決定した。この事業転換に当たって、C社は“Cymbio”なるソフトウェアを開発した。2001年には、CarbonellないしはLundとの個人的な関係もなく、独立した社外取締役である3名を、新たに販売戦略推進のために雇用した。

しかし、Cymbioの販売実績は上がらず、2002年10月、C社取締役会は、同社の売却または他社との資本提携の可能性を模索することを決定した。これに伴い、C社は財務アドバイザーおよび売却交渉人として、Broadview InternationalLLC社

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

(以下「B社」という)を雇い入れ、2003年初頭から、広く他業種の企業を含めて、売却ないしは資本提携の交渉がなされた。

多くの交渉がなされた結果、B社は2003年3月11日のC社取締役会において、売却が困難である旨、およびMBOないしは清算を検討するべきである旨を報告した。そして、Carbonellは、2003年4月24日に社外取締役3名へ私信を宛て、Lundとともに、MBOを行う意思がある旨を表明した。これを受けて、社外取締役の3氏は特別委員会を設置し、B社を特別委員会のメンバーとして再雇用するとともに、新たに価値評価人として、CBIZ Valuation Group, Inc., (以下「CB社」という)を雇い入れた。なお、社外取締役らのうち1名は、MBO成功後にも会社取締役として事業に参加する意思を有していたので、この特別委員会には参加しなかった。一方、Carbonellらは当該MBOを行うために、Snowbird Holdings Inc. (以下「S社」という)を受け皿会社として設立し、S社およびC社の特別委員会との間で交渉が行われた。2003年4月30日に、S社は、市場平均価格2.85ドルのC社株式に対し、3.01ドルを対価として支払い、合併を行うことをC社の特別委員会に正式に提案した。当該交渉に当たり、特別委員会はS社が主張するNo-Shop条項の受入れを拒否し、他の買取者との交渉を自由に行うことができる権利を確保している。

その後、C社の特別委員会は、S社以外の複数の買取者とも交渉を進めるとともに、その構成員であるCB社はC社の清算価値の評価を行い、3.16ドルという検討結果を特別委員会に対して報告した。この価値評価に際して、CB社は事業予測(4月予測)の提出を要求したが、この予測には、未だ販売実績のないCymbioの将来の販売予測が含まれており、その情報に信頼性がないとして、Lundがこれを拒否した事実が確認されている。

C社の特別委員会は、清算価値および他の買取者の提案条件を、S社との交渉に用い、3.20ドル以上の条件をS社に要求し、S社は最終的に3.22ドルの条件を提示した。2003年5月29日に、C社の特別委員会は、交渉を行った37社の条件を検討し、もっとも高い金額を提示したS社との合併を全会一致で承認した。

これに対し、C社株主であるChapman Capital LLCが、当該合併契約は、完全公正基準によって審査されるべきであり、同基準の要求するところの価格面および手続面における公正性を満たしていないとして、当該合併契約の差止めを求めて提訴した。その後、類似の訴訟が複数提起され、少数株主の保護のためにクラスアクションに移行された。

<判旨>

1. 立証責任の負担と事後審査基準

原告の主張する完全公正基準と、被告の主張する経営判断の原則のいずれによって審査がなされるかで、立証負担の所在および程度に、大きな差異が生じる

ことになる。そこで、Lynch 基準に従って、完全公正基準を用いるべきであるか否かについての検討を行う。

Lynch 基準によれば、①特別委員会によって（買収者と）対等な関係性の中で、交渉およびその承認が行われた場合、②支配株主と直接の利害関係を有しない少数派株主のうちの多数による承認がある場合、③社外取締役の多数の承認がある場合、のいずれかが満たされたときに、立証責任の転換が認められる。しかし、Lynch 基準による立証責任の転換の効果は、わずかなものである。その理由は、ほぼどのような審査基準によっても、立証責任の転換は主要な問題ではなく、審理手続（トライアル）以前の段階において、請求の不備もしくは略式判決によって、訴えの却下を得ることは困難だからである。

加えて、Lynch 基準で示されている立証責任の転換を決定する要素は、審理手続を経て、初めて判断できる性質の事柄である。近年、最高裁は、被告が訴答手続（プリーディング）において、特別委員会を効果的に用いていることを示すことが困難であることを示している。すなわち、審理手続以前において、立証責任の転換の可能性を、被告において追求することは困難であり、裁判所においても、時間と費用の無駄となる。したがって、Lynch 基準はより簡略化されるべきである。すなわち、もし上記①・②のいずれかが満たされていると推定される事実が、訴訟手続の初期段階において提示される場合には、訴訟手続の始めから、原告に当該買収の不正に関する主張をさせるべきである。この場合には、原告が、訴答手続ないしは略式判決をくぐり抜けることによって、初めて審理手続へと移行する。他方で、支配株主の行為の危険性が、（Lynch 基準の）厳格さを正当化する場合には、当該買収の公正性に関する立証責任は、訴訟手続全体を通じて、被告にあると考えるべきである。

Lynch 基準が適用されると、その複雑さゆえに、審理手続を迅速に行うことが困難となるので、被告は単なる大株主と支配株主の違いについて立証することになる。当該問題となる株主が支配株主ではないと被告において立証されれば、経営判断の原則によって審査がなされ、被告は審理手続を経ることなく勝利を収め得る。もっとも、当該株主が支配株主か大株主かのいずれに当たるかについての判断は、その後の審理における合併の公正性と大いに関連する事柄であるので、訴答手続の段階で決定するのは困難である。そこで、以下本件に適用されるべき審査基準を決定するために、Carbonell が支配株主に当たるか否かの認定を行う。

被告は In re Western National Corp. Shareholders Litigation 判決を引用し、① Carbonell は議決権の過半を有していないこと、②特別委員会に対して特別な影響力を有していないことを理由に、Carbonell は支配株主ではないと主張する。しかし、当裁判所は、以下のような理由により、Carbonell を支配株主として認定する。

すなわち、① Carbonell とその親族および Lund によって約 40% の株式が掌握されていることによって、C 社のいかなる形に対する選任についても、影響力を

有していたこと、② Carbonell が、C 社の事業にとって、技術的な部分から経営に関するすべての側面に影響力を有していたこと、③ Carbonell の親族 2 名が経営陣の中に含まれ、また妹が C 社において労働していたことである。このような、Carbonell による C 社に対する実質的な支配によって、社外取締役や他の一般株主に対して、威圧の恐怖を与えることは容易であり、取締役らの決定に彼が不満を感じた場合には、ただちに彼の好むものを選任し得る地位にあり、強い報復力を有していた。ゆえに、Carbonell が特別委員会に対して、その作業を単に妨害しなかったというだけでは、彼が支配株主ではなかったとすることはできず、Lynch 基準を適用し、完全公正基準の下で審査を行うものとする。

完全公正基準によるテストについては、①公正な手続によって当該行為がなされているか、②価格面において公正なものであるかの点について、その合理性が検証されなければならないという、伝統的見解に従って検証を行う。

2. 手続面における公正性の検証

手続面における公正性を、以下の要素によって認定する。すなわち、① S 社との合併契約は、第三者による買収ないしは資本提携の可能性を、積極的に模索した後に行われていること、② Carbonell による MBO の意思決定の後に、すみやかに特別委員会が組織され、社外アドバイザーもこれに組み入れられたこと。特に委員会を構成する取締役については、社外取締役のうち 1 名が構成員となることを辞退するなど、その独立性について相当の注意が払われていたこと、③当該特別委員会が、Carbonell による攻撃を受けることなく、むしろ積極的に S 社との交渉を行ったこと、④ No-Shop 条項を拒否して、他の買収者ないしは資本提携者との交渉を S 社との交渉と同時並行的に行い、柔軟に、より高額の提示をする者を受け入れることができる権利を確保したこと、および実際にこのような交渉を多数行ったこと、⑤社外取締役の多数派の承認の存在である。

3. 価格面における公正性の検証

原告は、価格面における公正性について、主として以下のとおり異議を述べている。すなわち、CB 社において評価がなされた清算価値の中では、Cymbio の評価が非常に低いものとなっているが、① Carbonell は Cymbio に市場価値を見出しているがゆえに清算価値以上の金額を提示している、② 4 月予測においては、その販売予測の数値が計上されている、という 2 点に基づいて、Cymbio がより評価されるべきであるというものである。

しかし、Cymbio の商業的価値は、未だ販売実績がないことから、不確定 (Uncertain) なものである。もし、Cymbio が次世代の製品としての価値を有していたとしても、場合によっては、その先進性がゆえに、現時点において他企業はその価値に反応することがない場合もあり得る。ゆえに、原告の主張は妥当でない。価格面の公正性は、以下の理由によって認められる。

すなわち、① Carbonell は Cymbio の潜在価値を確信し、その可能性を証明する

ためのリスクの負担を望んでいる。C社の株主に対して支払われるプレミアム（平均株価に対して37セント、CB社による清算価値評価に対して6セント）こそが、Cymbioへの対価であること、②本件において評価された清算価値が、正確な水準にあることの強い証明がある。他企業から、S社以上に高い金額での買収提案がなされなかったことこそが、その証拠であることである。

4. 差止めの可否

以上2.および3.によって、S社との当該合併契約は、完全公正基準を満たすものと認定し、合併の実行に関して原告の主張は認められない。とりわけ、差止請求については、差止めによって生じる損害は、C社の一般株主にとって、当該合併契約が実行された場合にもたらされる利益に比べて、大きなものである。より高額な買収提案が期待できない点、および業績悪化に伴う現金資産の流出することを勧告すれば、差止めが株主利益の最大化に資すると考えることは困難であるため、これを否定する。

- 64) See, *Bebchuk & Kahan, supra* note 26, at 38.
- 65) *Id.*
- 66) *Martin, supra* note 32, 141-142; *Elson, supra* note 32, at 966-968.
- 67) See, *Bebchuk & Kahan, supra* note 26, at 38-39.
- 68) *Fleischer, A Fairness Letter's Just an Opinion*, N.Y. Times, June 8, 1986, § 3, at 2.
- 69) 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 26, at 40.
- 70) *Id.* at 42-43.
- 71) *Id.* at 49-51.
- 72) *Davidoff, supra* note 25, at 1608, 1622.
- 73) *Bebchuk & Kahan, supra* note 26, at 43-44.
- 74) *Storer Communications, supra* note 21.
- 75) 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FO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

FOへ信頼を置いており、そしてこのことが信託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。

76) *Bebchuk & Kahan, supra note 26, at 44-45.*

77) *Id. at 49-50.*

78) *Id.*

III. FO 提供者に対する責任追及理論の検討

IIで概観したように、FO 提供者には、「意図的に都合の良いFOを作成・提供する」動機や可能性が存在する。これに対し、これを抑制する議論が展開されてきたが、このほかに直接的にFO 提供者に対して賠償責任が求められる、ないしは、取締役らの信託義務違反に係る責任の免責効果を得られないなどの効果により、FO 提供者に対する規律付けが考えられる。本章では、以下では、FO 提供者への責任追及に係る理論について検討する。

1. FO 提供者の責任に係る理論的背景としての会計士責任

FO 提供者に係る直接の損害賠償法理を検討するにあたり、多くの研究資料では、会計士の専門家責任理論が参照されている。これは、FO 提供者も会計士も、同じくサービスの提供者である会社の取締役らとの間で、しばしばインセンティブが共通する場合があります、株主らに対する正確な情報提供を怠る場面が生じている点が共通していると考えられるためである。

その第一が *Ultramares* 判決⁷⁹⁾である。同判決は、責任追及主体と責任を追及される会計士との間に契約上の当事者関係が存在しなければならないことを示した判決である。同判決については、学説上、同判決を下した *Gardozo* 判示が豆の軽量人に対して責任を肯定した *Glanzer* 判決⁸⁰⁾との相違という点で、批判的な議論がなされていた⁸¹⁾。このような「厳格な」⁸²⁾契約上の当事者関係を要求した同判決の後、*Credit Allinace* 判決⁸³⁾により、①

第三者へ情報を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前提に，会計士の責任を認める「解釈上の当事者（Constructive Privity）」との理論が示された。同判決で示された理論は，会計士への過失責任の追及の途を開くものであると評価される⁸⁴⁾。

Rusch Factors 判決⁸⁵⁾では，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 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 判決と Ultramares 判決の相違を，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。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）を採用した判例として位置づけられている⁸⁶⁾。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⁸⁷⁾。

その後ニュージャージー州裁判所は H.Rosenblum 判決⁸⁸⁾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 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関係にあるとして、平行的な関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、この平行的な関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関係の否定、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信頼したこ

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⁸⁹⁾、また他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ものも存在するところである⁹⁰⁾。しかし、製造物責任と専門家責任を理論的にパラレルに理解することに理論的欠陥がある⁹¹⁾、及び過失責任と詐欺的な責任を同視するものである⁹²⁾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⁹³⁾。

2. FO 提供者に対する責任追及事例と萌芽期の理論

III.1. の議論を理論的背景として、米国では FO 提供者の責任追及が 1980 年代から行われることとなった。以下では、米国の判例で FO 提供者の責任が議論された萌芽期の事例について検討する。これらの事件は、会計士にかかる責任追及理論を背景に議論が展開された。

(1) Shearson Lehman/Amex 事件⁹⁴⁾

<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、①MBO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⁹⁵⁾。

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 FO 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 Privity)」を採用したものと位置づけている⁹⁶⁾。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⁹⁷⁾。このような見解によれば、少なくとも買収の局面で、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⁹⁸⁾。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)⁹⁹⁾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。

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、すなわち公正担保措置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FO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¹⁰⁰⁾。

Martin (1991) は、本件判決が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る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¹⁰¹⁾。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越えて、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を認めている¹⁰²⁾。そして、投資銀行のFO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¹⁰³⁾。このような意味で、本件はFO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。

(2) Lazard Freres 判決¹⁰⁴⁾

<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¹⁰⁵⁾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¹⁰⁶⁾。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、その結果「両者の買付は実質的にほぼ同等である」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、他の買取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、予備的差止め又はトライアルにおいて予備的差止め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、予備的差止め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。デラウェア州裁判所は、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、2つの訴訟案件が1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1つの法領域が1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い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 2 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、より肝要であると考えられる。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実証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認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FO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¹⁰⁷⁾。

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 Shearson Lehman/Amex 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。ここでは、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いる¹⁰⁸⁾。即ち、Shearson Lehman/Amex 事件判決と同様に Credit Alliance 事件判決を引用しながら、Shearson Lehman/Amex 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¹⁰⁹⁾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、FO の発行を通じた株主に対する直接の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、Shearson Lehman/Amex 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¹¹⁰⁾。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¹¹¹⁾。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¹¹²⁾。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¹¹³⁾とも評されている。

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¹¹⁴⁾。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¹¹⁵⁾。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¹¹⁶⁾。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の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) Narragansett Capital Corp. 判決¹¹⁷⁾

<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。

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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FO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FO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託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託について

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託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託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FO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、信託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、当該不実表示を信託したと言いうる。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ったとしても、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っ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う。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、特定の一团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させうる。

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）な状況下での通常の取引においては、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FO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FO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Shearson Lehman/Amex事件判決・(2)で検討したLazard Freres判決とは異なって、純粹に過失に基づく不実表示に対する責任を追究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¹¹⁸⁾。従って、Shearson Lehman/Amex 事件判決と同様に、異なったアプローチであるとはいえ、FO 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 FO 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 FO 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 FO 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¹¹⁹⁾。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¹²⁰⁾。

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、Shearson Lehman/Amex 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 Shearson Lehman/Amex 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もの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、Lazard Freres 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、FO が株主に対して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) Shearson Lehman/Amex 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 FO 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) King 判決¹²¹⁾

<事実の概要>

Informix 社（以下、「I 社」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、I 社は Innovative Software 社（以下、「IS 社」という）と合併した。本件合併契約により、IS 社は I 社の完全子会社となり、IS 社の既存株主には I 社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、I 社の普通株式は約 860 万株発行されており、合併後に IS 社の既存株主に株式が交付された後には、I 社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 I 社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 I 社は SEC への届け出をし、IS 社の既存株主へ I 社のリリース及び本件合併契約の内容を付して委任状を発送したが、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開発が遅れることとなった。これを反映し、I 社が 1988 年の第 3 四半期開示において損失を計上したところ、I 社の株価は 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、I 社の株価は 1 株当たり 7 ドルまで落ち込んだ。また、I 社の役員・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 I 社の株価を高値にして合併を承認させ、②原告に I 社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、I社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、① I社の経営陣、② I社の少数株主である Altos Corporation 社、③ I社に対して FO 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 FO の記載が不実記載にあたることを主張している。

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¹²²⁾。

<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に、虚偽及び誤った委任状を作成することに協力しているのであり、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¹²³⁾、このような意味で、会計士に対する責任追及の議論と、FO 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。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、FO 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、終局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¹²⁴⁾。

3. 信認義務理論の登場と発展

III.2. で概観した FO 提供者に対する責任追及理論は、まさに III.1. の議論をオーバーラップする形で展開された議論であった。以下では、その後、

FO 提供者に対して信認義務違反が主張され、判例理論が形成されていく過程について検討する。

(1) Daisy Systems 判決¹²⁵⁾

<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・証明をすることなく」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社担当者さえD社及びC社の取引に対する資金調達に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、専門家の評価にウエ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うるためである。

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のではなく、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、「信認ないしは信頼関係 (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、事実に疑問が残る。

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、信頼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頼の問題は、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べ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、FO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¹²⁶⁾。

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¹²⁷⁾。

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¹²⁸⁾。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¹²⁹⁾。

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、依頼者が投資銀行のもたらず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¹³⁰⁾。

このような本件判決の理解は、III.2. (2) で検討した Lazard Freeres 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託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 事罪¹³¹⁾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 FO の利用は減少していないとの報告もなされている¹³²⁾。

(2) Credit Suisse 判決¹³³⁾

<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」）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FO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FO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FO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FO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、FOを撤回するか、もしくは最低でも新たなFO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、FO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、FO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。FOの提供に際し、投資銀行に事業リスクの保証を強制することは、FO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、従って買収会社が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FO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FO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FO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FO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、FO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、FO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は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FO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FO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¹³⁴⁾、訴訟上の主張・立証レベル次第では投資銀行にFO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¹³⁵⁾。

第二に、本件判決はFO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、FO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¹³⁶⁾。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示であったことも指摘されている¹³⁷⁾。

以上のような指摘を考察すれば、FO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、FO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FO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歩んでしまい、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るから、当座の不公平については問題ないという理解を示しているが、当該不公平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¹³⁸⁾。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う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FO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」とであると評価するものも見受けられる¹³⁹⁾。

(3) Morgan Stanley 判決¹⁴⁰⁾

<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FO（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ドル/株から28.62ドル/株まで下落したうえ、その後連邦倒産法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さないと 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、① J 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 2 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 (傍線強調)。

またJらは、M社が彼らに対して負う信認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た。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、自らの信認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〔傍線強調〕。

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) 契約上の関係を越えた義務 (Extra-Contractual Duty) を有している」というのである〔傍線強調〕。しかし、J らは契約上の関係を越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越えた義務に関する 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。」〔傍線強調〕

本件意見書もまた以下のように示して、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。」〔傍線強調〕

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超えたものにおいても義務を負わない。当裁判所は、HA2003Liquidating 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を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認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認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¹⁴¹⁾。

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 FO 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、III.3.(2)で検討した Credit Suisse 判決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、Credit Suisse 判決を引用し、契約書及び FO 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 判決¹⁴²⁾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されている¹⁴³⁾。

本件判決及び Credit Suisse 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¹⁴⁴⁾が、II.3.(1)で検討した Daisy Systems 事件判決及び EBC 事件判決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¹⁴⁵⁾。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¹⁴⁶⁾。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 FO における文言が重視されたことを受け、いずれの立場の評釈も投資銀行に対して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、FO を巡る投資銀行の責任につき、契約書及び FO 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 FO 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、信認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 FO 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、FO の発行に係る責任が、契約書及び FO 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 FO が発行される可能性が生じる。この場合に、契約書及び FO 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。

(4) Goldman Sachs 判決¹⁴⁷⁾

<事実の概要>

Dragon Systems 社 (以下「D 社」という) は、1982 年に設立された非公開会社であり、音声認識技術の開発を行っていた。本件の原告である Baker 夫妻 (James と Janet) は、同社の株式を 51% 保有している創業者であり、Janet は社長として経営に参加していた。

1990 年代に入ると、D 社は自社の特殊技術を効率的に開発・実用化するため、他社との資本提携・合併を模索し始めた。1999 年に Lernout &

Hauspie Speech Products N.V. 社およびその子会社（以下、併せて「L&H 社」という）は、D 社に対して経営統合に係る交渉を持ちかけた。当時、D 社は別の会社とも交渉を行っていたため、D 社は Goldman Sachs 社（以下「G 社」という）を財務アドバイザーとして雇い入れた。

1999 年 12 月 8 日に、当時の D 社の代表が G 社との契約にサインをした（以下「本件契約」という）。本件契約に係る契約書（Engagement Letter。以下「本件契約書」という）には、① G 社の提供する文書または口頭でのアドバイスは、D 社取締役会および上級役員に対して提供されるものであり、事前に作成された G 社の同意書がない場合には、当該アドバイスを第三者へ提供または公衆への縦覧に供することを禁止すること、および②本件契約に記載されたサービスの提供に当たり、G 社に重過失・意図的な不法行為・不誠実がない限り、G 社は本契約に係るいかなる責任も D 社に対して負わない旨（Annex A）が記されていた。Baker 夫妻と他の主要株主は株主としての地位に基づいて、本件契約書 Annex A にサインした。

D 社と L&H 社の交渉は、初期段階においては現金と株式 50%ずつを対価とする案を軸に進められたが、2000 年 3 月ごろから、L&H 社は他の買収案件の存在をほのめかしながら、対価を株式のみとする条件を示し始めた。

G 社は、1998 年に別件にて GE Capital 社のために L&H 社の調査を行っており、その際 G 社は L&H 社の顧客のうち少なくとも二社以上にインタビューを行った上で、株価リスクをヘッジするように GE Capital 社に助言していた。ところが、G 社が D 社のために行った調査では、L&H 社の顧客へのインタビューを行わなかった上に、L&H 社の株価は懸念事項ではないとした。加えて、G 社はシンガポールおよび韓国に支店を有していたにもかかわらず、D 社と L&H 社の合併に関してきわめて重大な意味を持つアジア市場について、これを調査しなかった。

G 社は、D 社役員らと 1999 年 12 月に複数回にわたり電話での会議を持ちながら、L&H 社についてポジティブな評価を伝え続け、2000 年 3 月 27 日の D 社取締役会において合併を推奨し、これを受けて D 社は同日 L&H

社との合併を承認し、同年6月7日にD社とL&H社の合併（以下「本件合併」という）は効力を発した。本件合併に係るアドバイザー報酬として、D社はG社に対して500万ドルを支払った。

ところが、2000年8月8日、The Wall Street Journal紙が韓国の複数の顧客とL&H社が実際に取引を行っていないことを報じた。その後同年11月20日にも、同社の監査委員会が同年上半期に同社が売上げ2億7700万ドルを不正計上していたことを明らかにした。これを受けて、同年11月29日、L&H社は連邦破産法の会社更生手続を申請した。加えて、L&H社は2001年4月27日の株主総会で、前記2億7700万ドルの売上げの不正計上を認めたと、9600万ドルの売上げの架空計上が存在していたことを報告した。

これらの事情により、L&H社の株式は価値を失い、Baker夫妻は約3億ドルの価値を失った。この結果につき、原告らはG社がi D社およびBaker夫妻に対して、L&H社の状況を実質的に精査しているとはいえず、このことは特にアジア事業について強調され、ii L&H社について知る事情について誤って伝え、L&H社の株式での取引に関するD社およびBaker夫妻のリスクまたは彼らの投資および知的財産の保護について助言することに完全に失敗し、iii 自社のレポートにおいてネガティブな評価がなされているのに対して、L&H社の将来見通しについて楽観的な評価をし、利益相反についての情報開示も適切に行わなかったと主張し、信認義務違反、不公正取引、契約違反、過失および過失に基づく誤表示について訴えた。これに対して被告であるG社が訴え却下の申立て（Motion to Dismiss）を行ったのが本件である。

<判旨>

1. 訴え却下の基準

訴え却下の申立てに勝利するためには、原告は救済に値する事実を主張しなければならない。請求棄却の申立てについて考察する場合に、裁判所は原告の主張における疑惑を真実のものと受け止め、すべての合理的な推論を原

告に有利に解さなければならない。裁判所は利益のない請求へつながる可能性のある、主張されていない事実を推測する義務は負っておらず、請求の基礎を充足する事実的な疑惑に関する原告の主張を受け入れる必要はないが、事実的な主張から導かれる法律的な主張から推論をしなければならない。

2. 契約違反の主張

被告である G 社は、本件契約は G 社と D 社との契約であり、Baker 夫妻は契約違反について争い得る地位を有していないと主張する。Baker 夫妻はこれに対して、本件契約書に記載された「われわれは将来の取引に関する財務上の助言および支援を『あなた (You) に』提供する……」との文言を引用し、本件契約書の名宛人には社長であり、大株主でもある Janet が含まれると主張する。

契約法に関する議論の蓄積のあるニューヨーク州法によれば、「契約の解釈を含むすべての場合において、当事者によって用いられた語句は、文言のとおり自然に解釈されなければならない」、「すべての条項について効果を与え、それぞれの条項について同一の効果を与えるように解釈されるべきである」とされている。

当裁判所が、本件契約書の文言を全体として解釈するに、本件契約は D 社と G 社間の取引である。本件契約書で、G 社が「会社 (The Company)」の代わりに「あなた」という文言を用い、Janet がこれに同意したことは事実であるが、Janet が同意したのは Annex A の一部である。加えて、本件契約書によれば、報酬は D 社によってのみ支払われることとなっており、Janet による支払いは予定されていない。ニューヨーク州法における契約の有効性に関する議論によれば、「申込み・承諾・対価・相互の同意・拘束の意図」が存在する必要があるとされる。

したがって、当裁判所は、Janet が本件契約書の当事者に含まれるかを判断するために、本件契約書において「会社」の代わりに「あなた」という文言が用いられていることについて検討する必要がない。議論のために、G 社が Janet に対しても契約効果を与えるように拡大したと解したとしても、

彼女が本件契約書の主要な部分にサインまたは同意をしていないという事実は、G社と彼女の間に契約的な関係が存在していたことを否定するものである。

したがって、本件契約は、D社・G社間のものであり、契約違反の申立てについて請求棄却の申立てを認める。

3. 契約違反／第三受益者に関する主張

ニューヨーク州法の原則によれば、第三者の受益者理論を実現するためには、契約の第三者は当該契約に予定される受益者でなければならず、義務を負わない偶発的な受益者であってはならない。予定される第三受益者は、当該第三者において利益を得る権利を有していることが適当と考えられる場合や、周囲の状況から約定者が当該第三者に利益を提供する意図を有していた場合に明らかになる。さらに、第三者に利益を提供しようとする当事者らは、当該契約にその旨を示しておかなければならない。

原告らは、本件契約書の文言が、D社とG社がJanetに対して利益をもたらすことを示しているという。D社に対するG社のサービスの提供において、JanetはD社取締役会のメンバーであり、交渉の主要なプレーヤーであり、かつ（彼女の夫とともに）大株主であった。本件契約書は、「G社の提供する文書または口頭でのアドバイスは、D社取締役会および上級役員に対して〔傍線強調〕提供されるものである」と示している。

G社は、当該文言が代表権という意味で会社取締役会に言及しているものであり、Janet個人の地位について示しているわけではないと反論し、G社の「財務的なアドバイスおよび支援」の提供義務の文脈においてのみ「会社」ではなく「あなた」という文言を使用していると主張した。これは単なるセマンティックな主張ではなく、G社が同社のアドバイスから第三者に利益を提供することを認識していたことの表れである。本件契約書は、D社を「会社」とし、本件契約の下での義務を表現するに際して、「あなた」という一般的な文言を選択しているのである。当裁判所は、「あなた」という文言には、自然な解釈が与えられるべきであり、本件契約書における各名宛人に

言及しているものと解釈するべきであると判断する。しかしながら、本件契約書は Janet への利益の提供を意図しており、James は本件契約書の名宛人ではない。

したがって、第三受益者に関する主張に対する請求棄却の申立ては、Janet について却下し、James については認める。

4. 誠実かつ公正な取引条項違反の主張

契約違反の主張に加えて、原告らは誠実および公正な取引に関する暗黙の条項に違反すると主張する。ニューヨーク州法の下では、契約書の条項において特に表現されないが、当事者の合意の下で受け取ることのできる権利を他者から奪うような方法で行動した場合に、暗黙の誠実かつ公正な取引への違反が発動する。当裁判所は、Janet がすでに本件契約上の第三受益者であることを十分に示していると判断するため、誠実かつ公正な取引条項への違反を主張し得るものと判断する。

したがって、誠実かつ公正な取引条項違反の主張に対する請求棄却の申立ては、Janet について却下し、James については認める。

5. 信認義務違反に関する主張

G 社は、Baker 夫妻に対して同社は信認義務を負わないと主張する。ある者が特定の状況下で、信認義務者であるかは、法と事実の問題であり、信認関係は、相手の清廉さと忠実度に対して、一方が信用または信頼をする場合に生じるものであり、当該義務は、相手方の特殊な判断または助言を信頼する場合に生じるものである。しかし、一方が単に相手方に信頼を置くだけでは、信認関係を有するビジネス関係には変容しない。〔信認関係に変容するための：筆者注〕触媒は、相手方において当該信頼を認知していたという事実である。

契約義務違反と信認義務違反の主張の関係は、常に明確なものではないが、信認義務は契約を超えた義務である（これに対しては、信認義務を当該契約書の条項で制限され得るものであると解する議論もある）。このような理解の下では、原告は契約条項から離れて〔傍線強調〕、契約上の義務とは別に信認義務

違反が訴訟原因となり得る程度に、当該契約から高次の信頼が生じたことについて示さなければならぬいくつかの状況下では、契約書によって信認義務を排除できるとする議論も存在し、そのような論者は、*Joyce v. Morgan Stanley & Co.*, 538 F.3d 797 (7th Cir. 2008) に過度に依拠する。第七巡回区裁判所が、株主らによる財務アドバイザーに対する信認義務違反の主張を退けたのは、株主らが契約を超えた信認義務を生じる必要のある、『特殊の環境』にあったことを示していないと判断したためであり、同判決では、当該契約書がアドバイスを提供する対象を当該会社に限定していたことを強調している。

G社は投資上の助言を、D社の取締役会および上級役員に提供するとしており、この範囲にはJanetも含まれている。本件契約書には、Joyce事件にみられるような、契約を超える信認義務を排除する紛争回避条項は含まれていない。原告の主張において、Baker夫妻が、G社の特殊な判断および助言に信頼を置いており、G社はそのことを知っていたばかりか積極的な行動をとっている。Baker夫妻は、典型的な株主訴訟における傍観者(Bystanders)ではなく、本件取引の中心的なプレーヤーであった。したがって、当裁判所は、Janetに関して、第三受益者としての契約上の条項を離れた信認関係を生じさせる特別な状況が生じていたことを原告らは十分に示したものと判断する。Jamesについて、本件の当事者は区別されておらず、当裁判所は彼も十分な請求をしたものと判断する。

したがって、信認義務違反の主張に対する請求棄却の申立ては、すべて却下する。

6. 過失および過失に基づく誤表示の主張

G社は、同社がBaker夫妻に注意義務を負っていないのであるから、原告は過失および過失に基づく誤表示の主張についての訴えの利益を有していないという。

過失および誤表示の主張は、G社がBaker夫妻に注意義務を負っているかを判断する上で重要なカギを握っている。本件で、原告らは過失に基づく

誤表示については、請求棄却の申立てをクリアするだけの十分な主張をしたと判断し、過失に関して今少し十分な主張をする必要があると判断する。そこで、当裁判所は以下で、両請求を別々に扱うのではなく、マサチューセッツ州とニューヨーク州法における過失に基づく誤表示に係る責任の制限について検討する。

マサチューセッツ州裁判所は、過失に基づく誤表示につき、第二次不法行為リステイトメント（1977年）に記された定義を用いている。Nycal Corp v. KPMG Peat Marwick LLP, 688 N.E.2d 1368, 426 Mass. 491 (Mass.1998) 事件で、裁判所は会計士に対する過失に基づく誤表示の責任の認定基準について、当該責任は、『特定の財務的な取引に関して影響を与えることがあらかじめ想定されている情報と同程度に、特定の潜在的な第三者に関して会計士が有する情報』を主張し得た契約上の関係のない第三者」に対しては制限されることを示した。会計士に対する過失に基づく誤表示の主張は、投資家が契約に基づいて提供された外部のエージェントによってもたらされたレポートや助言を信頼した場合のような第三者の文脈に類似している。

被告は、ニューヨーク州の裁判所は、契約当事者に類似するわけではない会計士に第三者に対する責任を課すことを否定すると主張するが、訴訟当事者は「(1)当該情報の作成者が、特定の目的に用いられることを認知していること、(2)当該目的を実現する中で、当該情報に対する認知された当事者からの信頼、(3)当該情報を信頼するグループに対する当該情報の作成者からの何らかの行為および当該信頼の認知についての表示」を証明することによってこのテストを用いることができるのである。

そして被告は、「取締役会によって用いられた投資銀行は、株主との間で『当事者類似関係 (Approaching Privity)』を有していないのであるから、何らの義務も負わない」と指摘する Meyer v. Goldman Sachs & Co., 234 A.D.2d 129, 651 N.Y.S.2d 304 (N.Y.App.Div.1996) を引用する。Meyer 判決は、原告株主と被告投資銀行の特殊な関係性について表現してはいないが、裁判所は当該株主に対するプレゼンテーションが行われていた場合に訴えの利益を認め

ている。

本件で G 社は D 社に対して財務アドバイザーとして行動しており、Baker 夫妻と継続的にコンタクトをとってきた。やり取りの中で、G 社は Baker 夫妻が D 社の創業者かつ大株主として、Baker 夫妻の資産に大きな影響を与える G 社の調査およびアドバイスに信頼を置いていたことを完全に理解していたはずである。

したがって、ニューヨーク州法またはマサチューセッツ州法の下で、原告は、G 社が注意義務を負っていたことについて十分な立証を行ったため、当裁判所は過失および過失に基づく誤表示の主張に対する請求棄却の申立てを却下する。

< 検討 >

1. 本判決の意義

本件は、原告である Baker 夫妻のうち、夫である James は大株主として、妻である Janet は大株主かつ経営者として投資銀行の責任を追及した事案であり、公開会社における事例とは異なり、閉鎖型の会社の創業者株主が責任追及をした点に事例の特殊性がある。すなわち、従来のアドバイザー・サービス提供に係る投資銀行の責任を追及する米国判例においては、(会社創業者といった事情のない) 第三者の株主(典型的には上場会社の株主)が責任追及をするのが一般的であったため、契約上の責任の追及に対しては、契約上の文言による制約で対応し、信認義務の存否についても、契約書の文言を出発点として、当該文言を超える信認関係を肯定できるかという点が問題となってきた。本件では、創業支配株主であり現経営者でもある Janet の存在により、アドバイザー・サービスの契約上の名宛人に Janet を含めざるを得なくなったため、結果として複数の地位を有する者について、それぞれの立場ごとに検討する必要が生じた。すなわち、本判決では、従来の契約上の責任および信認義務違反の責任について、契約書に記載された免責条項の射程および当事者関係について検討する必要が生じたのである。本判決は、こ

のような事例特殊性の中で、裁判所がアドバイザー・サービスの提供に係る投資銀行の責任の文脈において、それぞれの地位を個別に検討しながら責任追及の可否を考察した点で、事例判決ながら重要な意義を有する。本稿でも、以下、契約上の義務と信認義務との関係を中心に検討する。もっとも、本判決は、請求棄却の申立てをクリアして、その後の裁判上の手続に入ることができるかを審理の対象としていることには留意が必要である。

2. 契約上の義務

本判決は、契約上の当事者につき、契約書中の文言を検討した上で、原告のいずれも本件契約の直接の当事者に立たない関係を明確にしている。従来、契約上の責任については、II.2. で検討した Sheason Lehman/Amex 判決¹⁴⁸⁾・Lazard Freres 判決¹⁴⁹⁾・Narragansett Capital Corp 判決¹⁵⁰⁾が、当事者適格を拡大することで、投資銀行が責任を負う対象の射程範囲を拡大し、株主を含めた第三者による責任追及を肯定してきた。とりわけ、Schneider 判決では、アドバイザーを選任した特別委員会を株主のエージェントであると位置づけ、投資銀行をエージェントのエージェントと位置づけたことで投資銀行の責任の拡大を懸念させた(注7)。そこで、本件でも採用したように、投資銀行はアドバイザー・サービスの名宛人を明確にするとともに、免責条項を設けることで、契約上の義務を排除してきた。本判決において、原告が契約の当事者に含まれないと判断した大きな理由は、株主としての地位における原告は、本件契約の報酬を負担するわけではないことにある。他方で、本判決は、報酬を負担することのない第三者が契約上の受益者の地位に立つことを認めている。

契約法に関する判例の蓄積の多い、ニューヨーク州法は、本判決も引用するように、米国契約法に関する模範的な地位を有しているが、本判決では、契約書の文言に従って第三受益者に該当するか、すなわち当該サービス提供者が何らかの義務を第三受益者に対して負い得るかについても、契約書の文言によって検討をしている。第三受益者の射程についても、外形を重視した判断を下しており、契約当時における当事者の意思を尊重している。

3. 信認義務

米国では、II.3.(1) で検討した **Daisy Systems 判決**¹⁵¹⁾で、投資銀行のアドバイザー・サービスの提供に対して、信認義務が課され得るとの示唆がなされて以降、信認義務を課す基準との関係で、投資銀行の業務内容と位置づけの議論が展開されてきた。学説では、投資銀行と株主との関係は不透明であるとの指摘もあるが¹⁵²⁾、Laby 教授は各種のアドバイスを提供するものを **Gate-keeper** と位置づけ、独立性の基準を用いて信認義務の有無について検討するべきであるとの分類を試みている¹⁵³⁾。同教授は、会社支配権取引における投資銀行業務について直接言及してはいないが、同教授の基準に従えば、投資銀行のアドバイザー業務に係る役割は **Dependent Gatekeeper** に分類され、**FINRA 規則 5150** の解釈とも親和的であると評価されており¹⁵⁴⁾、投資銀行の信認関係に基づく責任を肯定するべきであるとの見解は根強い¹⁵⁵⁾。

判例では、本判決が示された前年に II.3. で検討した **Credit Suisse 判決**¹⁵⁶⁾、**Morgan Stanley 判決**¹⁵⁷⁾ が下され、投資銀行の信認義務が否定されている。とりわけ、株価の下落に伴う一般株主に対する投資銀行の信認義務について判断した **Joyce 判決** が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紛争回避条項が記載されていたことをもって、信認関係を認める環境下にないと示したことにより、投資銀行の「契約を超えた」信認義務が回避可能なものであるとの理解が広がりをもせた¹⁵⁸⁾。ところが、本判決が結果的に投資銀行の信認義務を認めたことから、裁判所が投資銀行の責任を広範に認めようとしているとの理解も一部では生じている¹⁵⁹⁾。しかし本判決は、**Morgan Stanley 判決** が投資銀行の信認義務を否定したのは、あくまで信認義務を課すに足りる事情が存在しなかったためであると評価しており、裁判所が信認義務を課すか否かはその当時の環境が信認関係になっていたかによるとしている。そして、少なくとも請求棄却の申立ての可否を判断する上で、契約書の記載は中心的な考慮要素となり得ることを本判決があらためて明確にしたといえる¹⁶⁰⁾。信認義務を契約書で直接排除できるものかについて、本判決では直接の言及はないものの、実務家は本判決を受け

て契約書において当事者関係を明確にするとともに、当該契約書が受益者として想定する者の射程または受益者と想定しない者を明確に記載することを推奨していることから¹⁶¹⁾、信託義務を契約書によって排除する必要性が実務的に認知されたと推測できる。このことが、投資銀行の責任を巡る更なる信託義務に係る理論の発展を形成していくこととなる。

(5) RURAL/METRO CORP 判決¹⁶²⁾

<事実の概要>

Rural/Metro Corporation 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り、全米に拠点を有し、防火・救急に係る事業を展開する会社である。同社の株式は NASDAQ 市場で取引されていた。

2010 年 8 月、R 社は救急車事業での唯一の競合他社である訴外 E 社の子会社である A 社の買収を企図し、特別委員会を設置した（以下「本件特別委員会」という）。当時、R 社の取締役会は、7 名で構成されており、うち 6 名は外形上、社外取締役であり、DiMino（以下「D」という）のみが業務執行取締役であった。本件特別委員会の設置以後、社外取締役のうちの一人である Shackelton（以下「S」という）が委員長として、R 社の事業買収を主導した。

S は、2006 年に自身が中心となって設立したヘッジファンドである Coliseum Capital Parters, L.P. 社の業務執行役員であり、S が R 社の取締役になった 2008 年以降、当該ヘッジファンドは R 社の株式を買い増していた。S は R 社の M&A を、出身ヘッジファンドの投資回収の機会（Exit）であると考えていた。

2010 年 12 月初旬、The Wall Street は E 社が現在も組織再編を企図していることを報じた。その後、投資銀行である RBC Capital Markets LLC 社（以下「RBC 社」という）の幹部は、E 社の取引の概要を S らに示した。RBC 社は、Private Equity Firm が E 社を買収する場合、当該取引（以下「取引 I」という）について、買収者である Private Equity Firm に対する資金提供などを通じて取引に参加することを企図していた。一方、当該 Private Equity Firm

が E 社の買収に成功した後は、当該 Private Equity Firm が、E 社傘下の A 社を売却することよりも R 社の買収をすることで、企業価値の向上を目指す可能性が高いと予測し、R 社が RBC 社の提案する売却プロセスに賛同するなら、当該売却取引（以下「取引Ⅱ」という）につき、RBC 社は R 社の買収対象会社のアドバイザーとして取引に参加することを企図していた。

2010 年 12 月 8 日に開催された取締役会で、S は R 社の展望について、① 小規模の同業他社の買収を進めながら単独で経営を進めていく、② 会社を売却、③ (A 社を含める) 他の競合他社との経営統合の推進の 3 つの選択肢を示した。S はこれらの選択肢について検討するため、アドバイザーを選任するべきである旨を主張した。これを受けて本件特別委員会には、アドバイザーを選任する権限が付与されたものの、会社の売却を決定する権限は与えられなかった。本件特別委員会は、3 社のインタビューを経て、R 社の売却を推奨する RBC 社をアドバイザーとして雇い入れた。また、RBC 社を雇い入れた後に、R 社は訴外 A 社との経営統合を推奨する Moelis 社（以下「M 社」という）を第二アドバイザーとして雇い入れた。

RBC 社は、取引Ⅰに係り、Private Equity Firm への金融事業により 1400 万ドル～3500 万ドルの利益を得ることを企図していた。また、取引Ⅱに係り、R 社の買収者候補を Track 1 と Track 2 に分け、Track 1 の候補を優先的に扱うとし、E 社はここに振り分けられていた。RBC 社は、取引Ⅱにより 510 万ドルのアドバイザー報酬と 1400 万ドル～2000 万ドルを金融事業による利益として得ることを企図していた。S と RBC 社は、その投資事業経験から、取引Ⅰおよび取引Ⅱを同時並行で進めることは困難であることを理解しており、複数の Private Equity Firm も同様の理解を示した。

2010 年 12 月から 2011 年 1 月にかけて、S は 28 の Private Equity Firm と接触し、機密保持契約を締結・情報提供の上で、2011 年 1 月下旬に、第一回目のオークションを行い、6 社の入札を得た。そのうちの 1 社である CD&R 社（以下「C 社」という）は、E 社の買収に専念するとして、その後の交渉に加わることを辞退したが、C 社が E 社の買収に成功すると、本件特

別委員会は E 社を買収した会社との交渉に注力するとした当初の方針をためらい始めた。C 社は、自社が A 社を保有していることから、そのシナジーを考慮するとより高額な条件を提示できる可能性を示唆し、4 月まで第二回目のオークションを延期することを求めたが、第一回目のオークションに入札していた Warburg Pincus LLC 社（以下「W 社」という）はそれを望まなかった。

2011 年 3 月 15 日に開催された R 社の取締役会では、本件特別委員会に会社売却の権限が与えられていなかったことと、S と RBC 社が権限を越えて売却を検討したことを確認した上で、C 社の申出について検討した。RBC 社は、C 社が E 社を獲得したことにより R 社の買収につき、より高額な提案が可能であり、これに対応するためにオークションの時期を延期することを奨めた。しかし、取締役会はその他の買収者の撤退可能性を理由に、期限の延期を認めなかった。これを受け、RBC 社は、オークションの期限が延期されなかったことを買収候補に知らせ、W 社への 5 億 9000 万ドルの資金提供を模索した。

2011 年 3 月 22 日、W 社は R 社に対して 1 株 17 ドルの買付けを申し込み、その他の会社は最終のオークションには参加しなかった。とりわけ、C 社は、E 社の買収手続が完了するまでの間は、当該オークションに関与することはできない旨を示しながら、1 株 17 ドルを示唆するにとどまった。

これらの 2 つの提案について検討した 2011 年 3 月 22 日の本件特別委員会では、メンバーの意見が割れた。これまで会社の売却を主導した S は、出身ヘッジファンド内における R 社の企業価値算定結果である 1 株 18.92 ドルを意識して 1 株 18.00 ドルを取引価格の下限と考えていたが、RBC 社は W 社との金融取引を視野に入れ、W 社との取引の成立を優先する立場をとり、W 社との買収を好む D がこの立場に同調した。また、RBC 社は、W 社との金融取引に備え、FO の発行を望まない立場を社内で確認し、当時の市場株価である 1 株 12.38 ドルを示しながら、W 社の申出を意識させる簡易な書面を準備した。その結果、本件特別委員会は C 社との取引の成功可能性の

低さを懸念し、W社との交渉に専念し、RBC社およびM社に対して、より高額の見取価格を得るように指示した。

再交渉の結果、W社は1株17.25ドルを提示した。これを受け、RBC社の金融部門は、総力を挙げてW社への資金提供に係るセールスを行った。取引Ⅱの担当者であるMunozは、金融部門とFairness審査部門との調整に奔走した。同社のFairness審査部門は、他の主要な投資銀行とは異なり、業務執行役員が含まれたものであった。Munozおよび金融部門の長は、Fairness審査部門の分析に対して意見を示し、意見価格を本件取引の価格に見合うように調整した。

2011年3月27日、R社の本件特別委員会および取締役会が合同開催され、RBC社およびM社の評価書が本件会社支配権取引に際してはじめて交付され、本件合併契約は承認された（以下「本件取引」という）。その後、R社の株主は72%の賛成で本件取引を承認した。

本件取引の公表後まもなく、複数の訴訟が提起され、裁判所が訴訟を統合した後、裁判所が指名した原告株主代表者は、基本合意書(MOU)を作成し、被告らとの和解を模索した。ところが、株主のうちの1名は、MOU作成前の簡潔な証拠手続(Expedited Discovery)からMOU作成後の詳細な証拠手続(Confirmatory Discovery)の間に示された証拠が、本件における利益相反性を示すとしてこれに反対し、原告代表者の地位を引き継いだ。その後原告は、M社およびRBC社に対する損害賠償請求を追加した。審理手続の前に、取締役らおよびM社と原告との間に和解が成立したため、RBC社に対する請求のみ審理手続に入った。

原判決は、i 経営判断そのものについて、高次の審査基準(Enhanced Scrutiny)の対象となる場合、原則として信認義務の充足に係る立証責任は被告である取締役に移転するが、幫助に係る請求の場合には、信認義務の存否を含んだ立証を原告においてなす必要がある、ii 会社の基本定款記載の免責条項は、ただちに投資銀行に適用されない、iii 会社支配権取引において、特別委員会や投資銀行を形式的に用いることは、高次の審査基準の下での合理

性の範囲外である、iv 投資銀行は会社支配権取引の取締役会の信認義務の予備的責任の対象となる、v 契約書における免責条項は、取締役会の信認義務に係る幫助責任を遮断しない、vi 取締役会の信認義務に係る予備的責任は、株主に対して損害を生じることが示し、RBC 社の責任を認めた。また、原判決は損害の認定につき、RBC 社の責任の部分を決定するため、追加的なブリーフィングを要求した。本件は、当該ブリーフィングを受けたものである。

<判旨>

[RURAL/METRO I]

RBC 社に信認義務違反の教唆・幫助にかかる損害賠償を求めるには、原告は (1) 信認関係の存在、(2) 信認義務違反があったこと、(3) 受任者ではない (Non-Fiduciary) 被告によって当該義務違反に参加する意図があったこと、(4) 当該義務違反によって生じる損害を立証しなければならない。RBC 社に対する主張は、A. 売却過程での義務違反を導いたこと、および B. 情報開示違反である。

A. 売却過程にかかる請求

(1) 信認関係の存在

売却過程における教唆・幫助にかかる請求の基礎部分は、すでに満たされている。個人の原告はデラウェア州の会社の取締役である。彼らは、当然に、忠実・注意義務を負う受任者の地位にある。より正確には、R 社の株主と取締役の関係は、当該取締役らが忠実かつ誠実にまた賢明な判断をし、株主利益を最大化することを要求するものである。

(2) 信認義務違反の蓋然性

会社の受任者らが信認義務に違反したかを決定するにあたり、デラウェア州会社法は、行為基準と評価基準を使い分ける。評価基準においては、裁判所は当該事情の下で適用される適切な審査基準を使い分ける。取締役の経営判断について、デラウェア州では、三つの審査基準が用いられる。すなわ

ち、経営判断原則、より厳格な審査基準、完全公正基準である。より厳格な審査基準は、上記の基準のうち、中間的な基準であり、経営判断の文脈で、当該判断が潜在的なものも含め、利益相反関係によって汚染される場合に用いられるものである。すなわち、完全公正基準が適用されない場合でかつ経営判断原則の適用が好ましくない、構造的かつ実質的な利益相反が生じた場合に用いられる。

M&A の文脈で、より厳格な審査基準をクリアするためには、被告である取締役が、①自身が決定に用いた情報を含めた当該経営判断過程の合理性、および②当時の状況における自身の行動の合理性を証明しなければならない。

本件で、R 社の取締役会は W 社に対する現金での売却を承認している。この取引の文脈からは、審査基準が経営判断原則からより厳格な審査基準への変更が生ずる。しかし、より厳格な審査基準を採用する際の典型的な事例とは異なり、本件では原告株主は教唆・幫助について主張している。典型的な事案では、立証責任を被告取締役らが負うが、本件のような場合には立証責任は原告が負う。

R 社は、会社の基本定款内にデラウェア州事業会社法 102 条 (b) (7) によって認められた、取締役の免責条項を置いている。RBC 社は、R 社の基本定款における免責条項は、信認義務違反にかかる教唆・幫助を訴えられている当事者にも適用があると主張する。これは、同条の予定するところではない。その条文を解釈するに、同条項は取締役にのみ適用され、教唆・幫助者に拡大されるものではない。

M&A の文脈で、より厳格な審査基準は、被告取締役らが合理的な手続きを経て、合理的な結果にたどり着いたことを問題とする。手掛かりは、合理的に会社の選択肢についての情報を収集していたことであり、取締役・業務執行役員・アドバイザーの現実的及び潜在的な利益相反関係を合理的に理解していることである。投資銀行は、調査・評価等の中心的な役割を果たしているのであるから、取締役は彼らの報酬構造や関係性及び潜在的な利益相反

性について検討しなければならない。

原告は、問題となるのは、(a) 2010年12月にE社が買収を企図したとされたこと、(b) 2010年12月に売却プロセスに対してネガティブな評価が下されていたのにも関わらず、当該手続きを続行したこと、(c) W社の提案を承認した際の経営判断の合理性に疑問があるという。当裁判所は、(b)の判断についてはその合理性を認めうるものの、(a)、(c)については合理性の基準を満たさないものと評価する。従って、当裁判所は原告が取締役らの経営判断が合理性の範囲外にあることについて証明したものと判断する。

(3) 信認義務違反に参加する意図

当裁判所は、(2)で信認義務違反にかかる合理性について検討し、既により厳格な審査基準の下で、信認義務違反の問題を生じていることを確認した。その次に当裁判所が検討する必要があるのは、RBC社が当該義務違反に意図的に参加していたかである。

この点を認めるためには、教唆・幫助者において当該行動が義務違反を支援することを認知していたことを要する。Goodwin判決において、デラウェア州衡平法裁判所のStrine判事は、第三者が「故意に注意義務違反を引き起こす」場合には、当該第三者は注意義務違反にかかる教唆・幫助の責任を負うと判示している。デラウェア州最高裁判所は、しばしば第二次不法行為リストメント876条(b)項を引用している。デラウェア州最高裁はArnold IV判決で第三者も注意義務違反の教唆・幫助責任を負うと示している。RBC社に対する教唆・幫助の主張について検討するために、Stine判事がGoodwin判決で指摘する要素を満たしていることを検討しなければならない。すなわち、当該第三者が、自己の不適切な動機に基づいて取締役を注意義務違反に導いたかどうかである。

RBC社は、R社の取締役会の義務違反を導く情報の非対称性と非合理的な過程を作り出した。同様に、重要な決定に際して、R社の取締役会および特別委員会がR社の企業価値について情報を有していなかったことを理解していた。もっとも問題なことは、RBC社がW社に対する資金提供を行う

ことで利益を得ることを、R社の取締役会に伝えていなかったことである。財務アドバイザーがScienter（欺罔の故意）を有して行動していたことを証明するためには、典型的には原告株主がDel Monte事件やEl Paso事件における銀行のように、依頼者に対する助言者の忠誠を度外視させる利益相反の証拠が必要である。本件では最終的には、RBC社は買収側に対する資金提供を実現しておらず、報酬を受け取ってはいない。しかし、不成功の事実をもって我々が追及を行わないことを意味するのではない。RBC社はR社の取締役会を誤った方向に導く情報操作を行うことで当該取締役会の注意義務違反に意図的に参加したのである。

ここで、RBC社は、本件でRBC社とR社が交わした契約（Engagement Letter: 以下「EL」という）が、R社の取締役会に対する教唆・幫助責任に対する原告らの主張を排斥すると主張する。R社は、RBC社が対象会社に行った助言が、開示されていない重大な利益相反の下で行われたものであるという主張を放棄してはいない。もしRBC社が、利益相反やその導入について最初に開示されていないELによって放棄の利益を手に入れることが出来ると考えるのであれば、それは「かつて、擬制詐欺（Constructive Fraud）と呼ばれたもの」にコミットしている。

(4) 損害

教唆・幫助の主張にかかる最終的な要素は、当該主張にかかる義務違反から生じた損害である。原告は審理手続きにおいて、RBC社の行動がR社の取締役会の信認義務違反を生じさせ、公正な価値を下回る価格で会社を売却したことによってR社の株主に損害が生じていることを審理手続きで証明した。審理手続きで提出された証拠は、R社の公正な企業価値が本件取引価格を上回るものであることを説得的に示している。RBC社の行動は、①R社の買収戦略に起因する価値を得るものではない、タイムセールの様な価格、②価格交渉および買付における優位性を有した買い手にのみ最終的な買付申込を可能にする売却プロセス、③操作された価値分析に基づいた、情報のないままに下された取締役会の決断を導いたのである。当裁判所は、審理

手続きの証拠により、継続企業としての R 社の価値が、本件取引によって株主が受領する価値を上回ることが示されており、当該状況下で RBC 社の信認義務違反にかかる教唆・帮助責任が R 社の株主の利益を侵害しているものと評価する。

B. 情報開示にかかる主張

責任を基礎づけるもう一つの問題として、原告は情報開示にかかる信認義務違反に対する教唆・帮助を主張している。原告はいくつかの情報開示違反を特定している。当裁判所は以下の 2 点についてのみ、訴えを認める。

(1) 信認義務違反の存在

売却過程にかかる主張、情報開示にかかる信認義務の教唆・帮助にかかる主張の基礎的な要素は既に満たされている。デラウェア州の会社の取締役会メンバーには、「株主の承認を必要とする場合には、当該取締役会の手にした全ての重要事実について完全かつ公正に開示する信認義務を負っている。」

(2) 虚偽の企業価値評価

原告は、RBC 社が R 社の取締役会に提出した企業価値情報という虚偽の情報に基づいて開示されたものであるから、本件取引に際して発行された委任状勧誘書面が、重大な誤りを含んだ開示であることを審理手続きで証明している。RBC 社が R 社の取締役会に提出した類似取引の分析は虚偽であり、当該虚偽の情報は委任状勧誘書面において繰り返し利用された。

(3) RBC 社の利益相反の不開示

原告は、RBC 社のインセンティブについて虚偽および誤った情報が委任状勧誘書面に含まれていたことを審理手続きで証明している。投資銀行が利益相反に直面しているかどうかは、株主が取引を承認するか、株式買取請求を行うべきかを決定する上で重要な情報である。当該委任状勧誘書面を読んだ株主は、RBC 社が利益相反にかかる全ての情報を開示し、問題のない手続きを踏んでいるという不適切な結論を得た。現に、株主のうちの 1 人は RBC 社が独立した財務アドバイザーであると信じていたのである。

(4) RBC 社の参加の意図

RBC社は情報開示義務違反についても、認知した上で参加していた。RBC社のみが利益相反の程度に関する完全な情報を知っていたのであり、この情報にはR社のE社の買取者に対する資金提供者の地位を得るためのプランやその後の買取者であるW社に対する資金提供にかかる情報、W社との交渉、当該合併が承認される日以前のRBC社の企業価値分析にかかる情報が含まれている。

(5) 損害

RBC社の行動は、同社の手による企業価値分析や利益相反についての重大な虚偽および省略を含んだ委任状勧誘書面を基礎資料とした、本件取引にかかる株主総会の承認を導いた。株主は、株式買取請求を行うかどうかの決定に際して必要な情報の提供を拒否されたのである。因果関係は肯定される。

C. 具体的な救済

当裁判所は、適切な救済手段を決定していない。当事者らの専門家は審理手続きの段階で、R社の継続企業としての価値は、DCFを用いて決定されることが最も信頼に足るという見解に賛同した。原告の専門家は、保守的でバランスのとれたDCFモデルを披露した。当裁判所は、彼のDCF法の評価が、公正な企業価値の証拠として説得的なものであり、一般的な企業価値評価の枠組みとして、採用できるものであることを示している。

RBC社は、いかなる金銭的な責任も、その他の責任を負う被告の分担部分、もしくは当該事件において被告が和解で支払った金額について、いずれか大きな金額について減じられるべきであると主張する。審理手続き後の議論において、当事者は責任について議論を行ったが、責任の分担については議論しなかった。責任に関する決定は、RBC社の責任の程度に重大な影響を及ぼすため、この問題について当事者は補助的な手続きを行わなければならない。

これに加えて、原告はAmerican Ruleの下で訴訟費用の移転を主張している。「不誠実 (Bad Faith) に関する画一的な定義は存在しないが、裁判所は当

事者が不必要に審理や訴訟を引き延ばしたり、虚偽の記録を提出したり、故意にくだらない主張を繰り返すなどした場合には不誠実を認定しうる。」責任の分担の問題と同様に、当事者らは訴訟費用の負担の問題について検討していない。しかしながら、原告はRBC社の誤った主張や立場の変更を立証し続けており、これらの記録は当裁判所をして不誠実を認めうる可能性を示しているものと評価できる。

以上より、RBC社は個人の被告の注意義務・情報開示義務違反にかかる教唆・幫助の責任を負う。当裁判所の判断を基礎として、両当事者は本件取引時点でのR社の公正な企業価値の範囲を確定するとともに、RBC社の責任の負担について主張する必要がある。またこれらの問題が解決された後に、当裁判所は訴訟費用の帰属について検討する¹⁶³⁾。

[RURAL/METRO II]

1. 損害の分配について

本判決は、RBC社が責任を負う損害を決定するものである。信認義務違反を支援した被告は、当該義務違反から生じる損害について責任を負う。被告は、他の不法行為者に優先的に責任を負わせるべきであることを要求できない。したがって、原告はRBC社に対してのみ請求でき、彼らの損害の回復をRBC社から得ることができる。原告のこのような主張に対して、RBC社は何らの救済もないわけではなく、共同の不法行為者に対して、損害の分配を主張し得る。

コモンローにおいて、デラウェア州は共同不法行為者間の損害の分配を認識していなかった。同時に、コモンローは共同不法行為者の一部に対する免責は、他のすべての不法行為者に対する免責を構成すると示してきた。したがって、原告は不法行為者の一部と損害の一部について和解し、他の不法行為者から残りの損害の回復を求められなかった。

その後 Delaware Uniform Contribution Among Tortfeasors Act (DUCATA) により、共同不法行為者間の損害の分配を主張する権利が存在することが示

され、共同不法行為者の一部への免責が認められ、従来のコモンローは書き換えられた。

本件で、RBC社はR社の6名の取締役とM社とともに被告となっているのであり、原告はこれらの者を共同不法行為者であると認識していたのだから、RBC社には損害の分配を主張する権利があると主張する。そして、RBC社を含む8名の被告は等分に損害を負担するべきであるから、RBC社は損害の12.5%の責任を負うと主張する。

本判決は、以下のような理由から、RBC社は本件で生じた損害のうち、83%の責任を負うべきと考える。

2. 損害額について

本件原告の保有する株式の「公正な価値」と「内在的な価値」とは、株式価格決定の局面で用いられる方法によって決定され、「形式的な株式価格決定」と呼ばれる。この手法はRBC社の支配権売却手続および情報開示に係る予備的責任の双方に対して適切な損害算定手法を提供する。

そして本判決は、Betaに対して1.199を用い、経験的なりスクレミアムを用いて、永久成長率を3.7%とし、合併時のR社の株式価値を1株21.42ドルと判断する。本件で、原告株主は合併時に1株17.25ドルを受け取っているため、1株4.17ドルの損害が生じているものと判断する。

3. 損害の分配について

原告は、RBC社が故意の不法行為を行ったのであるから、和解した被告との関係で、損害の分配を主張することはできず、RBC社はDUCATAの和解金を請求することはできず、損害の全額を支払わなければならないと主張する。デラウェア州最高裁は、故意の不法行為に対し損害の分配の主張を許容するかを示していない。本判決は、DUCATAがすべての故意の不法行為に対して、損害の分配の主張を妨げる明確な基準を確立しておらず、本件被告も他の共同不法行為者に係る損害の分配の主張を求めることができるものと判断する。

なぜならば、DUCATA § 6302 (a) は不法行為者について、タイプやカ

テグリーを特定することなく単に「損害の分配を主張する権利は、共同不法行為者間に存在する」と示しているものであり、§ 6301 もまたタイプやカテゴリーを特定することなく「共同不法行為者」を「人または財産に対する侵害について、共同または個々に責任を負う、二人ないしはそれよりも多くの者」と定義している。このような DUCATA の条文は、すべての不法行為者間の損害の分配の主張を許容しており、その文言は故意の不法行為について損害の分配を主張することを妨げる明確な基準を確立していない。したがって、DUCATA は RBC 社が他の共同不法行為者との間で損害の分配を行うべきであると主張することを許容しており、潜在的には和解金についても損害の分配の計算の中に含めることができる。

このことは、DUCATA が依拠する Uniform Contribution Among Tortfeasors Act 1939 (Uniform Act 1939) についても同様である。Uniform Act 1939 の報告者である Gregory 教授は、故意と過失の認定が困難であること、過失に含まれない不注意を通じた責任の事例で、損害の分配の主張を許容しないことの不公正さを示し、損害の分配の主張を妨げることに懐疑的な見解を示している。このコメントは、DUCATA が依拠する Uniform Act 1939 の立案者は、損害の分配の主張はあらゆる不法行為に適用され、故意の不法行為に係る主張を妨げる明確な基準が存在しないことを示している。

このほか、DGCL § 174 および Blue Sky Law, および *Eastridge* 判決・*McLean II* 判決を検討するが、RBC 社の主張を妨げる明確な基準は存在しない。したがって、本判決は和解金に係る損害の分配の主張を妨げられないものと判断する。

4. エクイティ上の責任について

前記に示したにもかかわらず、裁判所は事実認定より導かれる正当な理由の下で、損害の分配の主張を排斥する裁量を有する。デラウェア州法はアンクリンハンズの原則を有している。当裁判所の視点では、当該原則が RBC 社の主張を排斥する場合、審議すべき関係は RBC 社と他の不法行為者との関係であり、原告との関係ではない。原判決は、支配権売却手続およ

び情報開示に係る責任を認定しており、取締役らは RBC 社に誘われ、委任状の開示事項と合併を承認した際に義務違反をしたのである。本件はアンクリーンハンズの原則を適用するべき事案であると当裁判所は判断する。したがって、RBC 社は、情報開示に係る責任および合併の最終的な承認については、和解金に係る主張をなし得ず、支配権売却手続のうち、不実開示および省略についてのみ和解金に係る主張をなし得ることとなる。

5. 和解に係る主張の可否

前記に示したとおり、RBC 社の和解金に係る主張が完全に妨げられないため、本判決は RBC 社が和解金に係る主張を行い得るかにつき、具体的な検討をしなければならない。

デラウェア州の判決は、DUCATA に示される「共同不法行為者」の定義を、原告の損害に対して「(損害に対して金銭を支払う義務を負うという意味で) 共通の責任」を有する者と解する。結果的に、和解により免責された当事者が共同不法行為者であることが、(和解金に係る主張をする者の)¹⁶⁴「主張の前提」となるのであり、免責された者が共同不法行為者ではない場合、責任が認められた当事者は、当該和解者らが支払った和解金に係り、損害賠償額の減額を主張することはできない。したがって、損害の軽減を図る当事者として、RBC 社は和解した被告(以下「和解被告人」という)らそれぞれに共同不法行為者としての地位があることを立証する責任を負担する。

原告は、RBC 社が和解被告人らの和解金に係る減額の主張を行う権利を放棄していると主張する。この視点に従えば、RBC 社は審理手続で前記のような主張をしなければならないが、同社はそのような主張を Cross Claim においても行ってない。

しかしながら、Teachers 判決で Strine 判事は、不均衡な責任分配がなされる可能性の下では、紛争処理の基礎をなす手続の後であっても、損害の分配を主張することができる」と示している。また、Odyssey 判決で、Allen 判事は、損害の分配の主張は、責任が決定した後に整理されることが最良であると示している。さらに、前述の McLean II 判決で、Schwartz 判事は、そ

れ以前に彼が示した McLean I 事件で会計士とその会社の責任を肯定し、その後の McLean II 判決で和解金に係る議論を行っている。

これらの先例に照らすと、RBC 社は審理手続後の手続で、和解被告人らが共同不法行為者であることを主張する権利を放棄したとはいえ、単に審理手続と原判決の事実認定に従っているのである。

RBC 社は、原告が和解したという事実を示しており、現在、和解被告人らが共同不法行為者であることを主張する必要がないという。また、RBC 社は原告がこれにより禁反言に該当すると主張する。デラウェア州最高裁は、Mullins 判決で、和解契約の文言上、責任が認められていないことを理由に、一部の被告による和解が共同不法行為者であることを示すものではないことを示した。また、その後同判決を引用した事件でも同様に解されている。Mullins 判決は、RBC 社の禁反言に係る主張を覆すものであると判断する。したがって、和解被告人らが共同不法行為者の地位にあることに関する疑問は、依然として決定されるべき課題である。

基本合意のタイミングにより、RBC 社が審理手続で損害の分配を主張する機会を失ったと、RBC 社は主張する。デラウェア州最高裁は、Ikeda 判決で、当事者が責任を認めることなく和解によって免責されたとしても、当該被告は共同不法行為者としての地位に立つかを決定するために、なお審理手続に残ることとなると示した。本件では、Ikeda 判決と同様に、和解被告人は基本合意の後も審理手続に残っており、R 社は Cross Claim において、和解被告人らに対する損害の分配の主張を模索していたのであり、審理手続において証拠を提出する機会を有していた。したがって、本件和解は RBC 社を不利に取り扱うことはない。

6. 共同不法行為者の地位

(1) 被告取締役ら

DUCATA の下では、共同不法行為者は、責任の共通性によって判断され、違法性の共通性で判断されるわけではない。原判決は、被告取締役らが信認義務に違反したことを示している。しかし、和解の条項は、彼らが原告

株主に対して責任を負うかを示していない。そこで、被告取締役らの責任を決定するために、当裁判所は § 102 (b) (7) での免責が利用可能であるかを決定しなければならない。デラウェア州の先例である Lutz 判決・Kiwifruit 判決・Shiles 判決に照らすと、被告取締役らに免責が与えられた場合、RBC 社は和解金に係る主張をすることはできない。

デラウェア州最高裁は、免責条項を適用するには、裁判所が「注意義務違反を示す事実を」認定しなければならず、当該責任は個々の取締役について判断されなければならないと示している。しかし、本件では Mullins 判決に照らし、RBC 社が被告取締役らとの不法行為の共同性に係る主張を立証しなければならず、RBC 社において、免責条項が利用できないことを立証しなければならない。すなわち、RBC 社は、不実な心理状態が、当該取締役らの義務違反を引き起こしたことを立証しなければならないのである。

当裁判所が、本件の事実関係から各取締役について判断するに、S および D については、責任を認め、共同不法行為者の地位を認め得るものの、その他の者については認められない。したがって、前者につき、RBC 社は和解金に係る主張が可能であるが、後者については主張できない。

(2) M 社

RBC 社は、原判決で支配権売却手続に係る責任について、M 社と RBC 社が同等の責任を負うことを示しているという。そして、これにより原判決において M 社および RBC 社が共同不法行為者であることが示されていると主張する。しかし、原判決は (M 社と RBC 社という)¹⁶⁵⁾ 投資銀行 2 社が、利益構造の点で異なった立場にあったことを区別している。このような本件の審理手続における記録および事実認定に照らせば、RBC 社と M 社は同様の立場にあったとはいえず、原判決の理由は M 社に対しては及ばない。したがって、RBC 社は M 社について和解金に係る主張はできない。

7. 損害賠償の負担割合について

前記より、RBC 社、S、および D は、原告株主の損害につき、共同不法行為者として認定される。原判決は支配権売却手続および情報開示に係る

責任を RBC 社に課しており、RBC 社は情報開示に係る責任について 100% の責任を負っている。両責任から生じる損害は、平等に分配されるため、RBC 社は情報開示に係る責任として、本件損害のうち 50% の負担を課すべきものと判断する。

支配権売却手続に係る残りの 50% の責任について、原判決は取締役会の授権なく手続を行ったことと、最終的な合併の承認について義務違反を認定している。本判決は、アンクリーンハンズの原則の下で、RBC 社は最終的な合併の承認についての和解金に係る主張をなし得ないと判断するため、後者の義務違反について、本件損害のうち 25% の負担を課すべきものと判断する。また、取締役会の授権なく支配権売却手続を行ったことによって生じた残りの 25% の責任につき、本判決は S について 10%、RBC 社について 8%、D について 7% の責任を課すべきものと判断する。

< 検討 >

[RURAL/METRO I]

本件は、これまでの投資銀行の責任の流れを大きく変容させた事件として、大きな注目を集めた事件である¹⁶⁶⁾。本判決が、FO 提供者である投資銀行に、損害賠償責任を認めたことのインパクトは大きい。Credit Suisse 判決¹⁶⁷⁾・Morgan Stanley 判決¹⁶⁸⁾を経て、特殊な事案を除き¹⁶⁹⁾、株主と FO 提供者間に生じる信認義務は、EL の文言で制限することが可能であると解されていたためである¹⁷⁰⁾。

本件では、取締役らの信認義務違反への教唆・幫助という形で、FO 提供者の責任が主張された。この主張は、本件で初めて認められ、RURAL/METRO II 事件において、具体的な損害賠償の負担について検討された。

本判決の後、信認義務違反への教唆・幫助について最高裁でも争われ、取締役の責任の議論と FO 提供者の責任の法理の交差点が示されることとなり、FO 提供者の責任法理は、大きな転換を迎えることとなる。

[RURAL/METRO II]

1. 本判決の意義

本件では、RBC社以外の被告が審理手続前に和解するという事実関係の下で、詳細な証拠調べが行われ、原判決では投資銀行であるRBC社の責任を認めた。すなわち、会社の支配権売却手続に係る請求について、被告取締役らの信認義務違反を認めた上で、当該義務違反へのRBC社の意図的な協力を基礎として、予備的な (aider and abettor) 責任を認めており、契約書の文言も利益相反関係の下での責任を排除しないとしている。また、情報開示に係る請求についても、被告取締役らの信認義務違反を認めた上で、当該義務違反へのRBC社の意図的な協力を基礎として予備的な責任を認めている。

そして、本判決は前記のような原判決によるRBC社の責任の認定を基礎として、具体的な損害賠償額の算定および負担割合を決定する。本判決は、信認義務違反に係る予備的な責任を肯定したという原判決の意義に加えて、投資銀行が和解することなく、裁判例によって損害賠償額の算定が行われたという点で、前記のような米国の議論の流れとは事案を異にし、重要な意義を有する。

2. 本判決のインパクト

RURAL METRO I判決と同様、本判決が、アドバイザー・サービス提供者である投資銀行に、損害賠償責任を認めたことのインパクトは大きい。

本判決を受け、実務家の間では、会社支配権取引における情報の取得および開示の充実を促すものや¹⁷¹⁾、会社取締役が免責される場合であっても、投資銀行への責任が課される場合があることへの警告を発するもの¹⁷²⁾などがある。

とりわけ、本判決が予備的な信認義務を投資銀行に課したことを本判決の重要な意義と受け止める向きは強い¹⁷³⁾。本判決の後に出了されたTibco判決¹⁷⁴⁾で、デラウェア州衡平法裁判所がDel Monte判決¹⁷⁵⁾を引用しながら「§ 102 (b) (7) の下での免責や§ 141 (e) の保護は取締役会のメンバーに対する損害回復を制限するかもしれない」としながらも、続けて本判決を引用し、

「これらの条文による保護は、注意義務を含む、予備的な信認義務違反には適用されない」と示しており、デラウェア州衡平法裁判所が投資銀行を会社支配権取引における Deep Pocket とみなしつつあるとの見方も示されている¹⁷⁶⁾。

支配権売却手続と情報開示に係る請求ごとに、被告取締役らの信認義務違反を認定し、双方につき予備的な信認義務および義務違反が生じているかを検討する原判決のロジックに対しては、取締役の義務の範囲が広範であるのに対して、FO はある特定の取引を検討対象とするため、両者の義務の範囲に齟齬が生じていた点を解消するものであるとの肯定的な評価もみられる¹⁷⁷⁾。他方で会社法上の取締役らの免責条項が取締役の損害賠償責任を制限するのに対し、当該条項は投資銀行には適用されない点についての批判もなされているところである¹⁷⁸⁾。すなわち、会社法上の免責条項の存在により、原告はたとえ少額の賠償であったとしても被告取締役と早期の和解を望む傾向にあり、その分だけ投資銀行に求められる損害回復の割合は高くなり、結果として被告取締役との損害の負担割合の不均衡が生じるとの意見も示されている¹⁷⁹⁾。このような視点からは、本判決のロジックは、意図せずか投資銀行を Deep Pocket たらしめる構造となっているとも評価できるようにも思われる。

(6) 小活

本節では、FO 提供者の責任法理において、FO 提供者自身の信認義務違反を追及する主張により、FO 提供者の地位が問題となり、その後取締役の信認義務違反に係る教唆・幫助責任が追及されるという判例の変遷を検討した。(5) RURAL/METRO 判決が示されることにより、取締役の責任と FO 提供者の責任法理が交錯することとなり、FO 提供者の責任法理の議論は大きな転換点を迎えることとなった。

RURAL/METRO 判決以後、米国の学説では Bratton & Watcher (2015)¹⁸⁰⁾ が契約法理と信認義務法理との関係が曖昧であることにより、問題の解決が困難になっているため、FO 提供者を名目上の信義務者と捉えるべきである

の学説を展開し、Tuch (2015)¹⁸¹⁾がこの見解に疑問を呈する形で議論が進行する。

Bratton & Wachter (2014) は、検討の前提として、会社支配権取引における現在の投資銀行の関わり方と報酬の構造について検討する。これによれば、会社支配権取引は、会社を売却するべきであるかどうかという問いについて検討することから始まり、その後には売却すべき対象の範囲の検討や、売却先の属性の選定¹⁸²⁾、売却先の検索方法、売却プロセス、契約条項について精査した後に金額の調整をするという¹⁸³⁾。投資銀行はこれらの一連の過程で、企業の価値評価を検討しながらアドバイスを提供する（いわゆるアドバイザーサービス。以下「AS」という）。これらのアドバイスに加えて、投資銀行は価格の公正性についてFOを提供する¹⁸⁴⁾。FOの提供に係る報酬は、予め取り決められた金額を、アドバイザー報酬とは別に設定し、アドバイザー報酬に対して約1割程度が支払われるという¹⁸⁵⁾。一方で、実務的には、ASおよびFOの提供を行う投資銀行が、しばしば買収会社に資金提供を行う場合がある（いわゆるStaple Finance）。Bratton & Wachter (2014) は、ASおよびFOの提供にかかる事前の準備段階において、投資銀行は企業の重要情報へアクセスすることが可能となり、大規模投資銀行の場合、これを利用して、他部門からの情報を加味したサービスを提供することが出来るため、同業他社に比べアドバンテージを得やすく、この過程で資金提供を行いやすい環境が得られやすいと指摘する¹⁸⁶⁾。とりわけ、Glass Steagall Act 1999により、投資銀行の引受業務と商業銀行による融資業務の融和が図られたことにより、商業銀行による投資銀行の買収が盛んに行われ、これにより商業銀行と投資銀行の融和が進んだため、買収対象会社のアドバイザーが貸手に対しても資金を提供する、いわゆるStaple Financeが行われることとなったことを紹介する¹⁸⁷⁾。Bratton & Wachter (2014) によれば、このような資金提供は、会社がオークションによって事業の全部または一部を売却する際に、当該オークションにパッケージとして付属する形で提供されるのが理想的であるという¹⁸⁸⁾。すなわち、資金提供を行う投資銀行は当該買収対象となる会

社または事業の価値評価を行っており、これに基づいて資金提供の価格を決定するのであるから、ある程度買収価格を基礎づける材料となり¹⁸⁹⁾、事業会社が戦略的な買収を試みる際に、Private Equity Firm と競合することが容易になり、結果として買収価格を引き上げる効果を持つという¹⁹⁰⁾。そして、あらかじめ用意された資金が存在することにより取引の完了までの時間が大幅に短縮されるという。

Bratton & Wachter (2014) は、以上の様な実務の分析の後に、M&A 取引における投資銀行による不誠実をどのように取り扱うべきであるかについて、助言を提供する買収対象会社の取締役にも Revlon 義務が課される場合を念頭に、主として以下の三段階に分けて検討を行う。第一が、投資銀行と依頼者である買収対象会社との関係が、契約関係と信認関係のいずれになじむものであるかであり、第二に、投資銀行の活動に対するデラウェア州裁判所の態度の分析であり、第三に、利益相反の禁止とセーフハーバーを設けるという2つの解決策に関する検討である。

第一の検討では、投資銀行と依頼者である買収対象会社との関係は、原則的に信認関係に馴染むとしながらも、これは実体的には名目上の関係であると指摘する¹⁹¹⁾。すなわち、投資銀行は、事前に潜在的な利益相反を開示し、信認義務に係る責任を制限する条項を EL 内に設けることにより¹⁹²⁾、「自身の故意・重過失・不誠実 (Bad Faith) について開示し、同意を得ることにより、利益相反に係る免責を得る」¹⁹³⁾という。そして、このような実務により、投資銀行は独立当事者としての地位を確立するという¹⁹⁴⁾。

第二の検討では、Del Monte 判決、El Paso 判決、Rural 判決を検討する。Bratton & Wachter (2014) は、これらの判決の根底には、「銀行と依頼者間の関係が契約的に定められているという前提」¹⁹⁵⁾が存在し、裁判所は、買収対象会社の取締役に対して、当該投資銀行らを独立当事者間の相手方として取り扱うことを要求しているという¹⁹⁶⁾。そして、そのために、投資銀行が自らの利益相反を開示するように取締役が契約条項を精査するべきであるという¹⁹⁷⁾。

以上の検討を踏まえ、第三の検討では、会社支配権取引の文脈において、投資銀行の利益相反をどのように扱うべきであるかについて、2つのアプローチを検証する。すなわち、利益相反の禁止(Per Se Prohibition)とセーフハーバールールである。

利益相反の禁止にかかる検討では、会計士の義務に関する歴史的変遷を参照する。まず、会計士は株主代表訴訟の対象となる注意義務が課されているが¹⁹⁸⁾、1990年代には会計監査業務以外には禁止規定の適用がなく、これを背景として多くの監査法人がコンサルティング業務により多額の報酬を得ていたことを指摘し¹⁹⁹⁾、これによって生じる利益相反関係が投資銀行の義務を検討する上で参考となることを指摘する²⁰⁰⁾。そして、2000年にはSECが規則を改正し、会計士の広範な業務が禁止規定のリストに加えられたが、エンロン事件の発生など、規則改正は遅きに失したと評価する²⁰¹⁾。しかし、会社支配権取引において投資銀行が投資家に与える脅威は、1990年代の会計士の利益相反と比較して特段に大きなものではなく、投資銀行の提供するサービスの価値は独立性に依拠するものではないという。

その後のセーフハーバールールの検討では、コストベネフィットの関係から、濫訴によるコストの増大が存在しないとの検証をすることなしに、安易な導入には慎重であるべきとする²⁰²⁾。最終的に、投資銀行の利益相反がRevlon基準の対象となることから、会計士の利益相反によって生じたものと同様のガバナンスシステムの崩壊に対するセーフティネットとして機能すると指摘する²⁰³⁾。

このような、投資銀行に対して直接に規制を設けることなく、取締役の義務を通じた規律付けを行うというBratton & Wachter (2014)が指摘するコンセプトは、米国の学説においても広く支持を集めている²⁰⁴⁾。一方で、投資銀行と依頼会社の関係が、Bratton & Wachter (2014)の指摘の通り、名目上の信認関係にあると理解してよいかには、Tuch (2015)が疑問を投げかけている。というのも、投資銀行が信認関係の存在を否定することに成功した場合には、信認関係は存在しないのであり、この場合利益相反に係る情報を依

頼会社に事前に開示することや、その承諾を取り付けることは不要となる。さらに、Bratton & Wachter (2014) が依拠する事前の情報開示と承諾の効果は限定されたものであり、名目上の信認関係であるとの位置付けを行うことは困難であるという²⁰⁵⁾。そして、Rural 事件は、まさに EL による事前の情報開示と承諾の効果を利益相反行為全体に一般化した投資銀行の主張を否定した事例であると位置づける²⁰⁶⁾。投資銀行が事実的に独立当事者のように振る舞うのは、事前の情報開示と承諾に広範な効果があるのではなく、依頼会社の意向によるものであり、投資銀行の利益相反に対して同意を与える意向を依頼会社が有していることに基づいて、投資銀行が独立当事者の地位にいと解するのは誤りであるという²⁰⁷⁾。

また、Tuch (2015) は、Bratton & Wachter (2014) によるデラウェア州の裁判例の分析にも疑問を投げかけている。すなわち、Bratton & Wachter (2014) によれば、デラウェア州裁判所の判決によって、契約条項を精査し、投資銀行に対して利益相反に係る情報開示を依頼会社取締役会が要求することによって、依頼会社取締役の Revlon 義務が満たされるものとなり、デラウェア州裁判所が「取締役会が適切な行動を取るための位置や予測を容易にする」契約条項を要求しているものと解釈しているが²⁰⁸⁾、契約上の義務を負う者は、自己利益を追求しながら契約の相手方に対して誠実 (Good Faith) かつ公平に対処する義務を負うと解する。これに対し、Tuch (2015) は、相手方に対して忠実に (Loyally) 行動することは、信認義務の特徴的な義務であり²⁰⁹⁾、Bratton & Wachter (2014) の提唱する情報開示および忠誠 (Fidelity) は、一般的には信認義務の射程範囲にある義務を模倣するものであるという²¹⁰⁾。そして、このような契約条項が果たして信認義務の趣旨に沿った模倣を実現できるかについて疑問を投げかける²¹¹⁾。すなわち、契約条項によって生じる忠実義務は、当該義務が要求される範囲が投資銀行の担当者に限られるのか、投資銀行部門に限られるのか、法人に限られるのかといった射程範囲を明らかにしなければならず、デラウェア州衡平法裁判所の Strine 判事と Later 判事の著作である Strine & Laster (2015)²¹²⁾を引用し、両判事が

長い時間をかけて醸成された衡平法上の法理の趣旨に適った契約条項を設計する能力を契約書の設計者が持ち合わせているかについて疑問を呈している²¹³⁾指摘する²¹⁴⁾。これに加え、Tuch (2015) は、Markovits (2014)²¹⁵⁾を引用し、契約関係は基本的に義務を負いながら自己利益を追求する関係であるのに対して、信認関係では事後的に生じる第三者の利益について考慮しなければならず、このような両者の差が信認義務によって生じる効果を契約によって創出することを困難なものにするという²¹⁶⁾。また、Markovits (2014) 引用し、信認関係は契約によって事前に合意がなされた事項について問題が生じた際に、事後的に評価する枠組みであるという。従って、Tuch (2015) によれば、近時のデラウェア州裁判所の判断は、裁判所が買収対象会社の取締役の Revlon 義務違反を判断する過程で、その教唆・幫助の責任に言及したに過ぎないと解するべきであるという²¹⁷⁾。

次節では、RURAL/METRO 判決以降のデラウェア州最高裁およびこれに係る学説を参照し、近年の米国の FO 提供者の責任法理について検討する。

注

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

<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。

トライアルにおいて、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。

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にのみ問題となるのであることはいうまでもない。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。

- 80) *Glanzer v. Shepard*, 233 N.Y. 236, 135 N.E. 275 (1922).
- 81) もっとも、Elson (1992) は、同判決の示された1930年代における会計士の地位・期待される役割に鑑みて、第三者に対するサービスの提供という視点は希薄であったと指摘する。Elson, *supra* note 32, at 977.
- 82) 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。*Id.*, at 977.

83) *Credit Alliance Corp. v. Andersen & Co.*, 65 N.Y.2d 536,483 N.E.2d 110, 493 N.Y.S.2d435 (N.Y.1985).

<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（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、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。

<判旨>

先例として、本件から50年以上前に示された *Ultramares* 事件判決がある。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〔傍線強調〕情報に対する信頼が、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評価しており、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〔傍線強調〕、銀行・債権者・株主・買収者もしくは購入対象者」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、その後に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。

84) *Id.*, at 979.

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

<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には、その事例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な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あてはめると、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も、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の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

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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らうか。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 万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。

86) See, Elson, *supra* note 32, at 982-985 ; Martin, *supra* note 32, at 156-157.

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

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

<事実の概要>

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 ToucheRoss & 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

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開（1）

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、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がある。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、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る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、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某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 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、訴訟で争い争うべきである。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であろうか。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ない。

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ある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。

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の展開 (1)

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。

- 89) Elson, *supra* note 32, at 980; Martin, *supra* note 32, at 155.
- 90) International Mortgage Co. v. John P. Butler Accountancy Corp., 223 Cal.Rptr.218 (Cal.Ct.App.1986).
- 91) 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).
- 92) Gormley, *Id.* at 570.

- 93) *Bily v. Athur Young & Co.*, No. S017199, 1992 WL 205698, at 18 (Cal. Aug.27, 1992).
- 94) *Wells v. Shearson Lehman/American Express, Inc.*,127 A.D.2d 200, 514 N.Y.S.2d 1 (N.Y.App.Div.1987).
- 95) *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).
- 96) *Coffee*, *supra* note 3, 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.
- 97) *Coffee*, *supra* note 3, at 6.
- 98) *Id.*
- 99) *Id.*
- 100) Elson, *supra* note 32, at 989.
- 101) Martin, *supra* note 32, at 158-159.
- 102) Elson, *supra* note 32, at 994.
- 103) *Id.*
- 104) *Schneider v. Lazard Freres & Co.*, 552N.Y.S.2d571 (N.Y.App.Div.1990).
- 105) 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。
- 106) *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).
- 107) 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、この問題は中心的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。
- 108) Elson, *supra* note 32, at 990.
- 109) Lund, *supra* note 96, at 617-618.
- 110) 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.
- 111) *Coffee*, *supra* note 3, at 6.
- 112) *Eg.*, Elson, *supra* note 32, at 992 ; Lund, *supra* note 157, at 617.
- 113) *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.Mar.29,1990, at 4.
- 114) *Coffee*, *supra* note 3, at 5 ; Franklin, *Id.*, at 5 ; Wachtell, *Id.*, at 1.

- 115) Coffee, *supra* note 3, at 6 ; Elson, *supra* note 32, at 992 ; Lund, *supra* note 96, at 619.
- 116) Elson, *supra* note 32, at 992.
- 117) Dowling v. Narragansett Capital Corp., 735 F.Supp. 1105 (D.R.I.1990).
- 118) Elson, *supra* note 32, 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.
- 119) Klein v. King, Fed.Sec.L.Rep. (CCR), 95,002 (N.D.Cal.Mar,26, 1990)
- 120) Martin, *supra* note 32, at 159
- 121) Klein v. King, 1990 WL 61950 (N.D.Cal.)
- 122) 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 FO に関連する訴訟原因 10 についてのみ検討する。
- 123) Martin, *supra* note 32, at 158-160.
- 124) Elson, *supra* note 32, at 994.
- 125) In re Daisy Systems Corp., 97 F.3d 1171 (9th Cir. 1996).
- 126) Tariq Mundiya, *Investment Banks' Liability For Giving Financial Advice*, 9/17/98 N.Y.L.J. 5, col. 1 (1998).
- 127) 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).
- 128) 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 Extentions of Liability to Investment Banks*, 93 Geo. L. J. 1723, 1740-1741 (2005).
- 129) Breen, *Id.* at 299-302.
- 130) Patrick 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).
- 131) In re Shoe-Town Inc. Stockholders Litig., No. 9483, 1990 Del. Ch. LEXIS 14 (Del. Ch. Feb. 12, 1990).
- 132) 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).
- 133) The HA2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Securities (USA) LLC, 517 F.3d 454 (7th Cir. 2008).

- 134) Tariq Mundiya, *Fairness Opinions: Court's Scrutinize Role of Investment Banks*, 5/29/2009 N.Y.L.J. 5, col. 1 (2008).
- 135) *Id.*
- 136) Dominic J. Campisi, *Issues in the Courtroom: The Litigation Landscape*, SP004 ALI-ABA 1, 10-11 (2008).
- 137) 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).
- 138) *Id.*
- 139) 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).
- 140) Joyce v. Morgan Stanley & Co., 538 F.3d 797 (7th Cir. 2008). 邦語文献として、拙稿「買収対象会社へのフェアネス・オピニオンの提供と投資銀行の対株主責任」商事 1935号 (2011) 32頁。
- 141) Nick J. Vizio, *Corporate Counsel's Guide to Acquisitions & Divestitures* s 10:5, Status of the parties (2010).
- 142) Wallace v. 600 Partners Co., 658 N.E.2d 715 (N.Y. 1995).
- 143) *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).
- 144) Keith and Barry, *supra* note 200.
- 145) 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: 令和 5年 9月 4日)。(https://online.fliphtml5.com/plol/baoj/#p=1)
- 146) Tariq Mundiya, *supra* note 126.
- 147) Baker, et al., v. GOLDMAN SACHS & Co., 656 F.Supp. 2d 226 (D. Mass.2009). 邦語文献として、拙稿「非上場会社の会社支配権取引と投資銀行の責任」商事 2074号 (2015) 61頁。
- 148) *Supra* note 94.
- 149) *Supra* note 117.
- 150) *Supra* note 104.
- 151) *Supra* note 125.
- 152) Davidoff, *supra* note 25, 1656.
- 153) Arthur B. Laby, *Differentiating Gatekeepers*, 1 Brook.J.Corp.Fin.&Com.L119 (2006).
- 154) Joan MacLeod Heminway, *A More Critical Use of Fairness Opinions as Practical*

- Approach to the Behavioral Economics of Merger and Acquisitions*, 12 Transactions: Tenn.J.Bus.L.81, 89-93 (2011).
- 155) Sergei Parijs, *Fairness Opinions and Liability: A Legal and Economic Analysis of Fairness*, Kluwer Law International, 88 (2006).
- 156) HA2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Securities (USA) LLC, 517 F.3d 454 (7th Cir. 2008).
- 157) Joyce v. Morgan Stanley & Co., 538 F.3d 797 (7th Cir. 2008).
- 158) 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).
- 159) Shelby D. Green, *Re-Appraising the Appraisers: Expanding Liability to Buyers and Borrowers in the Story of the 2008 Financing Industry Crisis*, 25-Dec Prob. & Prop. 10, 14 (2011).
- 160) Fleischer, Jr. and Alexander R. Sussman, *Takeover Defense: Merger and Acquisitions*, TKRDF s14.09 (2015).
- 161) Glenn D. West, Aaron J. Rigby and Emmanuel U. Obi, *Negotiating Investment Banking Engagement Letters: Avoiding Certain Traps for the Unwary Banker and Its Client*, <http://ja.scribd.com/doc/125763220/Negotiating-Investment-Banking-Engagement-Letters>.
- 162) 本件は、事実関係を原審である In re RURAL METRO CORPORATION Stockholders Litigation., 88 A.3d 54 (Del. Ch. 2014). (以下、「RURAL/METRO I」という)に依拠し、同判決で投資銀行の義務違反を検討し、損害賠償額について In re RURAL/METRO Corporations Stockholders Litigation, 102A.3d 205 (Del. Ch. 2014). (以下、「RURAL/METRO II」という)で検討している。前者につき、邦語文献として、拙稿「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『現代商事法の諸問題』(成文堂, 2016) 801頁, 後者につき、邦語文献として、拙稿「投資銀行の責任と損害賠償の負担」商事 2154号 (2017年) 50頁。
- 163) RURAL/METRO II 参照。
- 164) 傍点筆者注。
- 165) 傍点筆者注。
- 166) 例えば、投資銀行の機能と責任について、従来の学説を整理した後に、現代的な知見を展開した Steven Davidoff カリフォルニア州立大学教授は、ニューヨークタイムズのコラムで本判決について紹介する。Steven Davidoff Solomon, *Ruling Highlights Unequal Treatment in Penalizing Corporate Wrongdoers*, NY Times Dealbook (18th/Mar/2014), http://dealbook.nytimes.com/2014/03/18/ruling-highlights-unequal-treatment-in-penalizing-corporate-wrongdoers/?_php=true&_

- type=blogs&_%20r=0,%20archived%20at%20http://perma.cc/Y4B9-KWDR&_r=0
- 167) *Supra* note 156.
- 168) *Supra* note 157.
- 169) Baker, *supra* note 147. では、原告が支配株主の地位と業務執行取締役を兼ねていたという事案の特殊性から、契約書の文言解釈により、支配株主としての地位に基づき、信託義務が投資銀行に課せられた。
- 170) Glenn D. West, Aaron J. Rigby and Emmanuel U. Obi, *Negotiating Investment Banking Engagement Letters: Avoiding Certain Traps for the Unwary Banker and Its Client.*, Mergers and Acquisitions Institute (2010) <http://ja.scribd.com/doc/125763220/Negotiating-Investment-Banking-Engagement-Letters>.
- 171) Christina E. Carroll, *Rural Metro: Three times a charm? Three times a curse?*, SRR (2014).
- 172) Jason M. Halper, *2014's Valuable Lessons For M&A Financial Advisers*, Law 360 (2015).
- 173) *E.g., id.*
- 174) *In re Tibco Software Inc. Stockholders Litigation.*, 2014 WL 6674444 (Del. Ch. 2014).
- 175) *In re Del Monte Foods Co. S'holders Litigation.*, 25 A.3d 813 (Del. Ch. 2011).
- 176) Halper, *supra* note 172.
- 177) Yvette Austin Smith and Torben Voetmann, *Rural Metro: Another Shackleton Expedition Falls Short of the Podium*, the Brattle Group News (2014).
- 178) Steven Davidoff Solomon, *Ruling Highlights Unequal Treatment in Penalizing Corporate Wrongdoers*, NY Times Dealbook (18th/Mar/2014).
- また、Mark Roe, *The Examiners: Mark Roe on the Rural/Metro Ruling*, WSJ (2nd/May/2014) は、本件のロジックが長大にすぎ、無用な反論を誘いかねないと懸念する。
- 179) Davidoff, *Id.* は、50万ドルの報酬に対して損害額が過大であると指摘する。
- 180) William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Bankers and Chancellors*, 93 Tex. L. Rev. 1 (2014).
- 181) Andrew F. Tuch, *Disclaiming Loyalty: M&A Advisors and Their Engagement Letters: In Response to William W. Bratton & Michael L. Wachter, Bankers and Chancellors*, 93 Tex. L. Rev. 211 (2015).
- 182) いわゆる Private Equity Firm を対象とするか、 Operating Company を対象とするか。
- 183) Bratton & Wachter, *supra* note 180, at 12.
- 184) Bratton & Wachter (2014) の紹介する資料によれば、買収対象会社の約 80%、買収会社の約 37% が FO を取得しているとされる。

- 185) Bratton & Watcher, *supra* note 180, at 15. See also, Bebczuk & Kahan, *supra* note 26, at 38; Davidoff, *Supra* note 25, 55 Am. U. Rev. 1557, 1586-87 (2006); Steven J. Cleveland, *An Economic and Behavioral Analysis of Investment Bankers When Delivering Fairness Opinions*, 58 Ala. L. Rev. 299, 314 (2006); John S. Rubenstein, Note, *Merger & Acquisition Fairness Opinions: A Critical Look at Judicial Extensions of Liability to Investment Banks*, 93 Geo. L.J. 1723, 1727 (2005).
- 186) Bratton & Watcher, *supra* note 180, at 18.
- 187) *Id.*
- 188) *Id.* at 18-19.
- 189) See, Jeffrey E. Ross et al., *Del Monte:Staple Remover?*, 12 Debevoise & Plimpton Private Equity Rep.1, 17 (2011).
- 190) Christopher Foulds, *My Banker's Conflicted and I Couldn't Be Happier: The Curious Durability of Staple Financing*, 34 Del. J. Corp. L. 519, 528 (2009).
- 191) Bratton & Watcher, *supra* note 180, at 7.
- 192) *Id.* at 32.
- 193) *Id.* at 42-43.
- 194) *Id.* at 8.
- 195) *Id.*
- 196) *Id.* at 46.
- 197) *Id.* at 54.
- 198) Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen & CO., 483 N.E.2d 110, 119 (N.Y.1985).
- 199) *Supra* note 180, at 71. See also, John C. Coffee, Jr., *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting* 27 (Columbia Law Sch. Ctr. For Law & Econ. Studies, Working Paper No.191, 2001).
- 200) Bratton & Watcher, *supra* note 180, at 71.
- 201) *Id.* at 72.
- 202) *Id.* at 82.
- 203) *Id.* at 78-82.
- 204) Eric S. Klinger-Wilensky & Nathan P. Emeritz, *Financial Advisor Engagement Letters: Post RURAL/METRO Thoughts and Observations*, 71 Bus. Law. 53, 54 (2015); Tuch, *supra* note 181.
- 205) Tuch *Id.* at 215-221. See RESTATEMENT (THIRD) OF THE LAW GOVERNING LAWYERS § 122 (2000).
- 206) Tuch, *Id.* at 221.
- 207) *Id.* at 222.
- 208) Bratton & Watcher, *supra* note 180 at 54, 61.
- 209) See, Deborah A. DeMott, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of*

- Loyalty and Their Consequences*, 48 ARIZ. L. Rev. 925, 926 (2006).
- 210) Tuch, *supra* note 181, at 225.
- 211) *Id.* at 225.
- 212) Leo E. Strine, Jr. & J. Travis Laster, *The Siren Song of Unlimited Contractual Freedom*, in RESEARCH HANDBOOK ON PARTNERSHIP, LLCs AND ALTERNATIVE FORMS OF BUSINESS ORGANIZATIONS (Robert W. Hillman & Mark J. Lowenstein, eds., 2015).
- 213) Tuch, *supra* note 181, at 225.
- 214) Tuch, *supra* note 181 at 225.
- 215) Daniel Markovits, *Sharing Ex Ante an Sharing Ex Post: The Non-Contractual Basis of Fiduciary Relations*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 209 (Andrew S. Gold & Paul B. Miller eds., 2014).
- 216) Tuch, *supra* note 181 at 226-227; *See Id.* at 213-215.
- 217) Tuch, *Id.* at 227-228.

[付 記] 本稿は JSPS 科学研究費助成事業基盤 (C) (課題番号: 19K01382) および 2019 年度公益財団法人全国銀行学術研究振興財団の研究助成の成果の一部である。