

米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の検討

永江 亘

内容

1. はじめに	1
2. フェアネス・オピニオンの意義	2
(1) フェアネス・オピニオンの意義に関する米国判例の態度	2
(2) フェアネス・オピニオンの意義に関する米国学界の理解	3
3. フェアネス・オピニオンに内在する問題	5
(1) 発行者の自由裁量	6
(2) 発行者と株主との利益相反構造	8
4. 問題の顕在化の抑止措置とその理論	10
(1) 発行者の責任の意義と不法行為に基づいた責任追及理論の前提	10
(2) 会計士の責任理論と投資銀行の責任の理論的關係性	10
5. 結びに代えて	14

1. はじめに

平成17年に会社法が制定され、いわゆる組織再編対価の柔軟化（会社法749条1項2号・会社法753条1項6号・8号など）及び略式組織再編行為の導入（会社法796条1項）により株主の強制的な締出しが可能になった。これにより非上場化を伴う取引が可能になったことから、従来以上に株主への公正な交付対価の保障が問題となる。公正な交付対価の保障という観点からは、株式買取請求権による適切な救済と当該取引における価格形成過程の公正性の実現が要請される。前者につき近時多くの判例が示されているが、時として多額の費用を要するため株主には大きな負担となる場合もあるなど、裁判所による価格保障の在り方についての議論は未だ発展途上段階にあるといえる。

他方後者については、公開買付制度や会社法の組織再編行為といった買取制度に関する議論³、取締役の義務に関する議論⁴を通じた公正性の確保が志向されている。これらの議論は株式買取請求権と異なり、制度・義務の構築を通じた不正取引に対する事前抑止が重要であることを示している。

ところで、とりわけ取締役の義務による事前抑止についての判例が多く存在する米国では、会社支配権の変動を伴う取引において、投資銀行を中心とした財務・金融の専門家が公正性に関する意見書（本稿では、以下「フェアネス・オピニオン」という）を発行することが多い。フェアネス・オピニオンの発行者は、当該取引の価格が「当該取引が最も利益的であるかではなく、情報を有している者であれば利益的事であると判断し、取引を行うであろう範囲内」⁵にあるかについて、財務・金融の専門的知見から意見を提供する。近時の企業買収の増加に伴う判例の発展を受けて、わが国でもフェアネス・オピニオンの利用を想定した法制（金商法27条の3第2項及び発行者以外の者による株券等の公開買付の開示に関する内閣府令13条1項8号など）も現れつつあり、実務上も利用するケース

が見られるとされるが、理論的検討は未だ萌芽段階にあるように思われる。⁶

そこで、本稿では企業買収の中でもとりわけ非上場化取引を巡る以上のような問題意識を持ちながら、米国の議論を中心にフェアネス・オピニオンの意義及び問題点に関する検討を行いたい。

2. フェアネス・オピニオンの意義

(1) フェアネス・オピニオンの意義に関する米国判例の態度

米国においては比較的早期よりフェアネス・オピニオンが商習慣上利用されていたとされるが、その重要性が認知されるに至った契機となったのが Van Gorkon 事件である。⁸ 即ち、同事件でアラウエア州最高裁が企業買収における取締役の義務に関連して、「我々は、十分に情報を有した経営判断を支持するために外部の評価結果が必要であることを示してはいない。また、独立した投資銀行によるフェアネス・オピニオンが、法の問題として要求されているとも述べていない。しばしば、事業の状況に精通した内部者は、関連情報を収集することに関して、外部者よりもより良い地位に立っている。そして、適切な状況下では、このような取締役らは彼らの経営陣の評価報告につき、誠実に信頼を置いたことに対して完全に保護され得るのである」と示したことにより、フェアネス・オピニオンの取得が信認義務責任回避の一手段になりうると理解されたのである。⁹ このような理解は、その後の判例で他の法領域が Van Gorkon 事件の趣旨を踏襲し、徐々にフェアネス・オピニオンを信認義務責任の回避のための要素として考慮する姿勢を示すことよって、一般に浸透しているとされる。¹¹ もっともこれらの判例は、フェアネス・オピニオンの取得をあくまで任意としているものの、フェアネス・オピニオンが取得された事例における裁判所の姿勢には、依頼者と発行者の利益関係に注意を払うことなく、信認義務責任の回避効果を与えているとして「フェアネス・オピニオンに Golden Ticket の効果を与えるもの」との批判も加えられている。¹²

(2) フェアネス・オピニオンの意義に関する米国学界の理解

米国の学界及び実務界において、フェアネス・オピニオンの意義を認める論者からは、その機能として、取締役の信認義務責任の回避効果の他に、①とりわけ利益相反取引の公正性の増加¹⁴、②機会主義的な経営陣の裁量を制限しエージェンシーコストを軽減¹⁵、③株主の当該取引に係る判断のための個別の情報取得費用の軽減¹⁶が挙げられている。他方フェアネス・オピニオンの意義を否定する論者は、市場価格こそが正確な価値指標であるところ、敢えて外部の専門家に検討をさせる必要はなく、信認義務責任の回避効果を認める裁判所の判断は、司法からの課金であり不要なコストであると主張する¹⁷。このような否定論者の見解につき、Davidoff (2006) は、市場の価格形成機能への信頼には限界があると批判し、MBOのように市場の価格形成機能へ疑念が生じるような閉鎖的な取引に関して、フェアネス・オピニオンの意義は先鋭化すると主張する¹⁸。もともと、肯定論者の代表である Bebchuk & Kahan (1989) が示すように、信認義務責任の回避効果を直ちに与えるべきではないという批判はいずれの立場の論者からも支持されている¹⁹。

このように、米国におけるフェアネス・オピニオンの意義に関する議論は、取締役の義務との関係で発展してきている。これは興味深いことに、近時わが国の判例においてフェアネス・オピニオンが株式価格決定の文脈で登場することは異なっている²⁰。そして、取締役の義務との関係を前提として、フェアネス・オピニオンの利用が有益な局面は、市場の価格形成機能の健全性によって変化するのであるから、取引態様によってフェアネス・オピニオンの意義は変化するはずである。従って、以上の議論からは、取締役の義務に限らず、裁判所がフェアネス・オピニオンに比重を置く際には、当該事案の事実関係の下での市場価格の健全性、および当該フェアネス・オピニオンの健全性に関する検討が比較的になさればならないことが示唆される。

3. フェアネス・オピニオンに内在する問題

2. で検討したように、米国の学界及び実務界では、フェアネス・オピニオンの機能的意義を評価しながら、信義義務責任の回避効果を直ちに与えることに批判的な立場をとる論者が多い。そのような論者の代表者であり、フェアネス・オピニオンに関する議論の先駆けでもある *Bechuk & Kahan* (1989) は、その根拠をフェアネス・オピニオン発行者の自由裁量と、フェアネス・オピニオンを巡る利害関係者の構造的利益相反に求める。²¹ これらは、相互に関連して「意図的に関係者に都合の良い意見書が作成される」リスクを生じさせるのであり、これこそが信義義務責任の回避効果を与えることへの問題意識であると理解できる。そこで、以下ではこれら点について若干の検討を加える。

(1) 発行者の自由裁量

Bechuk & Kahan (1989) は、まずフェアネス・オピニオン発行者は書面作成に係り、公正性の定義の選択において自由裁量を有すると指摘する。²² 即ち、公正な価格という概念には、①いわゆる「なかりせば」価格、²³ ②オークション手続などを経て得られる最高価格（いわゆる「HRV」: *Highest Reasonably Available Value*）、²⁴ ③独立当事者間交渉を経て決定された価格が含まれるが、これらの概念は当然異なったものであることから、フェアネス・オピニオンの発行者がいかなる概念の下で当該取引を「公正」であると認定するかによって、当該意見の信頼性は変化するというのである。そして、*Bechuk & Kahan* (1989) はこのような問題を防ぐために、裁判所が取引態様に応じてフェアネス・オピニオン発行者が用いるべき公正性を定義づけするように主張する。²⁶ このような主張に対して、フェアネス・オピニオンの意義に否定的な論者である *Eison* (1992) は、公正性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いう点で同調しつつも、いかなる者も何が公正であるかという問題について一般的に妥

当な結論は出しえないと主張する。²⁷

また Bechuk & Kahan (1989) は、フェアネス・オピニオン発行者は意見の基礎をなす企業価値の算定において、その算定手法の選択及び数値の選択につき広範な自由裁量を有すると指摘する。個別の企業価値評価手法に関する議論は、本稿の範囲を超えるためここでは深く言及しないこととするが、例えば Bechuk & Kahan (1989) が指摘するような、DCF法に用いる数値の選択に主観的な余地が介入する点はしばしば議論がなされるところでもあり、わが国においてもDCF法の使用については一致しながらも、入力数値の相違から算定結果が異なる事例はしばしば見られる。²⁸そして、このような点については Elson (1992) から否定論者からの反論は見られない。²⁹

Bechuk & Kahan (1989) は、このような評価手法及び数値の選択の自由裁量につき、裁判所が独自のガイドラインを広く一般に示すと共に、発行者が採用した公正の概念及び公正と考える価格の範囲を開示することによって対応するべきであると主張する。しかし、上記に述べた Elson (1992) に代表される否定論者の立場からは、公正の概念は確定できないものであるとの主張がなれているところであり、Bechuk & Kahan (1989) の提案する解決法は否定論者の理論と衝突することとなる。このような理論的衝突の背景には、フェアネス・オピニオンの意義への理解だけに留まるものではなく、終局的には両者が公正性ないしは公正価格について事例の蓄積及び理論的發展によって確定することに対する態度の違いが基礎として存在していると言えよう。即ち、肯定論者は公正性ないしは公正価格という概念が社会の進展の中で確定しうる、ないしはより明確になるという理論的基礎を有していることから、事例の蓄積に多くの期待を置くのに対して、否定論者はその理論的基礎として、社会の進展によるこれらの概念の確定に悲観的な立場をとっており、市場の価格形成機能へ多くの期待を寄せるのである。そして、このような基本的立場の違いが企業価値評価に対する態度、および問題解決手法の提案の在り方を決定していると理解できる。

いずれにせよ、公正性の定義と評価手法及び数値の選択に係る自由裁量の問題は、相互に関連性をもってフェアネス・オピニオン発行者に広範な自由裁量を与えるといえる。そしてこのような自由裁量は、いわば「一部の関係者に都合の良い意見書が作成されるリスク」を生じせしめる要素であると位置づけられ、以下で検討する利益相反構造によって「意図的な」要素が創生されるリスクと結合することで、フェアネス・オピニオンの健全性を損なう可能性を生ずる要素であるといえる。

(2) 発行者と株主との利益相反構造

フェアネス・オピニオン発行者と受領者の間の利益相反構造について、*Bebhuk & Kahan (1989)* は大要次のように指摘する。フェアネス・オピニオンを巡る関係者は、依頼者としての取締役ないしは当該取引のために設立される特別委員会、情報提供者としてのフェアネス・オピニオン発行者、当該情報取得からの受益者としての株主といった関係に立つところ、依頼者・提供者間には報酬構造が存在するが、受益者・提供者間にはインセンティブが存在しないため、提供者は受益者よりも依頼者の利益を図るよう行動する傾向にあるというのである。そして、このような構造を検討することなくフェアネス・オピニオンに比重を置く裁判所を批判するのである。

まず *Bebhuk & Kahan (1989)* は、報酬構造の特殊性を指摘する。即ち、米国では投資銀行がフェアネス・オピニオンの主たる発行主体であるところ、当該投資銀行はフェアネス・オピニオン単体から報酬を得ることは殆どなく、取引全体のアレンジメントを行い、その一部としてフェアネス・オピニオンを提供するというのである。³⁰ また、企業買収におけるこれらのサービスは、成功報酬で支払われることが一般的であり、投資銀行は取引の成功についてインセンティブを有している点をとりわけ問題視する。³¹

一方このような問題意識について、実務家からは、成功報酬が取引額によって設定されるならば、投資銀行は価格最大化へのインセンティブを株主と共有するとの反論がなされている。³² しかし、*Bebhuk & Kahan (1989)* は、

とりわけ支配権取引の文脈では、投資銀行は単体の取引利益以上に取引後の関係性を重視して行動する傾向があるため、このような反論は適切ではないと主張する。³³このような問題意識には否定論者も同調するところであり、米国の学界における理解には概ね異論がないものと思われる。

興味深いことに、Bechuk & Kahan (1989) はこのような問題を解決する方法として、いわばセカンド・フェアネス・オピニオンともいえる第二投資銀行の利用を提案する。³⁴提案の趣旨は、第二投資銀行の利用が普及すれば、セカンド・オピニオン提供を専業とする提供者が出現することから、コスト問題や利益相反関係が制限されるというものである。コスト増加と自由裁量問題及び利益相反構造が解消されるわけではないので効果が限定的であるとの指摘がなされている。³⁵両者の認識違いは、提案に対するコスト問題及び利益相反構造解消への期待度の問題であろうが、未だ市場が確立しておらず、ファースト・オピニオンをフィナンシャル・アドバイザーが高額で提供しているとされるわが国の実務に鑑みて、セカンド・オピニオン・マーケットの育成という提案は示唆的であるように思われる。

このように、フェアネス・オピニオンの取得に際しては当然報酬が発生するため、利益相反構造の完全な解消は難しいと言わざるを得ない。そして、利益相反構造は(一)で検討した自由裁量を「意図的に」行使することを動機付ける可能性を生じさせるため、フェアネス・オピニオンの健全性を損ねる可能性のある要素であると位置づけることができる。

以上のような検討から考察すれば、フェアネス・オピニオンの意義と問題点の議論は相互に関連しているといえる。即ち、Eison (1992) を代表とする否定論者の立場からは、内在的問題点を論拠として意義を否定するという理論展開がなされる。他方で、Bechuk & Kahan (1989) を代表とする肯定論者の立場からは、問題解決のための議論が介在しながら、意義と問題とを関連付ける理論展開がなされる。従って、フェアネス・オピニオンの健全性

について理論的に検討する上での核心的な問題とは、ここで検討したような問題点を克服することができるか、ないしは Davidoff (2006) が示唆したように、市場の価格形成機能への信頼によって生じる株主への不利益と、内在的問題点の解決手法の実効性又はコストパフォーマンスの妥当性についての検証の上で、フェアネス・オピニオンに与えられる評価の比較衡量にあると思われる。

この点、内在的問題点への解決提案は非常に示唆的である。即ち、解決提案においては、裁判所の積極的な役割が期待され、同時に情報の開示の充実がその要素として含まれているのである。そこで以下では、内在的問題の顕在化を抑制するための発行者の責任に関する判例とその理論について検討を行う。

4・問題の顕在化の抑制措置とその理論

(1) 発行者の責任の意義と不法行為に基づいた責任追及理論の前提

3. で検討した問題が顕在化することを抑制する観点からは、裁判所が問題解決のガイドラインを明示すること、他、不適切な発行者に損害回復責任を負わせることが有効である。なぜなら、否定論者に指摘されるように一般的なガイドラインの策定は非常に困難なためである。これに対して発行者への責任が拡大すれば、不適切なフェアネス・オピニオンの提供には一定の圧力が加わるため、一定の抑止力が働く可能性がある。

米国におけるフェアネス・オピニオン発行者への責任とは、すなわち投資銀行の責任である。フェアネス・オピニオンに係る投資銀行への責任追及判例としては、1934年証券取引所法の授權に基づくSEC規則10b-5に基づく責任追及及び不法行為に基づく責任追及がなされたものがある。前者について責任が肯定的に扱われた事例は見当たらない。この原因は、同規則の下では表示者のScienter(欺罔の故意)を原告が立証しなければならず、フェアネス・オピニオンの文脈では投資銀行のScienterの立証が困難であることにあるとされる。³⁷ 紙面の関係から

この部分に関する検討は本稿では行わないが、今後近年の理論的変遷を検討した上で再評価がなされる必要がある。

(2) 会計士の責任理論と投資銀行の理論的關係性

他方、不法行為理論によって投資銀行の責任を追及する理論的基礎は、会計士の責任の文脈から派生的に生成された。即ち、会計士の責任に関するリーディングケースである *Ultramares* 事件判決で示された³⁸、厳格な「当事者關係理論 (*Privity*)」に始まり、会計士が責任を負うべき状況の範囲が拡大されていった理論的展開が投資銀行の責任へと応用されていったのである。以下、若干の検討を行うこととする。

Ultramares 事件判決では、契約的当事者關係が存在しなければ、会計士の過失について当該情報受領者は責任追及を行い得ないとの判断が示された。ところが、同事件を担当した *Cardozo* 判事は、同事件に先立ち、豆の元卸業者が依頼した計量人の過失につき、当該商品の数量に関する当該計量人の発行した証明書を信頼して商品を購入した小売業者に対する責任を認める判決を下していた³⁹。そこで両事件で示された判決の理論について、専門家責任という文脈から整合性が保たれていないとの疑問が投げかけられていた。そして、*Ultramares* 事件から60年以上後の事件である *Credit Alliance* 事件判決⁴⁰において、両判決の理論的整合性の検証が行われたのである。同事件では、両判決の結論の差を「当事者關係類似理論 (*Approaching Privity*)」によって説明ができるとされた。即ち、①当該証明書が第三者に対して直接交付されたこと、②当該証明書の交付は、当該事業取引において重要な地位を占めていること、③当該証明書が当該第三者の事業取引に重要な関連性を有していることによって、直接の当事者關係に立たずとも責任を肯定しようと示したのである。学界における議論では、*Ultramares* 事件判決が厳格な当事者關係を要求し、*Credit Alliance* 事件判決が類似關係にも当事者性を認めることによって責任の範囲を拡大したという理解が一般的である⁴¹。*Ultramares* 事件判決で厳格な理論構成が採用された背景について、*Elson* (1992) は、1930年

代という時代背景の下、会計士の役割に対する社会の期待が第三者に対する責任を肯定するまでに成熟していなかったと指摘し、⁴² 同事件判決に一定の理解を示すものの、この理論の現代的な意義については批判的な理解が一般的であると思われる。しかしながら、同事件で Cardozo 判事が示した専門家への不確定な責任を課すことへの憂慮は、その後の判例の責任拡大の制約原理として受け継がれた。

これに対して、Credit Alliance 事件判決で示された当事者関係類似理論は、その後の会計士責任拡大の理論的基礎として肯定的に理解される。即ち、その後の理論展開は、いかなる関係の下で当事者関係が肯定されるかといった基準について発展したのである。この点、Rusch Factors 事件判決⁴³では第二次不法行為リステイトメント552条 (Restatement (Second) of Tort, §552) の基準が用いられることが示され、この基準はその後投資銀行の責任議論にも大きな影響を与えた。当事者として認定される範囲につき、リステイトメントでは情報提供時に実際に予見した (Actually Foreseen) 者であると考えられていたが、同事件判決は同基準の採用にあたり、Ultramares 事件判決の理論への批判を展開し、Credit Alliance 事件判決と問題意識を共有しながら、他方で上記に示した Cardozo 判事の憂慮に配慮した基準であるとの認識を示した。その後、H. Rosenblum 事件判決では、責任範囲をさらに拡大し、合理的に予見可能であった (Reasonably Foreseeable) 者にまで当事者類似の関係が認められた。

このような会計士の責任に係る判例理論の展開は、①当該会計士が、どこまでの範囲の者に対して情報を提供する意図を有していたか、②当該情報が受領者の取引に対してどの程度重要な地位に立つか、ないしは立つことが社会的に期待されているかという要素への評価によって基準レベルが異なっていると理解できる。

そしてこのような会計士の責任に関する理論は、その後投資銀行の責任にも応用された。即ち、Wells 事件判決⁴⁴は Credit Alliance 事件判決を引用し、投資銀行と株主との間に当事者類似の関係が成立しうることを示し、Dowling 事件判決⁴⁵においては、リステイトメントの現実の予見基準を採用することが示されたのである。従って、理論的検

討からは、会計士・第三者間の関係と投資銀行・株主間の関係は、専門家とその知見に基づいた情報の受領者の関係として、パラレルな地位に立つと一般的に理解できるようにも思われる。

しかし、フェアネス・オピニオンの発行に係る投資銀行の株主に対する責任が、会計士の責任理論から派生して展開されることに対して、否定的な論者からは以下のように批判的な指摘がなされる。即ち、Elson (1992)・Carney (1992) は、会計士の提供するサービスは過去の事実に関する証明であり、株主にとっては投資判断の基礎となる情報を提供しているという性質から客観性が求められると指摘する。これに対し、投資銀行によるフェアネス・オピニオンの発行は、将来の予測を含んだ、あくまでも「意見」としての位置付けであり、主観の介入を前提としたものであるので、両者を同様の理論の下で理解することは誤りであると指摘するのである。⁴⁶

そして、このような会計士の責任と投資銀行の責任の理論的関連性に関連して注目すべき判決がSchneider事件判決⁴⁷である。同事件は、投資銀行の助言が株主に対して直接提供されず、投資銀行は専ら対象会社の特別委員会が行うオークション手続及び価格等に関する助言を当該特別委員会にのみ提供することに限定していたという事実関係の下で、株主が投資銀行の不適切な助言によって損害を被ったとして損害の賠償を求めた事例である。

同事件判決の中で、裁判所は特別委員会の性質について株主のエージェントであると構成し、従ってエージェントのエージェントの地位に立つ投資銀行の責任は、訴訟上追及しうることを示した。本判決はその効果につき、投資銀行が負うべき責任の範囲を劇的に拡大した事例として位置づけられているが、その理論構成は従来の独立当事者間の不法行為理論とは異なり、代理理論を用いて判断している。このような理論構成に対しては、①取締役と株主の関係は信託関係という独特の關係性に基づいて、広範な裁量を取締役に認めると理解されることを前提として、取締役会の派生的組織である特別委員会に対して代理理論が用いられる根拠が示されておらず、②代理理論の採用によって、投資銀行の負うべき責任範囲は劇的に拡大すると考えられるが、他方でCardozo判示が憂慮した

専門家責任の制限が、いかなる原理によつて考慮されるかが明確ではないといった批判がなされている。⁵⁰

しかし、非常に興味深いことに、否定論者の立場に立つ Elson (1992) は、同事件判決の理論構成について批判を加えながら、他方で本件の株主が投資銀行の提供した情報を受領していない事実関係の下で投資銀行に責任を負わせる判断を下した裁判所の姿勢を検討に値すると評価しているのである。⁵¹ 即ち、Schneider 事件判決は、理論構成について多くの批判を受けながらも、会計士の責任とパラレルに理解する理論構成によっては救済されない当事者関係の下での保護利益の存在を示唆し、驚くことに反対論者である Elson (1992) がこのような裁判所の姿勢を肯定的に評価したのである。

このように、投資銀行の責任理論は会計士の責任理論を基礎として、会計士の責任の範囲が拡大されることに追随するかのごとく拡大の道を歩み、Schneider 事件判決に示されたような、より責任を拡大する判例も見られるところであり、会計士の責任理論の射程とは異なつた領域での保護が要請される場面も示唆されている。このことは、米国において投資銀行が負うべきであるとしてされる責任の射程範囲に関する認識が、未だ確定していないことに起因するのであろうか。この点についての議論は、フェアネス・オピニオンを巡る多様な関係性の中での判例についての検討を通じてなされるべきであり、判例の蓄積が望まれる。

いずれにせよ、米国の判例は投資銀行の責任範囲を拡大してきたといえる。このことは、会計士と同様にフェアネス・オピニオンの意義に対する社会的期待の高まりを反映している側面もあろうが、2 (1) で触れたように米国の判例が、フェアネス・オピニオンの意義を肯定的にとらえていることに鑑みれば、ある種必然的であると言えよう。そして責任範囲の拡大は、確実にフェアネス・オピニオンの内在的問題を抑制する効果をもたらすが、このような責任理論の拡張的な展開にあつても、筆者の見る限り企業買収の局面でフェアネス・オピニオンの取得は減少するどころか増加しているように見受けられる。その意味で、現在のところフェアネス・オピニオンの意義を積

極的に見出す立場を採る論者の主張の通り、責任理論の拡大によってフェアネス・オピニオンに内在する問題点はある程度抑止できることが期待され、裁判所はある程度優先すべき要素であるとの立場をとっていると理解できるように思われる。

5. 結びに代えて

本稿では、フェアネス・オピニオンの意義、問題点、そしてその抑止措置についての検討を行ってきた。そしてこれらの理論的關係性は、意義と問題点についてある種反比例する関係として理解されるが、これとは別に市場の価格形成機能への信頼に対する評価という背景が加えられることで抑止措置の意義に対する態度が決定され、肯定論者は責任論及び情報開示論を用いた問題点の克服を志向する。そして、判例理論の検討を通じ、米国におけるフェアネス・オピニオンの利用等の現状を加味して上で、現在のところ肯定論者の主張するような抑止措置は一定の役割を果たしているとの結論を得た。この点、紙面の関係上十分な検討を行うことができなかったが、比較的近年、米国では米国金融取引業規制機構（FINRA）が新たに開示規則を制定した。⁵² 当該規制は、報酬体系を含む会社関係者と投資銀行の利害関係、フェアネス・オピニオンの発行に係る社内手続き及び担当者の人選基準、依頼者から提供された情報を当該投資銀行が独自調査の上で再評価したかなど、利益相反構造及び自由裁量に配慮した開示を要求している。⁵³ 当該規則に対してはDavidoff（2006）が不十分な規則であると批判しながらも、従来開示を要求してきたSEC規則の開示レベルに比べれば格段の進歩が認められると評価し、⁵⁴ 更なる開示のガイドラインの指針について示している。⁵⁵ これらの議論は、SEC規則13e-3の開示との比較検討を行わなければならない、今後の課題となるであろう。

しかし、これまで検討した米国の議論全体から考察すれば、市場の価格形成機能への信頼の限界から、フェアネ

ス・オピニオンの意義を MBO や友好的買収といった、価格形成過程が閉鎖的な非上場化取引に積極的に見出しつつ、問題点の顕在化を抑制するためには、フェアネス・オピニオン発行者の責任論と情報開示という制度論の両者によるアプローチが有効であるとの示唆が得られるのではなからうか。そして、これらの点につき、未だ十分になされていないわが国の議論は、フェアネス・オピニオンの積極的意義に関するものが大半であり、責任論に関する議論は限られている状況にある。また、開示制度論としてはいまだ不透明な点も指摘される。最後に本稿で挙げた問題意識について理論的分析から得た示唆を、わが国の法制度の議論へと結びつけることが今後の問題意識であることを示して、結びに代えさせていただきたい。

- 1 もともと、産業再生活力再生法の下では一定要件下では、「特定金銭等」の交付によって会社法制定以前にも非上場化取引を行う余地があった。
- 2 カネボウ株式買取価格決定申立事件地裁決定東京地決平成20年3月14日では、当事者の主張価格と裁判所の決定価格乖離率によって費用負担が決定された。
- 3 買収規制の制度的検討及び提言について、近時のものとして志谷匡史「買収規制のあり方」商事法務1907号(2010年)5頁。
- 4 Going-Private 取引における取締役の義務についての米国の調査につき、加藤貴仁・田中亘「欧米におけるM&Aの制度的概況―現地調査報告―」41頁。インターネットより入手可能、http://www.est.go.jp/mef/honkokoku/1008_3.pdf (最終アクセス:2011年1月10日)
- 5 *Coffee, New York's New Doctrine of Constructive Priority*, N.Y.L.J., Jan 25, 1990, at 6 n. 1, col. 6.
- 6 内田光俊・武田絵美「フェアネス・オピニオンをめぐる問題」商事法務1901号(2010年)14頁以下参照。
- 7 Michael B. Rizik, Jr. & Matthew M. Wirgan, *Fairness Opinions: No Longer A Laughing Matter*, 25 T.M. Cooley L. Rev. 233, 237(2008).
- 8 Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985). 邦語文献として、たぐは、神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」商事法務1164号36-39頁。
- 9 *Id.* at 876.
- 10 *Wacht v. Continental Hosts, Ltd.*, 1986 WL 4492(Del.Ch. Apr. 1986); *Cottle v. Storer Communications, Inc.*, 849 F.2d 570 (11th Cir. 1988); *Kreiger v. Gast*, 179 F. Supp. 2d 762 (W.D. Mich. 2001); *Kossett v. Cloisia, No. Civ. A.188-N, 2006 WL 2337593* (Del. Ch. Aug. 3, 2006).

11 Rizik & Wrigau, *supra* note 7, at 243-244.

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

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

14 See M. Lipson & E. Steinberger, *I Takeovers and Freezeouts* §8.02(1), at 8-9.

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

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

17 William J. Carney, *Fairness Opinions: How Fair Are They And Why We Should Do Nothing About It*, 70 Wash.U.L.Q.523, 537 (1992); Charles M. Elson, *Fairness Opinions: Are They Fair or Should We Care?*, 53 Ohio St. L.J. 951, 995-1003 (1992)

18 Davidoff, *supra* note 12, at 1611-1615.

19 See, Michael W. Martin, *Fairness Opinions and Negligent Misrepresentation: Defining Investment Bankers' Duty to Third-Party Shareholders*, 60 Fordham L. Rev. 133, 138(1991); Carney, *supra* note 17, at 525-526; Charles M. Elson, *supra* note 17, at 956-959; Davidoff, *supra* note 12, at 1563-1569; Blake Rottbacher, John Mark Zebekiewicz, *Fair Summary: Delaware's Framework For Disclosing Fairness Opinions*, 63 Bus. Law. 881, 882-883 (2008); Rizik & Wrigau, *supra* note 7, at 237.

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

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

21 See Bebchuk & Kahan, *supra* note 13, at 30-37.

22 See *Id.*, at 30.

- 23 See *eg.*, Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165, 165-167 (1988).
- 24 See *eg.*, Bechuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028, 1038-1041 (1982).
- 25 See *eg.*, Bechuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 J. LEGAL STUD. 197, 197-198 (1988).
- 26 See Bechuk & Kahan, *supra* note 13, at 46.
- 27 Elison, *supra* note 17, at 959-960.
- 28 例えは、ニカサ株式売買価格決定申立事件、広島地決平成21年4月22日では双方ともにDCF法の使用を主張したが、双方の入力数値が異なり算定結果も異なることとなったところ、買取側の数値が採用された。しかし、同決定で裁判所が割引率について過去の統計をより長期に亘って検討して得た数値の方が正確であると示した点には疑問が残る。
- 29 See Elison, *supra* note 17, at 963.
- 30 See Bechuk & Kahan, *supra* note 13, at 37-40.
- 31 *Id.*
- 32 Fleischer, A 'Fairness Letter' is Just an Opinion, N.Y. Times, June 8, 1986, §3, at 2.
- 33 See Bechuk & Kahan, *supra* note 13, at 40.
- 34 *Id.* at 49-51.
- 35 See Davidoff, *supra* note 12, at 1608, 1622.
- 36 内田光俊・武田裕美「フェアネス・オピニオンをめぐる問題」商事法務1901号(2010年)14頁。水野信次・西本強「ボーイング・ブライズナー(非上場化)のサバイブ」(商事法務)2010年199頁。
- 37 See *eg.*, Woods v. Barnett Bank, 765 F.2d 1004(11th Cir.1985).
- 38 Ultramares Corp. v. Touche, 174 N.E. 441, 255 N.Y. 170 (1931).
- 39 Glanzer v. Shepard, 233 N.Y. 236, 135 N.E. 275(1922).
- 40 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).
- 41 See Elison, *supra* note 17, at 977-980; See also, Martin, *supra* note 19, at 153.
- 42 Elison, *Id.* at 977.
- 43 Rusch Factors, Inc., v. Levin, 284 F.Supp. 85(D.R.I.1968).
- 44 Wells v. Shearson Lehman/American Express, Inc., 127 A.D.2d 200, 514 N.Y.S.2d 1 (N.Y.App.Div.1987).

- 45 Dowling v. Narragansett Capital Corp., 735 F.Supp. 1105(D.R.I.1990).
- 46 See Elson, *supra* note 17, at 977-978; Carney, *supra* note 17, at 525-532.
- 47 Schneider v. Lazard Freres & Co., 552 N.Y.S.2d 571 (N.Y.App.Div.1990).
- 48 Barbara Franklin, *On Shaky Ground: Survival of Shareholders' Claim in R/R Sale is Unsettling*, N.Y.L.J. Oct.1989, at 5; Herbert M. Wachell et al., *Investment Bank Liability to Shareholders in the Sale-of-Control Context*, N.Y.L.J. Mar.29, 1990, at 4.
- 49 John C. Coffee, Jr., *New York's New Doctrine of 'Constructive Privty'*, N.Y.L.J., Jan 25, 1990, at 5.
- 50 *Id.* at 5-6; Franklin, *supra* note 48, at 5.
- 51 See Elson, *supra* note 17, at 992.
- 52 Regulatory Notice 07-54, SEC Approves New NASD rule 2290 Regarding Fairness Opinions; Effective Date: December 8, 2007 (Nov. 2007).
「インターネット」
ネット44の日本語訳・http://www.fina.org/Industry/Regulation/Notice/2007P037446 (最終アクセス2007年1月10日)
- 53 See, *Id.* FINRA Rule 2290(a) and (b).
- 54 See Davidoff, *supra* note 12, at 1595-98.
- 55 See, *Id.* at 1619-1623.
- 56 例えば、高橋美加「専門家の助言の民法上の責任について」小塚莊一郎・高橋美加編『落合誠一先生還暦記念』商大法への提言(「商事法務」2004年)523頁、森下哲朗「M&A取引における投資銀行の責任」黒沼悦郎・藤田友敏編『江頭憲治郎先生還暦記念』企業法の理論(下巻)(「商事法務」2007年)131頁。
- 57 発行者以外の者による株券等の公開買付の開示に関する内閣府令2号様式によれば、「公開買付者が対象者の役員、対象者の役員の依頼に基づき当該公開買付を行うものであって対象者の役員と利益を共通にする者又は対象者を子会社とする会社その他の法人である場合」フェアネス・オビニオンの開示が要求されるが(2号様式記載上の注意)(g)、その範囲はMBO取引を指すと説明されるものの、明確でないとの指摘がある。石田眞得「平成18年公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令(1)」「証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討(2)』別冊商事法務320号(2008年)84頁以下。

※本稿は「第52回みずほ学術振興財団懸賞論文」2等入選論文を加筆・修正したものであり、公益信託山田学術研究奨励基金研究奨励金研究の成果論文の一部である。