

M&Aにおけるフィナンシャル・ アドバイザーのデュー・デリジェンス上の 義務についての考察

— セル・サイドのベンダー・デュー・デリジェンスに焦点を当てて —

中 塚 晴 雄

はじめに

1. M&Aの「アドバイザー業務契約」における法的性質と経済的性質
2. セル・サイドのフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス
3. フィナンシャル・アドバイザーのベンダー・デュー・デリジェンス上の義務

おわりに

は じ め に

本論文¹⁾は、M&A（企業の買収・合併）における、主に金融機関が担当するフィナンシャル・アドバイザー（Financial Adviser）が実務上締結する「ア

1) 本稿は、あいおい法律事務所（兵庫県神戸市）所属の藤原精吾弁護士、白子正人弁護士の両先生にはM&Aの実務と法律上の観点から有益なアドバイスを、および2010年6月6日日本証券学会春季大会（於：明治大学）の拙報告「M&AのDDにおける投資銀行のFA上の義務と過失について—主にセル・サイドの観点から—」のコメントーターを任せられた文京学院大学西村正勝証券経済会員（以下学会名略）からは有益なコメントを、またフロアの各学会会員から有益な質疑応答を、賜りました。並びに先立つ2010年3月証券経済学会九州部会においては司会者を務められた平岡賢司会員、フロアの学会会員から有益な質疑応答を賜りました。各先生および各学会会員には記して感謝の念を表明いたします。もとより本稿の責任は筆者のみに存在することはいうまでもありません。

ドバイザリー業務契約」について、経済的性質と法的性質を検討するものである。そのうえで、さらに、従来買い手側からの検討のみに終始されていた観のあるフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス上の義務について、売り手側のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス上の義務について考察するものである。

1 M&Aの「アドバイザー業務契約」における法的性質と経済的性質

a. フィナンシャル・アドバイザー

フィナンシャル・アドバイザー（Financial Advisor）とは、法律上の定義を伴う概念というよりも、むしろ金融実務上の概念であり、厳密な定義が、英米法上に存在するのではない²⁾。したがって、通常の私法上の解釈と同様に、実務上、M&Aの買い手と売り手との間で締結された「アドバイザー業務契約書」の内容から、フィナンシャル・アドバイザーの法的性質について、内容を確定していかざるをえないと考えられる。

フィナンシャル・アドバイザーは、一般に、投資顧問業あるいは投資アドバイザーと認識される場合がある。つまり、次のような場合が想定されている。すなわち、

「財務に関する助言を与える専門家。相談料に加えて、助言を実行するための商品を勧めて（コミッション：手数料）を取る場合と、相談料を受け取り、商品を販売したり、販売手数料を受け取ったりする場合がある。財務全般を扱うアドバイザーと、投資を扱うアドバイザー、保険を扱うアドバイザー、相続を扱うアドバイザー、税金などの専門分野に特化するアドバイザーがある。」³⁾

2) 英米法の著名な *Black's Law Dictionary* にもかかる用語の定義は存在しない。

しかし、この場合の投資顧問業とか投資アドバイザーは、本稿が検討するM&Aでのフィナンシャル・アドバイザーではない。これは、金融実務上のリテール（対顧客取引）であるので、プライベートバンキングと言われる顧客に対する預金・投資のアドバイス業務を指すものである。特に、M&Aの売買各当事者とフィナンシャル・アドバイザー間で締結される、「アドバイザリー業務契約書」には、必ず企業価値の算定とある。これは、明らかに、M&Aのフィナンシャル・アドバイザーがリテール（対顧客取引の投資アドバイス）ではなく、ホールセール（対企業取引）のM&Aについてのフィナンシャル・アドバイザーであると考えられる根拠である。つまり、フィナンシャル・アドバイザーとなった金融機関は、決して、バイサイド（買い手側）やセラーサイド（売り手側）の金融資産に対する投資顧問や投資アドバイザーではない。フィナンシャル・アドバイザーの金融機関は、M&Aの買い手と売り手の当事者のために、M&Aを有利に進め、経済的にも法律的にも損害を防止する、買い手と売り手のフィナンシャル・アドバイザー（by-side & sell-side financial advisor）なのである。

b. 「アドバイザー業務契約」はわが国の民法上の「委任契約」

したがって、通常実務上交わされる「アドバイザリー業務契約書」の内容に照らしてみると、フィナンシャル・アドバイザーの法的性質は、わが国の民法によれば、債権各論に相当する「委任契約」と考えられる。なぜなら、「委任契約」は、「当事者の一方（委任者）が他方（受任者）に対して、事務の処理を委託し、他方がこれを承諾することによって成立する諾成・不要式の契約である。」³⁾からである。M&Aの場合、当事者である企業の売り手は

3) ジョン・タランズ、ジョーダン・エリオット・グッドマン『バロンズ金融用語辞典』（監訳 西村信勝、井上直樹、田中志ほり）、日経BP社、2009年。

4) 金子宏、新堂幸司、平井宜雄、編集代表『法律学小辞典 第4版』有斐閣、2004年、「委任」の項目を参照。

「委任者」であり、他方、アドバイスを依頼された金融機関は委任契約上の「受任者」である。すなわち、企業の売手の委任者が、アドバイスを委託された金融機関の受任者に対して、事務の処理、つまり企業の買収・合併の処理を委託している。他方、金融機関がこれ（企業の買収・合併の処理）を承諾している。したがって、双方当事者が「事務処理」を委託・受託することによって成立している双務諾成・不要式の委任契約（この場合は任意形式の「アドバイザリー業務契約書」）と考えられる。

「アドバイザリー業務契約」が民法上の「委任契約」と解される結果、企業の売手の委託を受けた受任者の金融機関の受任者は、委任の本旨にしたがい、「受任者の義務」すなわち、「善良なる管理者の注意」（民法644条、以下同じ）をもって、委任事務、つまり M&A 業務を処理する義務を負うものである⁵⁾。すなわち、フィナンシャル・アドバイザーの金融機関である受任者は、委任契約上の「善良なる管理者の注意」（善管注意義務）をもって、委任の本旨、つまり企業の売手である委任者のためにしたがって、委任事務、すなわち M&A（企業の買収・合併）を処理しなければならない。この売手のフィナンシャル・アドバイザーに課せられた「善良なる管理者の注意義務」を伴う、委任事務の処理、すなわち企業の買収・合併の処理は、受任者として自ら委任事務を処理しなければならないし、また、報告の義務や受取物の引渡しや権利移転の義務を、その委任契約である M&A の内容として負っている⁶⁾。

したがって、フィナンシャルアドバイザー（受任者）の選定は、フィナンシャル・アドバイザーが「善良なる管理者の注意義務」（善管注意義務）をもって、M&A の実務そのものを、単独ですべて遂行することから、金融実務上、その選定は極めて重要である⁷⁾。

5) 同上同項目。

6) 同上同項目。

しかも、M&Aのフィナンシャル・アドバイザーは、通常の「委任契約」の「善良なる管理者の注意義務」（善管注意義務）より、そのM&Aという専門性の強い業務によって、その義務の内容が規定されるものと考えられる。なぜなら、M&Aのフィナンシャル・アドバイザーは、銀行業においては通常の預金や貸付業務を行う伝統的な銀行業ではなく、かつ、証券業においてもアンダーライティングやセリングあるいはブローケージやディーリングといった通常の証券業務ではない、M&Aという、特殊な金融業務である投資銀行業務（いわゆるインベストメントバンク業務）を専門的に扱うからである。

2 セル・サイドのフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス

a. 「委任事務」と「善良なる管理者の注意義務」の内容

前節で見たような、フィナンシャル・アドバイザーの金融機関が、企業の売り手のM&Aに関わる委任事務を受けて、「アドバイザー業務契約書」に基づき、フィナンシャル・アドバイザーのM&Aに関わる金融実務上の委任事務処理、つまり「企業価値」（契約書第一条第一項）の企業価値の算出を行うことは、売買対象企業の事業価値を把握するとともに、リスクや不明な点を洗い出しを行うことである。これは、金融実務上では、デュー・デリジェンス（Due Diligence）と言われる。デュー・デリジェンスは、民法上の委任契約における委任事務処理に包括されうる内容であり、その事務処理には、受任者の「善良なる管理者の注意義務」が当てはまることとなる。

企業の売り手は、委任事務処理であるデュー・デリジェンスの結果についての報告をフィナンシャル・アドバイザーの金融機関から受けて、最終的に、

7) 「DD（デュー・デリジェンス、筆者注）の種類を問はず、DDを委託する際に、最も重要なのがアドバイザーの専門的知識と経験である。…アドバイザーの選定を誤るとDDは失敗に終わってしまうため（傍点意見書筆者強調）、専門性の見極めは極めて重要である。」産業再生機構 [2006] p.71

M&Aにおける自社の売却の有無について、自ら経営判断を行うことになる。

したがって、買い手と売り手のフィナンシャル・アドバイザーは、売買対象企業の経営者が自社の買収と売却について合理的な意思決定ができるように、十分なデュー・デリジェンスを行わなければならない、売却対象の自社企業について十分な情報、例えば当該業界・製品の知識・情報、事業価値の価格算定、企業価値の価格算定、M&Aのスキームや法令順守、等について、売買対象企業の買い手経営者と売り手経営者に各々報告する義務がある⁸⁾。これは、民法上の委任契約における委任者に対する受任者の報告義務（民法645条、以下同じ。）に相当するからである。

b. セルーサイド（売り手）のフィナンシャル・アドバイザーをどのように考えるのか

M&Aのデュー・デリジェンスについて、企業の買い手側のフィナンシャル・アドバイザーだけが言い、これをバイーサイド・フィナンシャル・アドバイザー（buy-side financial advisor）と呼ぶが、企業のセルーサイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーは、デュー・デリジェンスを行わないとの見解が考えられなくもない。しかし、これは明確な誤りである。当然のことながら、企業の売り手のフィナンシャル・アドバイザーは、M&Aについて売却対象の企業についてデュー・デリジェンスを実施し、M&Aの買収プロセスの主導権を握り、企業の売り手側に立って売却利益の最大化を図らなければならない。

デュー・デリジェンスは、そもそもM&Aに固有の概念ではない。また、M&Aの買い手に限定された固有の概念でもない。すなわち、デュー・デリジェンスは、投資銀行（インベストメント・バンク）が、そもそも伝統的に

8) Rossenbaum and Pearl [2009] p.251, p.257

存在すると認められる19世紀頃から、証券市場の株式や経営支配する他企業の株式や倒産を避けるために債務構造を再構築することについて「適切な価格の情報」（price-relevant information）を顧客にアドバイスすることを内容としているからである⁹⁾。

また、デュー・デリジェンスの明確な概念は、投資銀行の証券のアンダーライティング（証券引受）に伴う企業審査を発展させて、1933年米国証券取引法（グラス・スティーガル法）のなかに取り入れられたからとも考えられる¹⁰⁾。だから、デュー・デリジェンスは、投資銀行の基本業務であり、証券の引受から、M&Aそしてターンアラウンド（企業の再生）までに伴う、情報の収集、価格の算定、本人への報告ならびに意思決定と考えられる¹¹⁾。したがって、投資銀行の基本的包括的な価格算定業務全般がデュー・デリジェンスであり、企業の買い手のフィナンシャル・アドバイザーのみにデュー・デリジェンスがあるというのは誤りであり、M&Aのセラーサイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーが、売買対象企業のデュー・デリジェンスを行うことは、当然の基本業務と考えられるのである¹²⁾。

c. セラーサイド（売り手側）のデュー・デリジェンスの必要性

多くの経営者にとっては、M&A（企業の買収・合併）は、本業における日常的な取引とは異なり、非日常的取引である。したがって、経営者は、M&Aについて外部の金融機関である専門家から意見を求め、M&Aについての、経営者の経営判断、すなわち対象企業の売却・買収の決定、事業価値・企業価値の価格算定、適切な買収スキームと法令順守等が、十分な情報

9) Morrison, Alan D. and Wilhelm, William J. [2007] p.21

10) 1933年米国証券取引法第11条（デュー・デリジェンス条項）、中塚 [1999] p.232

11) Bing [2008] preface, and p.1

12) Rossenbaum and Pearl [2009] Chapter 8, “Sales Process” では、一章を割いて、売り手のアドバイザーの役割と業務について詳細に説明されている。pp.251-282

に基づいた合理的な意思決定になるよう努める義務がある。

一般論としては、専門家である金融機関の助言は、通常、買い手企業に必要なになる。なぜなら、買い手企業は、必ずしも対象企業の中身について十分な知識や情報を有してはいるからである。また、場合によっては、買い手企業にとってはより知識や情報を有していない新規参入領域の企業を買収することもあるからである。したがって、買い手企業は、慎重な検討が必要であり、金融機関である外部専門家のフィナンシャル・アドバイザーの助言が必要となる。

他方、売買対象企業の経営していた売り手企業の場合、当然、経営者は自らの企業を売却するのだから、売買対象企業の業務や内容や業界について知識や情報を十二分に知り尽くしている。しかし、M&Aにかかる企業買収のスキームや手続き、および、自社の事業価値や企業価値については、売買対象企業の経営内容を知り尽くした売り手経営者といえども専門外のケースが十二分に予想される。すなわち、売り手の経営者は、M&Aにかかる多くが不案内であるがために、第三者の目を通す必要があり、外部の金融機関の専門家であるフィナンシャル・アドバイザーのアドバイス（助言）が必要となるのである。それが、企業の売り手にフィナンシャル・アドバイザーが必要とされる経済的な理由である。

売買対象の企業のセラーサイド（売り手側）に立つ外部専門家のフィナンシャル・アドバイザーの主要業務は、デュー・デリジェンスとなる。なぜなら、M&Aは企業の買収・合併であるから、企業の資産査定、つまりデュー・デリジェンスがアドバイス（助言）の基礎的な業務となるからである。企業の売り手側のフィナンシャル・アドバイザーが行うデュー・デリジェンスを、一般に金融実務上、ベンダー・デュー・デリジェンス（vendor due diligence）と呼ぶ¹³⁾。

3 フィナンシャル・アドバイザーのベンダー・デュー・デリジェンス上の義務

a. ベンダー・デュー・デリジェンスの趣旨

セル・サイド（売り手）のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンスは、売り手側の立場に立って、自らの事業や企業に関するデュー・デリジェンスを実施することである。その趣旨は、売却対象企業のデュー・デリジェンスを第三者的に行うことにより、想定される売却価格を適切に算定するとともに、売却にあたっての障害となる事項を抽出し、あらかじめそうした問題点を整理・解決する。あるいは、売却スキームの工夫をすることで、そうした障害を排除し、常に M&A 交渉において、主導的なポジションを維持し、売り手側本人にとって、障害なく、スムーズで「價格的」にも満足させることを目的としている¹³⁾。

こうした趣旨から、ベンダー・デュー・デリジェンスにおいては、対象企業の経営者の既存の利害関係人よりも、むしろ「第三者の目」が重視される。対象企業の経営者の既存の利害関係人では、売却対象企業の企業価値を、「よいこと」も「悪いこと」もバイアスを排して、限定された時間内に、包括的網羅的に抽出する必要がある。内部的な既存の利害関係者では、バイアスがかかる可能性があるからである。したがって、買い手を募集するために、売り手側企業は、外部の専門家である M&A のアドバイザー業務や仲介業務を専門に扱うインベストメント・バンク業務（投資銀行業務）を有する大証券会社やメガバンクを起用する場合が多い。

13) 買い手側のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンスは、一般に金融実務上、バイヤー・デュー・デリジェンスと呼ぶ(バイヤー DD とも表記する)。

14) Rossenbaum and Pearl [2009] では、売り手のフィナンシャル・アドバイザー (sell-side adviser) の主要な役割を売却対象企業の価格の最大化にあると指摘している。
p.251

売買対象企業の売り手経営者は、自ら保有する企業を売却する目的のため、大証券会社やメガバンクを外部専門家としてフィナンシャル・アドバイザーに任ずる委任契約を行い、売り手側本人経営者のために、適切なるベンダー・デュー・デリジェンスを行うことにしたのである。このことは、金融実務上、売り手側の「アドバイザー業務契約書」に、通常「企業価値」の算定とあることから、委任契約上明らかである。しかも、支店の通常業務ではなく、外部専門家の大証券会社やメガバンクがM&Aのアドバイザー業務や仲介業務を専門に扱ういわゆる「M&A 専門の部署」が業務を遂行することからも、明らかであるといわざるを得ない。この売却対象企業の企業価値の算定を売り手の側から最大化を計ることが、売り手のフィナンシャル・アドバイザーのベンダー・デュー・デリジェンスの役割なのである¹⁵⁾。

売り手側のフィナンシャル・アドバイザーの金融機関は、証券会社やメガバンクとして、全国あるいは世界中に、広い情報網を有しているため、買い手候補の発掘・調査を効率的に行うことが可能である。また、売り手側のフィナンシャル・アドバイザーは、わが国の証券会社やメガバンクの場合、その内部にいわゆる「M&A 専門」の部署を設けており、M&Aの専門的知識やノウハウや具体的案件の蓄積を有している。そのことから、M&Aの業務遂行力に関する信頼感は、その顧客にとって絶大なものであると推察される。

また、売り手側のフィナンシャル・アドバイザーは企業を売却する経営者の側にとって、買い手側のフィナンシャル・アドバイザーとの交渉に立ち、M&Aのスケジュールや売却（買収）スキームの策定という点でも重要な役割を果たす。さらに、売り手側のフィナンシャル・アドバイザーは、外部金融機関の専門家の立場から、M&Aの直接かつ既存の利害関係者ではないため、売買対象企業の買い手側の経営者にとっても、売り手側経営者と等しい

15) Rossenbaum and Pearl [2009] p.251

立場で、同じ金融機関の交渉相手として、つまり金融の専門家同士としての売却対象企業の価格算定や買い手の入札等の手続きを公正かつ適切に行うであろうという信頼感がある。

b. ベンダー・デュー・デリジェンスにミスがあるときはどのような場合か
セラーサイド（売り手側）の企業経営者が、外部金融機関のフィナンシャル・アドバイザーを選任した場合、民法上の委任契約である「アドバイザー業務契約」を締結して、その基本業務である「企業価値」（契約書第一条第一項）の算定であるベンダー・デュー・デリジェンスを実施した場合を考えてみよう。この金融機関がフィナンシャル・アドバイザーとして成功裏にその業務を全うしたかどうかは、すなわちフィナンシャル・アドバイザーの業務を適切に終了したか、あるいは何らかのミスがあつて売り手側企業の経営者に経済的損害あるいは非経済的損害を与えたか、を判定するのは非常に困難であるが、次の事柄が存在すれば、売り手側のフィナンシャル・アドバイザーのベンダー・デュー・デリジェンスのどこかに瑕疵があり、フィナンシャル・アドバイザーの業務にミスがあつたと推察される。すなわち、

「ベンダー・デュー・デリジェンスを実施し、売買戦略を立てて、M&Aに臨んだにもかかわらず、（買い手側の実施する）バイヤー・デュー・デリジェンスの結果として、（売り手側の）予測しなかった項目が問題点として挙がるようであれば【傍点は意見書筆者強調】、そのベンダー・デュー・デリジェンスは失敗であり、どこかに瑕疵があつたと考えられるであろう。」¹⁶⁾

16) 株式会社 KPMGFAS 編 [2006] p.37

c. あらためてデュー・デリジェンスとは何か

そもそも、デュー・デリジェンス (Due Diligence : DD) とは「Due」(正当な)「Diligence」(相当な注意) という意味であり、金融実務上の事前の資産精査というかたちで行われる。しかし、デュー・デリジェンスには、画一的形式的な一様のかたちや方法があるわけではなく、本件のような M&A や資産売買取引および証券引受などの対象物に対して、取引当事者が特定の意図をもって、特定の深度で行う事前の資産精査である。その特定さは、当事者による興味や目的、すなわち M&A に対する買収企業の買い手の真剣度、に伴って「正当かつ相当な注意」はさまざまなかたちや方法をとっている。つまり、デュー・デリジェンスは、「ある特定の者が、その関心のある事項について、その特定の目的を満たさすような調査行為をいう。」¹⁷⁾したがって、デュー・デリジェンスには、「特定の顧客ニーズに対する私的調査といえるもので、法律的な実施要綱や品質規範はない。」¹⁸⁾のである。

わが国でデュー・デリジェンスは特定のかたちや形式のない私的調査であるとされているとしても、その淵源である英米法上のデュー・デリジェンスでは法律的根拠のない完全な私的調査とは言い難い。その証左として、英米法の権威とされる *Black's Law Dictionary* で沿革をひもとくと次のように、デュー・デリジェンスは定義されている。すなわち、

「A prospective buyer's or broker's investigation and analysis of a target company, a piece of property or a newly issued securities.」(有望な買い手またはブローカー【筆者注：投資銀行 (M&A に携わる金融機関) 以下同じ】)¹⁹⁾によ

17) よく DD と混同される会計監査との違いは「企業が作成し、公開しようとする「財務諸表」が一般に公正妥当と認められるか否かを調査する。」(杉田 [2005] p.486) 点にあり、「手続きや品質基準が法律や業界規律において明確に定められている。」(同上同項)。

18) *Black's Law Dictionary* p.486

19) *Black's Law Dictionary* p.488

る、対象会社、不動産の一部、あるいは新規証券発行会社の調査と分析：筆者訳)

「A failure to exercise due diligence may sometimes result in liability, as when a broker recommends a security without first investigating in adequacy.」
(デュー・デリジェンスの実行が失敗に帰した場合、しばしば法律上の責任(義務、負担)の結果を生じさせることになる。ブローカーが最初に適切な調査を実施せずに、証券を推奨した場合などである。：筆者訳)²⁰⁾

このように、デュー・デリジェンスは、フィナンシャル・アドバイザーやブローカーが、対象企業や新規発行証券を調査分析するものである。しかし、デュー・デリジェンスは、英米法上、適切な最初の調査なしに、ブローカーになる投資銀行（インベストメント・バンク：米国の大証券会社と大商業銀行の大手証券子会社）が証券を推奨した場合、1933年米国証券取引法第11条のデュー・デリジェンス条項により、しばしば損害の責任を取らされる点は、注意しなければならない。

したがって、デュー・デリジェンスは、損害賠償責任を負わない単なる金融実務上の事前の資産精査ではなく、コモン・ローに淵源を持ち、米国1933年証券取引法に条文明記された「損賠賠償責任」²¹⁾を伴う英米実体法上の強制法的色彩の濃い概念なのである。いったん、このデュー・デリジェンスは、米国1933年証券取引法上の新規証券発行のアンダーライティング（証券の発行引受）に利用されるようになると、その後、投資銀行（インベストメント・バンク：米国の大証券会社と大商業銀行の大手証券子会社）の様々な領

20) 同上同ページ。

21) 証券発行者に債務不履行が生じた場合、DDを怠った投資銀行（証券会社）は、発生した損失について民事責任を負担する。中塚 [2000] p.232, 黒沼 [1999] p.38, Lovett [1992] p.312 (邦訳, pp.272-273)

域で、利用されるようになり、特に、M&Aの事前の資産調査に利用される概念となったのである²²⁾。

d. 米国の資産デュー・デリジェンスの精査項目について

わが国のデュー・デリジェンスに法律で手順や基準が決められてないとしても、米国においてはデュー・デリジェンスに標準的な資産の精査事項、すなわち売買対象企業について調査すべき標準的な項目が多数確立している。そのなかで、もっとも企業の成長を換算したとしても企業価値の基礎は、第一に不動産建物のバランス・シート上の評価額の算定が争点になるのであるから、次の図表1で、米国の資産デュー・デリジェンスの標準的な精査確認項目を掲げ確認しなければならない。

図表1 米国の標準的なデュー・デリジェンスの精査事項

- ①用いられている減価償却法と特別償却法は、何をうっているのか。減価償却法と特別償却法は、過去5年間にわたって継続的に適用されてきたのか。減価償却法と特別償却法は、同じ帳簿と税目的であるか。帳簿価格と課税価格とが異なる資産を確認しなさい。
- ②各資産の種類ごとに、どのようにして、減価償却した帳簿価格を見積もられる市場価格と比較していますか。個々の主要な資産に、帳簿価格と市場価格との間に相当な乖離があるかどうか、確認しなさい（傍点部意見書筆者強調、以下同じ）。建物のリース保有が、いかなる市場価格をもつのか。
- ③過去五年間の財務報告書で、評価増し、または償却のどちらかが行われてきた資産を確認しなさい。もしそのような資産があれば、その理由を確定しなさい。
- ④公式または非公式の資産鑑定をしてきましたか。もしそうなら、その結果の写しまたは要約を手に入れなさい。
- ⑤事業に大きな実質的な影響を与えることなしに売ることができ、本質的な市場価値を有する資産を確認しなさい。
- ⑥事業で用いる資産で本質的な市場価値を有するが、適切な投資リターンを生み出すに、かつ販売可能な資産を確認しなさい。

出所：Bing [2008] pp.156-157

22) Gole and Hilger [2009] p.8

わが国のデュー・デリジェンスは、最近時に、M&Aについて米国流の金融手法を、本邦金融機関（大証券会社、メガバンク、ファンドなど）が取り入れたものだから、米国のデュー・デリジェンスの精査項目は、基本的に、わが国の金融実務に継受されるべきである。その米国の標準的なデュー・デリジェンスの精査事項をもとに、わが国の法制度の実情、例えば、不動産は土地と建物が一体ではなく、土地と建物が分離している等に合わせて、米国のデュー・デリジェンスの沿革と趣旨に基づいた範囲で、わが国のデュー・デリジェンスの精査項目はここまで行われるべきであるという範囲、すなわちフィナンシャル・アドバイザーに課せられたデュー・デリジェンスの義務の範囲が確定されるのである。つまりわが国民法上のフィナンシャル・アドバイザーに関する委任契約の受任者の「善良なる管理者の注意義務」の範囲が確立されることが考えられる。

米国の資産デュー・デリジェンスの標準的精査事項（図表1）に、わが国のデュー・デリジェンスの沿革と継受の観点から注目してみると、本件に関係が深い点として、第二項の「[…「帳簿価格と市場価格との間に相当の乖離」があるかどうか」確認しなさい。第三項の「…もしそのような資産があれば、その理由を確定しなさい。」第四項の「公式または非公式に資産鑑定をしてみましたか」が、セルーサイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス上の「善良なる管理者の注意義務」の範囲についての理解となると考えられる。

e. フィナンシャル・アドバイザーのベンダー・デュー・デリジェンス上の義務

この点について、わが国の不動産法制の特徴に照らせば、不動産が土地と建物が分離して取り扱われるので、わが国のデュー・デリジェンスは、米国とは異なり、土地と建物をそれぞれ別個に、不動産でデュー・デリジェンス

を行うべきである。それ以外に、資産デュー・デリジェンスの標準的な精査項目の実施について、わが国と米国との間に違いを認めるべき内容は認められない。たとえば、どのような企業価値の算定方法を採用しようとも資産査定項目の基礎である不動産（土地と建物）のデュー・デリジェンスについて、①「帳簿価格と市場価格との乖離について確認」（米国の資産デュー・デリジェンスの標準精査事項第二事項）し、②「…もしそのような資産があれば、その理由を確認」（同第三事項）し、③「公式または非公式の資産鑑定をしてきたか」（同第四項）を確認することが、わが国でも、売り手のフィナンシャル・アドバイザーが、売却対象企業の資産について、事務的精査しなければならない事項である。つまり、それが、わが国の売り手のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンス上の義務ということになる。なぜなら、米国のデュー・デリジェンスの手法をわが国のM&Aにおける企業価値算定の方法として継受したからである。

したがって、そのデュー・デリジェンス上の3つの義務的な確認事項は、わが国の民法に照らせば、不動産の価格算定が争点となる場合には、委任契約（民法643条）のフィナンシャル・アドバイザーとしての受任者における「善良なる管理者の注意義務」（民法644条）の内容になることになると考えざるをえない。

おわりに

M&A（企業の買収・合併）における「アドバイザー業務契約書」は、わが国の民法上の「委任契約」（民法643条）に相当する。したがって、フィナンシャル・アドバイザーの行う業務は、M&Aにおける売買対象企業の企業価値であるデュー・デリジェンスは、民法上の「委託契約」に内包される。つまり、フィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンスは、委任契約上の「善良なる管理者の注意義務」（民法644条）と「報告義務」（民法645条）をもって遂行されることになる。通常、フィナンシャル・アドバイザーは、

M&Aにおいて売買対象企業のバイ・サイド（買い手側）のために行うものと考えられているが、当然のことながらセル・サイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーも必然的に存在しうるのである。

このセル・サイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーのデュー・デリジェンスをベンダー・デュー・デリジェンスと呼ぶが、それは売買対象企業の売り手経営者のために働くものである。したがって、その内容は、バイ・サイド（買い手側）のデュー・デリジェンスとは自ずと内容が異なる。このベンダー・デュー・デリジェンスの目的は、企業経営者にとって、企業売却の利益を最大化することにある。つまり、バイ・サイド側（買い手側）がいわばできるだけ安く企業を買収しようとするのに対して、他方、セル・サイド側（売り手側）は可能な限り高く売ろうとする。このベンダー・デュー・デリジェンスは、その目的にしたがって、企業価値の精査をすべきものである。かつ、フィナンシャル・アドバイザーは、法的に従うわが国の民法上の委任契約の「善管注意義務」と「報告義務」に沿って企業価値の精査を行うべきでもある。しかし、フィナンシャル・アドバイザーも、主に大証券会社やメガバンクが担当するが、無謬ではなく、売り手のベンダー・デュー・デリジェンスにおいて間違いを犯す場合もある。それは、米国の標準的な資産デュー・デリジェンスの条項に照らせば、ベンダー・デュー・デリジェンスに瑕疵が推定される場合は、「（売り手側の）予測しなかった項目が問題点としてあがるようである」場合である。「その予測しなかった項目」とは、「帳簿価格」と「市場価格」との間に相当の乖離がある場合である。かつ、「その理由」が明確でない場合である。これこそが、わが国のセル・サイド（売り手側）のフィナンシャル・アドバイザーによるベンダー・デュー・デリジェンスの中身である。すなわち、これこそが、M&Aのフィナンシャル・アドバイザーのセル・サイド（売り手側）の「善良なる管理者の注意義務：善管注意義務」（民644条）の具体的な内容と考えられるのである。

参考文献リスト

和 書

- 1) 株式会社 KPMGFAS 編 [2006] 『M&A による成長を実現する戦略的デュー・デリジェンスの実務』中央経済社
- 2) 黒沼悦郎 [1999] 『アメリカ証券取引法』弘文堂
- 3) 笹山幸嗣, 村岡香奈子 [2005] 『M&A ファイナンス』金融財政事情研究会
- 4) 同上 [2008] 『M&A ファイナンス 第二版』金融財政事情研究会
- 5) 産業再生機構編著 [2006] 『産業再生機構 事業再生の実践－第Ⅰ巻 デュー・デリジェンスと事業再生計画の立案－』商事法務研究会
- 6) 住宅新報社編著 [2009] 『平成 22 年度 不動産鑑定六法』住宅新報社
- 7) 杉田利雄編著, 清水洋, 向山裕純監修 [2005] 『ターンアラウンド・マネジメントの基礎と事業再生にむけて』九天社
- 8) 中塚晴雄 [2000] 「投資銀行の引受審査－1920 年代前半の NY 外債市場のデュー・デリジェンス」『福岡大学商学論叢』45 巻第 2 号
- 9) 西村総合法律事務所 [2003] 『M&A 法大全』商事法務研究会
- 10) 西村信勝 [2005] 『外資系投資銀行の現場 (改訂版)』日経 BP 社

洋 書

- 1) Bing, Gordon [2008] *Due Diligence : planning, questions, issues* Praeger
- 2) Bryan A. Garner Edition in Chief [1999] *Black's law Dictionary eighth edition*, Thomson West.
- 3) Gole, William J. and Hilger, Paul J. [2009] *Due Diligence : an m&a value creation approach* John Wiley & Sons. Inc.
- 4) Lovett William A. [1992] *Banking and Financial Institutions Law* West Publishing Co. (ロベット, W.A. 『アメリカ金融機関法』(松尾直彦, 山西雅一郎, 訳) 木鐸社, 1994 年)
- 5) Morrison, Alan D. and Wilhelm, William J. [2007] *Investment Banking : institution, politics, and law* Oxford University Press
- 6) Ostale, Dall A. [2005] *The Law of Mergers and Acquisition*, third edition, Thomson & West.
- 7) Rossenbaum, Joshyua and Pearl, Joshyua [2009] *Investment Banking : valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*, Wiley & Sons Inc.
- 8) Schlueter, Thorsten [2001] *Banks as Financial Adviser : a comparative study of english and german law* Kluwer Law International