

# 博士論文

論文題目：少数株主の締め出し規制に関する日米比較  
—日本法への提言

氏 名：宗 小春

# 少数株主の締め出し規制に関する日米比較

## ——日本法への提言

### 目次

第1章 序論.....	1
1.研究の背景及び目的.....	1
2.本稿の検討の順序.....	3
第2章 少数株主の締め出し規制（日本）～親子会社間交付金合併を中心に～ .....	4
1.少数株主締出手段としての交付金合併に関する諸議論 .....	4
2.少数株主締め出し（交付金合併制度の濫用）に対する会社法上の救済諸規制.....	6
(1) 株式買取請求権制度 .....	6
(2) 合併後の損害賠償請求 .....	14
(3) 総会決議の効力を争う方法 .....	15
(4) 事前的差止請求 .....	20
(5) まとめ .....	21
第3章 少数株主の締め出し規制（米デラウェア州）～親子会社間締出合併を対象に ～ .....	23
1.親子会社間の合併において考えられる問題点 .....	23
(1) 伝統的な株主総会決議による保護策の不足 .....	23
(2) 過去のデラウェア州判例法上の対応における問題点 .....	24
2.親子会社間締出合併における少数株主救済に関する諸規制 .....	25
(1) 制定法上の株式買取請求権制度 .....	25
(2) 判例法上の損害賠償請求権制度 .....	46
(3) 事後的株式買取請求権制度と損害賠償請求権制度に関する整理 .....	66
(4) 衡平法上の差止請求権制度 .....	67
(5) まとめ .....	80
第4章 少数株主の締め出し規制に関する日米比較及び会社法への提言 .....	86

1.株式買取請求権制度 .....	86
(1) 現行法上の株式買取請求権制度における問題点及びその改善策 .....	86
(A) 「公正な価格」の算定について .....	87
(B) 株式買取請求権制度活用の問題及びその改善策 .....	91
(2) 株式買取請求権制度によっては解消できない問題点 .....	93
2.株式買取請求権の補完的又は代替的制度 .....	93
(1) 米デラウェア州法上の対応 .....	93
(2) 会社法上において考えられる補完的又は代替的制度 .....	94
(A) 総会決議の無効・取消し .....	94
(B) 完全な事後的救済制度である損害賠償請求権制度 .....	95
(3) 完全な事後的損害賠償請求権制度 .....	96
(A) 対象会社取締役を対象とする損害賠償請求 .....	96
(B) 支配株主を対象とする損害賠償請求 .....	104
(4) 損害賠償請求権制度の実効性に関する検討 .....	105
3.事後的規制における問題点 .....	107
(1) 事後的救済の不十分性 .....	107
(2) 事後的救済制度における情報開示問題 .....	107
(3) 事後的規制における問題の解決について .....	107
4.事前的規制 .....	108
(1) 事前的情報開示規制 .....	108
(2) 事前的情報開示規制の代替策 .....	113
第5章 終わりに .....	121
1.本稿の結論 .....	121
2.残された課題 .....	122
3.最後に .....	122

## 第1章 序論

### 1. 研究の背景及び目的

会社法の制定により規制が緩和されたところ、資本多数決によって株主の地位や権利内容に変更を加えることができる場面が増えた<sup>1</sup>。その最も端的場面は少数株主の締め出しである<sup>2</sup>。締め出しを行う動機として、公開に伴う管理コスト等の回避、敵対的買収からの防衛（例えば going-private）、経営効率の改善などが挙げられているが、その場合、少数株主のどの利益をどういう法的保護を与えるべきかに関して、検討は必ずしも十分とはいえない中、支配・従属関係にある会社における締め出しや MBO 取引においては、構造上の利益相反関係が存在することで、少数株主が不当に締め出される可能性が高くて、保護の必要性が高いと思われる<sup>3</sup>。

現行会社法の下では、合併対価の柔軟化により交付金合併や三角合併が認められ、これにより、消滅会社の株主を引き続かず締め出す（スクイズアウト）ことができるほか、略式合併も新設され、その法定手続を踏むことにより、被支配会社の総会決議を要せず、交付金合併<sup>4</sup>を行って、被支配会社の少数株主を締め出すこともできるようになったのに加え、株式交換・移転制度や全部取得条項付種類株式制度なども締め出し手法として利用可能となった。また税制上の理由等から、全部取得条項付種類株式の取得を利用することが通例といわれているが、略式再編のように株主総会決議を省略し得る制度が設けられておらず、常に株主総会決議を要することから、締め出しに必要な時間の短縮等の観点から、更に株主総会決議不要型のキャッシュ・アウト手法としての新たな制度の創設が必要であると思われるが<sup>5</sup>、株主の保護に必要

<sup>1</sup> 森淳二朗『会社支配の効率性』と公正性確保』森淳二朗＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2006年）27頁、玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任——少数株主の締め出しを中心に」布井千博ほか編『（川村正幸先生退職記念論文集）会社法・金融法の新展開』（中央経済社、2009年）299頁。

<sup>2</sup> 玉井・前掲注1・299頁。

<sup>3</sup> 株主は会社への投資を強制されているわけではないし、支配株主のいる会社に投資しなければよいので、法による少数株主の保護は必要ないようにも思えるが、しかし、買収等によっていつ支配株主が出現するのか分からないし、少数派に転落したときに十分な保護が受けられないとすれば、会社への投資が抑制され、資本市場の発展を損なう可能性があることから、法による少数株主の保護は正当化されうると考えられる。玉井・前掲注1・300頁注3。

<sup>4</sup> なお交付金合併による締め出しについては主に三つのタイプがあると考えられる。第一のタイプの交付金合併による少数株主締め出しでは、買収会社は被買収会社の全株式又は一部の株式に対し公開買付けを行なって、後者の支配株主になった上で、被買収会社の少数株主に対して持株を引き換えに現金が与えられるということを条件とする合併を行なって少数株主を排除する（俗に「二段階合併」と呼ばれる）。第二のタイプの交付金合併による少数株主締め出しでは、買収会社は当初は公開買付等により被買収会社の支配株式を取得するだけにとどまり、後者の既存の少数株主を直ちに締め出すことは行わず、しばらくの間親子会社関係が存続していた後に、少数株主を締め出す。そして第三のタイプとしての締め出しでは、既存の二つの会社が真に結合することではなく、対象公開会社の支配株主は当該公開会社を私的に用いるという目的を達成するために別個の貝殻会社を設立して、両社を現金を対価とする合併を行なって少数株主を締め出す（「閉鎖会社化」の一形態である）。以上、Khutorsky, Note, Coming in from the Cold: Reforming Shareholder's Appraisal Rights in Freeze-out Transactions, 1997 Colum. Bus. L. Rev. 133, 134-6; 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」『八十年代商事法の諸相 鴻常夫先生還暦記念』（有斐閣、1985年）333-334頁など参照。

<sup>5</sup> 会社法制部会資料12（親子会社に関する規律に関する論点の検討（2）第3 キャッシュ・アウトに関

な最低限の要請に込えているにすぎない現行組織再編規制が多方面で参照されていることに問題があると指摘されている<sup>6</sup>中、法制審議会会社法制部会<sup>7</sup>による会社法制の見直しに関する要綱案（案）<sup>8</sup>において特別支配株主の株式等売渡請求制度の創設が提案としてまとめられた<sup>9</sup>。

合併等の組織再編であろうとその他の締出手法であろうと、締め出される少数株主の状況に変わりはないから、少数株主の締め出しにおける株主保護について、法形式にとらわれず、できるだけ統一的な対応がなされる必要があり<sup>10</sup>、合併における反対株主に与えられた救済策に関する考え方は基本的に他の手法による締め出しにも妥当すると考えられ<sup>11</sup>、逆の場合も同じと思われる<sup>12</sup>。

（締出）合併における少数株主の保護において、米デラウェア州では事前的差止めと事後的金銭救済（制定法上の株式買取請求制度及び判例法上の損害賠償請求制度）によって対応しているのに対し、日本法においては、確かに例えば合併の場面における、反対株主の保護に資すると思われる会社法上の株式買取請求権制度は、1950 年商法改正でアメリカ州会社法を参考にして導入され、そしてその後の 1981 年商法改正で従来の（利害関係株主による）議決権制限制度も全廃された。しかし少数株主の救済は株式買取請求制度や価格決定申立制度<sup>13</sup>に過度に委ねざるを得ない状況にあり<sup>14</sup>、救済が不十分であると思われる。すると、締出合併につき長い歴史を有する米デラウェア州法上の判例法理や議論の状況を明らかにすることから、日本法への提言を得ることが考えられる。

今まで米デラウェア州法を含めた米国州法や連邦法の諸規制に関する論文も数多く存在するが<sup>15</sup>、専ら締出合併を対象に米デラウェア州法上の事前及び

---

する論点）参照。

<sup>6</sup> 斎藤真紀「キャッシュ・アウト」ジュリスト 1439 号 56－57 頁（2012 年）。

<sup>7</sup> 以下「部会」と略称することがある。

<sup>8</sup> 以下「要綱案」と略称する。

<sup>9</sup> 要綱案第 2 部第 2 の 1。

<sup>10</sup> 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（中）——『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事法務 1876 号 4 頁（2009 年）。

<sup>11</sup> 米国では合併がよく利用されていると思うが、日本では、買収対象会社の資産の含み益に対する課税のリスクを軽減させるなどのため、全部取得条項付種類株式が多く利用されている（太田洋「我が国における MBO の実務と課題」井口武雄＝落合誠一監修『経営判断のケースブック』（商事法務、2008 年）73 頁以下、78 頁；加藤・前掲注 10・4 頁及び 13 頁注（10）参照）。

<sup>12</sup> 例えば公正な価格の決定に関する、全部取得条項付種類株式の場合におけるレックス・ホールディングス事件最高裁決定における田原補足意見の立場も基本的に合併等の組織再編を利用して少数株主の締め出しにも妥当する。加藤・前掲注 10・4－5 頁。

<sup>13</sup> 説明の便宜上、以下両制度を単に「株式買取請求制度」ということがある。

<sup>14</sup> 北川 徹「現金対価による少数株主の締め出し（キャッシュ・アウト）をめぐる諸問題」商事法務 1948 号 4 頁（2011 年）。

<sup>15</sup> 株主間の利害調整という視点からの、アメリカ法を含めた研究論文として、神田秀樹「資本多数と株主間の利害調整（4・5）」法学協会雑誌 98 巻 12 号 1609 頁（1981 年）、同 99 巻 2 号 223 頁（1982 年）がある。デラウェア州会社法を参考に少数株主に対する取締役と支配株主の義務を課して責任追及の方法等を論じたものとして、例えば玉井・前掲注 1・299 頁などがある。

事後的救済を詳細に論じるものが少ない<sup>16</sup>。そのため、筆者は、一時期、締出合併から少数株主の救済を制定法上の株式買取請求制度に絞ろうという動き又は意図があった米デラウェア州法に目を向け、締出しから少数株主の救済方策として利用されている制定法上の株式買取請求制度と判例法上の損害賠償請求制度及び差止請求制度に関わる判例の変遷を踏まえ、合併による締め出しからの少数株主救済を株式買取請求制度による場合の問題点を主軸に、諸制度の相互関係を明らかにするとともに、少数株主救済において果たす役割を究明して、現在、少数株主の救済を株式買取請求制度に過度に依拠している会社法への提言を試みるのに努める。

## 2. 本稿の検討の順序

本稿の検討の順序は以下のとおりである。まず今まで大いに議論されてきた交付金合併を対象に、それにより締め出される少数株主の救済に関する今までの諸議論を概述して締め出される少数株主の救済に関する現行会社法上の主たる規制を概観する（第2章）。続いて親子会社間合併における子会社少数株主の救済に関する米デラウェア州における主たる規制の変遷及び現状を考察し、制定法の救済制度と判例法上の救済制度との関係を究明してみる（第3章）。そして最後に締め出しからの少数株主救済に関する日・米デラウェア州法上の上述諸規制を比較して、今回の会社法制の見直しに関する諸議論等に触れながら、会社法への提言を試みる（第4章）。

---

<sup>16</sup> 米デラウェア州法上の事前と事後の救済制度に関する概説として、例えば北川・前掲注14・4頁がある。

## 第2章 少数株主の締め出し規制（日本）～親子会社間交付金合併を中心に～

### 1. 少数株主締め出手段としての交付金合併に関する諸議論<sup>17</sup>

(1) 会社の少数株主を締め出す伝統的な手段の一つとして交付金合併が考えられる。但し会社法制定前では、合併交付金は、合併比率の調整のためのものと消滅会社の最終事業年度の配当に代わるものに限られ、対価の全部を現金で支払うことは許されないとするのは通説であった<sup>18</sup>。

しかし交付金合併を行う経済的合理性もあって、例えば次のようなことが指摘されていた。例えば：①株主数が多い上場会社等の場合において（日本では、従来子会社上場を積極的に容認してきたと）、個々の株主との間で個別的な合意プロセスを経なければならない手法と比べ、交付金合併は取引費用が大きく削減され<sup>19</sup>、②支配株主が閉鎖会社で合併等の後も閉鎖性を維持するために少数株主を株主として迎え入れることをしたくない場合、交付金合併によるとそれが可能になる<sup>20</sup>などと思われる。

(2) 上述に対し、交付金合併に批判的な主張もあって、その主たる論拠として、以下の二つが挙げられていた<sup>21</sup>。

第一の論拠は、会社に対する持分の保持（事業機会の継続参加）は、株主固有の権利であり、多数派が勝手に奪うことは許されないという、いわば「原理原則論」的な批判である。この論拠に対しては、改正前商法の下でも、例えば多数派株主が新会社を設立して、従前の会社の事業を全部譲渡するといった形で、少数派株主を締め出すことは可能であったであって、上記の、反対派株主に対する救済策をいくら整備しようとしても、金銭を対価として反対派株主を排除することは許されないような、原理原則論は、会社法制定前でも貫徹されていなかったと指摘された。

第二の論拠はより政策的なものであって、すなわち改正前商法においては、反対派株主のための救済策が十分ではなく、とりわけ合併等による企業価値の増分（シナジー等<sup>22</sup>）に対する公正な分配を受ける権利が保障されていない

<sup>17</sup> この部分に関する諸議論は対価柔軟化一般に関するものであるが、論述の便宜上、本稿では単に交付金合併を対象に論述を展開することとし、そのため組織再編一般を「合併等」と略称することがある。

<sup>18</sup> 竹田省「現金の交付を伴ふ合併」『商法の理論と解釈』（有斐閣、1959年）228、249、269－270頁、上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編『新版注釈会社法（13）』（有斐閣、1990年）165－169頁〔今井宏〕、中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』（信山社、1999年）151－153頁など。

<sup>19</sup> 藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト1267号103、105頁（2004年）。少数株主の締め出しが制度として認められない場合、買収者が100%の株式を取得するためには、個々の株主から個別的に同意を得るしかなくて、集合行為問題など株主が多数であることから生じる問題はあるが、個々の株主の交渉力は比較的高く、自らが株式に付す主観的価値に相当する額の支払いを要求することもできるかもしれない（加藤・前掲注10・13頁注（18））。

<sup>20</sup> 江頭憲治郎「結合企業法の立法と解釈」（有斐閣、1995年）260頁、石綿学「会社法と組織再編」法律時報78巻5号59－60頁（2006年）。

<sup>21</sup> この部分については、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号77－79頁（2006年）参照。

<sup>22</sup> 2以上の会社が合併等により結合すると、両社に存した物的・人的経営資源が協働することにより結合後の企業価値は、結合前の各当事会社の企業価値の単純な合計以上に増加する可能性がある。このような企業価値の増分をシナジーというが、合併等による企業価値の増加の原因は、シナジーに限らず、たとえば交付金合併により少数派株主を締め出すことで、上場に伴う開示等の費用が節減されることも

という理由である。具体的には、合併等に反対する株主は株式買取請求権を行使できるものの、買取価格は合併等を承認する総会決議がなかったならば有していたはずの株式の価格（以下「なかりせば価格」という）とされており、合併等によってシナジーが生じたときでもその公正な分配を受けられるような制度にはなっていない<sup>23</sup>。

これに対して、買収会社株主に利益を独占させたほうが、買収会社が企業価値を増大させる合併等の機会を見つけようとする誘因を与えることから、社会的に望ましいようにも思われる。しかし合併等による企業価値の増加について、対象会社が保有する経営資源も貢献している場合、増加分について対象会社株主が一切享受できないとすれば、合併等以前に対象会社がそのような経営資源に投資する誘因が損なわれるであろうと思われる。また、買収会社株主による利益の独占を認めれば、買収会社が合併等の機会を見つけようとする誘因は増大するが、逆に対象会社がそうした機会を見つける誘因は消滅すると考えられる。公平にいて、企業価値の増加分を一方の会社に独占させたほうが効率的であるという論証はいまだなされていない<sup>24</sup>。

(3) 結局、会社法は、対価の公正性確保の困難さに関わる上記批判を受け入れて、対価の内容を相当とする理由などについての情報開示の強化を図り<sup>25</sup>、また合併等がなされた場合の相乗効果（シナジー）の配分といった要素も取り込んだ買取価格の決定を可能にするため、反対派株主による株式買取請求権の買取価格を「なかりせば価格」から「公正な価格」とする改正も行なわれた<sup>26,27</sup>。

このように会社法制の現代化によって、前記(2)の「第一の論拠」たる会社に対する持分保持権利を株主の固有権とする考え方については否定された一方<sup>28</sup>、「第二の論拠」については基本的に受け入れられたと思われる<sup>29</sup>。

---

要因となりうる。田中・前掲注 21・78 頁注 16)。

<sup>23</sup> シナジーの分配を受けられないことを理由に、合併等の効力自体を争えるかどうかとも、はっきりしない（藤田・前掲注 19・106 頁参照）。合併無効事由とする考えとして、代表的な文献としては、龍田節「合併の公正維持」法学論叢 82 巻 2・3・4 号 276 頁以下（1967 年）がある。

<sup>24</sup> See Gilson & Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 U. Penn. L. Rev. 785, 804 and n. 75 (2003); 公正の観点からの利益独占に対する批判については、神田・前掲注 4・353 頁以下、効率性のからの批判については、藤田・前掲注 19・107 頁参照。

<sup>25</sup> 会社法 782 条、会社法施行規則 182 条 1 項など。

<sup>26</sup> 野田博「企業買収・組織再編の法的手段——交付金合併導入を機縁とした議論の展開を中心に」法律時報 79 巻 5 号 28 頁（2007 年）。

<sup>27</sup> 会社法では、株式買取請求権における買取価格につき従来の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」から「公正な価格」へと文言変更した意図について、企業再編がなされた場合の相乗効果（シナジー）の配分といった要素も取り込んだ買取価格の決定を可能にするためであるとされる。相澤哲＝細川充「組織再編行為〔下〕」商事法務 1753 号 46 頁（2005 年）、神田秀樹「組織再編」ジュリスト 1295 号 130 頁（2005 年）、近藤光男『最新株式会社法〔第 3 版〕』（中央経済社、2006 年）65 頁、田中・前掲注 21・79 頁、藤田友敬「組織再編」商事法務 1775 号 55—56 頁（2006 年）など。この点につき「会社法制の現代化に関する要綱」（法制審議会、2005 年 2 月 9 日）の段階からそのように理解されていたとの指摘もある（江頭憲治郎「「会社法制の現代化に関する要綱案」の解説〔V〕」商事法務 1725 号 8—9 頁（2005 年））。

<sup>28</sup> 会社法は、株主の投資継続の機会それ自体を当然に保証しなくてはならないわけではないと判断したと思われる。藤田・前掲注 27・55 頁。



但し解禁された交付金合併制度について、既存の会社を消滅会社、その多数派株主のみを株主とするペーパー・カンパニーを存続会社とするのが少数派排除に利用される可能性等があるとの懸念もあり<sup>30</sup>、日本では、ドイツのように会社類型・多数派の持株比率等を限定して対価の柔軟化を認める措置<sup>31</sup>も採られていないことから、同制度濫用からの消滅会社少数株主の救済が必要であると主張される<sup>32</sup>。

締め出される少数株主の立場からいえば、締め出しにおいて下記のようにいわゆる濫用の場面が主に二つある。すなわち合併は締出目的である（正当な事業目的がない）場合と合併の対価が不当である場合であると考えられる。そこで 2. では、この二つの場面を交付金合併制度の濫用と捉え、本稿の論述対象である、親会社が上記交付金合併制度を利用して子会社少数株主を締め出す局面における子会社少数株主に対する会社法上の救済諸規制について見ていくことにする。

## 2. 少数株主締め出し（交付金合併制度の濫用）に対する会社法上の救済諸規制

合併が行われる場合に対価の公正さを保障する機能を担わされている株式買取請求権制度は少数株主を締め出す取引において当該株主の利益を保護する上での救済策として、会社法で最も重要であると考えられるから、まず同制度から、親子会社間締出合併から少数株主を救済する、会社法上の諸規制を見てみたいと思う。

### (1) 株式買取請求権制度

#### (A) 株式買取請求権制度の機能と性格について

株式買取請求権制度は、投資した会社の重大な変更に対し、反対株主が会社から脱退することにより、投下資本を回収する手段として認められたもので<sup>33</sup>、専ら多数株主の決定に反対する株主の経済的利益を認めようとするためにアメリカ州会社法から導入した制度であって<sup>34</sup>、一般に少数株主の保護に資するものと思われる<sup>35</sup>。

1950 年商法改正で導入されたものとはいえ、2005 年商法改正によってその機能と性格は大きく変わったと思われる。すなわち、株式買取請求権制度にお

---

<sup>29</sup> 田中・前掲注 21・79 頁。

<sup>30</sup> 中東・前掲注 17・146 頁。

<sup>31</sup> ドイツ株式法 327a 条—327f 条（齊藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整」論叢 155 巻 5 号・6 号（2004 年））。ドイツ法について（福島洋尚「株式会社法における少数株主の締め出し制度」柴田和史＝野田博編『会社法の現代的課題』（法政大学現代法研究所，2004 年）237 頁もある）。

<sup>32</sup> 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣，2006 年）750 頁注（3）。

<sup>33</sup> 江頭憲治郎＝門口正人編集代表「会社法大系 第 4 巻」（青林書院，2010 年）68 頁。

<sup>34</sup> 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（一）」法学協会雑誌 98 巻 6 号 55 頁（1981 年）。

<sup>35</sup> 深見芳文「アメリカ会社法に於ける株式買取請求制度」法学論叢 64 巻 5 号 51 頁（1958 年）；龍田・前掲注 23・276 頁；岸田雅雄「企業結合における公正の確保（二）——アメリカ法を中心として——」神戸法学雑誌 26 巻 2 号 272 頁（1976 年）；神田・前掲注 34・815 頁など。

ける買取価格の「公正な価格」への改正は、合併等が行われた状態を前提に、あるべき合併等の対価を想定してその額を補償することを意味し、シナジーの分配等あるべき合併等の条件をエンフォースするための裁判所の役割を拡充した点で、同制度の機能（シナジーの再分配機能と合併等がなかった場合の経済的状态の保証機能）と性格（合併等の条件の公正さの審査とあるべき合併等の条件の設定）は大きく変更された<sup>36</sup>。

その結果、多数株主と少数株主との利害調整の問題は、従来アメリカ会社法では多数株主の信認義務に基づく損害賠償等の衡平法上の救済方法によって扱われてきたが、会社法では、それは主に株式買取請求権に新たに付け加えられた機能に託されたといわれ<sup>37</sup>、株式買取請求権が合併等の条件の公正さを確保することについて重要な役割を果たすことが期待されている<sup>38</sup>。

なお反対株主による株式買取請求権の行使は会社財産の社外流出を伴う意味で、会社経営陣やその背後にある多数派株主を慎重に行動させ、横暴を抑制する効果（抑制機能）も期待できると考えられる<sup>39</sup>。但し本稿の対象たる縮出合併の局面においては、会社経営陣等はそもそも会社財産を使って反対株主を締め出す計算であるから、前記抑制機能はあまり働かないと考える。

## (B) 株式買取請求における「公正な価格」について

合併による締め出しから少数株主を公正な価格で救済する場合、当該公正な価格の基礎となる価格（・価値）評価要素が重要となることはいうまでもないであろう。合併等によって増大が期待される価値のうち、シナジーとシナジー以外の価値とに分けられるが、企業価値の向上に、対象会社の事業資産など株主がその収益に対して権利を持つ資産などが寄与しているから、両者を別異に解する理由はなく、共に株主に公正な分配を保障する必要があると思われる<sup>40</sup>。

### ① 価格の公正さの評価要素

会社法では、株式買取請求権を行使された場合の買取価格について、合併等における対価の柔軟化によって、アメリカで散見された現象、つまりいわ

<sup>36</sup> 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『（江頭憲治郎還暦記念）企業法の理論〔上巻〕』（商事法務、2007年）261頁、276頁。

<sup>37</sup> 野田・前掲注26・28頁。

<sup>38</sup> 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（下）——『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事法務1877号27頁（2009年）、石綿学「会社法と組織再編——交付金合併を中心に」法律時報78巻5号63-64頁（2006年）など。ただし、過大な期待を課しているのではないかという懸念も示されている（清原健＝田中亘「MBO・非公開化取引の法律問題（後）」ビジネス法務7巻7号74-75頁（2007年）（清原）、川村力「合併の対価と企業組織の形態（1）」法学協会雑誌126巻4号818-822頁（2009年）など）。

<sup>39</sup> 木俣由美「反対株主の株式買取請求権」ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ5・38頁（2009年）。

<sup>40</sup> 加藤・前掲注38・26頁。

ゆる締出合併が懸念されたことがきっかけ<sup>41</sup>、従来の、「なかりせば価格」から「公正な価格」へと文言が変更された。その意図するところは、合併等がなされた場合のシナジーの配分といった要素も取り込んで買取価格を決定することを可能にするためであるとされることから、裁判所には、合併等により生じうるシナジーの公正な分配を保障することが期待されているのが明らかである。

合併等によりシナジー等企業価値の増加が生じない場合には、増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はそもそもない<sup>42</sup>が、しかし企業価値の増加が生じる場合には、その増加価値の配分について、下級裁判例は、「株式買取請求の前提となる組織再編の条件は、当該組織再編から生じる相乗効果（シナジー）が当該組織再編の当事会社間において適正に分配されることも含めて公正に定められる必要があり、株式買取請求権に係る『公正な価格』も上記相乗効果（シナジー）を適正に反映したものである必要があるというべきであ」<sup>43</sup>って、「合併によって正のシナジーが生じているものの、それが公平に分配されていない場合には公正に分配されるよう調整することは必要となる。」<sup>44</sup>と明示して合併により生じうるシナジーを公正な価格の評価要素とする見解を前面に持ち出している。そして最高裁も、このような下級審裁判例の見解を確認して、吸収合併等によりシナジー（等）の企業価値の増加が生じる場合、反対株主に対してもそれを適切に分配し得るものとするスタンスを明確にしている<sup>45</sup>。

一方、シナジー以外の評価要素については、学説上では、合併等による企業価値の増加は、シナジー以外の要因により生じるものも考えられ、公正な分配が要請されると解すべきとして<sup>46</sup>、「公正な価格」への文言変更はシナジー以外のものをも含む当該合併等の後の企業価値増加分の再分配が反映されたとする見解もあり<sup>47</sup>、例えば対象会社の事業機会から生ずる価値<sup>48</sup>につき、

<sup>41</sup> 浜田道代「新会社法における組織再編」商事法務 1744 号 51 頁（2005 年）、上村達男「会社の設立・組織再編」商事法務 1687 号 13 頁（2004 年）。

<sup>42</sup> この場合、反対株主の利益は合併等がなかったとしたら株式が有したであろう公正な価格で保障される。例えば最高裁決定平成 23 年 4 月 19 日判例タイムズ 1352 号 140 頁、北村雅史「楽天対 TBS 株式買取価格決定事件最高裁決定と公正な価格の算定基準時」商事法務 1941 号 7-8 頁（2011 年）等参照。

<sup>43</sup> 日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件（以下「日興 CG 事件」という）東京地裁決定平成 21 年 3 月 31 日・金融・商事判例 1315 号 34 頁。

<sup>44</sup> （三共生興株式買取価格決定申立事件）神戸地裁決定平成 21 年 3 月 16 日・金融・商事判例 1320 号 63 頁、（協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件）東京地裁決定平成 21 年 4 月 17 日・金融・商事判例 1320 号 38 頁（①事件）、東京地裁決定平成 21 年 5 月 13 日・金融・商事判例 1320 号 46 頁（②事件）など。

<sup>45</sup> 最高裁決定平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 42・140 頁、最高裁決定平成 23 年 4 月 26 日判例タイムズ 1352 号 135 頁、最高裁決定平成 24 年 2 月 29 日判例タイムズ 1370 号 108 頁。

<sup>46</sup> 田中・前掲注 21・79 頁注 24)。

<sup>47</sup> 松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法学教室 362 号 37 頁（2010 年）参照。なお合併等による企業価値の増加は、シナジー以外の要因により生じるものも考えられるが、それをシナジーと別異に取り扱う理由は特になくと思われるので、やはり公正な分配が要請されると解すべきと指摘されている（田中・前掲注 21・79 頁注 24)）。

<sup>48</sup> なおシナジー以外の評価要素として事業機会のほか、例えば少数派株式のディスカウントの問題（すなわち公正価格の評価対象は、企業価値の持分割合に応じた価値なのか、それとも特定の株主の保有す

これも本来、対象会社の株主に帰属すべき価値であるとする学説もある<sup>49</sup>のに対し、判例上でも、反対株主の利益を一定の範囲で保障する観点から、シナジーのほか、その他の企業価値の増加分をも、反対株主に適切に分配し得るものと判示している<sup>50</sup>。

## ② 価格の公正さを保障できると考えられる手続上の措置

締め出しからの公正な価格による金銭的救済を図る場合、上述公正な価格の基礎となる評価要素（・対象）が重要であるとともに、当該価格の公正さを担保する措置も重要であると考えられる。以下それについてみる。

a. 学説では、公正な価格を考える際に重要なポイントとされるのは合併等が独立当事者間におけるものかどうかであって、当事会社間に支配従属関係のない独立当事者間における取引では、合併比率・対価の内容などの合併等の条件をめぐって対等な交渉が期待できるのに対し、支配株主が少数株主を締め出す場合のような独立当事者間ではない取引では、そもそも対等な交渉は期待できず、その結果が構造的に歪む可能性が高いと考えられている<sup>51</sup>。それゆえ、合併等の取引が独立当事者間におけるものかどうかによって当事者の設定した条件に裁判所が事後的に介入すべきかが変わってくる<sup>52</sup>。

具体的には、独立当事者間の取引であると評価できる場合には、情報開示などの取引プロセスに瑕疵がなければ、裁判所は原則として当事者の設定した価格が尊重されるのに対し、独立当事者間ではない取引については、支配株主の利害と少数派株主の利害が対立する<sup>53</sup>ため、利益相反の程度は事案に応じて異なり、それに応じて採られる措置は一律ではないが、適切な情報開示に加えて、独立した別個の株価算定や財務・法務などのアドバイザーの採用、そして独立した取締役で構成する委員会の発足や従属会社少数派株主の多数の賛成<sup>54</sup>などが必要とされ、すべて満たされなければならないではないが<sup>55</sup>、このような措置が不十分で利益相反による影響が存在する場合には、裁判所は独自に公正な価格を算定する<sup>56</sup>。すなわち対価の決定過程の公正さに疑問があるとき、しかも合併等によって企業価値が増大する場合、裁判所は、「仮に両当事者が独立の経済全体であったとすれば、交渉の上合意したであろう対価」を決定し、それを買取価格とすると考えられる<sup>57</sup>。このような、合併等の

---

る株式なのか）も一時的に取り上げられた。柳 明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ5・205頁（2009年）参照。

<sup>49</sup>柳・前掲注48・204頁。

<sup>50</sup>最高裁決定平成23年4月19日・前掲注42・140頁，最高裁決定平成23年4月26日・前掲注45・135頁，最高裁決定平成24年2月29日・前掲注45・108頁。

<sup>51</sup>松中・前掲注47・37頁。

<sup>52</sup>加藤・前掲注10・5-6頁参照。

<sup>53</sup>MBOの場面においてはMBOに関わる経営陣の利害と一般株主の利害が対立すると思われる。

<sup>54</sup>田中・前掲注21・80頁。

<sup>55</sup>田中・前掲注21・80頁。

<sup>56</sup>松中・前掲注47・37-38頁。

<sup>57</sup>田中・前掲注21・80頁。

条件が公正か否かを実質的に判断することに対して抑制的である考え方の背後には、公正な条件を客観的に算定することは著しく困難であるとの認識があるのではないかと考えられる<sup>58</sup>。

b. 一方、実際の裁判例では、どのような具体的な手続が求められているのかについては必ずしも明確ではないが、しかし会社側としては公正性を確保するための手厚い措置を講じてより透明性の高い手続により企業再編を進めていたか否かが裁判所により重要視され<sup>59</sup>、例えば特別委員会や第三者機関の意見等を重要視したものとしては、(株式交換に関する裁判例ではあるが、) 日興 CG 事件等、情報開示を重要視したものとしては、(最高裁判所の見解ではないが、) レックス・ホールディングス事件<sup>60</sup> (以下「レックス HD 事件」という) における裁判官の下記補足意見等がある。

#### 日興 CG 事件

**事実概要：**申立人 X は、主として金融商品取引法に規定する金融商品取引業及びそれに付随する業務を営む会社等の株式を所有することにより、当該会社の事業活動を支配・管理することを目的とする株式会社である。2007 年 3 月 6 日、申立人 X は、グループ企業の中長期の事業戦略に基づき、米国法人シティグループ・インク（以下「シティグループ」という）との間で業務・資本提携を含む包括的戦略提携契約を締結した。

同月 14 日、シティグループは上記包括的戦略提携契約に基づき、申立人 X の株式、新株引受権及び新株予約権の全ての取得を目指して公開買付けを行うことを申立人 X との間で合意していると発表して、同月 15 日から翌月 26 日までを公開買付け期間とし、1 株当たり 1700 円等の買付け価格により、申立人 X 普通株式等を対象とする TOB（以下「本件公開買付け」という）を実施した。その結果、シティグループの申立人 X に対する所有株券等に係る議決権の割合は約 61.24%となった。

8 月 31 日、申立人 X はシティグループから、後者の普通株式を対価として X をシティグループ日本法人の完全子会社とする株式交換（以下「本件株式交換」という）の提案を受けて、翌月 5 日に申立人 X は社外取締役 4 名からなる特別委員会を設置して、同委員会の指名に基づき本件株式交換における株価の算定、本件株式交換の条件及び内容等について助言を求め、同社の普通株式の公正価格を算出した上、本件株式交換により同社の株主に交付される対価が公正であることの意見を求めるため、同社のフィナンシャル・アド

<sup>58</sup>加藤・前掲注 10・5 頁。

<sup>59</sup> 東京地裁決定平成 23 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁（ダブルクリック事件）。

<sup>60</sup> 日本において MBO の対価の公正さが裁判所によって争われた最初の事件である。

<sup>61</sup> 第一審は東京地裁決定平成 19 年 12 月 19 日・判例時報 2001 号 109 頁で、第二審は東京高裁決定平成 20 年 9 月 12 日・金融・商事判例 1301 号 28 頁である。

バイザー兼第三者算定機関をも選定した。

11 月 14 日付の取締役会において本件株式交換に関する契約（以下「本件株式交換契約」という）が締結されて、そして翌月たる 12 月 19 日に臨時株主総会が開催されたところ、本件株式交換契約につき賛成多数で承認決議が可決された。なお本件株式交換契約は 2008 年 1 月 29 日にその効力を生じた。

これに対し、上記総会決議に反対する申立人 X の株主たる Y らは株式買取請求権を行使したが、買取価格の決定について協議が調わなかったため、申立人 X は買取価格決定の申立をした。なお 2008 年 5 月 1 日に申立人 X は他社に吸収合併されてその地位が承継された。

**決定要旨：**本件株式交換における株式交換比率算定の際の反対株主の株式価値の公正さについて、裁判所は次ぎのように説示する<sup>62</sup>。①本件株式交換における X 株式の基準価格である 1 株当たり 1700 円は本件公開買付けの公開買付価格と同額であり、これは、第三者算定機関が複数の評価方法により算定した価格を踏まえ、X とシティグループとの交渉を経て決定された価格であること、②上記基準価格は本件株式交換契約の締結に当たって設置された特別委員会の答申書において合理的とされ、また、第三者算定機関の意見書において財務上の観点から公正とされていること、③本件株式交換が株主総会において承認多数により可決されたことに照らしたことに照らし、本件株式交換における X 株式の基準価格を本件公開買付けの公開買付価格と同額であるとしたことには、合理性があると認めるのが相当である。

上述日興 CG 事件において、確かに裁判所は最終的に公開買付価格と同額の買取価格を公正な価格と認めたことには公開買付制度にまで配慮した原因もあるように思われる。但し判示の内容（・文言）からすれば、公正な価格と認定されたのは、特別委員会や第三者機関の意見等が尊重されたことが明白で、その背景に、一連の取引が独立当事者取引と評価できたことがあると思われる<sup>63</sup>。

#### レックス HD 事件

**事実概要：**Y 社はフランチャイズシステムによる飲食店の経営等を営む会社の株式を保有することによって当該会社の事業活動を支配・管理すること等を目的とする株式会社である。A 社は 2006 年 8 月 9 日に設立された株式会社であって、同年 11 月 10 日、Y 社の普通株式を 1 株当たり 23 万円の価格で公開買付け（以下「本件公開付け」という）を実施する旨を公表したところ、Y 社の取締役会は同日において、いわゆる MBO の一環として行われる取引たる本件公開買付けに賛同する意思を表明した。

本件公開買付けは同年 11 月 11 日から翌月 12 日まで実施されたところ、そ

<sup>62</sup> (日興 CG 事件) 東京地裁決定平成 21 年 3 月 31 日・前掲注 43・43 頁。

<sup>63</sup> 中東正文「判批」別冊金融・商事判例『M & A 判例の分析と展開Ⅱ』247 頁（2010 年）。

の後に追加して取得した分を合わせて、A 社は Y 社の発行済株式総数の 91.51%を保有することになった。そして 2007 年 3 月 28 日に開催された Y 社の定時株主総会と普通株主による種類株主総会において、Y 社が全部取得条項付種類株式を利用して本件公開買付けに応募しなかった株主から株式を強制的に取得するために必要な総会決議が可決された（以下「本件 MB0」という）。

そこで Y 社の少数株主たる X らは株式取得価格決定の申立てをした。なお X らの株式は同年 5 月 9 日に Y 社に取得された。

裁判官田原睦夫の補足意見（以下「田原補足意見」という）：田原補足意見は、企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MB0）に関する報告書」<sup>64</sup>（以下「MB0 報告書」という）を引用して、「MB0 の実施に際しては、MB0 が経営陣による自社の株式の取得であるという取引の構造上、株主との間で利益相反状態になり得ることや、MB0 においては、その手続上、MB0 に積極的ではない株主に対して強圧的な効果が生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して、透明性の確保された手続が執られることが要請されている……。それ故、裁判所が取得価格を決定するに際しては、当該 MB0 において上記の透明性が確保されているか否かとの観点をも踏まえた上で、その関連証拠を評価することが求められる。」と説示する<sup>65</sup>。

そのうえ本件において透明性が確保されているかどうかについて、裁判所は、「株式公開買付制度については、その透明性を図ること等を目的として、……改正がされている……。本件 MB0 に関連するものとしては、……公開買付届書の添付書類として、『買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書その他これらに類するものがある場合には、その写し……』がい追加された（発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 13 条 1 項 8 号）。……、本件 MB0 は、上記改正による規制の対象外であり、法令上その義務を負うものではないものの、本件 MB0 においては、『買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書等』は公開されなかった。」

「なお、MB0 報告書によれば、事業計画や株価算定評価書等を開示した上で、買付価格の合理性について株主らに検討する機会を与えることが望ましいとされている。」と述べて<sup>66</sup>、それらも開示されなかったことで、本件 MB0 において株主が買付価格の合理性について検討するために必要とされる情報が開示されなかったことを問題視する<sup>67</sup>。

<sup>64</sup> 2007 年 8 月 2 日付。

<sup>65</sup> 最高裁決定平成 21 年 5 月 29 日（裁判官田原睦夫補足意見）・金融・商事判例 1326 号 35 頁。

<sup>66</sup> 田原補足意見・前掲注 65・35-36 頁。

<sup>67</sup> 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（上）——『公正な価格』の算定における裁判所の役割」商事法務 1875 号 8 頁（2009 年）参照。

### (C) 株式買取請求権制度の問題点

① 株買取請求権制度に関し指摘された現行法上の問題点<sup>68</sup>として、まず会社側の立場に立っていえば、主に次の2点を取り上げることができる。

#### a. いわゆる株式買取請求権の濫用

つまり株式買取請求権の行使には必然的に会社資金の流出等のコストが伴うから、少数株主の株式買取請求権の濫用（株主の機会主義的行動<sup>69</sup>）などによって、会社が有益な合併などを諦めざるを得なくなる可能性があるような見解である<sup>70</sup>。

確かに会社法が制定される前、とりあえず株式買取請求をしておいて、その後の株価の動向を見ながら、市場価格で売却したほうが良いと判断した場合に、買取請求を撤回するといった投機的ないし濫用的な株式買取請求が可能であったが、2005年に会社法を制定した際に、株式買取請求の撤回に一定の制限が設けられた<sup>71</sup>。但し現状では、撤回を制限したとしても、「社債・株式等の振替に関する法律」（いわゆる振替法）が適用されると上場会社株式については、株式買取請求権を行使した場合であっても買取請求手続の進行中における振替禁止効が存在しないから、事実上買取請求の対象外になってしまうことがありうると指摘されていた<sup>72</sup>。

#### b. いわゆる金利の問題

実務の観点から見ると、買取価格の協議が整わず裁判での決着が長引けば、現行法の下では、会社としては行為の効力発生日から60日経過後より、利息をも支払わなければならぬ<sup>73</sup>、相当な重圧とる反面、株主にとっては裁判が長引くほど有利となるから、有意な組織再編まで株式買取請求権の存在のために却って躊躇されるおそれがあると指摘される<sup>74</sup>。

② 以上に対し、締め出される少数株主の観点から、現行会社法における株式買取請求権制度には次ぎのような問題があると主張される。

#### a. 裁判所は株式価格を公正に算定できるかどうかに関わる問題

<sup>68</sup> 現行法上の問題に関する改善策については第4章1.(1)で述べることとする。

<sup>69</sup> 市場性のある株式の場合、とりあえず買取請求権を行使しておき、株価の動向と買取価格とを見比べ、市場で売却する方が有利と判断すれば買取請求を撤回しようとするインセンティブが強く働くと思われる（木俣・前掲注39・38頁）。

<sup>70</sup> 立法当初から株式買取請求権について批判がなされていた。主たる根拠として、①多数決原理と矛盾する、②投下資本の回収は株式譲渡によればよく、株価下落のリスクは株主自身が負担すべきである、③出資支戻を認めることになり、資本維持原則に反する、④濫用されるおそれがある、などが挙げられた（神田・前掲注34・811頁）。なお日本商工会議所経済政策委員会「株式買取請求制度廃止要望意見」商事法務研究238号22頁（1962年）は株式買取請求権は廃止すべきという意見を示した。

<sup>71</sup> 野村修也「組織再編——株式買取請求・差止請求」ジュリスト1439号（特集会社法制のゆくえ——会社法改正中間試案の考察）58-59頁（2012年）。

<sup>72</sup> 木俣・前掲注39・39頁など。

<sup>73</sup> 会社法786条4項。

<sup>74</sup> 木俣・前掲注39・38-39頁。



裁判官は「公正な価格」の決定に必要な知識や経験を有していない<sup>75</sup>。

## b. 少数株主は株式買取請求権を活用できるかどうかに関わる問題

株式買取手続等においては、価格決定のために裁判所が職権証拠調べの一環として鑑定人に鑑定を命じた場合、非訟の原則として裁判費用は申立人の負担になる<sup>76</sup>ため、株主が価格決定申し立てを躊躇する要因になること<sup>77</sup>や会社と株主との間には著しい情報格差が存在することなどの問題点がある<sup>7879</sup>。

### (2) 合併後の損害賠償請求

現行法上の株式買取請求権制度に上述のような諸問題点があつて、とりわけ少数派株主のための救済策として実効性が乏しいと考えられる<sup>80</sup>ならば、他の救済策が必要となるのはいうまでもない。

上述株式買取請求権と同じく金銭的救済方法として、(子会社)取締役に対する損害賠償請求(会社法 429 条)は考えられると主張される<sup>8182</sup>。しかしこのような考え方に対して、理論的には考えられる<sup>83</sup>が、独立した専門家による評価に基づいて行なっていたような場合に実際の立証は困難であると思われる<sup>84</sup>。

また合併対価が不公正であることを原因として株主代表訴訟によって取締役の責任を追及する方法もあるが、しかし少数株主は一旦締め出されたら、株主としての資格がなくなるから、この手段による救済はできないと思われ

<sup>75</sup>稲葉威雄「会社法の論点解明(10)」民事法情報 255 号 39-41 頁(2007 年)。

<sup>76</sup>非訟事件手続法 26 条。

<sup>77</sup>森淳ほか・前掲注 1・121 頁(笠原武朗)。

<sup>78</sup>中東正文『企業結合法制の理論』(2008 年) 425-443 頁、稲葉威雄「会社法の論点解明(3)」民事法情報 247 号 17 頁(2007 年)など。なお権利行使に必要な手続的要件(会社法 785 条 2 項 1 号等参照)を具備しなければならないことなどから、少額の持分しか持たない株主がこの権利を行使する誘因は乏しいと指摘されている(田中・前掲注 21・81 頁)。

<sup>79</sup>なお税金の問題も生じうる。税負担の見地から、少数派株主が個人である場合は株式買取請求権の行使による譲渡には、みなし配当課税が生じる(少数派株主が法人である場合、法人税法 23 条 1 項により受取配当等の益金不算入の規定が適用され、個人株主より負担が軽くなる(木俣・前掲注 39・39 頁など))から、上場会社でない会社や非公開会社の個人株主は重い税負担を強いられるにもかかわらず、株式買取請求権を行使するしか選択肢がなくて、閉鎖会社の少数派株主の抑圧の問題が生じる(木俣・前掲注 39・39 頁)。

<sup>80</sup>中東正文「M&A 法制の現代的課題(下)」商事法務 1659 号 53 頁(2003 年)参照。

<sup>81</sup>大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等原則に関する一考察〔下〕」商事法務 1879 号 28 頁(2009 年)。

<sup>82</sup>なお締出取引が代表取締役の職務執行として行われたもの(通常はそうであると思われるが)であれば、会社自体に対する損害賠償請求も可能である(会社法 350 条)との主張もある。山本憲光=廣澤太郎「少数株主排除取引における株主保護」ビジネス法務 7 巻 6 号 40 頁(2007 年 6 月号)。

<sup>83</sup>理論的には、株主は「第三者」に含まれ、その損害は「直接損害」と解することができる(服部育生「会社法 429 条の『第三者』と株主」法学研究(愛知学院大学論叢)[2006]77-109 頁)。また最高裁判決平成 9 年 9 月 9 日判例時報 1618 号 138 頁は「株主も商法 266 条ノ 3 が規定する第三者に含まれると解されるところ、株主に対し株主総会の招集通知を発しないのは取締役の職務上の義務違反であり、これにつき取締役に悪意または重大な過失があったときは、取締役は商法 266 条ノ 3 に基づく責任を免れない(最判 1997・9・9 判時 1618 号 138 頁)」とする。

<sup>84</sup>正井章裕「著しく不公正な合併等における株主の救済方法」ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ 5・203 頁(2009 年)。

る<sup>85</sup>。

上述のように合併後の損害賠償請求も十分な救済策ではないのが明らかである。

### (3) 総会決議の効力を争う方法

そこで、株式買取請求権が必ずしも実効的とはいえないことから、合併等の効力を直接に争うことも考えられると思われる<sup>86</sup>。

締め出される少数株主は、主として、①正当な理由もなく多数決によって少数株主を排除することは資本多数決の濫用（多数決濫用）又は特別利害関係人による議決権行使の結果、著しく不公正な決議がなされた場合に該当する又は②少数株主に交付される対価の内容が不当である（合併比率の不公正）と主張すると考えられる<sup>87</sup>。

#### (A) 合併比率の不当または不公正による合併無効に関する見解

総会決議の瑕疵を攻撃することによって少数株主を救済する考え方に対して、会社法上の株式買取請求権などの存在を根拠に、合併比率が不公正であっても、無効事由にならないと主張できる余地があると示唆される<sup>88</sup>。もっとも、この見解による場合に合併比率が著しく不当であるときも同様の結論が導かれるかどうかは明確ではない<sup>89</sup>。

反面、（会社法施行前の裁判例であるが、）株式買取請求権の存在を根拠に、合併比率の不当又は不公正ということ自体は合併無効原因にあたらないという見解が示されている<sup>90</sup>。例えば三井物産合併無効確認請求事件（以下「MB事件」という）<sup>91</sup>である。

**事実概要**：Y 社（被告、被控訴人、被上告人）（存続会社）は、その子会社たる訴外 A 社（消滅会社）との間に、1987 年 4 月 30 日、合併期日を同年 10 月 1 日とする合併契約を締結し、同年 6 月 26 日、Y 社の定時株主総会において合併契約書の承認を決議し、11 月 25 日に合併登記を完了した。

Y 社の株主 X（原告、控訴人、上告人）は、第一審では、承認決議に取消事由があるとして合併無効の訴えを提起した。すなわち、Y 社と A 社を一对一とした合併比率は著しく不当かつ不公正であり、さらに、A 社の株主でも Y

<sup>85</sup> 野田・前掲注 26・31 頁注 19。

<sup>86</sup> 田中・前掲注 21・80—81 頁。

<sup>87</sup> 山本ほか・前掲注 82・34 頁。

<sup>88</sup> 上柳克郎「合併」『会社法・手形法論集』（有斐閣、1980 年）194 頁。

<sup>89</sup> 早川勝「判批」判例タイムズ 948 号 207 頁（1997 年）。

<sup>90</sup> 東京高裁判決平成 2 年 1 月 31 日資料版商事法務 77 号 193 頁。なおこれにつき、反対株主に株式買取請求権と株式価格決定請求権との権利が付与されているとしても、決議の取消は可能と解すべきとする学説もある（酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第 2 巻』（中央経済社、2008 年）450 頁（河村尚志）など）。

<sup>91</sup> 東京高裁判決平成 2 年 1 月 31 日資料版商事法務 77 号 193 頁。

社の株主が議決権を行使し、これにより著しく不当な決議がなされたので、承認決議には取消事由（商法 247 条 1 項 3 号）があるなどと主張した。

これに対し、裁判所は、第一審では X の請求を棄却し、X の控訴に対し、控訴審判決は X の上記主張に変更があるような訂正をしているが、第一審判決の理由と同一であるとして、一審判決を支持した<sup>92</sup>。

**控訴審判決要旨：**合併比率が著しく不当な場合には合併無効事由に該当するとの主張について、「まず、……合併比率が不当であるとしても、合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当又は不公正ということ自体が合併無効事由になるものではないというべきである。……次に、X は、商法 408 条の 3 による株式買取請求権制度では、合併そのものには反対ではないが、著しく不公正な合併比率のみに反対である株主の利益を保護することができないから、合併比率が著しく不公正な場合には、当該合併は無効であると解すべきところ、本件合併比率は右の場合に当たる著しく不公正なものであるから、本件合併は無効である旨主張するかのようである。しかし、仮に合併比率が著しく不公正な場合には、それが合併無効になるとの X の主張を前提にしても、一般に、合併比率は、……厳密に客観的正確性をもって唯一の数値とは確定しえず、微妙な企業価値の測定として許される範囲を超えない限り、著しく不当とはいえない」と説示した上、本件の合併比率が著しく不当であるということとはできないとした。

このように、本判決は株式買取請求権制度の存在を理由に、不公正な合併比率が合併の効力に影響を与えないという判断を示しているから、上述学説<sup>93</sup>に依拠にしているようにも思われるが、合併比率の著しい不当・不公正の場合について、実は未決定のままにしているものと思われる<sup>94</sup>。そうだとすると、著しく不当な場合の法的効力の問題について現行法に明文規定を設けられていないから、解釈に委ねられるとも考えられる。

但しすでに合併に基づいて取引などの法律関係が形成された場合、それを将来に向かって無効とするのはきわめて困難であって<sup>95</sup><sup>96</sup>、実際に合併無効の判決が下された事例も殆どない<sup>97</sup>。

## (B) 総会決議の取消し

<sup>92</sup> これにつき X は上告したが、最高裁判所は原審判決には法令違反がないとして、原審判決を支持して、上告を棄却した。最高裁判決平成 5 年 10 月 5 日資料版商事法務 116 号 196 頁。

<sup>93</sup> 上柳・前掲注 88・194 頁。

<sup>94</sup> 早川・前掲注 89・205 頁、207 頁など。なお東京高裁は（東京高裁判決平成 2 年 1 月 31 日・前掲注 91・193 頁）、合併比率の不当または不公正ということ自体が合併無効原因とはならないとしているが、著しい不公正の場合にも同様に解されると考えられる（弥永真生『リーガルマインド会社法（第 9 版）』（2005 年）416 頁、神田秀樹『会社法（第 7 版）』（2005 年）302 頁など）。

<sup>95</sup> 稲葉威雄「会社法の論点説明（11・完）」民事法情報 257 号 28-29 頁（2008 年）。

<sup>96</sup> なお合併効力の確定を阻止するため、合併無効との関係では、訴えの変更手続も必要となる（山本ほか・前掲注 82・34 頁注 6、江頭・前掲注 32・338-339 頁など）。

<sup>97</sup> 正井・前掲注 84・202 頁。

## ①少数株主締め出目的（正当な事業目的のないこと）による決議の取消し

交付金合併を利用した少数株主の排除という制度の濫用から少数株主を救済する法理が必要である<sup>98</sup>などの理由から、正当な事業目的なしで単純に少数株主を締め出す取引（すなわち対価が公正であっても）について、それに関する株主承認決議は決議取消の対象となるという主張もある<sup>99</sup>。

しかしそのような考え方に対し、多くの否定的見解が見られる。例えば少数株主の締め出しにより企業価値が高くなり得るとというのが交付金合併制度を導入した理由のはずであり、締め出しがゆるされないのであれば制度導入の意味がないこと、そしてそれによって取引に萎縮効果をもたらすこと<sup>100</sup>や正当な事業目的を形式的に備えるのはそもそも比較的容易であることなどが理由として挙げられている。

そのほか、二段階合併が実行される場合、合併条件の正当性等を前提とすれば（すなわち第一段階の買付価格と第二段階の交付金とが同一条件であれば）、少数株主の排除それ自体が「正当な事業目的」と解されるはずであるとする見解もある<sup>101</sup>ほか、上場会社と閉鎖会社に分け<sup>102</sup>、少なくとも上場会社における締め出し（MBO）や親会社による完全子会社化などについてこれを要求するのは疑問であるとする学説もある<sup>103</sup>が、なによりは正当な事業目的を要求することは、たとえた対価が公正であっても許されないと解することであって、このような新たな実体要件を持ち込むことは無用の混乱をもたらすだけに終わるおそれがあると思われる<sup>104</sup>。

また会社法制の現代化の結果、法は、株主の投資継続の機会それ自体を当然に保証しなくてはならないわけではないと判断した<sup>105</sup>中、もっぱら少数株主を締め出す目的（正当な事業目的なし）という理由付けで当該株主の救済を図った裁判例も殆ど見られない。

## ② 多数決濫用または特別利害関係人による議決権行使の結果、著しく不公

<sup>98</sup> 江頭憲治郎「株式会社法〔第2版〕」（有斐閣，2008年）760頁注3，797頁注1。但し目的の不当を理由に不当決議（会社法831条1項3号）になるか否かは慎重な評価が必要とする（江頭・同掲798頁注1）。

<sup>99</sup> 正当な事業目的を欠く交付金合併等の承認決議は同じく株主総会決議取消の訴えの対象となるかに関する比較詳細な論述として、山下和保「締め出し組織再編行為と少数株主の保護（1）（2）——正当事業目的の要否を中心に——」筑波法政45号123頁（2008年），46号143頁（2009年）などがある。

<sup>100</sup> 石綿学「会社法と企業再編——交付金合併を中心に」法律時報78巻5号64頁（2006年）。

<sup>101</sup> 笠原・前掲注77・129—130頁，森淳ほか・前掲注1・250，253頁〔片木晴彦〕。

<sup>102</sup> 閉鎖会社につき対価の柔軟化の濫用を懸念する見解は早々からあった。浜田道代「新会社法における組織再編」商事法務1744号52頁（2005年）など。さらに，中東正文「企業組織再編法制の整備」商事法務1671号20頁（2003年）。

<sup>103</sup> 伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征「会社法」（有斐閣，2009年）395頁—396頁〔田中亘〕。閉鎖会社の場合，市場価格がないため公正価格を争いにくいことなどを理由とするが，これは公正価格の評価で問題にすべきことであって「正当な事業目的」を持ち出す理由にならないように理解されている（大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等原則に関する一考察〔上〕」商事法務1878号36頁（2009年）注13後段）。

<sup>104</sup> 藤田・前掲注23・109頁，田中・前掲注21・81頁など。

<sup>105</sup> 藤田・前掲注27・55頁。

## 正な決議がなされた事由による決議の取消し<sup>106107</sup>

a. 多数決濫用理論は、かなり早期よりドイツ、フランス等諸外国の理論等が紹介され、それを理由に総会決議の効力が否定されるとするのはかつて通説であった<sup>108</sup>。多数決濫用の要件としては、「株主ことに大株主が自己又は第三者の純個人的利益を追求して、客観的に見て著しく不公正な内容の決議を成立せしめ、これにより会社又は少数株主の利益を侵害すること」、と一般的に定義されている<sup>109</sup>。このように、多数決濫用の要件は、(ア) 自己又は第三者の純個人的利益を追求していること、及び(イ) 会社又は他の株主の利益を侵害していること<sup>110</sup>であり、(イ)につき立証されれば、(ア)に関しては、そこから推定または立証されると解釈される<sup>111</sup>。

多数決濫用の効果について、決議無効説<sup>112</sup>や取消説<sup>113</sup>があったが、1981年の商法改正で基本的に取消説が立法化されて<sup>114</sup>、旧商法<sup>115</sup>247条1項3号(会社法831条1項)は、総会決議につき特別関係を有する株主が議決権を行使したことにより、著しく不当な決議がなされたときは、株主等は、訴えをもって決議の取消しを請求することができると定めていた。同号のいう「著しく不当な決議」については、多数決濫用を指すものと考えられている<sup>116</sup>ことから、多数決濫用決議で、かつ特別利害関係人の議決権行使によって成立したものが同号の射程範囲になると思われる<sup>117</sup>。

b. 学説上、株主総会において多数派株主が議決権を行使したことによって、少数派株主にとって著しく不当な決議がなされた場合には、多数派株主は

<sup>106</sup> 学説の中には、著しく不公正な合併比率を内容に含む合併契約の総会承認決議がなされた場合、当該決議は著しく不当な決議に当たり、特別利害関係人の議決権行使によってそのような決議がなされた場合は、当該決議取消事由が存することになり(会社法831条1項3号)、当該決議取消事由が存在するという瑕疵が、結果的として合併無効原因となるという理論構成を取るものも見られる(龍田節『会社法大要』(有斐閣、2007年)471頁など)。

<sup>107</sup> なお締出行為の前提となる総会承認決議の瑕疵と、当該行為の無効との関係については、次のように整理されている。まず、決議に無効原因がある場合に、決議無効の主張自体には期間制限はないが、行為の無効確認の訴えについては期間制限がある(株式交換の場合、効力発生日から6ヶ月。会社法828条1項11号)。次に、決議の取消し原因がある場合に、決議取消しの訴えの提訴期間が決議後3ヶ月に限定されている(会社法831条1項)ことに鑑み、①行為の効力発生前は決議取消しの訴え、効力発生後は行為の無効確認の訴えによるべきであり、②決議取消事由を行為の無効事由として主張する場合には決議の日から3ヶ月以内に提訴することを要し、③決議取消しの訴えを提起した後に当該行為の効力が生じた場合には、原告は、訴えの変更(民訴法143条)の手続により行為の無効確認の訴えに変更することができる(江頭・前掲注32・338-339頁)。

<sup>108</sup> 末川先生古希記念論文集刊行委員会編『末川先生古希記念 権利の濫用(中)』(有斐閣、1962年)126頁〔龍田節〕など。

<sup>109</sup> 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(5)』(有斐閣、1992年)316頁〔岩原紳作〕。

<sup>110</sup> 会社の利益の侵害とされる場合、決議によって株主中の一部の者が合理的な理由なく利益を得、それによって他の株主が不当に損害を蒙る場合の一つとして、株主間の不平等の問題に帰着すると思われる(龍田・前掲注108・138、145頁、神田・前掲注15・289頁など)。

<sup>111</sup> 龍田・前掲注108・138-139頁。

<sup>112</sup> 鈴木竹雄『新版会社法〔全訂1版〕』(1974年)133頁、龍田・前掲注108・143頁など。

<sup>113</sup> 大森忠夫『新版会社法講義』(1964年)172頁など。

<sup>114</sup> 上柳ほか・前掲注109・317頁〔岩原紳作〕。

<sup>115</sup> 1981年改正商法。

<sup>116</sup> 上柳ほか・前掲注109・322頁〔岩原紳作〕など。

<sup>117</sup> 清弘正子「株主総会における資本多数決濫用と権利濫用理論——フランス法との比較」奥島孝康教授還暦記念論文編集委員会編『比較会社法研究』(成文堂、1999年)523-524頁。

「特別の利害関係を有する者」ということができ、その決議に取消事由があると解するのが多数説である<sup>118</sup>。

具体的には、(ア)「特別利害関係人」であるかどうかについて、会社法 831 条 1 項 3 号は、旧商法 247 条 1 項 3 号の規定を引き継いだものであるところ、同号の効果が、1981 年の商法改正により、それまでの議決権排除から著しく不当な決議がされた場合の取消事由に改められたことに鑑み、同号の特別利害関係人の範囲も従前と比較して広く解するべきであるとする見解が多く、合併（や営業譲渡）の相手方たる株主は特別利害関係人に該当するし、合併の相手方会社の支配株主や代表取締役が株主として合併決議に参加した場合も同じと解される<sup>119</sup>ことから、(ア)の「特別利害関係人」の立証については、多数派株主の賛成多数による決議が成立することによって、それ以外の少数株主が株主たる地位を失うことになることを主張立証すれば十分であろうといわれる<sup>120</sup>。

そして(イ)決議内容の著しい不当性については、総会決議が少数株主排除を目的としていること自体が著しく不当であるかの点につき、1999 年改正による株式交換・移転制度の導入、2003 年の産業活力再生特別措置法の改正を経て、2006 年施行の会社法によるいわゆる合併等対価の柔軟化の導入により、法は明らかに株主の「株主であり続ける利益」を絶対視するものではない立場に立ったことから、会社法は、少数株主排除を目的とする株主総会決議について、少なくともかかる目的が含まれていることのみをもって「著しく不当」とするものではないことから、(イ)の決議内容の著しい不当性に関する判断要素について以下のように主張されている。

i. 企業価値増加の有無 何ら企業価値の向上が伴わず、もっぱら少数株主を排除すること以外の目的も効果もないような交付金合併等は、会社法において交付金合併等が許容された趣旨に反し、「著しく不当」とであると言える<sup>121</sup>。

ii. 対価の相当性 従来より、特別利害関係人の議決権行使により不公正な内容の合併比率による合併契約を承認する決議については著しく不当なものとして取消事由と解されている<sup>122</sup><sup>123</sup>ことから、少数株主締出取引における総会決議においてもその対価が相当であるか否かが重要な判断要素の一つで

<sup>118</sup> 山本ほか・前掲注 82・35 頁、青竹正一『新会社法（第 2 版）』（2008）449 頁（ほぼ同旨）。この場合は、裁量棄却（会社法 831 条 2 項）の対象にはならない（中村信男＝受川環大編『ロースクール演習 会社法第 2 版』（法学書院、2010 年）62 頁（中村信男））。

<sup>119</sup> 『新版注釈会社法（5）』（有斐閣、1986 年）325 頁〔岩原紳作〕、江頭・前掲注 32・335—336 頁。

<sup>120</sup> 山本ほか・前掲注 82・35 頁。

<sup>121</sup> 山本ほか・前掲注 82・37 頁。

<sup>122</sup> 江頭・前掲注 32・335—336 頁。

<sup>123</sup> ただ締出取引に関する総会決議について、江頭教授は、大株主は中小株主を締めだす意図で総会決議を可決させた場合、当該大株主は、従来の判例・学説で特別利害関係人の範囲を画する基準として言われていた「株主たる地位を離れて会社外の個人的な利益を追求する者」とは異なって、「自分だけが株主になりたいというのですから」、多数決濫用といわれる類型に当たるに過ぎないと述べる（鴻常夫ほか著『株主総会 改正会社法セミナー2』（有斐閣、1984 年）207 頁〔江頭憲治郎発言〕）。

あって、しかも対価の適正性を判断するに当たっては、少数株主排除による企業価値向上分（いわゆるシナジー）をも考慮すべきものであると主張される<sup>124</sup>。

但し（イ）の著しい不当性の判断において、i. の企業価値の有無に関しては、上述のように、単純少数株主排除であっても経済的合理性がある場合があることに鑑みれば、少数株主を締め出す目的であるからといって、企業価値が毀損されるとは限らないし、締め出しの結果を伴わない合併の場合でも企業価値が毀損されることもありうると考えられる。このように考えると、やはり ii. の対価の相当性というファクターがポイントとなるであろう。

そもそも合併等の対価は企業価値の増加分（シナジー等）の公正な分配を考慮したものでなければならぬから、そのような公正な分配がされないときは、合併等の承認決議は「著しく不当」と評価されるべきといった見解もある<sup>125</sup>。

但し支配従属会社関係にある従属会社の少数派株主は実際に裁判所で合併等の（決議の）効力を争うことが可能であるとしても、例えば合併自体には賛成だが対価に（シナジー等の配分比率に）不満があるというような少数派株主は、そもそも訴訟を起こす誘因に乏しいであろうと考えられる<sup>126</sup>。

以上のように見てくると、総会決議の効力を争う方法も少数派株主のための救済策として実効的ではないことが分かる。上述のような事後的な救済策に問題があるとすれば、事前的な救済はできないかが考えられるようになる。

#### （4）事前的差止請求

会社法により略式合併<sup>127</sup>について新たに差止請求による救済手段が創設されたが、一般の合併について設けられていない。

そこで差止請求権を認めることによって、少数株主にとっても、ひいては利害関係人全員にとっても、有益と指摘され<sup>128</sup>、2005 年改正前商法の解釈論として、不当な比率による合併等について差止めが可能であるという説もあった。具体的には、①新株発行差止請求権を類推適用すること<sup>129</sup>、②取締役等の違法行為に対する差止請求権を根拠とすること<sup>130</sup>によって、合併手続の実施を差し止めることができると解される。

<sup>124</sup> 山本ほか・前掲注 82・36 頁。

<sup>125</sup> 田中・前掲注 21・81 頁。

<sup>126</sup> 田中・前掲注 21・81 頁。

<sup>127</sup> 一方当事会社が他方当事会社の議決権の 10 分の 9 以上を保有するとき、当該他方当事会社における株主総会決議を不要とするもの。会社法 784 条 1 項・796 条 1 項。

<sup>128</sup> 「シンポジウム 企業結合法の総合的研究」私法 1 号 140—141 頁（2009 年）〔石綿学発言〕。

<sup>129</sup> 神田秀樹『会社法（第 11 版）』（2009 年）139-40 頁、新株発行差止請求権を類推するものとしては、矢沢惇「合併貸借対照表における資産評価」『企業会計法の理論』221 頁（有斐閣、1981 年）。

<sup>130</sup> 違法行為差止請求権を根拠とするものとしては、大隅健一郎・今井宏『会社法論 下巻Ⅱ』（有斐閣、1991 年）91 頁、中村建『合併の公正と株主保護』83 頁（千倉書房、1987 年）、弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎・藤田友敬編『（江頭憲治郎還暦記念）企業法の理論〔上巻〕』（商事法務、2007 年）630 頁。

しかし上述①の類推適用は締め出される株主にとっては利用できない<sup>131</sup>し、②を利用する場合にも、会社に損害が生じること、すなわち「会社に著しい（または回復不能の）損害が生ずるおそれ」<sup>132</sup>があることが要件とされており、合併においてそれを認定することは通常困難であろうと思われ、実効性に欠けると指摘される<sup>133</sup>。これに対し、②について、不公正な合併等が後に無効とされたときは、現状回復に要する費用や、違法な行為をしたことによる評判の低下により、実際上は会社に損害が生じる可能性が高いから、このことを理由として差し止めを求めることができるという解釈もありうるとする見解もあるが<sup>134</sup>、しかし会社法の下では、一般の合併につき対価の不当性を理由とする差し止めはそもそもできないとも思われる<sup>135</sup>。

## (5) まとめ

上述より以下のようなことは明らかにされよう。すなわち、少数株主締出取引において一般の合併につき事前的差止請求制度が設けられていない会社法の下では、総会決議の効力を争う方法もあるが、無効事由であろうと取消事由であろうと、総会決議の効力を争う方法はシナジーの分配を含めた合併の公正さをエンフォースする機能を果たすとは考えにくい<sup>136</sup>。すなわちそれらは当該合併行為がなかった状態に戻すだけであって<sup>137</sup>、しかも行為の有効性との関係でなされる司法審査は、合併比率等が著しく不公正であったか否かについてであり、極めて限定的である<sup>138</sup>。これに対し、損害賠償請求は事後的な金銭的救済策として理論的に考えられるが、上記（2）で述べたような立証等の問題もあって実効性に乏しい。

以上に対し、株式買取請求権制度の利用は前述他の方法に付き纏う立証の問題は完全に克服され<sup>139</sup>、合併の場合においては、同制度によりその対価の公正さが保障されているならば、およそ決議の効力は否定されないとされる傾向にある<sup>140</sup>。

確かに株主買取請求権制度は対価の不公正を争う他の方法と比べて機能的にメリットが多く、合併等によって生じうる企業価値の増加分の分配は会社

---

<sup>131</sup> 稲葉・前掲注 78・14 頁。

<sup>132</sup> 会社法 360 条 1 項・3 項。

<sup>133</sup> 稲葉・前掲注 131・14 頁。反対、弥永・前掲注 130・631 頁。

<sup>134</sup> 田中・前掲注 21・82 頁。

<sup>135</sup> 藤田・前掲注 36・286 頁注（44）。略式合併では株主総会の合併承認決議が必要とされないことの代償である（相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（2005 年）229 頁）から、その反対解釈として、それ以外の合併においては株主の差止請求は認められないと考えられる（村田敏一「株式会社の合併比率の著しい不公正について」立命館法学 321・322 号 537 頁以下（2008 年））。

<sup>136</sup> 野田・前掲注 26・28 頁。

<sup>137</sup> 野田・前掲注 26・31 頁注 19。

<sup>138</sup> 藤田・前掲注 36・297 頁注（51）。

<sup>139</sup> 神田・前掲注 34・55 頁。

<sup>140</sup> このように、交付金合併における少数株主保護の問題は対価の公正さに帰着するが、そもそも専ら少数株主を排除する目的での合併はできるのかという政策的な問題はなお残される。但しこれは本稿の論じる対象ではないから、これ以上立ち入らないこととする。



法によって認められた中、公正な価格の保障を通じて、締め出される少数株主を救済する面においてより重要な役割をはたすことが期待されていると考えられるが、しかし同制度にも上記（1）（C）の②で述べたような問題点があって、実効的ではないと思われる。

よって、締め出しから少数株主を救済する現行法制度は十分ではないのが明らかである。

そこで以下では、株式買取請求権制度の母国でもあるアメリカに目を向け、親子会社間交付金合併という局面におけるデラウェア州法上での、締め出しから少数株主を救済する諸規制を概観して、その運用実態を明らかにすることを試みたいと思う。

### 第3章 少数株主の締め出し規制（米デラウェア州）～親子会社間締出合併<sup>141</sup>を対象に～

#### 1. 親子会社間の合併において考えられる問題点

親子会社間の合併においては、合併価格等に関する決定は対等な交渉によるものではなく、一方的に親会社経営陣によってされ<sup>142</sup>、（子会社）経営陣は自分は親会社及びその株主に対し主に義務を負うと考え、そして自社少数株主を外部者と考える傾向にあって、実際に利益相反の問題が生じると思われる<sup>143</sup>。キャッシュ・アウト合併において少数株主は生まれ付きの弱いポジションにあるから、裁判所による保護が必要となる<sup>144</sup>。

##### （1）伝統的な株主総会決議による保護策の不足

合併における経営陣または支配株主による少数株主利益侵害の問題に関する伝統的な法的保護策は株主（総会決議による）承認制度はある。親子会社間の合併において、かりに親会社が子会社株式を 2/3 以上有しても、少数株主は投票権そのものを有することは、子会社及びその親会社（多数株主）が（子会社）株主（少数株主）に対し合併条件及びその影響に関して合理的にその情報を開示する義務（その義務は主に連邦法に表れている<sup>145</sup>）を負うことを意味する<sup>146</sup>。そのような義務を有するのは二つの面から少数株主保護機能を果たすことがありうるといわれる<sup>147</sup>。

すなわち第一、合併条件及びその影響に関する情報の開示によりインサイダー（の行為）は公衆の監視下におかれる（the glare of publicity）。第二、仮に少数株主の投票権は算術的に無用である場合でも、詳細な合併条件等を知ることにより多くの少数株主は、株式買取請求権制度を利用したり、或いは不公平との理由で合併の差し止めを求め、またはより多くの利益を獲得するよう試みたりする傾向にあることがありうる。そのような保護の効果は大いに経営陣に開示させる範囲によるから、合併、特に親子会社間の合併において開示される情報の範囲は裁判所により拡大された<sup>148</sup>。

<sup>141</sup> アメリカにおける「合併」の用語として、「吸収合併」は“merger”，「新設合併」は“consolidation”で表されるが、本稿では総称として「合併」という用語を用いることとする。

<sup>142</sup> Brudney & Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harvard L. Rev. 2, 297, 298.

<sup>143</sup> Id. at 298.

<sup>144</sup> Cary & Eisenberg, Cases & Materials on Corporations 1555 (5th ed. 1980).

<sup>145</sup> See e.g., Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § § 77a-77aa(1970)(registration of securities offerings); Securities and Exchange Act of 1934 § § 13(d), 14(d), 15 U.S.C. § § 78m(d), 78n(d)(1970)(filing requirements); 17 C.F.R. § 240.10b(5)(1973), implementing Securities and Exchange Act of 1934 § 10b, 15 U.S.C. § 78j(b)(1970)(antifraud provision); 17 C.F.R. § § 240.14a-1 to 14a-10(1973), implementing Securities and Exchange Act of 1934 § 14, 15 U.S.C. § 78n(a)(1970)(proxy rules).

<sup>146</sup> See Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 300.

<sup>147</sup> See id. at 301.

<sup>148</sup> Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 U.S. 375, 384(1970); Kohn v. American Metal Climax, Inc., 458 F.2d 255, 262-66, 269(3d Cir.), cert. denied, 409 U.S. 874(1972); Swanson v. American Consumer Indus., Inc., 415 F.2d 1326(7th Cir. 1969); Beatty v. Bright, 318 F. Supp. 169(S. D. Iowa 1970); Colonial Realty Co. v. Baldwin-Montrose Chem. Co., 312 F. Supp. 1296(E. D. Pa. 1970).

しかし少数株主保護の観点から同制度は不十分であると指摘される<sup>149</sup><sup>150</sup>。株主承認について、買収会社は制定法上必要とされる株式数を保有していない場合には公開株主（少数株主）は合併計画に反対するかもしれない技術的な可能性があるとはいえ、実際の影響(real effect)は少ない<sup>151</sup>のに加えて、親会社は合併取引の承認に足りる株式を有する場合には何ら保護作用を機能しなく<sup>152</sup>、たとえ少数株主の中の多数の同意を条件とされとしても、経営者は委任状制度(proxy machinery)を排他的に利用すれば(exclusive control)、少数株主の行動を一致させるのに障害があつて、その結果賛成投票が殆どである<sup>153</sup><sup>154</sup>。会社持分の細分化(the atomized nature of the company's stockholdings)と株式の売却可能(salability)によって、株主は合併が誤ったものであるとみても、とりわけ合併の決定は大株主たる親会社によりされた場合には、集団行動(group action)に拠りそれに反対することはできない<sup>155</sup>。そのほか、株主承認は不満を感じる株主に単に反対のオプションを与えたのみで、かれらは通常、合併議論を主導すること、または合併条件の形成に参加することもなく、委任状制度(proxy apparatus)をコントロールし、無制限にそれにアクセスできる経営陣にとり、合併が承認されるようにそれを求めるタイミング等を操作(dictate)することもできる<sup>156</sup>。

加えて、取締役・執行役員の責任範囲が拡大されたことにより利益相反に関するより重要な情報の開示が強要される<sup>157</sup><sup>158</sup>が、仮にカバーされた範囲に渡って情報開示が合理的になされたとしても、エンフォースメントできる公正行為基準(a standard of fair conduct)をさらに整備しない限り、(利益の)不法移転(illegal diversion)の問題はなお残されるといわれる<sup>159</sup>。

## (2) 過去のデラウェア州判例法上の対応における問題点

利益相反取引について、長らくからデラウェア法の基礎的な規則(fundamental precept)は同取引の完全性を要求すること(underlying the

<sup>149</sup> Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 299.

<sup>150</sup> 保護策としての株主（総会）承認の不合理性(inadequacy)については、See, e.g., SEC, Report on The Study and Investigation of The Work, Activities, Personnel, and Functions of Protective and Reorganization Committees pt. VII, at 555-56(1940); Eisenberg, The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision Making, 57 CALIF. L. Rev. 1, 76-79(1969); Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 Yale L. J. 223, 226-27(1962).

<sup>151</sup> Eisenberg, supra note 150, at 23-43; Manning, supra note 150, at 229.

<sup>152</sup> See Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 299-300.

<sup>153</sup> Id. at 300.

<sup>154</sup> 但し合併の成立を少数株主による承認を条件付ける場合、それは少数株主にとり議決権行使における大きなインセンティブとなるから、投票結果は前記合併に関する少数派株主の真の意見を表す、信頼できる数字でありうる反面、承認決議が要らない場合には(when no vote)、少数株主の多くは権利行使をしても変わらないと権利行使の意思表示をしないとの指摘もある。Michael Phillips, Weinberger to Rabkin: Fine Tuning the Doctrine of Corporate Mergers, 11 Del. J. Corp. L. 839, 859 n.87 (1986).

<sup>155</sup> Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 300.

<sup>156</sup> See id. at 300.

<sup>157</sup> See e.g., Metz, An Unusual 'Go-Private' Plan, N.Y. Times, Oct. 18, 1974, at 58, cols. 3-4.

<sup>158</sup> 但し情報開示により、(株式)評価という中心的な問題が解決できる可能性はあまりないと指摘される。Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 301.

<sup>159</sup> Id. at 302.

entire concept of the interested director transaction)である<sup>160</sup>。すなわち会社の取締役は会社利益を保護しなければならないのみではなく、会社に損害を与えるまたは会社の利益や利得を剥奪する虞のある如何なることをしてはいけないとされる<sup>161</sup>。取締役は取引の両サイドにいる場合、最大な忠実さ(utmost good faith)と交渉におけるもっとも慎重な内在的公正性(the most scrupulous inherent fairness)を証明することを要求され<sup>162</sup>、両会社をともによく経営する(good management)同一の義務を有するとされる<sup>163</sup>。しかしそのようなルールにより経営陣は非常に困難なポジションに置かせられると指摘される<sup>164</sup>。

それに対し裁判所は法的基準を工夫することによってその困難さが多いに回避できると考えられるが<sup>165</sup>、親子会社間の合併において一般的に子会社少数株主に対し親会社(多数株主)が負う信認義務に関して、その信認義務基準(伝統的な自己取引の問題に対処する基準<sup>166</sup>)は、破産再生(insolvency reorganizations)の場合のように契約上または制定法上の明白な根拠を有しなく、そのためか、子会社少数株主に対する親会社行為の公正性を判断する場合、(過去において)裁判所は信認義務による保護範囲を詐欺以外にまで拡大することがあまりできなかった<sup>167</sup>。

過去に指摘されていた上述の問題意識をもって、以下では今日における親子会社間締出合併における少数株主救済に関するデラウェア州法上の諸規制についての今日に至るまでの経緯を考察しながら、その実態の究明を試みてみたいと思う。

## 2. 親子会社間締出合併における少数株主救済に関する諸規制

親子会社間締出合併からの少数株主救済について、デラウェア州法上では従来より制定法上の株式買取請求権制度と判例法上の事後的損害賠償請求及び事前的差止請求制度などがある。そこでまず制定法上の株式買取請求権制度について見てみたいと思う。

### (1) 制定法上の株式買取請求権制度

アメリカにおいて、制定法上の株式買取請求権についてその目的は反対株主に公正な価格を受け取って退社することを可能とさせることにあると思わ

<sup>160</sup> Moore, The "Interested" Director or Officer Transaction, 4 Del. J. Corp. L., 674, 1979. これは米国の各州で認識されてフォローされてきた。Id. at 674.

<sup>161</sup> Guth v. Loft, 5 A.2d 503, 510 (Sup. Ct. 1939); Singer v. Magnavox, 380 A.2d 969, 977 (Del. 1977)etc..

<sup>162</sup> Gottlieb v. Heyden Chem. Corp., 91 A.2d 57, 58 (Del. Super. Ct. 1952).

<sup>163</sup> Levien v. Sinclair Oil Corp., 261 A.2d 911, 915 (Del. Ch. 1969); Warshaw v. Calhoun, 221 A.2d 487, 492 (Del. Sup. Ct. 1966).

<sup>164</sup> Moore, supra note 160, at 675.

<sup>165</sup> Id. at 675.

<sup>166</sup> 自己取引又は利益相反取引の場合に、経営判断原則は一般に適用外とされる。See e.g., Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

<sup>167</sup> Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 298.

れ<sup>168</sup>，合併などのような，本来株主全員一致の承認を必要としていた基礎的変更が，会社における機動的な事業拡大の必要性に伴い，多数株主の承認のみで可能となったという変遷に伴って制定されたものであると理解される

<sup>169</sup><sup>170</sup>。

但しアメリカでは，株式買取請求権が会社に与える有害性も懸念され，株式買取請求権の存在意義や必要性について議論されていた時期があり，広く株式が売買されている市場で投下資本を回収することができる公開会社の株主に対しては株式買取請求権を認めないとする「市場株式の適用除外(market exception)」が立法化されたことは，とりわけその時期における議論を反映するものである<sup>171</sup>。しかし，近年，会社支配者などによる利益相反取引から株主を救済する手段になるという現代的機能を有するものとして株式買取請求権が果たす役割について積極的な評価がなされるに至った。要約すると次ぎのように評価されている<sup>172</sup>。

学説では近年，会社を取り巻く環境の変化を考慮して，株式買取請求権に関してこれまで注視されてこなかった特徴が強調されるに至った。すなわち，株式買取請求権が会社経営をチェックする機能を有するということを Eisenberg が主張して<sup>173</sup>以来，株式買取請求権のその観点による新たな役割について深く論じられてきていた。Fischel は株式買取請求権が利益相反取引から株主の利益を保護し，会社価値を高め，そして全ての株主に利益をもたらす黙示の契約条項として役割を果たすと説く<sup>174</sup>。また Kanda & Levmore は，株式買取請求権が疑問のあがちな非独立当事者間の交渉を暴くため又は対象会社経営者との利益交換(side payment)を暴くための開示手法として役立ち，将来の信認義務違反に因る訴訟を導き，さらに一般的に不正行為を抑止すると主張する<sup>175</sup>。また，客観的な株主代表として経営者が株主のために果たす役割の重要性を強調し，株式買取請求権が経営者の利益相反を開示する手段として形成されることを提案する<sup>176</sup>。そして Seligman と Siegel は，とりわけ公開会社における株式買取請求権の利用局面について，利益相反取引からの救済機能が必要な局面とそうでない局面とで区別すべきであると強く主張する<sup>177</sup>。それぞれ利益相反取引からの救済という点を強調し，現代の株式買取請求権を積極的に評価した。

<sup>168</sup> See Siegel, Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century, 32 Harv. J. On Legis. 79, 94 (1995)

<sup>169</sup> Id. at 86-91 etc..

<sup>170</sup> 制定されるまでの経緯について，野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討——アメリカ法における最近の理論状況について——」法学 64 巻 4 号 491-92 頁参照（東北大学法学会，2000 年）。

<sup>171</sup> 野田・前掲注 170・489 頁。

<sup>172</sup> 野田・前掲注 170・488 頁以下も参照。

<sup>173</sup> Eisenberg, supra note 150, at 84-85.

<sup>174</sup> Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, 1983 Am. B. Found. Res. J. 875, 878-79.

<sup>175</sup> Kanda & Levmore, The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law, 32 UCLA L. Rev. 429, 444 (1985).

<sup>176</sup> Id. at 463-65.

<sup>177</sup> Seligman, Reappraising the Appraisal Remedy, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829, 841 (1984); Siegel, supra note 168, at 113, 124.

現代における株式買取請求権は Weinberger 判決によるその現代化からも理解されるように、交付金合併において会社支配者が不当に低い対価で少数派株主を締め出すというような、会社支配者・経営者の利益相反取引からの救済手段として機能しうるものであって、この機能は公正な価格で投下資本を回収することを可能とさせるという株式買取請求権の目的から派生した機能であると理解されるべきである<sup>178</sup>。さらに株式買取請求権の利用可能性が時間的・費用的負担や会社資金の流出のコストを会社にもたらすということを想定する限り、株式買取請求権の存在自体は「抑制的効果 (nuisance value)<sup>179</sup>」を有し<sup>180</sup>、株主によって株式買取請求権が行使されることを嫌う会社支配者・経営者に対して、株主のためになる公正な取引を行わせしめるという効果をもたらすであろう<sup>181</sup>。但し株式買取請求権による救済は、利益相反取引が存在する局面だけにおいて必要とされるものであると理解すべきであるともいわれる<sup>182</sup>。

以下では交付金合併による締め出しから少数株主を救済する手段として考えられる株式買取請求権について概観する。

#### (A) かつての株式買取請求権（かつての株式買取請求権における「公正な価格」を構成する要素：シナジーの有無）

かつて（「Weinberger デラウェア州最高裁判決まで」を指す。）の株式買取請求手続において裁判所は一般的に、収益還元価値を含む、会社の資産価値、そして株式の市場価格などの要素を加重平均して株式価値を評価する「デラウェア・ブロック」方式<sup>183</sup>を用いていたが、実際に公正な価格の算出には、合併により生じるいかなる価値 (gains) も算定の要素とは考慮されなかった<sup>184</sup>。

### ①Weinberger 事件州最高裁判決前の判例の立場

#### Tri-Continental 事件

**事実概要：**Tri-Continental 社はその子会社たる General 社を吸収合併したが、当該合併において子会社の少数株主が締め出された。そこで、7 人の少数株主は多数株主たる Tri-Continental 社が支払った対価に異議を唱え、買取請求権を行使した。

<sup>178</sup> See id. at 107-08.

<sup>179</sup> Id. at 110.

<sup>180</sup> Manning, supra note 150, at 233-34 etc.

<sup>181</sup> Kanda & Levmore, supra note 175, at 444 etc.

<sup>182</sup> Siegel, supra note 168, at 109-10.

<sup>183</sup> Clark, Corporate Law 453 (1986); Pinto & Branson, Understanding Corporate Law 142 (2004); 酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容——米国の株式評価理論と買取請求権——」一橋論叢 112 巻 1 号 115 頁（1994 年）など。

<sup>184</sup> See Pinto & Branson, id. at 143.

**州最高裁判決**：衡平裁判所は少数株主の主張に基づき評価人の評価額に変更を加えたが、デラウェア州最高裁は次ぎのように判示してこの変更を破棄し、評価人による評価結果を支持した。すなわち、吸収される会社は継続企業として評価されなければならない<sup>185</sup>。

さらに同裁判所は、反対株主の株式の真の価値または内在的価値を決めるにあたって、すべての関連要素を考慮する必要があると説示する<sup>186</sup>。

このように裁判所は単一の評価法ではなくより広範な評価手法を採用して、資産価値、収益還元価値、市場価格、成長見込み、配当性向、企業現状などを含むすべての関連要素を考察の枠に入れることを可能にしたと思われる<sup>187</sup>。

但し Tri-Continental 事件州最高裁は「すべての関連要素を考慮する必要がある」と判示したにもかかわらず、実際に利用した「デラウェア・ブロック」評価法では単に収益還元価値、資産価値そして市場価格を評価要素としたと指摘される<sup>188</sup>。

#### **Sterling 事件 1952 年**<sup>189</sup>

**事実概要**：Y1 社は自らまたはその子会社を通じてホテルの経営管理やリース等を事業とするデラウェア州会社である同時に、ニューヨーク証券取引場上場会社でもある。Y2 社も同州会社でホテルの経営を事業とするが、その株式は市場外(over-the-counter)において取引されていた。X は Y2 社の少数株主で、Y1 社は下記本件合併前に（1952 年 3 月 25 日時点に）Y2 社株式を約 83% を有しておりその支配株主であった。Y2 社取締役全員は Y1 社により選任された者である。1952 年 3 月 6 日に、Y2 社取締役会において、利益関係がなく独立した第三者により作成された報告書に多いに依拠して、取締役（会）は株式交換を条件とする、自社と Y1 社との合併提案（以下「本件合併」を言う。）に賛同した。なお同年 4 月 14 日付の Y2 社株主総会において本件合併が承認された（Y1 社が賛成投票を行なった）。

そこで同年 4 月 7 日に、X は本件合併の条件は詐欺的でしかも不公正であることなどを理由付けとして、その完成（consummation）を差し止めることを衡平裁判所に申し立てた。一番では Seitz 判事は合併計画の公正さを判断するには両会社に関するすべての関連価値（要素）を審査・比較することがありうると述べたうえ、市場価格要素や収益要素等の関連要素を審査したところ、上述独立した第三者により作成された報告書（の内容）を認容して本件において詐欺や悪意（bad faith）がなく、本件合併の条件も公正であると

<sup>185</sup> Tri-Continental, 74 A.2d at 72.

<sup>186</sup> Id. at 72.

<sup>187</sup> Coleman, The Appraisal Remedy in Corporate Freeze-Outs: Questions of Valuation and Exclusivity, 38 Sw. L. J. 775, 778 (1984).

<sup>188</sup> Schaefer, The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock, 55 S. Cal. L. Rev. 1031, 1070-71 (1982)etc.

<sup>189</sup> 取締役会決議後の合併差止請求事件。

して、X の請求を認めなかった<sup>190</sup>。そこで X は上告した。

**州最高裁判決：**本件合併は実質的には Y2 社資産の支配株主たる Y1 社への売却であって、移転された資産の価値 (Y2 社清算価値) とその対価の価値 (Y1 社の市場価値) とを比較すべきであるという X の主張に対し裁判所は、X によるそのような主張は子会社たる Y2 社の少数株主に合併前に有していたものを付与することになってしまうと指摘したうえ、合併は資産の売却と異なり、前者の場合には、被合併会社の株主がもらえるのは合併前に有していたものと価値の面において実質的に等しい証券であると説示して、少数株主たる X は合併によって生じうるものの取得はできないとして原審判示を是認して<sup>191</sup>、親子間合併により生じうるシナジーの子会社少数株主による取得に消極的見解を示した。

#### Pooler 事件<sup>192</sup> (1966 年・out-of-pocket 損害請求)

**事実概要：**訴外 A 社はタバコ事業を営んでいたデラウェア州設立の公開会社であって、Y 社 (オランダ設立) はその多数株主として 50%を超える前者株を有していた。1960 年 6 月 28 日付の買付公告(circular letter)をもって Y 社は訴外 A 社の少数株主たる X ら (買付けに応じなかった者も含む) を対象に 1 株当たり \$ 17 の価格で買付けを行った結果、90%を超える後者社外株を取得した。同年 10 月、Y 社は別の完全子会社 (デラウェア州設立) をして A 社を吸収合併させた。

そこで 1963 年、X らは前述買付公告書(Offering Letter)には詐欺的不実表示(fraudulent representations)等があったこと、また問題のある買付けに応じた株主は著しく不適切な買付価格で勧誘されたこと等をもって、クラス・アクションを提起した。

**判決要旨：**Pool 事件において、Herrmann 判事は A 社株式の実際の価値について、株式買取請求手続における株式評価方法と同じく、すべての関連要素を考慮に入れて判断しなければならないと判示するとともに、A 社株式の実際の価値(actual value)から X らに支払われた価格を減じた差額を損害とする (いわゆる out-of-pocket measure of damages) X らの主張する損害額計算方法を認めながらも、合併により生じうると考えられるシナジーなどを A 社株式価値の評価要素にすることに消極的であった<sup>193</sup>。

#### Tanzer 事件 1977 年<sup>194</sup>

<sup>190</sup> See Sterling, 33 Del. Ch. 20, 89 A.2d 862, 1952 Del. Ch. LEXIS 76.

<sup>191</sup> See Sterling, 93 A.2d 107, 111-16 (Del. Supr., 1952).

<sup>192</sup> 直接に親子会社間の合併取引を対象とするものではないが、買付け+ショートフォーム・マージャーであって、合併前に行われた買付けにおいてその公告書に不実表示があったと主張されて、out-of-pocket 損害請求を認められた事件である、。

<sup>193</sup> See Pooler, 43 Del. Ch. 283, 224 A.2d 260, 262-64.

<sup>194</sup> 合併差止請求事件。



#### 事実概要：後述参照

同事件では、少数株主たる X らは二次的に (peripheral point) 合併価格が不公正であることを理由付けとして本件合併の差止めをも請求した。衡平裁判所は合併価格について、合併により多数株主にとり利得となるもの、例えば借入潜在力の向上とキャッシュ・フローの改善、は少数株主にも配分されるべきであるというような X らの主張については、制定法上の会社合併においてそれを考慮する判例はないことなどを理由付けとして、X らの差止請求を認めなかった<sup>195</sup>。それに対し上告審においてデラウェア州最高裁は原審は合併について合併価格の公正さに限って検討をしており、Sterling 事件や Singer 事件は合併につき完全な公正性（価格の公正さと手続上の公正さ）を要求していると説示して差し戻した<sup>196</sup>。

**差戻審判決**<sup>197</sup>：Hartnett 衡平副判事（当時）はシナジーの配分を強く主張する学説<sup>198</sup>及び過去唯一の裁判例<sup>199</sup>に触れて合併後に生じうるシナジー（ベネフィット）について比較的に詳細な検討を行なった。

具体的には、ア. 締め出される少数株主にシナジーを強制的にその配分を要請することは、合併存続会社（合併後会社）にシナジーを生じるのを意味し、これは多くの合併がそうではないという事実を無視している。合併存続会社は合併前の各当事会社（its parts）ほど強くないまたは儲からない (profitable) のがよくあることである。

イ. シナジーの配分を要求する（すべてのケースに適用できる、）一般的ルールを採用する場合の最も困難なところは、シナジー（算定）の高度仮説性 (highly speculative) である。合併に対し差止請求がなされた場合に、通常、合併前にそのシナジーを算出しなければならないが、しかし現実の問題として、合併だけに生じうる金銭的利益 (financial benefits) につき仮にあってもそれを明らかにすることも通常、殆ど不可能である (almost impossible)。合併をしようとする者はそれにメリットがない場合、それを起こさないというが、しかし合併により必ずしも利益がもたらされるのを意味しない (does not establish)。

ウ. (仮にあっても) シナジーを考慮する現実的なタイミングは株式買取請求権を利用する段階ではあるが、残念なことに、デラウェア州制定法は現在<sup>200</sup>、シナジーを考慮要素から排除している。もし当裁判所はシナジーを考えなければならないというならば、それはひとまず立法されなければならない。合併価格を設定するにあたって支配株主 (dominant stockholder) は合併に

<sup>195</sup> See Tanzer, 1975 Del. Ch. LEXIS 215.

<sup>196</sup> See Tanzer, 379 A. 2d 1121, 1124 (Del. Supr., 1977).

<sup>197</sup> See Tanzer, 402 A. 2d 382, 393-394 (Del. Ch., 1979).

<sup>198</sup> Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 318-20.

<sup>199</sup> Mills v. Electric Auto-Lite Co., 7<sup>th</sup> Cir. 552 F.2d 1239 (1977); cert. den. 434 U.S. 922, 54 L. Ed. 2d 279, 98 S. Ct. 398, 434 U.S. 1002, 54 L. Ed. 2d 499, 98 S. Ct. 649.

<sup>200</sup> Tanzer 事件差戻審判示は 1979 年 5 月 10 日付で出されたもので、1979 年当時の州制定法を指すであろう。

より生じうるシナジーを認識しなかったことは、当該合併を争う適法な理由にはならない (not valid grounds to challenge the merger) <sup>201</sup>。

上述差戻審後の少数株主による Motion For Reargument 手続において、Hartnett 裁判官は明らかにシナジーの考慮を否定する意見を出した<sup>202</sup>。但しその後判例の立場には少し変化が見られた。

#### Lynch 事件 (1981 年・rescissory damage 請求・差戻審シナジー容認)

**事実概要**<sup>203</sup> : Y1 社は訴訟外会社たる T 社の多数株主として当時 53.5% の T 社株を有していた。1974 年 9 月 30 日に Y1 社は 1 株当たり \$ 12 の価格で T 社の残余株式を対象に公開買付けを行なった結果、約 88% を取得した。ただ前記公開買付前には、T 社の経営陣でもあった訴外 H は同社の (1 株当たりの) 純資産価値は開示価格より遥かに高かったとの報告 (以下「H 報告書」をいう。) 等があったが、それは買付公告書には開示されなかった。なお T 社はその後、Y1 社の完全親会社たる Y2 社に合併された)。

そこで X は T 社の元少数株主であってそのまま前述買付けに応じたが、その後、前記買付公告書に会社の純資産価値について完全かつ誠実な (frank) 開示がなされなかったこと等によって信認義務に違反したとして、Y1 社等を対象に損害 (T 社株式の公正な価値から買付価格を減じた額) の賠償を請求した。

**判決要旨** (1981 年 4 月 3 日付) : 同件上告審でデラウェア州最高裁は X の主張を認めて、本件において Y1 社等は X に対し信認義務を負い、前述 H 公告書を開示しなかったことで前記義務違反に該当すると判示して案件を差し戻した<sup>204</sup>後、差戻審で Marvel 判事は T 社株式の価値について合併のような場合に類似する評価手続は適切であるとした<sup>205</sup>が、その後の上告審で Duffy 裁判官はそれを引っくり返して原状回復に代わる損害 (rescissory damages) 評価法を採用した<sup>206</sup>。その大きな理由として、Poole 事件で採用された株式買取請求権における株式評価法には限定があり、すなわち制定法上の合併により生じうる利得 (gain) は株式価値の評価要素とされていなく、少数株主に対し信認義務を負う多数株主が前記義務に違反したと認められる場合には、前述

<sup>201</sup> 本件について Hartnett 裁判官は最後に、仮に生じうるシナジーを考慮すべきであるとしても、少数株主に対する補償 (compensate) として合併公告前日の 1 株当たりの市場終値に付けられた 29% のプレミアムは合理的ではないと理由付ける証拠を提出しなければならないと示唆する。See Tanzer, *supra* note 197, at 394 (Del. Ch., 1979).

<sup>202</sup> Tanzer V. International General Industries, Inc., 1979 Del. Ch. LEXIS 362 (unreported opinion).

<sup>203</sup> See Lynch, 383 A.2d 278, 279-80.

<sup>204</sup> Lynch 事件上告審, Id. at 282-83.

<sup>205</sup> Lynch 事件差戻審, 402 A.2d 5, 11.

<sup>206</sup> Lynch 事件 (差戻審に対する) 上告審, 429 A.2d 497, 501-04 (Del. Supr., 1981). 原状回復に代わる損害賠償理論について、「取消しにより取引がキャンセルされ、原状に戻るが、株式の処分または返還によってそれができない場合、再売却または判示の時点における当該株式の価値がその適当な損害である。」Fletcher Cyclopaedia Corporations (Perm. Ed.) § 5598. 以下「取消しに代わる損害賠償」ということもある。

評価法は適用されないからであるとされる<sup>207</sup>。本件について Duffy 裁判官は、本来取消しはより好ましい救済方法であったが、T 社はすでに Y2 社に合併されたこと等により取消しはもう実行可能でなくて(not feasible)、その代わりに多数株主だった Y1 社が買収後に享受した価値の増加分に実際に相当する金銭的等価物を賠償させることで公正な結果が達成できると説示して、本件において取消しに代わる損害賠償方法を採用入れて<sup>208</sup>、合併により生じうるシナジーの考慮を認めた<sup>209</sup>。

#### Weinberger 事件 1981 年一審<sup>210</sup>

**事実概要**：Y1 会社（デラウェア州法人）は先端技術産業に基礎を置く、多くの子会社を有するニューヨーク証券取引所上場会社である<sup>211</sup>。Y2 会社（デラウェア州法人）は石油製品で知られていた多種の事業を営む同じニューヨーク証券取引所上場会社であった。

1974 年に Y1 会社はその完全子会社の一つを売却して得た余剰資金をもって Y2 会社の買収に目を向けた（当時、単に 50.5%の株式を取得することを目標とした）。友好的な交渉の結果（1975 年）、Y1 会社は 1 株当たり \$ 21 の価格で、新株発行及び公開買付の方法によって Y2 会社社外株式の 50.5%を取得して後者の多数株主となった（公開買付公告直前において Y2 会社株式は 1 株当たり \$ 14 弱の価格で取引されていた）。Y2 会社の取締役は 13 名でそのうち 6 名が Y1 会社の指名した者であった。またその 6 名のうち 5 名は同時に Y1 会社の取締役または従業員であって、Y2 会社の社長兼最高経営責任者も Y1 会社に指名された者、後者の取締役をも兼任していた。

その後、余剰資金を投資するため適当な投資先を探してみたが、見つからなかった。そのため Y1 会社は再び Y2 会社に目を向けた。同時に両社に勤めていた取締役等により（買収に関する）実行可能性報告(feasibility study)を行なわれていたところ、1 株当たり \$ 24 までの買収は Y1 会社にとって良い投資であると結論付けられた。そこで、Y1 会社は経営委員会会議を経て Y2 会社少数株主の株式を取得することを決定して、完全子会社である Y3 会社を設立して、1 株あたり \$ 21 という条件で Y2 会社を Y3 会社に吸収合併することとした（いわゆる交付金合併）。

上述経営委員会会議（1978 年 2 月 28 日）直後に Y1 会社が合併に関するプレス・リリースを発表した。その中で Y2 会社株式の当日の市場終値が 1 株当たり \$ 14.5 であったことが言及された。また 2 日後に再びプレス・リリース

<sup>207</sup> Lynch 事件（差戻審に対する）上告審, Id. at 502.

<sup>208</sup> Lynch 事件（差戻審に対する）上告審, Id. at 502-04.

<sup>209</sup> ただその後の Weinberger 事件差戻審で親子会社間合併において合併完成後の価値要素は思惑に基づくものであるとして、取消に代わる損害賠償評価法及びキャッシュフロー割引現在価値法は採用されなかった。

<sup>210</sup> 合併後の合併取消し又は損害賠償請求事件。

<sup>211</sup> 同時に Philadelphia と Pacific 証券取引所にも上場している。

を発表して、合併に関する交渉は行なわれており、合併価格につき Y1 会社経営陣は 1 株当たり \$ 20~21 と推薦すると公告した。

1978 年 2 月 28 日から同年 3 月 6 日までの僅か 4 営業日の間に、Y2 会社の CEO は電話にて同社社外取締役（すなわち非 Y1 会社指名取締役）と相談したほか、投資銀行に合併価格に関する意見書の作成をも依頼した同時に Y1 会社役員と連絡を取って Y2 社社外取締役の賛成を得るためには合併価格を 1 株当たり \$ 21 にすべきであると助言した。

同月 6 日に両社取締役会議が開催された。Y1 会社の同会議では合併について、①単独に Y2 会社少数株主の中に多数者が賛成すること及び②Y1 会社が保持する株式を含む Y2 会社総株式の 3 分の 2 以上の賛成が得られることを条件付けられた。Y2 会社の取締役会議では 1 株当たり \$ 21 の合併価格が公正であるという投資銀行の意見書に加えて財務書諸表等も検討資料として用意された。

翌日 7 日に Y2 会社はその株主に対し合併提案に関する経営陣の講じた措置を公表した。また発された（5 月 26 日開催の）株主総会通知書及び委任状勧誘書類にも諸情報が開示されていたが、上述実行可能性報告書そのものは Y2 会社の社外取締役（outside directors）と少数株主とに開示されなかったほか、Y2 会社の投資銀行はわずか 4 営業日に意見書を出したという事情も少数株主に開示されなかった。

そのような中で 5 月 26 日に Y2 会社株主総会が開催されたところ、少数株主の中に 51.9%が賛成し、そして総株式の中に 76.2%が賛成したことにより本件合併は同日をもって効力を生じた。

これに対して、本件合併に反対した Y2 会社の少数株主 X は、Y2 会社及び多数株主たる Y1 会社等を対象に、本件合併の取消し（set merger aside）またはそれが認められない場合、損害の賠償（monetary damages）を求めてクラス・アクションを提起した。

**一審判決**<sup>212</sup>：一審では、合併価格が著しく不合理的(grossly inadequate)であるという X の主張について、Brown 副（当時）判事は被告側の主張する評価方法を採用した<sup>213</sup>。具体的に Brown 副判事は、ひとまず合併公告前（1978 年 2 月 28 日付）の Y2 社株の市場終値が 1 株当たり \$ 14.5 であった事情等を背景に、Y2 社株に関する過去 5 年間（1974—78 年）の株価状況に目を向けた。具体的に、5 年間に渡る最高株価は 1974 年の 1 株当たり \$ 18.75 で、年間ごとの最高取引価格の平均価格は \$ 17.05 で、平均最低価格は \$ 11.35 で、平均終値価格は \$ 13.20 で、そして前述三者の平均価格は \$ 18.87 であって、合併公告前の市場終値の \$ 14.5 とは近かったと説示する。

続いて、1978 年 3 月 1 日までの Y2 社株式に関する平均 P/E 価値(a price/earnings average value)は 1 株当たり \$ 14.31 で、平均帳簿価値(a

<sup>212</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 426 A.2d 1333 (Del. Ch., 1981).

<sup>213</sup> Id. at 1361-62.

book value average)は1株当たり\$16.39であった可能性があるという被告側の評価結果に触れたうえ、合併価格たる1株当たり\$21は当時の合併公告前の終値たる1株当たり\$14.5よりおよそ45%のプレミアムを付け加えられたと説示して、最後にY2社株式にその公正な価格はいくらかという具体的な判断を避けて、直接に合併価格たる1株当たり\$21が公正であったと判示した。

他方でX側の用いた評価手法について、Brown副判事は比較的分析法(comparative analysis)とキャッシュ・フロー割引現在価値法とはいずれもY1社が少数株主の株式を取得した後に継続事業体として生じると仮定した価値をベースとしたものであると指摘したうえ、後者の評価方法につき割引要素は主観的に選択され、小さな変化でも大きな違いが生じるもので、現金合併において少数株主に支払われた対価が公正また合理的かどうかを判断する当該方法として恐ろしい(unnering)と説示するとともに、今回の合併はY2社と支配株主たるY1社にとり共に有益であって、税金・会計・保険上の節約等が実現できるほか、規制機関への重複報告によるコストも削減できる等のことを認めながら<sup>214</sup>、合併直後に元支配株主が享受できるものを参考に少数株主に支払われる対価の公正さを判断するのは誤りで判例法にも一致していない等として、合併後に生じうるシナジーなどを享受するというようなX側の主張に消極的であった<sup>215</sup>。

### ③ 小括

上述より分かるように親子会社間合併において合併によりシナジーが生じうると裁判所は認めながらも、その算定が困難であるとか、過去の判例に一致しないなどの理由付けで、合併により生じうる利得をシェアすると要求する場合もたまにはある<sup>216</sup>が、裁判所は一貫して公正な価値におけるシナジーの考慮につき否定的なスタンスを示し、合併前の会社価値に相当する現金などの対価をもらうこと、すなわち少数株主の渡したものの価値はその対価と

<sup>214</sup> Id. at 1349.

<sup>215</sup> Id. at 1356-61.

<sup>216</sup> 裁判所は判示において利得のシェアに言及したのは（一般に対等会社間の取引又は二段階取引においてであるが）、see e.g., *Mitchell v. Highland-Western Glass Co.*, 19 Del. Ch. 326, 167 A. 831 (Ch. 1933) (対等会社間の取引).なおデラウェア州判例ではないが、e.g., *Levin v. Great W. Sugar Co.*, 406 F.2d 1112 (3d Cir.), cert. denied, 396 U.S. 848 (1969); *Brundage v. New Jersey Zinc Co.* 48 N.J. 450, 226 A.2d 585 (1967). その他、ときには投資会社法(the Investment Company Act, 15 U.S.C. § 80a (1970))に基づく合併の公正性についてSECは利得のシェアを要請する。例えば see, e.g., *LaSalle St. Capital Corp.*, SEC Investment Company Act Release No. 6693 (Aug. 23, 1971); *Townsend Corp. of America*, SEC Investment Company Act Release No. 4045, at 35-39 (Sept. 2, 1964); *Atlas Corp.*, SEC Investment Company Act Release No. 2920 (Oct. 19, 1959). 以上に対し、子会社資産につき現金または親会社のシニア証券によって対価として支払われるケースでは、等価基準は実際に利得のシェアを排除する。ただし当事会社のそれぞれの価値評価は合併前のそれをベースにされてそして親会社普通株式を合併対価とされている場合、利得のシェアを認められる。親子会社合併に関するデラウェア州判例ではないが、See, e.g., *Dasho v. Susquehanna Corp.*, 461 F.2d 11 (7th Cir.), cert. denied, 408 U.S. 925 (1972)). なおデラウェア州判例、*Muschel v. Western Union Corp.*, 310 A.2d 904, 909 (Del. Ch. 1973) (対等会社間の合併).

してもらったものと等価的であることを要求するのに止めていた<sup>217</sup>218219。

上述例示したケースから分かるように、かつての株式買取請求権についてその手続において裁判所は、収益還元価値を含むいわゆる「デラウェア・ブロック」方式<sup>220</sup>を用いて公正な価格を算出していたが、実際に合併により生じうるいかなる価値(gains)については算定の要素とはしなかった<sup>221</sup>。

一方、会社側はそれらの評価要素のうち最も高い価格に基づいて売却・購入される傾向にあるから、結果的に例外なく反対株主は非現実的に低い価格を公正な価格として受け取ることになる<sup>222</sup>。そのような株式評価の問題で、少数株主にとって十分な救済手段ではなかったため、交付金合併による締め出しからの救済を求める少数株主は、株式買取請求権による救済の不能ゆえに、衡平法上の差止請求、もしくは、損害賠償請求の途に頼ることとなったと考えられる<sup>223</sup>。なお不当に低い価格で少数株主が締め出される交付金合併

<sup>217</sup> 関係のない会社間における現金による資産売却に関する早期のケースでは、公正性テストとして、渡したものの価値と対価として貰ったものの価値とが等価的であるという「等価基準」(the standard of equivalence)が採用された。See, e.g., *Allied Chem. & Dye Corp. v. Steel & Tube Co.*, 14 Del. Ch. 1, 18-20, 120 A. 486, 494-95, 審理後差止めが解除された, 14 Del. Ch. 64, 122 A. 142 (Ch. 1923). ただ裁判所は対価が対等であるかどうかには焦点を当てたのは、もらった対等物の価値が少なかったという反対株主の主張に引かれていたと指摘される(See *Brudney & Chirelstein*, supra note 142, at 310, note 35.).

<sup>218</sup> 等価を要求する差止めに関するケース: *Marks v. Wolfson*, 41 Del. Ch. 115, 188 A. 2d 680 (Ch. 1963); *Alcott v. Hyman*, 40 Del. Ch. 449, 184 A. 2d 90 (Ch. 1962), aff'd, 42 Del. Ch. 233, 208 A. 2d 501 (Sup. Ct. 1965) etc.; 等価を要求する、取引が完了したケース: See e.g., *David J. Greene & Co. v. Schenley Indus.*, 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971); *Bastian v. Bourns Inc.*, 256 A.2d 680 (Del. Ch. 1969), aff'd, 278 A.2d 467 (Sup. Ct. 1970); *David J. Greene & Co. v. Dunhill Int'l, Inc.*, 249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968); *Stryker & Brown v. Bon Ami*, Civil NO. 1945 (Del. Ch., Mar. 16, 1964); 損害が判断されたケース: See, e.g., *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 298 F. Supp. 66, 104-05 (E.D.N.Y. 1969) .

<sup>219</sup> なお合併に対する当事会社の貢献度(contributions to the merger)又は当事会社は交渉を行っていたかどうかについて市場価格によって判断されるとするのはほとんどの場合、適切ではないという事実的部分的に起因して、裁判所に適用されていた等価基準には不確定さがあると指摘される中、対等交渉の状態においては専門家により証明された価値は承認され得、当事会社間の交換(物)の対価は対等的であるという考え方の下で、裁判所は専門家による証明に拠る傾向にあると指摘される(See *Brudney & Chirelstein*, supra note 142, at 310, note 37). See, *Bastian v. Bourns, Inc.*, 256 A.2d 680 (Del. Ch. 1969), aff'd, 278 A.2d 467, (Sup. Ct. 1970); *David J. Greene & Co. v. Dunhill Int'l, Inc.*, 249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968); *Abelow v. Symonds*, 40 Del. Ch. 462, 470, 184 A.2d 173, 178 (Ch. 1962), aff'd, 41 Del. Ch. 145, 189 A.2d 675 (Sup. Ct. 1963). また裁判所は部分的に、価値上の数値的差異(numerical differences on their "merits")を解消するという方法と、部分的に、重要と考えられる量化できない要素を考慮して数値上の差異を相殺するという方法を用いて、独立可能性の高い専門家間の(評価結果に関する)不一致性(disagreements)を調整することに焦点を当ててきていた。See, e.g., *David J. Greene & Co. v. Schenley Indus.*, 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971); *Bastian v. Bourns, Inc.*, 256 A.2d 680 (Del. Ch. 1969), aff'd, 278 A.2d 467 (Sup. Ct. 1970) etc. 但し裁判所は不一致性を調整する場合では、基準をはっきりしているわけではない。例えば親子会社間の合併については"careful scrutiny"を要求する一方(see, *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 33 Del. Ch., 293, 298, 93 A.2d 107, 110 (Sup. Ct. 1952) ), 関係のない会社間合併については, need to find a disparity "so gross as to indicate bad faith"(see, e.g., *Cole v. National Cash Credit Ass'n*, 18 Del. Ch. 47, 59, 156 A. 183, 188 (Ch. 1931), または"詐欺(fraud)"要件を要求する(see, *Mitchell v. Highland-Western Glass Co.*, 19 Del. Ch. 326, 330, 167 A. 831, 833 (Ch. 1933))。

<sup>220</sup> *Clark*, supra note 183, at 453; *Pinto & Branson*, supra note 183, at 142; 酒井・前掲注 183・115 頁など。設例を挙げてみれば、ある会社の1株当たり収益還元価値が\$20、資産価値\$15、株式取引価格が\$22であるとき、それぞれに対する按分率を60%、30%、10%とすると、株式の評価価値は(20×0.6) + (15×0.3) + (22×0.1) すなわち\$18.7となる(酒井・同115頁)。

<sup>221</sup> See *Pinto & Branson*, id. at 143.

<sup>222</sup> *Klein & Coffee*, business Organization and Finance: Legal and Economic Principles 204 (2000); *Weiss*, Balancing Interests in Cash-Out Mergers: The Promise of *Weinberger v. UOP, Inc.*, 8 Del. J. Corp. L. 1, 22-25 (1983).

<sup>223</sup> 野田・前掲注 170・497 頁。

が逆に促進されることになってしまったとの指摘もある<sup>224</sup>。

## (B) シナジーなどを考慮しない姿勢に関する学説上の批判

合併前に何ら関係もない会社間の合併については、少なくとも買収者、そして一般には両者は合併により利得(gains)が生じると信じて行なっている可能性が高い<sup>225</sup>226)のに対し、親子会社間の合併についても、合併後の会社価値は親・子会社のそれぞれの合併前価値の合計より高くなりえ、それはいつも生じるわけではないが、少なくとも三つの理由から生じる可能性があると思われる<sup>227</sup>。すなわち、①コスト削減(cost-saving)。コスト削減の機会が親会社によるコントロールの前に生じていた、またはコントロールの後に現れていたことがありうる。親子会社間の結合(affiliation)のみで、大多数の経済性(most economies)は大いに実現できるが、所有権を全部取得しないと完全に実現できないのもありうる。②税金節約。③1960年代の合併ブームにおいて、株式市場または投資者が熟知していた財務的ベニフィットがあったことがありうる。

最近の経験によれば、親会社に所有されていない子会社のインカム(income stream)の市場倍数(market multiplier)は合併により時には高くなることがありうると期待され、子会社の収益(earnings)は親会社のそれと比べより多く割り引かれた(discounted)場合、その収益の還元(capitalize)比率は単なる所有権の移転により変わることがありうる。結合された収益全部が変わらない場合でも、Lintner氏が述べるように、「買収会社のP/E比率が対象会社のそれより高いならば、買収会社の1株当たりの収益は自動的に増加する」<sup>228</sup>。それは賢明であるかどうかはともかく、「1株当たりの収益について、多くの投資者は成長性及び成長可能性(growth and growth prospects)を判断する」から、合併の結果、実際に総価値(aggregate value)が増加することがありう

<sup>224</sup> See Klein & Coffee, *supra* note 222, at 204; See Weiss, *supra* note 222, at 22-25.

<sup>225</sup> See, e.g., W. Alberts & J. Segall, *The Corporate Meger* (1966); FTC, *Economic Report on Coporate Mergers* (1969); G. McCarthy, *Acquisitions and Mergers* (1963). 株式市場は被買収会社の価値、合併による製品市場の支配または効率性向上の可能性、そして会社財務構造の変化または株式市場シナジー(stock market synergy)等について誤った判断(misperception)をする場合、買収者が支払いたがる価格と被買収者に配分される又は両者の結合による利得(gains)に属する値段(少し高い)との間に差が生じることがありうる。その差の部分を獲得したがるのが合併を行うインセンティブになる可能性が高い。See, e.g., Gort, *An Economic Disturbance Theory of Mergers*, 83 Q.J. Econ. 624 (1969); Halpern, *Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers*, 46 J. Bus. 554 (1973); Lewellen, *A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger*, 26 J. Fin. 521 (1971); Lintner, *Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets*, 61 Am. Econ. Rev. 101 (1971); Mueller, *A Theory of Conglomerate Mergers*, 83 Q.J.Econ. 643 (1969).

<sup>226</sup> なお長期的視点から、合併により効率性または収益(profits)が増加されることを疑問視する文献も膨大である。See e.g., E. Kelly, *Profitability of Growth Through Mergers* (1967); S. Reid, *Mergers, Managers and The Economy* (1968); A. Singh, *Takeovers: Their Relevance to The Stock Market and The Theory of The Firm* (1971); Austin & Fishman, *The Tender Takeover*, 4 *Mergers and Acquisitions* 4 (1969); Hogarty, *Profits from Mergers: The Evidence of Fifty Years*, 44 St. John's L. Rev. 378 (spec. ed. 1970); Piper & Weiss, *The Profitability of Multi-Bank Holding Company Acquisitions*, 29 J. Fin. 163 (1974) etc..

<sup>227</sup> See Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 308.

<sup>228</sup> See Lintner, *Expectations*, *supra* note 225, at 110.

る<sup>229</sup>。

設例<sup>230</sup>を用いて説明しよう。例えば S 社株式<sup>231</sup>の 50.01%を所有する親会社たる P 社の株式は、親子会社間の合併に関する情報が開示される直前において、その P/E 比率が 10 である場合の収益は一株当たり \$12 である（すなわち P：一株当たり \$120（以下「一株当たり」を省略する）、E：一株当たり \$12（以下「一株当たり」を省略する））という条件で売却され、S 社の株式は、その P/E 比率が 10 である場合の収益は一株当たり \$0.5 である（すなわち P：\$5、E：\$0.5）という条件で売却されたとする。P 社の発行済株式数は 100 万株で、S 社は 200 万株超の発行済株式を有して、その中、公開（少数）株主は 100 万株を有し、P 社はその残りを有する。

そこで、P 社株の総収入(total income)は 12 百万ドル<sup>232</sup>で（E たる \$12 X 1 百万 P 社株）、P 社株式価値は 120 百万ドル（P たる \$120 X 1 百万 P 社株）である。他方で、S 社公開株主の収益は 0.5 百万ドル（E たる \$0.5 X 1 百万 S 社公開株）で、その株式価値は 5 百万ドル（P たる \$5 X 1 百万 S 社公開株）である。そこで、P 社株式と S 社公開株式の価値の合計は 125 百万ドル（P 社株式価値の 120 百万ドル+S 社公開株式価値の 5 百万ドル）である。

さらに P 社と S 社との合併は 135 百万ドルの価値ある企業体を造るとする。すなわち合併の理由どうであれ（コスト削減、税金節約又は合併により実現できる他のベネフィット）、合併により 10 百万ドルの価値増加がある。

上述の対価対等基準によれば、合併において子会社公開株主が与えたものの価値は合併を除く子会社公開株の価値であって、設例で考えられる 10 百万ドルの価値増加分は完全に P 社のものになってしまう。対価が（債券または現金である場合、1 百万 S 株を所有する S 社公開株主は 5 百万ドルを超えないものをもらえるのに対し、対価が P 社株である場合、総価値が 5 百万ドルの約 38,462 株の P 社株をもらえる（総価値の 5 百万ドル÷一株当たり \$130）。合併後の P 社の株式価値は一株当たり \$130 になる（（合併前 P 社株式価値の 120 百万ドル+10 百万ドルの増加価値）÷1 百万 P 社株）。このように、確かに S 社の公開株主は自分の所持する株式の合併前価値に相当する分をもらえるが、合併取引により生じる利得の取得は全くない。

確かに合併においてはたしてシナジーが生じるかどうかについて疑問視する考え方もある<sup>233</sup>。また（親子会社間の）合併において対価が親会社株式である場合、交換する・される株式は性質上で比較でき（すなわち同じ分析手法による分析ができる）、そして子会社株主は引き続き合併後の会社に株主として参加できるから、各当事会社が合併後の会社に寄与する貢献度

<sup>229</sup> See id. at 110.

<sup>230</sup> 設例は、Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 313-25 を参照。

<sup>231</sup> 設例でいう株式はすべて普通株式であるとする。

<sup>232</sup> 計算の便宜上、100 万を百万とする。

<sup>233</sup> 長期的視点から、合併により効率性または収益(profits)が増加されることを疑問視する文献も膨大である。前掲注 226 引用文献参照。



(contribution)と予期された合併効果(combined effects of the merger)とによって構成される, いわゆる 1 株当たり比較分析法(comparative per share analysis)の適用が考えられるが<sup>234</sup>, 比較的評価手法には二つの条件, すなわち A. 提出された証券と対価として受領したものとが比較可能であること, B. 合併後の会社に株主として引き続き参加すること(continuing equity participation)があつて, 現金を対価とされる合併では, 通常前述の条件が欠けるという指摘もある<sup>235</sup>。

しかし親子会社間の合併は利他的行為ではない(are not exercises in altruism)ため, 利得を生じる源は何であれ, (合併)取引から利得を生じうることを認知して, しかもそれを合理的に期待しない限り, 親会社はめったに子会社資産の買収に手を出さない<sup>236</sup>。公平・公正という観点からすれば, 親子会社間合併において親会社が当該合併により生じうるシナジーなどを独占することは少数株主にとっては公平ではない<sup>237</sup>。

ところで, 1983 年 2 月デラウェア州最高裁判所は, Weinberger v. UOP, Inc. 事件<sup>238</sup>において親子会社間の交付金合併による少数株主締出取引に関して, 従来のデラウェア州判例理論を変更して注目すべき判決を下した。そこで以下では, 上述学説を念頭に置きながら引き続き, 有名な Weinberger 事件デラウェア州最高裁判決以降の判例理論を概観してみる。

### (C)今日の株式買取請求権

#### ①Weinberger 事件州最高裁判決による評価技法の現代化

##### Weinberger 事件 (1983 年州最高裁判示)

事実概要: 上述参照

州最高裁判決: 州最高裁は, 数十年の間に利用されていたいわゆる「デラウェア・ブロック・アプローチ」または加重平均評価法は, 金融界等で一般に受け入れられている評価技法を排除するかぎり, もはや時代遅れであるのが明らかで, 株式買取請求権制度及びその他の株式評価手続きにおいてそれを認め, デラウェア州法を時代の発展に間に合わせる(bring our law current)時が到来したと述べたうえ, 「公正な価値」の判断について, 一般に金融界で用いられ, そして裁判所で認められる技法や方法によって証明できる, 合併の完了または期待(accomplishment or expectation of a merger)から生じうる, 思惑に基づく(speculative)要素を除いた, すべての関連要素, すなわち資産, 市場価値, 収益, 将来の見込み(future prospects)その他当該会社株式

<sup>234</sup> Sterling, *supra* note 191, at 111-13.

<sup>235</sup> Nathan & Shapiro, Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law, 2 Del. J. Corp. L. 61-2, 1977.

<sup>236</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 309, note 33.

<sup>237</sup> *Id.* at 313.

<sup>238</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. Supr. 1983).

の内在的価値(intrinsic or inherent value)に影響を与える要素<sup>239</sup>を考えなければならないと判示する<sup>240</sup>。うえ、思惑に基づく要素であるかどうかについては限定解釈すべきで、それはあくまで思惑に基づいて見積もったデーター(pro forma data)を指すものと明示する<sup>241</sup>。

進んで企業の属性(the nature of the enterprise)を含む将来価値(future value)について、合併日(the date of the merger)までに知られた、または証明できる(susceptible of proof)、かつ思惑に基づいていないものを考慮できると明示して、合併により生じうる、思惑に基づいていない将来価値を公正な価値に関する判断要素として積極的スタンスを示した<sup>242</sup>。

同判示によって、従来の「デラウェア・ブロック」評価法による恣意的な按分率付与の危険性は排除されたなどと評価される<sup>243</sup>ほか、今後、株式価値の評価においては、よく聞かれるシナジーという、ある意味で、不思議なものを含む、合併により生じうると合理的に期待できる将来利益(future benefits)はデラウェア裁判所に認められると推測される<sup>244</sup>。

ところが、当時、デラウェア州一般会社法において株式買取請求権における公正な価値の評価に関しては、少なくとも、文言上、合併により生じる将来価値につき一切排除するというふうにも読める<sup>245</sup>。にもかかわらず、Weinberger 州最高裁は上記のように解釈したのは興味深いところである。

## ② 株式買取請求権における評価技法の現代化の趣旨

Weinberger 州最高裁は株式買取請求権における株式価値の評価に関する法規定の改正に言及してその理由付けを説示する。すなわち、1976 年修正までの株式価値の評価に関する条文は、裁判所は(株主の)持株の価値を決定するという規定ぶりであったが、前記修正によって、はじめて § 262 (f) において、(株式の)「公正な価値」という文言が盛り込まれて、そしてその後の 1981 年法改正で、裁判所は公正な価値を判断する際に「すべての関連要素を考慮しなければならない」という文言も付け加えられた<sup>246</sup>。この一連の法改

<sup>239</sup> See id. at 701.

<sup>240</sup> Id. at 701.

<sup>241</sup> Id. at 713.

<sup>242</sup> Id. at 701.

<sup>243</sup> Banks & Carnes, Share Valuation—A Chance for Financial Literacy, 23 Cal. W. L. Rev. 192, at 550-51 (1987). ただ Banks & Carnes は同時に従来の「デラウェア・ブロック」評価技法について、評価要素が限定されたことは確かに議論を呼び起こしたが、個々の評価局面に見られる評価関連要素のどれに注目するのかという法的判断上の指針を示したことによって、評価手続に必要な時間的負担を軽減する効用があったと指摘する(id. at 551)。

<sup>244</sup> Herzel & Colling, Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP, 39 the Business Lawyer 1525, 1530 (1984) (但し両氏は“quasi-magical synergistic benefits”という言葉遣いをしているから、合併により生じうるシナジーについては恐らく消極的であろう); Payson & Inskip, Weinberger v. UOP, Inc.: Its Practical Significance in the Planning and Defense of Cash-Out Mergers, 8 Del. J. Corp. L. 83, 93 n.72 (1983) (思惑に基づいたものではないと証明できる限りシナジーは考慮されうる)。

<sup>245</sup> Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (h) (1983).

<sup>246</sup> Weinberger, supra note 238, at 713-14. なお 1981 年の関連法改正については, See, House Bill No. 16, available at <http://delcode.delaware.gov/sessionlaws/ga131/chp025.shtml>.

正には（締め出される）株主を完全に補償する立法上の意図があったことが明らかであると述べる<sup>247</sup>。

新しい株式評価法のもとでは、公正な価値に取消しに代わる損害（を構成する合理的）要素(possible elements of rescissory damages<sup>248</sup>)も含まれると考えられ<sup>249</sup>、（合併）取引が対等な交渉によるものである場合、（多数株主の目的がどうであれ）少数派株主の持株に係わる公平なリターン(a fair return)はより保障される<sup>250</sup>などのことからすれば、上記のような解釈も同条立法趣旨（もしそうだとすれば）に合致したともいえる。

但し後述のように、判例法上のクラス・アクションによる損害賠償訴訟において完全な公正性理論によって、原状回復に代わる損害賠償方法が採用されて、合併から生じると思われる将来価値はすでに考慮されている<sup>251</sup>ことを考えると、別途、制定法上の株式買取請求権における評価方法を現代化して反対株主の利益をより補償するというより、むしろその背後に州最高裁は、締出合併取引について、効率性を図る面もあって、クラス・アクション損害賠償訴訟における比較優位性(comparative incentive)を減らして、株式買取請求権に絞ろうという狙いもあったと思われる<sup>252253</sup>。

### ③ 将来価値を評価する対象の拡大

Weinberger 州最高裁判決は、株式買取請求権が請求者にとってより好都合な金銭上の救済手段になるように株式買取請求権を現代化した<sup>254</sup>結果、株式買取請求における株式評価に用いられた従来の「デラウェア・ブロック・アプローチ」が拡大され、金融界<sup>255</sup>で一般に受け入れられている価値評価法、例えば買収プレミアム比較法、またはキャッシュフローの割引現在価値に基

<sup>247</sup> See Weinberger, id. at 714.

<sup>248</sup> 同じ意味合いをもって「原状回復に代わる損害」ということがある。

<sup>249</sup> Prickett & Hanrahan, Weinberger v. UOP: Delaware's Effort to Preserve a Level Playing Field for Cash-Out Mergers, 8 Del. J. Corp. L. 59, 79 (1983).

<sup>250</sup> Michael Phillips, supra note 154, at 842.

<sup>251</sup> 例えば Lynch 事件（差戻審に対する）上告審, supra note 206, at 502-04.

<sup>252</sup> Herzel & Colling, supra note 244, at 1528, 1530 ; Weiss, supra note 222, at 54 . なお Weiss 氏は株式買取請求による基本的な救済への回帰は従前覆された判例の復活を意味するもので副作用があるとも指摘する (See Weiss, id. at 54, n.342 ).

<sup>253</sup> なお事業目的理論の適用による訴訟を減らす目的もあったという指摘もある。Michael Phillips, supra note 154, at 842.

<sup>254</sup> Clark, supra note 220, at 457 ; Klein & Coffee, supra note 222, at 204-05 . 但し Klein & Coffee は、衡平法上のクラス・アクションは株式買取請求手続に比べて反対株主にとって有利であり、衡平法上の差止命令手続を合併後の制定法上の株式買取手続に置き換えることによって、株主が自己の権利を守るために自らのイニシアティブによって行動することを強いられると指摘して、Weinberger 判示の結果は十分に少数株主の保護のためになるものではないと述べる (Klein & Coffee, id. at 205)。但し Weinberger 判示は反対株主による事前的差止めを制限しないとする考え方もある (Prickett & Hanrahan, supra note 249, at 78-9 n. 126 )。

<sup>255</sup> ニューヨーク州は立法で N.Y.B.C.L. § 623(h)(4)において類似のアプローチをした。MBCA § 13.01(3)では公正な価格の定義について、現代金融における評価法を明記していないが、それらを排除してはいない。A.L.I. Corp. Gov. Proj. § 7.22 も現代金融における評価法を認めている。その他、Stringer v. Car Data Systems Inc., 841 P. 2d. 1183 (Ore. 1992)事件では、裁判所は、株式評価に関する Weinberger 最高裁判決のアプローチはオレゴン州の制定法 (MBCA を模範とした) 上でも認められると示した。See, Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson , Understanding Corporate Law(2004, 2<sup>nd</sup> ed. ), at 266, note 62.

づく評価法などが認められた<sup>256</sup>。そして下記のようにその後の判例では、将来価値についてその評価対象も一層拡大された。

#### Onti 事件 1999 年<sup>258</sup>

**事実概要**：1986 年 1 月 31 日に、X1 及び X2 など（個人反訴原告、以下「X1・2」という）の所有する X3 社（X1・2 と併せて「反訴原告」という）は C 者などにより所有される Y2 社（反訴被告 2）と、そして Y1 社（反訴被告 1）及び Y3 社（反訴被告 3）等（以下合わせて「反訴被告」という）との間でジョイントベンチャー設立に関する契約を締結した。その後、1988 年 1 月 31 日に「同意書」（consent decree）を締結して、それにより 15 ケ所の癌治療センターは Y1 社（C は多数株主であって、同社において少数派株主たる X1・2 とそれぞれ 60%、40%の持分を保有）に移転されることとなった。

1993 年に上述 15 ケ所の癌治療センターのうち 10 ケ所の資産は Y3 社（新会社 10 社に関する便宜上の総称）に移転された代わりに後者株式は対価として与えられた。なお当該株式はその後、Y1 社の株主に配分された。

1995 年 8 月 30 日、Y1 社は Y3 社の中の 8 社との間で交付金合併が行われたところ（以下「本件合併」という）、Y1 社は存続し（その後 Y4 社に変更）、前述 8 社は Y5 社に変わった。本件合併において Y1 社に対し少数株主たる X1・2 の持つ 40%の持分は第三者による価値評価の結果（以下「第三者評価書」という）に基づいて \$ 6,040,00 と評価された。本件合併の後、Y5 社は訴外 A 社（Y1 社の多数株主たる C はその支配株主又は 100%株主であった）と合併したところ、1996 年 2 月に訴外 A 社はまた訴外 B 社と合併して訴外 D 社となった（以下併せて「第 2・3 合併取引」という）。

もともと本件合併後の会社たる Y4 社（本訴原告 1）と Y5（本訴原告 2、以下併せて「本訴原告」という）は少数株主たる X1・2 を本訴被告に、①少数株主に対し上述交付金合併の対価が完全に公正であることの確認（declaration）、②本件合併の対価をもらう適当な当事者は誰であるか、または株式買取価格の算定を請求できる者は誰であるかに関する確認の訴訟を裁判所に提起した。

少数株主たる X1・2 など（反訴原告）はその後、Y1 社など（反訴被告）を対象に本件合併の手続は不公正である（契約違反も理由）として反訴を提起したとともに、Y4 社及び Y5 社を相手に株式買取価格の算定を申し立てた（appraisal action）。本件訴訟はそれらを併合して審理した（tried on a consolidated basis）ものである。

**判決要旨**：Chandler 判事はまず Cede 事件判示<sup>259</sup>を引用して公正な価値を判

<sup>256</sup> See, Pinto & Branson, id. at 266.

<sup>257</sup> なお買収プレミアム分析法についてその妥当性が疑問視されるほか、今日において（子会社）少数株主がもらうプレミアムは株式価値を超えるもので、（親会社）株主はそれにより損害を被る等との指摘もある（Payson & Inskip, supra note 244, at 92 n.69）。

<sup>258</sup> 株式買取価格算定の申し立てなど。

断するには、裁判所は合併までに知られたまたは証明できる、思惑に基づいたものでない将来価値に関するすべての要素を考慮しなければならないと説示して、本件において本件合併が行われた後の第2・3合併取引はそれに当たるものではなく、本件合併時に実際に存在していたと認定した<sup>260</sup>。

また Chandler 判事はある会社がマンハタンの中心部に大きな畑 (cornfield) を有しており、そしてあそこにシティコープ・センター (Citicorp Center) が位置すると喩えられたケースに関する下記コメント<sup>261</sup>、すなわちその会社において多数株主と取締役会は畑につき十分に開発すべきと意識して、合併を利用して畑としての価格で少数株主を排除した後、それを分割して売り (subdivide) かまたは開発してビルを建てた後に売り或いはレントをして、それによって生じる価値を独占する。前記合併日までのその会社の価値には畑を開発する可能性という非仮説的な要素を考慮されていなく、そのような価値評価技法は現実的 (realistic) ではなくて、そのような状況下に置かれる少数株主は合併後の畑開発により生じる価値を享受できる、というコメントを肯定して、本件では Y1 社 (本件合併後の Y4 社) はまさに上述の会社であって、C 者は同社多数株主で、そして Y3 社の中の 8 社 (本件合併後の Y5 社) はその畑で、本件合併後の第2・3合併取引プランはまさに上記畑開発プランであると説示したうえ<sup>262</sup>、本件においては問題の価値算定にはその第2・3合併取引を考慮しなければならないと判示する。

進んで具体的な評価手法について、伝統な「デラウェア・ブロック法」が Weinberger 事件州最高裁判決により廃止された<sup>263</sup>後、DCF 法は広く受け止められており、公正な価値を評価する技法の一つとしてしばしば裁判所に利用されてきた<sup>264</sup>などとして、Chandler 判事は本件においても同法を採用して公正な価値を算定した<sup>265</sup>。

このように本件では、本件合併の後に合併前に存在していたと認められるビジネスプランの実行により生じる将来価値も本件合併日における公正な価値の判断要素とされた。

#### Kessler 事件 (2006 年) <sup>266</sup>

**事実概要** : X は Y2 社の少数派株主 (実際に 3 名いるが、説明の便宜上併せて X という) であって、下記本件合併前 (2004 年 1 月 20 日をもって本件合併に

<sup>259</sup> Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 684 A.2d at 300.

<sup>260</sup> Onti, Inc., v. Integra bank, 751 A.2d 904, 910 (Del. Ch. 1999).

<sup>261</sup> Symposium: Delaware Appraisals after Cede & Co. v. Technicolor, 17 Bank & Corp. Governance L. Rep. 638 (1996).

<sup>262</sup> Onti, supra note 260, at 910.

<sup>263</sup> Weinberger, supra note 238, at 703.

<sup>264</sup> See, e.g., In re Radiology Assocs., Inc. Litigation., Del. Ch., 611 A.2d 485 (1991); Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 1990 Del. Ch. LEXIS 259, Del. Ch., C.A. No. 7129 (1990); Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 1988 Del. Ch. LEXIS 28, aff'd, Del. Supr., 564 A.2d 1137 (1989) etc..

<sup>265</sup> Onti, supra note 265, at 916-25.

<sup>266</sup> 株式買取価格算定の申立て及び合併の公正さを争うハイブリット訴訟。See Kessler, 898 A.2d 290, 2006 Del. Ch. LEXIS 84. 親子会社間合併ではあるが、対象会社が非公開会社である。

効力が生じた)において 37.5%の Y2 社株式を有していた。一方 Y1 は Y2 社の多数派株主(実際に 5 名いるが、説明の便宜上併せて Y という)であると同時に Y2 会社の取締役でもあって(過半数を占める)、本件合併前に 62.5%の Y2 社株式を保持していた。

1998 年に訴外 Delaware I 社が設立され、Y2 社はその 70%の持分を有する。1999 年に訴外 Delaware II 社も設けられ、その持分の 60%は Y2 社に帰する。

2002 年 8 月ころに X と Y1 との間に揉め事が生じて、同月 21 日に X は Y1 の事務所に訪れところ、Y1 は X の株式に興味を持つ意思を伝えた。それに対し X は応じなかった。2003 年 7 月 15 日に、Y1 は交付金合併によって Y2 会社を合併する目的で Y3 社を設立した。その前に Delaware I 社と Delaware II 社を含む Y2 社関連資産の価値評価をも第三者たる R 社に委託した。なお当時、Delaware III 社と IV 社の設立もすでに計画中であったが、それらは評価の対象に含まれなかった。

同年 12 月 10 日に、Y1 は Y2 社取締役として X を排除する(結果を伴う)合併(以下「本件合併」をいう)に同意した。同月 15 日に、前述 R 社の評価結果を合併価格として Y2 社を存続会社とする Y3 社との合併計画などを内容とする通知書は X に送られた。当該通知書に 2004 年 1 月 5 日に株主総会が開催される内容も記載されたが、X の要請で同月 19 日に延期されることとなった。

同月 9 日に X は衡平裁判所に、制定法上の株式買取請求権<sup>267</sup>による株式評価を申し立てた。(なお X は参加しなかったが、同月 19 日に株主総会が開催されて、その翌日たる 20 日をもって本件合併は効力を生じた。また同年 6 月に X は本件合併が不公正なものであって Y1 は信認義務に違反したとして損害の賠償をも求めたが、自らその権利(取消しや損害賠償)を放棄した事実が認定された。但し本件合併に関する完全な公正性の請求は認められた)。

**衡平裁判所判決：**公正な価値を判断するには、思惑に基づいた要素を除く(non-speculative factors)、合併日までのすべての関連要素を考慮することがありうると述べたうえ<sup>268</sup>、実体上(価格)の公正さについて Strine 副裁判官(当時)は次のように判示する。

本件において Y2 社価値の鑑定人たる R 社は Y2 社の性質について完全な理解をしておらず、Delaware III 社と IV 社の設立に関する計画はすでに着手したから、Y2 社の価値は合併日までのそれより高いかどうかすら考えなかった。X を排除するため設定された合併価格には Delaware III, IV, そしてもしきたら V 社の設立により生じ(う)る利得(gain)の配分を一切考慮されていなくて、それらは本件合併の公正さ(の判断)に関連するのが明らかである<sup>269</sup>。

---

<sup>267</sup> 8 Del. C. § 262.

<sup>268</sup> See *Union Illinois 1995 Inv. Ltd. P' ship v. Union Fin. Group, Ltd.*, 847 A.2d 340, 356-57 (Del. Ch. 2004).

<sup>269</sup> 例えば多数派株主は合併のタイミングを不公正に設定することによって少数派株主の価値を不公正に否定することを防ぐために対象会社の(発展)計画(の成就)により生じうる価値を含める必要があ

そして Technicolor 事件<sup>270</sup> など<sup>271</sup>に関する判例によれば、本件において Delaware III, IV そして IV 社の設立は本件合併日までに Y2 社の事業プランの一部であったならば、事業体として継続する Y2 社の価値を評価する場合にそれらを考慮しなければならない<sup>272</sup>。

会社は初期の（テスト的な）施設管理を通じてテクニックを身につけて、現在その成功をコピーして大きな発展を迎える時期にある（on the verge of break-through growth）と多数派株主が判断するとき、少数株主は危険な状態にさらされると考えられる。本件では Y2 社の事業プランは新社を設立する戦略に及び、その戦略は合併日における Y2 社の「事業上の事実」（operative reality）の一部<sup>273</sup>として公正な価値に含めなければならないと判示して<sup>274</sup>、そして DCF 評価技法を採用して公正な価値を算出した<sup>275</sup>。

このように本件でも前述 Onti 事件と同様に、合併前に存在していたと認められるビジネスプランの実行により生じる将来価値も本件合併日における公正な価値の判断要素とされた。

#### ④ 小括

上述より分かるように、Weinberger 州最高裁判決は、株式買取請求権が請求者にとってより好都合な金銭上の救済手段になるように株式買取請求権を現代化した<sup>276</sup>。また Weinberger 事件州最高裁判決以降の判例は思惑に基づくものでないと認められる限り、合併により生じうるシナジー<sup>277278</sup>のみならず、合併前に事実として存在していたと認められるビジネスプランに起因する合併後の価値（すなわち会社機会）<sup>279</sup>についても合併日までの公正な価値を判断

---

る(Onti, supra note 260, at 910-11)。支配者は会社財産が改善される兆しのあるときに少数派株主を締め出すタイミングを簡単に選択できることによって少数派株主は少数株主になりたくなるし、少数株主を保護するバランスも崩れる。Hamermesh & Wachter, The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law (U. of Penn. Inst. For Law & Econ. Research, Paper No. 05-24, 2005 ), available at <http://ssrn.com/abstract=810908> .

<sup>270</sup> Cede, supra note 259, at 300.

<sup>271</sup> Weinberger, supra note 238, at 713; Onti, supra note 260, at 911; Allenson v. Midway Airlines Corp., 789 A.2d 572, 585 (Del. Ch. 2001).

<sup>272</sup> See Kessler, supra note 266, at 312.

<sup>273</sup> Strine 副判事は Cede 事件判示(See Cede, supra note 259, at 298-99, 少数株主が締め出される前に多数株主により実行された新戦略は公正な価値に考慮されなければならないとする)や Dobler 事件判示 (Montgomery Cellular Holding Co., Inc. v. Dobler, 880 A.2d 206, 222 (Del. 2005)), Cavalier Oil 事件判示 (Cavalier Oil, 564 A.2d 1137, 株式買取請求手続で評価する公正な価値には会社機会訴訟を（評価要素として）考慮しなければならないとされる)を引用して、拡張プランや戦略変更を含む合併前の会社ビジネスプランは実質的に当該会社価値の一部として考慮しなければならない会社機会であると説示する。See Kessler, supra note 266, at 314 n. 51.

<sup>274</sup> See Kessler, id. at 314.

<sup>275</sup> Id. at 329-42.

<sup>276</sup> Clark, supra note 220, at 457; Klein & Coffee, supra note 222, at 204-05.

<sup>277</sup> 例えば Rosenblatt, 493 A.2d 929, 933 n. 5 （合併によりシナジーを生じうると事実として認定された）。

<sup>278</sup> なお ALI(American Law Institute)は 1992 年 3 月に Final Draft の形で「Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations」を出して、具体的な算定方式は示されていないが、七・二二条の(c)項を以て合併等により生じるシナジーを反対株主に分配することを認めている。American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations—Proposed Final Draft 1992, §7.22(c).

<sup>279</sup> それら以外に例えば合併条件の不正を理由付けとする訴訟や申立てに関連する他の訴訟(derivative



する要素として考慮された。

#### (D) 現代化された株式買取請求権制度の問題点

Weinberger 州最高裁は上述のように、制定法上の株式買取請求権を現代化したうえ、それによる救済が適切ではない場合もありうる」と指摘しながら<sup>280</sup>、それが不満を感じる(disgruntled)株主に対する主たる救済手段であると強調した<sup>281</sup>。このような判示は支配株主による会社経営を尊重する姿勢を示すものであるとも見られるが<sup>282</sup>、その背後には、締出合併について、州最高裁はクラス・アクションによる損害賠償訴訟における比較優位性(comparative incentive)を減らして、株式買取請求権に絞ろうとする狙いもあったと思われる<sup>283284</sup>。しかし次のような問題点が指摘されている。

① すなわち、反対株主は株式買取請求手続が完了しない限り、株式に代わる対価の支払いをもらえず、また裁判所により算定された公正な価格は会社側の元買取価格より低くされるリスクを負う<sup>285</sup>というデメリットがあると指摘される<sup>286</sup>。また Weinberger 事件(州最高裁判決)は株式買取請求権制度における構造的問題または合理的弁護士費用を相手に対する支払請求が可能であることと取消しに代わる損害を認められる可能性があることといった、クラス・アクションによる損害賠償請求における相対優位性を排除できなかったから、経験からすると、比較的少ない投資をしており、そして有能な弁護士(competent counsel)の委託料金を単独に負担できない反対株主にとっては、改善された株式買取請求権による救済は依然として効果的ではない(ineffective)と思われる<sup>287288</sup>。

また少数株主にとって、合併が完成した後のある時点においてはじめて合併手続の不公正を疑う根拠(basis)を見つけたこともあり得、その場合に事前

---

litigations)もあれば、判断要素として考慮しなければならないとされる(例えば Onti 事件では、少数株主は株式買取価格の申し立てなど公正な価格を争う訴訟を提起しているとともに、多数株主や会社の取締役を対象に収入の移転(diversion of revenue)、管理費用の過度支出(exorbitant management fees)、そして多数株主の親会社へのリース料金の過度払いを理由に訴えをも提起しており、それらをも公正な価値の算定に要素として考慮しなければならないと裁判所は示唆する。Onti, supra note 260, at 917 n. 55)。なおデリバティブ・クレームを価値判断要素として考慮したのは、例えば Bomarko, 794 A.2d 1161, 1189-90 (Del. Ch., 1999)などもある。

<sup>280</sup> Weinber, supra note 238, 714.

<sup>281</sup> Id. at 715.

<sup>282</sup> Michael Phillips, supra note 154, at 847.

<sup>283</sup> Herzel & Colling, supra note 244, at 1530; Weiss, supra note 222, at 54.

<sup>284</sup> なお事業目的理論の適用による訴訟を減らす目的もあったという指摘もある。Michael Phillips, supra note 154, at 842.

<sup>285</sup> E.g., Sporborg v. City Specialty Stores, Inc., 123 A.2d 126 (Del. Ch. 1956).

<sup>286</sup> Weiss, supra note 222, at 55, n.345.

<sup>287</sup> Jack B. Jacobs, Reappraising Appraisal: Some Judicial Reflections, Speech at 15<sup>th</sup> Annual Ray Garret, Jr. Corporate and Securities Law Institute, Northwestern University School of Law, at 11 (1995).

<sup>288</sup> 当時、株式の公正な価値の決定という結果的に同一の判断を行うために、裁判所は複数の訴訟に対応しなければならないことは回避されるべきであるとの考えから、衡平法上の「準株式買取請求権」を制定法上の株式買取請求権の中に包含しようとする動きもあった。See e.g., American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations—Proposed Final Draft 1992, §7.22. なお酒井・前掲注 183・124-26 頁も参照。



に株式買取請求権を取得しなかった少数株主にクラス・アクションによる救済を排除するのは不公正であるとも指摘される<sup>289</sup>。

さらに、(合併において) 多数派株主は不公正な合併手続(unfair dealing)を通じて公正でない価格を打ち出した場合、株式買取請求権による救済方法には破壊的な欠点(devastating drawback)がある<sup>290</sup>。すなわち、少数派株主は通常、会社の日常的業務運営から排除されて、多数派株主の業務行為に対し十分に敏感ではないから、自分の利益を保護できないことがありうる上、多数派株主の誤った行為またはミスリーディング的な行為を少数派株主が見抜くより、多数派株主がそれを隠すほうがかなり容易であって、(この場合) 株式買取請求手続によっても、合併価格が焦点とされ、不公正な合併手続は対処されない<sup>291</sup>。

② 上述の指摘が正しいならば、衡平法上のクラス・アクションによる損害賠償請求の方が、締め出される少数株主の救済策として、より効果的であるともいえよう。当時 Weinberger 事件において州最高裁は少数株主の救済を株式買取請求権制度に絞る意図があったかどうかはともかく、少なくともそれ以降、株式買取請求権手続によらず(又はそれと並行して) 合併手続の公正さを争う損害賠償請求訴訟は多くデラウェア州裁判所に認められた<sup>292</sup>。それは手続上の公正さに関する裁判所の考慮は反映されるほか、利益相反取引に対するより厳しい審査を要するというデラウェア州裁判所のスタンスが伺える<sup>293</sup>。

そこで以下では締め出しから少数株主を救済する規制として考えられるクラス・アクションによる損害賠償請求について概観してみる。

## (2) 判例法上の損害賠償請求権制度

### (A) Weinberger 事件州最高裁判決前の損害賠償請求について

上述のように Weinberger 事件州最高裁判決までは、株式買取請求手続による公正な価値の算定では合併後の価値は認められなかった一方、原状回復に代わる損害賠償請求(rescissory damages)<sup>294</sup>は認められれば、原告は(合併

<sup>289</sup> Weiss, *supra* note 222, at 55.

<sup>290</sup> Michael Phillips, *supra* note 154, at 843.

<sup>291</sup> See *id.* 843.

<sup>292</sup> 例えば Kahn v. Lynch Communications Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994); Shell Petroleum, Inc. v. Smith, 606 A.2d 112, 114 (Del. 1992); Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988); Rosenblatt, *supra* note 277, at 931; In re Radiology Assocs., Inc. Litig., 611 A.2d 485, 487 (Del. Ch. 1991); Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co., 584 A.2d 490, 500 (Del. Ch. 1990); Sealy Mattress Co. of N.J. v. Sealy, Inc., 532 A.2d 1324, 1333 (Del. Ch. 1987); Rabkin v. Philip A. Hunt Chem. Corp., 547 A.2d 963, 969 (Del. Ch. 1986); Merritt v. Colonial Foods, Inc., 505 A.2d 757, 762-63 (Del. Ch. 1986); Edick v. Contran Corp., No. 7662 (Del. Ch. Mar. 18, 1986), reprinted in 12 Del. J. Corp. L. 224 (1986); Glassman v. Wometco Cable TV, Inc., No. 7307 (Del. Ch. June 19, 1985), reprinted in 11 Del. J. Corp. L. 649 (1985) etc.

<sup>293</sup> Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 the Georgetown Law Journal 1, 46-47 (1995).

<sup>294</sup> 取消しにより取引がキャンセルされ、原状に戻るが、株式の処分または返還によってそれができない場合、再売却または判示の時点における当該株式の価値がその適当な損害であると思われる。

後に) 増加した将来価値を獲得できる可能性もあった<sup>295</sup>。まず Weinberger 州最高裁判決に至るまでの二つの著名な判例をみてみよう。

#### Poole 事件<sup>296</sup> (1966 年 out-of-pocket 請求)

**事実概要**：訴外 A 社はタバコ事業を営んでいたデラウェア州設立の公開会社であって、Y 社（オランダ設立）はその多数株主として 50%を超える前者株を有していた。1960 年 6 月 28 日付の買付公告(circular letter)をもって Y 社は訴外 A 社の少数株主たる X ら（買付けに応じなかった者も含む）を対象に 1 株当たり \$ 17 の価格で買付けを行った結果、90%を超える訴外 A 社の社外株を取得した後、同年 10 月、Y 社は別の完全子会社（デラウェア州設立）をして訴外 A 社を吸収合併した。

そこで 1963 年、X らは前述買付公告書(Offering Letter)には詐欺的不実表示(fraudulent misrepresentations)等があったこと、また問題のある買付けに応じた株主は著しく不適切な買付価格で勧誘されたこと等をもって、クラス・アクションによる損害賠償訴訟を提起した。

**州最高裁判決**：Pool 事件デラウェア州最高裁において、Herrmann 裁判官は A 社株式の実際の価値について、株式買取請求手続における株式評価方法と同じく、すべての関連要素を考慮に入れて判断しなければならないと判示するとともに、A 会社株式の実際の価値(actual value)から X らに支払われた価格を減じた差額を損害とする(いわゆる現実損害賠償方式<sup>297</sup>, out-of-pocket measure of damages)X らの主張する損害額計算方法自体を認めながら、実際の価値に関する算定において、詐欺行為により財産を奪われた人は奪われなかったならば有していたであろうポジションにいるという原状回復理論(restitution doctrine)を引用しようとして、そしてそれをベースに、資産（土地）価値を実際の価値とした X らの請求に対し、Herrmann 裁判官は価値の算定にすべての関連要素を考慮しなければならいと強調して、X らの上記請求を認めなかった<sup>298</sup>。

このように Poole 事件では、表面上、out-of-pocket（株式の実際の価値、すなわち公正価値からすでにもらった合併価格を減じた額を損害として）請求をして、実際の価値算定において原状回復(restitution)損害を求めた X らの請求は認められなかった。しかし上述判示は下記 Lynch 事件州最高裁判示により否定された。

#### Lynch 事件 (1981 年 rescissory damage 請求)

<sup>295</sup> Herzel & Colling, *supra* note 244, at 1531, n.19.

<sup>296</sup> Poole, 224 A.2d 260 (Del. Supr. 1966).直接に親子会社間の合併取引を対象とするものではないが、買付け+ショートフォーム・マージャーであって、合併前に行われた買付けにおいてその公告書に不実表示があったと主張されて、out-of-pocket 損害を求められた事件である。

<sup>297</sup> 訳語は黒沼悦郎『アメリカ証券取引法【第2版】』（弘文堂、2004年）120頁参照。

<sup>298</sup> Poole, *supra* note 296, at 262-64.

**事実概要**<sup>299</sup>：Y1 社は訴訟外会社たる T 社の多数株主として当時 53.5%の T 社株を有していた。1974 年 9 月 30 日に Y1 社は 1 株当たり \$ 12 の価格で T 社の残余株式を対象に公開買付けを行ってした結果、約 88%を取得した。ただ前記公開買付前には、T 社の経営陣でもあった訴外 H は同社の（1 株当たりの）純資産価値は開示価格より遥かに高かったとの報告（以下「H 報告書」をいう。）等があったが、それは買付公告書には開示されなかった。なお T 社はその後、Y1 社の完全親会社たる Y2 社に合併された）。

そこで X は T 社の元少数株主であってそのまま前述買付けに応じたが、その後、前記買付公告書に会社の純資産価値について完全かつ誠実な(frank)開示がなされなかったこと等によって信認義務に違反したとして、Y1 社等を対象に out-of-pocket（T 社株式の公正な価値から買付価格を減じた額を損害とする）損害賠償を請求した。

**判決要旨**：上告審でデラウェア州最高裁は X の主張を認めて、本件において Y1 社等は X に対し信認義務を負い、前述 H 公告書を開示しなかったことで前記義務違反に該当すると判示して案件を差し戻した<sup>300</sup>後、差戻審で Marvel 判事は T 社株式の価値について合併のような場合に類似する評価手続は適切であると説示した<sup>301</sup>。そこでそれに対する上告審で Duffy 裁判官は前記差戻審判示を引っくり返して原状回復に代わる損害（rescissory damages）評価法を採用した<sup>302</sup>。

その大きな理由として、Poole 事件で採用された株式買取請求手続で用いられる株式評価法には限定があり、すなわち制定法上の合併により生じうる利得(gain)は株式価値の評価要素とされていなく、少数株主に対し信認義務を負う多数株主が前記義務に違反したと認められる場合には、前述評価法は適用されないからであるとされる<sup>303</sup>。

本件について Duffy 裁判官は、本来取消しはより好ましい救済方法であったが、T 社はすでに Y2 社に合併されたこと等により取消しはもう実行可能でなくなり(not feasible)、その代わりに多数株主だった Y1 社が買収後に享受した価値の増加分に実際に相当する金銭的等価物を賠償させることで公正な結果が達成できると説示して、本件において原状回復に代わる損害賠償方法を採り入れて<sup>304</sup>、合併により生じうるシナジー等の考慮を認めた<sup>305</sup>。

上記（A）のところで述べたように、もともと株式買取請求権手続で用いられた「デラウェア・ブロック」評価法に考慮されなかったシナジーなどを損

<sup>299</sup> Lynch 事件上告審, supra note 203, at 279-80.

<sup>300</sup> Id. at 282-83.

<sup>301</sup> Lynch 事件差戻審, supra note 205, at 11.

<sup>302</sup> Lynch 事件（差戻審に対する）上告審, supra note 206, at 501-04.

<sup>303</sup> See id. at 502.

<sup>304</sup> Id. at 502-04.

<sup>305</sup> 但しその後の Weinberger 事件差戻審では親子会社間合併について合併完成後の価値要素は思惑に基づくものであるとして、原状回復に代わる損害賠償は認められなかった。

害賠償請求を利用して獲得できる可能性があった。この意味では、少なくとも締め出しから少数株主を救済する観点からいえば、おそらく判例法上の損害賠償訴訟は制定法上の株式買取請求権と比べて、より効果的だったと考えられる。

## (B) Weinberger 事件州最高裁判決後の損害賠償請求について

但しその後の Weinberger 差戻審において、親子会社間交付金合併に関する損害について原状回復に代わる損害賠償請求は認められなかった。

### Weinberger 事件差戻審 1985 年

**事実概要**（詳細は上述参照）：本件合併に反対した Y2 会社の少数株主 X は、Y2 会社及び多数株主たる Y1 会社等を対象に、本件合併の取消し（set merger aside）またはそれが認められない場合、損害の賠償（monetary damages）訴訟を提起した。

**判決要旨**：同件州最高裁判決において、合併取引に際して詐害や不実表示等の場合には、株式買取請求権による救済は不適切であって、裁判所は原状回復に代わる損害賠償をも含めて、適切な衡平法上の金銭による救済方法を採用することを要するとされる<sup>306</sup>。またすでに完成した合併取引は甚だ複雑で取消しは適当ではなくて（too involved to undo）、損害があれば、衡平裁判所判事の裁量により完全な公正さ基準をベースに金銭的救済によるべきであるとされる<sup>307</sup>。これを受け、すでに完成した本件合併による損害について差戻審で次ぎのように検討された<sup>308</sup>。

Weinberger 事件差戻審では、Brown 判事はまず本件合併取引に関する州最高裁判示の趣旨を次ぎのように説示する<sup>309</sup>。すなわち本件において少数株主は重要なすべての関連情報を知られなかった中、1 株当たり \$21 の合併価格を受けて持株の放棄（・議決権の行使）を勧誘されたから、この場合には通常本件合併の取消しが認められる。しかし諸要素の介入により本件合併の取消しは論理的にできなくなった（logically impractical）から、その代わりに原状回復に代わる損害理論が適用される、すなわち元株式が現在またはその前のある時点に戻されれば有すべきであった価値から本件合併時に少数株主がもらった価格を引いた価額を、多数株主は少数株主に支払わなければならない<sup>310</sup>。

続いて Brown 判事は本件において本件合併が完成した後、多数株主はそのまま 100%株主として対象会社の継続経営を行なっていたことに言及して、

<sup>306</sup> See Weinberger, supra note 238, at 714.

<sup>307</sup> Id. at 714.

<sup>308</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 1985 WL 11546 (Del. Ch.), 10 Del. J. Corp. L. 945.

<sup>309</sup> See id. at \*3.

<sup>310</sup> Id. at \*3.

原状回復に替わる損害賠償を認めた従来のケース<sup>311</sup>との違いを強調したうえ、本件において提示された証拠によって原状回復に代わる損害理論を適用するには、仮説(hypotheticals)の上に再び多くの仮説または確定できないもの(intangibles)が用いられるから、救済方法としては適切ではないと判示する<sup>312</sup>。これは州最高裁に是認された(affirmed)<sup>313</sup>。

このように原状回復に代わる損害(rescissory damages)が認められる理論的な可能性があるが、それ以降の締出合併に関する判例では当該理論はめったに認められなかった<sup>314</sup>。

上記(B)のところで述べたように、本来、株式価値評価法たる旧「デラウェア・ブロック・アプローチ」に対応して、少数株主を救済するため、合併後の価値たるシナジーなどを獲得する手段として原状回復に代わる損害理論を利用したと考えられるが、上述 Weinberger 州最高裁判決によって、株式価値評価手法が現代化された結果、締出合併により生じうるシナジー等を含む合併後の将来価値につき思惑に基づくものでない限り認められるようになった以上、前記理論が(めったに)認められないとされること自体は論理的に筋が通るともいえよう。

このように、Weinberger 州最高裁判決以降において現代化された制定法上の株式買取請求権より判例法上の損害賠償請求が依然として好まれたのは、(めったに認められない)原状回復に代わる損害(rescissory damages)がなお認められる理論的可能性があるからではなく、(株式買取価格算定の)申立人の立場からみればクラスアクションを利用できないこと、そして弁護士費用の支払いを被申立人に請求できないことによって判例法上の損害賠償請求訴訟のほうがより魅力的であるからと考えられる<sup>315</sup>。

### (C) 合併手続上の不公正

従来より親子会社間合併の場合、経営判断原則が適用されなくなって、すべての関連要素を考慮した内在的公正性テストがその公正性判断の基準とされ<sup>316</sup>、そして内在的公正性は完全な公正性と同義的であって<sup>317</sup>、多数株主に

<sup>311</sup> それまで原状回復に代わる損害賠償を認められた下記ケースは例示された。Janigan v. Taylor, 1<sup>st</sup> Cir., 344 F.2d 781 (1965), cert. denied, 382 U.S. 879 (1965); Mansfield Hardwood Lumber Co. v. Johnson, 5<sup>th</sup> Cir., 263 F.2d 748 (1959), reh. denied, 268 F.2d 317 (1959), cert. denied, 361 U.S. 885 (1959); American Gen'l Ins. Co. v. Equitable Gen'l Corp., E.D. Va., 493 F. Supp. 721 (1980); Barnes v. Eastern and Western Lumber Co., Or. Supr., 287 P.2d 929 (1955).

<sup>312</sup> See Weinberger, supra note 308, at \*3-7. なお締出合併において原状回復に代わる損害の算出に有用な実際のイベントがない場合、仮定をして合併後の価値を算出しなければならないから、原状回復に代わる損害理論は締出合併に適切ではないかもしれないと、Brown 判事は示唆する。Id. at \*7.

<sup>313</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 497 A.2d 792 (1985).

<sup>314</sup> Unreported case: Andra v. Blount: No. 17,154 (Del. Ch.2000), 26 Del. J. Corp. L. 207, 233. 例えば Cinerma, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1134 (Del. Ch. 1994)では、三角合併においては原状回復に代わる損害は認められないとされる。

<sup>315</sup> See Andra, Id. at 230, 233.

<sup>316</sup> Sterling, supra note 191, at 114-16. (本件で Seitz 衡平裁判官は、合併計画の公平性を判断するには、

よる子会社支配（的地位）の不正利用で少数株主の利益を害することを阻止するものである<sup>318</sup>。Weinberger 州最高裁判決により制定法上の株式買取請求権手続で用いられている評価方法も判例法上の完全な公正性テスト基準と統一され、従来の完全な公正性基準が具体化され<sup>319</sup>。

合併手続上の公正さについては、当該合併取引のタイミング (when the transaction was timed)、発端、構造、交渉及び取締役に対する情報開示がどのように行われたか、取締役と株主による承認はそれぞれどのようにされたか、を包含するとされる<sup>320</sup>が、手続上の不公正は他方の公正な価格（・価値）の算定に直接には関連しない、すなわち株式買取請求権における評価手続またはクラス・アクションにおける評価手続による場合、合併手続が公正であるか否かは単に（合併）価格の妥当性を根拠付けるため情報を提供した者の信頼性 (credibility) を評価するのに係わるものである<sup>321</sup>。

但し手続上の公正さの確保は公正な価格を保障することに資するから、続いて以下では、合併価格が公正であるかどうかの判断に影響を与えられ、合併手続上の公正さを構成する主たる要素について見てみたいと思う<sup>322</sup>。

#### ① タイミングの不公正について

タイミングについては、親子会社間合併において a タイミングによって少数株主は財務的な損害を被って、そして b タイミング（の設定）により少数株主が失ったものを支配株主は利得 (gain) として獲得した場合、合併のタイミングは手続上の不公正を構成するとされる<sup>323</sup>。合併を行うタイミングが公

---

両会社に関するすべての関連価値（数値）を考察・比較することがありえ、決定的ではないが、多種目的のための各会社の価値（例えば継続事業体としての価値 (going concern value)、帳簿価値 (book value)、純資産価値、市場価値）に関連し、その価値を決定する際にすべての関連要素を考慮しなければならないというのは、すべての案件において全要素が重要であるとか、または評価においてそれぞれ一定のウエートを置かなければならないという意味をしなくそれぞれ価値の重要度はその案件によると示示すると共に、合併の公正性を判断するためには、すべての条件を考慮しなければならないと判示する。）；David J. Greene & Co. v. Dunhill Int'l, Inc., 249 A.2d 427, 430 (Del. Ch. 1968) etc..

<sup>317</sup> Tanzer, *supra* note 197, at 385-386.

<sup>318</sup> Prickett & Hanranhan, *Weinberger v. UOP: Delaware's Effort to Preserve a Level Playing Field for Cash-Out Mergers*, 8 Del. J. Corp. L. 59 (1983).

<sup>319</sup> なおその場合の挙証責任はまず多数派株主が負担するとされる (Weinberger, *supra* note 238, at 711) が、少数株主の中の多数が情報の十分に開示された状況下に合併を承認した場合、公正さに関する挙証責任は転換される (Rosenblatt, *supra* note 277, at 929).

<sup>320</sup> See Weinberger, *supra* note 238, at 701.

<sup>321</sup> See *Alabama By-Products Corp. v. Neal*, 588 A.2d 255, 258 n.1 (Del. 1991) etc. See also *In re Emerging Communications, Shareholder Litigation*, C.A. No. 16415, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. May 3, 2004, revised June 4, 2004) (専門家による戦いという周知の方法を利用して公正な価格を新しく評価した後に、合併のタイミングやストラクチャーなどの手続上の不公正を説示した)。なおこのような司法姿勢に対し、株式買取請求権を締出合併から少数株主を救済する唯一の方策にするには、資金 (money) を対象会社から利益関係者に流出させるような、多数株主によりなされる価値減少行為による損害 (recovery) を株式買取請求権によって回復させる必要があるとの指摘がある (Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 the Georgetown Law Journal 1, 48 (1995))。

<sup>322</sup> 衡平裁判所は合併価格が不公正と信じる場合に当該合併は不公正な手続による結果であると結論付ける反面、合併価格が公正であると信じる場合に合併手続の不公正を争う訴訟を却下する (reject) という危険性が出て、結局、合併目的に関する判断のように、合併手続の公正さに関する判断は主観的、非原則的 (unprincipled) になってしまうという懸念もある。Weiss, *supra* note 222, at 56, n.352.

<sup>323</sup> *Kumar v. Racing Corp. of Am.*, 1991 Del. Ch. LEXIS 75, \*12 (1991).

正であるかを事後的に判断するのに考慮される諸要素は一律的ではないと考えられるが、下記 Berger 事件のように、タイミングの設定の結果、少数株主は制定法上の株式買取請求権を行使する現実的な機会を与えられなかったことは重要な一要素といえよう。

#### Berger 事件 (2006 年) <sup>324</sup>

**事実概要**：Y2 社はフロリダ州法設立会社で 2004 年 4 月までに公開会社であったが、その後閉鎖会社になった。Y1 社は Y2 社の多数株主で下記本件合併前に約 67%の後者株を持っていた。X は Y2 社の少数元少数株主であった。

2005 年 4 月、多数株主たる Y1 社は何人かの Y2 社の経営陣メンバーとともに 1 株当たり \$6 の価格で少数株主を締め出す合併を提案した。2005 年 5 月 11 日に合併が行われるよう Y1 社は 100%子会社（デラウェア州法設立）たる Y3 社を設けて、そして後者を通じてさらに実際の合併相手たる Y4 社を設立した（以下、Y2 社と Y4 社との合併を「本件合併」という）。

本件合併について Y2 社は 2 名のいわゆる独立取締役からなる特別委員会を発足して、そして後者はまた法的コンサルタントと財務的アドバイザーを雇っていた。最初の分析により 1 株当たり \$6 は不公正であるとされたところ、多数株主たる Y1 社は特別委員会と交渉した結果、合併価格を 1 株当たり \$9.25 にまで引き上げた。そこで財務的アドバイザーは公正であるとの意見書を出したところ、特別委員会と Y2 社取締役会は本件合併を承認して、同年 7 月 11 日に株主総会を開催すると予定した。しかし 7 月 1 日付の委任状勧誘書が送られるまで株主は本件合併の存在を知られなかったところ、休日・祝日を加算して実際に委任状勧誘書類を分析したり株式買取請求権を行使するかどうかを判断したりする期日は 4 営業日しかなかった（ただ送付期日は株主総会開催日から遡って 10 日間までに開催通知書を送付とするフロリダ州制定法<sup>325</sup>には違反しない）。特別委員会は上述委任状勧誘書類の送付タイミングを容認したのは本件合併後に引続き取締役として務める機会を与えられたからである。

7 月 11 日に株主総会が開催され、Y1 社が本件合併に賛成した。他方で少数株主は本件合併につき議決権も行使しなかったし、株式買取請求権も求めなかった。

但し同月 29 日に、本件合併により排除された少数株主たる X は多数株主たる Y1 社などを対象に、Y1 社はできる限り本件合併を少数株主に知らせないため、また他者が時間的余裕をもってよりオファーを出すことを阻止するため合併のタイミングを設定したことなどを理由付けとして損害賠償（公正な価格から合併価格を減じた額を損害額とする）訴訟（クラス・アクション）

<sup>324</sup> タイミング操作に因る合併完成後の損害賠償請求事件。

<sup>325</sup> Flo. Stat. § 607.0705(1) (2006).

を提起した。それに対し Y1 社などはそれを却下する申立て(motion to dismiss)を求めた<sup>326</sup>。

**判示要旨**：Y1 社などは本件において株主総会開催通知及び委任状勧誘書の送付は制定法上の最低基準たる 10 日間以上の期間という要求に満たされており、それによって情報開示規制が免除されるなどとも主張するが、それに対し Lamb 副判事は次ぎのように判示して Y1 社などの主張を否定した。

裁判所は Arnold 事件判示<sup>327</sup>を引用して、制定法上の総会開催通知規制は判例法上の情報開示規制は異なるものであって、後者は推論として(as a corollary)前者に適用されると説示して、通常の場合には制定法上の通知規制に従ったことで情報開示規制を満たしたといえる<sup>328</sup>が、通知期間は著しく不合理である場合にはそうはいえないと述べたうえ、本件では Y1 社などは上述最低限の総会開催通知期間を選択したところ、少数株主は完全に、そして公正に委任状勧誘書を判読(examine)することを妨げられたのみならず、株式買取請求権の行使をもできなくなったとして、判例法上の情報開示規制に違反したと言わざるを得ないと判示する<sup>329</sup>。

また Smith 事件判示<sup>330</sup>を引用して、別途の不意な委任状勧誘書(an otherwise candid proxy statement)は適時ではなくて、完全に開示された議決権者のニーズを満たすという主旨に違反することがありうるという考え方は会社デモクラシーの基本原則であると述べて、(非登録会社の)補足的ではない、最初の委任状勧誘書に関してそのタイミングをチャレンジされる場合には特に前記原理が適用されると説示する<sup>331</sup>。

そして上述と平行して、Lamb 副判事は本件における Y1 社等の行為はエクイティ法理にも反すると述べて、「不公正な行為は法律上において可能であるからといって認められるとはかぎらない」とする Schell 事件判示<sup>332</sup>を引用して、法律の構造(the fabric of law)に脅威を持つまたは法律の操作によって他人の明白な権利を奪うケースでは前述 Schell 法理は適用される<sup>333</sup>と説示したうえ、本件では少数株主の制定法上の株式買取請求権は Y1 社などの行為

<sup>326</sup> 一審では衡平裁判所は Y1 社などの請求を認めたが (Berger v. Intelident Solutions, Inc., 2005 Del. Ch. LEXIS 179), 二審では州最高裁判所は一審判示を覆して差し戻した (Berger v. Intelident Solutions, Inc., 906 A.2d 134 (Del. Supr. 2006))。本件は二審判示後に Y1 社などは理由を変えて再び却下申立てを求めたものである。

<sup>327</sup> Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc., 678 A.2d 533, 536-37 (Del. 1996).

<sup>328</sup> See, e.g., Ince & Co. v. Silgan Corp., 1991 Del. Ch. LEXIS 20, 4 (委任状勧誘書の判読期間は二週間ほどあるから、通知規制を順守したことで情報開示規制を満たしたとされる)。

<sup>329</sup> Berger v. Intelident Solutions, 911 A.2d 1164, 1173 (Del. Ch. 2006).

<sup>330</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 893 (Del. 1985).

<sup>331</sup> Berger, supra note 329, at 1173. 補足的情報を開示する場合は、株主はすでに主たる開示情報を得ており、新しい情報についてはより容易に吸収できるから、より短い期間の設定は認められるとされる (Id. at 1173, n. 61)。See also In re Dataproducts Corp. Shareholders Litigation., 1991 WL 165301, at 7 (登録会社の最も最近の財務的データに関する補足的開示は総会会議前の 8 日間までに行われたことは適時であるとされる)。

<sup>332</sup> Schnell v. Chris-Craft Industries, 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).

<sup>333</sup> Alabama By-Products Corp. v. Neal, 588 A.2d 255, 258 (Del. 1991)を引用。



によって剥奪されるとして上述 Schell 理論が適用されると判示する<sup>334</sup>。

また本件において本件合併の条件につき何ヶ月間に渡ってストラクチャーを立てられて交渉されていたが、少数株主に対し僅か 4 営業日の間に委任状勧誘書類を分析したりして株式買取請求権を行使するかどうかを判断して、そして Y2 社にその決定を知らせると、Y1 社などは期待していたのが明白であって、そのような過度な期待は、本件合併のタイミング（設定）により少数株主は制定法上の株式買取請求権を行使する現実的な機会を与えられたかどうかに関する深刻な事実的問題を生じめるなどと述べて<sup>335336</sup>、本件合併におけるタイミングの不公正を肯定した。

## ②対等な交渉を根拠付ける取引の構造（独立交渉委員会等の有無）

合併において独立交渉委員会等の発足の有無は従来より合併手続の公正さに関する裁判所の判断に大きな影響を与えてきた<sup>337</sup>。例えば下記 Weinberger 事件における裁判所の判示はその一例である。

Weinberger 事件（1983 年）<sup>338</sup>

事実概要：上述参照。

判決要旨：Moore 裁判官は、完璧でなかいが、本件においてもし Y2 会社は Y1 会社と対等に交渉するため社外取締役からなる独立交渉委員会を設置したならば、結果は完全に異なっただであろうと示唆して、特に親子会社間合併の文脈では前述措置を講じたことは当事者が実際に互いに交渉力を対等に駆使したと考えられるから、公正性テストを満たすというための強い証拠となる<sup>339</sup>と説示する<sup>340</sup>。

このように、少数株主締出取引において裁判所は対等な交渉を基礎付ける合併取引の構造を重要視する姿勢が伺える。但しこのような立場に対し、学説上では下記のような批判も見られる。

<sup>334</sup> Berger, supra note 329, at 1174.

<sup>335</sup> Id. at 1174. なお裁判所は本件において本件合併につき議決権を行使した又は株式買取請求権を行使した少数株主はいなかった事実は少数株主にとり本件合併に関する委任状勧誘書類に対処する時間はなかったことを意味すると示唆する (Id. at 1174, n. 67)。

<sup>336</sup> 加えて Lamb 判事は Mony 事件判示 (In re The Mony Group, Inc. Stockholder Litigation., 853 A.2d 661, 675 n. 51 (Del. Ch. 2004).) 議決行使の文脈では株主による完全且つ公正な権利 (franchise) 行使を妨げる目的でとられた行為は衡平法上の基本原則と抵触すると判示する。See Berger, id. at 1174.

<sup>337</sup> なお近年、独立した会社内部機関 (internal corporate decision-making body) の存在は司法審査をブロックするとする見解もあった。See Revised Model Business Corp. Act § 8.60-8.63 (1991).

<sup>338</sup> 同事件州最高裁判示に関する評論については、See Herzel & Colling, supra note 244, at 1525; Herzel & Colling, Squeeze-Out Mergers in Delaware—The Delaware Supreme Court Decision in Weinberger v. UOP, 7 Corp. L. Rev. 195 (1984); Payson & Inskip, supra note 244, at 83 etc.

<sup>339</sup> Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co., Del. Supr., 267 A.2d 883, 886 (1970); Puma v. Marriott, Del. Ch., 283 A.2d 693, 696 (1971) を引用。

<sup>340</sup> See Weinberger, supra note 238, at 709 n. 7.

## a. 学説上の批判

### (ア) 対等な交渉という考え方自体に対する批判

独立した当事会社間の交渉という考え方<sup>341</sup>の下では、各当事会社の経営者は合併により生じると期待された利得のシェアを求め、合併計画を各自の株主（総会）に提出することに同意する前、勤勉に(diligently)交渉する義務を負う<sup>342</sup>。しかし親子会社間の交渉は如何なる場合でも対等的ではないのが明らかな事実で、対等的であるとするのは適切ではないようである<sup>343</sup>。

もし両会社は真に結合されていない(unaffiliated)ならば、一方の会社の経営者は他方の会社に関して知っていること(knowledge)及びその可能性は限定的であって<sup>344</sup>、仮定の状況におかれる対等な当事会社間の交渉に依拠する如何なる評価は、仮定の両会社間における情報上の不均衡(disparity in information)を反映することとなる<sup>345</sup>。しかし両会社は実際に親子会社関係にあり、子会社に関して支配によって知られた、公開されていない情報をベースにした（親会社による）対価決定を認めることはインサイダー取引を許可することである<sup>346</sup>。よって、対等な当事会社間の交渉という概念は公正性の評価基準になった場合に不公正(inequitable)であって、合併ベネフィットの平等配分ルールまたは他の確定した準則(formula)をサポートする方法として用いられる場合、理論上も実際上も恣意的(arbitrary)である<sup>347</sup>。

### (イ) 独立交渉委員会等の果たす役割に対する懸念

独立交渉委員会による真の対等な交渉の下では、そもそも（合併）取引が達成できる保証はない<sup>348</sup>。会社企画者(corporate planner)の視点からみれば、独立交渉委員会を発足するどうかは締出合併において重要な問題であり得、前記委員会の（発足）によって、合併が実質的に遅らせられること、合併価格が引き上げられること、またはいかなる価格であっても親会社による合併は達成できないことすらも起こるかもしれない<sup>349</sup>。

<sup>341</sup> このような仮説を立てる場合の裁判所にとる困難さについては、see *Ewen v. Peoria & E. Ry.*, 78 F. Supp. 312, 316-17 (S.D.N.Y. 1948) (L. Hand, J.), cert. denied, 336 U.S. 919 (1949).

<sup>342</sup> See Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 315-16.

<sup>343</sup> See *id.* at 317.

<sup>344</sup> *Id.* at 317.

<sup>345</sup> See Heyman, *Implications of Rule 145 Under the Securities Act of 1933*, 53 B.U.L.Rev. 785, 812-13 (1973).

<sup>346</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 317, note 48.

<sup>347</sup> *Id.* at 317-18. そして両氏は提案として次ぎのように述べる。対等な交渉という考え方ではなく、経営陣はすべての株主に対しその投下資本から生じるリターン（率）を平等に取り扱うことを信託義務の内容とする考え方によれば、合併前の価値に比例した配分が公平である。すなわち、合併利得の配分方法について：両会社の合併前価値に比例した配分は、投資者が自分の投資した金銭からのリターン率が同じであるから（設例でいうと、合併前に S 社株は一株当たり \$ 5 で、P 社株が一株当たり \$ 120 である。そして S 社公開株の価値は 5 百万ドル、P 社株式価値は 120 百万ドルでその合計は 125 百万ドルであるから、10 百万ドルの合併利得については、S 社公開株主はその  $5/125 \times 10$  百万ドル = 0.4 百万ドルを取得でき、P 社はその残りの 9.6 百万ドルをもらうことになる。それぞれの投下資本からのリターン率については、P 社にとり  $9.6 \text{ 百万ドル} \div P \text{ 社株式価値の } 120 \text{ 百万ドル} = 8\%$ 、S 社公開株主にとり  $0.4 \text{ 百万ドル} \div S \text{ 社公開株の価値たる } 5 \text{ 百万ドル} = 8\%$ ）、公平である。*Id.* at 321-22.

<sup>348</sup> Herzel & Colling, *supra* note 244, at 1534-35.

<sup>349</sup> See *id.* at 1534.

取締役会は最高の価格ではなく公正な価格のために交渉しようと委員会に要求するかもしれないが、しかしそれに応じれば、前記委員会が訴訟において交渉手続では親会社側に傾いたと容易に認定されてしまう (easily be misconstrued) のに加え、実証研究によれば、交渉者に公正な価格のために交渉しようと要求する (exhorting negotiators to be fair) ことはあまり効果的ではなく、また独立委員会のメンバーは忠実に最高の価格 (a best price) による交渉を通じて、合併価格の公正さを求めることもある<sup>350</sup>。(独立交渉) 委員会による承認が必須 (essential) とされる場合、同委員会は公正な価格ではなく、合併により生じると親会社の期待した利益すべてを要求するかもしれない、または同委員会による要求はあまりにも酷すぎて合併自体が不可能となってしまうかもしれない<sup>351</sup>。

そうだとすると、一旦、独立交渉委員会は少数株主の利益のために交渉を委託されたら、かれらの意見 (またはその意見の欠如) は衡平裁判官 (Chancellor) により尊重される (very careful consideration) 可能性があるから、多数株主等は独立交渉委員会を無視したり、排除したりすることはできない<sup>352</sup>。

したがって、ある重要な意味では (in an important sense)、独立交渉委員会の発足は多数株主にとっていえば、少数株主を公正な価格で締め出す権利の放棄と見ることができ、結果的に買収そのものはコストもよりかかるし、その数もより少なくなってしまうかもしれないと強く懸念される<sup>353</sup>。

そして専門家たる投資銀行などについては、独立交渉委員会は及び独立取締役はおそらく事業評価において (in valuing businesses) 専門家ではないから、専門家のアシスタントに頼るのが健全な措置であると指摘される<sup>354</sup>。

一方、上述と正反対の懸念も示されている。Weinberger 州最高裁判示において示唆された<sup>355</sup>、少数株主利益を保護するのに役に立つと考えられる子会社独立取締役及びそのアドバイザー<sup>356</sup>について、独立取締役などは実質的に子会社少数株主を保護せず、単なる巧みな偽装 (an elaborate charade) である可能性があるとして指摘される<sup>357</sup>。

独立取締役は不当にかれらを指名した者の意志 (wishes) に従うことがよく証明されたから、裁判所が独立取締役の誠実さ (bona fides) に頼ることは逆

---

<sup>350</sup> Id. at 1535, n. 32.

<sup>351</sup> Id. at 1536.

<sup>352</sup> Id. at 1536.

<sup>353</sup> Id. at 1536-37.

<sup>354</sup> Id. at 1538.

<sup>355</sup> See Weinberger, supra note 238, at 709-10 n.7.

<sup>356</sup> See Payson & Inskip, supra note 244, at 87-88 etc. なお完全な情報開示は、それを効率的に利用するポジションにある者によって保護的作用が働くから、Weinberger 州最高裁は少数株主の利益を保護する上で最も良い方法としての独立交渉委員会の発足を示唆するという見方もある (Weiss, supra note 222, at 50)。

<sup>357</sup> Weiss, supra note 222, at 51-52 and n.329. キャッシュ・アウト合併に関する交渉 (の役割) を担う独立取締役はまず対象会社に対し第三者が支払いたがる価格について投資銀行又は他の専門家の意見を求めて、その後前記価格のため交渉を行なった場合に、はじめて手続が公正であることが裁判所に認められると主張される (Id. at 53)。

に少数株主の利益を害する(ill serve)との懸念がコメンデーターにより示され<sup>358</sup>, Weinberger 事件において親子会社兼務の取締役により用意された価値評価メモランダム(valuation memo)というような, 合併手続の不公正を証明する確実な証拠(“smoking gun”)は実際に裁判ではめったに見つからない<sup>359</sup>。

また投資銀行については, 会社側は, 良い料金(suitably generous fee)のためあまり慎重な調査を行わずに(without much study), 自分のいいなりに, 提案された取引が公正で合理的であるという意見を出す投資銀行を見つけるのがよくあることである<sup>360</sup>。投資銀行は同一のオファーについて公正で合理的であると, または合理的でないと, クライアントの要求に応じてその意見を出すことができるかもしれないと懸念される<sup>361</sup>。

## b. 裁判所の見解における変化

上述の指摘を受けたか, 対等な交渉を基礎付ける合併取引の構造に関する裁判所の見方に変化が見られる。例えば Rabkin 事件<sup>362</sup>において裁判所は対等な交渉を基礎付ける構造について, Weinberger 事件において社外取締役からなる独立交渉委員会の発足は訴訟において多数株主にとり非常に有利になる(have significant advantages)ことがありうるとされるが<sup>363</sup>, しかしそれにより生じうる深刻な現実的問題も裁判所が分かったと述べている<sup>364</sup>。大別すると, 裁判所の見解における変化は次ぎのように分けられる。

### (ア) 独立委員会等が発足した場合, それが実際に機能したかどうかを審査すること

Rosenblatt 事件 (1985 年)<sup>365</sup>

**事実概要**: Y 社 (デラウェア州法設立) は石油製品関連会社で, 下記本件合併前に, 自己子会社たる訴外 A 社 (ネバダ州法設立) を通じて (A 社株式を 89.73% 保有), 訴外 B 社株の約 80% (Y 社: 7.42%, A 社: 72.6%) を有しており, 訴外 B 社 (デラウェア州法設立, 石油製品会社) の実際の多数株主であった。訴外 B 社取締役会メンバーの過半数は Y 社により指名・選任された者である。X は訴外 B 社の元少数株主であった。

1976 年 7 月 15 日に下記本件合併に関する Y 社と訴外 B 社とのハイレベル会議が開催され, 高い評判を有する訴外 C 社に前述両社の石油等の貯蔵量に

<sup>358</sup> See Brudney, The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?, 95 Harv L. Rev. 597 (1982); Werner, Management, Stock Market and Corporate Form: Berle and Means Reconsidered, 77 Colum. L. Rev. 338 (1977).

<sup>359</sup> Weiss, supra note 222, at 52.

<sup>360</sup> See id. at 52.

<sup>361</sup> Id. 52.

<sup>362</sup> 合併差止請求事件。See Rabkin, 498 A.2d 1099 (Del. Supr., 1985).

<sup>363</sup> See Weinberger, supra note 238, at 709-11, 709 n. 7.

<sup>364</sup> Rabkin, supra note 362, at 1106. 独立委員会の問題点について, Herzel & Colling, supra note 244, at 1534; Weiss, supra note 222, at 50-53.

<sup>365</sup> 合併完成後の合併不公正による訴訟。

関する価値評価を委託した。その後、両社は早速地上・地下資産の価値評価作業にも入った。そのため、また合併の最終的条件の公正さに関する意見書を作成してもらうため、両社はそれぞれ評判の高い投資銀行にも委託をした。その後の交渉は対立的で(adversarial nature)、難航であったが、最終的に本件合併条件につき合意に至った。

1976年11月13日に、訴外B社の取締役会が開かれたところ、独立取締役及び取締役会はそれぞれY社、訴外A社、そして訴外B社の三社合併に関する提案(以下「本件合併」という)を承認した。その後、本件合併条件など内容とする委任状勧誘書類も送付され、翌年1月25日付のB社株主総会において本件合併は承認された(本件合併の成立条件とはされていなかったが、B社少数株主の中の約60%は本件合併に賛成した)。同月31日に本件合併は効力を生じた。

そこで2月18日にXは、本件合併は不公正であるとして訴えたが、認められなかった<sup>366</sup>。

**判決要旨**<sup>367</sup>：裁判所はWeinberger州最高裁判決を引用して、本件において訴外B社は社外取締役を入れた交渉チームをつくったのに対し、Y社も交渉担当主任を(任命された直後に訴外B社取締役の兼務を辞めた)を指定したことに言及して、このような独立交渉の構造は、決定的ではないが、合併条件の公正さを判断する強い証拠になると説示しながら<sup>368</sup>、そのような委員会の発足は公正さの認定に必須的ではない(not essential)と強調する<sup>369</sup>。

本件において、Y社及び訴外B社との間の本件合併に関する交渉はその対立性(adversarial nature)により交渉の対等性が完全に根拠付けられ、実際に合併当事者は互いに交渉力を駆使して対等に交渉したのが明らかであって、これは公正さの問題に対処する際にかなり重要であると判示される<sup>370</sup>。

その後の裁判例には、特別委員会が発足して合併がそれにより承認された場合、完全な公正性基準ではなく経営判断原則が適用されるとするもの<sup>371</sup>もあったが、しかしその中の多くはそのような特別委員会による合併の承認により、合併取引が不公正であることの証明責任が原告に移転されるだけであると明示されるものである<sup>372</sup>。このような判示は、たとえ特別交渉委員会が誠実に行動していたように見えたとしても、支配株主が存在する場合、支配株主から微かな圧力を受けたり、経営陣との連帯感があるかもしれず、そのような特別委員会の判断は支配株主による不当な影響から逃げられないかも

<sup>366</sup> 一審でも認められなかった。Rosenblatt, 1983 WL 8936 (Del. Ch.), 8 Del. J. Corp. L. 366.

<sup>367</sup> See Rosenblatt, *supra* note 277, at 937-38.

<sup>368</sup> See *id.* at 938 n. 7.

<sup>369</sup> *Id.* at 938 n. 7.

<sup>370</sup> *Id.* at 937-38.

<sup>371</sup> *In re Trans World Airlines, Inc. S'holders Litig.*, No. 9844, 1988 Del. Ch. LEXIS 139, \*19 (Del. Ch. 1988).

<sup>372</sup> 例えば *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490, 500-02 (Del. Ch. 1990); *Rabkin v. Olin Corp.*, No. 7547, 1990 Del. Ch. LEXIS 50, \*17 (Del. Ch. 1990), *aff'd*, Del. Supr., 586 A.2d 1202 (1990)etc..

しれないことに配慮したものと思われる<sup>373</sup>。このようなスタンスはその後の Kahn 事件<sup>374</sup>においてデラウェア州最高裁判所に是認された。同事件において州最高裁は、利害対立のある現金締出合併を利害関係のない取締役により構成された独立委員会が承認したとしても、完全な公正性基準が唯一の適切な司法審査基準であると明示して、証明責任を原告に移転するためには、その特別交渉委員会は多数派株主と対等に交渉を行なう真の交渉力を有していなければならないと判示した<sup>375</sup>。

このように Weinberger 事件後には、形式的な独立交渉の構造が立てられたかどうかというより、むしろ発足した交渉主体が実際に対等に交渉したか否かのほうがより重要視されたのが明らかである。

### （イ）独立委員会等が発足しなかった場合、直に合併手続上の不公正を否定しなくなったこと

合併手続において独立した交渉委員会等が発足しなかったことに対して、裁判所の見解に次のような変化が見られる。

例えば Sealy 事件（1987 年）<sup>376</sup>において、独立的に合併価格を審査するまたは少数株主を代表するための、利害関係のない者により構成された特別委員会が発足しなかった（事実の詳細については後述（4）（B）の①参照）。

これに関して、裁判所は Rosenblatt 事件判決<sup>377</sup>及び Jedwab 事件判決<sup>378</sup>を引用して、本件では独立した交渉委員会の発足や投資銀行の委託等、公正な結果を確保できる傾向にある手続上の保護措置を講じなかったで、そのようなセーフガードを欠くことは手続上の公正さを否定するのに非常に説得力のある証拠であると説示する<sup>379</sup>。

他方で、類似的に独立交渉委員会等を設置しなかった、例えば Kessler 事件（事実概要について上述（1）（C）の③参照）<sup>380</sup>では、本件合併においてその公正さを補強するための伝統的な手続上の（保護）措置を講じらていなかったことをもって本件合併は手続の側面において不公正であるという X の主張に対し裁判所は、完全な公正さを満たすため支配者は少数株主と実際に交

<sup>373</sup> Allen et al., Commentaries, at 515, 玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社, 2009）238-239 頁参照。

<sup>374</sup> See Kahn, supra note 292, at 1110. 実質的支配株主による少数株主の締出しが問題となった事件である。

<sup>375</sup> Id. at 1117.

<sup>376</sup> タイミング操作などによる合併前の差止請求事件。

<sup>377</sup> 交付金合併において当該合併取引につき少数株主を代表する独立した委員会が発足したこと、そして助言をしてもらうため投資銀行にも委託したこと、さらに少数株主の中の多数者による同意を承認要件としたことなどに鑑みて、デラウェア州最高裁は少数株主に対する多数株主によるディーリングが公正であったとする。See Rosenblatt, supra note 277, at 929.

<sup>378</sup> 少数株主は合併取引に拒否権を有するかどうか、そして少数株主の利益のために交渉する独立した委員会が発足したどうかは少数株主に対するディーリング上の公正さを判断するのにおいて関連要素であるとされる。Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A.2d at 599.

<sup>379</sup> Sealy 事件, 532 A.2d 1324, 1336.

<sup>380</sup> See Kessler, supra note 266, at 290.

涉しなければならないとか後者の代表者に拒否権を与えなければならないといったことは要求されていないと説示して、そのような措置を欠くことは単に公正さに関する証明責任を支配者に負担させるというのに止まった<sup>381</sup>。

### c. 小括

上述から分かるように、合併手続の公正さを判断するうえに従来より大きな影響を与えてきた、対等な交渉を根拠付ける独立交渉委員会等の発足の有無については、Weinberger 州最高裁判決以降、裁判所の見解に微妙な変化が見られる。このような変化は恐らく、対等な交渉を根拠付ける取引の構造に関する上記懸念に配慮、または対応したものともいえよう。すなわち i. 合併手続きにおいて少数株主と利害関係のない者により構成される独立交渉委員会等が発足したとしても、それは実際に機能したかどうかを更にチェックする姿勢は独立交渉委員会などはそもそも少数株主利益の保護に役に立たないという上記懐疑論に配慮したものであろうのに対し、ii. 仮に独立交渉委員会等が設置されていなくても、それにより直に合併手続きが不公正であるとはされないとする姿勢は前記委員会等の発足が必須的とされる場合に合併自体が不可能となってしまうかもしれないという上述懸念に配慮したものと考えられよう。

ところで、独立交渉委員会等の設置の有無は単に合併手続の公正さを判断する要素の一つであって、情報を完全に開示したと認められる場合、たとえ実際に対等な交渉がなくても、合併手続が公正であるとされることもあり<sup>382</sup>、（合併）手続上の公正さの判断において、むしろ少数株主に対する情報開示は十分であったかどうか最も重要であるかもしなれないと思われる<sup>383</sup>。そこで、以下では情報開示についてみてみたいと思う。

### ③ 完全な情報開示の有無

情報開示規制は長らくデラウェア州判例法の一部とされてきた<sup>384</sup>が、完全誠実義務(duty of complete candor)を前面に持ち出したのは Lynch 州最高裁判決<sup>385</sup>であって、すなわち多数株主は少数株主に対し、完全な誠実さをもって(with complete candor)、合理的な株主が取引を評価するのににおいて、合併取引に密接に関連する情報、すなわち重要と考えられるすべての情報（事

---

<sup>381</sup> Id. at 311-12. See also Kahn, supra note 374, at 1116-17 (利益関係のない委員会による承認は完全な公正さテストを排除するものに足りないと言及)。

<sup>382</sup> *Susman v. Lincoln American Corp.*, 578 F. Supp. 1041, 1062 (N. D. Ill. 1984) (デラウェア州法に基づいた判決)。

<sup>383</sup> Michael Phillips, supra note 154, at 845.

<sup>384</sup> E.g., *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602 (Del. Ch. 1962); *Empire S. Gas Co. v. Gray*, 46 A.2d 741, 744 (Del. Ch. 1946) etc.

<sup>385</sup> *Lynch*, supra note 203, at 278.

実)を開示しなければならないとされる<sup>386387</sup>。そして前記 Lynch 判決以降の Weinberger 州最高裁判決においても上述完全開示規制の重要性が再び強調された<sup>388</sup>。

#### Weinberger 事件 (1983 年)<sup>389</sup>

**事実概要**：上述参照。

**判決要旨**：必要とされる情報の開示について Moore 裁判官は、まず「完全な誠実性」(complete candor)を要求されている場合、少数株主に対し信認義務を負う多数株主<sup>390</sup>は前者に対し取引に密接に関連する(germane, すなわち合理的株主が自分の持株を売却か保留するかを判断するのににおいて重要と考える)情報を完全に開示したどうかを審査するのが裁判所の義務であって、これは、会社の内部者は保持し得る、自己に有利であるが、株主に不利な情報を内部者に利用されることを防止するためであると、Lynch 事件判示(適切ではなく、完全な情報の開示(completeness, not adequacy)<sup>391</sup>)を引用して<sup>392</sup>、「(完全な)誠実性」は手続上の公正さを判断する要素であると明示する<sup>393</sup>。

そのうえ具体的に本件では、Y2 会社の委託した第三者たる投資銀行の行為について、(価格の)公正さに関する意見書は慎重な調査をしたうえ作成されたものであると少数株主はそう受け止めたが、実際には急いで作られたものであったと述べたうえ、支配株主たる Y1 会社のタイムテーブルの制約によって第三者の地位にある投資銀行はその職務(responsibilities)の遂行に困難を生じたが、それを Y2 会社少数株主に開示しなかったと説示する<sup>394</sup>。

また本件において 1 株当たり \$ 24 は Y1 会社にとっても良い投資であるという重大な情報も少数株主に開示されなかったと説示して、このような状況に置かれた少数株主の中の多数者による同意は無意味であると判示する<sup>395396</sup>。

このように本件において、州最高裁は合併手続が公正であるかどうかの判

<sup>386</sup> See id. at 281.

<sup>387</sup> Id. at 281; Schreiber v. Pennzoil Co., Del. Ch., 419 A.2d 952, 948-59 (1980); Weinberger, supra note 238, at 709; Smith v. Van Gorkom, Del. Supr., 488 A.2d 858, 890 (1985)(密接に関連する情報というのは重要な事実を指すとされる)etc.

<sup>388</sup> Weinberger, supra note 238, at 703. 合理的株主は判断するのに重要と考えられる事実は開示されなければならないとされたのは、他に例えば Arnold v. Society for savings Bancorp, Inc., Del. Supr., 650 A.2d 1270, 1277 (1996)などがある。

<sup>389</sup> 合併後の合併取消し又は損害賠償請求事件。同事件州最高裁判示に関する評論については、See Herzel & Colling, supra note 244, at 1525 (1984); Herzel & Colling, supra note 338, at 195; Payson & Inskip, supra note 244, at 83etc.

<sup>390</sup> 例えば Sterling, supra note 191, at 107; Singer v. Magnavox, Del. Supr., 380 A.2d 969 (1977); Tanzer, supra note 196, at 1121etc..

<sup>391</sup> Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278, 281 (1977). (Lynch I ).

<sup>392</sup> Lynch 事件デラウェア州最高裁判示。Lynch, supra note 203, at 281.

<sup>393</sup> Weinberger, supra note 238, at 711.

<sup>394</sup> Id. at 711-12.

<sup>395</sup> Id. at 712.

<sup>396</sup> その後 Rosenblatt 事件において Moore 裁判官は Weinberger 事件における州最高裁判示は合併価格の最高値を少数株主に開示すると、多数株主には要求していないと説示する。Rosenblatt, supra note 277 at 939.



断において最も重要視したのは情報の開示であって<sup>397</sup>、また確かに最高裁判所は投資銀行による意見書の作成が軽率的(hasty and cursory)であったことなどにも言及したが、しかし親子会社取締役を兼任する者により用意された実行可能性調査書<sup>398</sup>が開示されなかった<sup>399</sup>ことは最も重視されたと思われる<sup>400</sup>。

但し情報開示の問題については、(合併)取引に関わる特別事情(particular circumstances)によるのもよくあることで<sup>401</sup>、下記 Bomarko 事件判決からも分かるように開示しなければならないとされる情報はケースごとに異なりうる。そうだとすると、具体的な開示内容を事前に予見する可能性が低いともいえる。

#### Bomarko 事件 (1999 年)<sup>402</sup>

**事実概要** : X は Y2 社 (株式買取価格算定の申立てにおける被申立人ではあるが、その後併合された損害賠償訴訟の被告とはされていなかった) の元少数株主であって (当時複数いたが、説明の便宜上「X」と総称)、下記本件合併の登録日までに後者株の約 10.8%を有していた。Y1 (損害賠償訴訟被告) は 1991 年 11 月 12 日付の Y2 社取締役会において CEO として選ばれ、Y2 社株の持株数、Y2 社取締役会メンバーの過半数を指名できたこと、そして Y2 社を実際に支配していたこと(actual control)からすれば、当時 Y2 社の支配者の地位にあった。なお当時 Y2 社は財務上困難な状態に陥っていた。

1992 年 5 月 14 日に Y1 などは融資のため訴外 A 社と交渉して \$ 4000~4500 万の融資枠を要請したが、一旦応じられなかった。ただその後、訴外 A 社は Y1 に 3 年間 \$ 4000 万の融資枠(three-year secured credit line)などを内容とする新しいタームシート(term sheet)を送った。しかしそれは Y2 社取締役会に知られなかった。

同月 18 日、Y2 社取締役会が開かれ、融資先を見つけるための特別委員会が設けられ、そこで Y1 は詳細を述べなかったが、自分は融資の提供又は Y2 社資産の買取りに関する提案を提出できるかもしれないと示唆して、前述会議後の数時間後に Y1 は訴外 A 社と連絡を取り、前述タームシートにつき融資額を \$ 2000 万に変えることなどを内容とする逆提案(counter-proposal)をした (訴外 A 社はそれが Y2 社による対応であると合理的に理解した)。

その後、6 月 3 日付の取締役会において、Y1 は Y2 社株を 1 株当たり \$ 0.3 を合併価格として、(自分の完全に所有する) Y3 社 (損害賠償訴訟被告) と

<sup>397</sup> Weiss, supra note 222, at 49-50.

<sup>398</sup> 実行可能性調査書に関する議論について、例えば Note, The Standard of Care Required of an Investment Banker to Minority Shareholders in a Cash-Out Merger: Weinberger v. UOP, Inc., 8 Del. J. Corp. L. 98 (1983)がある。

<sup>399</sup> Weinberger, supra note 238, at 712.

<sup>400</sup> See Payson & Inskip, supra note 244, at 86etc.

<sup>401</sup> Prickett & Hanrahan, supra note 249, at 68.

<sup>402</sup> 合併後の損害賠償請求事件。本件は MBO の特徴をも持つ。

Y2 社とによる交付金合併を提案したところ、当該提案はその後の株主総会において承認された。

そこで X は Y1 などを対象に損害賠償請求及び株式買取価格算定の申立てを求めた（裁判所は前者についてのみ判示して、そしてそれを理由に後者について判示する必要はないと説示した）。

**判決要旨**：Lamb 副判事（当時）はまず Macmillan 事件判示<sup>403</sup>を引用して、個人利益のために利用されうる、会社の決定に関連するすべての重要な情報を開示するとされる会社受任者の負う誠実義務<sup>404</sup>(duty of candor) も「手続上の公正さ」を判断する一要素であると述べて、本件において Y2 社取締役会は特別委員会を発足した真の理由は利益関係があると考えられた Y1 を、融資を含む選択肢の継続的な探しから排除するためであって<sup>405</sup>、Y2 社と訴外 A 社との間でなお合意に達する可能性があったが、Y1 の不当行為によってその機会は泡になってしまった<sup>406</sup>こと、また訴外 A 社に連絡をとったことを Y1 が隠したことは当該連絡が Y2 社の融資探しに重大な影響を与えると Y1 は知っていたことを意味し(betray)<sup>407</sup>、その存在を開示しなかったことにより特別委員会は大いにミスリーディングされ<sup>408</sup>、そして前述連絡の存在は株主にとっても重要な情報であって Y1 の隠しによりそれを知られなかった<sup>409</sup>ことなどから、Y2 社の CEO たる Y1 は訴外 A 社の提案や自らの逆提案を開示しなかったことなどは合併手続上の不公正を構成すると判示する<sup>410,411</sup>。

#### a. 事前的情報開示に関する事後的審査における欠点

裁判所による事後的救済として、事前的情報開示が適切ではなかった(inadequate)と判示しても、それは必然的に正確ではなく(necessarily imprecise)、また多少、思惑に基づいたもの(somewhat speculative)でもある<sup>412</sup>。加えて、上述例示した事件からも分かるように、重要な事実をすべて開示しなければならないとしても、事件ごとに開示の必要があるとされる具体的内容はケースバイケースであって、(合併取引の)当事者たる多数派株主等の立場からいえば、予見可能性が低い。

Weinberger 州最高裁により判示される完全開示規制は実務に重大な影響を

<sup>403</sup> Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., Del. Supr., 559 A.2d 1261, 1280 (1988).

<sup>404</sup> 8 Del. C. § 144.

<sup>405</sup> Bomarko, 794 A.2d 1161, 1181 (Del. Ch. 1999).

<sup>406</sup> Id. at 1181.

<sup>407</sup> Id. at 1181.

<sup>408</sup> Id. at 1182.

<sup>409</sup> Id. at 1182.

<sup>410</sup> Id. at 1180.

<sup>411</sup> なお株主に 1 株当たり \$ 0.3 の合併価格を推奨した、主要的ではなくてもその中心的な理由は(a central, if not primary, reason), Y2 社及びそのフィナンシャル・アドバイザーは Y1 による提案のほか代替的融資先を見つけられなかったからであると委任状勧誘書に記載されており、訴外 A 社と連絡をとったことに関する情報の脱漏、そして Y2 社取締役会への未開示は重大なミスリーディングでもあると説示される。Id. at 1182.

<sup>412</sup> Andra, supra note 314, at 227.

与える (considerable practical significance)<sup>413</sup> こともあって、具体的な開示内容、すなわち何を事前に開示すべきかについて議論が活発であった。

(ア) Weinberger 州最高裁判決において現代的株式価値評価技法が認められ<sup>414</sup>、そのような評価手法、とりわけキャッシュ・フロー割引現在価値法などの利用に関連する情報を開示しなければならないとされることがありうると説かれることがある<sup>415</sup>。

しかし株式価値の評価手法に関連して、Weinberger 事件後の Rosenblatt 事件では次のように説示されている。

#### Rosenblatt 事件 (1985 年)<sup>416</sup>

**事実概要**：上述参照。

**判決要旨**：委任状勧誘書類における開示内容が十分に開示されたかどうかに関連するが、本件において委任状勧誘書に訴外 C 社の評価方法に秘密 (secrecy) があるなどの内容が開示されなかったことは本件合併を承認するかどうかに関する少数株主の判断に影響を与えたという X の主張に対し、Moore 裁判官は TSC Industries 事件判示<sup>417</sup>を引用して、本件合併を承認するかどうかの判断においては、合理的な株主は訴外 C 社の評価方法の機密性 (confidentiality) などが重要であるとは考えないと説示する<sup>418</sup>。

本件において裁判所は事後的に、合理的な株主は重要とは考えないと判示するが、しかし株式価値評価方法についてどこまで開示すべきかという、実質的に合併に関する情報をどこまで開示すべきかという問題と関連して、依然として残されるであろう。

(イ) Weinberger 事件において、合併のタイミングや取引の構造などは合併の公正さを判断する要素でもあると判示されていること<sup>419</sup>から、それらは少数株主にとって重要であって、開示しなければならないとされうると説かれることがある<sup>420</sup>。しかし上述のように取引の構造についてその果たす役割に対し正反対の意見も存在するし、上記のように判例上において対等な交渉を根拠付けるような構造をとられていないとしても、必ずしも合併手続きが不公正であるとされとはいえない。すなわち対等な交渉を根拠付けるような取引の構造はそもそも義務づけられていないのである。

<sup>413</sup> Weiss, supra note 222, at 50.

<sup>414</sup> Weinberger, supra note 238, at 712-14.

<sup>415</sup> Prickett & Hanrahan, supra note 249, at 70.

<sup>416</sup> 合併完成後の合併不正訴訟事件。

<sup>417</sup> TSC Industries, Inc., 426 U.S. at 449.

<sup>418</sup> Rosenblatt, supra note 277, at 945.

<sup>419</sup> Weinberger, supra note 238, at 711.

<sup>420</sup> Prickett & Hanrahan, supra note 249, at 70.

(ウ) そのほか、提案された合併について、キャッシュ・アウト価格以外のもの（例えば合併において経営陣により受け取られることがありうる利得(benefits)）を重要と考える合理的株主もいるかもしれないが、大多数の株主は主として合併価格が真の価値（すなわち会社全体の価値における自分の持株に相応する価値(their proportionate interest)）を反映しているかどうかに関心をもつ<sup>421</sup>から、それに関連する事実の開示は裁判所に期待されている可能性が高いと考えられる<sup>422</sup>。また親会社は結局、大いに子会社から派生したデータをベースに少数株主を締め出すかどうかを判断するから、子会社の独立取締役及び少数株主にもそういったデータを利用できるようにしなければならないともいわれる<sup>423</sup>。しかしそれらは親会社が合併に関する最高値を開示する必要があるという趣旨であれば、誤解であろう。

すなわち Weinberger 州最高裁判決において、親子会社取締役を兼任する者により用意された実行可能性調査書<sup>424</sup>が開示されなかった<sup>425</sup>ことは最も重要視されたと思われるが<sup>426</sup>、Moore 裁判官はその後の Rosenblatt 事件において、それは合併価格の最高値を少数株主に開示する<sup>427</sup>と、多数株主に要求するものではないと明らかに否定する<sup>428</sup>。

また通常の商業交渉においては、受け入れられる最低限度を相手に明らかにする(volunteer)当事者はいなく<sup>429</sup>、両当事者は売買につき強制されていなく、そして交渉する財産の特性に関する情報を十分に知っているならば、(最後の合意) 価格は買主が支払いたい最高買取価格と売主が受け入れられる最低売却価格の区間にあると思われる<sup>430</sup>。

(エ) 上述に対して、(親子会社関係の場合) 共同支配(common control)により会社間の情報隠しは排除され、子会社に関する収益予期(earnings expectations)や隠れた資源(hidden resources)を簡単にごまかすことはできなくて<sup>431</sup>、如何なる場合でも、合併により利得(gains)が生じることに対する期待は開示の対象となると思われる<sup>432 433</sup>。確かに将来に対する予測

---

<sup>421</sup> See id. at 70 .

<sup>422</sup> Id. at 70.

<sup>423</sup> Weiss, supra note 222, at 50.

<sup>424</sup> 実行可能性調査書に関する議論については前掲注 398 掲載文献参照。

<sup>425</sup> Weinberger, supra note 238, at 712.

<sup>426</sup> See Payson & Inskip, supra note 244, at 86etc.

<sup>427</sup> 最高価格を開示するとされたかどうかについて、少数株主のために交渉する、積極的な独立代表者がいる場合（すなわち独立交渉委員会を発足した場合）、最後に受け入れられる価格（すなわち最高価格）を開示する義務はないと Weinberger 州最高裁が示唆するという見方があった。See id. at 89 ).

<sup>428</sup> Rosenblatt, supra note 277, at 939.

<sup>429</sup> Payson & Inskip, supra note 244, at 89 n.50etc.

<sup>430</sup> Id. at 89 n.50etc.

<sup>431</sup> Brudney & Chirelstein, supra note 142, at 324.

<sup>432</sup> Id. at 324.

<sup>433</sup> なお（子会社が公開会社である場合）、支配権が取得された期日(at the date control is acquired)における P/E 比率はその成長期待(growth expectations)を反映するもので、支配権の取得により生じうる将来成長利益(future growth)は完全に買収者に帰属される場合、買収の直後に又は市場で前述利益の帰属が明らかにされた場合にその期日に、対象会社の市場株価は下落すると思われる。Id. at 326(1974).

(estimates of the future)や還元比率(capitalization rate)に関して異議があり、それらに関する証拠の提出においても、反対株主側の専門家より親会社のほうがいつも有利であるが<sup>434</sup>、情報開示によって、合理的に説明されていなかった過去または現在の条件に依拠した、将来に関する予測に基づいて合併条件を設定した親会社にリスクを負担させることで、上述の親会社側専門家の利点は減らされうる<sup>435</sup>。

しかし以上のように考えても、情報開示におけるジレンマ的な問題は完全に解決されたわけではない。すなわち、もし買取者の情報及び計画の全部が売却者に開示すれば、買取者の合理的なディスカバリー・バリュー(discovery values)が剥奪される一方、もし全部の情報でなければ、どれだけの情報が開示されるべきかという問題<sup>436</sup>はなお残される。

### **(3) 事後的株式買取請求権制度と損害賠償請求権制度に関する整理**

(A) 以上のように見てくると、上記(1)（制定法上の株式買取請求権制度）及び(2)（判例法上の損害賠償請求制度）で述べた内容を次ぎのように整理できる。

すなわち親子会社間交付金合併における子会社少数株主を救済するには、本来制定法上の株式買取請求権制度もあるが、旧株式価値評価手法による少数株主の救済は不十分であった。また Weinberger 事件州最高裁判決によって前記評価手法は現代化されたとはいえ、訴訟ベネフィットの比較的高い、判例法上のクラス・アクションによる損害賠償請求は取消しに代わる損害がめったに認められないとされたにもかかわらず、依然として少数株主に多く利用されてきた。

但しクラス・アクションによる損害賠償は訴訟コスト等の面において有利であるとはいえ、それによる少数株主の救済はなお不十分と考えられる。換言すれば、株式価値評価手続において合併手続上の不公正は直接には公正な価格（・価値）の算定に関係しないとされる中、提案された合併価格が公正であるかどうかの判断に大きな影響を与えると考えられる、手続上の要素たる合併取引の構造や情報開示はそれ自体にも上述のような問題点がある。

(B) 仮に合併完成後において事後的に合併に関するタイミングや情報開示は不公正であったと判明されたことによって、元の合併価格が不公正であるとされて、それで公正な価格（・価値）が新しく評価されたとしても、本来手続上の瑕疵は治癒されるわけではない。

それが法政策上の選択であるとしても、手続上の瑕疵をそのまま放任することは、株式価値の評価において十分な少数株主保護を保障できない限り、

---

<sup>434</sup> Id. at 324-25.

<sup>435</sup> Id. at 325.

<sup>436</sup> Id. at 315, note 42.

支配株主等による機会主義的行動は惹起されるであろうから、（それは法政策上の選択ではないならば、更に）別途の対処策が必要となるであろう。

デラウェア州衡平裁判所の Jacobs 副判事（当時）は上述の手續上の問題、特に情報開示規制違反に関する適切な救済方法を次ぎのように示唆する。情報開示関連の訴訟は株式価値評価手続 (appraisal proceeding) によって適切に対処出来なくて、重要な事実の不当開示 (misdisclosures) 又は不開示 (nondisclosures) によって差し止めによる救済は正当化される (warrant injunctive relief) かもしれないと述べる<sup>437</sup>。学説上でも、（合併）条件等の開示 (the disclosure of its terms and import) が十分ではないことに基づいて適時にチャレンジしてそしてそれに成功した場合、単に合併を適切な情報開示がされるまで遅らせることがありうるとはいえ、完全開示規制は（合併）取引（条件）の改正が誘引されうると説かれる<sup>438</sup>。

そこで以下では衡平法上の差止請求による救済方法についてみてみたいと思う<sup>439</sup>。

#### (4) 衡平法上の差止請求権制度

親子会社間交付金合併について少数株主を救済するため従来より衡平法上の差止制度が利用されてきた。但し Weinberger 州最高裁判決を境に、それを利用する際の請求理由は上述他の少数株主救済制度（制定法上の株式買取請求権制度と判例法上の損害賠償制度）の変化と共に変わった。そこで以下では、まず Weinberger 州最高裁判決までの差止請求（事件）を概観したうえ、同判決以降の差止めについてみる。

##### (A) Weinberger 事件州最高裁判決前の差止め

著名な Weinberger 州最高裁判決まで、合併の差し止めを求める理由として合併条件が不公正であるなども少数株主により主張されていた（例えば上述 Sterling 事件<sup>440</sup>や Tanzer 事件<sup>441</sup>）が、そのような主張は実質的に合併後の価値（例えばシナジー）を取得するものであるなどとして裁判所に認められなかった。

それに対して、下記例示した事件から分かるように Weinberger 事件州最高裁判決まで、多くのデラウェア州判例は少数株主を締め出す（などの）目的

<sup>437</sup> Nebel v. Southwest Bancorp, Inc., 1999 Del. Ch. LEXIS 30, \*14.

<sup>438</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 303, note 15.

<sup>439</sup> なお確かに衡平法上の取消し等も認められるとされているが（例えば、合併条件が裁判官の良知をショックさせるほどに不公平である場合、“詐欺的” (fraudulent) であるとして合併が取消されることもありうる。Stauffer v. Standard Brands, Inc., 178 A.2d 311 (Del. Ch.), *aff'd*, 187 A.2d 78 (Del. 1962).), しかし実際に合併の効力が生じた後はもはや取消しを請求することはできないと明示した判例が多い（江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護（八・完）——アメリカ法を中心として——」法学協会雑誌 99 巻 2 号 180 頁（1982 年）参照。See also, Basch v. Talley Indus., Inc., 53 F. R. D. 9 (S.D.N.Y. 1971) (デラウェア州法に基づいた判決)）。

<sup>440</sup> Sterling, *supra* note 191, at 111-16.

<sup>441</sup> Tanzer, *supra* note 197, at 393-394.

（又は正当な事業目的以外の目的）での親子会社間合併について否定的な見解を示して、衡平法上の救済を図ってきていた<sup>442</sup>。例えば Todhunter 事件<sup>443</sup>

（1975 年）において、少数株主たる X は本件合併（の完成）を臨時的に差止める請求を衡平裁判所に申立てたのに対し、Marvel 副（当時）判事は本件合併に正当な事業目的があるかどうかについては疑問であるなどとして衡平法上の差止請求を許可した<sup>444</sup>。

またその後の Singer 事件では、締め出しを目的とする合併は信認義務違反になると明示された。

（Singer 事件<sup>445</sup>）事実概要：Y1 社はデラウェア州会社で、家庭娯楽用電気製品を含む電気製品の生産・販売をその主たる事業としていた。Y2 社はデラウェア州法設立の上場会社で、消費者製品等の生産・販売のほか、家庭娯楽製品等をも生産していた。X らは Y2 社の元少数株主であった。そして Y3 社は Y2 社株式を公開買付けによって買取るために設立された Y1 社の 100%子会社で、買付後に Y2 社株式を保有するほか、何の事業も営んでいなかった。

1974 年 8 月 28 日、Y3 社は Y2 社の全普通株式を対象に、1 株当たり \$8 で公開買付けを開始した。公告書には、以下のような内容も書かれていた。すなわち、Y1 社の終局の目的は Y2 社の全株式を取得するもので、万が一、今回の公開買付けで全株式を買取れなかった場合、Y1 社は、公開市場での買い増しや公開買付け、そして合併等のあらゆる合理的と考えられる手段によって、残りの株式を買取ることもありうる。そのような買取りや（合併）取引等を行う場合、その条件として今回の公開付けと異なることもありえ、また現金又は証券交換を対価とすることもありうる。

1974 年 8 月 30 日、Y2 社は、今回の公開買付けは交渉も経ていなかった一方的なもので、Y2 社帳簿価値 (book value) 換算での 1 株当たりの価格は \$11 を超えるもので、1 株当たり \$8 の買付価格は不合理であるというような内容のレッタ (letter) を株主に出した。

1974 年 9 月の第一週間には異議は続いていたが、問題解決のために Y2 社、Y1 社そして Y3 社は Y2 社株主の利益を犠牲に (at the expense of Y2 社株主)、下記のような条件で互いに譲歩を譲り合った。即ち、(1) 公開買付価格を 1 株当たり \$9 に引き上げること、(2) Y1 社及び Y3 社の要求に応じて Y2 社は 16 人の役員との間で雇用契約を締結すること、(3) Y2 社は公開買付反対意見を撤回することを条件付けられた。

買付価格は当時の Y2 社株式の市場価格より何ドルか高かったこともあって、買付けの結果、Y3 社は Y2 社社外株式の約 84.1%を取得して（およそ 1974 年 10 月ころ）、Y2 社の支配株主となった。

<sup>442</sup> 一方、制定法上の株式買取請求権等をもって締め出し目的による差止請求を否定するケースもあった。

例えば Singer v. Magnavox Co., 367 A.2d 1349 (Ch. Ct. 1976).

<sup>443</sup> 合併差止請求事件。

<sup>444</sup> Pennsylvania Mutual Fund, Inc. v. Todhunter International, Inc., Del. Ch. LEXIS 229 (1975).

<sup>445</sup> 合併後の合併取消し又は損害賠償請求事件。

1975 年 5 月 8 日、Y1 社は Y3 社を通じて、専ら Y2 社との合併のために 100%子会社たる Y4 社（デラウェア州会社）を設立した。Y2 社、Y1 社そして Y3 社の経営陣により Y4 社と Y2 社との合併（以下「本件合併」という）はそれぞれ同意された。

同年 6 月 27 日頃、Y2 社株主に対して、合併後、少数株主は 1 株当たり \$9 の現金を取得する以外、なんら株主としての権利等を有しないこと、株主総会で多数決で合併（決議）を可決させること、Y2 社株式の 84.1%を保有する Y3 社は総会において賛成票を投じる予定であること、1975 年 3 月 31 日付の Y2 社株式の帳簿価値は 1 株当たり \$10.16 であること、そして少数株主は合併価格に同意する以外に、株式買取請求権を有すること等を内容とした委任状勧誘書類(proxy statement)を送付した。

7 月 24 日に、Y2 社株主総会が開催され、支配株主 Y3 社の賛成投票によって合併決議が可決された。なお合併が提案され、そして可決されたまでは、Y2 社取締役会の構成員の中、4 名は同時に Y1 社の取締役でもあって、3 名は Y2 社との間で雇用契約が締結され、当時において Y1 社及び Y3 社により支配された取締役は Y2 社（経営陣）を支配していた。

そこで X らは本件合併に適法な(valid)会社目的または緊迫した事業目的(compelling business need)がないから、詐欺的であること等を理由として、1976 年 5 月 26 日付に合併の取消し又は損害の賠償を請求した。それに対し、Y1 らは X らは救済が認められる請求を陳述していないことを理由に、X らの請求を却下する申立て(the motion to dismiss)をした。一審では Brown 副判事（当時）は少数株主を締め出すほか何ら事業目的もないからといって本件合併が詐欺的であるとはいえないこと、またいずれにせよ本件合併に不満を感じる X らの救済は株式買取請求権によること等をもって、Y1 らの申立てを認めた<sup>446</sup>。そこで X らは上訴した。

**上告審判決：**本件合併の目的について、Duffy 判事は（デラウェア州制定法上では、）適法な事業目的がなければ合併が行われうるかどうかについて明文規定はないと指摘したうえ、Sterling 事件判示<sup>447</sup>を引用して少数株主の株式を取得する合併取引において多数株主は信認義務を負うのがデラウェア州判例法理であると説示したうえ、制定法に株式買取請求権制度があるからといって前述信認義務を満たしたとはいえないと判示するうえ、多数株主は少数株主を締め出す目的で交付金合併を行なってはいけないと明示して<sup>448</sup>、（締出目的での合併行為は）信認義務違反であって、適切な救済策が付与されうると判示する<sup>449</sup>。

---

<sup>446</sup> Singer, *supra* note 442, at 1349.

<sup>447</sup> Sterling, *supra* note 191, at 109-10.

<sup>448</sup> Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969, 975-77 (1977).

<sup>449</sup> See *id.* at 979.



上述の Singer 判決について不必要な訴訟を増やしてしまうなどとも指摘されていた<sup>450</sup>。但し下記のように締出目的での合併は認められないとされたが、問題のある合併にはたして前記目的があったかどうかに関する認定は多くの場合になされなかった。

#### Tanzer 事件<sup>451</sup> (1977 年)

**事実概要**：Y2 会社はデラウェア州法設立会社であって、当時アメリカ証券取引所に上場していた。Y1 会社（同じくデラウェア州会社で、アメリカ証券取引所上場）は Y2 会社の多数株主であって、後記合併前に後者社外株式の 81%を保有していたのに対し、X らは Y2 会社の少数株主であった。Y1 会社は Y2 会社を合併する計画などで、1975 年 9 月 30 日に 100%子会社たる Y3 会社（同じくデラウェア州会社）を設立した。その後、前記三社の経営陣により Y2 会社と Y3 会社との合併（以下「本件合併」という）についてそれぞれ同意された。なお Y2 会社株主総会でも 50%を超える少数株主が本件合併に賛成した。

そこで本件合併により Y2 会社株主としての地位を失なわせられる少数株主たる X らはデラウェア州制定法上の株式買取請求権制度をも利用できるが、同合併に反対して、本件合併は支配会社たる Y1 会社の利益のためであることなどを理由に前述合併（の完成）を差止める申立てを行なった。

衡平裁判所は本件合併の目的について、多数株主たる Y1 会社は専ら X らを締出するためではなく、合法的そして緊迫した事業理由（present and compelling reason）があるとして X らの請求を認容しなかった。同年 9 月に本件合併に効力が生じたが、X らは上告した（なお手続上の問題として上告できるか否かにつき Y1 会社らにも争われたが、上告審はそれを肯定した<sup>452</sup>）。

**判決要旨**：上告審で X らの請求要旨、すなわち本件合併は専ら支配株主の利益のためであることについて次ぎのように判示される。Duffy 裁判官は株主の議決権行使について、一般的に言えば、株主は議決権を行使するに当たってその動機は個人の利益のためであれ、変な考え方に基づいたものであれ、他の株主に対し負う義務に違反しない限り広い判断権利を有するという従来判例法理<sup>453</sup>を引用して、株主は他の株主に対し負う義務に違反しない限り自己利益のためにも議決権を行使することができるとするのが 50 年以上の歴史を有するデラウェア州判例法理であると明示したうえ、子会社の少数株主を締め出す目的での合併は Singer 事件ルール、すなわち信認義務に違反

<sup>450</sup> Weiss, *supra* note 222, at 43.

<sup>451</sup> 合併差止請求事件。

<sup>452</sup> Tanzer, *supra* note 196, at 1121.

<sup>453</sup> Ringling Bros-Barnum & Bailey Com. Shows v. Ringling, Del. Supr., 29 Del. Ch. 610, 53 A.2d 441, 447 (1947); Heil v. Standard Gas & Electric Co., 17 Del. Ch. 214, 151 A. 303, 304 (1930); Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co., 14 Del. Ch. 1, 120 A. 486 (1923). See also, Fletcher Cyclopedica, Corporations (Perm. Ed.) § 2031.

することになると確認した。

しかし本件でも支配株主による本件合併は少数株主排除の目的ではないと認定され、合併目的に関する原審判示は是認された<sup>454</sup>。

Weinberger 事件（1981 年一審<sup>455</sup>）でも裁判所は合併の目的について、少数株主の株式を取得する支配株主の主な理由は支配株主にとって対象会社を完全子会社化することを通じて自社余剰資金を投資する可能な最良方策であったこと、また自己利益のために行動した（その結果、少数株主の締め出しとなった）支配株主の行為に緊迫した・任意的でない事業目的 (compelling, nonvoluntary business reason) がない限り、不当 (wrong) であるという X の考え方自体は謬論的であること等を理由付けとして、本件合併に合理的な目的があったと判示する<sup>456</sup>。

このように判例上では、締め出し目的での合併は認められないとされる一方、問題のある合併に前記目的があったかどうかに関する認定は容易になされなかった結果、締め出しからの少数株主救済という観点からいえば不十分であった。

そこで Weinberger 事件（1983 年二審）州最高裁は、（親子会社間）合併において株式価値評価方法を現代化した同時に、正当な事業目的による少数株主の保護はいまや無意味であり、これを要求する従来判例理論はここに撤回すると明示した<sup>457</sup>。

## (B) Weinberger 州最高裁判決後の差止め

Weinberger 州最高裁判決以降、合併後の会社を元当事会社の状態に回復させることは大きな困難性を伴うなどで、提案された合併は（法律違反又は）信任義務違反に当たる可能性があるとして認められる場合、臨時的差止めはその一般的 (conventional) 救済策であるとされ<sup>458</sup>、差止めの理由も合併手続上の不公正に変わった。そこで以下では、まず合併手続が不公正であるなどを請求理由として差し止めを求められた判例について若干触れたうえ、締め出し合併差止めに関する裁判所の趣旨を究明することを試みてみたい。

### ①手続上の不公正による事前的差し止め

Rabkin 事件(1985 年)<sup>459</sup>

**事実概要**：Y1 社はバージニア州法設立会社で、1983 年 3 月 1 日に Y2 社（デラウェア州法設立、当時ニューヨーク証券取引所上場会社であった）の元支

<sup>454</sup> Tanzer, supra note 196, at 1122-24.

<sup>455</sup> Weinberger, supra note 212, at 1333.

<sup>456</sup> Id. at 1350.

<sup>457</sup> Weinberger, supra note 238, at 701.

<sup>458</sup> Phillips v. Insituform of North America, Del. Ch., C.A. No. 9173, 30 (1987). See also Sealy, supra note 292, at 1341 (1987).

<sup>459</sup> See Rabkin, supra note 362, at 1099. タイミング操作による合併差止請求事件。

配株主と株式売買契約（その中に Y1 社は同年 3 月 1 日よりの一年間以内に Y2 社の残存株式すべてを買取る場合、その価格は 1 株当たり \$ 25 以上でなければならないとの内容（一年間承諾）が書き込まれた）を締結して 1 株当たり \$ 25 の価格で約 63.4% の Y2 社株を取得した（その後 Y1 社は公開市場でも Y2 社株を買取ったところ、約 64% を保有するに至った。以下、Y1 社と Y2 社を「Y1 社ら」という）。X は Y2 社の（元）少数株主であった。

Y1 社は前記売買契約を通じて Y2 社の支配株主となったところ、Y2 社の残存株式を買取る考えはあるが、目下そのつもりはないという旨のプレスリリースを発した。しかし実際には Y1 社はずっと Y2 社株式の 100% 取得を狙っていた。引き続き買取るかどうかに関する賛成・反対意見 (pros and cons) を記載した秘密的メモランダム (memorandum) によれば、Y1・Y2 社の取締役を兼務した 3 名は一年後に待てば支払金額を節約できるなどとして反対意見を示めた。

一年後の 3 月 23 日に、Y1 社のシニア経営陣は投資銀行に Y2 社残株を 1 株当たり \$ 20 で買取ることで前記価格が公正であるとの意見書の作成を依頼した。4 日間後の同月 27 日に、前記投資銀行は前述一年間承諾も検討しないまま 1 株当たり \$ 20 の価格が公正であるという旨の意見書を出した。翌日たる 28 日に Y1 社と Y2 社は現金合併（以下「本件合併」という）などを内容とするプレス・リリースを発した。

その後、Y2 社の取締役会は本件合併の公正さを審査するため 4 名の社外取締役からなる特別委員会を発足した。そして同委員会はまたフィナンシャル・アドバイザーとリーガル・コンサルタントに委託した。5 月 10 日付の会議において前述フィナンシャル・アドバイザーは 1 株当たり \$ 20 の本件合併価格は公正であるとの意見を示したと共に、Y2 社株式の価値範囲は 1 株当たり \$ 19～\$ 25 である可能性があるとした。そこで前述社外取締役は Y2 社取締役会に対し前記価格は少数株主に対して公正ではあるが、気前がよくない (not generous) として価格の引き上げを助言した。これに対し Y1 社は翌日の 11 日において Y2 特別委員会にそれを否定すると通知した。ところで同月 15 日付の Y2 社取締役会会議において、同特別委員会は本件合併の価格が公正であってその承認を助言するとの意見を表明した。

6 月 7 日、Y2 社は本件合併賛成を主旨とする委任状勧誘書類を送付した。その中において上述一年間承諾や Y2 社株式の価値範囲は 1 株当たり \$ 19～\$ 25 であることなどが開示された。

X は Y1 社らは上述一年間承諾を回避するため本件合併のタイミングを不公正に操作したなどとして本件合併の差止めを請求したが、一審<sup>460</sup>では認められなかった。そこで X は上告した。但し一審判示後に本件合併が完成した<sup>461</sup>。

<sup>460</sup> Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp., Del. Ch., 480 A.2d 655 (1984).

<sup>461</sup> Rabkin, supra note 362, at 1100.

州最高裁判決<sup>462</sup>:我々は Weinberger 事件において、手続上の公正さは合併取引のタイミング(when the transaction was timed), 発端, 構造, 交渉及び取締役に対する情報開示がどのように行われたか, 取締役と株主による承認はそれぞれどのようにされたかという問題を包含すると判示する<sup>463</sup>が, しかしそれは決して欺罔レベル(issues of deception)のみを対象としているのではなく<sup>464</sup>, 本件において Y1 社らは故意に少数株主に対して負う契約上の義務(一年間承諾)を回避するため本件合併のタイミングを設定したことが手続上の不公正となる<sup>465</sup>。

進んで Moore 裁判官は (Schnell 判示<sup>466</sup>を引用して,) その不公正な行為は適法(legal)でありうるが, だからといって保護されるとは限らなくて, 少なくともそれはごまかしを構成し(import a form of overreaching), (合併取引が) 完全に公正であるとされる文脈ではそれにつきもっと考えるべきであると判示する<sup>467</sup>一方, 本件において本件合併のタイミングを設定したことは手続上の不公正になるが, それは X の請求(本件合併の差止め)を認める趣旨ではないと説示する<sup>468</sup>。

上述の判決をみると, 単に合併のタイミングが不公正であるとされた場合には, 必ずしも当該合併が差し止められるとは限らない。一方, 下記判例<sup>469</sup>から分かるように, 合併のタイミングが不公正で、且つ情報開示も共にに問題視されている場合には, 当該合併が差し止められることになる。

#### Sealy 事件 (1987 年)<sup>470</sup> (差止請求許可)

**事実概要**: Y2 会社は (公開会社ではないが,) ベット製品の生産を主要営業とするデラウェア州会社である。X らはその会社の少数派株主であって, 同社株式を約 6.1%を有する。一方, Y1 会社は Y2 会社の多数派株主であって, 下記本件合併前には約 82%の Y2 会社株式を有していた (その時, 訴外 M 会社は 11.95%の Y2 会社株式を所持していた。以下では Y1 会社側を合わせて「Y1 ら」ということがある)。

1987 年 1 月 21 日に, Y2 会社取締役会が召集され, Y2 会社と Y1 会社の子会社である Y3 会社との交付金合併提案 (以下「本件合併」をいう。) が承認された。ただ Y2 会社の取締役全員は Y1 会社及びその親会社の従業員であって, しかも前述取締役会では, 提案された決議案以外に財務的情報を含む他

<sup>462</sup> Id. at 1099.

<sup>463</sup> Weinberger, supra note 238, at 711.

<sup>464</sup> Rabkin, supra note 362, at 1105.

<sup>465</sup> Id. at 1106.

<sup>466</sup> Schnell v. Chris-Craft Industries, 285 A.2d at 439.

<sup>467</sup> Rabkin, supra note 362, at 1106.

<sup>468</sup> Id. at 1107 n.9.

<sup>469</sup> なおタイミングに関するケースについて, See also, Roizen v. Multivest, Inc., Del. Ch., C.A. No. 6535 (1981); Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., Del. Ch., 509 A.2d 584 (1986)etc..

<sup>470</sup> タイミング操作などによる合併前の差止請求事件。

の利用できる書類もなく、合併価格について Y2 会社株式の帳簿価値を除き何ら説明もないまま呈示されてその合理性などにつき議論もされなかった。加えて、投資銀行や財務上の専門家を委託したこともなく、独立的に合併価格を審査するまたは少数株主を代表するための、利益関係のない者により構成された特別委員も発足しなかった。

一週間後に Y2 会社は X らに対し、本件合併内容の紹介やその承認のための株主総会開催日等を内容とするインフォメーション・ステートメントを発した。X らはそれをもらった後、同年 2 月初期に本件合併価格が不公正であるなどとしてその完成を差し止めることを申し立てた。

そこで、同月 15 日の週において迅速なディスカバリーは行なわれて、株主総会開催日の前日に差止請求に関するヒアリングは予定された。それに対し、解決方を議論するため Y1 らは前記総会の開催を延期した。ただ、この延期は訴外 M 会社の所有する Y2 会社株式を取得するためであったことが事後に明らかにされた。4 月 10 日に Y1 会社及び Y2 会社は、X らを対象に二つの訴訟を提起した。その中の一つは X らによる本件合併に対する差止請求は手続の濫用(the abuse of process)及び悪意的訴訟であるとして損害賠償請求を訴えた。それに対し X らは弁護士費用(attorney's fees)を請求して対応したが、Y1 らは本件合併を復活させるとアナウンスして、7 月 21 日に総会を開催するとの通知(書)を出した。同時に Y1 らは、開示すべきと X らが申立書において主張された情報、そして第三者による価値評価の結果等を補足内容としたインフォメーション・ステートメント(「補足的ステートメント」をいう。)を送った。

しかし前述の補足的ステートメントにおいては、帳簿価値に依拠した合併価格にいたったプロセスや X らが合併価格の公正さを判断できる他の関連する財務的情報などは開示されなかった。

**タイミングに関する判決：**本件合併のタイミングに関しては、裁判所は Weinberger 事件判決<sup>471</sup>を引用して、対等な交渉を通じていない、交付金を対価とする親子会社間合併において受任者は合併につきあらゆる面において少数株主に対し公正に扱わなければならないと述べて、多数株主は不公正な価格による少数株主の強制的排除を認容(permit)または助成するために、合併のタイミングを設定したり、会社価値を操作したりすることはできないと説示する<sup>472</sup>。

そのうえ本件において Y2 会社価値を評価することが仮に不可能ではなくても、それが難しい時に Y1 らは本件合併を起こして、そして X らの利益を犠牲に(to the plaintiffs detriment)自分の利益のために Y2 会社価値を操作したなどとして、このような行為は手続上の不公正に該当すると判示する<sup>473</sup>と

<sup>471</sup> Weinberger, supra note 238, at 710.

<sup>472</sup> Sealy, supra note 292, at 1335.

<sup>473</sup> Id. at 1336.

ともに、情報開示について次のように述べる。

**情報開示に関する判決**：裁判所は Weingarden 事件判決<sup>474</sup>などを引用して、会社取締役及び多数株主に誠実に情報を開示することを要求するのは少数株主は十分に開示された情報に基づいて合理的な投資判断を行いうることを確保するためであると説示し<sup>475</sup>、本件合併に関連する重要な事実すべてが開示されたかどうかについて、裁判所は Rosenblatt 事件判決<sup>476</sup>や Smith 事件判決<sup>477</sup>、そして Weinberger 事件判決<sup>478</sup>を引用して、親子会社間合併において会社の取締役ないし多数株主は少数株主に対し合併に関する重要な事実すべてを開示しなければならないと説示して、本件において開示された情報は仮にあっても、少なかったとして<sup>479</sup>、本件における情報開示の不十分を強調した。

**Kumar 事件 (1991 年)**<sup>480</sup> (差止請求許可)

**事実概要**：Y1 社は Y2 社の多数株主であって、約 62%の後者株式を有する。X は Y2 社の普通株主ではないが (優先株保有者)、所持した優先株は随時に同社普通株に転換できるのに加え、プット・ライツ (put rights) 付きのものである。1990 年 9 月 20 日付の取締役会会議において Y1 社 (の所有者たち) は税金節約のため Y2 社と Y1 社との合併 (Y1 社による Y2 社の完全子会社化) について、X と相談していたところ、X は破産宣告 (declare bankruptcy) の時が来たと応じた。

その後の 1991 年 2 月ころ、X は優先株を Y2 社普通株への転換、そして転換直後のプット・ライツの行使などを Y1 社などに通知したところ、3 月 29 日に、翌月 2 日を取締役会開催日などとする通知書をもらった。しかし前記通知書には合併に関する記載はなかった。また 4 月 2 日に開催された取締役会でも合併に関する書類も用意されなかった。30 分もない会議の最後に合併に関する投票が行われ、X 以外は賛成したことで、合併決議が可決され、同日に本件合併届は提出された。そこで、X は同月 8 日に衡平裁判所に本件合併の (完成の) 差止めを請求した。

**衡平裁判所判決**：合併のタイミングについて、Berger 副判事は次のように

<sup>474</sup> Weingarden & Stark v. Meehan Oil Co., Del. Ch., C.A. Nos. 7291/7310 (1985).

<sup>475</sup> Sealy, supra note 292, at 1340. なお裁判所は, Wacht 判示 (Wacht v. Continental Hosts, Ltd., Del. Ch., C.A. No. 7954, at 8 (1986)) 及び Kahn 判示 (Kahn v. United States Sugar Corp., Del. Ch., C.A. No. 7313 (1985)) を引用して、対等な交渉を通じていない親子会社間合併においては通常、会社取締役会はかれらの利益を保護するために行動を行うと、少数株主はそう考えることができるとされる (entitled to assume) から、取締役会での判断プロセスは (開示事項として) 重要であるとして、本件合併における取締役の注意義務について、裁判所は合併において取締役は注意義務を免れるためには (合併に関する) 経営判断をする前に利用できる重要な情報すべてを知っておくべきで、合併に関する判断をそのまま株主に移すことだけでは前述義務を履行したとはいえないとして、そして Smith 事件判示 (Smith v. Van Gorkom, Del. Supr., 488 A.2d 858, 872-873 (1985)) を引用して、本件では Y2 会社の取締役は十分に開示された情報を基に本件合併を承認したものではなく、前述情報を取得する努力もしなかったと説示して、注意義務違反になると示唆する。See id. at 1337-39.

<sup>476</sup> Rosenblatt, supra note 277, at 944.

<sup>477</sup> Smith, supra note 475, at 890.

<sup>478</sup> Weinberger v. Rio Grande Industries, Inc., Del. Ch., 519 A.2d 116, 121 (1986).

<sup>479</sup> Sealy, supra note 292, at 1338-39.

<sup>480</sup> タイミング等による差止請求事件。

説示する。すなわち、(1) タイミングによって少数株主は財務的な損害を被って、そして (2) タイミング (の設定) により少数株主が失ったものを支配株主は利得(gain)として獲得した場合、合併のタイミングは手続上の不公正を構成する<sup>481</sup>。

本件において本件合併のタイミング (の設定) によって X は損害を被るのに対し、Y1 社などはその利益を享受する。本件合併が承認された前に、X はすでに株式転換及びプット・ライツの行使を選択した。もし前記ライツが実現できれば、X は \$ 215 万をもらえ、Y1 社はその金額の 89%を支払うことになる。しかし本件合併の下では X は \$ 26 万しかもらえなくなるのに対し、Y1 社は本来、将来において支払うべきもの(future payments)は回避されるなどとして、裁判所は本件合併のタイミングは合併手続上の不公正を構成するとすると述べる<sup>482</sup>。

上述を踏まえて、衡平裁判所はタイミングのほか、本件合併取引の構造や情報開示等においても公正さを欠くと説示して<sup>483</sup>、X による本件合併の差止請求を認めた。

上述①から分かるように、事前的差し止めが認められたケースにおいて、合併手続上の不公正を判断する主たる要素、例えば合併のタイミングや取引の構造に公正さを欠くとされる場合には、通常、情報開示においても公正さを欠くとされる傾向がみえる。その理由は恐らく差止制度の趣旨を究明することによって、明らかになるであろう。

## ②事前的差し止めの趣旨

上述 (3) で整理されたように締出合併において現代化された株式価値評価法によって必ずしも十分な金銭的救済を保障できない他、手続上の瑕疵が事後的にも治癒されない。こういったことなどから、事前的救済が考えられるようになったと思われるが、多くの判例<sup>484</sup>において事前的差止請求が認容されたのは、恐らく下記 Andra 事件 (事件自体は差止請求に係わるものではないが、) での Strine 副判事 (当時) の説示によりその趣旨が明らかになるであろう。

### Andra 事件 (2000 年) <sup>485</sup>

<sup>481</sup> Kumar v. Racing Corp. of Am., 1991 Del. Ch. LEXIS 75, \*12 (1991).

<sup>482</sup> See id. at \*13-14.

<sup>483</sup> Id. at \*14-15.

<sup>484</sup> 例えば State Wisconsin Investment Board v. Bartlett, Del. Ch., C.A. No. 9612, order at 6, 2000 WL 193115, at \*2 (2000); Sonet v. Plum Creek Timber Co., Del. Ch., C.A. No. 16931, mem. Op., 1999 WL 160174, at \*11 (1999, パートナースhip); Matador Capital v. BRC Holdings, Del. Ch., 729 A.2d 280, 298 (1998, 公開会社); Marriott, mem. Op. at 47-48, 2000 WL 128875, at \*21(パートナースhip).

<sup>485</sup> Andra, supra note 314, at 207. 合併後の損害賠償請求事件である。

**事実概要：** Y2 社はアウトドア・カジュアル製品を生産する会社であって、1997 年 11 月より公開会社となった。Y1 は Y2 社の多数株主で下記公開買付前に後者株の 73%を有していた。X は Y2 社の元少数株主であった。

1999 年 2 月 10 日に第二四半期収益を公開されたところ、Y2 社株式の市価は元の 1 株当たり \$ 9.125 より \$ 6.25 にまで下落した。そこで Y1 は 1 株当たり \$ 8 の公開買付価格で少数株式を買取することに決めた。前記買付けの公正さを判断するため特別委員会も発足した。しかし 3 名からなる委員会メンバーのうち、2 名の独立性については少なくとも疑わしい。同年 5 月中旬、前記委員会は 1 株当たり \$ 10 にまで要請したところ、その価格での買付けに同意した。ただ少数株主の中の多数者の同意を条件としなかった。

X は上記公開買付けに対し差止請求を申し立て、認められたが、それを撤回した。そしてそれに応じなく株式買取請求権を取得した。一方 Y1 は略式合併の株式数を取得できて、買収媒介である Y3 社を設けて少数株主を排除した（以下「本件合併」という）。

そこで X は本件合併において手続が不公正であるとして、株式の評価価値 (appraised value) に相当する損害の賠償請求（実質的には株式評価請求と認定された）を求めた。

**衡平裁判所判決：** Strine 副判事（当時）は衡平法上の差止めによる救済について次のように述べる。

株主は自由に、しかも情報の十分に開示された中で議決権行使と投資判断をするという判例法上の伝統的な要請 (traditional deference) を考慮すれば、選択をする前に株主は情報開示を要求するクレーム（申立て）を提起できるとすることに意義があるのが明らかである<sup>486</sup>。このような適時な申立てを通じて、株主がフェアな方法で判断を行うことができる矯正的な開示 (corrective disclosure) の機会は株主に提供されることによって、株主の判断が尊重されるほか、事前的開示は適切ではなかった (inadequate) として裁判所による事後的救済は必然的に正確ではなくて (necessarily imprecise)、また多少、思惑に基づいたもの (somewhat speculative) でもあって、事後的救済によって事後的救済を求めるニーズが減らされる<sup>487</sup>。

以上に対し State Wisconsin Investment Board v. Bartlett, Del. Ch., C.A. No. 9612, order at 6, 2000 WL 193115, at \*2, (2000) も、衡平裁判所はデラウェア州会社株主の投票権 (franchise) を保護するのが重要であって会社取締役会に承認・推奨された合併について投票を問われるときほど前記投票権が重要であることはなく、本件において事前的差し止めを通じて、(15 日間又は) 十分に開示された情報に基づいた投票を行うことができるのに必要とされる情報を、株主は十分な時間をもって吸収・消化するため当事者間において合意が達しうる期日にまで、株主による投票が先伸ばされるとする。

<sup>486</sup> See id. at 227.

<sup>487</sup> Id. at 227.



このような裁判所の見解からすでに分かるように、事前的差し止めを通じて求められるのは株主が議決権を行使して投資判断を行う際に必要となる十分な時間と情報の確保である。そうだとすると、株主の投票権（franchise）が重視される中、事前的差し止めに関する司法上の運用がより重要となる。

### ③ 差止請求権制度の司法上の運用

以下では、同制度に関するデラウェア州判例を概観して、差止めが認められる 3 要件に関するデラウェア州裁判所のスタンスを究明することを試みてみたい。

#### Sealy 事件（1987 年・差止請求による情報の引き出し）

**事実概要**（詳細については上述参照）：本件において本件合併が Y2 会社取締役会で承認された後、株主総会決議に付議される前の段階で Y2 会社の少数株主たる X らは本件合併の完成を差し止めるために、株主総会開催通知を主たる内容としたインフォメーション・ステートメントに重要な事実に関して不実表示があったことなどを理由付けとして衡平裁判所に差止仮処分命令を申し立てた。

**衡平裁判所判決**：差止請求制度の運用（差止を認められる要件及びそれに関する判断）について、裁判所は確立した過去の判例<sup>488</sup>を引用して、差止命令を発するためには 3 つの要件を具備しなければならないと述べる。すなわち a. 主張事由が認められる合理的な可能性があること、b. 差止めによる救済を認められなかったら緊迫した回復しがたい損害が生じること、c. 差止めが認められなかった場合に申立人に生じる損害は、差止めが認められた場合に被申立人が被る損害を超えること<sup>489</sup>、を申立人が証明しなければならないとする。

司法上の具体的運用について、a. に関しては実質的に、合併が完全に公正であるかどうか（すなわち合併価格の公正さと合併手続の公正さ）に関連してその証明責任は実際に合併取引の両サイドにある者が負う<sup>490</sup>。b. については、裁判所は次ぎのように述べる<sup>491</sup>。

（ア）本件において X らは本件合併価格に同意するかまたは株式買取請求権を利用するかあるいはその他の救済方法に頼るかを判断するのに必要とされる十分な情報を知られなかった。それがため、選択できないことは回復しがたい損害を被る。というのは、一旦ある救済策を放棄したら、X らは経済上の等価物を獲得できないことがありうるからである。例えば本件において、も

<sup>488</sup> Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. Supr., 506 A.2d 173, 179 (1986); Gimbel v. Singal Companies, Del. Ch., 316 A.2d 599, 602-03, aff'd, Del. Supr., 316 A.2d 619 (1974); Shields v. Shields, Del. Ch., 498 A.2d 161 (1985).

<sup>489</sup> b 要件が認められると、c 要件は容易に認定されるから、b 要件の検討を中心とする。

<sup>490</sup> Sealy, supra note 292, at 1333.

<sup>491</sup> Id. at 1339-42.

し X らは株式買取請求権を選択したところ、その後にもともと別途の訴訟判決により認められたものの価値の減少によりその時の公正な価値は現在の合併価格をも下回るならば、X らは現在の合併価格よりも高い値段をもらう権利を失ってしまう。またもし X らは本件合併価格に同意してその後に公正な価値がそれより高かったならば、株式買取請求権を通じて公正な価値をもらう権利をなくされてしまう。多数株主たる Y1 等によって情報を知られなかった状況の下で X らに前述のような選択を要求すべきではない<sup>492</sup>。十分に開示された情報を知られたうえで判断を行うのに必要とされる情報を開示させるためには、差止めはもっともそれを達成できる可能性のある救済方法である。

(イ) 本件において上述のように Y2 会社取締役は十分に開示されなかった情報に基づいて本件合併に承認したもので注意義務違反に該当する。前述義務に違反しても差止めを認められない可能性の高い場合もあるかもしれないが、しかし取締役会は情報が十分に開示さなかったまま判断を行った場合や少数株主に対し重要な事実を開示しなかった場合では、制定法上の注意義務規定<sup>493</sup>及び情報の完全開示を要する信認義務を根拠付ける政策を保障する(vindicate)ためには、差止めによる救済はもっとも適当であるのが明らかである。

(ウ) 事後的損害の評価が困難である場合<sup>494</sup>、損害が回復し難いである。Weinberger 事件<sup>495</sup>はまさに親子会社間合併の完成した後にその損害を評価することが難しいである一例である。本件でも、別途訴訟の判決結果によって損害の算定が非常に困難であることがありうる。前述の困難は事前の差止救済方法によって回避できる。

このように上記 3 つの要素からみれば、本件では差止めを認められない場合に回復し難い損害が生じるのが明らかである。

Sealy 事件判決に関する検討：i. 上述 Sealy 事件判決をみると、b の回復し難い損害に関する要件は柔軟に解釈されていることが分かる。このような姿勢に他の衡平裁判所の立場ともあまり変わりがみえない。すなわち、案件是非の証明に成功できる(success on the merits)、強い証拠(strong showing)は回復し難い損害に関する(弱い)証明を補い得<sup>496</sup>、事後的損害賠償による救済の場合、合併後の会社を元当事会社の状態に回復させることにおける大きな困難性などから、a の要件が認められると、差止めによる救済が一般的に認められるとされる<sup>497</sup>。このように、a の要件は差止められるかどうかの

<sup>492</sup> E.g., *In re Anderson, Clayton shareholders' Litigation*, Del. Ch., 519 A.2d 669, 679 (1986); *Trans World Airlines, Inc. v. Icahn*, 609 F. Supp. 825, 830 (S.D.N.Y. 1985).

<sup>493</sup> 8 Del. C. § 251 (b).

<sup>494</sup> See *Anderson, Clayton Shareholders' Litigation*, supra note 492, at 676.

<sup>495</sup> *Weinberger*, supra note 308, at 945.

<sup>496</sup> *Allen v. Prime Computer, Inc.*, 540 A.2d at 421.

<sup>497</sup> *Kumar*, supra note 323, at \*20-23. See also *Phillips v. Insituform of North America*, Del. Ch., C.A. No. 9173, 30 (1987).

判断により大きな影響を与えることが明らかである。

ii. 上記 a の要件については、多数株主等にその挙証責任に負わせるとする *Sealy* 事件判決は親子間締出合併における従来より確立した判例とも一致している。確かに挙証責任の配置（倒置）によって（取締役の）判断過程を再現させる (shaping the decisional process) のは（アメリカ）裁判所による伝統的な方法であるが<sup>498</sup>、締出取引に限っていえば、従来より指摘されてきた少数株主による証明の難しさに対する配慮もおよそあったであろうと伺える。

例えば合併を行うと判断するタイミングは子会社収益 (earnings) の実質的増加に対する親会社の予期に基づいてなされ、その予期は経営陣しか知られていない情報（すなわち、まだ開示の時期が到来していなくて (not ripe for disclosure)）、それにより多くの場合、子会社株式の市場価格に反映されていない情報）によってなされることがありうる<sup>499</sup>。したがって、裁判所は将来収益を予測する (projecting future earnings) 基礎として市場価格または過去の収益を強調する結果、適当に対象会社に帰属できる将来収益を過小評価する可能性がある<sup>500</sup>。よって、親会社は、対象会社の現在価値を過去の記録（データ）が示唆するより高い可能性があると見極めて、少数株主はあまり又はまったく証明できない時期に締め出しを行う可能性があつて<sup>501</sup>、多数派株主等の不当行為を見抜くことはかなり困難であると思われる。そうすると、挙証責任の倒置によって、締め出しに関する取締役の判断過程が再現できる一方、少数派株主の挙証における困難性も軽減されることが考えられる。

## (5) まとめ

以上のように整理・分析すると、親子会社間締出合併における子会社少数株主を救済するデラウェア州法規制は次ぎのようにまとめられよう。

(A) デラウェア州では従来より制定法上の株式買取請求権による救済と衡平法上の事前的差し止め及び事後的損害賠償請求による救済という三つの救済制度があつたが、しかし有名な *Weinberger* 事件州最高裁判決を境に、それぞれに対する司法上の運用姿勢が大きく変わった。具体的に言うと次ぎのように要約できる。

### ① *Weinberger* 事件州最高裁判決前

a. 制定法上の株式買取請求権については、株式価値評価においていわゆる旧「デラウェア・ブロック・アプローチ」が用いられ、公正な価値を判断する際に考慮される要素にはシナジー等を含む合併後の価値に関するものは一

<sup>498</sup> Rock & Wachter, *Waiting for the Omelet to Set: Match-specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations*, 24 J.Corp.L. 913, 941(1999).

<sup>499</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 305-6.

<sup>500</sup> See *id.* at 306.

<sup>501</sup> *Id.* at 306.

切排除された。

b. 他方で、クラス・アクションによる原状回復に代わる損害賠償請求を利用することによって、すべてではないが、少数株主は合併により生じうるシナジー等を獲得することが可能であった。

それと同時に、衡平法上の事前的差し止めも利用可能であったが、合併条件が不公正であるとしての差止請求主張は実際に合併後の価値を獲得するものであるとして裁判所に認められなかった。他方、合併は締出目的であるなどとしての主張は理論的には可能であったが、合併が締め出し目的であるとの認定は、容易にはなされなかった。

## ② Weinberger 州最高裁判決以降

しかし上述に対し Weinberger 州最高裁判決によって、裁判所の見解が大きく変わった。

a. 制定法上の株式買取請求権における株式価値評価法は、Weinberger 州最高裁判決によって現代化され、公正な価値を判断する際に、思惑に基づいたものと認められない限り、シナジーや会社機会に因る合併後の価値は考慮されるようになったと思われる。

b. 一方、判例法上の原状回復に代わる損害賠償はめったに認められなかった。但し訴訟コストなどの面においてクラス・アクションによる損害賠償請求のほうが比較的に優位性を有するから、依然として多く利用されていた。

しかし合併手続上の不公正（瑕疵）は単に合併価格が公正であるかどうかの信憑性に関連するもので、合併手続が不公正である場合、公正な価格（・価値）が新しく評価されるが、仮にそれが十分に少数株主を経済的に補償できるほど正確に算定できるとしても、それにより手続上の瑕疵は治癒されないし、合併手続が公正であるかどうかの判断に大きな影響を与える独立交渉委員会等の発足や情報の完全開示などの要求自体にも問題があると指摘される。

c. このような指摘もあって、情報開示の問題について事後的救済は適切ではないとされ、株主による議決権行使に必要と考えられる十分な時間と情報を確保するため、合併手続上の不公正などを請求理由とする差し止めは多くの判例により認められた。

(B) 親子会社間締出合併に関するデラウェア州法における今日の救済方法として、株主判断のために必要と考えられる十分な時間と情報を確保するための事前的差し止め<sup>502</sup>と、株式価値評価による金銭的補償であると大別できる。後者については更に制定法上の株式買取請求権と判例法上のクラス・アクシ

---

<sup>502</sup>なお事前的差し止めが利用されることによって、事後的に公正さテストによるチャレンジを支持するすべての合理的理由が排除される可能性があるという見解もある。See id. at 303, note 15, etc.

ョンによる損害賠償請求とに分けられるが、事後的損害賠償請求は、株式価値評価手法が統一された後、訴訟コストなどにおいて比較優位性を有するから、資金力の比較的少ない投資者にとっても利用できる制度となった。

### (C) デラウェア州法に使われている上記三制度に関する検討

#### ①株式買取請求制度と損害賠償制度との比較

少数株主を締出す交付金合併取引に関するデラウェア州法上の諸規制の変遷から分かるように、今日において判例法上の損害賠償制度は制定法上の株式買取請求制度と並行して、依然として広く利用されている理由について、a. 合併による締出しから株式買取請求権制度による少数株主の救済は不可能な場面がありうること、また b. 訴訟コスト等においてクラス・アクションによる損害賠償請求制度のほうが相対優位性を有することなどが説かれている。

但し次ぎのようなことにも留意すべきであろう。すなわち株式買取請求権とクラス・アクションによる損害賠償請求訴訟はそれぞれの請求対象が異なる。前者を利用する場合、対象会社のみがその請求対象とされる<sup>503</sup>のに対し、後者を利用する場合、通常、多数株主又は対象会社の取締役等がその請求対象となる<sup>504</sup>。両制度は共に金銭的救済であるとはいえ、それらによって、仮に少数株主にとり最終的な経済的補償（金額）が同じであるとしても、損害賠償制度の選択は対象会社の取締役等の責任を追求する一面もあって、不公正な合併手続を利用して少数株主の（本来有すべき）利益を害するような締出取引自体が抑制されることもありうることを期待されていたことなどからすると、当時、不当な価格での少数株主締出しが悪化したことを背景に、デラウェア州裁判所は少数株主の締め出し規制として、損害賠償請求を認めたことには取締役の行為を規律付ける意図もあったであろう。

#### ② 事前的差止制度の位置づけ、役割及び必要となる関連司法制度等

a. 情報の非対称の問題は M&A 一般に存在するものではあるが、通常、独立当事者間の M&A では対象会社の取締役会が株主利益のために行動することを通じて、情報の非対称性が緩和されることが期待される。これに対して対象会社取締役と株主との間に利益相反関係が存在する局面では、対象会社の取締役会が情報の非対称性を利用して、株主利益を害する行動をとる危険が増加すると思われる<sup>505</sup>。そもそも情報の非対称性自体は問題ではなく、利益相反関係が存在する場合、とりわけ最終回問題（final period problem）が存在する場合、機会主義的な行動をとられる危険性が高く<sup>506</sup>、非対称の情報が利用されるのがむしろ問題である。

<sup>503</sup> See *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988).

<sup>504</sup> 例えば *Rosenblatt*, *supra* note 277, at 929 etc.

<sup>505</sup> 加藤・前掲注 10・14 頁注 (21)。

<sup>506</sup> 飯田秀総「MBOを行なう取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト 1437 号 98 頁（2012 年）など。

解決方策としては、(ア) 利益相反関係を解消して通常の(独立当事者間の)合併といえる状態に戻して情報の非対称性を緩和させる、(イ) 情報の非対称性が利用されないように他の方法で規律付ける、(ウ) 両者を併用する、といったことが考えられる。

デラウェア州判例の変遷を見て、裁判所は二つの方法(つまり上記(ウ))を重要視してきていたことが分かる。具体的には、(ア)の利益相反関係の解消措置として、例えば利益関係のない取締役により構成される独立交渉委員会の発足など、そして(イ)については対象会社の取締役や多数株主に対し、信認義務の具体的内容として、情報開示義務(誠実義務・duty of candor)を課していること、が挙げられる。しかし(ア)の解消措置にある問題点が指摘されている中で、デラウェア州では、むしろ(イ)の情報開示が最も重要視されてきていたと思われる<sup>507</sup>。但し損害賠償における情報開示規制にも欠点があることなどから、裁判所は事前の情報開示(差止請求)に目を向けたのである<sup>508</sup>(そういう意味では、事前の情報開示たる差止請求制度と事後的損害賠償請求制度及び株式買取請求制度とは相互補完関係にあるともいえよう)。

b. ところで、そもそも締出合併において、少数株主が事前に重要な情報を知るためにはデラウェア州会社法上の明文規定に依拠して帳簿等の閲覧請求権を求めることができる<sup>509</sup>。またそれが会社の企業秘密等に及ぶ場合、情報の漏洩を防止する必要があると考えられても、裁判所は、伝統的な衡平法(エクイティ)上の権限に基づき、例えば会計帳簿等の閲覧謄写を求められた際に、閲覧の対象となるべき書類の範囲を特定したり、また閲覧に際して他者へ見せることを禁止するなどの条件を付すといった形での法の運用を行なうことによって、企業秘密等の漏洩防止を実現できるから<sup>510</sup>、上記閲覧請求権の実効性が保障されているともいえる。このような中、さらに事前の情報開示(差止請求)を認めているのは他に何らかの正当化できる理由があると考えられる。

それは、事前の差止めによって株主が投資判断を行なう際に必要とされる情報が引き出されることが期待できるとともに、事前の開示は適切ではなかった(inadequate)として裁判所による事後的救済は必ずしも正確ではなくて、また多少、思惑に基づいたもの(somewhat speculative)でもあるから、事前の救済によって事後的救済を求めるニーズが減らされる<sup>511</sup>ことも図られていること以外には、それによって締出取引の条件等が改善されるのが期待されうるとも思われる。

<sup>507</sup> 例えば独立交渉委員会の設置を重視した Weinberger 事件でも、情報開示が裁判所により最も重要視されたと思われる。Weiss, *supra* note 222, at 49-50. See also Payson & Inskip, *supra* note 244, at 86etc.

<sup>508</sup> Andra, *supra* note 314, at 227.

<sup>509</sup> 例えば Del. Code Ann. tit. 8, § 220 (b) (1998,2011).

<sup>510</sup> 神田秀樹「会計帳簿等の閲覧謄写権」ジュリスト 1027 号 24 頁～25 頁(1993 年)。

<sup>511</sup> Andra, *supra* note 314, at 227.

c. 但し差止請求制度が果たす役割が多くて、事後ではなく、事前に多数株主等に対し完全開示を要求しても、(親子会社間)合併において多数株主により開示されなかった重要な事実について、少数株主は事前に合理的な懷疑(properly skeptical)をもっているとしても、ディスカバリーを利用しないと最初の訴答において(in an original complaint)それらを申し立てる(detail)ことができない場合がありうる<sup>512</sup>。

したがって、多数株主は完全な開示をしなかったと少数株主は疑う場合、(合併の)不公正を証明する具体的事実(specific facts)の陳述という要件を満たされる訴状を書く(draft a complaint)ためにすべての利用できる情報を提訴前に勤勉に(diligently)調べまくらなければならない<sup>513</sup>。迅速なディスカバリーは(原告側に)主張された情報の未開示に対する確認及び他の疑われた未開示に対する調査に必要となり<sup>514</sup>、開示をしなかったという原告側の主張をサポートし、また他に密接に関連する事実の隠蔽があったかどうかを判断するため、多数株主が情報を完全に開示したかどうかを判断する唯一の実践的な方法(the only practical way)は、原告側に合理的ディスカバリーを認めてあげることである<sup>515</sup>。

このようにみえてくると、今日広く認められている、締出合併から少数株主を救済するため十分な情報等を引き出すことをその主たる趣旨とする衡平法上の差止請求制度の利用<sup>516</sup>において、裁判手続上のディスカバリー制度が重要な役割を果たしているのが明らかである。

d. 上述から分かるように、確かに株主が投資判断を行う際に必要とされる情報等が重要視されているデラウェア州裁判所<sup>517</sup>では、審査される事項には変わりはなく<sup>518</sup>、費用対効果の観点から再検討される余地もあろう<sup>519</sup>といわれるが、しかしディスカバリーの運用によって、少数株主に必要とされる情報が引き出されるとともに、買収者と対象会社が再交渉を行うことが期待されるという利点もあって<sup>520</sup>、それによって締出合併の条件、例えば合併価格の改善が期待できると思われる。

上述の内容を念頭に第4章では、親子会社間締出合併の局面における日本会社法上の少数株主救済制度を米デラウェア州法上の諸規制と比較して、相

<sup>512</sup> Prickett & Hanrahan, *supra* note 249, at 71. See also, Carney, *Fundamental Corporate Changes Minority Shareholders and Business Purpose*, 1980 Am. B. Found. Research J. 73 n.15 (1981).

<sup>513</sup> See Prickett & Hanrahan, *id.* at 72.

<sup>514</sup> *Id.* at 72.

<sup>515</sup> *Id.* at 73.

<sup>516</sup> 一方、締出公開買付けの場合でも、当該公開買付けが強制的で、重要な情報が開示されていないと認められた場合には、当該締出公開買付けが差し止められるとされる。例えば(Pure事件) *In re Pure Resources Inc. S' holders Litig.*, 808 A.2d 424-25 (Del. Ch. 2002)。

<sup>517</sup> 連邦裁判所においてもディスカバリーが利用できる。Rock & Wachter, *Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations*, 24 J.Corp.L. 913, 946 n. 100 (1999).

<sup>518</sup> 神田・前掲注4・342頁。

<sup>519</sup> See, *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

<sup>520</sup> 加藤・前掲注38・31頁注(106)。

互の相違点を明らかにするとともに、同局面に関する会社法上の規制方法について提言を試みてみたい。



## 第4章 少数株主の締め出し規制に関する日米比較及び会社法への提言

第2章及び第3章から分かるように、日本法においても、米デラウェア州法においても、締出合併そのものは法的に認められている。その結果、締め出される少数株主に対し、合併対価が一方的に利益相反関係にある相手たる多数派株主により決定されることなどから、不当に利益を害されるおそれがある、濫用的締め出しから少数株主を救済する必要があると認識されている。そして、いずれにおいても、正当な事業目的による制約以外の諸規制によって救済を図っている。

但し米デラウェア州法では少数株主救済において提起されている諸問題に対応できていると思われるのに対し、会社法では、締め出される少数株主の救済を過度に株式買取請求権に依存しており、しかも当該株式買取請求権制度に問題があるため、少数株主利益の保護が不十分であると思われる。

米デラウェア州においては、締出合併等に伴う多くの判例や議論の蓄積があり、日本において同じ局面における少数株主の救済を検討するに際にして有益な示唆等を受けられると考えられることから、本章では比較法的視点から少数株主の締め出し規制につき検討をしながら日本法への提言を試みることにしたい。検討の順序は次ぎの通りである。まず1.で、締め出しにおいて重要な規制となっている株式買取請求権制度につき係る問題点及びその改善策に関して検討をして同制度では解消できない問題点があることを確認する。続いて2.では、前記1.でみた問題に対処するために株式買取請求権制度を補完又は代替する制度の必要性について検討をする。そして3.では、株式買取請求権制度及びその補完的又は代替的制度である事後的規制には問題点があることを明らかにしたうえで、それに対処するためには事前的規制が必要であると結論付ける。最後に4.では、事前的規制に係る具体的な方策を検討し、具体的な提言を試みる。

### 1. 株式買取請求権制度

会社法では、締め出される少数株主の救済を過度に株式買取請求権に依存しており、そして当該株式買取請求権制度に問題があるため少数株主利益の保護が不十分であると思われる。そうすると、こういった問題点を改善することによって、少数株主の救済が図れるかどうかを、まず検討する必要があるから、以下では、これを確認してみたいと思う。

#### (1) 現行法上の株式買取請求権制度における問題点及びその改善策

第2章2.(1)の(C)で述べたように、締め出される少数株主の観点から、現行会社法における株式買取請求権制度には例えば(A)裁判官は「公正な価格」の決定に必要な知識や経験を有していない問題(「公正な価格」算定の問題)や(B)少数株主は株式買取請求権を活用できていない問題等があると思

われる。そして 2011 年 12 月 7 日に法制審議会会社法制部会により公表された「会社法制の見直しに関する中間試案」<sup>521</sup>及びその後の要綱案においても、それらに関する対応策が提示されていない。

#### (A)「公正な価格」の算定について

##### ①価格の公正さを保障できると考えられる措置（利益相反関係解消措置）

a. 日本では、公正な条件を客観的に算定することは著しく困難であるとの認識から、合併等の条件が公正か否かを実質的に判断することに対して裁判所は抑制的であり<sup>522</sup>、手続上において利益相反関係を解消する措置が十分であったと認められた場合、裁判所は、独自の視点から公正な価格がいくらであったかという算定を避けているように思われる。

つまり本稿第 2 章(1)の (B) で述べたように、当事会社間に支配従属関係のない独立当事者間取引では、合併比率・対価の内容を含む合併等の条件をめぐって対等な交渉が期待できるのに対し、支配株主が少数株主を締め出すような非独立当事者間取引では、そもそも対等な交渉は期待できず、その結果が構造的に歪む可能性が高い<sup>523</sup>。利益相反の程度は事案に応じて異なるため、それに依拠して、独立当事者間取引と評価されるために採られる措置は一律ではないが、たとえば適切な情報開示に加えて、独立した別個の株価算定や財務・法務などのアドバイザーの採用、そして独立した取締役で構成する委員会の発足など<sup>524</sup>が必要とされる。これらがすべて満たされなければならないもの<sup>525</sup>、措置が不十分で利益相反による影響が存在する場合には、裁判所は独自に公正な価格を算定する<sup>526</sup>。

b. これに対し本稿第 3 章 2. (2) の (C) で述べたように、米デラウェア州裁判所でも、価格の公正さを保障する伝統的な手続上の措置が重視されてきていた<sup>527</sup>。しかしそれに対する批判がないわけでもない。例えばそもそも親子会社間の交渉は如何なる場合でも対等的ではないのが明らかな事実であるのに、対等的であるとするのは適切ではないと指摘されている<sup>528</sup>ほか、独立交渉委員会等の果たす役割に関して全く正反対の懸念も示されている。すなわち独立交渉委員会による真の対等な交渉の下ではそもそも（合併）取引が達成できる保証はないのに対し、少数株主利益の保護に役に立つと考えられる子会社独立取締役及びそのアドバイザーにつき独立取締役などは実質的に子会社少数株主を保護せず、単なる巧みな偽装である可能性があり<sup>529</sup>、投資銀行は

<sup>521</sup> 以下「中間試案」という。

<sup>522</sup> 加藤・前掲注 10・5 頁。

<sup>523</sup> 松中・前掲注 47・37 頁。

<sup>524</sup> 田中・前掲注 21・80 頁。

<sup>525</sup> 田中・前掲注 21・80 頁。

<sup>526</sup> 松中・前掲注 47・37-38 頁。

<sup>527</sup> 例えば Weinberger, *supra* note 238, at 709 n.7 ; Rosenblatt, *supra* note 277, at 937-38.

<sup>528</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 317.

<sup>529</sup> Weiss, *supra* note 222, at 51-52, n.329.

同一のオファーについて公正で合理的であると、又は合理的でないと、クライアントの要求に応じて（合併価格が公正である）意見を出すこともできるかもしれないと述べられている<sup>530</sup>。

これらの問題点が指摘されている中、Weinberger 事件州最高裁は合併手続が公正であるかどうかの判断において独立した交渉委員会等の設置が重要であると示唆しながらも、情報の開示を最も重要視したと思われる<sup>531532</sup>。すなわち独立交渉委員会等の設置の有無は単に合併手続の公正さを判断する要素の一つであって、実際に取引の過程において対等な交渉がなくても、情報が完全に開示されたと認められる場合、合併手続が公正であるとされることがある<sup>533</sup>から、（合併）手続上の公正さの判断において、実質的にはむしろ少数株主に対する情報開示は十分であったかどうか最も重要であるかもしれない<sup>534</sup>。

c. 米国と較べて日本には、十分な独立取締役は存在しないなどと指摘されている<sup>535</sup>。また日本では、取締役は株主の利益を図るべきという規範が実務において必ずしも確立しているとはいえず、取締役会内部における監視メカニズムが十分に機能していない可能性が高いと考えられるために、買収条件の交渉等を担当する取締役（通常は内部者出身の取締役が買収条件の交渉等を担当することになる）は、自らの交渉権限を利用して、株主の利益を犠牲に自ら利益を追求すること（例えば買収後の会社における役職の確保等）を米国以上に容易に実現できている可能性がある<sup>536</sup>。

こういった事情に加え、上記 b. で述べたようにかつて米デラウェア州で唱えられていたような、合併手続における利益相反関係の解消措置に問題があって、それを受けてデラウェア州裁判所は解消措置より情報開示の方を最も重要視していることなどを鑑みると、日本では合併手続において利益相反関係の解消措置が講じられていたかどうかによって依拠して締め出し合併価格が公正であるか否かを判断するのは適切とはいえない。

このように考えると、少数株主利益を保護するためには、裁判所にとって算定は著しく困難であるかもしれないが、結局「公正な価格」の算定によらざるをえないものとする。

---

<sup>530</sup> Id. at 52

<sup>531</sup> Id. at 49-50.

<sup>532</sup> 親子会社取締役を兼任する者により用意された実行可能性調査書が開示されなかったことは最も重視された。See Payson & Inskip, *supra* note 244, at 86etc.

<sup>533</sup> *Susman v. Lincoln American Corp.*, 578 F. Supp. 1041, 1062 (N. D. Ill. 1984) (デラウェア州法に基づいた判決).

<sup>534</sup> Michael Phillips, *supra* note 154, at 845.

<sup>535</sup> 特別委員会の日本における利用可能性については、太田・前掲注 11・108-109 頁、十一崇「MBO（マネジメント・バイアウト）における利益相反性の回避又は軽減措置」判例タイムズ 1259 号 113-114 頁（2008 年）など参照。

<sup>536</sup> 白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律（一）」法学協会雑誌第 127 巻第 12 号 29-32 頁（2010 年）参照

### ③ 「公正な価格」の評価対象

裁判所は買取価格を決定する場合、必要な情報を当事者から収集できるように、文書提出命令などが利用できるように制度が整備されるべきであり<sup>537</sup>、「公正な価格」を算定するに際しては、算定価格の基礎となる評価対象（・要素）はひとまず重要であって、本来少数株主に帰属すべき（換言すれば法的保護に値する）価値を構成する要素が価格算定時に考慮されなかった場合、仮に評価方法及び算出後の価値の分配が適切・公正であるとしても、価格自体の不十分さが自明である。よって、公正さを判断する場合における公正な価格の算定基礎となる要素を全般に考慮する必要がある。

a. これに関して、本稿第2章2.の(1)で述べたように会社法の現代化によって、合併等により生じうると考えられるシナジーにつき学説上でも裁判例でも公正な価格の評価対象とされる点において一致している。但し締出後の企業価値（企業価値の増加分）にはシナジー以外のもの、例えば対象会社の事業機会から生じるものも含まれることがあり得、それも本来は、少数株主を含む対象会社株主に帰属すべきものであると強調する学説<sup>538</sup>はあるが、それを明示する裁判例はまだ存しない。

このような日本の現状に対し、米デラウェア州では本稿第3章2.の(1)で述べたように、著名な Weinberger 州最高裁判決までは、株式買取請求権における公正な価格の基礎となる評価要素としてシナジーを含む、合併により生じうるいかなる価値につき長らく裁判所に考慮されなかった<sup>539</sup>。ところが前記判決を切っ掛けに従来の旧評価方法たる「デラウェア・ブロック・アプローチ」が現代化された結果、株式価値の評価において、よく聞かれるシナジーを含む、合併により生じうると合理的に期待される将来利益(future benefits)は裁判所により認められるようになったと思われる<sup>540</sup>。

とりわけその中、特に注意に値するのは、合併前に存在していたと裁判所に認められるビジネスプランの合併後の実行により生じる将来価値も公正な価値の評価要素とされたことである<sup>541</sup><sup>542</sup>。米国では、支配者は会社財産が改善される兆しのあるときに少数派株主を締め出すタイミングを簡単に選択できるから、結果的に少数派株主は少数株主になりたくなくなり、少数株主を

<sup>537</sup>加藤・前掲注 38・27 頁。

<sup>538</sup>柳・前掲注 48・204 頁。

<sup>539</sup> Pinto & Branson, *supra* note 183, at 143.

<sup>540</sup> Herzel & Colling, *supra* note 244, at 1530 ; Payson & Inskip, *supra* note 244, at 93 n.72.

<sup>541</sup> 例えば, Onti, *supra* note 260, at 904; Kessler, *supra* note 266, at 290.

<sup>542</sup> なおその他例えば合併条件の不正を理由付けとする訴訟や申立てに関連する他の訴訟(derivative litigations)が存在すれば、判断要素として考慮しなければならないとされる（例えば Onti 事件では、少数株主は株式買取価格の申し立てなど公正な価格を争う訴訟を提起しているとともに、多数株主や会社の取締役を対象に収入の移転(diversion of revenue), 管理費用の過度支出(exorbitant management fees), そして多数株主の親会社へのリース料金の過度払いを理由に訴えをも提起しており、それらをも公正な価値の算定に要素として考慮しなければならないと裁判所は示唆する。Onti, *supra* note 260, at 917 n. 55.）。ほかにデリバティブ・クレームを価値判断要素として考慮したのは、例えば Bomarko, *supra* note 405, at 1189-90)などもある。

保護するバランスも崩れてしまう<sup>543</sup>ことなどから、合併のタイミングを不公正に設定することによって少数派株主の価値を不公正に否定することを防ぐために対象会社の（発展）計画（の成就）により生じうる価値を含める必要があると思われる<sup>544</sup>。

このような考え方がもし正しいならば、日本でも、ビジネスプランの合併後の実行により生じうる将来価値が考えられるケースでは、前記将来価値を公正な価格の評価対象とする必要があるであろう。

b. 但し日本では実際に、MBO に際して実現される価値の概念は企業価値研究会による MBO 報告書<sup>545</sup>に整理されており、米デラウェア州法上で考えられた評価対象はその概念にも当てはまると考えられる。

すなわち MBO 報告書は、MBO に際して実現される価値を、（ア）MBO を行わなければ実現できない価値と、（イ）MBO を行わなくても実現可能な価値と、に分けて、（ア）は、合併等の場合のようなシナジーが発生しない代わりに、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果やインセンティブ構造が変化したことに伴い、MBO において人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等を指すものであるのに対し、（イ）は、文言通りに MBO を行わなくても実現可能な価値であって<sup>546</sup>、合併等の場合に切り替えていえば、上述事業機会（ビジネスプラン）のような、本来は対象会社株主に帰属すべきものであって、合併等がなくても実現可能なものを指すと考えられる。

これに対し、合併等においては、合併等により増加されうる企業価値にはシナジーのみならず、たとえば交付金合併により少数派株主を締め出すことで、上場に伴う開示等の費用が節減されることもありうる<sup>547</sup>から、その分も考えられ、合併等がなければ生じない価値であると思われる。

もともと報告書では、「支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、構造上の利益相反問題が存するという点では MBO と同様であり、基本的には、MBO に関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる。」<sup>548</sup>ともしていることを併せて考えると、MBO 報告書で整理された MBO に際して実現される価値を、支配会社と従属会社の関係にある会社間合併にける公正な価格（・価値）として、少なくとも概念上では、同じく考えられる。

このような概念整理をすれば、米デラウェア州法で考えられるように、株式買取請求権における公正な価格の評価対象を締出取引に渡って全般的に網羅できるとも考えられるから、「公正な価格」を算定する際には、MBO 報

<sup>543</sup> Hamermesh & Wachter, supra note 269, available at <http://ssrn.com/abstract=810908>.

<sup>544</sup> Onti, supra note 260, at 910-11.

<sup>545</sup> 企業価値研究会（2007年8月2日付）「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（以下、単に「MBO 報告書」という）。

<sup>546</sup> MBO 報告書 7-8 頁。

<sup>547</sup> 田中・前掲注 21・78 頁注 16）。

<sup>548</sup> MBO 報告書 21 頁。

告書はその指針となりえよう。

## (B) 株式買取請求権制度活用の問題及びその改善策

裁判所は「公正な価格」を算定できるとしても、少数株主は株式買取請求権制度を活用できなければ、救済の実効性を欠く。但し株主買取請求権制度は濫用されるおそれがある側面もあるので、少数株主利益保護のために活用されるようにすると同時に濫用されることを抑えなければならない。

① 株式買取請求権について本稿第2章2.(1)の(C)においてまとめられたように、会社側の観点から同制度の濫用及び金利の問題があるなどと主張されている。そこで、対象会社の利益を保護するため、濫用等の問題を解決する努力が途絶えなかったところ、改善案が纏まった。

まず制度濫用の問題については、2011年12月7日に公表された中間試案には対応策が提案されている。すなわち株式買取請求の撤回の制限をより実効化するため、株式買取請求に係る株式が振替法上の振替株式（同法128条1項）である場合には、反対株主は、株式買取請求をすると同時に、当該請求に係る振替株式について、株式買取請求に係る振替株式の振替を行うために会社の申出により開設される口座（以下「買取口座」という）を振替先口座とする振替の申請をしなければならないものとし、反対株主が、株式買取請求に係る振替株式について上記の振替の申請をしなかった場合には、当該請求は、その効力を生じないものとされる上、会社の承諾を得て株式買取請求を撤回しない限り、自己の口座を振替先口座とする振替の申請をすることができないものとされる<sup>549</sup>。同提案は、2012年8月1日に法制審議会により決定された要綱案にも採用され<sup>550</sup>、これにより、株式買取請求を行った反対株主は、会社の承諾を得て撤回しない限り、株式を市場で売却することはできないことになるから、上記投機的ないし濫用的な株式買取請求を防ぐことができると思われる<sup>551552</sup>。

続いて金利の問題については、中間試案はこれまで実務上の工夫として行われてきた価格決定前の支払制度を正式な制度として法定することを提案しており、要綱案にも採用された<sup>553</sup>。この制度が導入された場合、会社は反対

<sup>549</sup> 中間試案17－18頁（第4の1の③本文及び（注））など参照。

<sup>550</sup> 要綱案第3の1参照。

<sup>551</sup> 野村・前掲注71・59頁。

<sup>552</sup> なお公正な価格の算定基準時の選択による投機的ないし濫用的な株式買取請求問題に関しては、理論的には、合併等の計画発表時、承認決議時、買取請求権行使時、効力発生時といった選択肢がありうるから、いずれの算定基準時をとっても、株主は決議に反対することである種のプットオプションを得ることになるのに加え、承認決議時点を基準とすると、事実上、決議以降には株価の下落リスクを負うことなく上昇の利益だけを享受でき、株主に不当な投機の機会を与える程度が非常に高くなると思われる中、最高裁判所は買取請求時と判示する（最高裁決定平成23年4月19日・前掲注42・140頁など）。これに対し、買取請求時を基準時とすると、反対株主は一種の投機的行動をすることが可能になるとの指摘もあるが（東京高裁決定平成22年7月7日判例時報2087号3頁）、「公正な価格」が毎日変わることからすれば、一定価格を常に保障されながら長期間にわたって投機的行動に出ることができるとする投機の問題とは弊害のレベルが大きく異なると思われる（北村・前掲注42・11頁）。

<sup>553</sup> 要綱案第3の3。

株主に対し、株式の価格が決定される前に、会社が公正な価格と認める額を支払うことができ、仮に会社による決定前の支払いを反対株主が拒むとしても、会社は弁済供託を行うことができるものと考えられるから、これにより、費用の軽減が図られると同時に、濫用的株式買取請求の抑制にも繋がるのが期待できると思われる<sup>554</sup>。

但し現行会社法上の株式買取請求権制度には企業再編によるシナジーの再分配及び企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証という二重機能を担わせ、その選択的な行使を認めることは、株主の機会主義的行動を招く原因となって<sup>555</sup>、投機目的の同買取請求制度の利用（つまり濫用）を防ぐためには、結局価格算定（の仕方）を考えなければならず、投機の弊害はいろいろな場面ごとに価格決定の中で慎重に考慮していかないと防げない<sup>556</sup>ことからすれば、現行株式買取請求権制度を維持する前提では、同制度の濫用を防ぐためには、結局価格の算定によるものとする<sup>557</sup>。

② 一方、少数株主による株式買取請求権活用の問題について、株式買取請求権の行使によって不利益を被る可能性がある場合には、そもそも株式買取請求権を行使するために合併などに反対するインセンティブがなくなってしまうから、特段の事情のない限り、買収者が提示した買取価格が公正な価格の下限となるとも述べられている<sup>558</sup>。そのほか申立人の主張に一応の根拠が認められるのであれば、裁判所は、この主張を否定する根拠が相手から示されるのでない限り、申立人の評価を尊重すべきであるとする<sup>559</sup>ことや、取引の不公正の徴表が大きい場合には、一種のサンクションとして、裁判所の裁量で買収対象会社株主に有利な価格設定を行うべきこと<sup>560</sup>も主張されている<sup>561</sup>。しかし裁判所による「公正な価格」の算定は上記（A）の①及び（B）の①で述べたように、少数株主利益の保護のみならず、株式買取請求権制度の濫用

<sup>554</sup>野村・前掲注 71・60 頁。

<sup>555</sup>藤田・前掲注 36・282, 284 頁。

<sup>556</sup>部会第 12 回会議議事録 28 頁[田中幹事発言]。

<sup>557</sup>一方、現行株式買取請求権制度にある二重機能に応じて、異なる二つの権利に分化させて（企業再編のシナジーの再分配機能のための制度は対価追加請求権の形で規定し、企業再編がなされなかった場合の経済的な状態の保証機能は従来の「ナカリセバ価格」として規定する）、株主は企業再編に関する決定がなされた後一定の期間内に、いずれか一方を選択して行使することによって、株主が企業再編それ自体に反対しておきながら、その後の株価の動きを見ながら企業再編のシナジーを要求する主張に切り換えるといった行動にでることが防止されとも考えられる。藤田・前掲注 36・284, 287 頁注 48。

<sup>558</sup>清水健＝田中亘「MBO・非公開化取引の法律問題[前]」ビジネス法務 7 巻 6 号 18 頁（田中）、加藤・前掲注 38・25 頁。ただこの場合、株主に、とりあえず組織再編に反対するインセンティブを発生させる危険があると考えられる。藤田・前掲注 36・294 頁。

<sup>559</sup>中東正文「企業買収・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法律時報 79 巻 5 号 36 頁, 38 頁注 37（2007 年）参照。

<sup>560</sup>田中亘「MBO における『公正な価格』」金融・商事判例 1282 号 21 頁（2008 年）参照。

<sup>561</sup>ただこれらの主張に対して、合併条件等の形成過程の瑕疵の程度によっては、上述のような立場をとることには十分に理由もあるが、しかし合理的な理由付けを伴わない公正な価格は到底、公正とはいえず、現時点において裁判所により要求される措置が不明確であることから、独立当事者間交渉を怠ったことが過失による場合もあるため、具体的事情によっては、会社側を過度に不利な状況に置くこともまた正当化できないといった指摘もなされている。加藤・前掲注 38・27 頁, 30 頁注（100）。

防止の側面をも有するから、実際に「公正な価格」たる買取価格を算定せずに、正当な理由なく申立人に有利な扱い方をすることは既存株主の機会主義的な行動を招き、効率的買収が実行されなくなるおそれが生じうると思われる。

裁判所は「公正な価格」を算定するコンテストにおいて、コストの面で少数株主の利害がかなり精鋭化するため、コスト面での対応が必要である<sup>562</sup>。例えば鑑定が必要となった場合の鑑定費用は非常に大きな負担であると思われる。非訟事件の費用負担について、裁判所では算出された公正な価格からの両当事者が主張した価格の乖離率を基準にする<sup>563</sup>とか、学説では合併等の条件形成過程の瑕疵について責任を負うのが会社であって、原則として会社が全額負担すべきであるの主張もある<sup>564</sup>が、少数株主のキャッシュ・アウトのような場面では、費用は会社が負担するといっても実質的に支配株主が負担するから、公平の観点から見てもよい<sup>565</sup>ということで、キャッシュ・アウトのときに会社の決めた額より高い価格で裁判所が「公正な価格」として買取価格を定めた場合には、会社に負担させるというルール設定が考えられよう。

## (2) 株式買取請求権制度によっては解消できない問題点

株式買取請求権制度に係る問題点を完全に改善すれば、それによって少数株主の救済が図られるともいえるが、問題は同制度によっては解消できない問題点があることである。

つまり株主総会決議を経る場合には、事前に反対の意思表示をして、かつ決議のときに反対した株主しか価格について文句を言えない<sup>566</sup>から、例えば実際に、締め出しが行われた後でいろいろな事実が出てくる、なぜ締め出しをしたのか、締め出しをしておいて何を企図していたかが後になって判明することがしばしばある MBO のケースについては、最終的に株式買取請求権という方法だけでは少数株主に対する救済は十分ではない。

このように考えると、同問題を解決するための補完的又は代替的制度が必要となると考えられる。

## 2. 株式買取請求権の補完的又は代替的制度

### (1) 米デラウェア州法上の対応

<sup>562</sup> 部会第 12 回会議議事録 32 頁[三原幹事発言]。

<sup>563</sup> カネボウ事件。ただそれに対し強い批判もある（中東正文「判批」金融・商事判例 1290 号 29-30 頁（2008 年）、後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討（下）」商事法務 1838 号 16-17 頁（2008 年）など）。

<sup>564</sup> 加藤・前掲注 38・25 頁など。ただ公正な原則に反するとする批判もある（鈴木忠一「株式買取請求手続の諸問題」鈴木忠一ほか編『（松田判事在職四十年記念）会社と訴訟（上）』（有斐閣，1968 年）143 頁以下、清水建成「判批」判例タイムズ 1279 号 41 頁（2008 年））。

<sup>565</sup> 部会第 12 回会議議事録 33 頁[田中幹事発言]。

<sup>566</sup> 会社法 785 条 2 項 1 号等。



米デラウェア州でも株式買取請求権制度における問題点が従来より指摘されてきた（詳細については第 3 章 2. (1) の (D) 参照）。例えば少数株主にとって、合併が完成した後のある時点においてはじめて合併手続の不公正を疑う根拠(basis)を見つけたこともあり得、その場合に事前に株式買取請求権を取得しなかった少数株主を救済するためにはクラス・アクションによる損害賠償請求が必要であるなどと説かれる<sup>567</sup>。

このような中、利益相反取引に対するより厳しい審査を要するというデラウェア州裁判所のスタンスの下で<sup>568</sup>、株式買取請求権制度による救済に絞る動き（又は意図）もあったが、締め出される少数株主保護の観点から衡平法上のクラス・アクションによる損害賠償請求が認められて、問題解決ができたと思われる。

## （2）会社法上において考えられる補完的又は代替的制度

### （A）総会決議の無効・取消し

日本では、株式買取請求権制度によって解決できない問題があつて少数株主の救済が不十分であるならば、事後に合併に関する承認決議の効力を争うことを通じて救済を図ることが考えられるようにも思われるので、まずこれについてみてみたいと思う。

現行会社法の下では、締め出しが行われる場合、少数株主の主な救済方法の一つとして、総会決議の効力を争う方法があるように思われ、その意味で、総会決議の取消しの訴えの原告適格を拡大して、総会決議により締め出されることが決まった株主にも、明文で提訴権を付与するという規定の見直し<sup>569</sup>は少数株主の保護に資すると評価できる。また情報開示が不十分であることを決議取消しの事由にすることも株主保護に資するとも思われる。

但し無効事由であろうと取消事由であろうと、総会決議の効力を争う方法は当該合併行為がなかった状態に戻すだけであつて<sup>570</sup>、シナジーの分配を含めた合併の公正さをエンフォースする機能を果たすとは考えにくく<sup>571</sup>、支配従属会社関係にある従属会社の少数派株主は実際に裁判所で合併等の（決議の）効力を争うことが可能であるとしても、例えば合併自体には賛成だが対価に不満があるというような少数派株主は、そもそも訴訟を起こす誘因に乏しいであろうと考えられる<sup>572</sup>。

また決議の取消しに連動させて、それをエンフォースメントするために事前の適正な情報開示をさせ、そこで適切に十分な情報を出さなかったら決議

<sup>567</sup> Weiss, *supra* note 222, at 55.

<sup>568</sup> Thompson, *supra* note 293, at 46-47.

<sup>569</sup> 要綱案第 2 部第 2 の 4。これらのものについて、現行会社法において明文上の手当てがないが、下級審裁判例においては、提訴権を認める解釈が示されていた（例えば東京高裁判決平成 22 年 7 月 7 日判例時報 2095 号 128 頁）。

<sup>570</sup> 野田・前掲注 27・31 頁注 19。

<sup>571</sup> 野田・前掲注 27・28 頁。

<sup>572</sup> 田中・前掲注 21・81 頁。

が取り消されたりする可能性があるということだけでは十分ではない<sup>573</sup>。特に、後から条件の不当性が分かった場合の問題については、総会決議取消しの訴えは決議の日から 3 ヶ月以内に起こさないといけないという制約もあって、有効な手段ではない<sup>574</sup>。

このように見てくると、従来、合併等の組織再編については、組織再編の効力を確定させるという意味で、一定の時点までしか異議が述べられないというような制度が採られてきたわけで、キャッシュ・アウトのような場合は結局、キャッシュ・アウトの効力が発生した後でもそういう事後的に争うような制度、言わば完全な事後的救済の制度の創設を検討する余地がある<sup>575</sup>。

## (B) 完全な事後的救済制度である損害賠償請求権制度

会社法上の株主の完全な事後的救済として、合併対価が不公正であることを原因として株主代表訴訟によって取締役の責任を追及する方法は消滅会社から締め出された株主にとって頼ることはできないが<sup>576</sup>、(子会社) 取締役に対する損害賠償請求<sup>577</sup>は考えられると主張されている<sup>578579580</sup>。但しそれを利用する場合、悪意・重過失が要求され<sup>581</sup>、また損害との因果関係などの立証も必要と考えられ<sup>582</sup>、現行法の下では救済の実効性が乏しいと懸念される。

しかし合併等組織再編に際して、現行法制度の特徴の一つとして、多数株主の忠実義務といった事後規制が存在しないことが挙げられ<sup>583</sup>、現行法制度による救済策は完全に対応できていない中、資本市場のグローバル化を念頭に、少なくとも日本市場と競争状態にある資本市場と同程度の措置が利用可能となるように、立法論を含めた対応が検討されるべきと思われる<sup>584</sup>。そこで、以下では利益相反的要素を有する締出しにおける、会社法上の完全な事後的救済制度たる損害賠償請求制度（対象会社の取締役及び支配株主に対する責任追及を中心に）について検討を加えてみたいと思う。

<sup>573</sup> 部会第 12 回会議議事録 21 頁[藤田幹事発言]。

<sup>574</sup> 部会第 12 回会議議事録 22 頁[中東幹事発言]。

<sup>575</sup> 部会第 12 回会議議事録 16-17 頁[岩原部会長発言]。

<sup>576</sup> 野田・前掲注 27・31 頁注 19。

<sup>577</sup> 会社法 429 条。

<sup>578</sup> 大塚・前掲注 81・28 頁。

<sup>579</sup> 理論的には、株主は「第三者」に含まれ、その損害は「直接損害」と解することができると主張される。服部・前掲注 83・77-109 頁。

<sup>580</sup> なお締出取引が代表取締役の職務執行として行われたもの（通常はそうであると思われるが）であれば、会社自体に対する損害賠償請求も可能である（会社法 350 条）との主張もある（山本ほか・前掲注 82・40 頁）。また取締役以外、例えば締出合併の公正性を担保する意見を表明した独立委員会の委員や重要な影響を与える公正意見の付与者等に対して、一般不法行為法上の損害賠償責任を負わせる請求がなされる可能性に関する検討もある（公正意見を付与した投資銀行等の専門家の民事法上の責任に関する議論に関して、会社法の観点から検討したものとして、高橋美加「専門家の助言の民事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・還暦記念商事法への提言』523 頁（2004 年）参照）。

<sup>581</sup> 野田・前掲注 27・31 頁注 19)。

<sup>582</sup> 弥永・前掲注 130・652 頁以下。

<sup>583</sup> 藤田・前掲注 36・284 頁。

<sup>584</sup> 加藤・前掲注 38・28 頁。

### (3) 完全な事後的損害賠償請求権制度

#### (A) 対象会社取締役を対象とする損害賠償請求

取締役は、職務執行上、任務を怠ったことにより会社に損害を生じさせた場合には、それを賠償する責任を負うと思われるが、しかし利益相反的要素を有する取引、例えば支配株主による締出合併や MB0 においては、一部の株主に損害が生じるものの、対象会社自体には損害が生じない場合があり得るから、そのような場合、取締役が損害を被る株主に対して善管注意義務違反に基づき責任を負うか否か、そして責任を負うとした場合、どのような法的根拠に基づくかについては、今まで明示した裁判例は存在しなかったと思われる<sup>585</sup>。

いままで実際に会社法 429 条（対象会社取締役の第三者責任）により株主の直接損害が争われていることが明白である事例は殆ど存在してこなかった<sup>586</sup>中、そして会社法条文上では、取締役は会社に対して善管注意義務と忠実義務を負っているとされている中、株式会社の取締役は善管注意義務の内容として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているという一般論を採用し<sup>587</sup>、株主の直接損害にかかる会社法 429 条の「任務懈怠」概念を明確にし、正面から議論した初めての判決として重要な意義を有すると思われる<sup>588</sup>裁判例としてレックス・ホールディングス損害賠償請求事件<sup>589</sup>（以下、「レックス損害賠償請求事件」という）が挙げられる。

#### ① レックス損害賠償請求事件

**事実概要**：訴外 A 社は Y1（被告）が創業し、フランチャイズシステムによる飲食店、コンビニエンスストア及びスーパーマーケットの経営等の事業を営む会社の株式を保有することにより、当該会社の事業活動を支配・管理すること等を目的とする株式会社であり、2004 年 12 月からジャスダック証券取引所に上場していた。Y1 は実質的に A 社株の 29.61%を保有しており、2006 年 4 月ころから、A 社の経営改善の一つとして MB0 を検討するようになった。

<sup>585</sup> 平時における買収防衛策に関する裁判例であるが、「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、権限の行使に当たっても株主に対していわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される」と述べて、取締役が株主に対して信認義務を負うことを傍論で説示した裁判例（ニレコ事件）東京高裁決定平成 17 年 6 月 15 日判例時報 1900 号 156 頁）がある。但しこれは、株主の利益を害するような決定を行なってはならないことを意味するにとどまり、取締役が会社の利益を図る義務とは独立に、積極的に（個別の）株主の利益を保護する義務を負うという結論には直ちにつながらないという反論も十分に想定できると指摘される（弥永真生「取締役の価格交渉義務」ジュリスト 1422 号 103 頁（2011 年））。

<sup>586</sup> 武田典浩「MB0 における取締役の善管注意義務の内容」法学新報（中央大学）第 118 巻第 11・12 号 167、174—75 頁（2012 年）。

<sup>587</sup> 大阪高裁決定平成 21 年 9 月 1 日判例タイムズ 1316 号 219 頁も、アプリアリに MB0 を計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務があると判示した（弥永・前掲注 585・102 頁参照）。ただ、これに対し、現行法の規定からは取締役の株主に対する直接の義務を導くのは困難であるという指摘がある（十市崇「レックス損害賠償請求事件東京地裁判決の検討」商事法務 1937 号 8 頁など）。

<sup>588</sup> 武田・前掲注 586・172—73 頁、177 頁など。

<sup>589</sup> 東京地裁判決平成 23 年 2 月 18 日金融・商事判例 1363 号 48 頁。

同年 6 月ころにはファンドである訴外 B の関係者と接触し、同年 7 月 1 日、訴外 C との間でアドバイザリー契約を締結した。その後、Y1 は B との間で、A 社の MBO に関する基本合意書を取り交わし、a. Y1 が保有する A 社株式のすべてを公開買付けに応募すること、b. B は独占交渉権を持つことなどが合意された。そして、B は本件基本合意書に基づき、買収のための会社として Y2 社（被告）を設立した。

A 社は B と交渉したが、デュー・デリジェンスの結果、A 社の収益力が予想より低下したこと等のため、株式買付価格が合意に至らなかった。B は同年の 10 月 13 日に買付価格 23 万円（約 13.9%のプレミアムを加えられた）を提案した。これに対して、本件 MBO に参加しない Y3 ら（被告）によって構成される A 社の取締役会は、同年 11 月 10 日、訴外 D 社からの株式価値評価算定書と意見書や法律事務所の意見等を踏まえ、B の提案に賛同することを決議した。

公表された、本件公開買付けに関するプレスリリースでは、本件買付けは MBO の一環として行なわれるものであり、公開買付けで A 社の全株式を取得できなかった場合には、全部取得条項付種類株式を用いたスクイーズアウトを行なうことが公表された。また、同プレスリリースには、a. 全部取得が株主総会で決議された場合、当該株式の取得の価格の決定の申立ができる旨、b. 会社法 116 条・117 条の株式買取請求を認めるか否かは明らかではない旨、c. 会社法 116 条、117 条の株式買取請求の価格、172 条の取得価格決定の申立価格は公開買付価格とは異なることがありうる旨、d. 公開買付けの結果、A 社株は上場廃止になる旨、e. 株主優待制度の廃止、期末配当を行わない旨、が記載されていた。なお、本件公開買付けが成立した場合、Y1 は Y2 社に 33.40%を直接出資することを予定しており、その後も少なくとも 5 年間は、A 社の経営に当たる予定であることも公表された。

本件公開買付けの結果、Y2 社は A 社の 91.51%の株式を取得した。その後、全部取得条項付種類株式の取得によって、公開買付けに応募しなかった A 社株主は最終的に 1 株当たり現金 23 万円を受領した。その後、A 社は Y2 社に吸収合併された。

本件は、A 社の株主だった X ら（原告）が、本件公開買付け及び全部取得条項付種類株式の取得による MBO が実施されたことによって、その所有する A 社株式を 1 株当たり 23 万円という低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正な価格である 33 万 6966 円との差額の損害を被ったと主張して、Y1 らに対して損害賠償訴訟を提起した<sup>590</sup>。

<sup>590</sup> 東京高裁決定平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁（最高裁決定平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁は許可抗告及び特別抗告を棄却）が、A 社株主について、全部取得条項付種類株式の価格決定として、MBO 報告書を踏まえて、1 株当たり 28 万 805 円という客観的価値に 20%を加算した額（33 万 6966 円）をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した株式取得価格と認めるのが相当であると判示した結果、本件公開買付けに応募せずに価格決定を申し立てた株主と、本件公開買付けに応募した株主との間に対価の差額が生じたという背景があると指摘されている。弥永・前掲注

**判旨：**（取締役の株主共同の利益に配慮する義務及びその義務違反判断基準）

「取締役は、会社に対し、善良な管理者としての注意をもって職務を執行する義務を負うとともに（会社法 330 条，民法 644 条），法令・定款及び株主総会の決議を遵守し，会社のために忠実に職務を行う義務を負っている（会社法 355 条）が，営利企業である株式会社にあつては，企業価値の向上を通じて株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから，株式会社の取締役は，上記義務の一環として，株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである。

ところで，MBO においては，本来，企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が，自ら株主から対象会社の株式を取得することになり，必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる上，取締役は，対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しており，株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間には，大きな情報の非対称性が存在していることから，対象会社の取締役が，このような状況の下で，自己の利益のみを図り，株主の共同利益を損なうような MBO を実施した場合には，上記の株主の共同利益に配慮する義務に反し，ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反することになるものと考えられる。

そして，MBO が，取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは，当該 MBO が企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないことはもとより，当該 MBO の交渉における当該取締役の果たした役割の程度，利益相反関係の有無又はその程度，その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当である。」

「これらの利益相反を解消するための措置は，MBO 報告書や MBO 指針が提案する実務上の対応策や工夫と比べると，必ずしも十分なものであったとは言いがたいが，MBO 報告書や MBO 指針は，本件 MBO の実施後に策定されたものである上，実務上の対応策や工夫を提案するものであって新たに規制を課すものではないから，直ちに取締役の善管注意義務ないし忠実義務の具体的内容となるものではないと考えられる。そして，上記のように利益相反の解消を図る措置も一応されていたことにも照らすと，本件 MBO 当時において，被告 Y1 が，取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反して，本件 MBO を強行したものとまではいえないというべきである。」

## ② レックス損害賠償請求事件に関する検討

a. （取締役の株主に対して負う義務）学説の中には，取締役の善管注意義務について，会社の営利性から，その具体的な法的効果は株主の利益最大化を図る義務を意味するとともに，その場合における株主は個々の株主ではなく，

会社関係者の一員であるグループとしての株主であると解すべきことを前提に、取締役は株主利益最大化原則につき株主に対して善管注意義務・忠実義務を負うと解することができるとする見解がある<sup>591</sup>。他方、近時においては、取締役は株主全体の利益を最大化する義務を負うことから、会社に支配株主がいる場合、少数株主を保護し、少数株主から支配株主への単なる富の移転を防止する義務を負っているとする見解や、取締役は直接的に株主に対して善管注意義務及び忠実義務を負うと説明する見解も主張されている<sup>592</sup>が、会社法上、取締役が少数株主を保護する義務を負い、また個々の株主に対して直接忠実義務や信認義務を負うという前記見解は、文理上、必ずしも明確に根拠付けられないと指摘される<sup>593</sup>。

伝統的には、取締役の善管注意義務及び忠実義務は会社に対するものであると解されてきており、これは、2005 年改正前商法の文言とも会社法の文言とも整合的であって、本判決はこれを前提としつつ、株式会社においては、「企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的」であるというステップを踏んで、株式会社の取締役は「会社に対する」善管注意義務及び忠実義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負うという判断をした<sup>594</sup>。つまり、判旨は、取締役が義務を負っているのは直接的には会社に対してであり、株主との関係は会社を通じた間接的なものであるという理解をしていると考えられる<sup>595</sup>。

判旨が、学説のうち、前者に近い考え方を採用する一方、後者の考え方は採用せず<sup>596</sup>、取締役が株主に対して負う、株主の共同利益に配慮する義務を会社に対する義務の一部として位置づけたのは、取締役の会社に対する義務違反がある場合に第三者保護の観点から取締役の対第三者責任が認められていると解釈する最高裁昭和 44 年 11 月 26 日判決・民集 23 卷 11 号 2150 頁の枠組みに従ったからだと解される<sup>597</sup>。

**b. (取締役の義務の内容について)** (MBO 実施会社の) 取締役の義務の具体的内容について、例えば MBO 対象会社の株主が有する株式の価値がより高く評価される機会を求める義務<sup>599</sup>、よりよい価格を求めるように買収側と交渉す

<sup>591</sup> 落合誠一「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法 7 企業と法』(1998 年) 23 頁以下など。

<sup>592</sup> 玉井・前掲注 1・303 頁以下、松尾順介ほか「新しいファイナンスをめぐる問題について」証券経済研究 64 号 85 頁注 25 (2008 年) など。

<sup>593</sup> 十市・前掲注 587・8 頁。

<sup>594</sup> 弥永・前掲注 585・103 頁。

<sup>595</sup> 飯田・前掲注 506・98 頁。

<sup>596</sup> 弥永・前掲注 585・103 頁、十市・前掲注 587・8 頁など。

<sup>597</sup> 飯田・前掲注 506・98 頁。

<sup>598</sup> 会社の営利性と株主の剰余権者性を考慮に入れることにより、株主に対する損害を会社に対する任務懈怠として構成することは可能であり、このように解すると損害と任務の結びつきの弱さが克服されることが可能であろうとも考えられるが、株主に対する直接的な任務懈怠性のみを考慮しても良かったのではないかとの見解もある。武田・前掲注 586・178 頁。

<sup>599</sup> 高原達広「経営陣主導での上場会社の非公開会社化における取締役の行動規範」商事法務 1805 号 13-14 頁 (2007 年)。

る義務<sup>600</sup>、公正な取引をする義務<sup>601</sup>など、積極的に既存の利益向上を図るようにする義務が主張されている<sup>602</sup>。このような主張がなされるのは、MBO をめぐる紛争の中核的な問題は、MBO による企業価値の増加分を既存株主にどれだけ分配するか、すなわち既存株主の状態を従前よりも悪化させないのはもちろんのこと、従前の状態にどれだけ上乗せすべきかという問題であるからであると思われる<sup>603</sup>。

確かに取締役が株主の利益が害される場面に何らの義務を負わないと解すべきではないことなどから、株主の共同利益を図るという一般的な目的より、株主共同の利益に配慮する義務を認めた本判決が評価されうる<sup>604</sup>が、しかし本判決は、上記分配の問題への関心は薄く、取締役が「株主の共同利益に配慮する義務」に反し、善管注意義務・忠実義務に違反することになるのは、取締役が自己の利益のみを追求して、株主の共同利益を損なうような MBO を行った場合であるとして、既存株主を害せずに従前の利益状況を維持していれば義務違反はなく、積極的に既存株主の利益の向上を図る必要はないことになりそうに思われ、MBO 取引の利益相反的要素への考慮が乏しい義務内容となっていると批判されている<sup>605</sup>。

c. (株主の共同利益に配慮する義務違反の判断基準) これまで MBO 事例では、締出しされる株主による価格決定申立が争点となっていたため、株式全部取得価格が「公正な価格」であるか否かが判断される状況において、取得価格の決定が独立当事者間取引に近似した状況において決定されたか否かを判断する基準として、解消措置の有無、有用性が認定されていた<sup>606</sup>のに対し、損害賠償請求事件である本件では、本判決は取締役が株主の共同利益に配慮する義務を負うことを前提に、その具体的な内容について検討を行い、i. 企業価値の向上を目的とするものであったか、ii. その当時の法令等に違反するものではないか、また iii. 当該 MBO の交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無またはその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置が取られているかなどを総合して判断するのが相当であると判示し、株主の共同利益に配慮する義務に違反するか否かについて、具体的な基準を示した。

但し実務上では、企業価値の向上を目的としない MBO や法令等に違反する MBO が行なわれることはきわめてまれであると思われるから、株主の共同利益に配慮する義務への違反の有無を判断するに際しては、上記 iii. すなわち、

<sup>600</sup> 神谷光弘＝熊木明「利益相反及び忠実義務の再検証」商事法務 1944 号 53－54 頁（2011 年）。

<sup>601</sup> 飯田・前掲注 506・99 頁。

<sup>602</sup> 玉井利幸「MBO における取締役の株主に対する義務」ジュリスト 1440 号（2011 年度重要判例解説）97 頁（2012 年）など。

<sup>603</sup> 玉井・前掲注 602・97 頁。

<sup>604</sup> 十市・前掲注 587・8 頁。

<sup>605</sup> 玉井・前掲注 602・97 頁。

<sup>606</sup> 武田・前掲注 586・178 頁。

どのような内容の利益相反性の回避または軽減措置が講じられていたかが大きな争点となることが多いと思われ<sup>607</sup>、本件でも、株主の共同利益を図るべき取締役が善管注意義務違反があるか否かという状況において、その義務違反の判断基準として、解消措置の有無が争点となっている<sup>608</sup>。

d. (本件における利益相反状況及び解消措置) MBO 報告書や MBO 指針<sup>609</sup>において指摘されるように、利益相反性の程度は各案件によって異なり、一律の基準を設けることは困難を伴う。例えば、MBO により取締役自身が自社株につき公開買付けを行なう事例においては極めて利益相反の程度が高いのに対し、他のファンド等が公開買付けを行い、対象会社の取締役はそのファンド等に協力・加担する程度では、利益相反の程度は低くなる<sup>610</sup>。

本件では Y1 は自らの親族企業の保有数を合わせて、A 社の発行済株式総数の 29.61%を保有し、株主と同様に株式の売り手の地位にある一方で、取締役たる Y1 は公開買付けの成立後に設立された Y2 社に 33.40%を直接出資することが予定されており、かつ、5 年間 A 社の取締役会長に就任し、A 社の経営に当たる予定であり、株式の買い手を代表する地位をも併有していることなどから、高度の利益相反状況にあると思われる<sup>611</sup>。

本件で講じられた、利益相反性の解消措置としては、(ア) 外部から「株式価値評価算定書」「意見書」、法律事務所から意見徴求したこと、(イ) 出席取締役全員が公開買付けに賛成し、監査役全員も賛同していること、(ウ) Y1 は特別利害関係人として取締役会決議に参加していないこと、の三点がなされたことが強調され、MBO 指針等において提案されている実務上の対応策や工夫と比べると、必ずしも十分なものであったとはいえないものの、利益相反性の解消を図る措置も一応されており、株主の共同利益に配慮する義務に違反したとはいえないとされる。

e. ((d) に対する評価) 本件で講じられた解消措置が適切であるか否かについては、当時の立法状況に依存しているという指摘もある<sup>612</sup>。すなわち本件では、Y1 が 2006 年 4 月ころより MBO を検討するようになり、6 月ころに B の関係者と接触するようになり、7 月に B との間で「基本合意書」を取り交わし、同年 11 月に本件公開買付けに関するプレス・リリースが発表されたことから、この 2006 年 6 月～11 月ころを基準として、本件において採られた解消措置が妥当であったかが問題とする必要があつて、2006 年 12 月の証券取引法改正以前の状況<sup>613</sup>を踏まえれば、当時における多くの同種の MBO 案件に

<sup>607</sup> 十市・前掲注 587・8 頁。

<sup>608</sup> 武田・前掲注 586・178～179 頁。

<sup>609</sup> 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(2007 年 9 月 4 日)。以下、MBO 報告書と合わせていう場合、「MBO 指針等」という。

<sup>610</sup> 武田・前掲注・586・179 頁。

<sup>611</sup> 武田・前掲注・586・179 頁。

<sup>612</sup> 武田・前掲注・586・180 頁。

<sup>613</sup> 2006 年 12 月の証券取引法改正により、公開買付け届出書において、①買付価格の公正性を担保するためのその他の措置を講じているときにはその具体的内容、②公開買付けの実施を決定するに至った意思決



において採用されていた利益相反性の回避または軽減措置に遜色のないレベルの措置であったと評価され、株主の共同利益に配慮する義務への違反がないとした本判決は妥当するとの見解がある<sup>614</sup>。

しかし本判決では、Y1 の強い利益相反性を認めながら、利益相反回避措置についてルースな判断がされており、このような立場では、他のよりよい条件の買収提案を事実上阻止するような強力な取引保護条項が用いられている場合は別として、MBO 指針で提案されている様々な措置やベスト・プラクティスとして奨励されている措置を相当程度欠いていても、よほど取締役の利益相反性が強い場合など例外的な場合を除き、上記義務違反ありとされることはなく<sup>615</sup>、本判決の立場が維持される下では、取締役の義務を通じた取締役への規律付けは弱いものとなり、(MBO により) 締め出される株主の救済は、現行法の下では、ますます価格決定の申し立てに依存することになると懸念される<sup>616</sup>。

f. (私見) (ア) 取締役が株主に対し義務を負うか否かに関する本判決のスタンスは必ずしも明確ではなく、本判決の判示する義務内容及び判断基準に関する上記 (e.) における批判が正しいならば、利益相反的取引の局面における取締役の義務内容の再構築が必要となるであろう<sup>617</sup>。

MBO による企業価値の増加分を既存株主にどれだけ分配するかという観点から、MBO 実施会社の取締役の義務の具体的内容について様々な主張がなされている<sup>618</sup>。例えば MBO 対象会社の株主が保有する株式の価値がより高く評価される機会を求める義務<sup>619</sup>、よりよい価格を提示するように買収者側と交渉する義務<sup>620</sup>、公正な取引 (合理的に入手可能な最善な取引) を行う義務<sup>621</sup>などが主張されているが、不明確な点が多いと指摘される<sup>622</sup>。

---

定の過程、③利益相反回避措置を講じているときにはその具体的内容、④買付価格の算定に当たり参考とした評価書・意見書その他これに類するものがあるときにはその写しを追加の記載等をするように求められたのに加え、同改正により、①対象者に意見表明報告書の提出が義務化され、②利益相反回避措置を講じているときにはその具体的内容を、対象者が意見表明報告書にも記載することとしている。それに対して、2007年9月4日にMBO指針が導入され、解消措置としては、①株主の適切な判断機会の確保のための情報開示、②意思決定過程における恣意性を排除するために、a社外役員又は独立第三者委員会による諮問、b取締役及び監査役全員の承認、c弁護士、アドバイザーによる独立したアドバイス、d独立第三者評価機関からのMBO価格算定書等の取得、などが挙げられている(「MBO指針 5. 実務上の具体的対応」)。武田・前掲注586・180-1頁をも参照。

<sup>614</sup> 武田・前掲注586・180-1頁、十市・前掲注587・8-9頁。

<sup>615</sup> なお本件で請求棄却が出たのは、2006年証券取引法改正前の実務を踏まえたという特殊事情があったからであって、MBO指針が出た後、とりわけ、社外役員又は第三者委員会の存在が重要視され、本件と類似の事案が現在起きたとしたら、解消措置が不十分であったと解される可能性が高いとの見方もある。武田・前掲注586・182-184頁。

<sup>616</sup> 玉井・前掲注602・97頁。

<sup>617</sup> 玉井・前掲注602・97頁も同旨。

<sup>618</sup> 玉井・前掲注602・97頁。

<sup>619</sup> 高原・前掲注599・13-14頁。

<sup>620</sup> 神谷ほか・前掲注600・53-54頁。

<sup>621</sup> MBOにおいて買収者に参加する取締役は公正な取引を行う義務を負うと解する。飯田・前掲注506・99頁。

<sup>622</sup> 北川・前掲注14・9-10頁。

ところで、日本では MBO 取引につき、情報開示が十分になされることを前提に、公正な株式の売買の機会がすべての株主に対して提供され、原則的に最高価格を提示した買収者への売却を義務とする「(Revlon) 基準」を中心として行為規整による手続規整を確保することが締め出される少数株主の最大の救済となる<sup>623</sup>という理解が正しいならば、言うまでもなく、原則として、最高価格（つまりベストな値段）を提示した買収者に売却することを内容とする義務を対象会社取締役を負わせるべきと考えられる。締め出しというコンテクストの中で、取締役が少数株主のためにベストな値段を取ってくる義務があるということを行為規範として取締役に課すことはおよそ不可能ではないし、また必要であると思われる。

そして義務違反により少数株主が被る損害については、締出合併等に関する総会承認決議日における「公正な価格」と実際に会社から受け取った対価との差額が考えられよう。

少数株主の請求が認められるか否かは、会社から受け取った対価が「公正な価格」を下回る低い価格であるかどうかによるから、「公正な価格」であるかどうかの証明責任をどちらが負うかが決定的に重要であり、締出合併等において取締役等に価格が公正であることを証明する責任を負わせるべきであるようにも思われる。しかしこれは最終的に証明責任の転換によって解決できる問題ではない。つまり仮に当該取締役等が証明できなかった場合、原告である少数株主の主張する額をそのまま認容することはできないであろうから、結局、具体的損害額の算定が問題として残される。少数株主を救済するため、このような、損害額の立証が極めて困難なケースについては、積極的に民事訴訟法 248 条を適用して裁判所の裁量による認定によらざるをえないであろう<sup>624</sup>。

以上のように考えると、会社法 429 条 1 項の取締役の第三者に対する責任を用いる方法は米デラウェア州法上の多数株主が少数株主に負う信認義務を、日本における事後規制として、代替的機能を果たすことにもなる。

(イ) 但し問題は MBO 取引以外の利益相反性の高い少数株主締め出しについては、仮に対象会社取締役が支配株主の取締役として兼任している場合でも、例えば公開買付けを通じて合併等を行うとき、当該合併等は利益相反性がいくら高いといっても、対象会社取締役は当該公開買付けの当事者ではないから、そもそも MBO 取引のように対象会社の取締役に義務を課してその責任を追求することは論理的に考え難い。

また仮に対象会社取締役に義務を課してその責任を追求することができる

---

<sup>623</sup> 北川徹「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規整」136 頁 (<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/07p001.pdf>)。

<sup>624</sup> なお仮に対象会社取締役に義務を課してその責任を追求することができるようにしても、株主は劣後権者であるため債権者との関係で必ずしも全額賠償が認められるとは限らない。宮崎祐介「株主の会社経営者等に対する直接的な責任追及」私法 74 号 259 頁 (2012 年)。

ようにしても、対象会社に支配株主がいる場合、支配株主は会社を支配しているので、義務履行をしようとする取締役を更迭し、支配株主の意のままになる取締役を選任することもできるから、取締役に直接に義務を課すだけでは十分でなく<sup>625</sup>、実務上、全部取得条項付種類株式を用いる手法は通例として利用されており、この場合、株主総会の特別決議だけで実行できるものもあるから、支配株主に直接義務と責任を課す必要がある<sup>626</sup>。

このように考えると、少数株主を保護するため、支配株主にも直接義務を負わせるべきであるようにも思われる<sup>627</sup>。

## (B) 支配株主を対象とする損害賠償請求

①日本の会社法には、支配株主の義務を直接的に規定する条文は存在していない。但し日本では、従来より支配株主に何らかの義務や責任を課すべきであると主張されてきた。

例えば、支配株主は、一種の付随義務として、会社と他の株主に対し誠実義務を負うとする見解がある<sup>628</sup>。しかし、誠実義務は、支配株主の権利行使（事実上の影響力の行使を含む）の際の行動基準又は限界を画すると解することによって、とくに結合企業関係から生ずる諸問題の解決を図ろうとする見解であるが、性格が一般条項的なもので要件が不明確である等の問題点があると指摘されている<sup>629</sup>。

また会社の事実上の取締役として支配株主は損害賠償責任を負うとする学説もある<sup>630</sup>。これに対し、他の分野の法理を借用であったり概念の不明確性のため、十分な問題解決にはなり得ないほか、より困難な問題は、支配株主は総会の議決権を通じて取締役等を自己の支配下に置けるから、支配株主に対する監視を誰がどのような方法で行うかであると思われる<sup>631</sup>。

以上に対し、近時において、日本でも米国デラウェア州法のように、支配株主の義務を設定することができると唱える学説がある<sup>632</sup>。具体的には、日本会社法 109 条 1 項は支配株主と少数株主の間の「平等」を図ることを支配株主等に求めていると解することにより、支配株主がいる場合では、支配株主は取締役の選任解任を通じて取締役（会）をコントロールすることにより会社を支配することが可能なので、支配株主イコール株式会社と考えられ、支配株主は少数株主と取引を行う場合、少数株主に対して、対等な独立した当事者の間の取引に相当するような取引を行う義務を負うとする見解である

<sup>625</sup> 玉井・前掲注 1・304 頁参照。

<sup>626</sup> 玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社、2009 年）324 頁注 239。

<sup>627</sup> 玉井・前掲注 1・304 頁参照。

<sup>628</sup> 出口正義「株主の誠実義務」『株主権法理の展開』（文真堂、1991 年）3 頁等参照。

<sup>629</sup> 江頭・前掲注 32・124 頁。

<sup>630</sup> 青木英夫『結合企業法の諸問題』（税務経理協会、1995 年）311 頁参照。

<sup>631</sup> 江頭・前掲注 32・404—405 頁。

<sup>632</sup> 玉井・前掲注 1・304—312 頁参照。

これに対しては、株主平等の原則は、機能的には、支配株主の資本多数決の濫用等による差別的取扱いから一般株主を守る作用を営むものとされ、支配株主の資本多数の濫用等を規制する多くの法理の中では、適用の要件が比較的客観的である一方、支配株主・会社間の利益相反取引のような株主以外の資格での支配株主の権限濫用（形式的には株主は平等に損害を被る）に対処できないとも指摘されている<sup>634</sup>。また会社法 109 条 1 項の主語は文言上、「会社」となっており、支配株主を「会社」と同視する解釈は文言上、問題があるようにも思われよう。

② しかし株式買取請求権制度によって解消できない問題、つまり事前の段階において合併手続の公正さを信じたが、事後の段階にそれを疑う根拠又は事実を見つけた場合の少数株主の救済問題が存在して、そしてそれに対処ため、完全な事後的損害賠償請求を認め、少数株主に事後的金銭救済の途を確保する必要性がある以上、対象会社に支配株主がいる場合、もし現行法上、解釈論的に問題があるというならば、立法論的に支配株主に直接に義務を課して責任を追及する法制度を整備すべきであるようにも思われる。

この場合、難問と考えられるのは恐らく支配株主が具体的に少数株主に対してどういう義務を負うかということと、義務違反により少数株主が被ると考えられる損害の判断であろう。

支配株主が少数株主に対し負う忠実義務の具体的内容については、支配株主がいる場合に会社は実質的に当該支配株主にコントロールされること及び会社法の下では、株主は会社から締め出される際、公正な価格が支払われる権利が与えられたと考えられる<sup>635</sup>ことなどを鑑みると、少数株主は「公正な価格」を受け取ることができるようにする義務を内容とすることが考えられよう。そして損害については、締出合併等に関する総会承認決議日における「公正な価格」と実際に会社から受け取った対価との差額が少数株主の被った損害と考えられよう。

但し上記 (A) ②の f (ア) でも述べたように、具体的損害額がいくらか（実質的には公正な価格はいくらか）については、証明責任の転換によって解決できる問題ではなく、結局、少数株主を救済するため、このような、損害額の立証が極めて困難なケースについては、積極的に民事訴訟法 248 条を適用して裁判所の裁量による認定によらざるをえないであろう。

#### (4) 損害賠償請求権制度の実効性に関する検討

会社法において完全な事後的救済手段として、上述のように多数株主や取締役の少数株主に対する義務（例えば忠実義務）とその違反に基づく損害賠

<sup>633</sup> 玉井・前掲注 1・304－306 頁参照。

<sup>634</sup> 江頭・前掲注 32・125 頁、126 頁注 (5)。

<sup>635</sup> 藤田・前掲注 27・55 頁。

償請求制度が考えられる<sup>636</sup>。

しかし日本法において米デラウェア州法と同じく、完全な事後的救済制度をつくる必要があるとしても、米デラウェア州法で利用されている事後的救済制度と同様又は類似の救済効果、つまり実効性がないと少数株主の救済は到底図れるとはいえない。

確かに米デラウェア州では、株式買取請求権制度によって本質的に解消できない問題（つまり事前の段階において合併手続の公正さを信じたが、事後の段階にそれを疑う根拠又は事実を見つけた場合の少数株主の救済問題）については、取締役又は支配株主の少数株主に対する忠実義務違反による事後的損害賠償制度が利用されて対応されている。しかし注意しなければならないのは、同制度の具体的司法運用においては、少数株主は実際に損害賠償訴訟を提起する前、ディスカバリーを利用して様々な情報を調査することが裁判所に認められているところである。

つまり例えば著名な Weinberger 事件の関係で明らかにされたように、少数株主は多数株主が完全な開示をしなかったと疑う場合、（合併の）不公正を証明する具体的事実(specific facts)の陳述という要件を満たされる訴状を書く(draft a complaint)ためにすべての利用できる情報を提訴前に勤勉に(diligently)調べまくらなければならない<sup>637</sup>。その場合、迅速なディスカバリーは（原告側に）主張された情報の未開示に対する確認及び他の疑われた未開示に対する調査に必要となり<sup>638</sup>、開示をしなかったという原告側の主張をサポートし、また他に密接に関連する事実の隠蔽があったかどうかを判断するため、多数株主が情報を完全に開示したかどうかを判断する唯一の実践的な方法(the only practical way)は、原告側に合理的ディスカバリーを認めることであると思われる<sup>639</sup>。

このようにディスカバリー制度を認めている米デラウェア州では、少数株主（原告側）は事後において忠実義務違反による損害賠償請求訴訟を提起する前には、多数株主（被告側）に非合理的なディスカバリーの負担を負わせるないように裁判所によりそのバランスをとられる<sup>640</sup>が、合理的ディスカバリーを利用してすべての利用できる情報を調べることができるとされている。

他方で日本では、裁判官には大きな裁量権も付与されていないし、ディスカバリー制度も存在しない。よって、このような現行裁判制度の下では、少数株主は事後において裁判上の諸制度を利用して、多数株主が締め出しにおいて本当に情報を完全に開示したかどうかを調査することにはまず無理があ

<sup>636</sup> なお不公正な少数株主の締め出しにおいて、支配株主に対し民法 709 条の不法行為責任を追求する可能性を擁護する見解もある。例えば笠原・前掲注 77・122-23 頁、山本ほか・前掲注 82・40 頁、山口勝之=土肥慎司=藤井宏樹「MBO における取締役の善管注意義務」ビジネス法務 2007 年 6 月号 23 頁、玉井・前掲注 626・324-26 頁などがある。

<sup>637</sup> Prickett & Hanrahan, *supra* note 249, at 72.

<sup>638</sup> See *id.* at 72.

<sup>639</sup> *Id.* at 73.

<sup>640</sup> *Id.* at 73.

るのが明らかである。加えて、少数株主は会社内部の情報に十分なアクセスができず、情報の格差がある<sup>641</sup>ことを考えると、事前に締め出しの不公正を発見できなかった場合、果たして事後に単に疑うではなく、実際に不公正であった事実を見付けることができるのかについては、理論的には考えられるが、実際上ではかなり疑問であろう。

そうだとすると、日本会社法上では例えば少数株主に対する忠実義務及びその義務違反に基づく損害賠償請求という、米デラウェア州法と類似するような完全な事後的救済規制が必要ではあるが、現行裁判制度の下では実効性を欠くことが分かる。

### 3. 事後的規制における問題点

#### (1) 事後的救済の不十分性

上述から分かるように、日本会社法においてキャッシュ・アウトされる少数株主を救済するため、現行株式買取請求権制度が極めて重要となるが、同制だけでは少数株主を救済できない本質的な問題が存在する。それを解決するには、完全な事後的救済制度が必要と考えられるが、現行裁判制度の下では仮に創るとしても実効性を欠く。

このように日本会社法は多く事前的規制から事後的救済に舵を取ったと言われているが、締め出される少数株主の利益を保護する観点からすれば、現行法制度の下では事後的救済が不十分である。

#### (2) 事後的救済制度における情報開示問題

少数株主の救済が十分ではないという問題のほか、株主意思尊重の原則を貫徹する上で、事後的救済においても一つの問題があると考えられる。これは、日本ではあまり議論されていないように思われるが、株式買取請求や損害賠償請求のような事後的救済制度における情報開示問題である。すなわち、もし買取者の情報及び計画の全部を開示すれば、買取者の合理的なディスカバリー・バリューが剥奪されるから全部の情報でなくていいというが、その場合、どれだけの情報が開示されるべきかが問題となる<sup>642</sup>。また仮に事後において情報開示が不十分であると判明した後、裁判所により公正な価格が算出されとしても、情報開示が不十分であったという瑕疵自体も治癒されないし、事前の（少数派）株主によるインフォームド・ジャッジメント原則がそもそも貫徹されていないと思われる。

#### (3) 事後的規制における問題の解決について

##### (A) 事後的救済制度における情報開示の問題について、米デラウェア州法で

<sup>641</sup> 例えば玉井・前掲注 626・325 頁。

<sup>642</sup> Brudney & Chirelstein, *supra* note 142, at 315, note 42.

は衡平法上の差止請求が認められたことによって対応できていると思われる。

本稿第 3 章 2. (4) で述べたように、米デラウェア州では従来より差止制度が認められてきていた。しかし締出合併の局面に限っていえば、Weinberger 州最高裁判示を境に前後における同制度運用の趣旨が異なった。それまでは、締出目的や合併対価の不当が請求理由であったのに対し、前記最高裁判示の後、Andra 事件（2000 年）<sup>643</sup>において Strine 副判事（当時）が説示するように、株主は自由に、しかも情報の十分に開示された中で議決権行使と投資判断を行うという判例法上の伝統的な要請(traditional deference)の下では、判断を行う前に情報開示を認めることに意義があるのが明らかであって<sup>644</sup>、それを通じて株主の判断が尊重される<sup>645</sup>ことが重視されて、株主によるインフォームド・ジャッジメントの確保が差止めを認める主たる趣旨へと変更された。

このように米デラウェア州では、締め出される少数株主の視点から事後的救済制度における情報開示の問題点が指摘されたところ、事前的差止請求による救済が再び認められて対処できるようになったことが分かる。これは同じ問題を解決する必要のある日本法には示唆等を与えられようとも考えられる。

(B) また事後的救済が不十分であることについては、そもそも事後的規制が適切ではない以上、事前手続において制約を加える必要があると思われる。

これにつき、米デラウェア州ですら、裁判所による事後的救済は必ずしも正確ではなく、多少、思惑に基づいたもの(somewhat speculative)でもあるなど<sup>646</sup>の考慮から、事後的救済より事前的救済が重要視されてきていることなどを鑑みても、日本法上において事前的規制に関する検討が必要であろう。

そこで、以下では日本でも米デラウェア州法で利用されている事前的差止請求方策が適切であるかどうかを検討して、もし適切ではない場合、どういう代替策が考えられるかについて提言を試みてみたいと思う。

## 4. 事前的規制

### (1) 事前的情報開示規制

米デラウェア州では、事前的差止請求が認められているが、その背後の考え方の一つとしては、情報が十分に開示された中での株主判断が尊重されるべきであって、換言すれば事前的差止めを認めたのは株主の投資判断に必要とされる情報等の確保であると思われる。そうすると、日本でも同じ制度を設けるべきか否かについては、日本法でも株主意思の尊重原則が貫徹されて

---

<sup>643</sup> See Andra, *supra* note 314, at 207. 合併後の損害賠償請求事件である。

<sup>644</sup> See *id.* at 227.

<sup>645</sup> *Id.* at 227.

<sup>646</sup> *Id.* at 227.

いるかどうかを、まず明らかにする必要がある。

#### (A) 日本法における株主意思の尊重

そういうのは、単に合併等の条件の公正さを担保するためであるならば、事前的規制としての、例えば合併検査役による適正性調査制度も考えられるからである。そもそも会社法制の現代化過程<sup>647</sup>において、合併等の対価が柔軟化される一方、対価の適正性の確保が重要であり、その判断は当事会社の取締役や株主が行うものであることなどにかんがみ、合併等につき対価の適正性調査のための制度（例えば、現物出資に係る検査役の調査制度に類似した調査制度）を設けるかどうかについて、部会において議論があった。

対価等の適正性を重視する観点から、そのような調査制度を設けるべきであるという意見も出されたが、これに対して、合併等の対価自体が相手方の会社及びその株主との交渉によって決定されるものであるから他の取引と区別して前記のような特別の調査制度を設ける合理性はないこと等の反対意見<sup>648</sup>が出されたところ、最終的にはなお検討するに止めた<sup>649</sup>。

上述の経緯をみると、合併等に関する対価の相当性に関する判断は会社の株主が行うという株主意思の尊重原則は会社法制の現代化の過程においても重要視されていたことが分かる。

それに加えて、日本では、例えば、対等な会社間の合併（・買収）においても、買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべきであって（株主意思の尊重原則）<sup>650</sup>、その是非を適切に判断するために必要な時間・情報および買収者・被買収者間の交渉機会を確保する目的で対象会社経営陣に買収防衛策を講じることや対抗買付けが認められているし<sup>651</sup>、利益相反関係にある MBO の局面においても、「実際に判断を行うのは株主であるから、株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保することが重要である。」<sup>652</sup>ことに鑑みると、買収の局面において株主意思の尊重が要請されているのが分かる。

#### (B) 事前の情報開示ルールについて

##### ① 株主の判断が重要視されている中、与えられた救済手段を行使するか否か

<sup>647</sup> 「会社法制の現代化に関する要綱試案（以下、『現代化要綱試案』という）」（平成 15 年 10 月 22 日，第 7・1 注（1）及び注（3））ジュリスト 1267 号 23 頁（2004 年），「会社法制の現代化に関する要綱試案補足説明」（以下、『現代化要綱試案補足説明』という）ジュリスト 1267 号 112－113 頁（2004 年）。

<sup>648</sup> 実務上は対価の適正性が確保されるよう当事会社自身が第三者評価等を活用しており，その内容を適切に開示して株主等の判断を上げば足りるものであることも反対意見として挙げられている（現代化要綱試案補足説明・前掲注 648・112 頁）。ただ上述のように，支配・従属関係にある会社合併等の局面においては，第三者評価等が必ずしも十分に信頼できるとは限らない。

<sup>649</sup> 現代化要綱試案補足説明・前掲注 647・112－113 頁。

<sup>650</sup> 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方」（2008 年 6 月 30 日，以下「買収防衛報告書」という）5 頁。

<sup>651</sup> 経済産業省及び法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005 年 5 月 27 日，以下「買収防衛指針」という）。

<sup>652</sup> MBO 報告書 10 頁。



を株主が判断するに際し、必要な情報が開示されていることは、非常に重要であると思われる。例えば決議の取消請求訴訟を提起する場合には、当該決議が著しく不当であるかどうかを見極める必要があるところ、特に少数株主排除によってどのような内容で、どの程度企業価値の向上が見込めるのか、また、対価が適正かどうかの判断は、結局それらを確保するために取締役がどのような措置を講じているかが重要となる。

かかる取締役が講じた措置については、取締役の自主的な開示は必ずしも期待できず、他方、少数株主が独自に調査しようとしても限界があり、やはりルールとして相手方に開示させることによって、少数株主としては初めてそれらの情報に接することができると思われる<sup>653</sup>。

近年、MBO等、結果として少数株主排除が行われる取引が数多く行われるようになったことを受け、証券取引所等により、株主及び投資家に対するより充実した情報開示を目的とした証券取引関連法令・適時開示規制の見直しが行われ<sup>654</sup>、株主に対して情報開示が必要となる事項が大幅に拡充されたといわれている<sup>655</sup>。

② 株主意思の尊重が要請されている中、少数株主が判断を行なう際に必要な情報が開示されていることは非常に重要であり、事前的情報開示ルールの補完は手段として必要である。但し自主規制機関たる証券取引所による開示規制の効果を過大評価しないよう留意すべきであろう。つまり、証券取引所により、株主及び投資家保護のためより充実した情報開示が行なわれたとしても、その実効性を担保する最も効力的手段は凡そ対象会社に上場廃止させることであるから、それはもともと少数株主の締出しによって上場廃止を意図している対象会社に対して、開示規制を遵守させる抑制力をどれだけ有して、少数株主の保護に繋がるのかは慎重に評価する必要がある。

また実務に大きな影響を与えている MBO 報告書においては、「MBO に際して実現される価値は、株主のみが受けるべきものではなく、株主及び取締役双方が受けるべき部分が含まれていることにかんがみれば、今後の中長期的経営計画や将来の可能性について、明らかにすべき範囲は限定されるはずであるとの指摘もある。」<sup>656</sup>と述べてあることから、必要とされる事前開示の内容には事業計画であろうと、(取引) 価格であろうと到底、限界があるといえよう。

そうだとすれば、解決策の一つとして、情報等を確保するため、米デラウ

<sup>653</sup> 以上の内容については、山本ほか・前掲注 82・40-41 頁参照。

<sup>654</sup> 東京証券取引所の担当者による東証適時開示規則の改正についての解説として、青克美＝内藤友則「合併等の組織再編行為、公開買付け、MBO 等に関する適時開示の見直しの概要」旬刊商事法務 1789 号 43 頁以下 (2007 年) がある。

<sup>655</sup> 山本ほか・前掲注 82・41 頁。

<sup>656</sup> MBO 報告書 13 頁 (※2)。

エア州法で利用されている事前的差止請求制度の創設が必要であるようも思われる。以下それについて見てみたいと思う。

(C) 株主意思尊重（つまり情報等の確保）のための事前的差止請求権制度の適否

現行会社法において、略式組織再編の場合に、当該略式組織再編が法令若しくは定款に違反する場合又は当該略式組織再編の対価が当事会社の財産の状況その他の事情に照らして著しく不当である場合であって、それによって株主が不利益を生ずるおそれがある場合には、株主は、当該略式組織再編をやめることを請求することはできるものとされている<sup>657</sup>のに対し、一般の合併を含むその他の組織再編の場合については、かかる差止制度は用意されていない。

① 2005 年改正前商法の解釈論として、a. 新株発行差止請求権を類推適用すること<sup>658</sup>、b. 取締役等の違法行為に対する差止請求権を根拠とすること<sup>659</sup>によって、合併等の組織再編手続の実施を差し止めることができると解される。しかし上述 a. の類推適用は締め出される株主にとっては利用できない<sup>660</sup>し、b. を利用する場合にも、会社に損害が生じることが要件とされており、合併においてそれを認定することは通常困難であろうと思われ、実効性に欠けると指摘される<sup>661</sup>。また会社法の下では、一般の合併等の組織再編につき差止めはそもそもできないともいわれる<sup>662</sup>。

またそもそも株主に不利益が生ずるような組織再編が株主総会の特別会議によって承認される場合の多くは、例えば組織再編の相手方が大株主であるため、その者が当該株主総会決議に参加したことに起因しており、このような場合には、特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がなされたものとして、株主は、株主総会決議の取消しの訴えを本案とする仮処分を申し立てるなどして、差し止めを請求することができるとする見解もあるが、しかし仮の地位を定める仮処分<sup>663</sup>に関する民事保全法の解釈論として、実体法上の差止請求権が明確でなければ被保全権利の存在を否定し、そのような仮処分の申立ては却下すべきであるとも指摘されている<sup>664</sup>。

<sup>657</sup> 会社法 784 条第 2 項・同 796 条第 2 項。

<sup>658</sup> 神田・前掲注 129・139-40 頁、新株発行差止請求権を類推するものとしては、矢沢・前掲注 129・221 頁。

<sup>659</sup> 違法行為差止請求権を根拠とするものとしては、大隅ほか・前掲注 130・91 頁、中村・前掲注 130・83 頁、弥永・前掲注 130・630 頁。

<sup>660</sup> 稲葉・前掲注 78・14 頁。

<sup>661</sup> 稲葉・前掲注 78・14 頁。反対、弥永・前掲注 130・631 頁。

<sup>662</sup> 藤田・前掲注 36・286 頁注 (44)。

<sup>663</sup> 民事保全法第 23 条 2 項参照。

<sup>664</sup> 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（2011 年 12 月）（以下「中間試案補足説明」という）や野村・前掲注 71・62 頁参照。

② そこで、中間試案は略式組織再編以外の組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合を除く）についても、株主が当該組織再編を差止めることを請求することができる旨の明文規定を設けるものとする A 案と、それを設けない B 案とを併記して、意見を聴取していた<sup>665</sup>。

A 案の内容をみると、「当該組織再編が法令又は定款に違反する場合であって、消滅株式会社等の株主が不利益を受けるおそれがあるときは、消滅株式会社等の株主は、消滅会社等に対し、当該組織再編をやめることを請求することができるものとする。……。」<sup>666</sup>とされていた。そして中間試案補足説明は前記提案に関する説明について、本文に対し、「同号の法令・定款違反は、善管注意義務や忠実義務の違反を含まないと一般に解されていることからすれば、A 案にいう『法令又は定款』の違反についても、これと同様の解釈がされることが考えられる。」と補足した<sup>667</sup>。

A 案の場合には、その差止めの要件を定める必要があつて、要件の明確性の要求から、a. 「組織再編が法令又は定款に違反する場合であつて、消滅株式会社等の株主が不利益を受けるおそれがあるとき」とすることを想定していたが、b. かかる a. の場合に加えて、株主総会決議において特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことにより著しく不当な決議がなされた場合も、差止事由に加えるべきだとする意見もあつたことから、（注 1）で、その要否が問われていた<sup>668</sup>。しかし経済界を中心に、例えばちょっとしたミスで、巨額の資金を投入したプロジェクトがご破算になることから、組織再編それ自体に対して萎縮効果が生ずることへの懸念や濫用的な差止めが横行することへの危機感があつて<sup>669</sup>、要綱案では、差止の要件を「法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるとき」に限定された<sup>670</sup>。

この場合にも、「法令」違反の要件の明確化など、きめ細かな議論が必要になるとも指摘されており<sup>671</sup>、株主が受ける不利益は単なる対価の不当性を意味するものであれば、すでに指摘されているように、實際上、裁判所が短期

<sup>665</sup> 中間試案 19 頁（第 2 部第 5）。

<sup>666</sup> 中間試案 19 頁。

<sup>667</sup> 中間試案補足説明 54 頁。なお善管注意義務や忠実義務の違反を含まないことにつき大いに疑問視するものがある（白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律（八・完）」法学協会雑誌第 129 巻第 4 号 30 頁（2012 年））。

<sup>668</sup> 「差止請求につき明文の規定を設ける場合の差止めの要件について、部会では、差止めの要件の明確性を求める指摘や、株主による組織再編の差止請求は、実際には、仮処分命令申立事件により争われ、裁判所は、短期間での審理を求められることが予想されるところ、単なる対価の不当性を差止請求の要件とすると、實際上、裁判所が短期間で審理を行うことが極めて困難となるとの指摘」（中間試案補足説明 53 頁）があつて、このような指摘がされているから（中間試案補足説明 54 頁）、（注 1）で、「特別の利害関係を有する者が議決権を行使することにより、当該組織再編に関して著しく不当な株主総会の決議がされ、又はされるおそれがある場合であつて、株主が不利益を受けるおそれがあるときに、株主が当該組織再編をやめることを請求することができるものとするかどうかについては、なお検討する。」とされた（中間試案 19 頁）。

<sup>669</sup> 野村・前掲注 71・62 頁。

<sup>670</sup> 要綱案第 2 部第 4。

<sup>671</sup> 野村・前掲注 71・62 頁

間でそれを審理することが極めて困難となる<sup>672</sup>という問題も生じると考えられる。但しいずれにしても、差止めの要件から分かるように、今回の要綱案でいう差止請求制度は株主が適切に判断を行うための情報等の確保を趣旨とするものではない。

③ 締め出しの条件を含め同締め出しが公正であるか否かに関する判断は株主であって、当該株主が締め出しにより自分が不利益を受けるおそれがあると判断する前には、そもそもまず同判断に必要な情報等が必要であることから、当該情報等を引き出すことを趣旨とするような差止請求制度が日本法においても必要であるようにも思われる。

しかし米デラウェア州裁判所による差止（命令）は合併等に関する手続を完全に中止させるものではなく、価格の公正性等の重要な事実が開示されれば手続は再開されるため、対象会社における最終的な決定権者である株主に対する情報開示を徹底させ、株主の判断を補助するものであり<sup>673</sup>、制度運用の面において、裁判手続上のディスカバリー制度が実際に重要な役割を果たしている。このため、日本でも同じく、裁判官へ大きな裁量権の付与やディスカバリー制度の整備をしない限り、立法によって同趣旨の事前的差止請求制度が認められたとしても、同じ効果は期待できないであろう。

## （2）事前的情報開示規制の代替策

このように考えると日本法上では、事前的情報開示規制たる差止制度を創設するのが法制度の運用上において無理がある。但し米デラウェア州法における差止請求制度の趣旨から示唆を受けられ、それに代わる規制方策が考えられる。

というのは、そもそも米デラウェア州法において利用されている事前的差止請求制度の主たる目的は事前的差止めにより、少数株主に必要とされる情報が引き出されるとともに、買収者と対象会社が再交渉を行なうことが期待される<sup>674</sup>ほか、事後的救済のニーズも減らされる<sup>675</sup>、といったところにあると思われ、米デラウェア州では柔軟な司法制度の運用を通じて、多数派株主にとっては、合併等の利益相反取引自体が差止められたりしながら、依然としてそれを実行できる一方、少数派株主にとっては、差止めを求めたりして、取引の条件等が改善されると考えられるからである。

## （A）マジョリティ・オブ・マイノリティ・ルールの適用

以上のように考えると、日本では、米デラウェア州と同じ目的での差止請

---

<sup>672</sup> 中間試案補足説明 53 頁。

<sup>673</sup> 古川朋雄「グループ再編に関わる取締役の経営判断と『会社の機会』」私法 74 号 243 頁（2012 年）。

<sup>674</sup> 加藤・前掲注 38・31 頁注（106）。

<sup>675</sup> Andra, *supra* note 314, at 227.

求制度を創設せず、その代わりに、締出株主にとり比較的に良い条件を引き出すことのできる仕組みを用意しておけば、一定程度の類似的効果が期待できるのではないかと考えられる<sup>676</sup>。

締め出し合併等において合併対価等が一方的に利益相反関係にある相手たる多数派株主により決定されることなどから、不当に利益を害されるおそれがある、濫用的締め出しから少数株主を救済する必要があると認識されている中、株主意思尊重の原則を貫徹する前提の下では、締め出し合併等が行われる場合に必要とされている総会特別決議の要件を加重すること、つまり利害関係のない少数株主の過半数の賛成を要件とすることが考えられる。通常の多数決ならば少数株主の多くは反対しても決議が変わらないから、議決権を行使しないが、合併の成立に少数株主による承認を条件付ける場合には、少数株主にとり議決権行使における大きなインセンティブとなると考えられる<sup>677678</sup>ため、それによって締め出し条件等が、一定程度において改善されると期待できるものと考えられよう<sup>679</sup>。

① 実際に部会においては、キャッシュ・アウトが行われる場合、株主総会決議の要件を加重すべきで、支配株主以外の株主の議決権の過半数による賛成の要求（いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ・ルール）を採用すべきであるという意見もあった<sup>680</sup>。しかし中間試案には取り上げられなかった。中間試案補足説明では、その理由として、a. 一部の株主の反対によってキャッシュ・アウトが阻止されることが不合理であること、b. 少数株主の立場が濫用的に利用される懸念があること、c. 公開買付けの存在を念頭に置いた規律は技術的に困難であって、決議要件を一律に加重すれば合理的なキャッシュ・アウトが阻害されることがあることなどが例示されている<sup>681</sup>。

② しかし a. 及び b. については、特別決議であっても一部の株主の反対によってキャッシュ・アウトが阻止されるおそれや少数株主の立場が濫用的に利用される懸念があることにはかわりないから、反対理由とはならないと思われる<sup>682</sup>。

<sup>676</sup> なお日本では、部会において差止請求制度を創設する理由の一つとして、差止請求で、組織再編が差止められた後に再交渉がされて当該組織再編の条件が適正なものへと変更されれば、全ての株主がその利益を受けることができると考えられると挙げられたが（例えば部会第12回会議議事録34頁[高木関係官説明]）、しかしそれにつき株主から差止めを請求されれば再交渉は期待できないとも指摘されている（部会第12回会議議事録36頁[杉村委員発言]、同40-41頁[伊藤（雅）委員発言]）。

<sup>677</sup> Michael Phillips, *supra* note 154, at 859 n.87.

<sup>678</sup> 少数株主の議決権におけるインセンティブの増大の意味では、全体の10分の9の賛成を要することを決議要件とする（部会第12回会議議事録19頁[静委員発言]）のも考えられるが、その場合、10分の1の株主に非常に強い拒否権を与えてしまって弊害が大きいと指摘される（部会第12回会議議事録20頁[田中幹事発言]）。

<sup>679</sup> なお株主総会決議による保護の不十分性に関する米国での議論については本稿第3章1.の（1）を参照。

<sup>680</sup> 部会第7回会議議事録28頁、同第12回会議議事録22頁、同第16回会議議事録5頁[いずれも中東幹事発言]。

<sup>681</sup> 中間試案補足説明第3の3。斎藤・前掲注6・55頁も参照。

<sup>682</sup> 斎藤・前掲注6・55頁。

c.については、確かにキャッシュ・アウトが合理的なものか否かは大株主の持株比率で峻別できるわけではないが、しかし規整が緩められれば、それだけ「不合理な」行為が行われる可能性も高くなるため、差止め、決議取消しの訴え等が「不合理な」行為に対する関係者への救済が十分に有効に機能するかが問題視されている<sup>683</sup>。

会社法の下では、株主は会社から締め出される際、公正な価格で対価を支払われる権利を与えられた代わりに、会社に存続し続ける権利が無くなったと考えられる<sup>684</sup>。したがって、支配株主による締め出しの場面では、合併等が企業価値の増加を伴うものであれば、締め出される少数派株主は支配株主に対しより良い条件を求めることが確かに考えられるが、しかし締出合併等が最終的に頓挫されてしまうと、増加価値につき一つももらえないから、少数派株主はそこまで要求するとは考え難いであろう。

## (B) マジョリティ・オブ・マイノリティ・ルールの適用除外

日本では、一回の総会決議でキャッシュ・アウトを実現することが、金銭対価の合併等の組織再編について税制上不利になってしまうということから困難であるため、まず公開買付けを掛け、支配株式を取ってしまったから、次に全部取得条項付種類株式制度を使ったキャッシュ・アウトになる<sup>685</sup>ことからすると、このような二段階買収のケースにおいては、締め出しの実施に先立ち、公開買付け等、他の株主に任意の売却の機会を与えた場合、任意売却における条件がよいため、それに応じた株主が多いほど、残存株主は株式を手放すことに容易には同意しない者によって多く占められることになり、公開買付け後の締め出しの事実がかえって困難になる<sup>686</sup>ことからすると、上記(A) ①の c. における懸念にも一理がある。

この問題を解決するために、立法技術上では困難であるが、公開買付けに応じた者も賛成者に含めるという意見がある<sup>687</sup>。しかしそもそも二段階買収のような、例えば取引の最初から対象会社の全株式を取得する目的で、公開買付けを行なった後、その結果（例えば対象会社株式の三分の二を取得）、を基に引き続き締出合併等によって少数株主を締出す場面においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ・ルールの適用を除外すべきであると考ええる。

というのは、もし公開買付けの段階において任意売却における条件等がよければ、締め出しの段階において再びより良い締出条件を引き出す目的でマジョリティ・オブ・マイノリティ・ルールを適用する必要性もないと考えられるし、もし公開買付けに例えば強圧性問題や情報開示問題等があって公開

<sup>683</sup> 斎藤・前掲注 6・56 頁。

<sup>684</sup> 藤田・前掲注 27・55 頁。

<sup>685</sup> 部会第 12 回会議議事録 20 頁（田中幹事発言）。

<sup>686</sup> 部会第 12 回会議議事録 20 頁（田中幹事発言）。

<sup>687</sup> 部会第 12 回会議議事録 20 頁（田中幹事発言）及び同 22 頁（中東幹事発言）。

買付条件等が不当であったと考えられる場合、締め出しの段階で前記公開買付けに応じた者を賛成者の分に入れても、それによって少数株主利益の保護が図れるともいえない反面、変に適用されてしまうと、最初の公開買付けが株主にとって有利な条件で、ほとんどの株主が満足して買付けに応じた場合、それに反対したわずかな者の意思だけで、キャッシュアウトが挫折しかねないからである。

このように考えると、締出合併等において事後的救済が十分ではなくて事前的規制が必要であるというコンテストでは、まず二段階買収の局面において（少数）株主保護の観点から、現行法制度の下で公開買付規制に問題があるかどうか、そしてある場合、深刻であるかどうかを明らかにする必要がある。公開買付けが行われる場合、通常①強圧性問題や②株主の判断に必要とされる情報等が確保されなかったといった問題が考えられるので、以下では二段階買収を念頭にこの二つの問題につき若干の考察をしてみたい。

### （C）公開買付けにおける問題点

#### ①公開買付けにおける強圧性問題

##### a. 強圧性問題の性質

買収者は対象会社の全株式を買付けの対象とする場合には、二段階買収が行われる可能性があることから、買付けに応じない株主は後ほど買付価格より低い価格で締め出されるというような危険性が存在する。

会社法では、買収後の買収者による組織再編行為からの少数株主の利益保護の意味で、「対価の不十分」という問題<sup>688</sup>の改善策として株主にシナジーを含める公正な価格での株式買取請求権が付与されたと思われる。そこで、合併等は被買収者の企業価値を高める唯一の手段であれば、株式買取請求権制度によって、合併等における「公正な価格」は、公開買付価格と同一視されると強圧性が解消されるようにも考えられるが、それは必ずしも保障されていない<sup>689</sup>。

この意味では、現行法制度の下で、全株式の取得を目的とする二段階買収が行われる場合、強圧性の問題があると考えられる<sup>690</sup>。但しこの場合は、部分的買付けにおける強圧性問題とは本質的に異なるところがある。つまり100%株式を対象として買付ける場合、株主は買付後に少数株主としてい続けることはないことから、強圧性の問題は少数株主利益保護制度が整備されて

<sup>688</sup> 改正前商法においては、組織再編行為による企業価値の増分（シナジー等）に対する公正な分配を受ける権利が保障されていなかったといわれる。岩原紳作ほか「〈座談会〉改正商法に基づく株式交換・株式移転の実務」商事法務 1539 号 32 頁（1999 年）[岩原紳作発言]、田中・前掲注 21・78 頁参照。

<sup>689</sup> 買取請求権の実効性を疑問視するものがある（中東正文「M&A 法制的現代的課題（下）」商事法務 1659 号 53 頁（2003 年）、田中・前掲注 21・80, 83 頁など）。

<sup>690</sup> 神田秀樹ほか「[座談会]企業価値報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について」[田中亘・草野耕一発言]ソフトロー研究第 12 号 46, 48 頁（2008 年）。以下、同座談会を「企業価値座談会」と略称する）。

いるか否かとは無関係の代わりに、株主が買付後に買付価格より低い価格で締め出される可能性にかかってくるのである。

#### b. 公開買付けにおける強圧性問題の深刻さ

公開買付けに強圧性の問題があると考えられる場合、対象会社全株式の取得を目的とする二段階買収については、買付後に締め出される価格を買付時の価格と同額に設定しようと要請することで強圧性問題は解消されうると考えられる。

しかし日本ではそもそも強圧性の問題は深刻ではなく、リアリティを欠く<sup>691</sup>。

### ②株主の判断に必要とされる情報の確保について

#### a. 公開買付制度における情報開示制度

公開買付けにおいて、買付者と申込者との間でその持っている情報の平等性が保証されず<sup>692</sup>、買付者が一方的に買付価格を提示するため、申込者はその取引が公正であるかどうかの判断が困難であるため、金融商品取引法は、公開買付けについての情報開示を求めているといわれる<sup>693</sup>。

この観点から、公開買付者は、公開買付開始公告を行った日に公開買付届出書（開始公告以上に詳細な開示を求められる）を内閣総理大臣（受理権限は財務局長に委任）に提出<sup>694</sup>するほか、その公開買付届出書には、（ア）買付価格、買付期間、買付予定の株券等の数、買付けに要する資金、買付けに係る受渡しその他の決済および公開買付者が買付けに付した条件〔公開買付けの撤回等の条件の有無、買付け価格の引下げの条件の有無等〕、（イ）公開買付けの目的、公開買付者に関する事項等を記載しなければならないとされている<sup>695</sup>。

それに加え、上述の記載事項は所定の様式により詳細な開示を求められている<sup>696</sup>。例えば（ア）買付け等の価格に関する「算定の基礎」欄には、買付価格の算定根拠を具体的に記載し、買付価格が時価と異なる場合や当該買付者が最近行った取引の価格と異なる場合には、その差額の内容も記載する。「算定の経緯」欄には、算定の際に第三者の意見を聴取した場合に、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至っ

<sup>691</sup> 日本において強圧性の問題は深刻ではなく、リアリティを欠いている。企業価値座談会・前掲注 690・46, 48 頁[田中亘・草野耕一発言]。

<sup>692</sup> いわゆる情報の非対称性。

<sup>693</sup> 日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社、2008 年）302 頁。

<sup>694</sup> 金融商品取引法第 27 の 3 第 2 項、小谷融『金融商品取引法の基本知識』（税務経理協会、2007 年）152 頁、日野・前掲注 693・282 頁参照。

<sup>695</sup> 小谷・前掲注 694・152—154 頁、日野・前掲注 693・282—284 頁参照。

<sup>696</sup> 発行者外府令第 12 条は、公開買付届出書は第 2 号様式により作成しなければならないと定めている。第 2 号様式上の注意のポイント（詳細な開示）については、日野・前掲注 693・284—286 頁参照。



た経緯を具体的に記載する<sup>697</sup>。(イ) 公開買付けの目的については、i. 支配権取得または経営権参加を目的とする場合には、支配権取得または経営権参加の方法および支配権取得後の経営方針または経営参加後の経営計画。組織再編等を予定している場合には、その内容および必要性。ii. 買付け後、その株券等の発行会社の株券等を更に取得する予定の有無、その理由およびその内容。iii. 買付け後、その株券等の発行会社の株券等が上場等の廃止となる見込みがある場合には、その旨および理由、を記載するとされている。

また「公開買付けについて、その対象会社がいかなる意見を有しているかも、株主・投資者が的確な投資判断を行なう上で重要な情報であ」<sup>698</sup>って、金融商品取引法は、対象会社による意見表明をも義務付けている<sup>699</sup>。具体的には、対象会社は、公開買付開始公告が行われた日から10営業日の期間内に、その公開買付に関する意見（公開買付けへの賛否のみならず、意見の理由、賛成・反対等の結論に至ったプロセス等）等を記載した意見表明報告書をも内閣総理大臣（金融長官）に提出しなければならないとされている<sup>700</sup>。

このように、買付者と応募株主との間に情報の非対称性が存在することから、取引の公正さを保障する立場から、法は公開買付届出書における公開買付者による情報開示について、例えば公開買付価格の決定や、買付け後における対象会社の経営への関与の具体的内容や上場廃止の有無等につき、より充実した開示を求めていることが分かる。

#### b. 公開買付けにおける情報開示問題の深刻さ

公開買付情報開示規制が不十分であるとの批判があると考えられる。つまり一口に上場会社と言っても、各会社の規模や事業内容等においてそれぞれ異なっていることから、すべての上場会社の個別事情に応じた公開買付制度の定立には無理があると思われ、株式市場参加者は、証券アナリストやファンドマネジャーのような企業価値評価の専門家から個人の投資家まで多様であって、それぞれの知識水準も一様ではない<sup>701</sup>ことに鑑みると、株主は殆ど専門家である会社と株主の殆どは一般投資家である会社とは、それぞれ必要となる情報等も異なりうる。したがって、法制度的に情報開示規制等を設けたからといって、すべての企業（状況）に適応できるとは限らないであろうと考えられる。

しかし公開買付けの段階における情報開示については、買収者が買収後の

<sup>697</sup> なお親会社による子会社株式の公開買付けについて株主との関係において利益相反が問題となることがあり得ることから買付価格の算定評価を第三者から取り、それを踏まえて実際の算定をしている場合には公開買付届出書に当該算定評価書の写しの添付をも求められている。金融商品取引法第27条の3第2項、発行者外府令第13条第1項、日野・前掲注693・283-284頁参照。

<sup>698</sup> 公開買付制度等ワーキング・グループによる2005年12月22日付「公開買付制度等ワーキング・グループ報告」5頁。

<sup>699</sup> 日野・前掲注693・291-293頁参照。

<sup>700</sup> 第4号様式〔記載上の注意（3）a, b, c、注意（6）〕、金融商品取引法第27条の10第1項。

<sup>701</sup> 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』（日本経済新聞出版社、2007年）311頁。

利益等の具体的な数値まですべてを開示することは自らの手の内をさらすことになり買収戦略上も困難が生じる<sup>702</sup>ことなどからすれば、買収者による情報開示には自ずから限界<sup>703</sup>がある。

また買収価格の算定根拠として、算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定に用いた数値情報並びにシナジーの額及びその算定根拠について、買収者に網羅的に開示を要求し、あるいは、買収後の経営方針として、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用方策等の内容について、買収者に網羅的に開示を要求したりすることは、被買収者側の開示状況と対比するに、不適切であろう<sup>704</sup>。

さらに買収者は全株式を対象に買付ける場合（例えば全株式を対象とする現金による公開買付けであって、被買収者の総議決権の 3 分の 2 以上の応募があることを条件とし、これにより 3 分の 2 以上の議決権を取得できた場合には、直ちに、金銭を対価とする合併等を行って、被買収者の残存株主に対して公開買付価格と同額を交付することを買収者がコミットしている場合）には、買収者の買付後の経営計画等はどうであれ、買付時の株主とは既に無関係であるから、買収後の詳細な経営計画・見通しや業績予想までは開示する必要がないと思われる<sup>705</sup>。

このように考えると、金融商品取引法上の公開買付制度における開示規制は少なくとも、全株式を対象とする公開買付けの場面については、不十分とまではいえない。

なお買収者が全株式の買付けをコミットしていない場合には、公開買付け後に行われる締出合併において、より良い締出条件等を引き出す目的とするマジョリティ・オブ・マイノリティ・ルールが適用されると考えられる。

#### (D) 小括

日本会社法においてキャッシュ・アウトされる少数株主を救済するため、現行株式買取請求権制度が極めて重要となるが、同制度だけでは少数株主を救済できない本質的な問題が存在する。それを解決するには、事後的損賠賠償請求制度が必要と考えられるが、現行裁判制度の下では仮に創るとしても実効性を欠き、締め出される少数株主利益を保護する観点からは、不十分であって、事前的規制が必要となる。

日本では、現行裁判制度の下において、合併等株主総会型の締め出しの局面では、米デラウェア州と同じ目的での差止請求制度を創設せず、その代わ

<sup>702</sup> 持っている情報を全部出してしまうとそもそも買えなくなってしまうと考えられる。企業価値座談会・前掲注 690・57 頁[大崎貞和発言]。

<sup>703</sup> 買収後の詳細な経営計画や業績予想の開示については限界があると指摘される。2008 年 6 月 20 日付「企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下「企業価値報告書 2008」と略称する）11 頁。

<sup>704</sup> 企業価値報告書 2008・前掲注 703・11 頁及び同頁注 16。

<sup>705</sup> 企業価値報告書 2008・前掲注 703・11-2 頁注 17。

りに、締出株主にとり比較的に良い条件を引き出すことのできる仕組み、つまり株主総会特別決議において利害関係のない少数株主の過半数の賛成を要件とすることが事前規制として考えられる。

但し上記（C）で述べたように日本では強圧性問題につきリアリティを欠くこと、そして金融商品取引法上の公開買付制度における開示規制は全株式を対象とする公開買付けの場面については、不十分とまではいえないこと、加えて、最初の公開買付けが株主にとって有利な条件で、ほとんどの株主が満足して買付けに応じた場合、それに反対したわずかな者の意思だけで、キャッシュアウトが挫折しかねないことを鑑み、公開買付けが前置される二段階買収のような締出合併等の場合には、マジョリティ・オブ・マイノリティ・ルール要件を適用する必要があると考えられる。

## 第5章 終わりに

### 1. 本稿の結論

本稿において、筆者は、一時期、締出合併から少数株主の救済を制定法上の株式買取請求制度に絞ろうという動き又は意図があった米デラウェア州法に目を向け、締出合併における少数株主の救済方策として利用されている制定法上の株式買取請求制度と判例法上の損害賠償請求制度及び差止請求制度に関わる判例の変遷を踏まえ、少数株主締め出しの主な規制について、米デラウェア州法上では株式買取請求権制度以外に事後的損害賠償制度及び事前的差止請求制度が利用・運用されてきている実態を明らかにした。その上、比較法的視点から、現在、少数株主の締め出し規制、換言すれば少数株主の救済方法について株式買取請求制度に過度に依拠していると思われる日本会社法に対して、株式買取請求権制度にある問題点を解決することによって締め出される少数株主の利益を保護することを出発点として、次のような提言を試みた。

すなわち(1)株式買取請求権制度を利用して規制を行う場合、同制度に係る「公正な価格」の判断について、合併手続において利益相反関係を解消する措置が講じられたどうかに依拠するものではなく、少数株主利益を保護する観点からも、前記制度の濫用を防止する観点からも、実際に「公正な価格」の算定が必要である。

(2)株式買取請求権制度には同制度だけでは少数株主を救済できない問題がある。そのため、少数株主の締出合併においては、完全な事後的規制が必要となっており、方策としては対象会社取締役に対してのみでは、足りなく、対象会社支配株主を対象とする損害賠償請求制度が必要であると考えられる。但し現行裁判制度に鑑み、実効性を欠き、結局事後的救済が不十分であって、事前的規制が必要となる。

(3)少数株主締め出しに対する事前規制については、日本では、米デラウェア州と異なって、裁判官には大きな裁量権がないこと、そしてディスカバリー制度も整備されていないことなどから、立法によって事前的差止請求制度を創設するより、株主総会決議要件を加重すること、具体的には利害関係のない少数株主の過半数の賛成を要件として義務付けることが一つの方策として考えられる。

(4)公開買付けが前置される二段階買収のような締出合併等については、日本では強圧性問題につきリアリティを欠くこと、そして金融商品取引法上の公開買付制度における開示規制は全株式を対象とする公開買付けの場面については、不十分とまでいえないことを鑑み、第二段階で行われる合併においてマジョリティ・オブ・マイノリティ・ルール要件を適用する必要がないと考えられる。

## 2. 残された課題

本稿は上記 1. で述べたことを提言しているが、いくつかの課題も残されている。

(1) 本稿は総会決議要件を加重して締め出し規制を実現していくことを提案しているが、株主の権限行使に関しては、株主の集合行為問題等があるほか、日本では、会社の株式保有構造の特徴の一つである株式の持ち合い問題もあって、これにより総会決議要件加重の実効性が損なわれる可能性もあるかもしれないことに加えて、株主総会不要型のキャッシュ・アウトにおいて総会決議要件の加重による救済は図れないことなどもあって、少数株主利益の保護の観点から、これらの問題点も重要であるが、今後の研究課題として取り組んでいきたい。

(2) 本稿は公開買付制度について深く議論を展開しなかったが、日本では事前規制が必要であるというコンテキストの下で、株主利益を保護する観点から、買収後よりは買収前の規制が効果的であることなどを考えると、EU 型のような全部買付義務規制に関する研究も重要であって、今後の課題としたい。

## 3. 最後に

以上見てきたように、本稿が積み残した課題は少なくないが、支配・従属関係にある会社における締め出しや MBO 取引においては、構造上の利益相反関係が存在することで、少数株主が不当に締め出される可能性が高くて、保護の必要性が高いと思われる中、本稿は、少数株主の締め出し規制に関する議論の進展に少しでも貢献することができれば幸いである。