



企業再編過程における取締役の責任と株主保護のあり方—デラウェア州における株式買取請求権の新しい動向についての検討

高, 銀実

(Degree)

博士 (法学)

(Date of Degree)

2017-09-25

(Date of Publication)

2019-09-25

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7020号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007020>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士学位論文

「企業再編過程における取締役の責任と株主保護のあり方—
デラウェア州における株式買取請求権の新しい動向についての検討」

神戸大学大学院法学研究科

専攻：理論法学専攻

指導教授：行澤一人

学籍番号：124 j 003 j

氏名：高 銀実

提出年月日：2017年7月10日

論文要旨

米国デラウェア州の信認義務理論は会社のコーポレートガバナンス及び組織再編過程において重要且つ不可欠な役割を果たしている。とりわけ、会社の支配権が変動する場面において適用される完全公正性基準及びレブロン基準については莫大な判例及び理論上の蓄積を見ているところであるが、それに応じて、これらの理論が内包している問題点も徐々に明らかにされつつある。

周知の通り、取締役のレブロン義務違反が認定された場合、従来、デラウェア州の裁判所は、当該取締役等によってなされた会社の行為に対して予備的差止を認めてきた。ところが、2007年あたりから、レブロン義務違反が問題になった事案において、衡平法裁判所は、たとえ売却プロセスがレブロン基準を満たしていないと判断した場合であっても簡単には予備的差止を認めない傾向にある。

そして、取締役に対する損害賠償責任の追及も株主の救済策として同様に理論上の限界を迎えている。その背後には、「かすがい金融」を代表とする、企業買収の初期段階から当該取引に深く関与する投資銀行の利益相反問題及び投資銀行産業の集中化の問題が、信認義務理論に深刻な影響を落としていることが窺える。投資銀行が、企業買収取引の売買双方の当事者に関与する「かすがい金融」を提供するのは、確かに利益相反の問題との関係で、売却側の取締役らにレブロン基準の「最善の価格」を勝ち取らせるために行って来たデラウェア州裁判所の努力に暗い影を落としている。結論的にいうと、現段階において、レブロン基準のもとで原告株主らが司法上の救済を得ることは極めて困難なことである。

本論文では以上の問題点を念頭に置きながら、レブロン基準に焦点を当て、デラウェア州における判例の動向を手掛かりに、まず信認義務理論の利点及びその限界を明らかにした。そして、同様に利益相反規制機能を担うことが期待されている制度として、デラウェア州における株式買取請求権制度の意義と役割を改めて考察しつつ、近年における当該制度の新しい動向として注目される「信認義務の補完的役割」について検討を行った。

筆者が本論文を通じて明らかにしようとしたことは、近年の株式買取請求事案判決におけるデラウェア州の裁判所は **market check** を非常に重視しており、**market check** が十分に行われていない利益相反事案においては敢えて取引価格よりも高い買取価格を認めるが、独立当事者間取引においては基本的に取引価格を尊重するという傾向を示しているということである。これは、信認義務違反を株式買取請求権の買取価格に反映させないとの立場を一貫してとってきたデラウェア州の裁判所の立場に明らかな変化が現れ始めていることを意味するものではないだろうか。そして、株式買取請求事案における利益相反性の認定を **market check** を軸として判断することで、裁判所は、伝統的な救済制度との関係で限界を見せている信認義務理論を、株式買取請求権制度において補完的に利用しようとしているのではないだろうか。

最後に、本論文は、日本における企業買収課程での取締役の義務規範に関わる判例・学

説を検討し、そこで問題とされた諸論点を整理した。そして、日本法の現状を、アメリカ・デラウェア州の比較法的研究から得られた知見に照らし合わせて見ると、両者には、制度及び背景となる経済事象が相当異なっているにもかかわらず、共通の傾向が認められることが分かった。それは、取締役の信認義務違反もしくは善管注意義務違反に対する少数株主の実効的救済策として、株式買取請求権制度が重要な意義を有していること、そして裁判所は、自らの裁量的判断による買取価格の決定を通じて、実質的には、取締役らの行為の（もっぱら手続き的な面における）公正性を確保しようとしていること、である。

そして、今後の課題として、日本において、そのような裁判所の裁量的な判断を少しでも予見可能なものとすべく、取締役らの行為規範が典型的に整理されていくことが望ましいのであるが、その際、アメリカ・デラウェア州における理論的進展はより直截的に参照し得る資料たり得ることを、本論文において明らかにし得たと考えるものである。

企業再編過程における取締役の責任と株主保護のあり方

——デラウェア州における株式買取請求権の新しい動向についての検討

神戸大学 博士後期課程 高 銀実

はじめに

第一章 レブロン義務における Market check の意義について	8
第一節 レブロン基準	8
一)レブロン基準と利益相反	8
二)レブロン基準と Market check との関係	9
第二節 レブロン義務違反に対する救済及びその理論的境界	11
一)レブロン義務違反に対する救済策としての差止及び損害賠償責任	11
二)投資銀行の利益相反が信認義務事案に及ぼす影響	13
三)情報開示の信認義務による株主保護	15
四)唯一のビッドアーの問題と market check	18
五)market check と go-shop 条項との関係	19
【Topps 事案】	22
【Lear 事案】	23
第三節 企業買収過程における取締役の役割と判例の検討	24
一)取締役の役割	24
二)レブロン義務とオークション理論	26
三)market check に関する判決	30
【Van Gorkom 事案】	30
【Fort 事案】	31
【Netsmart 事案】	33
【Dollar Thrifty 事案】	35
【C & J Energy 事案】	36
【RBC Capital Markets 事案】	38
【小括】	45
第二章 デラウェア州における株式買取請求権の新しい動向について	45
第一節 株式買取請求権制度について学説の整理	45
一)株式買取請求権制度趣旨の説明	45
1.株式買取請求権の流動性(liquidity)機能	45
2.利益相反規制機能	46
3.Letsou 教授の価値上昇機能説とその解釈	49
二)株式買取請求権がもたらし得る非効率性	54
1. Fischel の見解	54
2.Letsou の価値上昇機能説の問題点	55

3.株式買取請求権と Market Rule との関係——株式買取請求権の価値上昇機能はどうやって実現されるのか.....	55
三) 効率性の観点からの検討.....	57
1.多数株主の保護.....	57
2.手続き規制と効率性.....	57
3.株式買取請求権に内在する非効率性.....	58
四)少数株主の保護において信認義務の限界.....	59
【Weinberger 判決】.....	60
第二節 株式買取請求権の再活用.....	63
はじめに).....	63
一)利益相反規制説と株式買取請求権.....	65
【Transkaryotic 事案】.....	65
二) 買取価格と market check との相関関係.....	68
三) market check に関する典型事案の検討.....	70
【Union Ill.事案】.....	70
【Golden GT 事案】.....	71
【CKx 事案】.....	74
小括.....	76
第三節 従来の判例から見た信認義務と株式買取請求権の関連性.....	77
一)株式買取請求権の信認義務訴訟に対する補完機能.....	77
二)典型事案の検討.....	78
【Van de Walle 事案】.....	78
【Prescott 事案】.....	78
【Highfields 事案】.....	79
【小括】.....	80
三)レブロン義務理論の修正の可能性.....	82
第三章 日本の株式買取請求権に関する議論及び日本法への示唆.....	83
第一節 はじめに.....	83
第二節 裁判所の裁量.....	85
第三節 公正な価格と株式買取請求権手続きの公正性.....	86
一)株式買取請求権手続きの公正性.....	86
二)市場価格の参照.....	87
第四節 株主総会の基準日後の株主・組織再編計画の公表後の株主と投機の防止.....	88
第五節 利益相反と取締役の義務.....	89
第六節 まとめと私見～比較法の視点から.....	92

はじめに

米国デラウェア州の信託義務理論は会社のコーポレートガバナンス及び組織再編過程において重要且つ不可欠な役割を果たしている。とりわけ、会社の支配権が変動する場面における完全公正性基準及びレブロン基準は莫大な理論の蓄積を見せている中、学会から激しい批判を浴びている状況にあり¹、理論自体が内包している問題点も近年は判例上徐々に明らかになってきているところである²。

周知の通り、レブロン義務違反が認定された場合、従来からデラウェア州の裁判所では原則予備的差止を認めてきた³。ところが、2007年あたりから、レブロン義務違反が問題になった事案で、衡平法裁判所では、たとえ売却プロセスがレブロン基準を満たしていないと判断した場合であっても通常予備的差止を下さない傾向にある⁴。

また、2007年以降のレブロン義務違反が争われた事案においてデラウェア州の裁判所では情報開示の信託義務違反をベースにする限定的な差止により対処してきた⁵。ところが、理論的に、情報開示の信託義務に頼るのは利益相反問題について法令順守の不十分さを招く恐れがあり、さらに潜在的な利益相反について情報を開示させることが株主にとって有効な救済策になるかは必ずしも明らかではないとの問題がある⁶。また、情報開示に対しての不確実でアドホックなアプローチは情報開示理論自体を歪める恐れがあり⁷、株主保護のための救済策としては理論自体大きな限界がある。そして、実際、信託義務違反が問題になった事案において、2015年後半期に入ってからデラウェア州の裁判所では情報開示義務違反のみを理由に提起した訴訟 (disclosure-only settlements) に対する和解を拒否する態度を示している⁸。

¹Bainbridge 教授は、衡平法裁判所ではレブロン義務の発動事案を読み間違えているとみている。See Stephen M. Bainbridge, *The Geography of Revlon-Land*, 81.FORDHAM L. REV. 3277, 3333-35 (2013), その反対意見として, Mohsen Manesh, *Defined by Dictum: The Geography of Revlon-Land in Cash and Mixed Consideration Transactions*, 59 Vill. L. Rev. 1(2014)を参照。また, Gevurtz 教授は、レブロン義務理論に対して根本的な攻撃を行い、政策上の正当な理論的な根拠がないと争い、レブロン義務を根本的に放棄することを提案している、See Franklin A. Gevurtz, *Removing Revlon*, 70 WASH. & LEE L. REV. 1485, 1545 (2013)。

²高 銀実「米国デラウェア州会社法におけるM&A過程の予備的差止について：レブロン義務と情報開示の信託義務との相関関係を中心に」神戸法学雑誌 65(1)297,309-311 頁(2015年)。

³レブロン事案で衡平法裁判所では、全ての取引保護条項を無効にし、差止を認めた。See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173,175 (Del. 1986); QVC 事案は、容認しがたい取引保護条項を無効(invalid)にし、強制不可能とした。Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc. 637 A.2d 34,51 (Del. 1994)

⁴In re Netsmart Technologies, Inc. 924 A.2d 171(Del.Ch.2007); Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford, 918 A.2d. 1172 (Del.Ch.2007); In re The Topps Company Shareholders Litigation, 926 A.2d 58 (Del.Ch.2007); In re Lear Corp. Shareholders Litigation, 926 A.2d 94(Del.Ch.2007); In re El Paso Corp. S'holder Litig., 41 A.3d 432 (Del. Ch. 2012). ;In Koehler v. NetSpend Holdings, Inc., 2013 WL 2181518 (Del. Ch. May 21, 2013)

⁵In re Netsmart Technologies, Inc. 924 A.2d 171(Del.Ch.2007); Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford, 918 A.2d. 1172 (Del.Ch.2007); In re The Topps Company Shareholders Litigation, 926 A.2d 58 (Del.Ch.2007); In re Lear Corp. Shareholders Litigation, 926 A.2d 94(Del.Ch.2007); In re El Paso Corp. S'holder Litig., 41 A.3d 432 (Del. Ch. 2012). ; Maric Capital Master Fund, Ltd. v. Plato Learning, Inc., 11 A.3d 1175 (Del. Ch. 2010)

⁶詳しくは、本論文の第一章第二節三を参照。

⁷詳しくは、本論文の第一章第二節三を参照。

⁸Matthew D. And Steven Davidoff Solomon, "Takeover Litigation In 2015." Working Paper. U.S. Securities And

なお、差止以外の株主への救済策として取締役の損害賠償責任も同様認められにくい傾向にある。周知のとおり、裁判所では原告らが取締役らの単なるレブロン義務違反にたいして訴訟を提起して金銭的損害賠償を求めることを認めない⁹。つまり、レブロン基準のもと、利益相反のない独立した取締役が義務違反による個人的な金銭的損害賠償責任を負わされることは極めてまれなことである。また、取締役の忠実義務違反に対して損害賠償を認めることも、デラウェア州の最高裁では、「意図的に(knowingly)及び完全に義務に違反」していることを要件としていて¹⁰、ラスター判事は「レブロン基準はただの司法上の審査基準であり、取締役の責任基準ではない。故に、後者は『非合理的な行動』だけではなく、『意図的な悪事(intentional wrongdoing)』を証明することが求められる」と強調する¹¹。

結論的にいうと、高められた審査基準が適用され、被告の取締役らに義務違反がないとの証明責任が課されているとは言え、現段階において、レブロン基準のもとで原告株主らが司法上の救済を得ることは極めて困難なことである¹²。

日本では、組織再編過程における取締役・支配株主の忠実義務違反に対する株主の救済は、差止めや損害賠償等によるのではなく、反対株主による株式買取請求権が行使される場面において裁判所が事後的に介入することにより実現される¹³が、株式買取請求権制度自体が内包している限界及び問題点については種々の批判を浴びているのが現状である。そして、立法論として、日本の組織再編過程における利益相反問題の解決のために米国のレブロン義務を認めようとする声が増している¹⁴が、レブロン判決が出されてからこの30年間、とりわけ最近10年間のデラウェア州の判例の動きを考察するとこの立法論にはまだ十分な検討が行われていない問題があることは否めない。

Exchange Commition And University Of California, Berleley, at3(2016)

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2715890

⁹Malpiede v. Townson 780 A.2d 1075, 1083 (Del. Supr. 2001.)

¹⁰Lyondell Chemical Co. v. Ryan, 970 A.2d 235, 243-44. (Del. 2009).

¹¹詳しくは、本論文の第一章第二節一を参照。

¹²Johnson, Lyman P. & Robert Ricca, The Dwindling of Revlon, Washington & Lee Law Review, 71, at 215 (2014); Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies Review of 2015&1H2016M&A Litigation, at 4.

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Shareholder-Litigation-Involving-Acquisitions-2016.pdf>.

¹³藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」『企業法の倫理(江頭憲治郎先生還暦記念)(上巻)』284頁(商事法務2007年); 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号5頁(2009年)

¹⁴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(8)」法学協会129巻4号, 693頁(2012年)。; なお、北川教授は、MBOの場面において、市場の監視機能を信頼し、レブロン基準を原則としつつ、合理的な範囲での取引保護条項の付与を許容する行為者のインセンティブに十分配慮した法規制を導入することを主張する。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」(2007年7月 07-P-001) 118-119, 138-139頁。 <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/07p001.pdf>; 同様に友好的買収における取引保護条項の有効性を検討している邦語文献として、古川朋雄「米国の友好的買収における Omnicare 判決の今日的意義—近年のデラウェア州裁判例における議論の整理」大阪府立大学経済研究, 第59巻, 第2・3・4号(平成26年3月)を参照。

筆者が過去の論文ですでに指摘したとおり、投資銀行の利益相反問題が強く懸念されるかすがい金融及び投資銀行産業の集中化はレブロン義務を含む信認義務理論に予想以上の深刻な問題をもたらす可能性がある¹⁵。投資銀行がかすがい金融を提供するのは、確かに利益相反の問題との関係で売却側の取締役らにレブロン基準の「最善の価格」を勝ち取らせるために行ってきたデラウェア州裁判所の努力に暗い影を落としている。しかし、かすがい金融はまさにその利益相反性の故に組織再編過程に相当程度の迅速性(効率性)及び柔軟性を提供するというプラスの面も持っている¹⁶。従って、利益相反問題の解決策として投資銀行側の融資に厳しい制限を設けるか或いは信認義務違反を理由に事後的に裁判で厳格な制裁措置を下すのも投資銀行産業を著しく委縮させてしまうので行き過ぎであるだろう。更に、投資銀行産業の集中化現象によりこの問題についての理論的な解決は極めて困難であることは予測ができることで、株主の(最善の)「経済的利益保護」のために、投資銀行産業の委縮化及び組織再編の非効率化を招く結果になるのは立法論として著しくバランスに欠けている。

本論文では以上の問題点を念頭に置きながら、レブロン基準に焦点を当てて、デラウェア州の裁判所での判例の動向を手掛かりに信認義務理論の利点及びその限界の解決策を模索・検討していくことにする。そして、本論文の後半では、同様に利益相反規制機能を担う制度としてデラウェア州の株式買取請求権制度の近年の新しい動向及び信認義務理論への補完的役割について検討をおこない、日本法における示唆を得ることとする。

第一章 レブロン義務における Market check の意義について

第一節 レブロン基準

一)レブロン基準と利益相反

米国の会社法の理念は、経営判断原則による保護を取締役に与えることにより、会社にとって望ましいリスクテイクを奨励するものである¹⁷。会社の日常的な経営において、経営者らが責任を回避し、或いは自己取引を行うことは、通常、法律上の義務のみならず、商品市場・資本市場・雇用市場・支配権市場など一連の市場による制約を受けることになる¹⁸。ところが、支配権が変動する現金交付合併は、特殊で、一度限りの会社の存亡に関わるイベントであり、このような合併のリスクを市場に分散させるのは困難である。この場合、合併の意思決定に係る取締役は常に典型的ではないとはいえ、特別な利益相反事情を抱えているからである¹⁹。最終回取引において、市場による一連の制約は十分に機能しないことから、売却対象会社の経営者らはたとえ自己取引を行った場

¹⁵高・前掲(注2) 303-309頁。

¹⁶Christopher Foulds, My Bander's Conflicted And I Couldn't Be Happier: The Curious Durability Of Staple Financing, 34 Del. J. Corp. L. 519, 527-529. (2009).

¹⁷Melvin Aron Eisenberg, The Director's Duty of Care in Negotiated Dispositions, University of Miami Law Review Vol. 51, 588-89 (1997).

¹⁸Stephen M. Bainbridge, Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers, 31 DEL. J. CORP. L. 769, 785. (2006); これらの市場は、会社の利益に一致しない行動をとる決定に反応し、制裁する。See J. Travis Laster, Omnicare's Silver Lining, 38 J. CORP. L. 795, 810 (2013).

¹⁹Eisenberg, Supra note 17, at 603.

合にも株主及び市場による制裁からのがれることが多い²⁰。友好的な買収はこの最終回取引問題の典型例である²¹。

周知のとおり、友好的な買収の場面において、取締役の信認義務の中心は善管注意義務である²²。高められた審査基準はこれらを規制することに役に立つ。レブロン義務は、「取締役は株主の価値の最大化のみに注力すべきである故に、他の利害関係者の利益を考慮することができない」²³というものである。デラウェア州の裁判所では高められた審査基準を適用するにあたって、取締役が完璧な決定ではなく、合理的な決定を行ったか否かを審査する。この際、「取締役は株主価値の最大化を実現するために努力すべきであるが、最善の価格について違う意見を持ったこと、あるいは将来に優越的なビッドが現れることが予見できなかったことにより責任を負わされるべきではない」²⁴とされる。

二)レブロン基準とMarket check²⁵との関係

友好的な買収は、原則としては交渉の問題である²⁶。Martin Lipton は次のように述べている。売却者側にとって「ある人を取引の場に取り込むことは、事後的に株式に対して規格外の金銭を引き出すより遥かに重要なことである。何故なら、前者の場合、交渉される株式の価格は基本価格に50%程度上乗せされる価格であるかも知れないが、後者の場合影響されるのはわずか1-2%の程度に過ぎないからである²⁷。言い換えると、確実性よりは、競争或いは競争の脅威こそが売却側が提供する価格を引き上げることになる²⁸。会社の売却取引において、売却者が取引を潜在的な優越的な買収提案に開かれる状況に置く場合、(潜在的な競争が欠如している取引に比べて)その結果は、売却者が交渉できる価格を引き上げることになる。²⁹。

デラウェア州の裁判所で下された一連のレブロン事案の判決では、取締役らに自社に最も関係する形で市場に参加することを求め、取締役らがそれに従った場合、取引で得られた価格を尊重する³⁰。故に、デラウェア州の裁判所では会社が自ら売却に乗り出すことを求めてはいないが、売却対象会社の株価が最善の価格であるとの市場の情報がない事案に対して懐疑的な態度をとつ

²⁰Bainbridge, Supra note18, at789.

²¹RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, 720-21 (2d ed. 1995).

²²Eisenberg ,Supra note17, at579.

²³Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173,182 (Del. 1986)

²⁴In re Del Monte Foods S'holders Litig, 25 A. 3d 813,830 (Del. Ch. 2011); Mary Siegel, The Illusion of Enhanced Review of Board Actions, 15 J. Bus. L. 599,626 (2013).

²⁵本論文で用いる市場検査、market-check、market-canvass 等の用語は同じ意味で使われている。

²⁶より高い買収価格で交渉が行われることはその分買収者と売却者の間に経済的な余剰が存在することを意味する。Laster, Supra note18 at828.

²⁷David A. Lax, James K. Sebenius, 3-D Negotiation: Powerful Tools to Change the Game in Your Most Important Deals, 91(2006).

²⁸ところが、これは必ずしも取引の前にオークションの形式で競争が行われることを必要とするものではない。Laster, Supra note18, at 829 ;Brian JM Quinn,Bulletproof: Mandatory Rules For Deal Protection." Journal of Corporation Law 32, no.4 at 879-80 (2007).

²⁹Quinn, Supra note28,at 880.

³⁰In re Dollar Thrifty S'holder Litig. , 14 A.3d 573,(Del. Ch. 2010); Lyondell Chemical Co. v. Ryan. Delaware Supreme Court 970 A.2d 235,242 (2009); In re Netsmart Techs., Inc. S'holders Litig. , 924 A.2d 171,198(Del. Ch. 2007); McGowan v. Ferro, 859 A.2d 1012 ,1033-34.,(Del. Ch. 2004)

てきている³¹。

レブロン義務は市場による監視(market monitors)に大きく依存している³²。市場に依拠することは事実上、裁判所がレブロン基準を適用することにおいて選んだ一種の監視である³³。レブロン義務は、市場に依拠して取締役らがレブロン基準に適合するように行動することをもとめる³⁴。取締役及び投資銀行が積極的な market check を行ったということは、取引価格の充分性に関して十分な情報を得たとの証明において重要な意義をもつ³⁵。司法審査を Market-test に取り換えることは経営者に対して効果的な制約を提供すると同時に、経営者らの動機に対する主観的かつ複雑な問題を解決する必要を回避することができる³⁶。

「時間に束縛された人間は将来を予言できない。後知恵的に取締役らが最善の価格を勝ち取ったか否かのテストは理にかなわない。」³⁷友好的な買収の場面において、効果的な market-test を行うことは、取締役らの売却意思決定過程が合理性の基準を満たし、且つ合理的に入手可能な最善の価格を勝ち取ったことの決定的な証拠でもある³⁸。また、market check は、買収対象会社の取締役がオークションによることなく、会社の経済的価値に関する情報を十分に取得するための手法として用いられるとされる³⁹。取締役らがレブロン義務を実行するためには、「市場の力が自由に働き」、買収対象会社の取締役らが最善の価格を達成できることが必要である⁴⁰。

Jacobs 判事は、「勤勉且つ広範囲にわたる market check は他のもっと良い価格が入手可能ではないことを確認させるものである」と述べている⁴¹。もともと、Bulow と Klemperer は、交渉過程を経ず、オークションを先行させることより、後に market check が随伴する交渉において売却者はもっとよい状況に置かれるとする。何故なら、交渉過程が先行すると、ビッドダーは、後に行われる market check の過程に他のビッドダーが現れないことを期待して最善の価格を留保するインセンティブを持ってしまうからである⁴²。こうして、レブロン基準のもとでは、原則として、market check が必要であり⁴³、効果的な market check を実行することを求めるのである⁴⁴。

³¹McGowan v. Ferro. 859 A.2d 1012,1033(Del. Ch. 2004)

³²Siegel, Supra note24 a t646.

³³Id, n118-28.

³⁴Id, at626.

³⁵Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279, 1288 (Del. 1989); McGowan v. Ferro., 859 A.2d 1012, 1033-34. (Del. Ch. 2004)

³⁶Stephen M. Bainbridge, Exclusive Merger Agreements and Lock-ups in Negotiated Corporate Acquisitions, Minnesota L. Rev, Vol. 75, 239, 291(1990)

³⁷In re Del Monte Foods Co. Shareholders Litig., 25 A.3d 813, 830 (Del. Ch. 2011)

³⁸Eisenberg, Supra note17, at 592-593.

³⁹S. R. Volk, L. H. Leicher, R. S. Koloski, Negotiating Business Combination Agreements – The “Seller’s” Point of View, 33 SAN DIEGO L.REV.1077, 1109 (1996).; Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 ,874(Del. 1985); Cede & Co. v. Technicolor, Inc. Annotate this Case. 634 A.2d 345 , 366-68 (1993)(本件事案では、market-check が不十分であったことで経営判断の前提となる情報が十分ではなかったとして、取締役役に重過失が認められた。)

⁴⁰Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173,184 (Del. 1986)

⁴¹Van de Walle v. Unimation, Inc., No. CIV. A. 7046, 1991 WL 29303, at *17 (Del. Ch. Mar. 7, 1991); M.P.M. Enters. v. Gilbert, 731 A.2d 790,797 (Del,1999)

⁴²Jeremy Bulow & Paul Klemperer, Auctions vs. Negotiations, 86 AM. ECON. REV. 180, 189 (1996).

⁴³Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279, 1287 (Del. 1989)

第二節 レブロン義務違反に対する救済及びその理論的境界

一) レブロン義務違反に対する救済策としての差止及び損害賠償責任

レブロン義務は伝統的な意味での信認義務を一定の状況下において確認するものである⁴⁵。故に、原告らがレブロン義務違反による損害の回復を求める場合「会社の売却を主導する場面における信認義務違反を十分に証明する必要がある」⁴⁶。ところが、取引完了後の救済の難しさ⁴⁷から、原告らには取締役らの信認義務違反について事後的な金銭的損害賠償を求める道しか残されていない⁴⁸。しかし、裁判所は原告らが取締役らの単なるレブロン義務違反に基づく金銭的損害賠償を得ることを原則として認めていない⁴⁹。従って、従来からレブロン義務違反が認定された場合、デラウェア州の裁判所では予備的差止を認めてきた⁵⁰。

ところが、2007年あたりから、レブロン義務違反が問題になった事案では差し止めを認めない傾向をはっきり認識できる⁵¹。そして、注目すべきは、その中でたった一つの事案のみにおいて予備的差止が下されているものの⁵²、この事案ですら取引に対する差止ではなく、株主総会による投票を20日間差止めるものであった(本件は重大な利益相反に汚染されている投資銀行の問題が影響した事案であった)。重要なのは、衡平法裁判所では、たとえ売却プロセスがレブロン基準を満たしていないと判断された場合であっても、予備的差止を下さない傾向にあるということである⁵³。とりわけ、裁判所では、競合的なビッドが現れない事案において、予備的差止を下すためには、原告らは「勝訴の合理的蓋然性がとりわけ強力」であることを証明する必要があると明言している⁵⁴。従って、レブロン義務が問題となる事案において衡平法上の救済を得るための証明責任は原告が負うが、対価にプレミアムがついていて、且つ、常に競合的なビッドが現れない事案においては、

⁴⁴Siegel, *supra* note 24, at 628.

⁴⁵Malpiede v. Townson 780 A.2d 1075, 1083 (Del. Supr. 2001.)

⁴⁶Malpiede v. Townson, 780 A.2d 1075, 1083-84 (Del. 2001)

⁴⁷e.g. Gimbel v. Signal Companies, Inc. 316 A.2d 599, 603 (Del. Ch. 1974); McMillan v. Intercargo Corp. 768 A.2d 492, 500 (Del. Ch., 2000)

⁴⁸McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492, 495 (Del. Ch. 2000)

⁴⁹Malpiede v. Townson, 780 A.2d 1075, 1083-85. (Del. Supr. 2001.)

⁵⁰レブロン事案では全て取引保護条項を無効にし、差止を認めた。See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 175 (Del. 1986); *QVC* 事案は、容認しがたい取引保護条項を無効(invalid)にし、強制不可能(unenforceable)とした。Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc. 637 A.2d 34, 51 (Del. 1994)

⁵¹In re Netsmart Technologies, Inc. 924 A.2d 171 (Del. Ch. 2007); Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford, 918 A.2d 1172 (Del. Ch. 2007); In re The Topps Company Shareholders Litigation, 926 A.2d 58 (Del. Ch. 2007); In re Lear Corp. Shareholders Litigation, 926 A.2d 94 (Del. Ch. 2007); In *Koehler v. NetSpend Holdings, Inc.*, 2013 WL 2181518 (Del. Ch. May 21, 2013); Johnson, & Ricca, *supra* note 12, at 212.

⁵²In re Del Monte Foods Co. S'holders Litig., 25 A.3d 813 (Del. Ch. 2011). そして、2014年12月、デラウェア州の最高裁は即時上訴判決(expedited appeal)で、予備的差止を下した衡平法裁判所の予備的差止を破棄した。See *C&J Energy Services, Inc.*, 2014 WL 7243153 (Del.).

⁵³See, e.g., *Koehler v. NetSpend Holdings, Inc.*, 2013 WL 2181518 at *24 (Del. Ch. 2013); In re El Paso Corp. S'holder Litig., 41 A.3d 432, 452 (Del. Ch. 2012).

⁵⁴*C & J Energy Servs., Inc. v. City of Miami Gen. Employees'*, 107 A.3d 1049, 1072-73 (Del. 2014); 対価にプレミアムがついていて、競合的なビッドが現れていない合併の事案において、予備的差止を正当化するためには、原告らは、とりわけ強力な勝訴の蓋然性の証明に成功しなければならない。Koehler v. NetSpend Holdings Inc., No. CIV.A. 8373-VCG, 2013 WL 2181518, at *22 (Del. Ch. May 21, 2013)

結局株主総会の投票で取引を受け入れるか否かを決める結果になってしまうのである⁵⁵。

そして、すでに述べたように、レブロン基準のもと、利益相反のない独立した取締役が義務違反による個人的な金銭的損害賠償責任を負わされることは極めてまれなことである⁵⁶。取締役の忠実義務違反に対して損害賠償を認めることも、デラウェア州の最高裁では、「意図的に(knowingly)及び完全に義務に違反」していることを要件としている⁵⁷。ラスター判事は「レブロン基準はただの司法上の審査基準であり、取締役の責任基準ではない。故に、後者は『非合理的な行動(unreasonable conduct)』するだけではなく、『意図的な悪事(intentional wrongdoing)』を証明することが求められる」と強調する⁵⁸。「レブロン基準は、主に予備的差止を下すための道具としてデザインされたものであって、合併終了後の損害賠償を与える手段として設けられたものではない」⁵⁹。

結論的にいうと、高められた審査基準が適用され、被告の取締役らに義務違反がないとの証明責任が課されているとは言え、レブロン基準のもとで原告らが司法上の救済を得ることは極めて困難なことである⁶⁰。2014年には、会社の売却に関する80%に近い訴訟は投票前の追加的な情報開示のみで和解に終わっているが、最近の研究によると、情報開示はシステム全体及び投票に影響することはないものの⁶¹、デラウェア州の全ての現金交付合併に影響するのは確かである⁶²。そして、その中で僅かな和解の事案のみ株主に対する金銭的な賠償を含んでいる⁶³。結果的に、大規模な会社売却取引に対しては通常レブロン義務違反を理由とする訴訟が提起されるが、このような主張に対して裁判所が衡平法上の救済を与える可能性は極めて珍しいことになっている⁶⁴。

すでに述べたように、デラウェア州の裁判所が金銭的損害賠償責任及び予備的差止による救済をほとんど認めないようになってきていることの背後には、投資銀行の利益相反問題の深刻化がも

⁵⁵Lyman Johnson, *The Reconfiguring Of Revlon*, Research Handbook On Mergers And Acquisitions, Elgar Publishing, S. Davidoff Solomon & C. Hill, Eds. (Forthcoming)U Of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 20-22, Washington & Lee Legal Studies Paper, at 16 (2015). https://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_Id=2654008

⁵⁶Johnson&Ricca, supra note 12, at 206.

⁵⁷Lyondell Chemical Co. v. Ryan, 970 A.2d 235, 243-44. (Del. 2009).; 取締役が自己取引を行い、はなはだしい詐欺的な行動をした場合、衡平法裁判所では、このような取締役は損害賠償責任を負うべきとする。 In re Dole Food Co., Inc. Stockholder Litig., No. CV 8703-VCL, 2015 WL 5052214, at *2 (Del. Ch. Aug. 27, 2015)

⁵⁸Johnson, supra note 55, at 17.

⁵⁹In re Cornerstone Therapeutics Inc. S'holder Litigation, 2015 WL 2394045 (Del.); Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 2015 WL 5772262 at *3. (Del.)

⁶⁰Johnson& Ricca, supra note 12, at 215, 222.; Cornerstone Research, *Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies Review of 2015&2016 1H M&A Litigation*, at 4. (2016)

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Shareholder-Litigation-Involving-Acquisitions-2016.pdf>.

⁶¹Fisch, Jill E., Sean J. Griffith, & Steven D. Solomon, 'Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and Proposal for Reform', *Texas Law Review* 93, 561, 572 (2015).

⁶²Id, at 572.

⁶³Cornerstone Research, supra note 60, at 5.; 取締役の信託義務違反に対する財務アドバイザーの幫助・教唆の責任が争われた事案として See In re Rural Metro Corp., 88 A.3d 54, 98 (Del. Ch. 2014), RBC Capital Markets, LLC v. Jervis, 129 A.3d 816, 862 (Del. 2015).; In re Dole Food Co., Inc. S'holder Litig., 2015 WL 5052214, at *41-42 (Del. Ch. Aug. 27, 2015)

⁶⁴Johnson, supra note 55, at 16.

たらし信認義務理論の限界が現れているようである⁶⁵。以下では、この見立てについて詳しい検討を行うことにする。

二)投資銀行の利益相反が信認義務事案に及ぼす影響

デラウェア州の裁判所がとってきた従来の立場によれば、投資銀行の意見は買収対象者側の取締役会の行動に信頼できるチェック機能を提供している⁶⁶。Van Gorkom⁶⁷ 及びその後の事案で裁判所がこれらの投資銀行の役割に与えた比重は非常に大きいものと見られる⁶⁸。

ところが、近年デラウェア州の裁判所では投資銀行の利益相反の問題について敏感な反応を見せている⁶⁹。近年の一連の判決を考察すると、裁判所では取締役会に対するアドバイザーの潜在的な利益相反に対してますます関心を示しており、投資銀行の報酬及び buy-side の利益相反について重要な情報の開示を求めている⁷⁰。Strine 判事は、投資銀行がアドバイスの質を犠牲にして、より高い金額の融資の費用を得ようとするといったモラルハザードの問題について警告を発している⁷¹。また、投資銀行が買収者側につき代替的な選択肢の評価・探究・選別・実行の役割を担っていたような事案では、買収対象会社の株主らが当該フェアネス・オピニオンをどこまで信頼できるかを判断するために、投資銀行の利益相反に係る状況を知る必要があることを理由として、投資銀行の潜在的な利益相反に係る完全な情報開示が求められている⁷²。近年の米国デラウェア州の判例の動向からみると、情報開示の信認義務がデラウェア州の裁判所で活発に運用されているのは、レブロン義務の限界と密接な関わりがあるようである。その限界の一つは、フィナンシャルアドバイザーのフェアネス・オピニオンを代表とする潜在的な利益相反問題への対処のためである⁷³。

投資銀行の提供するサービスの価値は、その独立性に依拠するものではないし⁷⁴、利益相反の汚染度も取引の種類ごとに異なる⁷⁵。デラウェア州の裁判所では、投資銀行の利益相反に関す

⁶⁵高・前掲(注2) 298-309 頁。

⁶⁶Reinier Kraakman & Bernard S. Black, Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value, Nw. U. L. Rev, Vol. 95, 521,530 (2002).

⁶⁷Id,at530.

⁶⁸Id,at528.

⁶⁹Blake Rohrbacher & John Mark Zeberkiewicz, Fair Summary: Delaware's Framework for Disclosing Fairness Opinions, 63 Bus. Law. 881, 899-900 (2007-2008)

⁷⁰例えば、Netsmart 事案は典型的部分的開示の問題であって、潜在的な利益相反があったとはいえ、予備的差止を認めたのは、忠実義務違反に基づいたというよりは、委任状説明書の情報開示欠陥が理由になっていた。そして Simonetti v. Margolis, C.A.No.3694-VCN, 2008 WL 5048692(Del.Ch.June 27, 2008) 事案では投資銀行の利益相反の問題で差止が許可された。

⁷¹In re Toys "R" Us, Inc.'s holder Litig. 877A.2d 975, 1006(Del.Ch.2005)

⁷²In Re Del Monte Foods Company Shareholders Litigation, 25 A.3d 813(2011)

⁷³高・前掲(注2) 298-309, 310 頁。; J. Travis Laster, REVLON IS A STANDARD OF REVIEW: WHY IT IS TRUE AND WHAT IT MEANS, Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 19 (2013). 本論文ではレブロン事案における潜在的利益相反問題について投資銀行の利益相反問題も考慮に入れていることが明らかである。

⁷⁴William W. Bratton & Michael L. Wachter, Bankers and Chancellors, 93 Texas L. Rev. 1, 78 (2014).

⁷⁵Id, at 78.

⁷⁶Bratton & Wachter は、投資銀行のクライアントは独立当事者間の取引として扱い、その利益相反の動機について契約で規制し、株主の利益を保護すべきと主張する。 Id, at 8.

る問題を、信認義務というよりは契約的枠組みでとらえている⁷⁷。そして、デラウェア州の裁判所では、全面的な情報開示がなされた前提における利害関係を有しない取締役の多数による当該取引の承認は、当該取引の公正性に関しての事後的な司法審査を遮断し、経営判断原則の適用を認めている⁷⁹。そして、レブロン基準が適用される事案において、買収対象会社の取締役及び株主らに対して投資銀行の利益相反の全面的な情報開示は類似の効果を持つ⁸⁰。従って、全面的な情報開示、独立取締役による承認及びセカンド・バンカー(second banker)の加入はレブロン義務違反の主張を原則としてブロックする効果を有するのである⁸¹。

このように、かすがい金融を代表とする投資銀行の利益相反問題及び投資銀行産業の集中化はレブロン基準が問題となる信認義務事案において深刻な理論上の問題を提起しているのである⁸²。

すなわち、アドバイザーとしての投資銀行と顧客である会社との関係は信認義務関係ではないのか。組織再編過程における取締役の利益相反問題は株主の利益保護を理由に厳格な司法審査をもたらすのにも関わらず、同様に株主のための「最善の取引価格」に影響を及ぼすはずの投資銀行の利益相反はなぜ許されることになるのか⁸³。

取締役の利益相反及び投資銀行の利益相反が最善の価格に影響するパターンとしては、取締役の利益相反と投資銀行の利益相反が同時に問題になる場合、前者(取締役の利益相反)の最善の価格に対する影響が後者(投資銀行の利益相反)を超える場合、前者のみが問題になる場合と後者のみが問題になる場合、そして両者とも最善の価格の影響しない場合などが考えられる。そして、差止・損害賠償等の救済策との相関関係をも考慮に入れると、問題は遥かに複雑になる。そこで、最善の解決策は何であろうか。

投資銀行の利益相反が避けられない状態で、利益相反により得られる利益も含めて投資銀行に組織再編過程における利益を取らせることはやむを得ないことである⁸⁴。しかし、こうした前提で効果的な market check を行い、あるいは十分なオークションが行われることにより最善もしくはそれに近似する売却価格が保証され、株主利益の保護が図られることが望ましい。ところが、投資銀行の利益相反をどの程度許容するかは難問である—取締役・株主・投資銀行の三者間の利益衡量のバランスをどういうふうにとるべきなのか。特に取締役に対しては、その利益相反について従来の判決及び理論上は厳格な措置が取られることが求められてきたことに対して、投資銀行の場合その利益相反が許容される理論上の根拠はどこにあるのか—このような一連の理論上の問題を克服

⁷⁷Id,at1.

⁷⁸この問題について、レブロン義務を負わされるクライアントが利益相反問題について同意権はないが、利益相反が疑われる信認義務者が取引過程において最善の注意を払うだろうと信じる矛盾を抱えていると指摘されている。Id,at1.

⁷⁹See Del.CODE ANN.tit.8, § 144(a)(2011); Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 891 A.2d 150 (Del. Ch. 2005)

⁸⁰Bratton & Wachter,supra note74,at79.

⁸¹Id,at79.

⁸²高・前掲(注2) 303-309頁。

⁸³Bratton & Wachter,supra note74,at7.

⁸⁴ただし、十分な情報開示はその前提である。

する必要がある。たとえ徹底的な情報開示がなされるとはいえ、裁判所で、一定限度の投資銀行の利益相反を許容する立場をとる限り、欺罔・詐欺などの明白な契約違反の行為がない限り、(政策上の考慮から)原告株主が訴訟による差止ないし損害賠償請求などでそれを監視することは極めて難しい。単純な解決策として、フェアネス・オピニオンの供給をフィナンシャル・アドバイザー以外の投資銀行にさせる方法も可能であるが、投資銀行間の結託の可能性もありうる故に、理論的には他の深刻な問題を引き起こす可能性が高い⁸⁵。

三)情報開示の信認義務による株主保護

会社の支配権を保持している大株主がいる場合、投票は空の容器(empty vessel)に過ぎない⁸⁶。しかし、会社を支配する大株主が存在しない場合、とりわけ会社の支配権市場と結びつく場合、株主の投票は、取締役会の濫用的な行動に対し重要なチェック機能を果たす⁸⁷。

レブロン義務に関わる事案において、デラウェア州裁判所は利害関係のない株主らによる投票及び市場による規律を重視するが、それはレブロン基準の適用において肝心な役割を担う⁸⁸。株主らの投票に関して強圧性あるいは情報開示の欠陥がある場合、デラウェア州の衡平法裁判所は「回復不可能な損害」の発生を認め、取引に対して差止を認める⁸⁹。逆に、全面的かつ完全な情報開示には、強力な除染効果(cleansing effect)⁹⁰が期待されることになるわけである。

言い換えれば、近年の判例において、デラウェア州の衡平法裁判所は、買収対象会社の株主権利保護のためには、忠実義務ではなく、情報開示の信認義務をベースとする予備的差止めを用いているということである。

もっとも、この点に対しては、以下のような批判が指摘されている。

第一に、情報開示に頼るのは利益相反問題について法令順守の不十分さを招く恐れがあり、さらに潜在的な利益相反について情報を開示することが株主にとって有効な救済策になるかは必ずしも明らかではないことである⁹¹。第二に、情報開示に対しての不確実でアドホックなアプローチは情報開示理論自体を歪める恐れがある、ということである⁹²。

⁸⁵RBC Capital Markets, LLC v. Jervis, 129 A.3d 816 (Del. 2015)本件事案では、第一財務アドバイザーの利益相反問題への対処策として、セカンド財務アドバイザーが雇用されたが、有効な働きをしてないまま、第一財務アドバイザーの幫助・教唆の責任が認められた事案である。

⁸⁶Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 Georgetown L. Rev. 1, n20 (1995)

⁸⁷Id., at 7.; 株主は経営者の推奨に深く考えず簡単に同意してしまうとの問題点はある。Elliott J. Weiss, The Law Of Take Out Mergers: A Historical Perspective, 56 N.Y.U. L. Rev. 624, 676-77 (1981).; In re Santa Fe Pac. Corp. S'holder Litig., 669 A.2d 59, 66-67 (Del. 1995)事案でデラウェア州の最高裁は株主の投票だけは不十分であることを指摘した。

⁸⁸Siegel, supra note 24, at 646.

⁸⁹Berger Pubco Corporation, 2008 WL 2224107, at *4 (Del. Ch. May 30, 2008).; In re Netsmart Technologies, Inc. S'holders Litig., 924 A.2d at 207; In re Pure Resources Inc., Shareholders Litigation 808 A.2d 421, 452 (Del. Ch. 2002).

⁹⁰Siegel, supra note 24, at 636.; Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 703 (Del. 1983)

⁹¹Lloyd L. Drury, Private Equity And The Heightened Fiduciary Duty Of Disclosure, 6 N.Y.U. J.L. & Bus. 33, 139 (2009-2010).

⁹²Id., at 133.

そもそも忠実義務違反による差止の場合には、買収対象会社の取締役会が他の競合する買い手を探すことができなければ取引の全体を破棄することが必然的に要請されるが、情報開示をベースにした差止については必ずしもそういう結果に至らないはずである。そして、取締役会及び経営者らのインセンティブは依然として最初の取引を完了させる方向で一致するが、株主らの利益は多種多様であり、彼らはすでに提示されている取引の価格について再度考慮しなければならず、もっと高い価格が提供される可能性があるからといって取引を拒絶することにはある種のリスクを伴う⁹³。それゆえ、より多くの重要な情報が開示されたからといって必ずしも有効な解決がなされるとは言えない。株主らは取締役会とは違って会社の真の価値等評価において最善の情報を把握していない⁹⁴上に、限られた時間内に行動しなければならないからである⁹⁵。

他方、情報開示の信認義務に焦点を当てることの最大のメリットは、「司法の謙抑性 (Judicial Humility)」にある。情報開示の信認義務違反を基礎にして取引を予備的に差し止めることは、直接、忠実義務違反を理由によることよりも以下の二つの点でメリットがある。まず、当該取引に対する終局的な知恵に対して裁判官の役割・能力には限界があることを適切に評価していることである。例えば他のバイヤーを探したり、オークションを再開するなど、これらの活動を会社側に強いることは、裁判所の経営判断を会社側に強いることになる⁹⁶。次に、情報開示に基づく差止は、潜在的な利益相反問題を株主に知らせ、問題になっている取引が魅力的であるか否かについて、改めて彼ら自身に決めてもらうことを可能にする⁹⁷。

確かに情報開示の信認義務理論の領域では、大きな不確実性を作り出すことになったが、デラウェア州の裁判所の強みは、この不確実性を政策的な目的のために戦略的に利用できることである⁹⁸。デラウェア州の会社法の能力は、緩やかな規制と厳格な規制の間を交互に行き来し、厳格なルールと柔軟な基準の間を往来することで、信認義務の解釈について強弱の変化を加えることができることにある⁹⁹。このように、不確実性は、デラウェア州法の弱点であると同時に、その強みでもあるということである。

ここで、レブロン義務と情報開示の信認義務との関係を簡単に説明すると、取締役らが負っているレブロン義務と情報開示の信認義務というこの二つの信認義務は各自株主の経済的利益保護と自己決定の保護という異なる法益の保護機能を担っている¹⁰⁰。レブロン義務違反が問題になっている従来の事案においては、情報開示制度(情報開示規制に加えて情報開示の信認義務をも含める)により後者の法益が全体的に充実した保護が図られているという前提の上で、主に取引保護

⁹³Id,at139-40.;Robert B. Thompson, DELAWARE'S DISCLOSURE: MOVING THE LINE OF FEDERAL-STATE CORPORATE REGULATION, U.ILL.L.REV,at187(2009)

⁹⁴J.Robert Brown,Jr.,Speaking with Complete Candor:Shareholder Ratification and the Elimination of the Duty of Loyalty,54 HASTINGS L.J.641,659-60(2003)

⁹⁵Drury, supra note91,at140.

⁹⁶Id,at137.

⁹⁷Id.

⁹⁸Id,at136-37.

⁹⁹Sean J.Griffith &Myron T.Steele,On Corporate Law Federalism:Threatening the Thaumatrope,61 BUS.LAW.1,at2(2005)

¹⁰⁰高・前掲(注2)297頁。

措置や、取締役らの利益相反などの問題に焦点が当てられていたと思われる。このことは逆に取締役らの情報開示の信認義務がレブロン義務の前提でありながら、その従属性の故に認識されにくい形で隠れてしまう結果を招いてしまったようである¹⁰¹。しかし、唯一のビッドャーしかいない事案でかつそのビッドャーにより魅力的なプレミアムが付けられた買収提案において、たとえレブロン義務違反があると判断されても、レブロン義務は救済面での限界に直面することになる¹⁰²。そこで、株主らの自己決定に委ねざるをえない必要性が生じるが、この場面において(とりわけ潜在的な利益相反問題に対して)自己決定の保護という必要性から取締役らの情報開示信認義務が重要な機能を表してくることになる。取締役らに課されたこの二つの義務は予備的差止というエクィティ上の形式で合流し、事案の問題ごとに必要な救済策を提供する役割を担う¹⁰³。情報開示の信認義務は、レブロン義務の出現より前のレブロン事案において取締役らの利益相反の問題を治癒する機能をもっていたが、レブロン判決により徐々にその色彩を失い、ただの株主らの議決権の保護という機能を担うようになっていたようである。そして、近年またレブロン義務では解決しにくい潜在的な微妙な利益相反問題の出現により、徐々に本来の色彩を取り戻すようになり、認定された利益相反の程度が強いほど、厳格な情報開示を求められているようである。つまり、裁判所は、問題になっている事案ごとに利益相反の程度に応じて、柔軟に開示の種類と厳格さを調整していると思われる¹⁰⁴。ところが、すでに述べたように、情報開示の信認義務は独自の深刻な問題点を孕んでい
る可能性がある上に、慎重な検討が必要である¹⁰⁵。

デラウェア州の最高裁では、「高められた審査基準の本質は、取締役らが問題になっている取引について株主らに対する全面的な情報開示がなされていないこと、かつ株主による承認がなされていないことを前提にするものである」と明言している¹⁰⁶。最近のデラウェア州の裁判所の立場をみると、高められた審査基準が適用される場合、利益相反のない、強圧的ではない、十分な情報開示がなされている株主の過半数による同意があれば、経営判断原則が適用されることを認めている¹⁰⁷。結果的に、このような取引に対する証明責任の転換による利益も得られないことになり、代わりに、原告らは経営判断原則の適用を覆すための十分な証明をする必要がある¹⁰⁸。このことから、情報開示の信認義務は依然として重要な役割を果たしている一方、株主保護の救済策としての限界も明らかになってきたと言うべきである。そして、実際、信認義務違反が問題になった事案において、2015 年後半期に入ってからデラウェア州の裁判所では情報開示義務違反を理由に提起した訴訟(disclosure-only settlements)に対する和解を拒否している態度を示している¹⁰⁹。

¹⁰¹ 高・前掲(注 2)297 頁。

¹⁰² 高・前掲(注 2)297 頁。

¹⁰³ 高・前掲(注 2)297-98 頁。

¹⁰⁴ 高・前掲(注 2)310 頁。

¹⁰⁵ Drury, supra note 91, at 133, 139.

¹⁰⁶ Stroud v. Grace, 606 A.2d at 83.

¹⁰⁷ J. Travis Laster, The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny, William Mitchell Law Review, Vol. 40, at 1444, 1446, 1491 (2014).; In re Volcano Corp. Stockholder Litig., 143 A.3d 727 (Del. 2016)

¹⁰⁸ Laster, supra note 107, at 1446.

¹⁰⁹ Matthew D. & Solomon, supra note 8, at 3.

四)唯一のビッドナーの問題と market check

近年のレブロン事案においては、投資銀行の利益相反と重なって問題視されているのが唯一のビッドナーしか存在しない事案である¹¹⁰。理論的に唯一のビッドナーの出現は業界自体の寡占的な性質と関係がある¹¹¹。ある実証研究によると、1990年代の買収事案において、唯一のビッドナーの事案とオークションが行われた事案においてプレミアムを考察する限り、両者の差異は見られなかった¹¹²。この研究に対する解釈はいくつかありうるが、Takeover事案におけるプレミアムを上げるのにオークションは有用な道具ではないこと、オークション自体の設計が適切ではなかったこと¹¹³、あるいは唯一のビッドナーの事案における経営者らの参加は他のビッドナーがオークションの価値に対する情報を得ることをあまりにも難しくする、といった説明が可能であろう¹¹⁴。筆者の個人的な見解に過ぎないが、2007年以降の信認義務事案と比較する場合、1990年代は投資銀行の利益相反問題が未だ普遍化していなかったが故に、取締役の利益相反問題及び取引保護措置に対して裁判所が厳格な審査を行うことで株主の保護は有効とされ、現在のような「投資銀行の利益相反問題により市場¹¹⁵におけるビッドナーの数が自ずと制限される」傾向が全体として存在しなかったのではないだろうか。

唯一のビッドナーしかいなく、かつ競合的なビッドナーが登場しない場合、裁判所では取引保護措置を採用するまでのプロセスを重視した判断を行うようである¹¹⁶。Delmonte事件¹¹⁷で衡平法裁判所では、利益相反により取引の交渉過程が汚染され、その結果競合的なビッドナーが現れなかった問題について、market checkの効果及び十分性について疑問を表している。Laster判事は、本件事案において契約締結後45日間のgo-shop期間に、財務アドバイザーであるB銀行は53に及ぶ買収候補者に当たったが、最終的に誰も関心を示さなかったのは当然である、なぜなら、「B銀行は、KKRによる合併成就につき深い利益相反関係に立っていたからである」¹¹⁸として、投資銀行の利益相反問題が有効なmarket checkに及ぼす負の影響を懸念している¹¹⁹。また、Pennaco事案¹²⁰でも、Strine判事は同様の懸念を示している。「M社との合併契約の中に厄介な取引保護条約が含まれて、よって、優越的な買付者の出現に恐ろしいバリアーを張り巡らす結果になる場合、P

¹¹⁰In Koehler v. NetSpend Holdings, Inc., 2013 WL 2181518 (Del. Ch. May 21, 2013)

¹¹¹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」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』注47(中央経済社2009)。

¹¹²See Audra L. Boone & J. Harold Mulherin, How Are Firms Sold?, 42 J. FIN. 847(2007).

¹¹³J. Russel Denton, Note, Stacked Deck: Go-Shops and Auction Theory, 60 STAN. L. REV. 1529, 1538(2008).

¹¹⁴Id., at 1529, 1538.

¹¹⁵完全に競争的な資本市場の特徴は、資本市場へのアクセスを妨げるようなバリアーは存在しないこと及び株価に重大な影響を与えるような圧倒的な影響力をもつ市場への参加者は存在しないこと、資本市場へのアクセスはコストがかからないこと、株価に関する情報は広範囲にわたって自由に入手可能であること等である。Richard A Brealey & Stewart C Myers, Principles of Corporate Finance, 22 (5th ed. 1996).

¹¹⁶玉井・前掲(注111)注43。

¹¹⁷行澤一人＝高銀実「最近のデラウェア州会社法におけるM&A買収提案に対する株主による予備的差止請求訴訟の動向：Del Monte ケースを中心に」神戸法学雑誌第63巻第2号117-26頁(2013年9月)。

¹¹⁸In re Del Monte Foods Co. Shareholders Litig., 25 A.3d 813, 835 (Del. Ch. 2011)

¹¹⁹Id., at 836.

¹²⁰In re Pennaco Energy, Inc. 787 A.2d 691 (Del. Ch., 2001)

社の取締役会で早期に market check(market-canvass)を行わなかったことは、不合理な行動をとったという評価に傾きやすい¹²¹。そして、NetSpend 事案判決¹²²で Glasscock 判事は「唯一のビッドャーに対する売却プロセスにおいて、market check が行われていない場合、そのことに対するとりわけ強力な正当化ができない場合、義務違反から免れることは難しいだろう」として、取締役会のレブロン義務違反を肯定した。

デラウェア州の裁判所では、取締役らが株主のために最善の価格を勝ち取るためにはオークション或いは market check を行うことを促している¹²³。とりわけ、複数のビッドャーが支配権のために争い合う場合、オークションプロセスにおける公正さが要求されるが、唯一のビッドャーしかない場合、「公正性は優越的なビッドを引き出すために market check を行うことを求める」¹²⁴。唯一のビッドャーのみ買収価格を提示し、取締役会では「その価格の十分性について信頼できる根拠がない場合、レブロン義務は取締役会が market check を行い他の優越的なビッドャーが排除されたか否かを確認することを求める。」¹²⁵ 投資銀行も含め、取締役の利益相反の疑いが払拭できない唯一のビッドャーの事案において、market check はとりわけ重要な意義を持つことになる。

五)market check と go-shop 条項との関係

会社法上取締役は株主らの利益を最大化すべき義務を負う¹²⁶。取引保護条項は会社及び株主の最善の利益を守るために使われる一方、同時に取締役の信認義務と衝突する可能性もある¹²⁷。故に、取引保護条項は裁判所により詳細にチェックされている¹²⁸。

取引保護条項が付与される場面において、株主全体の利益の増加と取引保護条項との関係については、複雑な考慮要素が存在し、取引保護条項を付与するか否かの判断自体に隠れた価値が存在する¹²⁹。取引保護条項は取引を定着させることに有利な一面をもっている一方、取締役らの交渉力を減じ、競合ビッドャーの一方を優遇することもある¹³⁰。もし、取引保護条項が公けに明ら

¹²¹Id,at 707.

¹²²In Koehler v. NetSpend Holdings, Inc., 2013 WL 2181518 (Del. Ch. May 21, 2013)

¹²³Barkan,567 A.2d 1279,1286-87(Del.1989)

¹²⁴Id.

¹²⁵Barkan, 567 A.2d at 1286 .

¹²⁶William T. Allen, Our Schizophrenic Conception Of The Business Corporation, 14.Cardozo L.Rev.261,264-65(1992)

¹²⁷Karl F. Balz, No-Shop Clauses, 28 Del. J. Corp. L. 513, 518(2003);取引保護条項に関する研究としては、Marcel Kahan & Michael Klausner, Lock-ups and the Market for Corporate Control, 48 STAN. L. REV. 1539,(1996), Mark Lebovitch & Peter B. Morrison, Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions, 2001 COLUM. BUS. L. REV. 1,2. ,Gregory V. Varallo & Srinivas M. Raju, A Fresh Look at Deal Protection Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter, 26 DEL. J. CORP. L. 975(2001).,R. Franklin Balotti & A. Gilchrist Sparks, III, Deal Protection and the Merger Recommendation, 96 Nw. U. L. REV. 467 (2002) を参照。

¹²⁸Kraakman & Black, supra note 66,at 545

¹²⁹Id, at545-59.

¹³⁰Lebovitch & Morrison, supra note127,at2.;see also Mills Acquisition Co. v. MacMillan,Inc., 559 A.2d 1261, 1286 (Del. 1989)

かにされ、敵対的なビッドナーに公平な機会が与えられ、ビidding合戦に参加し、成功する機会がある限り、取引保護条項は肯定的な評価につながりやすい¹³¹。

潜在的な買収者が望んでいた条件を得られなかった場合、取引の交渉から身を引くことになるから、このような状況は買収対象会社の取締役者にプレッシャーを与える。すべての状況に応じて取締役会が如何にして株主の価値を最大化するかには明白な答えがない¹³²から、買収者が取引から簡単に身を引いてしまう可能性は、取引条項が合理性の範疇に収まる限り、買収対象会社の取締役会の権限で lock-up 条項¹³³を締結することも裁判所により是認されることになる¹³⁴。

伝統的に、買収対象側の取締役会は、投資銀行による market check を通じて、真剣なビッドナーを探し出し、正式あるいは非公式なオークションを行い、最終的に優越したビッドナーと契約を締結することでレブロン義務を満たしてきた¹³⁵。合併契約に典型的に no-shop 条項が含まれる場合、売却対象会社の取締役会は、fiduciary -out¹³⁶が認められる場合を除いて、他の潜在的な買収者からの提案を受け入れることはできなくなる¹³⁷。公開会社の売却の場合、伝統的に取締役らはレブロン義務を果たすためには、私募ファンドによる買収提案に排他的な権利を与えてはいけないとされてきた¹³⁸。

繰り返しになるが、十分な market-check を行った後、買収取引が公表されるとき、当該合併契約には no-shop 条項が含まれ、買収対象会社側では他のビッドナーを積極的に招致することは禁止される¹³⁹。しかし、買収対象会社は、同時に fiduciary-out 条項が設けられることで、他の優越的な買収提案を受け入れる機会を確保することになる¹⁴⁰。もし、取引公表後の一定期間内に優越的なビッドナーが現れた場合、対象会社は最初のビッドナーに取引金額の 2-4%に達する解約料を支払い、最初の取引から身を引くことができるとされることが多い¹⁴¹。

go-shop 条項は、売却対象会社の取締役会が、正式なオークションが欠如している場合に、レブ

¹³¹Balz, supra note 127, at 538.

¹³²Denton, supra note 113, at 1530.

¹³³Lock-up 条項が会社支配権市場に対する影響の研究として、Kahan & Klausner, supra note 127, at 1539 以下を参照。

¹³⁴lock-up 条項に関する詳しい研究としては、Quinn, supra note 28, at 865 以下を参照。

¹³⁵Guhan Subramanian, Go-Shops vs. No-Shops in Private Equity Deals: Evidence and Implications, 63 BUS. LAW. 729, 730 (2008); 伝統的な取引過程に関するもっと詳しい議論としては、see Guhan Subramanian, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, 113 YALE L. J. 621 (2003) を参照。; 取引前の market-check はリスクを孕んでいる。会社売却に関するうわさは、売却対象会社側の取締役会の意思にかかわらず、全面的なオークション(full-scale auction)に参加するためのプレッシャーを与える結果をもたらしかねない。一方、取引前の market-check は売却対象会社側に後に行われるある特定の買収者との交渉において非常に有用な情報が得られる機会を提供する。S. R. Volk, L. H. Leicher, R. S. Koloski, Negotiating Business Combination Agreements - The "Seller's" Point of View, 33 SAN DIEGO L. REV. 1077, 1109 (1996) .

¹³⁶fiduciary out 条項の沿革・解釈に関する議論としては、William T. Allen, Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why of an Anomalous Concept, 55 BUS. LAW. 653 (2000) を参照。

¹³⁷Morrel, Joseph L., Go Shops: A Ticket to Ride Past a Target Board's Revlon Duties?, Tex. L. Rev. Vol. 86, 1130 (2008) .

¹³⁸Id., at 1123, 1124.

¹³⁹Id., at 1130.

¹⁴⁰Id., at 1130.

¹⁴¹Subramanian, Guhan, and John C. Coates. "A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence." Stanford Law Review 53, no. 2, 331-35. (2000)

ロン義務を果たすことを確保するために設計された契約締結後の market check の一例である¹⁴²。go-shop 条項は適切に設計された場合、売却対象会社の取締役会に課されるレブロン義務を満たすことになる¹⁴³。go-shop 条項が用いられる場合、売却者は最初に market check を行うよりは、特定のビッドヤーと交渉し、買収取引を公表してから一定の期間を設けて他の優越的なビッドヤーを詮索することができる¹⁴⁴。go-shop 条項が盛り込まれている事案において、通常契約締結前の market check は行われない¹⁴⁵。従って、go-shop 条項は、買収対象会社の取締役会が最初の買収者と合併契約を締結した後に、第三当事者から積極的に買収提案を受け入れることを可能にすることで¹⁴⁶、値下がりのリスクなしに最低売却価格を確保すると同時に、他の高値を提供する買収者との交渉を可能にするものであり、開かれたオークションという利点を提供する¹⁴⁷。

ところが、Sorkin の見解によると、go-shop 条項は主としては買収者側に有利に働く。その理由は、go-shop 条項が追加されることにより、買収対象会社の取締役会が取引成立前の売却過程を短縮するかあるいは完全に省略することに言い訳を与えてしまうことになるからである¹⁴⁸。そして、実務家からは、MBO など契約締結前のオークションが難しく、利益相反とレブロン義務違反に関する主張が頻繁になされる事案において、契約締結前の積極的な market check が行われない場合には、go-shop 条項は、レブロン義務違反を追及されることを防止するために、とりわけ有用な道具であると評価されている¹⁴⁹。

なお、Denton の研究によれば、経営陣の参加を go-shop 条項と結びつけることは戦略的買収者 (strategic buyer) の出現を阻害するものではないが、financial buyer の出現を阻害するとの見解もある¹⁵⁰。経営者の参加とは切り離して考えても、オークション理論による限り、go-shop 条項は最初のビッドヤーの利益を守るためにのみ働き、第三当事者の事業会社が現れ、優越的な買収提案を行うことを著しく難しくする特徴があるとされる¹⁵¹。故に、go-shop 条項は取締役会が不満のある株主か

¹⁴²Igor Kirman, Takeover Law and Practice, in DOING DEALS 2007: UNDERSTANDING THE NUTS & BOLTS OF TRANSACTI ONAL PRACTICE 9, 65-69 (PLI Corp. Law & Practice, Course Handbook Series No. B-1594, 2006).;go-shop 条項が最初現れたのは 1980 年代末頃であったが、2000 年代に入ってから実務家らにより頻繁に M&A 取引に利用され始めてから注目させるようになったのである。Christina M. Sautter, 'Shopping During Extended Store Hours: From No Shops to Go-Shops' Brooklyn L. Rev., 73, 525,530. (2008);売却対象会社が契約締結前の十分な market-canvass を行っている場合、go-shop 条項の役割は僅かなものである。Mark A. Morton&Roxanne L. Houtman, Go-Shops: Market Check Magic or Mirage? (2009) <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/05/20070509%20Go%20Shops--Market%20Check%20Magic%20or%20Mirage.pdf>;なお、go-shop 条項に関する検討として、航津浩司「友好的買収における対象会社株主の保護—Go-Shop 条項の意義と機能を中心に」大証金融商品取引法研究会報告 9 頁以下(2009 年 11 月 27 日)を参照。

¹⁴³Subramanian, supra note135, at731.

¹⁴⁴Joseph L., supra note137, at1131-32.

¹⁴⁵Denton, supra note113, at1538.

¹⁴⁶Id., at1529.

¹⁴⁷Go-Shop, POCKET MBA, (Practising Law Inst., New York, NY), Aug, 8, 2007, available at <http://www.pli.edu/public/newsletters/newsletter.asp?sid=2147483621&ID= EN00000000041575>.

¹⁴⁸Andrew Ross Sorkin, *Looking For More Money, After Reaching A Deal*, N.Y. Times, Mar. 26, 2006.

<http://www.nytimes.com/2006/03/26/business/yourmoney/looking-for-more-money-after-reaching-a-deal.html>

¹⁴⁹Kirman, supra note142, at65-69.

¹⁵⁰Denton, supra note113, at1531-32, n16.

¹⁵¹Id., at1532.

ら自己保身を図るための方便に過ぎないという見解¹⁵²もあり、go-shop 条項は対象会社の株主の価値を最大化するものであるとは一概にはいいがたいのである¹⁵³。したがって、go-shop 条項が取締役の信認義務に合致する形で設けられたか否かの判断は、具体的な事案における経営者らの利益相反程度、交渉過程、他の取引保護条項との相関関係に即して具体的に判断されるほかない¹⁵⁴。同様に、契約締結前の market check であろうが、契約締結後の market check であろうが、取引全体を検討した上での総合的な判断が要求される¹⁵⁵。つまり market check の有効性は、取引保護条項の内容・市場の状況等取引全体の状況から合理性の観点に基づいて判断されるのであり¹⁵⁶、必ずしも明確なルールが確立されているわけではない¹⁵⁷。

以下の二つの事案では、go-shop 条項及び market check の相関関係が検討された。

【Topps 事案】¹⁵⁸

T(Topps Company)社は、アメリカのスポーツ愛好家らの間によく知られている野球用具等の製造会社であった。S 氏(Arthur Shorin)は、T 社の創業者の一人で且つ CEO でもあり、概ね T 社の株式の 7%を所有していた。T 社の営業成績は、過去の 5 年間不安定な状況にあった。その後、取締役会の内紛により特別委員会を設置したが、会社の売却問題について意見の対立があった。

その後、E(Eisner)社から買収提案があり、特別委員会では意見の対立があったが結局 E 社と一株 9.75 ドルを代価とする「合併契約」の締結することになった。その内容は、契約締結後に 40 日間の go-shop の期間を設けること、優越的買収提案を受け取ることは可能ではあるが、E 社に契約解除費用と match-right の発生することが前提であった。契約締結寸前に T 社の主要で且つ唯一のライバルであった UD(Upper Deck)社からの買収提案がなされたが、T 社の取締役会ではこれを無視して契約締結した。

UD 社が go-shop 期間に T 社の経営に関する秘密にアクセスすることを求めた時、T 社では停止条項を含んだ秘密保持契約を締結することを求めた。go-shop 期間の終了時の直前、UD 社から一株当たり 10.75 ドルの友好的買収提案がなされたが、T 社の取締役会では真剣に考慮せずに提案を拒絶した。

UD 社が締結した停止契約(Standstill Agreement)には、UD 社は T 社の同意がない限り、二年以内に公開市場で T 社の普通株式を取得もしくは買付けしないこと、または委任状勧誘などの如

¹⁵²Sorkin, supra note 148, at C4.

¹⁵³平均的にいって、go-shop 条項は伝統的な no-shop 取引と比較して契約を締結後の著しい競争結果をもたらし、売却対象会社の株主のために僅かに高い収益をもたらす。Subramanian, supra note 135, at 760. ;最高レベルで、no-shop 或いは go-shop のプロセスにおいて、売却対象会社では market-check を行い、踰越的なビッドがあるか否かを詮索する。Subramanian, supra note 135, at 736.

¹⁵⁴In re The Topps Co. Shareholders Litigation, 926 A.2d 58, 86(Del. Ch. 2007); go-shop 条項に関するデラウェア州の判例の推移については、Sautter, supra note 142, at 525 以下を参照。

¹⁵⁵In re Lear Corp. Shareholder Litigation 926 A.2d 94, 118-23. (Del. Ch., 2007)

¹⁵⁶In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation, 924 A.2d 171, 196-97. (Del. Ch. 2007)

¹⁵⁷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』商事法務 334 頁(2013 年)。

¹⁵⁸In re The Topps Co. Shareholders Litigation, 926 A.2d 58 (Del. Ch. 2007)

何なる方法においても T 社の支配権を獲得することを試みないこととされていた。UD 社では本件契約に関する内容の中で公開買付禁止条項を修正しようと試みたが、T 社により拒絶された。UD 社が高値を提示したにもかかわらず、T 社から、UD 社は go-shop 期間の終了前に十分な財務的能力を証明できる証拠を提供していないことを理由に排他的な当事者として取り扱わなかった。

E 社の T 社経営者らに対する留任の意図、及び Lehman Brothers の本件合併の公正さに疑問を投げかける価値評価の提案等は、委任状説明書では開示されなかった。そこで、反対株主らと競合ビッドが、取締役会・会社・買付者の信認義務違反を主張し、株主らの投票について予備的差止を求めた。

本判決では、Strine 判事は本件合併条項の本質的な部分が株主価値の最大化に不合理に影響を与えたとは認定しなかった。また、40 日間にわたる go-shop 期間中に会社の売却(shop)は十分に可能であったとして、レブロン義務における market check として有効であると判断した。

他方、T 社の取締役会が誠実に競合ビッドと交渉を行わなかったこと、及び競合ビッドを停止契約(standstill)から解放し株主らと交流することをしなかったことによりレブロン義務違反があるとして、T 社株主らの投票を遅延させ、UD 社には停止契約からの解放を認めることで株主らと交渉することができるようにする旨の限定的差止を認めた。

【Lear 事案】¹⁵⁹

L(Lear Corporation)社は、世界的な主要な自動車内部システムのサプライヤーであり、L 社の株式はニューヨークの証券取引所で取引されていた。L 社は自社の顧客層を更に拡大し、グローバル化を試みたが、財源の主な部分は、アメリカの製造業者への販売に継続的に依頼せざるを得なかった。その中でも、L 社の収入は、SUV 及び軽トラックの部品の供給に傾いていた。アメリカの自動車工業全体の不振の背景のもと、L 社もその影響を受け打撃を受けていた。

2006 年の初め、投資家である I(Icahn)は L 社の株式において大きな割合を占めていた。2006 年の終わり頃に、I は 200million ドルの株式を買収すること(持株比率は 24%まで上昇した)で、L 社に対する投資を深めていた。2007 年の初めに、I は L 社の CEO である R(Rossitor)氏に会社の非公開化を提案した。取締役会では特別委員会を設置し、R 氏に I との交渉権限を与えた。交渉過程で、I は買付価格を 35 ドルから 36 ドルまで引き上げることに同意し、L 社の取締役会が契約締結前のオークションを行う場合には買収提案を撤回すること、契約締結後 L 社で自由に go-shop できること、及び契約解除費用を 3%に設定すること等の約束をした。L 社の取締役会では投資銀行からの公正意見を受けた上で、本件合併を承認した。本件契約の締結後に、取締役会の財務アドバイザーは積極的に L 社の go-shop を行っていたが、他の優越的なビッドは現れなかった。

L 社の株主らは取締役会の合併に関して本件契約の締結前後に行った market check が不適切であったこと等を理由にレブロン義務違反があること及び重要な事実を開示しなかった信認義

¹⁵⁹In re Lear Corp. Shareholder Litigation, 926 A.2d 94(Del.Ch., 2007); 邦語による評釈としては、古川朋雄「取引保護条項の有効性と合併交渉を主導した取締役の利害関係」近藤光男・志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究〔第 2 巻〕』152-159 頁(商事法務 2012 年)

務違反を理由に、会社の非公開化に関する合併の予備的差止を求めた。

なお、本件では、合併契約締結前に、積極的な market check は行なわれず、対象会社の経営陣は買収者らにより雇用されるなど、巨大な利益を受け取ることが承諾されていた。

本判決では、Strine 判事は、本件 MBO の交渉過程の公正性について疑問を示し、go-shop 条項の有効性は疑わしいし、L 社の取締役会による交渉も理想的とは言えないと評価しながらも、本件事案において、契約締結後に積極的な market check を実施することは可能であったとして、取締役らの信認義務違反を否定した。もっとも、裁判所は C 社の CEO 且つ取締役会重要なメンバーである R 氏の個人の利益相反は認められないものの、R 氏の利益は「合理的な株主らは彼の全体的な経済利益から見て、最善の価格で取引を行うことより、取引の進行過程が彼にとってもっと重要である」故に、開示が必要であるとして、そのための限定的差止を認めた。

以上につき、取引保護条項と信認義務との相関関係を論じた研究は日・米の学会・実務界において膨大な蓄積を見せていて¹⁶⁰、その詳しい検討は本稿の枠を超えるが、本論文との関係で、market check の一種として利用される go-shop 条項の有効性の問題を取り上げた。以上に述べた通り、取引保護条項は取引を定着させることに有利な一面をもっている反面、取締役らの交渉力を減じ、競合ビッダーの一方を優遇する性格おも併せ持っている。従来のレブロン義務に関する理論は、取締役会の潜在的な利益相反問題への対処として取引保護条項に対する詳しい審査を行ってきた。そして、近年は、その問題と同時にあるいは単独に発生する投資銀行の利益相反問題が企業買収市場に及ぼす影響－競合的なビッダーの数が制限される、あるいは競合的なビッダーがそもそも現れにくい等の問題－が関心を呼んでいる。そして、これらの問題に対する効果的な解決策として、取締役会による交渉過程における market check の意義がいよいよ重要性を増し、裁判所による司法審査においても焦点が当てられることになるだろうというのが本論文で筆者が検討しようとする点である。

次は、取締役が負う役割の変化について言及することにする。

第三節 企業買収過程における取締役の役割と判例の検討

一) 取締役の役割

レブロン基準が規制しようとするものは、利益相反の疑いのある対象会社の取締役らが、他のもっと高値を出してくるビッダーがありうる状況下において、ある特定のビッダーに低い価格で会社を売却することを防ぐためである¹⁶¹。

¹⁶⁰See e.g. Audra L. Boone & J. Harold Mulherin, Do Termination Provisions Truncate the Takeover Bidding Process?, 20 REV. FIN. STUD. 461 (2007).; Guhan & Coates, supra note 141.; Timothy R. Burch, Locking Out Rival Bidders: The Use of Lockup Options in Corporate Mergers (University of Miami Working Paper, June 1999); Stephen Fraidin & Jon D. Hanson, Toward Unlocking Lockups, 103 YALE L.J. 1739 (1994).

¹⁶¹Kraakman & Black, supra note 66, at 543.

ところが、Kraakman & Black の見解によると、会社の真の経済的価値は取締役にとっては認識されるものであるが、情報の非対称性の故に会社の株主と潜在的買収者にとっては認識されにくい¹⁶²。同様に、会社の取締役は会社の継続価値と買収者により提供されたシナジーの中に含まれている隠れた価値の区別についても一番よく認識している¹⁶³。故に、取締役らは自ら会社の本質的な価値を決めるべきであり、株主らの同意が得られたからといってその責任を逃れるべきではない¹⁶⁴。従って、たとえ敵対的買収者が市場価格を大きく上回る莫大なプレミアム付きの価格を提示してくる場合にも、株主の同意を経ず取締役の判断のみで拒絶することを認め、取締役会が専門家を雇って勤勉に会社の価値を評価することについて、株主を含む如何なる人間が事後的に判断することを許さないというデラウェア州裁判所の判断が妥当性を有することになる¹⁶⁵。

買収対象会社の株主らが会社の取締役に裁量権を与え、隠れた価値を守ることにより株主らが得られる利益は、取締役が利益相反により不適切にある特定のビッドダーを優遇することにより生じる不利益より大きいとされる¹⁶⁶。このロジックは買収対象会社の取締役の裁量権を正当化(justify)する¹⁶⁷。そして、デラウェア州の法は、取締役会が売却過程において「積極的かつ直接的な役割」を果たすことを求めているとされる¹⁶⁸。

周知の通り、従来のレブロン義務理論は主に経営者・取締役の利益相反問題を規制することに焦点を当ててきた¹⁶⁹。ところが、前述した通り、近年の信認義務理論の限界は主に投資銀行の利益相反問題との関係で現れていて、買収対象会社の取締役会側に立って market check を行い、取締役の行動を監視する役割を担うとされてきた財務アドバイザーの役割評価¹⁷⁰に大きな変化がもたらされつつある。そして、財務アドバイザーとして投資銀行の役割に信頼がおけない場合、「最

¹⁶²Id, at521.

ところが、この隠れた価値は最終的には現れ、長期的に買収者側の株式を保有している株主らの利益に資することになる。Id, at526.;Kraakman & Black の見解によると、会社の隠れた価値は株主及び買収者にとって認識不可能なものである。その理由は、取締役らは確実に(credibly)関連情報を開示することが不可能だからである。もし、それが開示可能なものであったら、買収規制は取締役に合理的な期間をもうけて開示させ、株主に会社の売却決定を任せる仕組みになっていたであろう。Id, at522.;Kraakman & Black は隠れた価値モデルにおける仮説の前提は以下の通りであるとする:A.取締役は会社価値に対する非常に正確な私的な情報を掌握していて、投資銀行の専門的な助言の下、疑いの余地のない真の(sacrosanct)判断が下せる。B.取締役は常に重要な内部情報を掌握しているが、その内部情報(private information)について株主及び潜在的買収者らに開示され知らせることはない。故に、会社の真の隠れた価値とビッドダーが提示する市場価格との相違は非常に大きいものである。C.会社の隠れた価値は長期にわたって市場に認識されない形になっている。D.情報の非対称性の問題があるとはいえ、買収対象会社側の取締役会の判断は信頼性のあるものである。F 投資銀行の公正性意見は買収対象会社の取締役が会社の隠れた価値を守るよう信頼性のある働きをする。Id, at528-31.

¹⁶³Id, at526.

¹⁶⁴Id, at525.

¹⁶⁵Id, at526.

¹⁶⁶Id, at540.

¹⁶⁷Id, at525-526.;デラウェア州の裁判所では、株主らの判断よりは取締役の判断に信頼を寄せている。Id, at564.

¹⁶⁸Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., 569 A.2d 53, 66 (Del.1989).;In re Del Monte Foods Co.

Shareholders Litig., 25 A.3d 813, 835-36 (Del. Ch. 2011)

¹⁶⁹Review of Board Actions: Greater Scrutiny for Greater Conflicts of Interest,Harvard Law Review Vol. 103, No. 7 ,1702(May, 1990)

¹⁷⁰Kraakman & Black, supra note 66,at528-31.

善の価格を勝ち取る」ための信認義務理論の担い手として取締役の働きがあらためて重視されることになる¹⁷¹。

二) レブロン義務とオークション理論

レブロン事件¹⁷²では、敵対的買収者である Pantry Pride 社は、レブロン社とホワイトナイトである Forstmann 社の間に設けられた no-shop 条項、解約金条項等の差止を求めて訴えを提起した。MOORE 判事は、「会社の売却が不可避であることが明らかになった場面において、買収対象会社の取締役の役割は会社の競売人へと変化する」、「取締役は株主らのために会社売却による合理的に入手可能な最善の価格を勝ち取る義務を負い」、「この場面において、厳格なユノカル基準は適用されず、対象会社の取締役らは、競合的なビッドナーの一方を優遇することはできない」として、会社の売却場面において取締役らの取るべき行動について画期的な判断を下した。この判決により提起された問題の一つは、レブロン基準が適用される場面で常にオークションが求められているのかということである。

会社の売却において十分なオークションがなされていない状況のもとで、取締役の忠実義務違反によるリスクは、takeover 市場のエラーにより会社が著しく低い価格で売却されるリスクを上回ることになる¹⁷³。競合的なビiddingは、友好的な合併という場面において、買収対象会社の経営者の自己取引に対して最善の可能性のある制約を提供する¹⁷⁴。オークション理論は、買収対象会社の取締役らがいかにして会社の売却場面において売却収益を最大化したかという結論を左右することになる¹⁷⁵。

デラウェア州の裁判所でオークションを好む傾向は以下の二つを前提とする¹⁷⁶。それはつまり、経営者らは会社の投資家の投資価値を最大化すべきであることと、オークションは株主の収益を最大化する、ということである。この二つの前提を合わせると、少なくとも二つの会社が競争する場

¹⁷¹レブロン基準が適用される事案において、「経営の集中化における活発な代理人による market-test 及び交渉は株主らが自分でできるものではない。」In re Cox Commc'ns, Inc. Shareholders Litig., 879 A.2d 604, 618 (Del. Ch. 2005); 契約締結前の market-check を控え、曖昧な fairness opinion に依拠している場合、取締役会では十分な情報を得たうえで行動するように特に綿密に行動することにより、最善の価格を達成できるように確保すべきである。」Koehler v. NetSpend Holdings Inc., No. CIV.A. 8373-VCG, 2013 WL 2181518, at *13 (Del. Ch. May 21, 2013)

¹⁷²Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986) ; 邦語による評釈として、吉井敦子「敵対的公開買付での取締役の責務の変化」商事法務 1230 号 37 頁(1990 年); 玉井・前掲(注 111) 206-208 頁。; 鈴木健太郎「MBO に関するデラウェア裁判所の審査基準の概要」商事法務 1807 号 82 頁(2007 年); 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(4)」法学協会 128 巻 6 号 1541 頁以下(2012 年)。

¹⁷³Kraakman & Black, supra note 66, at 560.

¹⁷⁴Bainbridge, supra note 36, at 269-88.

¹⁷⁵Denton, supra note 113, at 1532.; 十分なオークションを経ているか或いは複数のビッドナーが参加している取引においては、潜在的なビッドナーを探すための market-check がすでに行われているため、もっと制限的な(restrictive)取引保護条項を締結することは許される。Morton & Houtman, supra note 142, n4.; オークションの類型別の検討としては、以下を参照。PAUL KLEMPERER, AUCTIONS: THEORY AND PRACTICE , 11 (2004).

¹⁷⁶Peter Cramton & Alan Schwartz, Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation, 7 J.L. ECON. & ORG. 27, 35 (1991)

合¹⁷⁷、入札で得られた結果は通常売却対象会社のオークション前の市場価格を上回るものであり、対象会社の取締役会はオークションを行うべきであることを意味する¹⁷⁸。

そして、オークション過程において収益を増加させるための最重要な要素の一つは、オークション過程への参加者の数を増加させることである¹⁷⁹。イギリス式のオークションにおいて、優勝者は二番目に高値を提示したビッドダーよりわずかに高い価格を出す。そして、売却者の予期される収益はビッドダーの数が多いほど高くなる¹⁸⁰。言い換えると、n+1のビッドダーが参加したオークションは、nのビッドダーが参加したオークションより常にもっと高い予測収益を生み出すことになる¹⁸¹。nのビッドダーが参加した完璧に設計されたオークションであってもn+1の参加者が参加した完璧ではないオークションより少ない予期収益しか得られない結果をもたらすことになる¹⁸²。更に、たとえ、追加的なビッドダーからの脅威ですら、オークション過程のもっと高い予期価格を得ることになる。その理由は、いかなるビッドダーもオークションの優勝者となるためにはもっと積極的に値を付けなければならないからである¹⁸³。

オークションとレブロン事案との関係を述べると、レブロン事件判決の文言から、当初、多くの実務家らは、レブロン義務は取締役会が会社売却のためのオークションを行うことを求めて、最善の価格を提示するビッドダーに売却することを求めているものと理解していた¹⁸⁴。ところが、後の一連の事案の出現により、レブロン義務は当初思われたほど過激(radical)なものではないことが明白になってきた¹⁸⁵。

レブロン判決の三年後に出された Macmillan 判決¹⁸⁶では、「取締役は、デラウェア州の法律により標準式のオークションを実施することを要求されるわけではない。株主の利益を向上させるために必要であれば、買収者間の異なる扱いは許容される。…当裁判所は、株主にとって最善の価格を勝ち取るために行動する取締役の広範な裁量権を制限しない」との判決が下され、Macmillan 判決は、レブロン基準が適用される場面であっても、オークションを実施することが常に要求されるわけ

¹⁷⁷レブロン判決では、会社の解体が不可避である場合、取締役らが「株主以外の主体の利益に対する配慮は不適切であるとし、株主の利益最大化のために「取締役が競売人としての役割」に変化すると明言している。Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986)

¹⁷⁸Cramton & Schwartz, supra note176, at35.

¹⁷⁹See Jeremy Bulow & Paul Klemperer, Auctions Versus Negotiations, 86 AM.ECON. REV. 180,180(1996).

¹⁸⁰See R. Preston McAfee & John McMillan, Auctions and Bidding, 25 J. ECON. LIT.699, 711 (1987).

¹⁸¹Bulow & Klemperer, supra note179,at180.

¹⁸²Id.; オークション過程と情報の相関関係に対して行っている議論としては、See Cramton & Schwartz, supra note176,at35. , Paul R. Milgrom & Robert J. Weber, The Value of Information in a Sealed-Bid; Klemperer, supra note175,758.

¹⁸³Quinn, supra note28, at 879-80.

¹⁸⁴See, e.g., Paul E. Burns, Timing is Paramount: The Impact of Paramount v.Tune on the Law of Hostile Takeovers, 19 Fla. St. U. L. Rev. 761,770 (1991).;Ronald J. Rinaldi, Note, Radically Altered States: Entering the "Revlon Zone," 90 Colum. L. Rev. 760,762-63(1990).

¹⁸⁵Alexander B. Johnson, Is Revlon Only Cosmetic?: Structuring a Merger in the Mid-1990s, 63 Fordham L. Rev. 2271,2272,2281-82 (1995); Equity-Linked Investors, 705 A.2d at 1056-58 (Del. Ch.1997)

¹⁸⁶Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989)

ではないことを明白にしたことで重要な意義を有する¹⁸⁷¹⁸⁸。なお、同事件では、オークション過程における買収者間の不平等な取扱いに関して、Weinberger 判決を引用し、完全な公正基準に基づいて審査した。ところが、取引保護条項の有効性については、レブロン基準による審査を行い、学説上、理論的に一貫性を欠くものであるとの批判がなされている¹⁸⁹。

また、同年に出された Barkan 事件¹⁹⁰では、原告は会社の支配権が変動する場面において、取締役は経営者らによる buy-out を承諾する前に他の最善の価格をもたらし得る代替的な選択肢を模索するための market-canvass を行っていないと主張した。裁判所は、原告の主張を退け、「レブロン義務は、会社の支配権が変動するあらゆる場面において、強烈な買収合戦が実施されることを要求しない。…複数のビッドガーが会社の支配権を獲得するために競い合う場面において、取締役は、防衛的な手段を使いオークションを妨害したり、特定のビッドガーを優遇したりするような防衛措置を導入してはいけないということである。」「…取締役会が、ただ一つの買収提案を検討する場合、当該買収提案の十分性を判断するための十分な証拠を有していない場合、公正性を確保するため、他の優越的なビッドガーが排除されたか否かを判断するために取締役には market check を行うことが求められる（下線筆者）。ところが、取締役が取引の公正さを評価するための確たる証拠をもっている場合、たとえ積極的な市場精査(active survey of the market)を経てなくても取引を許可することができる。」と判示した。

Barkan 判決は、明白に「支配権が変動する」場面にレブロン義務が発生する(trigger)と判示した事案である。また、レブロン義務により発生する本質的な要求は、ビッドガー間に「公正な競技場の原則(a level playing field)」を適用することであり、あるいは株主のための最善の取引を勝ち取ること確保するために market check を行うことであると判示している。その例外は、取締役会が「取引の公正性を評価するための信頼性のある証拠をすでに掌握している場合である」。

このように、レブロン義務のもとにおいても、取締役会は合併交渉・組織する過程において一定の柔軟性を有しており¹⁹¹、レブロン義務を果たすために、取締役会はオークション或いは market check などさまざまな方法を用いることを決めると解される¹⁹²。言い換えると、高められた審査基準を適用する際に裁判所が求めるものは、意思決定の際の合理性であり、完全性ではない¹⁹³、ということである。故に、レブロン義務において、オークションを行うことは必ずしも求められているわけではない¹⁹⁴。

¹⁸⁷Subramanian, supra note 135, at 737.; Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1286 (Del. 1989)

¹⁸⁸なお、実務では友好的買収の場面において、レブロン基準が適用される可能性の懸念から、買収対象会社の取締役の多くは自発的に market-check を行っていたようである。Bainbridge, supra note 36, at 307-08.

¹⁸⁹Supra note 169, at 1707-08.

¹⁹⁰Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279 (Del. 1989)

¹⁹¹Johnson, supra note 185, at 2303-04.

¹⁹²Barkan v. Amsted Indus., 567 A.2d 1279, 1286-87 (Del. 1989).

¹⁹³Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994)

¹⁹⁴Johnson, supra note 185, at 2272.

この点、RJR Nabisco¹⁹⁵事件において、ALLEN 判事は次のように述べることで、デラウェア州では会社の売却過程においてオークションが実施されることがなお重視されていることを示している。すなわち、「会社の支配権のような非常に特別で且つ、ユニークな資産を売却する場合、…オークション・マーケットは会社の売却に関して何が最善の取引であるとの重要な情報を提供する。」¹⁹⁶「レブロン事案のように、二つのビッドダーが会社の支配権のために競い合う場合、何が最善の取引であるかの一番信頼できる情報源は開かれたオークションから生み出されるものである。」¹⁹⁷

もともと、その後出された QVC 事件¹⁹⁸ (Paramount 社が Viacom 社に付与した取引保護条項に対して、QVC がその差し止めを求めて訴訟を提起した)において、最高裁判所は取引保護条項の有効性はレブロン基準のもとで審査することを明らかにしつつ(本件においてレブロン基準の適用を認めるための理由づけは、競合する買収提案の有無と直接には関わりのないものであった¹⁹⁹)、「取締役らは最善の価格を勝ち取るために、すべての事案においてオークションあるいは市場の精査(canvass of the market)を行うことを求められているわけではない」と判示した。

このように初期の判例は全体的にみて、取締役の信託義務が満たされたか否かの判断はオークションの必要性及び取引保護条項の内容、利益相反性等に対する審査が中心に議論されてきたと思われる。QVC 判決が出される前に、レブロン基準の発動要件をめぐり、利益相反性を本質的要素とする説と会社支配権をめぐるオークションの状況にあることを本質的要素とする説の対立が存在していた²⁰⁰のも、このことを強く裏付けることになる。そして、Barkan 判決など個々の事案によりオークションもしくは market check の必要性及びその例外の状況等が議論され、レブロン義務における取締役の裁量が裁判所により徐々に広く認められるようになっていったとの印象をうける²⁰¹。

ところで、理論的にはオークションを実施することがいかなる状況においても常に最適な戦略であるとまでは評価できない²⁰²。買収対象会社の資産に対する評価額が潜在的な買取者間で共通する場合、オークションの実施は資源の無駄遣いであり、望ましい選択肢ではない²⁰³。そして、売却対象資産の評価に当たり、潜在的な買取者に多額の費用がかかる場合、個別の売却交渉の方がオークションより望ましい²⁰⁴。一連の判決が示しているとおり、レブロン基準が適用される場合で

¹⁹⁵In re RJR Nabisco, Inc. S'holders Litig., 14 Del. J. Corp. L. 1132 (Del. Ch.1989)

¹⁹⁶In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig., No. CIV.A. 10389, 1989 WL 7036, at *18 (Del. Ch. Jan. 31, 1989)

¹⁹⁷Id., at *19.

¹⁹⁸Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1993); QVC Network Inc., v. Paramount Communications Inc., 635 A.2d 1245 (Del. Ch. 1993)

¹⁹⁹アーサー・R・ピント「パラマウント社の買収とデラウェア州最高裁決定(下)」商事法務 1351 号 24,28 頁(1994 年)。

²⁰⁰In re J.P. Stevens & Co. Shareholders Litig., 542 A.2d 770, 778-79 (Del. Ch. 1988)

²⁰¹レブロン基準が適用されることで求められる取締役の信託義務の内容は、全体として緩和される傾向にある。Subramanian, supra note 135, at 737.

²⁰²潜在的な買取者が買収対象会社の資産評価過程に費やす多額の費用、買収に失敗した場合生じる株価が大幅に下落するリスク及び買収対象会社がオークション過程にビッドダーに内部情報を提供することで生じる経済的価値の低下などの事情を考慮して、会社の売却に関してオークションの手法をとらない方が適切であることは多く、オークションの強制は望ましくないとする。M Kahan & E.B. Rock, 'Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment', 152 University of Pennsylvania L.Rev.473,478-79(2003)

²⁰³Cramton & Schwartz, supra note 176, at 50-51.

²⁰⁴Kenneth French and Robert McCormick; Sealed Bids, Sunk Costs, and the Process of Competition. The Journal

あっても、オークション以外の会社の売却の手法を許容すべきであるとするのは正しい²⁰⁵。

そして、注意すべきは、初期の判決の文言及び学会の議論から考察すると、market check は常にオークション理論の検討における一要素として考慮されてきたということである²⁰⁶。実際、契約締結後の market check は、契約締結前の積極的な market check に比べて、訴訟で争われることが多かった²⁰⁷。とはいえ、Market check はあくまでも取締役らが信認義務を果たしたか否かを判断するための付加的な一要素に過ぎなかったことで、2014 年以降のレブロン判決で見られる market check に対する一貫する「執着」²⁰⁸は、それ以前はそれほど認められない。言い換えると、market check を取締役の義務の一環として見た場合、原則として当然守られるべき努力義務として捉えられ、少なくとも裁判所の全体的な流れの中で特に強調されていたわけではないことは判旨から考察できる。

そこで、以下では、初期の判決で market check に対する裁判所の態度が比較的明白に考察しやすい部分的事案を取り上げて検討することにする。

三)market check に関する判決

【Van Gorkom 事案²⁰⁹】

本件事案では、契約締結後の 90 日間の market test の期間内に GECC 社及び KKR 社から買収提案がなされたが、それが Trans Union 社の取締役会で検討されることなく、また成就することもなかった。HORSEY 判事は、「被告らは market test は取締役会が他の形式の公正性テストを行うことの必要性を除去するものであると争っている。…(ところが)合併条項が Trans Union 社の取締役会が同社を他の優越的なビッドナーに自由に売却できるように効果的に設計されたものであったとの証拠はない。(かつ)…取締役らは、market test が実現できると期待することの合理的な根拠を有していなかった。」として取締役らの信認義務違反を肯定した。Van Gorkom 事案は、潜在的な利益相反が問題になった場面において、market test を怠ったことに明白な過失がある事案であったと評価できる²¹⁰。また、買収対象会社の取締役が、会社の真の経済的価値の発見を怠ったことで、責任が認められた事案でもあった²¹¹。

of usiness,57J.BUS.417, 431-33 (1984)

²⁰⁵Wells M.Engledow, Structuring Corporate Board Action To Meet The Ever-Decreasing Scope Of Revlon Duties.ALB.L.REV. 529-30 (1999)

²⁰⁶Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 STAN. L. REV. 1, 3-7 (1982)

²⁰⁷Subramanian, supra note135,at747.

²⁰⁸詳しくは第一章第三節三を参照。

²⁰⁹Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985); 邦語による評釈としては、神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」近藤光男＝志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究』264-69 頁(商事法務 2007 年); 村上康司「企業買収における取締役の賠償責任(2)」48-52 頁(立命館法学 2009 年 1 号 323 号)

²¹⁰Smith v. Van Gorkom 488 A.2d at884.;レブロン事案及び Van Gorkom 事案の判決の文言は取締役にオークション等を行うことを義務付けているかに読める。Laster,supra note73,at11.

²¹¹Kraakman & Black, supra note 66, ,at525-27.

【Fort 事案²¹²】

F(Fort Howard)社は多様な紙製品を製造するデラウェア州の会社であって、会社の株価は1987年10月の市場崩落から回復されていない状況にあった。そのことで、暫定的とは言え、株価の低さにより、会社が強圧的な公開買付に対する対抗力が著しく欠如していると判断したF社は、投資銀行であるMS(Morgan Stanley)社とその対処策を相談した。その結果、F社のCEOであるS(Schierl)氏等役員らは、様々な取引に会社が参加することで株価を高めることを決意したが、一連の検討を経て、MS社の提案のもと、LBOを実施することが一番の選択肢であると認識した。

5月31日、S氏ら一行は、F社の取締役会での事前の承諾を得ることを前提にLBOを行うことを通知した。また、S氏の提案のもと、三人の外部の取締役から構成された特別委員会が組織され、特別委員会では、取引の進行を公開しないことにした。

1988年6月、特別委員会では、FB(First Boston)社を財務アドバイザーとして雇い、その後、MS社はF社と守秘契約・停止条項を結んだ。1988年6月21日、特別委員会では、7時間に及ぶ会議を開き、FB社は会社の売却にいいタイミングであるとの意見を述べた。この頃、LBOの情報が漏れたことで、F社の株価は高値で取引されていた。その後、F社ではプレス・リリースを出して、LBOに関する情報を公開した。

6月23日の特別委員会で、FB社はまた会社の売却を進めた。その後、MS社では、F社の全ての発行済み株式に対して一株\$50.00の現金で買い取ることを提案したが、FB社は、当該価格が公正な価格の範疇の下位より低いとの理由で公正意見を出さなかった。また、特別委員会では、LBOグループが提示した価格が不十分で且つ受け入れがたいものであるとしての声明を発表し、時間をかけて広範囲なmarket testを行うことと、それによって得られた価格を受け入れることを表明した。

6月24日、LBOグループは、一株\$53.00の現金を提示し、公開買付を行う意向を表明したが、FB社は当該価格が公正であると判断し、F社の取締役会でも合併契約に同意した。合併契約では、F社が他の買収提案を考慮し、受け入れることはできるが、会社側で積極的にshopするのは禁止されたのであった。特別委員会では、全員一致で本件取引を推奨した。プレスリリースが出されてから他の2社から買収の打診があったが、1社は交渉から身を引いた。

7月22日、特別委員会では、F社の強力なライバルであるA社からの買収提案を考慮したが、A社はF社の買収に著しい独占禁止法上・財政上のリスクに直面していた。ところが、交渉中、特別委員会では、MS社との取引が破裂することを懸念して、取引に関する情報を開示する代わりに、A社が買収を断念するかあるいはLBOグループの公開買付が終了できない場合に多額の賠償金を求め、A社は要求を断った。原告株主らは、友好的な買収者との合併契約を締結する前に、積極的なmarket checkを行わなかったことが取締役の信認義務違反にあたるとして訴訟を提起した。

Allen判事は、「…Revlon義務は、利益相反のない取締役らが、情報開示がなされている状況下で誠実に行動し、もし株主らの利益を促進し、阻害しないと判断した場合、lock-up条項を結ぶこと

²¹²In re Fort Howard Corp. S'holders Litig., 1988 WL 83147 (Del. Ch. Aug. 8, 1988).

は可能であると明白に認識している。…取締役会では、オークションの場面においても受動的に行動する必要はない。レブロン事件で起きたように、取締役会が利己的なあるいは不適切な理由から特定のビッドを他のビッドより優遇することは許されないが、…善意のもとに株主らの利益が促進されると信じた場合、ある特定のビッドを有利に扱うことは可能である」と判示した²¹³。

本件事案では、買収対象会社側の取締役会は契約締結前のmarket-checkを行っていないが、プレスリリースにより代替的な買収提案が現れ、解約費も1.9%で相対的に適切なものであったこと、他の潜在的な買収者との交渉過程において取締役の対応が適切であったことから、信認義務違反が否定された。本件事案は、取締役による合併公表後の間接的なmarket-checkにより、レブロン基準を満たしうるとした事案であったと解される²¹⁴。本件は、暗黙的なmarket checkの可能性を是認するものであった。そして、本件以降、レブロン義務に関する判決の流れは、交渉過程においてさらに大きな柔軟性を認めることになっていったとされる²¹⁵。

その二年後に出された *Herd v. Major Realty Corp.*, 1990 WL 212307, (Del. Ch. Dec. 21, 1990) (m.o.)判決で、原告は、被告取締役らは会社の売却過程において、効果的なオークションを行わず、意味のあるmarket-checkを怠ったと主張したが、Chandler 判事は、Freedman 判決を引用し、「合併取引において、取締役らが義務を負っているのは確かであるが、彼らは、オークションあるいはmarket check といった特定の方策をとる義務はない(See *Freedman v. Restaurant Associates Industries, Inc.*, Del. Ch., C.A. No. 9212, Allen, C., slip op. at 12, 13 (Sept. 21, 1990).)」、「…レブロン義務の下にオークションを行わなければならないことは非常に限定的な状況においてのみ現れるが、本件事案はそれに当たらない。」、「(また)…レブロン基準は当然…あらゆる支配権変動の場面において、強烈なbidding contest あるいはある種のmarket-check…が先立って行われることを必要としない」と判示した。

【Pennaco 事案²¹⁶】

P(Pennaco)社は生産能力促進のため、他社と戦略的な関係を締結し、その後定時株主総会で、支配権が変動する場面において権限行使が可能なオプションがP社の取締役ら及び従業員ら向けに発行された。また特に主要な二人の経営者に、会社の支配権の変動を伴う解雇の場合、競業禁止条項に同意する代わりに受領金額が大幅に増加する雇用契約の修正が行われた。P社は、合併相手であるM社との秘密保持契約により他のP社の買収に興味を示してくる会社を探し出すことは禁止されていないが、P社の取締役会及び経営者らはいかなるmarket-checkを行うこと

²¹³In *Re Fort Howard Corporation Shareholders Litigation*, Del.Ch., Cons. C.A. No. 9991, Allen, C. (August 8, 1988)

²¹⁴Subramanian, *supra* note135,at737.;間接的なmarket-checkが有効となると判断した事案としては以下を参照：*Goodwin v. Live Entertainment, Inc.*,1999 WL 64265, at *21 –23(Del. Ch. Jan. 25, 1999),*Matador Capital Management v. BRC HOLDINGS*. Annotate this Case. 729 A.2d 280 ,291(1998), *In re Vitalink Communications Corp. Shareholders Litig.*, C.A. No. 12085, 1991 WL 238816, at*7; *General Instrument Corp.*, Del. Ch., C.A. No. 11639, 1990 WL 118356, at*8–9,Allen, C. (Aug. 13, 1990).

²¹⁵William T. Allen, Reinier Kraakman, Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*,558–59(2d ed.2007)

²¹⁶*In re Pennaco Energy, Inc.*787 A.2d 691(Del.Ch.,2001)

もしなかった。

原告株主らは、P 社の取締役会における二人の主要役員は、P 社売却の計画に重大な利益を持っていたこと及び P 社の取締役会が M 社との交渉にのみ排他的に集中し、他のビッドアーを探そうとしなかった事実は、契約締結後の market-check により治癒されないことを理由に、本件公開買付に対して予備的差止を請求した。

デラウェア州衡平法裁判所は、「契約の条項は 3%という妥当且つ合理的な契約解除費用及びマッチングライツのみによって、M 社を他の競合ビッドアーとの競争に曝した」として、取引保護条項は適切であると判断した。そして、「取締役会の行動は、…強気な姿勢で市場との交流を保ち、自由に関心を示すグループと接触し」ており、「P 社の取締役会が M 社との有利な価格交渉のみに集中し、他のビッドアーを探す努力をしなかったこととしても、そのみでは信認義務違反を主張する根拠にはならない。」とした。さらに、「…P 社の取締役会は、効果的な契約後の market-check を確保することによって、唯一のビッドアーとの交渉戦略にバランスが取れるように慎重に対処している」ゆえに、取締役の買収者との交渉過程に問題はないとした。そして、「取締役会では、…後に現れるビッドアーに対して極めて柔軟に対処し、且つ、市場で当該取引が消化できる妥当な時期が確保できるようにしている。優越的なビッドアーの出現を阻害する重大なバリアーは存在しない」とし、合併契約の締結後に効果的な market-check が可能であったとして、レブロン義務に反するものではないと判断した。

【MONY 事案²¹⁷】

本件で、原告らは、本件支配権変動契約(CICs)に準じて内部者らに支払われた著しい高額の金額に関する情報を委任状説明書において開示しなかったことはミスリーディングなものであったこと、取締役会の決定によってオークションを行うことを差し控え、現金交付合併の提案を受け入れた後の market-check を利用したこと等においてレブロン義務違反があると主張したが、結論的に裁判所は情報開示義務違反による限定的差止のみを認めた。

本件では、取締役会は財務上の知識及び関連産業についての知識を有しており、本件合併契約が公表されてから「効果的な(effective) market-check」を行うための十分な機会があったとされた。そして、たとえ、積極的に会社を売り出すための行動を取らなくても、会社の取締役らは合理的に行動したと判断された。

【Netsmart 事案²¹⁸】

N(NETSMART)社は 1992 年に設立以来、行動健康・福祉サービスを行う機構・企業向けにソフトウェアを提供する主要なサプライヤーであり、精神的健康・麻薬濫用サービス供給に強い影

²¹⁷In re MONY Group Inc. Shareholder Litigation, 852 A.2d 9(Del.Ch., 2004.)

²¹⁸In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation 924 A.2d 171(Del.Ch. 2007); 邦語文献として、徳本 穰「ネットスマート事件」中東正文＝大杉謙一＝石綿学『別冊 金融・商事判例 M&A判例の分析と展開Ⅱ』286 頁以下(経済法令研究会 2010 年)。高 銀実「追加的な情報開示義務に基づき合併承認決議の予備的差止が認められた事例」商事法務 2090 号 57-62 頁(2016 年)。

響力をもっていた。

2005 年末の CMHC 社との合併により、N 社の規模は大幅に拡張されているが、N 社の経営陣はしばらく前から市場の更なる拡張を狙っていた。2007 年 5 月 11 日、N 社は非公式会議で非上場化の取引及び戦略的な売却決定を行った。また、N 社は 5 月 19 日の会議で、WB に会社を売却する授権を行い、戦術的な選択として、private equity バイヤーに売却することに焦点を当て、戦略的バイヤーへの市場調査を控えること等重要な決定をした。

その後、N 社に対して最初の買付提案がなされ、取締役会では戦略的バイヤーを探さないことの最初の決定を確認した。特別委員会では、C 氏の関与の下に、再び、より広い範囲でのどのような市場調査(market-canvass)を行うことも拒否し、代わりに、8 月 28 日に最終回の買付を行う計画のもとに、一番魅力的な買付価格を提示した二つのビッドナーに追加的なデューデリジェンスを行う機会を提供した。その理由として、合併契約が Fiduciary Out 条項を含んでいて、排他的な取引条項を入れない限り、他の興味を持っている戦略的バイヤーらは合併情報の公開により引付けられ、優越的な買付を行うだろうという特別委員会の直感に依拠したからである。

同年 8 月、V 社及び F 社は特別委員会の関与なしでデューデリジェンスを行った。その内容は概ね、買付価格は一株当たり 17ドルとし、15 日間の排他的期間を設けること及び解約費用は 3% 以下に定めることである。この提案は WB 及び特別委員会から拒絶され、その後、I 社が 16.40 ドルの買付価格を提示し、N 社の買付に成功した。合併契約を締結には go-shop 条項、window-shop 条項、1%の reverse break-up fee 及び 3%の break-up fee 等の内容が盛り込まれていた。同年 11 月 15 日、交渉が完了し、11 月 20 日に本件合併の情報が公開された。

本件合併が公表されてからいかなる優越的なビッドナーも現れなかったことについて、裁判所は、N 社の置かれた事業環境の特殊性から考慮して、その原因は取締役会が戦略的バイヤーを探し出す努力をしなかったことにあるとし、この点においてレブロン義務違反を認定した。

この点、Strine 判事は、次のように判示した。「(被告らは)特別委員会において、限定的で、積極的なオークションを利用して、分散した private equity buyers の中から魅力的な買収提案を確保し、N 社の株主らのためには合併契約でその後 Fiduciary Out 条項及び妥当な契約解除費用等を設けたと反論するであろう。それはつまり、取締役会は、合併契約締結後の明確な market-check が可能であったという意味でもある。」「I 社との合併が公表されてからその後にいかなる優越的なビッドナーも現れていない。取締役会は、この結果は彼らの最初の結論を支持するもの、つまり戦略的なバイヤーはただ N 社に興味を持っていなかっただけだと反論する。…(しかし)本件記録から見て、無気力な契約後の market-check は戦略的なバイヤーの興味を測る信頼性のある十分な方法ではない。売却の努力がいつも不必要あるいは無意味であると結論付けるのは、われらの売買志向の文化の本質に照らしてみても、ほぼ非アメリカ的なものである。」

このように、本件では、穏当な取引保護条項が結ばれたが、会社を売却する場面においてそのことだけで契約締結後の間接的な market-check が常に合理的な手段であると認められるわけではないと判断した²¹⁹。本件判決は、従来判例法理で広く認められてきた間接的な market check

²¹⁹Diane Holt Frankle, Fiduciary Duties Of Directors Considering A Proposal For An Acquisition Of A Privately

の可能性が否定されたことで、衝撃をあたえ、market check の軌道を修正する事案であったと評価できる²²⁰。

さらに、本件において、裁判所は、「N社の取締役会で急激にprivate equityバイヤーに選択肢を狭めた」のは「対象会社の経営者らが経営陣であり続けること」との潜在的利益相反問題により影響されたと指摘し、特別委員会がN社の売却に着手し始めた時点において、「これらの内部的力はすでに明確にprivate equityバイヤーに有利な売却プロセスに仕向けられていたであろう」と述べ、利益相反問題を厳格に解釈している。また、投資銀行であるWB社も「取引全体の1.7%の利益しか持たないものの、取引を完了させる可能性の高いビッドダーを優遇することに強いインセンティブを持っている」と認定しており、結果的に、フェアネス・オピニオンに用いられた最終キャッシュフロー見込みについて開示しなかったことは情報開示の義務違反に当たるとして、取締役らが追加的な情報開示を行うまで株主らの投票を遅延する予備的差止を認めた。

興味深いことに(筆者が調べた限り)、本件事案以降、レブロン義務が問題となる事案において、投資銀行の利益相反との関係により、本来あるべき差止ではなく、情報開示義務違反をベースにする限定的な差止を認める傾向が現れてくる。また、Strine判事の担当事件において、取締役に対して、比較的に厳格なmarket-checkを要求するケースも見られる。これはただの偶然の一致かもしれないが、取締役の利益相反問題が懸念され、且つ投資銀行の利益相反による汚染も疑われる事案において効果的なmarket-checkが行われなかったことは、レブロン義務違反の認定に結び付きやすいと言えるのかもしれない。

この点、本件の直前に出されたIn re Toys "R" Us, Inc., Shareholder Litigation, 877 A.2d 975(Del. Ch. 2005)を見ておこう。同事案において、トイザラスの取締役会は当初予定していた玩具部門の売却から、全体の会社の売却に方針を転じた際、取引の性質が大きく異なることに認識しているにも関わらず、玩具の小売事業部門に関心を示すビッドダーに限定して実施された契約締結前のmarket checkは、従来のレブロン基準に関する判例の内容と比べて不十分なものだった²²¹。且つ、合併契約には3.75%の解約金条項とマッチング・ライツが含まれていて、取引保護条項も比較的に強力であったが、既存の買収提案を確保しようとした取締役の行為にレブロン義務違反は認められなかった。同事案においては、完璧とは言えないが、長時間にわたって慎重にmarket-checkを行っていたこと、及び強硬な姿勢で解約金の減額に臨んだこと等の事情が法裁判所の判断に影響したと評価できる。こうして、Netsmart判決が出される以前のレブロン義務が問題となる事案において、デラウェア州の裁判所はまだmarket-checkをそれほど強調する姿勢は見せていなかったと言えそうではある。

【Dollar Thrifty 事案²²²】

本件事案において、売却対象会社であるDT社と買収者であるH社との合併契約の内容には

Held Company,(PLI. Corporate Law &Practice Course Handbook Series No.18988, at783,796-97 (2009),

²²⁰Subramanian,supra note135,at738.

²²¹白井・前掲(注157)[注1094]。

²²²In re Dollar Thrifty S'holder Litig. , 14 A.3d 573(Del. Ch. 2010)

20 億ドルの特別配当が含まれており、他の業界大手である A 社から価格面において優越的な買収提案がなされていた。本件で中心的に争われたのは、A 社を H 社との買付の競争に取り込まなかったこと、つまり、DT 社の取締役会で合併契約の締結前のオークションを行わなかったことであった。また、提示されたプレミアムに比べて過度に強力な取引保護条項が入っていたことや財務アドバイザーの利益相反の動機なども争われた。

Strine 判事は以下の様に述べて、レブロン義務違反はないと認定した。「取締役会は、契約締結前のオークションを刺激することにより、H 社が取引を拒絶するリスクを負っていた。…取引の全過程から見れば、DT 社の交渉には一貫して高値を求める努力がうかがわれる…記録から見て、取締役会の合併契約の締結する決定は、当時の条項下において株価の最大化という目的を達成するために合理的なものであった。」「本件契約解除費用(全体額の 5.1%)の排他的な側面は、潜在的なビッドヤーにより優越的な買付がなされる場合の影響を適切に考慮していた。この費用は相対的に巨額ではあるが、いかなる真剣なビッドヤーにも DT 社が適切な代価で最初の取引相手との関係を解除させる形で、会社を買収するチャンスを残している故に、取引保護措置は排他的なものではなかった。」そして、「A 社の極めて生ぬるい交渉及び A 社の財務状況」から見て、合併契約の締結時において、DT 社の取締役会の決定は合理的で、交渉の全過程には問題がなかった。

本件において、market check の有効性は、取引の交渉過程における取締役会の行動、取引保護措置の排他性の程度などを総合的に考慮して判断されていることが分かる。そして、理論的にオークションと market check は異なる概念であるにも関わらず、裁判所は両者を明白に使い分けることはしていないことも興味深い。

【C & J Energy 事案²²³】

C & J(C & J Energy Servs., Inc.)社は 1997 年に設立されたデラウェア州の会社であり、油田サービスの提供業務に携わっていた。2011 年に株式公開して以降、事業拡大のために 2013 年から合併機会を模索していた。2014 年初めに同業他社である N(Nabors)社が期待される買収対象会社として現れた。C & J 社の経営陣は合併により N 社の資産をもっと効果的に利用することにより得られる戦略的な価値を認識し、N 社の経営陣との会合で N 社の CPS 部門の買収することを決定した。

合併は、N 社を親会社に構成することで、もっと低い会社税率を得ることにより追加的な価値が期待できるものであった。まず、N 社が設立した R(Red Lion)社に CPS 部門を移し、C & J 社は R 社と合併し、C & J 社として名付けられる。旧 C & J 社の株式は、新しいものに交換されることになるが、N 社が合併後の存続会社の 53%を所有し、C & J 社の元の株主が 47%を保持することになる。

存続会社では C & J 社の経営陣が経営を行うが、本件合併の契約内容には、支配権を旧 C & J 社の株主の手元に掌握させるためのいくつかの条項が入っていた。旧 C & J 社の株主は初期取締役会構成員の 7 人の中 4 人のメンバーを指名できる権限を有する。そして、合併後の五年間は、

²²³C & J Energy Servs., Inc. v. City of Miami Gen. Employees, 107 A.3d 1049(Del. 2014)

N社は、C & J社での持ち分の拡張は控えることとし、会社の重大な資産あるいは会社の全体が売却される場合、株主全員は同様の比例する対価を受け取ることとされた。また、合併後五年間は、会社事業に関する事項については、通常、2/3の議決権による多数決を要するものとされた。

同年6月24日、C & J社の取締役会では全員一致で本件合併に同意した。本件合併が公開されてから、C & J社の株主らはC & J社の取締役会の信認義務違反を理由に本件取引に係る株主総会に対する予備的差止を求めて訴えを提起した。

デラウェア衡平法裁判所(Noble判事)は、C & J社の取締役会には合併過程において利益相反の意図はなかったが、N社以外の買収者を積極的に探さなかったことに善管注意義務違反があり、レブロン義務に違反したとして、合併に対し30日間の差止命令を下した。

C & J社が上訴したが、デラウェア州最高裁は、以下の様に述べて、たとえレブロン義務が適用される場合でも、C & J社の取締役会では予備的差止を破るのに十分な行動をとっていると判断し、原決定を破棄・差し戻した。

「我々は事案の分析において係争中の取引がRevlon基準を惹起するものと仮定する。…Revlon判決は、支配権変動を伴う取引を承認する場合取締役会に対して常に、…オークションを行うよう求めるものではない。」

「レブロン義務に関する一連の事案において、Allen判事は、『取引が他のビッドラーがもっと高い価格で買付を行う合理的な機会が有する状況において効果的な(effective) market-check がなされる限り、…取締役会は当該取引を行うことを許容する。このような market-check は、興味をもつビッドラーがもっと高価な選択肢を提供する公平な機会があり、かつ、取締役会で最初の取引を拒絶し、他の優越的な取引を受け入れる柔軟性をもっている限り、積極的な勧誘(active solicitation)である必要はない。』… 衡平法裁判所では、C&J社の取締役会が信認義務を満たすためには、レブロン義務によって、契約締結前の積極的な勧誘プロセスが要求されていると信じているようである。…衡平法裁判所が、C&J社の取締役会が会社売却の際に会社価値に関する非の打つところのない知識(impeccable knowledge)を持っていないことを理由に、契約締結前の勧誘を要求している。(ところが)会社に積極的に自社を売却する努力を求めるのは、衡平法裁判所による素晴らしい先例に反するものである。」「… Fort 事案²²⁴において、この種の受動的な(passive) market-check はレブロン基準を満たすために十分なものであると判断された。しかし、年月が経つにつれて、人々は、レブロン義務が問題なるケースというのは、実は、取締役会がある特定のビッドラーを阻止し、優越的なビッドラーが現れる市場の力を阻止しようと試みるような場合であったことを忘れてしているようである。…本件において、他のビッドラーが現れることを阻止するバリアーは存在しない。…重要なのは、C&J社の取締役会のメンバーの多数は独立性が保たれていて、かつN社との取引よりも自社の株主により有利な取引を受け入れさせないとの明白な理由は存在しない。」

「C&J社の株主らは、本件取引に伴う利益とリスクを受け入れるかどうか、及び取引を拒絶し、自社独自の経営を継続するとのことについて投票できるチャンスがあったことも状況的に関連性があ

²²⁴In re Fort Howard Corp. S'holders Litig., 1988 WL 83147 (Del. Ch. Aug. 8, 1988).

る。C&J 社の取締役会は株主のために最善に行動すべきではあるが、株主らが自ら取締役会の決定を評価する機会があることも考慮すべきである。衡平法裁判所も認めたように、株主らは十分な情報開示をうけている。」

「本件事案で、対抗ビッドが現れ、買付を行うための公平な機会が与えられなかったとの主張はなされていない。且つ、対象会社の株主らに対して十分な情報開示がなされていない、あるいは、強圧的に自らが望んでいない取引を受入れさせられたと信じるに値する理由がない。… 我々は、事後的な金銭的な損害賠償という不完全な救済手段には慎重であるべきである。」

C & J Energy 事案は、レブロン基準が適用されるべき事案であったか否かは明白ではない。ところが、後のレブロン義務違反が争われた事案との関係では、「積極的ではない、効果的な market-check が行われたか否か」との基準を比較的鮮明に確立した先例であると評価できるだろう。そして、信託義務違反を理由に予備的差止を下すための要件として、実際に対抗ビッドが現れ、また、対抗ビッドに「買付を行うための公平な機会」が与えられたか否かを重視する文言も大変興味深い。デラウェア州の裁判所では、レブロン義務が問題なるケースにおいて、他のビッドが現れない状況において、相対的にマイルドな取引保護条項の排他性を考慮し、排他的ではないと認定した場合、原告が取引の差止を求めるとは「とりわけ強力な」勝訴の蓋然性の証明に成功することを求めている。これは唯一のビッドしかない事案において、利益相反性の有無を問わず、予備的差止は引き続き認められにくいということである。なお、デラウェア州の裁判所が、金銭的損害賠償責任を認めることについても極めて慎重な態度を示していることも明白に考察できる。

なお In Re Family Dollar Stores, Inc. Stockholder Litigation Consol. C.A. No. 9985-CB(m.o.) においても、C&J Energy Servs., Inc. 判決が引用され、レブロン基準の下において、取締役らは「合理的に見て株主に一番価値のある取引を追及するべきであるが、他のビッドがもっと高い価格で買付を行う合理的な機会が有する状況において効果的な(effective) market-check がなされる限り、合理性の基準は満たすこと」が再確認された。そして、「本件記録からみる限り、本件合併契約のもと、興味をもっているビッドは、もっと高い価格を提示する公平な機会があり、取締役会も最初の取引を破棄し、他の優越的な取引を受け入れる柔軟性を持っていたことで、会社側の market-check は効果的」なものであったと認定された。

最後に、最近の重要なケースを詳細に検討する。

【RBC Capital Markets 事案²²⁵】

< 事実の概要 >

R(Rural)社は1948年に設立されたアリゾナ州に本部を置くデラウェア州の会社であって、救急車及び私的防火サービスの提供において全国規模での主要な存在であった。R社の合併前の取締役会は、S(Shackelton)、D(Davis)、W(Walker)ら七人により構成され、同3人は特別委員会の構成

²²⁵RBC Capital Markets, LLC v. Jervis, 129 A.3d 816 (Del. 2015).原審については、In re Rural Metro Corp., 88 A.3d 54 (Del. Ch. 2014)を参照。

員(議長は S 氏)でもあった。

2010 年 5 月、R 社の取締役会は DM(DiMino)を会長兼 CEO とし、DM 氏には R 社の成長戦略が委ねられた。同年 8 月、R 社による AMR 社(EMS 社の子会社で R 社の有力競業者)の取得を構想した RBC 社が R 社に接近したことを契機として、R 社は、特別委員会を組織した。また、RBC 社は、R 社の主要な財務アドバイザーとして特別委員会によって雇用された。

ところで、S 氏、D 氏らは R 社を売却することへの個人的な誘因をもっていた。特に、S 氏は C (Coliseum)社というヘッジファンドの経営パートナーであり、2007 年頃から C 社は R 社の株式を取得し始め、2011 年の初めには、C 社の R 社株式の保有割合は自社のポートフォリオの 20%を超えることになっていた。DM 氏は、2010 年の大半の時期において R 社単独による経営を主張していたが、私募ファンドと R 社売却交渉を進めていた S 氏や D 氏による否定的な反応があつてから態度を変えるようになった。

同年 12 月、EMS 社の売却のうわさが市場に流れた。RBC 社は、EMS 社を買収した私募ファンドなら AMR 社の売却よりは R 社の買収に興味を示すだろうと考えた。そこで、RBC 社は、R 社の売却側アドバイザーとしての立場をうまく利用して、EMS 社に入札する私募ファンドに対する融資を通じて R 社の買収者側の地位を確保しようと企図した。

同月、R 社の取締役会では特別委員会を再組織し、R 社の戦略的な決定を分析するように授権したが R 社の売却を行うことまでの授権はしなかった。S 氏は特別委員会での地位を保持し、また取締役会での議長の地位を引き継いだ。

同月 14 日、EMS 社が戦略的な売却を模索するとの公開声明を発表したことを受けて、R 社の特別委員会は財務アドバイザーを指名するための検討を開始した。同月 23 日に行われたインタビューでは、他のアドバイザー候補とは違って、RBC 社は、即時に市場で R 社を売却すること、及び EMS 社の売却プロセスに協力することを積極的に推奨した。また、RBC 社は、潜在的な買収者に対してかすがい金融を行うことを希望した。他方、Moelis 社は AMR 社との潜在的な結合を調査し、R 社の売却についてそれほど強調する姿勢は見せず、いかなる潜在的ビッドナーにもかすがい金融を行う意向は示さなかった。RBC 社は、R 社のアドバイザーの役割を利用して EMS 社のビッドナーに対する融資を確保するという計画については、開示しなかった。こうして、R 社の特別委員会は、同月 26 日、RBC 社を会社の戦略的な売却を模索するための第一の財務アドバイザーとして指名し、Moelis 社を第二財務アドバイザーとして指名した。

このように R 社特別委員会が同社の売却を開始したことについては、取締役会による売却決定がなされておらず、ゆえに取締役会の授権もない状況下で行われたものであった。また、RBC 社による R 社売却プロセスの設計は、EMS 社を買収した者を最優先にして R 社を取得させることで、RBC 社が双方から融資手数料を獲得できるように仕込まれていた。この点、原審は、RBS 社は自らが直面した潜在的な利益相反の状況を開示しなかったこと、また R 社の戦略的な売却について十分な情報に基づかないままこれを承認したことにより、R 社取締役会は特別委員会に対する監視義務違反があつたことを認定している。RBC 社が R 社の売却過程の双方に関与することにおいて得られる利益は、R 社に対する助言に係る報酬の十倍以上にも及ぶ巨額になることが期待された

のである。なお、RBC 社は、R 社との守秘契約には利益相反を禁止する条項が入っていて、R 社の秘密情報の受領者が EMS 社の売却プロセスに参加した者(私募ファンド)との間で情報を共有することを禁止する内容であったことを承知していた。

2010 年 12 月から 2011 年 1 月の間に、特別委員会の許可を得て RBC 社及び Moelis 社では 28 に及ぶ潜在的な買収者に接触し、その中で 21 の買収者と守秘契約を締結した。その中の 14 社が交渉から撤退し、6 社が一株 14.50 ドルから 19.00 ドルの価格を提示した。

2011 年 2 月の特別委員会では、EMS 社の最終的な買収者である CD&R 社が R 社の売却プロセスに買収側として参加することを検討していることが報告されたが、CD&R 社は、R 社と AMR 社を支配することによって独禁法に抵触することになる可能性が指摘された。RBC 社は短期の売却プロセスを推奨し、EMS 社の取得者からの利益を掴もうとしたが、特別委員会では CD&R 社の参加を拒絶した。CD&R 社は、AMR 社とのシナジー効果を考慮し、R 社に対して他のビッドナーを上回る価格を提示することを条件に、R 社買収手続きの終結日を 4 月に延期することを求めた。

同年 3 月 15 日、RBC 社及び Moelis 社は、同年 3 月 12 日に最終的に R 社買収に係る入札を締め切ることを検討した。これに対して、CD&R 社は、EMS 社の買収手続きが終了するまでは R 社に対するデューデリジェンスを終了できないことを RBC 社及び Moelis 社に通知したが、取締役会では入札締切日を遅延させないことを決めた。

原審の認定によると、最終的に W(Warburg)社との取引に集中させようとする RBC 社(の主要銀行)の取引設計は、複数のビッドナーからの競争的な買収申出の出現を阻害し、また、信頼すべき価格発見に必要な働きを妨害するものであった。何故なら、W 社は途中で EMS 社の買収から身を引くことで、積極的に R 社の買収に乗り出すことができたのであり、故に W 社には他の EMS 社の買収に巻き込まれている買収者を上回る利点があったのである。すなわち、W 社は、R 社の買収プロセスにおける競合他社が EMS 社買収に資金を回さざるを得ないため、価格面で他の競合他社を上回る程の予期収益を投入する必要がないことを熟知していた。

28 の潜在的な買収者に接触した後に、W 社を含む 6 の買収者が R 社の買収に興味を表した。2011 年 3 月 18 日、RBC 社は W 社に executed commitment papers を送り付けたが、W 社からの返事はなかった。また、入札手続き終了前日に RBC 社は、W 社に対する融資ビジネスを得るために最後の努力をしたがいずれも失敗した。これらの情報が R 社の取締役会に開示されることはなかった。

延長された入札終了日である同年 3 月 22 日、W 社は一株 17.00 ドルという価格を提示し、CD&R 社も更なるデューデリジェンスを行うことを条件に同額の支払いを提示したが、特別委員会はいずれも拒絶した。同月 25 日、S 氏からの値上げの交渉に応じて、W 社は一株 17.25 ドルまで買収価格を引き上げた。

原審では、W 社との最後の交渉過程において、R 社の取締役会では RBC 社に対する積極的且つ直接的な監視を行っていないことを認定した。取締役会が合併を承認する時点において、RBC 社は W 社に対する融資ビジネスを確保しようと最後の努力を行ったが、取締役会はいずれもこれらの事情を知らなかった上に、合併承認会議の僅か三時間前にやっと価格評価情報を受け取ったのである。

なお、この価格算定方法に対して RBC 社が操作していた事実も承知していなかった。

同年 3 月 27 日、RBC 社は本件合併取引が財務的観点から公正であるとの意見を発表し、これは R 社取締役会で承認された。原審の認定によると、同年 5 月 26 日に出された最終的な委任状説明書には、RBC 社が取締役に提出した虚偽的な財務情報が入っていて、重大且つミスリーディングな情報開示がなされていた。とりわけ、近時の取引分析に関する内容は虚偽的であって、それがそのまま委任状説明書に書き込まれていたためである。

同年 6 月、本件買収は W 社が R 社の発行済み株式数の 72%を取得したことで終了した。R 社の元株主らは、R 社取締役らの信認義務違反、及びそれに対する RBC 社 と Moelis 社の幫助・教唆を理由として、彼らに対する損害賠償を求めるクラスアクションを提起した。しかし、原審における事実審理の前に、Moelis 社が 500 万ドル、R 社の取締役らが 660 万ドルを支払うことを内容とする和解が成立している。

そして、原審では、買収終了日における R 社の継続企業価値を一株当たり 21.42ドルと認定し、買収価格である 17.25ドルとの差額を損害として、RBC 社におよそ 913 万ドルの 83%である 758 万ドルの損害賠償の支払いが認められた。

これに対して、RBC 社は、以下の理由を主張して、デラウェア州最高裁に上訴した。すなわち、(1) 原審は、取締役会に善管注意義務違反があり、これはレブロン基準に違反していると認定したことに問題がある、(2) 5 月 26 日に出された委任状説明書には、重大な虚偽表示がなされたことに R 社の取締役会には情報開示の信認義務違反があったとした原審の判断は誤っている、(3) 取締役会の信認義務違反に対する RBC 社の幫助・教唆の責任を認めたのは問題がある、(4) 取締役会の行動(conduct)が直接損害を発生したとの原審の認定は誤りであり、なお、損害額の算定も間違っている。

<判旨>

A.レブロン義務違反について

原審は、2010 年 12 月の時点において、特別委員会が、取締役会の授権なしで、RBC 社を財務アドバイザーとして指名し、R 社の売却を企てたことにおいて、S 氏及び RBC 社は度を過ぎる行動をとっており、RBC 社のアドバイスも自己の経済的利益により大いに影響されたものであることで、当該売却プロセスは合理性の範疇を超えるものであったと判断した。

この点、当裁判所は、次のように判断する。「2010 年 12 月の前の時点において、たとえ形式的であっても、確かに特別委員会は他の選択肢を完全に放棄していない。ところが、事実審理における証拠記録から、たとえ合理的に異なる解釈がありうるとしても、我らの審査基準によると原審の判断に従うことを強いられることになる。…2010 年 12 月の時点において、S 氏及び RBC 社は売却プロセスを開始し、取締役会の授権を得てないとはいえ、後の 2011 年 3 月 15 日の取締役会で追認されている。」「…特別委員会では、2010 年 12 月、他の戦略的な選択肢を真剣に調査せずに、積極的な売却プロセスを開始している。…2011 年 3 月 15 日の議事録によれば、取締役会は特別委員会からの報告を受けており、その決議は特別委員会の越権行為という問題を認識し、承認するものであったという論理的推定が成立する。(また)本件事案において、S 氏は特別委員会及び取締

役会の議長として、2010年12月に売却プロセスを開始しており、取締役会に『これまで特別委員会により取られたすべての行動は会社の行動』と思わせるものであった。…原審の判断は先例に従ったものである」。

当裁判所は、衡平法裁判所で下したレブロン基準違反の判断を是認する。この点、C & J Energy 判決²²⁶によれば、「…レブロン基準は、『取引が、如何なるビッドャーであれ、もっと高値を出してくる合理的な機会を得るような効果的なmarket-checkが行われること』を求める」(が)、『このようなmarket checkは、興味をもっているビッドャーがもっと高値を提示する公平な機会があり、取締役会が最初のビッドにこだわらずにより有利な取引を受け入れる柔軟性をもっている限り、積極的な勧誘を含む必要がなく、効果的なものとなる』と判断した。」「…本件事案で、ビッドャーの誘致プロセスが、買収に興味をもつビッドャーが優越的な買収提案をすることを阻害する方法で構成された、との原審の判断は証拠により是認できるものである。…RBC社はR社の売却プロセスをEMS社の売却プロセスと同期するように設計し、それによりEMS社に購入する買収ファンドに融資する機会を獲得するという自己の利益を図ろうとしたことを開示しなかった。…既存する利益相反が開示されなかった場合には、関連する決定はそうでない場合よりも、もっと疑わしい目で審査されなければならない。」

「R社の取締役会は、売却プロセスにおけるこのような二重トラック(Dual-Track)構造、及びこのような構造の設計において企図されたR社の競合企業との取引において融資手数料を獲得するというRBC社の動機について承知していなかった。本件事案において、R社売却プロセスに対して重大なバリアーが存在し、他のビッドャーが取引を提示することを阻止したとの結論は…十分な証拠により支持されるものである。」「…R社の取締役会は、RBC社の利益相反を緩和するための措置を取ることができなかった。当該取締役会は一定の利益相反に対してはこれを同意する権限をもっている(が)、…その前提としては、例えば実質的あるいは潜在的な利益相反の状況について認識・対応するなど、売却プロセスを監督するために、当該利益相反について積極的且つ合理的な情報開示がなされる必要がある。もっとも、取締役会には、自らが指名した財務アドバイザーに対して、その利益が会社の利益に反する行動をとらないように調査し、継続的なデューデリジェンスを行うことは求められていない…。(とはいえ)取締役会が財務アドバイザーである投資銀行の利益相反に同意し得ることは、その利益相反の存在自体にフリーパスを与えるものではない。…取締役会は…取締役会の会社売却プロセスに係る判断に影響を与え得る重要な情報に関して、財務アドバイザーに情報開示を求めるべきである。」

「RBC社は、C&J判決で、契約締結後のmarket-checkは会社の売却プロセスにおける瑕疵を治癒すると主張し、争っているが…本件事案において、株主ら及び取締役会はRBC社の利益相反の事実及びそのことがいかんにしてW社の取引提案に影響したのかに関する事情を知らされていない。C&J事案とは違って、本件取締役らは、W社の取引提案が自社の株主らにとって最善の取引であるとの確信を有していなかった。R社の取締役及び株主らはRBC社により作り出された情報の真空に基づき行動したのであり、株主らが自身で決定を行う公平なチャンスがあったとは評価し

²²⁶C & J Energy Servs., Inc. v. City of Miami Gen. Employees', 107 A.3d 1049 (Del. 2014)

がたい。」

「…会社支配権変動の取引において、雇用関係にある専門家のみに依拠すること、あるいは経営者のみに依拠することのいずれも取引の設計・実行過程を汚染する可能性がある。故に、われらは売却過程における取締役会の積極的で直接的な役割を果たしたとの証拠にとりわけ注目している。」

「取締役が誠実に経営判断を行う場合、問題となっている取引が実行可能な受動的な market-check を経たものであり、株主に十分な情報開示がなされ、強圧的ではない投票の機会が存在したうえで当該取引を受け入れた場合、デラウェア州裁判所は、このような取締役会の判断にレブロン義務違反があったとは認定しないだろう。…しかし、本件においては、事実を総合的に評価すれば、R社の売却プロセスにおける信頼性及び競合性は損なわれていたと解される。さらに、Moelis社を第二の財務アドバイザーとして指名したことも、本件売却プロセスにおける瑕疵及びRBC社により取締役会に提供された財務アドバイスの欠陥を治癒し得なかった。…我々は、取締役らの信認義務違反を認め、これに対するRBC社による幫助・教唆の責任を認めることは十分であるとの原審判断を是認する。」

B. 取締役会の情報開示義務違反について

「…委任状説明書にはRBC社の利益相反(の動機)等に対して、虚偽的・ミスリーディング的な記載があったとして、原審では、取締役会の情報開示の信認義務違反に対するRBC社の幫助・教唆の責任を認めた。取締役会の情報開示の信認義務とは、レブロン義務同様、独立の義務ではなく、取締役が負う信認義務の具体的な状況における応用である。」

「RBC社は、W社にかすがい金融を提供しようとした最後の努力は重要性を有しないこと、及び委任状説明書での開示により、株主らの理解として、RBC社の潜在的な利益相反に関する認識は十分であったと主張している。しかし、原審は、…『委任状説明書では、RBC社のインセンティブに関して虚偽的で、ミスリーディングな開示がなされていて』それは『株主らにとって、いかなる要素が財務アドバイザーの価格分析の努力に影響したかを認識させるには重要なものであった』と結論づける。…委任状説明書でなされた、RBC社によりかすがい金融が提供されることに関する議論は部分的な開示にとどまるものであった。…委任状説明書では、RBC社がいかにかすがい金融の売却プロセスを利用し、EMS社の取引に関する融資役を探し求めたかの情報が開示されていない。また、RBC社のW社に対する一連の『求愛行為』も開示されていない。RBC社が融資において得られる潜在的な手数料に結び付けて考える場合、RBC社がW社の融資ビジネスを獲得しようとしたことは利益相反の例証である。これらの情報は疑う余地もなく重要なもので、株主の利益のために、全面的かつ公平な開示が必要であったと言える。」

<コメント>

本件事案で注目されるのは取締役会の監視義務についての判断枠組みである。

本件事案の3年前に出された Del Monte²²⁷ 事案判決でも本件と同様に、財務アドバイザーである投資銀行側が利益相反の状況を取締役会に開示しないまま、買収者にかすがい金融を提供し、会社売却プロセスを汚染したことが問題になった。

Del Monte (DM) 事案において、衡平法裁判所の Laster 判事は、「(レブロン義務の)合理性の基準においては、特に、取締役にとって外部専門家によるアドバイスにどこまで依存できるかが問われる。…当裁判所は、売却側の財務アドバイザーに立つ投資銀行には、その報酬及び利益相反状況に関する完全な情報開示を要求する。」²²⁸「また、デラウェア州法においては、取締役等経営者個人や財務アドバイザーが利益相反に汚染されている場合、その助言に対する取締役会の信頼も瑕疵を共有するということと言える」²²⁹と判断した。結局、売却対象会社であるDM社が、当該買収交渉からB銀行の利益相反による汚染を除去し、株主の最善利益を合理的に追求するための努力をしたとは到底言えないため、この点で、DM社の取締役らの信認義務違反を認めたが、一方、B銀行の一連の行為を取締役会に対する「詐欺」として認定した²³⁰のは従来のレブロン義務判決の理論構成からは若干違和感を感じさせる判決であったと評価できる²³¹。

本件事案²³²では、Del Monte 判決のロジックに従いながらも一歩進んで、かすがい金融を提供するなど財務アドバイザーの利益相反の問題に対して、取締役会に、その利益相反を緩和するための措置を取ることを求めている。具体的に、「取締役会はある種の利益相反に同意する権限をもっている」が、「その前提は、例えば、実質的あるいは潜在的な利益相反の状況について認識・対応するなど、売却プロセスの監督において、積極的且つ合理的に情報開示がなされることにある。」ところが、同時に、取締役会は、自身と雇用関係にあるアドバイザーに対して、「その利益が会社の利益に反する行動をとらないように、搜索(searching)及び継続的な精査(due diligence)を行うことまでは求められていない…」と判断した。

本件における裁判所の論理を翻案すると、取締役会がアドバイザーである投資銀行の利益相反問題に適切に対応するよう比較的厳格な監視責任を負わせる一方、搜索及び継続的な精査義務は否定する形で、その責任を一定程度緩和することにより理論的にバランスを取ろうとしたものであるということが出来る。そして、本件における財務アドバイザーの幫助・教唆の責任について、「…もし第三当事者が取締役会の善管注意義務違反を承知した上で、取締役会に対してミスリーディング的な行動をとるかあるいは情報真空(vacuum)を作り出すなどの方法で参加した場合、第三当事者は幫助・教唆の責任を負わされる可能性がある。…投資銀行であるRBC社は、故意(scienter)の要件を満たし、幫助・教唆を責任が生じる」と判断した。このように、幫助・教唆の要件を比較的明白に打ち出したことは投資銀行の幫助・教唆責任を肯定することにより、投資銀行の利益相反問題が対象会社の取締役の信認義務に与える影響を考慮して、それに信認義務違反に対する一

²²⁷In re Del Monte. Foods Company Shareholders Litigation, 25 A.3d 813 (Del. Ch. 2011)

²²⁸Id, at 832.

²²⁹Id, at 836.

²³⁰Id, at 833,836.

²³¹事案に対する評釈としては、高銀実「M&A 過程における投資銀行の利益相反と取締役の信認義務—In re Del Monte Foods Company Shareholders Litigation, 25 A.3d 813 (2011)」商事法務 2044 号 46-51 頁(2014)を参照。

²³²RBC Capital Markets, LLC v. Jervis, 129 A.3d 816 (Del. 2015) .

種の補完的役割を担わせているようである²³³。

そして、最も注目されるのは裁判所が market-check に対して引き続き非常に強調する姿勢を見せたことである。

【小括】

以上から分かることは、近年のレブロン義務違反が問題になった事案におけるデラウェア州裁判所の判断傾向としては、信認義務違反あるいは利益相反に係る評価と Market-check に係る審査は、密接な連動関係を示しているということである。

そこで、以下の章では、デラウェア州の株式買取請求事案における利益相反問題への考慮に焦点を当ててこの点を考察することにしよう。というのは、株式買取請求権をめぐる訴訟においても同様に market-check 意義が飛躍的に高まっていると思われるからである。

第二章 デラウェア州における株式買取請求権の新しい動向について

第一節 株式買取請求権制度について学説の整理

一) 株式買取請求権制度趣旨の説明

株式買取請求権の制度趣旨に係る一貫した説明についての学説の状況は、従来から混乱を極めている状況にあるともいえる²³⁴。以下、この点についての概略を示す。

1. 株式買取請求権の流動性(liquidity)機能

伝統的な見解は少数株主の保護である²³⁵。19世紀のコモンローでは、合併などの会社にとって重大な変化がおきる場面においては、株主らによる全員一致が求められた²³⁶。しかし、このことは会社側で巨大な事業を展開する際に重大な障害となり、反対株主の存在により会社にとって望ましい変革も阻害されてしまう結果にもなりかねなかった²³⁷。

このような状況下において、立法者は会社の重大事項に関して特別多数決による決定を可能に

²³³ 本件の原審である Rural Metro 事案(In re Rural Metro Corp., 88 A.3d 54 (Del. Ch. 2014))は、利益相反に汚染された投資銀行がかかわった事案において警告的な意味を持っている事案ではあるが、救済の観点からは異例な事案であるとの見解がある。Johnson, supra note 55, at 19.

²³⁴ 株式買取請求権の制度趣旨について一貫的な説明の難しさ、及び多重の制度趣旨を同時に内包していることを指摘する。Hideki Kanda & Saul Levmore, The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law, 32 UCLA L. Rev. 429, 432, 463(1985).

²³⁵ Carney, "Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes," 1980 Am. B. Found. Res. J. 69, 77-94 (1980); Levy, Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment, 15 Cornell L. Rev. 420, 421 (1930); Note, Appraisal Of Corporate Dissenters' Shares: Apportioning The Proceeding's Financial Burdens, 60 YALE L.J. 337, 338 (1951); Norman D. Lattin, Minority and Dissenting Shareholders' Rights in Fundamental Changes, 23 Law and Contemporary Problems 307, 308-09 (1958); Weiner, Payment of Dissenting Shareholders 27 COL. L. REV. 547, 547 (1927); Warren, Voluntary Transfers of Corporate Undertakings 30 HARV. L. Rev. 335, 335-36. (1917)

²³⁶ Thompson, supra note 86, at 3.

²³⁷ Id.; Voeller v. Neilston Warehouse Co., 311 U.S. 531, 536 (1941) 本件事案の判旨で株主の全員一致を求めることにより、少数株主が多数に対する嫌がらせ問題を言及している。

する一方、株式買取請求権を付与することにより、少数株主が退出することを可能にした²³⁸。反対株主らは損害賠償を請求することができるが、取引を阻止する権限は失われた²³⁹。それから会社法では、会社に重大な変更をもたらすことにつき、株主全員の同意がなくても許容されるようになり²⁴⁰、これらの取引に反対する株主らには制定法上の反対権及び株式の公正な対価が受け取れる権利が付与されるようになった。

株主らは彼らが最初に参加した会社と根本的に異なる実体に対して株主としての地位を強要されるべきではない²⁴¹。株式買取請求権が存在しない場合、退出を希望する少数株主らは市場で売り払うか、もしくは自らで買取者を見つけなければならないが、いずれもできない場合、会社は少数株主としての投資を永遠に保持することを余儀なくされる²⁴²。とくに当該株式に関する流通市場²⁴³がない場合、株式買取請求権は退出を希望する投資家にとっては決定的に重要である²⁴⁴。これがいわゆる流動性機能である。

2.利益相反規制機能

不幸なことに株式買取請求権の規定は抜け穴だらけであり、経営者らはこれらの弱点を利用して株式買取請求権の訴訟を避けるようになった²⁴⁵。そして、貪欲な多数株主が低い価格を提示することにより、少数株主らから価値を盗み取ることさえ観察し得ることとなった²⁴⁶。

神田&Levmore は、株式買取請求権は、会社の隠れた価値の秘密について掌握し、会社の機会を奪取する等の会社経営者らの悪事を発見し、防止するという、等利益相反抑止機能を有しているとする²⁴⁷。これがいわゆる発見機能(discovery)である²⁴⁸。株主が恐れなければならないのは、

²³⁸Thompson, supra note86, at3.;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 卷 4 号 491 頁以下(2000年)。;神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(5・完)」法学協会 99 卷 2 号 244 頁以下(1986年)。なお、アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展について研究した文献として、伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学 1 卷 1 号 257 頁(1966年);深見芳文「アメリカ会社法における株式買取請求権制度」法学論叢 64 卷 5 号 51 頁(1958年);島本英夫「株式買取請求権について」同志社法学 15 卷 4 号 2 頁以下(1964年)。

²³⁹Wertheimer, The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy, 65 TENN. L. REv. 661, 666(1998).

²⁴⁰Carney, supra note235, at94., also see Thompson, supra note86, at14-15.

²⁴¹Salomon Bros. Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 576 A.2d 650, 652(Del. Ch. 1989)

²⁴²Thompson, supra note86, at3.

²⁴³発達した株式市場は投資家にとって法律の条項よりも、一番価値のある保護を提供する。例えば、wall street ruleのもと、会社に対して不満のある株主らは法的権利に訴えるよりはただ株式を売り払うことを選択する。Thompson, supra note86, n15.

²⁴⁴Bayless Manning, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker," 72 Yale L. J. 233, 261 (1962).

²⁴⁵会社資産の売却の場合、デラウェア州では株式買取請求権を行使できない。See Hariton, 188 A.2d 123(Del.1963);また、三角合併が行われる場合でも株式買取請求権が発動されることが回避できる。Terry v. Penn Cent, 668 A.2d 188(3d Cir.1981)

²⁴⁶George S. Geis, An Appraisal Puzzle, 105 Nw. U. L. R0ev. 1644 (2015).

²⁴⁷Kanda & Levmore, supra note234, at457.

²⁴⁸Kanda & Levmore 説の三つの制度趣旨について以下を参照。Kanda & Levmore, supra note234, at462-69.; Kanda & Levmore 説の監視機能(reckoning)の内容は要約すると以下の通りである:株主らはエージェントである経

会社の代理人である経営者らが自らの利益のために会社の最善のビジネスの機会を奪い、自らのためにより大きな取り分が確保されるまで会社にとって有益な投資を遅延させること、その他彼らが信認義務や契約上の義務に違反することである²⁴⁹。とりわけ、合併等他の重大な変更がある場合には、経営者の不正行為が誘発される機会が増大する²⁵⁰。ところが、経営者・支配株主の不正行為に対して信認義務違反訴訟を提起するには、コストが高い等著しいハードルが存在する。この場合、株式買取請求権は、悪事を証明する必要がない故に、相対的に迅速に、独立当事者間の取引であるとは評価しがたい疑わしい取引に対して有用な発見の道具(discovery tool)として作用し、未来の信認義務訴訟をガイドし、悪事を抑止する²⁵¹。また、その行使過程において、会社資産・事業計画等に関する情報をもたらすことで信認義務訴訟の提起に役立つ²⁵²ため、少数株主の保護を促進することになる²⁵³。

Robert.B.Thompson²⁵⁴教授の見解によると、現在の株式買取請求権はただ流動性を提供するという伝統的なものに比べると、理論的にもっと防御的である²⁵⁵。多数株主により決められた価格で少数株主が締め出される取引は、昔のように多数株主が提案した取引から少数株主が自発的に会社から退出するというものとは根本的に違うものであり²⁵⁶、株式買取請求権は、現在では、多数株主による少数株主の締め出し及び現金交付合併等他の重要な取引が行われる場面において、多数株主による機会主義的な行動をチェックする機能をもっている²⁵⁷。また、Gilson&Black は、株

営者らを監督する。しかし、これらのモニタリングの働きは通常の事項に限られるように形式化されている。ところが、合併等他の重大な変更がある場合、実態に著しい変化をもたらし、経営者らの行動を監視するのは著しく困難になる。しかし、変化後の実態はその前のものとは大変違うものであり、経営者らに対する情報の大半は失われかねないことになるが、この局面で株式買取請求権は変更前と変更後のパフォーマンスについて計算の役割をになう。See Kanda & Levmore, supra note234, at441-43.;inframarginality:個人の主観的な価値算定について客観的な証拠が存在しない故に、株式買取請求権の行使権者は著しく困難な価格算定の問題に直面する。See Kanda & Levmore, supra note234, at 439.株式買取請求権は、立法者・裁判官の関与のもとに marginal market value を上回る価値算定を行うことにその意義がある。See Kanda & Levmore, supra note234, at N36.at451.

²⁴⁹Kanda & Levmore, supra note234, at443-44.

²⁵⁰Id, at443,456.

²⁵¹Id, at444.

²⁵²Id.

²⁵³Kanda と Levmore は、経営者らの利益相反の疑いがある全ての重要な取引に株式買取請求権を行使可能にすることを提案する。Kanda & Levmore, supra note234, at460.

²⁵⁴Thompson 教授は、あらゆる利益相反が問題になる締め出し合併が実行される場面において株式買取請求権の適用を認めるべきであること、市場性株式の例外規定は利益相反取引にさせるべきではないこと、及び minority-discount を除外するなど多数の自己取引の可能性を取り入れる価格算定基準を制定すべきこと;少数株主の主張を疑うような行使手続きを少数株主に適時、且つ完全な支払を行うのに有益な手順に換えるべきことを提案している。Thompson,supra note86, at53-54.

²⁵⁵Thompson,supra note86, at4.

²⁵⁶Id.

²⁵⁷Id.;支配の集中化及び実体の永久化(entity permanence)は、少数株主の圧迫に強力な武器になりうる。株式に

式買取請求権は、経営陣の経営判断が信用できない利益相反の場合、法的に別の保護が必要となってくる²⁵⁸、及び最終回問題が存在²⁵⁹することから、取引後に相手方から罰をうけないことで不正を行うインセンティブをもってしまうこと²⁶⁰を規制するために設けられた制度であるとして、類似の見解を主張する。Wertheimerは、今日において、株式買取請求権の主要な目的は圧倒的な多数の判例法が示すように、自己取引を監視・抑止することであり、少数株主に救済策を提供することにあるとする²⁶¹。Siegelも株式買取請求権は、経営者らの利益相反取引・経営者に対する事前・事後的な監視機能をもっていること、とりわけ、利益相反取引に対して経営者側の行動を監視する機能をもっていると主張する²⁶²。

Wertheimerによると株式買取請求権は以下のような制度趣旨を内包しているとする。それは、つまり①会社に重大な変更が起きた場合、否決権が失われる代わりに発生する損失補償として、②会社に重大な変更が発生する場合、投下資本を回収する流動性の提供策として、③多数株主による会社の重大な変更を許容する場面における制定法上の潜在的な問題を解決する救済策として、④多数株主を少数株主の暴政から解放するため、⑤会社に重大な変更が発生する場合、会社側の悪事を発見する(discovery)ため、⑥会社の内部者らによる利益相反問題あるいは株主間に生じる協調行動の問題に対する事前の救済として経営者をチェックするため、⑦現金交付合併において投資が終結される株主らに公正な価格を提供するため、である²⁶³。③は例外として、これらはすべて少数株主の利益保護に資するものである²⁶⁴。株式買取請求権の機能についての解釈は微妙に異なるとはいえ、多数株主・経営者に対する事前・事後的な監視機能という要素は学者間の共通の認識でもある²⁶⁵。

公の市場が存在しない場合とりわけ、そうである。Thompson, supra note 86, at 6.

²⁵⁸Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 720 (2d. Ed. 1995)

²⁵⁹Id.

²⁶⁰Id.

²⁶¹Wertheimer, supra note 239, n146.; Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 *Duke Law Journal* 613, 678-79, 713-15. (1998); Wertheimerは、株式買取請求権は紛争解決機能(dispute resolution device)をもっているとする。Wertheimer, supra note 239, at 679-680, 685.; Weinberger以降の絶対多数の事案は現金を対価とし、少数株主を締め出す結果を伴う関係する当事者あるいは利益相反の取引である。See *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers, Inc.*, No. CIV.A.8474, 1996 WL 696936, (Del. Ch. Nov. 27, 1996)., *Kleinwort Benson Ltd.*, 1995 WL 376911, (Del. Ch. June 15, 1995)., *In re Radiology Assocs., Inc. Litig.*, 611 A.2d 485 (Del. Ch. 1991)., *Rapid-American Corp. v. Harris*, Del. Supr., 603 A.2d 796 (1992); *KAHN v. HOUSEHOLD ACQUISITION CORP.*, 591 A.2d 166 (Del. 1991)., *Ryan v. Tad's Enterprises*, 709 A.2d 682 (Del. Ch. 1996).

²⁶²株式買取請求権は経営判断原則と矛盾するものであって、利益相反がない経営者らが誠実に株主らのために勝ち取った価格についてあと知恵的な干渉(second guess)を行う。故に、株主に対して取引価格を上回る買取価格を認めることは株主にとって棚ぼた式の利益を与えることになる。Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 *Harvard Journal on Legislation* 79, 109 (1995).

²⁶³Wertheimer, supra note 239, at 679.

²⁶⁴Id.

²⁶⁵Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 70, 69-77 (1976).; Daniel Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, *Am. B. Found. Res. J.* 875, 876 (1983).; Kanda & Levmore, supra note 234, at 434-37.

3. Letsou 教授の価値上昇機能説とその解釈

以上の学説と対照的なのが Letsou の価値上昇機能説(もしくはスクリーニング機能説)²⁶⁶であるともいえる。Letsou の価値上昇機能説は、株式買取請求権がもっている経済的な機能に解釈を与えることを試みるものである²⁶⁷。彼の説によると、選好調整の理論では、取引により一部の株主がより利得を得る一方、他の株主はより状況が悪くなることありうるが²⁶⁸、株式買取請求権が拒否権と同じ目的に資することで、リスク変動的な取引において得る利得が損失を上回ることを保証するとする²⁶⁹。

彼の選好調和(preference reconciliation)説²⁷⁰は、非効率的取引の抑止という視点から、株式買取請求権について、株主が資本市場にアクセスできない場合のリスク変動的な取引において、不利益を受ける株主に対して会社が補償を行うことにかかるコストを、その取引から利益をうける株主が負担する制度であると解釈する。その結果、取引は、賛成する株主らが受ける利益が、反対株主への補償にかかるコストを上回るときにのみ行われることで、非効率的な取引が実行される確率が低くなる。その結果、価値上昇機能が実現されるとのロジックである。以下、価値上昇機能説を具体的に検討してみよう。

モデル(図1)²⁷¹

株主のグループ	持株数	現在の価値	実行後の価値	損益の合計
グループ 1	51	100	105	255(=(105-100) × 51)
グループ 2	49	100	90	-490(=(90-100) × 49)

たとえば²⁷²、会社が合併等リスクを増大させる取引を行おうとする場合、(図 1)におけるグループ 1 の株主らは比較的にリスク変動を好む株主のグループであり、全体の発行済み株式数 100 のうち 51 株を保有しているとする。グループ 2 の株主らは比較的にリスク変動に回避的なグループであり、その保有する株式数を 49 とする。グループ 1 の株主らは、当該取引が実行される場合、株式の価値は現在の 100 から 105 まで上昇すると考えているが、一方、グループ 2 の株主らは株式の価値が 90 まで下落すると考えている。この状態では、グループ 1 の株主らが得る利益 255(=(105-100)×51)より、グループ 2 の株主らが被る損失 490(=(100-90)×49)の方が大きい故に、多数の賛成に

²⁶⁶Peter V. Letsou, The Role of Appraisal in Corporate Law 39 B.C. L. Rev. 1121, 1174 (1998);同様の見解として、組織再編過程において、株式買取請求権が発生する意義について「利益相反・忠実義務違反からの少数株主保護の観点から事後規制として理解するには限界があり」、「スクリーニング機能に基本があると見るべき」という見解として、飯田 秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』246-47 頁(商事法務 2013)。

²⁶⁷Letsou, supra note266,at1174.

²⁶⁸Id, at1156.

²⁶⁹Id,at1165. それから、Letsou は market-out 条項を拡張し、cash-out の例外の削除し、シナジーの配分ルールを採用しないことで価値上昇的な取引を阻害しないことを提案している。Id,at1172-73.

²⁷⁰Letsou, supra note266, at1123-24,1140.; Letsou 教授の選好調和理論によれば、完全に競争的な資本市場へのアクセスが欠如している場合にのみ株式買取請求権は株主らの取引に対するリスク選好がことなる状況下で、株主間の異なる選好を調和するための制度として有効に機能する。Id,at1144.

²⁷¹このモデルについては、飯田・前掲(注 266)209 頁を参照。

²⁷²この事例は以下を参照。Letsou, supra note266, at1141-42.

より非効率な取引が成立してしまうことになる。ところが、株式買取請求が存在する場合、会社は現金でグループ 2 の株主らの株式を買い取らなければならないために、 $4900(=100 \times 49)$ の現金が必要である。すると、グループ 1 の株主らは収益を上回る多額の代価のコストを支払わなければならないから、結局、当該取引には賛成しないことになる。故に、賛成する株主が負担するコストが、得られる利益を上回る場合には、当該取引は実行されないことで、株式買取請求権の存在により価値上昇機能が担保されているといえる。Lestou モデルのロジックを解釈すると、株式買取請求権制度は、リスク変動的な取引において多数決により価値上昇機能に貢献する程度が大きいというものであるようである。

ところで、上記のような説明は常に妥当するであろうか。以下では Lestou のモデルをより一般化して説明を行うことにする。

変更モデル(図 2)

株主のグループ	持株数	現在の価値	実行後の価値	損益の合計
グループ 1	m	V	X	$f_1(m), f(m)$
グループ 2	$n(=100k-m)$	V	Y	$f_2(m)$

この変更モデルでは、発行済み株式総数を $100k$ として、 V は株式現在の価値を表す。グループ 1 株主の持株数が m で、グループ 2 株主の持株数が $n(=100k-m)$ であるとする。この場合、発行済み株式数は $m+n=100k$ ²⁷³である。 C は株式買取請求権の行使にかかるコストとする ($V=100$ であるとき、 $C=100 \times n=100 \times (100k-m)$)。 r はリスクテークを好む多数株主のグループ 1 とリスク回避的な少数株主のグループ 2 の株主らが実行後の価値に対する評価が異なることを想定して、現在の価値から変動する幅を示す基準値とする²⁷⁴。

そうすると、株式買取請求権制度が存在する前提で効率的な取引が行われるためには、 $(X-V)m-C > (V-Y)(100k-m)$ である必要がある。そこで、 $f_1(m)=(X-V)m-C$ 、 $f_2(m)=(V-Y)(100k-m)$ 、 $f(m)=(X-V)m$ ²⁷⁵の三つの関数の相関関係を比較することにする。

なお、企業価値変化のパターンとしては、株式買取請求権の行使コストを克服できるレベルで著しく増加する場合／大幅な増加ではあるがコストの克服が不可能である場合／僅かに増加するか変わらない場合／下落する場合²⁷⁶、という四つを想定する²⁷⁷。ここで、 m が変数であり、 k は個々の事案において固定値を表す故に、この三つのグラフは、以下のような簡単な一次関数に表すこと

²⁷³ここで k は正の実数を表す。こう設定するメリットは、 k の数値を任意に設定することで株式買取請求権と多数決による場合との一般的な関係が明らかになることである。 k が例えば 2 分の 1 の場合、会社の発行済み株式数が 50 程度の小規模の会社と、 k が 100,10000 の場合発行済み株式数が 10000,1000000 の比較的大規模の会社という想定でより一般的な考察が可能であることである。

²⁷⁴例えば、 $2r$ は予測する変動幅がより大きいことを意味する。

²⁷⁵ $f(m)=(X-V)m$ この関数は株式買取請求権のコストが存在しない場合、多数決により得られる全体の収益を表す。

²⁷⁶これは、株主の投票により企業価値の更なる大幅な下落を防止するための変更決議がなされる場合であると想定する。

²⁷⁷この四つのパターンは以下の ABCD の分類に一对一で当てはまるわけではないが、検討の便宜を考慮して分類したものである。

ができる(以下では、 $V=100$ 、 $r=5$ とする)。

A. まず、株式買取請求権によるコストを考慮する場合、 $X=V+r$ 、 $Y=V-2r$ と想定する(つまり、グループ 2 の株主らはグループ 1 の株主らより当該リスク変動的な取引においてずっと否定的な評価をする場合を想定する)。

この場合、グループ 1 の株主らが予期する総収益は、

$$\begin{aligned}f_1(m) &= (X-V)m - C \\ &= (V+r-V)m - 100(100k-m) \\ &= 105m - 10000k \text{ である。}\end{aligned}$$

グループ 2 の株主らが被る損害は $f_2(m) = (V-Y)(100k-m)$ 、
 $= -10m + 1000k$ にある。

この場合、効率的な取引が行われるためには、 $f_1(m) > f_2(m)$

$$\begin{aligned}(X-V)m - C &> (V-Y)(100k-m) \\ 105m - 10000k &> -10m + 1000k \\ 115m &> 11000k\end{aligned}$$

$$m > 11000k/115$$

$$m > 95.7k \text{ である必要がある。}$$

ところが、株式買取請求権が存在しない状況下で、単に多数決により取引の賛否が決まるとして、グループ 1 の株主らが予期する総収益は $f(m) = (X-V)m = 5m$ であるのに対し、グループ 2 の株主らが被る損害は $f_2(m) = (V-Y)(100k-m) = -10m + 1000k$ になる。

この場合、効率的な取引が行われるためには、 $f(m) > f_2(m)$

$$\begin{aligned}(X-V)m &> (V-Y)(100k-m) \\ 5m &> -10m + 1000k \\ 15m &> 1000k\end{aligned}$$

$$m > 1000k/15$$

$$m > 66.7k$$

この二組の関数を比較した結果、株式買取請求権が存在する場合、 m が、 $51k$ ²⁷⁸から $66.7k$ までのレンジにあるとき非効率的な取引を阻止し、 $66.7k$ から $95.7k$ までのレンジにあるとき効率的な取引を阻止し、 $95.7k$ から $100k$ のレンジにあるとき効率的な取引を阻止しないことになる。

B. 次に、 $X=V+r$ 、 $Y=V-r$ と想定する(つまり、グループ 1 の株主らが当該リスク変動的な取引における評価の価値上昇の幅がグループ 2 の株主らより否定的な価値下落評価の幅が同じ場合を想定する)。この状況下では、

$$\begin{aligned}f_1(m) &= (X-V)m - C \\ &= (V+r-V)m - 100(100k-m)\end{aligned}$$

²⁷⁸ $51k = 51\% \times 100k$ 、つまり、発行済み株式総数の 51%の賛成がある場合を意味する。以下同様。

$$\begin{aligned}
&=105m-10000k \\
f_2(m) &= (V-Y)(100k-m), \\
&=-5m+500k \\
f(m) &= (X-V)m \\
&=5m \\
f_1(m) &> f_2(m) \\
105m-10000k &> -5m+500k \\
110m &> 10500k \\
m &> 10500k/110 \\
m &> 95.45k
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
f(m) &> f_2(m) \\
5m &> -5m+500k \\
10m &> 500k \\
m &> 50k
\end{aligned}$$

以上から、株式買取請求権が存在する場合、 m が 50k から 95.45k のレンジにあるとき、効率的な取引を阻止し、95.45k から 100k のレンジにあるとき効率的な取引を阻止しない。

C. さらに、 $X=V+2r, Y=V-r$ と想定する(つまり、グループ 1 の株主らが当該リスク変動的な取引における評価の価値上昇の幅が、グループ 2 の株主らの否定的な価値下落評価の幅よりずっと大きい場合を想定する)。この状況下では、

$$\begin{aligned}
f_1(m) &= (X-V)m-C \\
&=110m-10000k \\
f_2(m) &= (V-Y)(100k-m) \\
&=-5m+500k \\
f(m) &= (X-V)m \\
&=5m \\
f_1(m) &> f_2(m) \\
110m-10000k &> -5m+500k \\
115m &> 10500k \\
m &> 10500k/115 \\
m &> 91.3k
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
f(m) &> f_2(m) \\
5m &> -5m+500k \\
10m &> 500k
\end{aligned}$$

$$m > 500k/10$$

$$m > 50k$$

以上から、株式買取請求権が存在する場合、 m が、51k から 91.3k のレンジ内にあるときは効率的な取引を阻止し、91.3k から 100k のレンジの中にあるときは効率的な取引を阻止しない。

D. 最後に、 $V=V-r, Y=V-2r$ と想定する(つまり、グループ 2 の株主らの否定的な価値下落評価の幅が、グループ 1 の株主らの価値下落の評価の幅よりずっと大きい場合)。このケースは、グループ 1 の株主らが価値下落的な取引であることを認識しているにもかかわらず現状を変更することで長期的な挽回策を講じようとするが、グループ 2 の株主らはより否定的な評価をする故に、株式買取請求権を行使することで会社からの退出を狙う状況だといえる。この状況下では、取引全体が株式買取請求権の存在により阻止される。

以上の分析から得られる、利益分岐点の問題に関する結論は次のとおりとなる。

第一に、一部の少数株主が取引後の価値について悲観的な評価をする場合、たとえ多数株主が企業価値の増加に自信を持っているとしても、株式買取請求権の存在は多数決のみによる決定より効率性を阻害する結果をもたらす。これは、会社が、株主間で当該取引に対するリスクに対する評価が大きく分かれる新規事業を行おうとしている場合に、株式買取請求権の存在が阻害効果をもたらす恐れがあるということを意味する。つまり、たとえ企業の多数派が合併等により新しい冒険的な事業に乗り出そうとしても、株式買取請求権の存在の故に、少数株主の悲観的な評価がこれを阻害してしまう確率が高くなるのである。第二に、経営難に陥った企業が組織再編等を通じて再生を図る場合、株式買取請求権の存在は(多数決による解決よりも)過大な負担を企業側に強いることにより、常に効率性を阻害する結果を招く恐れがある。第三に、平均的な株主らは価値上昇的な取引には賛成票を投じるという前提に立てば、多数株主による価値上昇への期待幅が少数株主による価値下落の評価の幅と同じ場合には、たとえ当該取引は確実に効率的であるとしても、株式買取請求権の存在は当該組織再編をほぼ確実に阻害してしまう。第四に、多数株主による価値上昇への期待幅が少数株主による価値下落の評価の幅をかなり大きく上回る場合にも、当該取引が確実に効率的であるとしても、株式買取請求権の存在が当該組織再編を阻害してしまう可能性が大きくなる。第五に、少数株主の価値下落の評価の幅が多数株主の価値下落への評価の幅よりずっと大きい場合、たとえ多数株主が圧倒的な割合を占めていても、当該企業再編を実現するためのハードルは高くなってしまふ。

結局、Letsou の価値上昇機能説の評価²⁷⁹としては、株式買取請求権はある限られた局面においては確かに価値上昇機能を持っている(非効率的な取引を回避する)が、株式買取請求権の役割の全体像から判断すると、常にそうであるとは言えず、むしろ非効率性が問題となるため²⁸⁰、そ

²⁷⁹選好調和理論の解釈の限界としては、以下を参照。Letsou, supra note266, at1160.; Letsou は資本市場がとりわけ発達していない場合選好調整の理論による解釈は説得力があるとする。Letsou, supra note266, at1164.

²⁸⁰この点について、飯田准教授は、株式買取請求権は、企業再編の意思決定が価値上昇型になるように担保する制度であり、裁判所により正確な価格算定がなされることを前提にした場合、株式買取請求権を非効率的な企業再編が成立してしまうという非効率性の発生を防止するメカニズムとして位置づけている(飯田・前掲(注 266) 344,321

れを制限する必要がある(なお、米国デラウェア州の株式買取請求権の存在を価値上昇機能説で説明し得るとしても、それを同じレベルで日本法に適用することはできない²⁸¹ことを念頭に置くべきであろう)。

二)株式買取請求権がもたらし得る非効率性

1. Fischel の見解

筆者が調べた限り、最初に明白に株式買取請求権の有する価値上昇機能説を展開したのは Fischel 教授である。彼の説を簡単にまとめると以下の通りである。

株式買取請求権は、事前の観点からは、会社・株主間の契約の一部としてとらえることができる²⁸²。もし、この種の救済を提供することにより、前もって資源のより効率的な配分を促し、株主の福利を増加させる場合、このような条項を当事者間の契約に含めるのは望ましいことである²⁸³。株式買取請求権は、協調問題あるいは利益相反の問題が存在する取引について予約価格(reservation price)を提供する²⁸⁴。株式買取請求権は事前にこのような救済を提供することによって、協調問題あるいは利益相反により少数株主が不利益を被るかもしれないことの懸念を解消するのである²⁸⁵。株式買取請求権の存在は、最終的には株主全体の利益に資することになるが、取引の当初においては少数株主に保護を与えるものとして設定されることになる²⁸⁶。

例えば、公開買付の場面において、株式買取請求権により高い買取価格が認められる可能性が高いほど、買収者は、株主に公開買付に応じてもらえるよう説得するために、より高い買付価格を提示することだろう²⁸⁷。たとえ友好的な企業買収の場面においても、株式買取請求権は株主らの投票が要求される事項に関して経営者らが交渉可能な最低限の価格を設定する²⁸⁸。

故に、株式買取請求権は、公開買付・友好的な買収・非上場取引・親子会社間合併等の場面において、価値減少的な取引から全体の株主を保護するといえる²⁸⁹。こうして、株式買取請求権の制度には、本来、利益相反規制機能とスクリーニング機能が併存しているのである。そして、このような説明こそが現代における株式買取請求権の運用を最もよく描いている²⁹⁰。

しかし、Fischel 教授は、株式買取請求権の価値上昇機能説を唱える一方で、株式買取請求権に係るコストが会社事業に対して及ぼす負の影響をも懸念している²⁹¹。もし、価値上昇的な取引が

頁を参照。)が、この見解には疑問がある。

²⁸¹ 飯田准教授は、ナカリセバ価格のみならずシナジー適切分配価格をも採用する日本においては、効率的な取引の抑止力が過大になっていると評価している(飯田・前掲(注 266) 227 頁。)

²⁸² Fischel, supra note 265, at 876.

²⁸³ Wertheimer, supra note 239, at 672.

²⁸⁴ Fischel, supra note 265, at 879.

²⁸⁵ Id.

²⁸⁶ Wertheimer, supra note 239, at 674-75.

²⁸⁷ Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, 11 Bell J. Econ. 42-43. (1980)

²⁸⁸ Fischel, supra note 265, at 879, n15.

²⁸⁹ Id., at 879-80.

²⁹⁰ Thompson, supra note 86, at 26-27.

²⁹¹ Fischel, supra note 265, at 881.

株式買取請求権のコストの高さにより阻害された場合、株主らは損をすることになるからである²⁹²。そして、株式買取請求権の制度による利益がコストを上回るか否かの問題は、つまるところ実証研究により解決されるべきであり、はじめから明白な答えがあるわけではないというのである²⁹³。株式買取請求権がある局面においては価値上昇機能機能を有することを認めるものの、以上のようなFischelの見解は、Letsouの価値上昇機能説とは異なるものである。

2. Letsouの価値上昇機能説の問題点

合併を含んで、会社の重大事項の変更においては株主の多数による賛成が必要である。基本的に、投票というのは、必ずしも正しいあるいは間違った答えがない場合、グループ全体の選好(preference)を集計することを意味する²⁹⁴。ところが、通常、個人的な選好を集計し、それを社会的な選好に一致させるための完璧な方法はない²⁹⁵。間違った意思決定が行われる傾向を減少させるための意思決定方法の問題として、多数による投票は、個々の個人が独自に行動するよりは正しい答えが得られる蓋然性が高いため、相対的に優れていると言える²⁹⁶。(常にそうではないが²⁹⁷)多数は少数より正しい選択をする確率が高い。これが政治学における民主主義の基本的な確信であるだろう。そしてそれは政治の世界のみならず、財産上の権利と投票権が一致することを大前提とする会社法における株主民主主義についても同様である。

3. 株式買取請求権と Market Rule との関係——株式買取請求権の価値上昇機能はどうやって実現されるのか

会社にとって株式買取請求権の行使はかなり大きな脅威的となる²⁹⁸。その理由としては、会社はその正確な数が予測できないこと²⁹⁹、及び著しい現金の流出を覚悟すべきこと等があげられる³⁰⁰。それほど多いわけではない株式買取請求権の行使であっても、会社にとっては十分経済的な脅威になり得る³⁰¹。

²⁹²Id.

²⁹³Id.

²⁹⁴Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, Corporate Voting, 62 VAND. L. REV, Vol. 62, 132. (2009).

²⁹⁵See KENNETH J. ARROW, THE LIMITS OF ORGANIZATION, 63-79 (1974).

²⁹⁶Condorcet Jury 定理(Theorem)の内容は要約すると以下のとおりである:nの数の投票者が二つの選択肢について投票しなければならないとする。そして、二つの選択肢の間の一つが正解でもう一つが間違った答えであるとする。投票者らが正解に対して投票する確率が半分以上だと仮定する。そうしたら、多数決による投票が正解を得る確率は投票者の数が増えるにつれて増えることになる。See MARQUIS DE CONDORCET, Essay on the Application of Mathematics to the Theory of Decision-Making, in SELECTED WRITINGS 33, 33-71 (Keith Michael Baker ed., 1976) (1785). Also See Paul H. Edelman, On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem, 31 J. LEGAL STUD. 327 (2002).

²⁹⁷たとえば、資本多数決は、特別利害関係のある株主の議決権行使以外にも、株主の利益を最大化させない様々な原因を抱えているとする。柳川範之=藤田友敬「会社法の経済分析——基本的な視点と道具立て」三輪芳朗=神田秀樹=柳川範之編『会社法の経済学』15頁以下(東京大学出版会1998年)

²⁹⁸Manning, supra note 244, at 234.

²⁹⁹Id.

³⁰⁰Id.

³⁰¹Id.

他方、会社の売却場面では、株式買取請求権のほかに市場のルール(Market rule)が及ぶことになる。Market rule³⁰²のもとでは、支配権は、支配権の価値が現存する株主より、取得する株主にとって大きい場合にのみ売却されることになる³⁰³。よって、Market rule は、支配権変動取引の効率性を促進することに大いに貢献している³⁰⁴。

Market rule と株式買取請求権制度との関係について、Bebchuck 教授は、支配株主の存在する支配権変動の事案において、もし裁判所により正確な買取価格算定が行われるとするならば、株式買取請求権はすべての非効率的な取引を阻止することになるとする。何故なら、買取価格が正確に算定される株式買取請求権は、少数株主に会社売却が行われない場合以上の利益を得させないからである。故に、株式買取請求権は、market rule による効率性の実現を必ずしも阻害しない³⁰⁵。

つまり、今までの議論を併せて検討すると、株式買取請求権の制度自体が著しい非効率性を内包している場合でも、その非効率性は market rule の存在により相当緩和されていると言える。もとより会社内部の重大な事項の変更場面における株式買取請求権と会社の売却場面における株式買取請求権はそれぞれ異なる考察・評価がなされるべきであり、後者の場合、株式買取請求権は確かに価値上昇機能をもっているが、それはあくまでも market rule との組み合わせによるものである³⁰⁶。また、Bebchuk 教授も、裁判所により過剰な補償がなされる場合、株式買取請求権の存在は、より多くの効率的な支配権変動取引を阻止する結果になってしまうと指摘する³⁰⁷。

market rule とスクリーニング機能との相関関係についてまとめると以下の通りである。米国の株式買取請求権制度における効率性に対する懸念は、部分的には株式買取請求権を制限することによりある程度実現される。会社の売却場面を例にあげると、効率性の大きい部分は market rule により実現されるから、market rule の効用が及ばない、あるいは及びにくい場面では、株式買取請

³⁰²米国における支配権変動理論と Market-rule の運用に関する研究としては、Elhauge Einer, The Triggering Function Of Sale Of Control Doctrine, The University Of Chicago Law Rev. Vol.59, No.4, 1465-1532. (1992)を参照。

³⁰³この場合、market-rule は非効率的な支配権の変動を可能にする。その理由は、新しい支配者がより優れた支配能力を有しているからではなく、新の支配者が、支配権によるより大きい私的利益を引き出せる能力があるからである。Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, 109 Q.J. ECON. 957, 959-60 (1994).

³⁰⁴Id, at 960.

³⁰⁵Id, at 983.

³⁰⁶理論上、信託義務も価値最大化機能をもっている故に、株式買取請求権の価値上昇機能に寄与することになる。例えば、合併の場面において、利益相反の処理としては、株式買取請求権よりも信託義務違反訴訟のルートの方が、株価の上昇の程度が高くなるという意味で優れているとの指摘がある。see Paul G. Mahoney & Mark Weinstein, The Appraisal Remedy and Merger Premiums, 1 AM.LAW&ECON.REV., 273-74(1999); 実際、理論上 Market-Rule、信託義務理論との関係のみならず、組織再編の具体的な形態により、具体的な解釈を加えなければならないし、現実にははるかに複雑である。本論文では、その各々の場面における具体的な制度設計を試みることを目的とするわけではなく、ただ、Letsou の価値上昇機能説について疑問を提示する程度に留める。その説明として、Market-rule をあげることにすぎない。

³⁰⁷Bebchuk, supra note 303, at 983.

求権制度がもたらす非効率性という副作用が大きくなる。それ故、反対株主に手続的な負担を負わせることにより、その行使に制限をかけようとしているのである。

企業の価値が、価値下降・価値不変・価値上昇のパターンが均等に分布されていると仮定する場合、下降・不変の場合は勿論、上昇の一部の場合においても株式買取請求権制度がもたらす非効率性は顕著である。しかし、market rule が機能する場面においては自然にその非効率性が緩和・制限される。また、手続き的規制もそれに貢献する。

そもそも、株式買取請求権は少数決と多数決の妥協の産物であり、その内在する非効率性の故に価値の上昇機能は限定的とならざるを得ない。利益相反問題を除外して効率性のみを考えると、株式買取請求権を伴わない多数決の方がよほど優れているのである。

三) 効率性の観点からの検討

1. 多数株主の保護

Manning 教授は、株式買取請求権制度の主な貢献は、少数株主の保護にあるのではなく、多数株主の行動に機動性をもたらすことにあると評価している。それは、つまり、会社の経営者らが多数株主の名義で発声し、反対株主が取引を止めようとする場合、裁判所は株式買取請求権の存在を理由に彼を追い払うことを認めてくれるということである³⁰⁸。多数株主に幅広い権限を与えることは、集団で効率的な取引に応じることや、望ましい変化に適応することを可能にし、これらを少数の自己利益による妨害から解放することになる³⁰⁹。会社が、株式買取請求権による救済が重大なコストを孕み、あるいはこの延期された権利行使期間内の不確実性を負担しなければならないとしても、株式買取請求権による救済を求めるのは少数株主にとって割にあわないものである³¹⁰。故に、Manning は株式買取請求権制度が少数株主の保護である観点を否定し³¹¹、株式買取請求権が多数株主のための制度であると結論づける。そして、Siegel も株式買取請求権による救済は、契約違反に対する損害賠償を認める形で設計されていないが、その理由は、多数決によるルール正当化³¹²であると指摘している。

2. 手続き規制と効率性

株式買取請求権制度の精緻化とともに、裁判所はその行使手続きを非常に厳格に制限している³¹³。現行の株式買取請求権の厳格な行使手続きは、会社にとって望ましい選択を実行することに重大なコストを強いる可能性のある少数株主による軽薄な選択を抑止することに狙いがある。このことは、依然として問題となり得る少数株主によるホールド・アップ問題を解決することに資する

³⁰⁸Manning, supra note 244, at 227, 229.; 裁判所でたとえ株式買取請求権のない場合でも多数による機動性へと支持する立場に変えた可能性を指摘する判決として、See, *Lauman v. Lebanon Valley R.R.*, 30 Pa. 42 (1858).

³⁰⁹Thompson, supra note 86, at 1.

³¹⁰Manning, supra note 244, at 230.

³¹¹Manning, supra note 244, at 239.

³¹²Siegel, supra note 262, at 91.

³¹³Manning, supra note 244, at 231.

³¹⁴。従って、株式買取請求権の行使手続きを理解した場合、反対株主が翻意して賛成に回る可能性はかなり高い³¹⁵。また、株式買取請求権を行使し始めてからの撤回を防止することは、少数株主による嫌がらせ訴訟から多数株主を保護するものとして評価される³¹⁶。

ところが、これらの手続き上の制限は同時に、多数株主が少数株主から公正な価格以下で株式を買い取ることを可能にもする(たとえ株式買取請求権を行使した結果、少数株主により高い買取価格が認められたとしても、その結果少数株主が実際得られる金銭の額は決して増えないという問題もある³¹⁷)。

多数株主が締め出し合併などを通じて少数株主から利益を盗み取ることと、問題になる敏感な取引において(全員の賛成が求められることにより)少数株主が多数株主にブラックメールをできてしまうこととのバランスを考慮すること³¹⁸は、現在の株式買取請求権の制度趣旨の解釈において極めて重要である。

Manning 教授の観点は、前述した数学モデルによって得られた結果に部分的に一致する。すなわち、株主間の利益評価が一定程度均一であるかあるいは多数株主と少数株主の間に取引のリスクに対する利益評価がかなり大きく食い違う場合、多数株主は少数株主より正しい判断を下す確率が高いのであり、利益相反抜きで考えると、支配株主が存在する事案においても、理論的には多数決こそが効率性に貢献するということである。故に、企業価値の上昇を考慮する場合、通常、多数決は株式買取請求権よりも効率性に対する貢献度が高いのである。

3. 株式買取請求権に内在する非効率性

株式買取請求権というのは、言い方を変えると、広範囲にわたるガバナンス上の制約を受けることを条件として、投資家は投資を行い、合併は多数決により行われることができるようにする制度である³¹⁹。真の問題は、如何なるルールの設定が効率性向上のために最善の結果を促すのかということである³²⁰。

前述したとおり、株式買取請求権の行使過程における権利者の交渉力はその所持する株式数に比例するものではない³²¹。たとえ経済的に実力を持っている会社でも反対株主の全ての株式

³¹⁴Thompson, supra note86, at40.

³¹⁵Manning, supra note244, at231.

³¹⁶Thompson, supra note86, at41.

³¹⁷Robert Thompson, Squeeze-Out Mergers and the “New” Appraisal Remedy, 62 Wash. L.Q. 415, 431.(1984);Thompson 教授は、裁判所で株式買取請求権を信認義務違反が場合の株主に対する救済策として利用するならば、少数株主が負担しなければならない nonrecoverable costs を減少させるべきであり、例えば、もし多数株主が直接取引により信認義務に違反したと認めた場合、行使費用・弁護士費用は会社側に負担させるべきであるとする。Id,at431.

³¹⁸Geis, supra note246, at1659.; Singer 判決では、「確かに、たった一人の株主が反対票を投じて合併を止めることはもはやできない。…(また)少数株主が理由なく、合併を阻止することは出来なくなっているが、同様に多数株主が少数株主に現金を支払って締め出すことのみを目的とする合併もできない。」「…会社の権力を利用して、ただの少数株主の排除に使うのは信認義務違反を構成する。」として、衡平法裁判所が出した判決を破棄した。See Singer, 380 A.2d 969(Del.1977).

³¹⁹Geis, supra note246, at1659.

³²⁰Id.

³²¹Manning, supra note244, at236.

を買い取るための現金が調達できない場合には取引から身を引いてしまう可能性がある³²²。また、合併への参加当事会社が数の多い潜在的な反対株主があるだろうと予測される場合、売却会社側に著しい交渉上の不利益を強いることになる³²³。このようなルールを、会社側が高いレベルでの財務流動性を保持していることを要請する。しかし、これは大多数の事業会社にとって不可能あるいは経済的に割に合わないことである³²⁴。このように、少数株主に過度に大きな拒否権を与えることは、社会的財を毀損する結果を招きかねない³²⁵。

多数の賛成によっても時にもたらされ得る組織再編の非効率性は、少数株主の反対がもたらし得る非効率性より問題視されることが多いが、その根本にある問題をマディソンは以下のように警告している。「多数による暴政は少数によるものより御しやすいものである。」³²⁶。株式買取請求権の制度趣旨の全体像を理解するには、常にこのことを認識しながら、各々の場面における具体的な事情を総合的に考慮して解釈しなければならない。株式買取請求権が持つ企業価値の上昇を阻害し得る非効率性にもかかわらずこれを正当化する根拠としては、株式買取請求制度の経済的な価値上昇機能という側面を強調するのみではなく、やはり退出権、とりわけ利益相反の観点から解釈を加えることが妥当であるだろう。このような意味で、株式買取請求権のすべての適用場面において統一的な制度趣旨を語ることはおよそ不可能(もしくは無意味)なことである³²⁷。

四)少数株主の保護において信認義務の限界

株式買取請求権のルネサンスは、支配株主に現金交付による締め出し合併を許容したことによって始まった³²⁸。株式買取請求権の制度趣旨は、現在では、圧倒的に、現金交付合併において多数株主により強制的に締め出される少数株主保護(利益相反抑止)にある³²⁹。これらの状況において、株式買取請求権は信認義務訴訟の代替場所になっている³³⁰。しかし、デラウェア州の判例は、この点でも、敢えて不透明さと曖昧さを作り出し、株式買取請求権が自己取引に関する完全な救済策となることを抑制している³³¹。もし、裁判所が完全公正性基準を適用するために完全な株式価値に係る価格算定法を持つことができるなら、伝統的な株式買取請求権に固有の限界に制限されない、代替的な救済策を提供することもできよう³³²。しかし、このような確実な価格算定法がないために、結果的に、少数株主の締め出し合併において、裁判所は多数決に味方することになる³³³。もし、株式買取請求権が唯一の可能な救済策であって、そこに信認義務等の援用が認められ

³²²Id.

³²³Manning, supra note244, at237,238.

³²⁴Id, at240.

³²⁵Guhan Subramanian, Fixing Freezeouts, 115 YALE L.J. 2, 34(2005)

³²⁶Letter From Madison To Jefferson, Oct 17,1788,In 5 The Writing Of James Madison 269,272-73.(Hunt ed.1904)

³²⁷Manning, supra note244, at259-60.

³²⁸Thompson, supra note86, at21.

³²⁹Id, at53.

³³⁰Id, at49.

³³¹Id, at49.

³³²Id, at50.

³³³Id.

ないとすれば、その価格算定方法は縮出し合併における多数の力による運用を反映する必要があるからである³³⁴。伝統的な株式買取請求権という救済策は、縮出し合併における多数株主の利益相反の全体を規制する役割を担うわけではない³³⁵。

Singer 判決³³⁶において、デラウェア州の最高裁は、買収対象会社である M 社の支配株主が少数株主に対して信認義務を負うことを確認した。被告らは、原告らに対して信認義務を負うことは認められたが、本件取引において、M 社の株式に公正な対価を支払っているから、原告らが主張し得る排他的な救済策は株式買取請求権のみであると主張したのに対して、デラウェア州の最高裁は、「株式買取請求権の手続きを履践したからといって、それだけで被告らが信認義務を満したことを主張し得ない」、「少数株主の縮出しのみを目的とする場合、多数株主は信認義務に違反する」と判示して、損害賠償を認めた。Singer 判決は、少数株主の保護において、完全に事後的な公正の概念を採用したのである³³⁷。

Singer に引き続き、デラウェア州の裁判所は、少数株主の保護に関する画期的な判決を下した。それが、Weinberger 判決である。

【Weinberger 判決³³⁸】

S(Signal)社は、多様な事業を行う技術ベースの会社であって、その株式はNYSE等複数の取引所に上場されていた。UOP 社は、原油及び石油化学サービスを含む多様な事業に従事する工業会社であって、株式はNYSEで取引されていた。S 社は、投資戦略として、UOP 社の買収に興味を示し、最初は UOP 社に一株 \$19 の価格を提示することで、支配権を獲得しようとした。両者は、独立当事者間の取引を経て、もし、S 社が UOP 社の 4,300,000 の公開株式について一株\$21 の価格で公開買付を行うことに成功した場合、S 社は UOP 社の未発行の 1,500,000 株を一株\$21 の価格で引き受けることに合意した。

UOP 社の取締役会では、株主らに対して、S 社の公開買付に関して反対しないとの意思を伝えた。公開買付開始前の UOP 社の普通株式は、NYSEにおいて一株\$14 で取引されていた。本件公開買付には予想を超える申し込みが殺到し、S 社は結果的に UOP 社の 50.5%を所有することになった。

本件公開買付後、UOP 社の 13 人の取締役のうち、S 社により任命されたのは 6 人であり、その中の 5 人は、S 社の取締役あるいは被用者であって、6 人目も UOP 社に対して行った公開買付に関して交渉を行うときの S 社の代表であった。また、1975 年、UOP 社の CEO が退任したことをうけて、S 社は、その完全子会社に長年勤めていた C(Crawford)氏にその取締役としての座を引き継が

³³⁴Id., at51.

³³⁵Id.

³³⁶Singer,380 A.2d 969(Del.1977)

³³⁷Fischel, supra note265, at900.

³³⁸Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983); Weinberger 事案に対する邦語による評釈としては、岡田豊基「親子会社間の締め出し合併における少数株主の保護」近藤光男＝志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究』306-310 頁(商事法務 2007 年)を参照。

せ、S社でも取締役を担当した。1978年、S社は再びUOP社に関心を向けることになり、一部の役員はUOP社との合併を検討することになったが、彼らはS社及びUOP社両方で取締役であった。そのうち2名の役員は、検討を経て、一株\$24以下の任意の価格でUOP社の残りの49.5%を取得することはS社にとって非常にいい投資であると結論づけた。

1978年2月に、委員会が招集され、C氏がUOP社の代表として参加した。そして、S社は、UOP社全体を買い取ることと、買収対価として一株\$20から\$21の値段を提示する意向を伝えたが、C氏はその価格は相当良い条件であると答え、それ以上の値上げ交渉を行わなかった。その後、C氏はLehman Brothersを雇い、一株\$20から\$21の値段は公正であるとの公正意見を急いで出させた。同年5月26日、株主らには委任状説明書が送られ、UOP社の経営陣及び取締役らは合併に応じることを推奨したが、本件合併交渉過程における杜撰な行動が開示されることがなかった。結果、本件合併は圧倒的な賛成多数を得て承認された。

そこで、UOP社の少数株主であるWeinbergerが、本件合併はもっぱらUOP社の少数株主を不当に締め出す目的で行われ、本件合併の決議過程において重要な事実に関する不実開示がなされた等のゆえに、UOP社の取締役会の忠実義務違反を理由として、本件合併の取消し及び公正な対価に基づく損害賠償を求めて訴えを提起した。

デラウェア州の最高裁は、次のように述べて、UOP社の取締役会が取引の過程において「完全な公正さ(entire fairness)」の基準を満たしていないが、合併を取り消し得る期間がすでに経過しているため、原審の判決を破棄・差戻し、衡平法裁判所で「完全な公正さ」の基準に基づいて事後的な金銭的損害賠償を行うことを命じた。

「親子会社間の締出し合併が適法と評価されるためには、それが完全な公正さの基準に基づいてなされることが求められる。つまり、合併過程において、子会社の少数株主のために取引が公正に行われ、株式に対する評価も公正でなければならない。これらの要素は、合併取引に関するすべての状況を考慮して検討される必要がある。」

「The Arledge-Chitrea reportは、S社にとって、一株\$24はいい投資であることを証明する…S社の利益を考慮した場合、たとえ一株当たり\$24の支払いであっても、それは明らかに正しいものであった。…疑う余地もなく、これらの情報は、UOP社及び株主らにとって重要な事情である。…(にもかかわらず)UOP社の取締役らの意思決定は、これらの利益相反の事実を開示されていない状況で行われた」。

「本件取引は、独立当事者間の取引であると評価できる前提を欠くものとして構成され、S社は直面した利益相反の影響から抜け出すことができなかった…。とりわけ、S社がUOP社において指名した取締役らは本件合併の交渉過程において利益相反に係る事情を完全に回避することはできなかった。…(また)本件合併の進行日程及び構造ともにS社の都合に合わせて進行・組織されたものであり、C氏もUOP社におけるS社の関係人として、S社と真剣な交渉を行っていない。ゆえに、本件合併は独立当事者間の取引とは評価しがたい。少数株主らには、前述の肝心な情報(S社が一株24\$が望ましい投資であると判断したことが開示されておらず、…このような状況下において、少数株主の多数の承認を得るのは無意味なことである。」

本件判決以前の Singer 判決³³⁹では、締め出し合併が有効であるためには、「有効な事業目的 (valid business purpose)」を有すること、及び少数株主が公正な取り扱いを受けることが必要とされた。つまり、多数株主が「有効な事業目的」を立証できなければ、少数株主に衡平法上の救済が認められることになる³⁴⁰。これに対して、Weinberger 判決においてデラウェア州の最高裁は、「『有効な事業目的理論』は少数株主の保護に役に立たない」として、同法理を放棄した。また、公正な対価の価格算定においても、従来使われてきたブロック・メソッドは厳格にすぎるとし、代わりに幅広い基準を認め、裁判所は、「将来の展望」を含む「全ての関連要素を考慮」することができる」と判示した。こうして、本判決は、過度に形式的でかつ時代の変化に合わない価格算定方法をもっと柔軟で且つ現実的なアプローチに変えたのである³⁴¹。

本判決は、少数株主の「自発的な退出」と「強制的な締め出し」は違うものであり³⁴²、「締め出し現金合併において、多数株主は依然として少数株主に対し信認義務を負うが、しかし、信認義務違反に対する通常の救済策は株式買取請求権である」³⁴³と判示した。そして、少数株主の保護として、会社の重要事項に関して規制を設ける場合、信認義務は制限された役割しか果たさないことを指摘した³⁴⁴。この見解のもとでは、少数株主に公正な価格を支払うことを前提とする限り、(株式買取価格に合併のシナジー分配が考慮されないゆえに)多数株主が少数株主から利益を受け取ることは許されるということになる³⁴⁵。このような信認義務違反と株式買取請求権との相互関係についての考察は十分な考慮に値する。何故なら、信認義務違反に対する救済を提供するという、株式買取請求権制度が当初持っていなかった機能を備えることへの進化を理解するための手掛かりとなるからである³⁴⁶(もちろん、本判決は、株式買取請求権がすべての信認義務違反に対する救済を与えるとまでは言い切っていない³⁴⁷)。

Weinberger 判決は、株式買取請求権を積極的に認めることによって、濫用的なフリーズアウトを抑制しようとして、それをチェックするための法的枠組みを作り出した³⁴⁸。これらの変化は、フリーズアウトによる合併ケースの増加という事実と結びつくものであり、それゆえ株式買取請求権行使に関する新しい波を導いた。本件以後、株式買取請求権を行使するケースは増加し、現在に至る株式買取請求権に巡る新たな状況が開幕したのである³⁴⁹。

³³⁹Singer, 380 A.2d 969 (Del. 1977)

³⁴⁰岡田・前掲(注 338) 309 頁。「有効な事業目的」に関するデラウェア州の判例の整理・分析した文献として、柴田和史「現金交付合併と正当な営業上の目的の法理に関する一試論」柴田和史＝野田博編『会社法の現代的課題』31 頁以下(法政大学出版局 2004 年)を参照。

³⁴¹Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701,713 (Del. 1983); See Joel Seligman, Reappraising the Appraisal Remedy, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829,842 (1983-1984)

³⁴²Thompson, supra note 317, at 427, n60.

³⁴³Weinberger, 457 A.2d 714 (Del. 1983)

³⁴⁴Thompson, supra note 317, at 423.

³⁴⁵Id.

³⁴⁶Id., at 423-24.

³⁴⁷Weinberger, 457 A.2d 714 (Del. 1983); also see Thompson, supra note 317, at 424.

³⁴⁸Weinberger., 457 A.2d 701,704,715 (Del. 1983); George Geis. "Internal Poison Pills" New York University Law Review Vol. 84, 1190-92 (2009).

³⁴⁹Wertheimer, supra note 239, at 681.

第二節 株式買取請求権の再活用

はじめに)

すでに述べたように、現在の株式買取請求権は、典型的には利益相反取引において多数株主が少数株主を排除する状況において、多数株主の機会主義的な行動を監視すると同時に株主に「公正な価格を受け取り退出」する救済を提供する³⁵⁰。ところが、米国において株式買取請求権は歴史的にあまり活発に使われていない³⁵¹。その理由は、株式買取請求権が冒険的であること、コストが高いこと、行使要件が厳格であること、訴訟が非常に長期にわたること、クラスアクションにおけるクラスの形成ができないこと、弁護士費用の全体が原告あるいは被告らの負担になってしまうこと³⁵²から経済的な魅力がないもの³⁵³としてとられてきたこと、などが挙げられる。

ところが、長期にわたって重視されてこなかった株式買取請求権が、近年活発に運用されている傾向にある³⁵⁴。特に、2011年からは、デラウェア州の裁判所での株式買取請求権の行使事案は著しい増加傾向を見せているが³⁵⁵、その大半はアプリーゾー・アービトラージ(appraisal arbitration)である。

ヘッジファンドがアプリーゾー・アービトラージの訴訟を主導する中で、Top 7のヘッジファンドが全体の訴訟金額の半分以上を占めている³⁵⁶。彼らは委任状説明書(proxy statement)に書かれた売却プロセス及び合併価格の公正性等に関連する情報を分析し³⁵⁷、合併計画公表後に株式を取得するのである³⁵⁸。

現時点において活況を呈するアプリーゾー・アービトラージ現象について、米国の学会では次に記すように様々な説が登場している。

1. 法定利息説

デラウェア州では株式買取請求権の行使を一部の場面に限定している³⁵⁹。デラウェア州では、2007年の法改正を経て、株式買取請求権の行使価格に対し、連邦準備割引率(Federal Reserve

³⁵⁰Siegel, supra note 262, at110.

³⁵¹Siegel, supra note262 at79-80.

³⁵²New Activist Weapon-- The Rise of Delaware Appraisal Arbitrage: A Survey of Cases and Some Practical Implications, <http://www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/FINAL%20-%206182014%20TOC%20Memo%20-%20New%20Activist%20Weapon--%20The%20Rise%20of%20Delaware%20Appraisal%20Arbitrage.pdf>, at 2

³⁵³Mahoney& Weinstein, supra note306, at242. ;Mahoney and Weinsteinの研究によると、1350個の公開会社の合併事案について考察した結果、一部の取引において、株式買取請求権は反対株主に阻害権(hold-up power)を与え、取引から得られる株主の平均の収益を減少させる結果をもたらす。Mahoney& Weinstein, supra note306, at267.

³⁵⁴Charles R. Korsmo & Minor Myers, Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A, 92 Wash. U. L. Rev. 1551, 1551,1553 (2015)

³⁵⁵Korsmo & Myers, supra note354, at1567.

³⁵⁶Wei Jiang, Tao Li, Danqing Mei, Randall Thomas, Reforming the Delaware Appraisal Statute to Address Appraisal Arbitrage: Will it be Successful? http://www.shareholderforum.com/appraisal/Library/20160419_Jiang-Ti-Mei-Thomas.pdf, at3, 16.

³⁵⁷supra note352, at2.

³⁵⁸Korsmo & Minor Myers, supra note354, at1551.

³⁵⁹DEL. CODE ANN. tit.8. 262(h)(2010).

Discount Rate)にプラス5%の利息が付けられることになった³⁶⁰。現在起きているアプリーゾー・アービトラージ現象に対してこの影響は非常に大きいと思われる³⁶¹。機関投資家及び大手の投資家が株式買取請求権を行使する事案においては、たとえ合併価格と近い補償(recovery)しか認められない場合にも、市場金利をずっと上回る利息がもらえるために、株式買取請求権は買取対象会社に重大なリスクをもたらすことになる³⁶²。一部の学者は、近年のアプリーゾー・アービトラージ現象を、少数株主の救済というよりはむしろ投機として評価する³⁶³。法定利率の高さは被告会社と利息稼ぎ目当ての投資家との和解を著しく難しいものにし、引いて合併等取引のリスク・不確実性を増加させることになる³⁶⁴。

2015年に、デラウェア州評議会(Delaware Council)は株式買取請求権の利息に関する改革を行い、合併終了後に会社側で株式買取請求者に一部の金額を払い渡すことにより利息が増加することを止めるという選択肢を設けた³⁶⁵。

しかし、学説においては、法定利息説に立たない見解も登場している。Mynorは、アービトラージが問題になった時期と利息の改正時期が一致しないこと、また、原告は存続会社の信用リスク、審理による財務リスクに曝されることで、必ずしも有利とはいえないことをその理由としてあげている³⁶⁶。

また、信認義務説も登場する。この見解は、アービトラージ現象は、株式買取請求権の行使事案の増加は信認義務違反によるクラスアクションの爆発的な増加と一致するものであることをあげる³⁶⁷。しかし、これに対して、確かにそうではあるが、信認義務訴訟の急激な増加は2009年あたりからすでに始まっており、信認義務訴訟を提起する主体もアプリーゾー・アービトラージを主導する機関投資家とは必ずしも一致しないのであり³⁶⁸、両者はあまり関係がないことを指摘する見解もあ

³⁶⁰See, 76 Del.Laws 203 § 14(2007), DEL.CODE ANN.tit.8. 262(h)(2010).

³⁶¹Jiang&Li& Mei&Thomas, supra note356, at12-13,29.

³⁶²Noam Noked, co-editor, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, on Thursday, December 5, 2013, The growth of appraisal litigation in Delaware, <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/12/05/the-growth-of-appraisal-litigation-in-delaware/>

³⁶³“Wall Street Law Firms Challenge Hedge-Fund Deal Tactic,” Wall Street Journal, April6, 2015.

³⁶⁴Supra note352, at4,6.

³⁶⁵Korsmo Charles & Myers Minor, Reforming Modern Appraisal Litigation, Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), Vol. 41, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 431, at33. (2016).

³⁶⁶See DEL.CODE ANN.tit.8. § 262(h); Korsmo & Myers, supra note354, at1554,1580.

³⁶⁷Korsmo & Myers, supra note354, at1581, FIGURE6.; Matthew D.Cain, & StevenM.Davidoff, Takeover Litigation in 2012, at2-3.(February 1, 2013); Robert M.Daines&Olga Koumrian, Shareholder Litigation Involving Mergers And Acquisitions,

<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/2012-Shareholder-Litigation-Involving-M-and-A>; Matthew D. Cain & Steven Davidoff Solomon, A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation, 100 IOWA L. REV. 465, 469 (2015) (2005年には合併取引全体の39.3%のみ訴訟を招いたが、2011年にはその確率(frequency)が92.1%までに上昇している。)そして、2013年には合併取引が訴訟を招いた確率が97.5%に達した。See Matthew D. Cain & Steven M. Davidoff, Takeover Litigation in 2013, at 1-2 & tbl.A (Moritz Coll. of Law Ctr. for Interdisciplinary Law & Policy Studies, Public Law & Legal Theory Working Paper Series No. 236, 2014), available at <http://ssrn.com/abstract=2377001>, archived at <http://perma.cc/XP2B-8C8B>.;そして、注目すべきは、2011年の79.5%に比べて、2012年和解に終わった事案全体の87.5%が情報開示のみをベースにする事案であった。合併条項の修正など他の種類の和解の事案は2012年の和解事案のおよそ12.5%にまで減少している。Cain & Davidoff, Takeover Litigation in 2012, at4 (February 1, 2013)

³⁶⁸Cain & Davidoff, A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation, 100 Iowa L. Rev, 476 (2015)

る³⁶⁹。

そして、その他の見解の中で一番注目すべきだと思われるのは、利益相反規制説³⁷⁰である。

一)利益相反規制説と株式買取請求権

2007年以降の株式買取請求権事案は、関係当事者らの潜在的な利益相反に焦点を当てている³⁷¹。低いプレミアムはアプリーゾー・アービトラージを招くことが多い³⁷²が、その理由として、MBO・支配株主事案においては利益相反の要素が合併価格に与える影響に対する疑いが払拭できないこと、及びデラウェア州の裁判所も利益相反の要素を合併価格の公正性判断において考慮する姿勢を示しつつ買取価格を合併価格より高く判断する場合があること等を指摘する見解もある³⁷³。現在のアプリーゾー・アービトラージは、利益相反の疑いの濃い取引をターゲットとし、少数株主の保護のために使われている可能性がある³⁷⁴。

また、投機行為が盛んに行われる背景には、Transkaryotic 事案³⁷⁵において、デラウェア州の裁判所が権利行使の基準日後に取得した株主に株式買取請求権の権利行使を認めたことに起因するとの指摘もある³⁷⁶。

【Transkaryotic 事案³⁷⁷】

TKT (Transkaryotic) 社は抗生剤の研究・開発を中心とする会社であり、2005年4月、S(Shire)社との合併を行うことを決定・公表した。S社では、TKT社一株当たり\$37の対価を支払うことに同意したが、これは合併情報が公表される四週間前のTKT社の最終取引価格に44%のプレミアムを付すものであった。基準日は同年6月10日とされ、TKT社の株主総会は同年7月27日に開催されたが、全議決権の52%が本件合併に賛成票を投じた。

名目上の請求権者であるC(Cede & Co.)社は基準日においてTKT社の29,720,074の株式を所持していた。C社は12,882,000株を合併の賛成に投じ、9,888,663株を反対に投じ、残った6,949,411票は棄権した。

本件事案では、8 Del.C. § 262のもとにおいて、基準日後に株式を取得した実質株主が、株式買取請求権を行使する場合、個々の特定の株式が本件合併に対して賛成に投じられたものではなかったとの証明責任を負うか否かが争点となった。

【判旨】

³⁶⁹Korsmo & Myers, supra note354, at1582,1584.

³⁷⁰Jiang&Li& Mei&Thomas,supra note356 at1,3,11,22.

³⁷¹Wei Jiang, Tao Li, Danqing Mei, Randall Thomas, Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage?, at1,39. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2766776

³⁷²Jiang&Li& Mei&Thomas,supra note356 at4,25.

³⁷³Supra note352,at2. もし、取締役に対する信託義務違反の訴訟が失敗した場合、株式買取請求権の行使は代替的な収益を獲得する手段である。

³⁷⁴Korsmo & Myers, supra note354, at1551,1555,1583,1594-95,1596,1612.; 株式買取請求権訴訟において損害賠償は株式の公正な価格に限定されている。 Id, at1587.

³⁷⁵In In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc., 2007 WL 1378345 (Del. Ch. 2007)

³⁷⁶Jiang& Li&Mei&Thomas,supra note371, at12.

³⁷⁷In In re Appraisal of Transkaryotic Therapies, Inc., 2007 WL 1378345 (Del. Ch. 2007)

「262 条の制度趣旨は、合併に反対する株主らの契約上の権利を保護し、合併により生じるいかなる損失も十分に填補することにある。この限定的な制定法上の救済は、反対株主に、その所持する株式に対して司法上定められた公正な価格を受け取る絶対的な権利を付与することになる。…これらの制定法上厳格な形式上の要求に従って行動しなければならないとはいえ、基準日の株主は、デラウェア州会社法 § 262 のもとにおいて絶対的な権利を持つことになる。」「基準日後、合併の投票の前に株式を取得している者が、新しく取得した個々の株式が前所有者によって賛成票に投じられていないことを証明するのは必要であるのか？ 答えは簡単である。制定法の文言及びデラウェア州最高裁の判例に従うと、基準日の株主のみ株式買取請求権を行使することができる。In Olivetti Underwood Corp. v. Jacques Coe & Co.判決³⁷⁸で、デラウェア州の最高裁は、株式買取請求権が行使される場面における会社及び実質上の株主との関係について言及している。…ここには秩序と確実性及び確実な情報源が求められ、会社は権利行使権者がだれであるか…を知るべきである…(しかし)基準日における名目上の株主と実質上の株主との関係及びその権利・義務は…関係のない問題である³⁷⁹。」

「TKT 社は、株式買取請求権の存在を決定するにあたって、基準日の株主である C 社とその実質上の株主との関係を求めているが…最高裁はすでにこの種の関係は不適切であり、かつ容認しがたいものであるとしている。…会社側は…株式買取請求権が行使された場合、ただ基準日のみに依拠して行使権者の資格を決定すればいいのである。C 社は、TKT 社の 29,720,074 株について終始基準日の株主であった。」

Transkaryotic 事案をランドマークとして、株式買取請求権事案の増加は激しい³⁸⁰。このことから本件事案がアービトラージ戦略の始まりに刺激を与えた重要なきっかけであったとの説明がなされることがある³⁸¹一方、Transkaryotic 事案無関係説も登場する。この見解によれば、この事案は鞆どり業者らに株式買取請求権訴訟が提起できるようほんのわずかばかり時間を拡張したに過ぎないのであり、合併取引の部分集合に影響したに過ぎないとしている³⁸²(もともと、この見解も株式買取請求権のブームがこの事案により恩恵を受けていることは認める³⁸³)。

Transkaryotic 事案では、複数のヘッジファンドの活発な活動が目立つが、Myers 教授の見解によれば、いくつかの洗練された事業体により株式買取請求権が行使されたことは、投資戦略として株式買取請求権を行使し始めるきっかけとなった³⁸⁴と指摘している。Transkaryotic 事案は株式買取請求権制度の制定者に予期せぬ問題を提起したが、その一つが株式買取請求権の拡大により効率性が阻害される問題³⁸⁵である。Geis の見解によれば、濫用的な締出し合併においては、株式買取請求権者を拡大することで反対株主の規模を上げ、株主の保護を図ることに肯定的な評価を

³⁷⁸Olivetti Underwood Corp. v. Jacques Coe & Co., 217 A.2d 683(Del. 1966)

³⁷⁹Id,at686.

³⁸⁰Jiang & Li&Mei&Thomas,supra note371, at26-27.

³⁸¹Id,at12.

³⁸²Korsmo&Myers, supra note354, at1554.

³⁸³Korsmo&Myers, supra note354, at1579.

³⁸⁴Korsmo&Myers, supra note365, at28-29.

³⁸⁵Geis,supra note246, at1638 ,1654.

することができる³⁸⁶が、他方、株式買取請求権の規定が制定当初の制度を離れて、コーポレート・ガバナンスのための有効な道具ではなく、意味のない乱暴な訴訟提起の道具になってしまうリスクは孕んでいる³⁸⁷との憂慮を示している。つまり、合併に反対した株式にしか権利行使を認めない場合、反対株式は合併に賛成した株式より多くの価値をもつことになる。これは合併が行われるだろうと信じた場合、合併に反対票を投じるインセンティブを株主に与えてしまう結果になる恐れがある³⁸⁸。一方、Myers は、合併の公表日までに株主の資格をもっていた者にしか権利行使を認めない場合、少数株主の保護に欠ける可能性を指摘する³⁸⁹。

その後、Ancestry 事案³⁹⁰、BMC 事案³⁹¹において Transkaryotic 判決は承認され、2007年の株式買取請求権制度に係る法改正は、基準日以降に取得した株主が株式買取請求権を行使するために、当該株式が前株主により反対されたことの証明を要求するものではない、とされた。

以上、アービトラージ現象の理由については、なおはっきりとした答えが出せないのが現状である。そして登場するのが偶然説であるが、その見解によれば株式買取請求権が一部の投資家らにより、偶然に望ましくない合併に対する投資戦略として使われはじめたことがアービトラージの原因であるとされる³⁹²。しかし、この偶然説もアービトラージ現象 について完璧な説明はできないことを認めている³⁹³。偶然説の主張者は、買収対象会社が真摯な market test を行うことをもって、アプレ

³⁸⁶Thompson, supra note86, at41.

³⁸⁷Geis, supra note246, at1639.

³⁸⁸Korsmo&Myers, supra note365, at46.

³⁸⁹Id, at41.

³⁹⁰In re Appraisal of Ancestry.com, Inc., 2015 WL 66825, , at *4-8. (Del. Ch. Jan. 5, 2015)

³⁹¹Merion Capital LP v. BMC Software, Inc., No. CV 8900-VCG, 2015 WL 67586, (Del. Ch. Jan. 5, 2015). BMC社は世界的に有名なソフトウェアのメーカーとして、総収益が継続的に減少する傾向にあった。2012年あたりからは投資家らによる委任状合戦が行われ、BMC社ではこれらの問題解決に取り組む一方、会社の戦略検討委員会は、会社の売却決定を行った。数回にわたる交渉を行い、2013年5月、BMC社では、普通株式一株につき\$46.25というB(Boxer)社の買収提案を受け入れた。M(Merion)社はアプレイヤー・アービトラージに特化したヘッジファンドである。M社では、「BMC社とB社との合併で提示された価格はBMC社の価値を大きく下回った」として、市場でBMC社の株式を大量に買取り、同年7月17日の時点において、BMC社株7,629,100を取得した後に株式買取請求権を行使した。条文によれば、Merionは最初の基準日の株主であるCedeが株式買取請求権を行使した場合、同様に当事者適格を持つことで株式買取請求権が行使可能になる。ところが、M社は所持するBMC社の株式をDTC/Cedeから取得(withdrew)し、自身が株主になったのである。そこで、BMC社はM社が株式買取請求権を行使するにあたって、当事者適格を有しないと主張した。具体的に、BMC社は、デラウェア州会社法262条は合併に賛成票を投じなかった株式に対してのみ株式買取請求権の行使を可能にするもので、M社は株式買取請求権を行使する個々の株式が前所有者により合併の賛成に使われたものではないことの証明責任を負うものであると主張した。衡平法裁判所では、同条の文言上、明白な株式追跡は要求されていないとのこと、及びM社その他すべての行使手続きを満たしていることを理由に、BMC社の略式判決の請求は否定された。

³⁹²Korsmo& Myers, supra note354, at1582.

³⁹³Id, at1553.

イーザー・アービトラージに対抗するセーフハーバーとすることを提案している³⁹⁴。

二) 買取価格と market check との相関関係

周知の通り、公正な価格は合併前の会社の継続価値に基づいて算定され、合併に関するシナジー及び支配権プレミアムは排除される³⁹⁵。ところが、合併価格は会社の継続価値に合併により生じるシナジー・支配プレミアムを合算した価値の合計である故に、株式買取請求権の価格決定で認められる公正な価格は合併の対価より常に低いものである³⁹⁶。そして、従来の株式買取請求権における価格算定の結果は、批判家らにより「ばくち類似」の結果であると揶揄されてきた³⁹⁷。

ところが、近年の株式買取請求ケースにおいては、利益相反取引に起因する場合には、そうではない事案に比べて、デラウェア州の裁判所が敢えて買取価格を操作している可能性が指摘されている³⁹⁸。近年の利益相反取引(支配株主及び親子会社間の)事案において、裁判所は合併価格を最低20%近く上回るプレミアムの買取価格を認めた³⁹⁹。しかし、market check 及び反対株主を保護する措置が取られた場合、この傾向は認められないか、弱いと思われる。なお、独立当事者間の取引と判断された場合には、買取価格に認められるプレミアムは低いかあるいは合併価格と同額でとなる⁴⁰⁰。裁判所では market check を通じてオークションがなされた場合、合併価格を公正な価格を判断する際の基礎にしていると明言⁴⁰¹している⁴⁰²。

³⁹⁴Id, at1557, 1604.

³⁹⁵アメリカ法における公正な価格とシナジーの配分問題を検討した研究した文献として、山本真知子「新会社法における株主の株式買取請求権」山本爲 三郎編著『新会社法の基本問題』79 頁以下(慶應義塾大学出版会 2006年)。

³⁹⁶Siegel, supra note262, at103.; Abigail Pickering Bomba, Steven Epstein, Arthur Fleischer, Jr., Peter S. Golden, Philip Richter, Robert Schwenkel, David Shine, John Sorkin, and Gail Weinstein, of Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson, Why Delaware Appraisal Awards Exceed the Merger Price—The Gap Between What the Delaware Chancery Court Says and Does, at2.n7. <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2014/09/why-delaware-appraisal-awards-exceed-merger-price.pdf>.

³⁹⁷James C. Morphy, “Doing Away With Appraisal in Public Deals”. Delaware Lawyer, Vol. 26, 30(2008)

³⁹⁸Jason Mei, Appraisal Arbitrage: Investment Strategy Of Hedge Funds And Shareholder Activist, DEVELOPMENTS IN BANKING LAW, at86-87, n27,28. (2014-2015); Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note396, at4.

³⁹⁹In re Appraisal of Orchard Enter., Inc., No. 5713-CS, 2012 WL 2923305, at *1 (Del. Ch. July 18, 2012). Orchard 事案では、合併価格を138%上回るプレミアムが認められた。ただし、このような事案において、合併価格が買取対象会社の価値について著しく過小評価した可能性も指摘される。See Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note396, at2,4.

⁴⁰⁰Bomba&Epstein& Fleischer etc, supra note396, at5-6.

⁴⁰¹Supra note352, at3.

⁴⁰²以下の事案でデラウェア州の裁判所で買取価格の操作の傾向を考察することができる: Market-check が十分に なされていない5つの利益相反取引である Laidler v. Hesco Bastion Envtl., Inc., No. 7561-VCG, 2014 WL 1877536, at*1 (Del. Ch. May 12, 2014); Towerview LLC v. Cox Radio, Inc., No. 4809-VCP, 2013 WL 3316186, at *1 (Del. Ch. June 28, 2013); In re Appraisal of Orchard Enter., Inc., No. 5713-CS, 2012 WL 2923305, at *1 (Del. Ch. July 18, 2012); Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 508 (Del. Ch. 2010); Sunbelt Beverage Corp. S’holder Litig., 2010 WL 26539, at *5. など高い買取価格を認めた事案では、market-check を完全に怠っていて、裁判所では、買取価格で合併価格におよそ20%~149%のプレミアムを上乗せした価格を認めた。Also see In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL (Del. Ch. May 31, 2016). しかし、Merion Capital LP v. 3M Cogent,

周知のとおり、株式買取請求権の価格決定において裁判所はほとんど DCF 法の分析に排他的に依拠しているが、DCF 法の分析には重大な不確実性が伴う⁴⁰³。そして、裁判所では有意義な market check を行っていない利益相反取引において、DCF 法を通じて高い価格算定を許容 (permit)しているとの指摘がある⁴⁰⁴。また、すでに述べたように、衡平法裁判所では合併プロセスが独立当事者間取引であると判断した場合、合併・取引価格を重視する傾向にある⁴⁰⁵。デラウェア州の裁判所では、株式買取請求権の価格決定において合併価格は無関係であるとしながら、事実上、継続価値の算定における一つのベンチマークとして常に関係性あるものとして扱うようである⁴⁰⁶。近年の事案において、利益相反要素と株式買取請求権は連動しているとの結論は学者間で共有されている⁴⁰⁷。利益相反事案であっても、十分な market check が行われる限り、株式買取請求がなされた場合の公正な価格の判断に際して合併価格に重大な信頼を置くことは今や司法のトレンドであると言える⁴⁰⁸。

また、最近、利益相反規制説を有力に主張している学者らの中には、株式買取請求権訴訟の原告らに、Market test が適正に行われていない利益相反取引に焦点を当てるよう、裁判所において意図的に誘導している可能性を指摘するものもある⁴⁰⁹。market check を取締役らの信認義務の一環として解釈する場合、少なくとも近年の事案において、信認義務と株式買取請求権は機能上関係があるもので、しかも深い関係性を示しているものと見られる。

もし、基準日後に取得した大手機関投資家の権利行使に制限を設けるなどして投機を制限した場合、個人株主が株式買取請求権を行使することはさらに難しくなり、株式買取請求権による利益

Inc., No. 6247-VCP, 2013 WL 3793896, at*26 (Del. Ch. July 8, 2013); IQ Holdings, Inc. v. Am. Commercial Lines Inc., No. 6369-VCL, 2013 WL 4056207, at *3-4 (Del. Ch. Mar. 18, 2013). など利益相反のない取引では買取価格は合併価格をわずかに上回っていない (8.5%~15.6%)。しかも、Huff Fund Inv. P'ship v. CKx, Inc., 2013 WL 5878807 事案では market-check が十分で、売却過程が競争的なオークションであることを理由に合併価格を尊重した。なお、Just Care, Inc., No. 5233-VCP, 2012 WL 1569818 (Del. Ch. Apr. 30, 2012) 事案では、買取価格が合併価格を下回った。

Jason Mei, supra note 398, at 87-89.; supra note 352, at 6.; 注意すべきは、条文上の文言は株式買取請求権の価格決定において合併価格を考慮することを禁ずるものではない。「関連する全ての要素を考慮すべき」との文言は、合併価格を一つの関連する要素として考慮することを明白に許容するものであるとみることができる。

Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note 396, at 9.

⁴⁰³とりわけ、DCF 法に用いられる discount rate には高度な主観的評価が含まれ、数字に対する些細な変更でさえ算定結果に重大な影響をもたらすことになる。Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note 396, at 7.

⁴⁰⁴Kobi Kastiel, Why Delaware Appraisal Awards Exceed the Merger Price, Posted by Co-editor, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, on Tuesday, September 23, 2014

⁴⁰⁵Korsmo& Myers, supra note 365, at 52.; デラウェア州の裁判所では、独立当事者間の取引と評価される株式買取請求事案の価格決定において、その広汎な裁量権を利用して、干渉を避ける傾向も近年の事案において顕著である。See Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc., at *1-2. 2013 WL 5878807

⁴⁰⁶Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note 396, at 3.

⁴⁰⁷Korsmo& Myers, supra note 365, at 22-23. ところが、Korsmo と Myers は、利益相反性が買取価格に影響した可能性以外にも、アブレイザー・アービトラージに対する批判説の影響をデラウェア州の裁判所は考慮にいれている可能性を指摘する。Id., at 24.; Bomba&Epstein& Fleischer etc., supra note 396, at 4-5.

⁴⁰⁸一部の学者は、利益相反取引において、safe-harbor としての Market-test の重要性を強調する。Korsmo& Myers, supra note 354, at 1604.

⁴⁰⁹Jiang& Li&Mei&Thomas, supra note 371, at 13.

相反規制機能は期待できなくなる可能性がある。これが、デラウェア州の裁判所が、アプレイゾー・アービトラージを利用せざるを得ない本当の理由であるかもしれない。

以下では、market check を軸として、近年における株式買取請求権訴訟の流れを考察することにする。

三) market check に関する典型事案の検討

【Union III. 事案⁴¹⁰】

【事案】

創業者の息子であった B(Denis O'Brien)氏は非上場会社である金融会社 UFG 社で CEO であったが、会社の事業戦略上の意見の不一致等から 1999 年、会社の CEO を解任された。この論争の期間中、B 氏は UFG 社に対して訴訟を提起したが、2000 年の定時株主総会において、委任状合戦に失敗し、取締役として再選されなかった。

同時に、UFG 社の取締役会では会社の支払い能力を保証するための戦略を模索したが、FRB による検査で UFG 社及び系列の子会社が資本構成及び貸付損失引当金が不十分との非常に低い評価を受けたため、FRB から不良金融機関との評価をうけた。

これらの一連の問題に解決の見通しが立たなかったため、最終的に B 氏及び UFG 社では会社の売却に合意した。会社の売却過程において B 氏側の投資銀行と UFG'側の投資銀行は協力して行動し、UFG 社の買収に興味を持つ買収者に対して勤勉且つ十分な交渉及び公平なオークションを経て、5 つの買収者が現れたが、最終的に最も優越的なビッドである FB(First Banks)社からの買収提案を受け入れ、FB 社の子会社と合併することに同意した。UFG 社取締役会は FB 社との激しい値上げの交渉を行い、他の個々のビッドも再度の買収交渉を行いうる公平な機会を与えていた。

本件合併は、98%に達する株主らの賛成票を得た。本件事案は、B 氏の家族が合併前に所有していた約 38%の UFG 社株式について株式買取請求権を行使したものである。B 氏は本件合併に反対しており、一株\$16 が公平な価格であると主張した。

Strine 判事は「…現実的な market check は(株式の)価値を証明するにあたって最も重要なものである。」「…本件事案には効果的な売却プロセスが含まれていて、ビッドラーらは会社の事業見通しに関する機密データを受け取った後に、UFG 社の買収に招かれた。…本件合併の売却過程においていかなる重要な側面あるいはタイミングにおいても利益相反の汚染が認められ、結果に否定的な影響を及ぼしたというべき証拠はない。」「…結論からいうと、証拠は、UFG 社は、候補ビッドラーに十分な情報開示がなされるべきという(合併)条項に従い、積極的なオークションを行い、本件合併を十分に市場に曝したことを明白に支持している」として、本件合併価格が公正な価格を決定する際に重要な考慮要素となるとの判断を下した。そして、最終的に、合併価格から 13%のシナジーを差し引いた 8.20ドルが公正な価格の近似値として、1 株当たり 8.74ドルの買取価格を認

⁴¹⁰Union III. 1995 Inv. L.P. v. Union Fin. Group, Ltd., 847 A.2d 340 (Del. Ch. 2003); 邦語文献としては、飯田・前掲(注 266)123-126 頁を参照。

めた。

【Golden GT 事案⁴¹¹】

G(Golden Telecom)社は1999年にデラウェア州で設立された通信会社であり、同年9月に上場されてからNASDAQで取引されていた。G社は主にロシア及びCIS(独立国家共同体)における地域ベースの通信会社に対して、主に自己融資による合併を通じて成長を遂げていた。

G社は伝統的に固定電話におけるラインサービス提供に集中していたが、2006年までにはWiFiサービス・ブロードバンドインターネット事業を含む事業の拡張を始めていた。そして、2007年末までには、小規模会社のおよそ30回にわたる合併を通じて、ロシア及びCIS地域における総合通信設備・インターネットサービスを提供する大手になった。A(Altimo)とT(Telenor)グループは、それぞれおよそG社発行済株式総数の27%、18%をそれぞれ保持していた。

A及びTグループは同時にV(Vimpel Com)社の株式を、それぞれ発行済株式総数の35%、30%を所有していた。A及びTグループはV社の取締役会に代表取締役を送り込んだだけでなく、G社の取締役会にも取締役メンバーを指名している。また、A及びTグループはV社の9人の取締役の過半数(8人)を制して、これはV社における深い利害関係を表しているものである。

2007年10月にG社の取締役会では、5年間の事業計画をねり、会社の継続的な拡張を企図した。ロシアの市場状況のトレンド、特に通信事業を考慮すれば、5年間の事業計画における予測は合理的なものであった。

2007年の初めにV社はG社に、G社を買収することの意向を示した。2007年5月17日、G社はA及びTグループと利害関係を有しない独立取締役らによる特別委員会を設置し、潜在的な取引の相手を模索するものとした。そして、2007年9月V社はG社株一株につき80\$の価格での公開買付を開始した。同月末にV社はG社株式の上昇に伴い、一株当たり80ドルから95ドルの範囲で修正を行った。同年11月12日にV社は一株100ドルまで買収価格を引き上げたが、G社の特別委員会はこの提案を拒絶した。そして、同月28日にV社は一株103ドルまで買収価格を引き上げたが、G社の特別委員会は再び取引を拒絶した。

2007年12月1日V社は一株105ドルの対価を提示し、これを受けて、同年12月3日G社の特別委員会は合併を推奨し、取締役会では全員一致でこの推奨を許可した。G社の特別委員会は、それまでに他のビッドを招致したりあるいはオークションを実施したりしようとしたことはなかったし、かえってAは特別委員会に通知を發し、AはV社以外の如何なるビッドからの合併をも同意しない旨を伝えていた。同年12月20日にCS(Credit Suisse)社は、一株105\$の本件公開買付価格は公正であるとの公正意見を交付した。G社はG社の事業計画と共にこの公正意見をG社の株主全員に配布した。そして同年12月21日にG社はV社との合併契約にサインをした。本件合併契約では、V社はG社の発行済みの普通株式全体を対象に公開買付を実施すること、及び買

⁴¹¹Golden GT LP, 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010), Golden Telecom, 11 A.3d 214(Del.2010). 本件事案の紹介として、飯田・前掲(注266)130-33頁を参照。

付に応じない全ての株式に対しては後に合併価格と同額の現金の交付を受けることの権利に転換されることとされた。

しかし、G 社株式の 27%を所有する A は、自己の所持する G 社株を V 社以外の他のビッドナーに売却するつもりはないことを公表していた。T グループはこの問題について態度を曖昧にしていたが、他のビッドナーに自己が保有する G 社株を売却することについて一切積極的なサインを見せなかったし、自らが送り込んだ G 社の代表取締役はすでに本件合併に賛成票を投じていた。こうして、A 及び T グループが V 社のオーナーとして有する利害関係を客観的に考慮すれば、合併契約締結後に G 社の買収に興味を表す原決定他のビッドナーが現れなかったことも驚くに値しない。

本件合併契約が公表されてから、アナリストらが G 社一株につき 105ドルという合併価格は V 社にとって非常に有利なものであると評価したため、V 社の株価は著しく上昇した。

Morgan Stanley (以下、モルガンと記す)は、合併価格が公表された日に G 社に対する信用格付けを下げ、「G 社は魅力的な成長及び展望を提供しているが、…G 社の少数株主において実現される価値は本件公開買付価格のレベルに限定された可能性がある…」と懸念を表明した。

V 社と G 社との合併手続は、2008 年 2 月 28 日に終了した。最終的に、本件公開買付に応じた株式は G 社の発行済み株式全体の 94.4%に及び、他の 2.2%については直後に一株当たり 105ドルの対価の交付を受けた。しかし、G 社の少数株主であった G(Global)は自己の保有する G 社株式を転換することなく、デラウェア州会社法 262(h)条に基づき株式買取請求権を行使した。2010 年 4 月 23 日、衡平法裁判所の Srtine 判事は、本件合併日時における G 社の公正な価格は、一株 125.49ドルであるという決定を下した。

これに対し G 社は衡平法裁判所が本件合併価格を尊重しなかったことは誤りであって、本件が独立当事者間の取引であり、効率的な市場価格に支持されることから、G 社の本件合併価格は公正な買取価格を表すと主張して、抗告した。G 社は、衡平法裁判所は、買取価格を決定する際に、本件合併対価を反論の余地のないあるいはそうでなくても推定的なものとして尊重するとの基準を採用すべきだと主張した。次に、G 社は衡平法裁判所の価格算定について、とりわけ、市場の証拠を無視したこと及び証拠により支持されない事実認定を行ったこと、さらには DCF 法による価格算定においてグローバル側の専門家によるリスクプレミアム及び長期成長率を受け入れ、混合した β 値を考慮したことによって、裁量権を濫用したと主張した。これらの主張に対して Global は全面的に争い、かつ本件決定に対しては、不正確な税率を用い、バーラ・モデルによる β 値を用いなかったことを不服として、反対抗告を行った。これに対して、デラウェア州最高裁は、次のように述べて、原決定を承認した(以下、本決定と記す)。

「株式買取請求権の行使過程における買取価格の決定の際に、裁判所が結論的あるいは推定的に合併価格を公正な価格として尊重するべき根拠はない。デラウェア州会社法 262(h)条では、合併時点における公正な価格の算定において、明白に衡平法裁判所の判事に独立的な算定を行いうる権限を付与している。本条項は判事に『すべての関連する要素』を考慮することおよび会社の継続価値について算定を行うことにおいて実質的な裁量権を与えている。たとえ、利益相反等の汚染もなく、問題もない合併プロセスにおいても、判事に『結論的あるいは推定的な方法で』

合併価格を尊重することを求めることは、条文の明白な文言に反し、かつわが裁判所の先例に反するものである」。

「価格算定において明白な間違いがある場合、あるいは事実認定が明白な証拠により支持されない場合にのみ、衡平法裁判所は裁量権の濫用があったと認められる。これは重要な基準であり、われわれは抗告段階において衡平法裁判所の価格算定を高いレベルで尊重する。……衡平法裁判所の判断が記録によって支持される限りにおいて、たとえわれわれが独自に判断すれば異なった結論になるかもしれないとしても、われわれは当該衡平法裁判所の実事認定を尊重する。以上から、(本件事案で)衡平法裁判所は価格算定において裁量権を濫用したとは認められない」。

なお、原決定の要点は以下の通りである。

「独立当事者間の取引において、効果的な market check により導かれた合併価格は、もちろん株式買取請求権の行使過程における買取価格決定の際に大きいウェイトが与えられる(Union Ill. 1995 Inv. Ltd. P'ship v. Union Fin. Group, *508 Ltd.)。…しかし、本件事案において Gallagher 氏が特別委員会の議長として審理において認めたように、特別委員会は会社売却のためのいかなる努力も行っておらず、代わりにV社から、良好な取引条件を引き出すことにのみ注力していた。つまりは、売主であるG社の二大支配株主であるA社とT社が、買主であるV社においてより大きな支配権を有している状況において、特別委員会は実質的には支配株主による合併提案に近いものとして本件合併を扱ったのである……」。

「株式買取価格決定の過程において、G社は、まるで特別委員会が最低の価格を保障することで、その後の効果的で受動的な market check を行うための完璧な状況を作り出そうとしたかのように振舞っている。しかし、このような後付けの弁明はいかなる事実的な基礎も欠いている。実際には、積極的な go-shop 条項を盛り込んでいない合併契約と、A社というG社の最大の株主が公表した声明(自己の保有する 27%の株式を他のビッドラーには売却しないとのこと)が他のビッドラーが外部から現れることを困難にしていたのである。G社は、T社は自己の保有する 18%の株式についてはそこまではっきりした態度をとっていないと主張するが、これは本件事案においてG社を助ける理由にはならない。G社の最大株主の経済的な利益がV社に最も有利になるように関連づけられている状況において、理性的な外部からのビッドラーが盲目的に興味を示すだろうといういい方は、かかる最大株主がV社の取締役会において 8 人分の席を保有し、その各々の者がG社との合併から発生するシナジーによって巨額の利益を得られる事案においては、到底、受け入れられるものではない。このような状況下において、特別委員会がもし market check に依拠し、最善の価格を得ようとしていたのなら、A社およびT社に、優越的なビッドラーを支持することへの保証を積極的に要求し、これを利用して他のビッドラーを引き付けようとするべきであった……。以上の理由から、G社の合併価格が会社価値の最も信頼できる指標であるとの主張を排除する」

裁判所が専門家による分析を受け入れるかあるいはどの程度依拠するかは不確実なものである。本件事案では、衡平法裁判所は、合併価格を重視せず、専門家の意見を考慮した後、最終的には裁判所独自の判断を下したが、これが最高裁判所によって是認された。つまり、価格決定に

において、裁判官には非常に大きな裁量権が与えられることになる。

なお、注意すべきは、本件事案は多数株主・機関投資家によるアービトラージの事案ではないということである。しかし、本件決定は類似の事案の流れから考察する場合、近年数多く提起されている株式買取請求事案における裁判所の判断要素及び立場を考察するためには有意義なものであり、特に market check を促すというデラウェア州の裁判所の意図が比較的にはっきり考察できる事案であることが重要である。この点、有力な見解によれば、近年、デラウェア州裁判所は意図的にアービトラージを容認することにより、合併取引において market check を促そうとしており、このことにより利益相を規制すると同時に、少数株主の利益を保護する政策的な意図を示していると解釈されている⁴¹²。

株式買取請求権の行使過程の利息に対する制限、及び De Minimis Exception を設けるといった⁴¹³最近のデラウェア州の立法的な動向を踏まえると、確かに過熱するアービトラージ現象をある程度は抑止しようという政策意図があることは明らかであるが、それによって必ずしもこのようなアービトラージ現象を利用して利益相反規制という政策目的を追求しているとの見方が否定されるものでもないだろう。

【CKx 事案⁴¹⁴】

CKx 社は、娯楽資産を所有及び経営している NASDAQ に上場されている公開会社であり、S(Sillerman)氏により設立されている。S 氏は、CKx 社の筆頭株主であり、20.6%を所有していた。CKx 社の主要財産は、米国でナンバーワンの視聴率を誇る歌番組であるアメリカン・アイドルの所有権を有する 19 エンターテインメントなどがあつた。

CKx 社は事業成長戦略を遂行したが、19 エンターテインメントと Fox 社の契約満了に直面していた。契約継続の見込みは低く、Fox 社がアメリカン・アイドルの番組放送に関する契約を更新できる排他的で永久的なライセンスを有していたため、CKx 社の交渉力も弱かった。

2007 年当時、CKx 社の見通しは非常に明るく、S 氏自身が一株\$13.75 の価格で会社の買収を試みたが失敗した。このことをきっかけに、CKx 社の経営陣及び市場は、会社の売却は間近であると信じた。ところが、2010 年 10 月に、取締役会は会社の売却を考慮しないと発表した。

その後、G(Gores Group)グループから CKx 社に対して一株\$4.75 の買収提案が持ちかけられ、後に、A(Apollo)社からは一株\$5.00 の買収提案がなされた。これらの提案をうけて、取締役会では再び会社の売却に踏み出した。そして、G(Gleacher)社を投資銀行と雇ってオークションを行い、他のビッドダーを招致した。他のビッドダーとの交渉を行って、二つの買収者と守秘契約を締結したが、

⁴¹²2015 年日本私法学会(商法部会)シンポジウムにおける飯田発言「私法」78 号 75 頁(有斐閣 2016 年)においては、アービトラージ買取請求権の行使が非効率的な組織再編を抑止する機能があり得るとの見解が紹介されている。

⁴¹³Wei Jiang, Reforming the Delaware Law to Address Appraisal Arbitrage, <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/12/reforming-the-delaware-law-to-address-appraisal-arbitrage/>, at 12, 30.

⁴¹⁴Huff Fund Inv. P' ship v. CKx, Inc., 2013 WL 5878807 (Del. Ch. Nov. 1, 2013), aff'd, 2015 WL 631586 (Del. Feb. 12, 2015).

二社は途中、交渉から身を引き、最終的には A 社が一株\$5.50 の価格を提示した。G グループは一株\$5.60 まで価格をあげたが、取締役会では彼らの融資が不確実であることを理由に A 社の提案を受け入れた。本件事案において、クラスアクションも提起されたが、最終的には追加的な情報開示及び解約料の微調整で和解が成立した。

原告株主による株式買取請求権の行使に対して、デラウェア州衡平法裁判所は、「…比較会社計算法あるいは比較取引計算法による分析が不可能である場合、…私は合併価格が CKx 社の最善かつ最も信頼できる証拠であると受け止める。」「(Golden GT 事案⁴¹⁵を引用して)効果的な market check により得られた独立当事者間の取引と評価される合併価格には、株式買取請求権の買取価格算定において大きなウェートを置くべきである。…証拠が示している通り、CKx 社の売却過程は徹底的かつ効果的であり、利益相反あるいは忠実義務違反を疑わせるような不安要素を含むものではなかった。…」

「本件事案において、複数者が CKx 社に対して自主的かつ信頼できる買収を試み、取締役会でも…真剣に交渉に臨み、最善の価格を勝ち取るために尽力したのである。取締役会及び投資銀行は入札合戦を開始し、他の潜在的な買収者を探すために market-canvass も行った。…私は、本件売却過程からみて、本件合併価格は CKx 社の公正な価格を決めるにあたって最も関連する要素であると結論づける。」

本件は、十分な market check がなされた場合、合併価格が公正な価格である一番信頼性のある証拠とされる、現在に至る司法審査のトレンドの開幕を意味する事案であり、重要な先例としての価値を有する⁴¹⁶。このようなトレンドは、疑いなくアービトラージの投資戦略に関してはリスクとなる要素を増加させることになったが⁴¹⁷、なお、利息稼ぎを目的とするアービトラージ(interest rate arbitrage)の余地を残すものでもあった⁴¹⁸。

このように、同時期に出された一連の判決は、株式買取請求権訴訟において合併価格及び交渉過程の重要性を強調する傾向にあると評価できる⁴¹⁹。そして、売却過程が十分である(well-shopped) M&A 取引においては、合併価格が公平な市場価格であり、買取価格決定においてもっと高い価格が出される可能性を有効に排除するものである⁴²⁰。

もっとも、株式買取請求ケースは合併のプロセスに問題がある場合提起されることが多く⁴²¹、株式の非公開化・少数株主の締め出し・略式合併など潜在的な利益相反取引に動機付けられたケ

⁴¹⁵Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 507 (Del. Ch. 2010), aff'd, 11 A.3d 214 (Del. 2010).

⁴¹⁶See CKx, 2013 WL 5878807, at *11. See also Merlin Partners LP v. AutoInfo, Inc., 2015 WL 2069417 (Del. Ch. Apr. 30, 2015)

⁴¹⁷Kelly A. Terribile & Justin Mann, Appraisal Arbitrage—Delaware's Response, The GT M&A Report, Vol. 7, Ed. 1, at 15. (May 2015) http://www.shareholderforum.com/appraisal/Library/20150500_GreenbergTraurig-article2.pdf

⁴¹⁸Huff Fund Inv. P'ship v. CKx, Inc., No. CIV.A. 6844-VCG, 2014 WL 545958, at *2 (Del. Ch. Feb. 12, 2014), aff'd, No. 348, 2014, 2015 WL 631586 (Del. Feb. 12, 2015)

⁴¹⁹Merion Capital v. BMC Software, C.A. No. 8900-VCG (Jan. 5, 2015); *LongPath Capital, LLC v. Ramtron Int'l Corp.*, Slip. Op. June 30, 2015, C.A. No. 8094-VCP (Del. Ch. June 30, 2015). ; In re Appraisal of Ancestry.com, Inc., No. CV 8173-VCG, 2015 WL 399726 (Del. Ch. Jan. 30, 2015)

⁴²⁰Jiang & Li & Mei & Thomas, supra note 356, at 11, 20.

⁴²¹Korsmo & Myers, supra note 354, at 1599.

ースであることが多い⁴²²。それ故に、株式買取請求権は、会社支配権取引における経営者・支配株主・内部者に対してバックエンド・チェック機能をもたらしていると考えられる⁴²³。

小括

株式買取請求権は多重の機能を併せ持っていて、判例法もそれを示している⁴²⁴。今日においては、株式買取請求権の流動性機能は消え去り、とりわけ現金を対価とする合併の場面において少数株主保護のための救済として使われる⁴²⁵。株式買取請求権が制定されてから合併取引の本質が劇的な変化を遂げたことを理解しない限り、現在の株式買取請求権の制度趣旨を評価することは難しいことである⁴²⁶。

すでに述べたように、株式買取請求権における厳格な行使手続きは、多数株主が少数株主の支持を獲得するコストを最小限に抑えることに資する。従って、少数株主にとっては一定の金銭的な救済が得られない場合、株式買取請求権はただの理論上の権利に過ぎない⁴²⁷。現段階において、アプリーゾー・アービトラージの現象についての種々の説明を紹介してきたが、アプリーゾー・アービトラージが集合行為の問題の解決に役立つこと⁴²⁸、及び利益相反取引をターゲットとし、かつ有効に対処しているのは明白である。Laster 判事は、ただ訴訟を行うことを目的に株式を購入することを「悪」と呼ぶが、「この『悪』の性質は完全には明らかにされていない」⁴²⁹と言及している。これは、アプリーゾー・アービトラージを容認する一方で、法改正を行い加熱する投機行為に一定の制約をかけようとする裁判所や立法府のやや矛盾する態度を反映しているのかもしれない。

2007年からの利息の改正及び判例の動きにおいて一貫しているのは、デラウェア州の裁判所が株式買取請求権を積極的に利用し、market check を促そうとする試みである。このような裁判所による誘導は、アプリーゾー・アービトラージ現象の決定的な要因の一つであることは明らかであるように思える。では、デラウェア州の裁判所が株主保護のために「積極的」に株式買取請求権を利用しなければならない理由は何であろうか。もし、信認義務違反に対する差止が有効に機能する場合、利益相反に対する信認義務による事前の規制とそれに連動するような利益相反規制を株式買取請求権に明白に反映させるという事後的な規制は組織再編において過大な規制になりかねない。しかし、信認義務による差止は近年はほとんど有効に機能していない状況にある。このことが、デラウェア州の裁判所が、セカンド・ベストとして、株式買取請求権の行使に信認義務違反に対する救済機能を託さざるを得ない原因であるのかもしれない。

⁴²² Jiang & Li & Mei & Thomas, supra note 356, at 21, 22, 24.

⁴²³ Korsmo & Myers, supra note 354, at 1598, 1599.

⁴²⁴ Wertheimer, supra note 239, at 689.

⁴²⁵ Id., at 663.

⁴²⁶ Id., at 676.

⁴²⁷ Siegel, supra note 262, at 79–80.; See Pellman v. Cinerama, Inc., 503 F. Supp. 107, 110 (SDNY 1980)

⁴²⁸ Korsmo & Myers, supra note 354, at 1611.

⁴²⁹ J. Travis Laster, Goodbye To The Contemporaneous Ownership Requirement, 33 Del. J. Corp. L. 673, 683 (2008)

第三節 従来の判例から見た信認義務と株式買取請求権の関連性

一) 株式買取請求権の信認義務訴訟に対する補完機能

統計によると、デラウェア州の株式買取請求権は 1977 年から 1997 年にかけて毎年平均 14 件ぐらいしか使われていない⁴³⁰。そして、信認義務違反のクラスアクションが重要な株主救済策であったことは言わずもがなのことである⁴³¹。ところが、近年、デラウェア州の裁判所は、クラスアクション訴訟の価値について疑いを示す傾向が見せている⁴³²。それは、レブロン義務違反が問題となる事案でさえ、差止訴訟が奏功していないという指摘において明らかである⁴³³。確かに、取締役及び支配株主の信認義務違反行為に対するクラスアクションは、信認義務違反行為の抑止及び全体の株主に補償を与えるという観点からみて依然として重要であり、代替不可能なものである⁴³⁴。

しかし、他方で、信認義務理論が示している限界に対して、株式買取請求権による補正以外にこれを手当てする他の有効な対処策は見当たらないのが現実でもあるのだろう。

興味深いことは、偶然説の主張者からも株式買取請求権の信認義務理論に対する補完機能は認識されていることである。すわなち、不公正な取引により少数株主らが公正な価格以下での価格を受け取ることになるにもかかわらず取締役らの信認義務違反を認めることに裁判所が躊躇するような状況下では、株式買取請求権は、取締役らに個人的責任を認めること(及び予備的差止を認めること)と、彼らを不公正な取引についての意味ある審査から免れさせることとの間にある隙間を規制するための有用な道具となるというのである⁴³⁵。

本論文における筆者の主張は、デラウェア州の判例法上、従来、利益相反規制機能を担ってきた信認義務が、責任規範としての限界から、その適用領域を、market check という行為規範を強調する形で株式買取請求権に係る取得価格決定の局面に部分的にシフトしてきているという見立てである。

そこで、以下では、デラウェア州の判例は、従来から信認義務の問題を、株式買取請求権訴訟においては一向に反映してこなかったかの、という問題について検討することにしよう。

⁴³⁰ 優越的な選択肢はクラスアクションであった。Jiang&Li&Mei&Thomas, supra note 371, at 10.; 例えば、1999-2000 年の間に、213 の取引において提起されたクラスアクションの数は 772 件にも及んだ。Thompson, Robert B. & Thomas, Randall S., The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits. *Vanderbilt Law Review*, 1747-1793(2004). ところが最近になって、ほぼすべての M&A 取引について訴訟が提起され、合併対価の増加はないまま和解に終わっている。Matthew D & Steven Davidoff, supra note 8, at 3.

⁴³¹ Korsmo & Myers, supra note 354, at 1563.

⁴³² その一例が、支配株主の締め出し事案である。See *In re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013) 本件事案ではクラスアクションの適用を効果的に制限しようとしたことである。Jiang&Li&Mei&Thomas, supra note 371, at 10-11.

⁴³³ 情報開示義務違反を理由に提起した訴訟(disclosure-only settlements)における和解は、統計上合併に対する株主らの投票に大きく影響するものではないとの結果が出ている。See Fisch & Griffith & Davidoff Solomon, supra note 61, at 561.

⁴³⁴ 信認義務による制約が存在しない状況下で、判事らによりだされた価格決定が取引市場で得られた結果より正確なものであると信じるのは愚かなものである。たとえ、裁判所により正確な価格算定がなされ、取引価格を上回る価格が認められたとしても、このような可能性は取引自体に対する抑止効果をもたらしかねない。Korsmo & Myers, supra note 365, at 47.; これは Laster 判事が出された論文でも再三強調されている。Laster 判事はレブロン基準を stock-for-stock 合併に適用することを提案している。Laster, supra note 73, at 33-53, 54-55.

⁴³⁵ Korsmo & Myers, supra note 365, at 48.

二)典型事案の検討

【Van de Walle 事案⁴³⁶】

C(Condec)社はニューヨークに設立された機械設備のデザイン・製造などに従事する公開会社で、米国の証券取引所に上場していた。U(Unimation)社は、デラウェア州の会社であって、工業用のロボットの設計・生産を事業として行っていた。1981年11月まで、U社はC社の完全子会社であって、C社がU社の取締役会を支配していた。本件における被告はU社の取締役兼C社の役員・取締役である。

U社及びC社ともに経済情勢の変化がもたらす経営状況の悪化から巨額の事業損失を計上し、収益が著しく減少するなどして、C社では投資銀行であるD(Drexel)社に授権し、会社売却のために潜在的な買収者を模索するようになった。D社は、50以上の潜在的な買収者と接触したが、その中の8社のみU社の買収に真剣な興味を示していた。一連の真剣な交渉を経て、最終的にW(Westinghouse)社のみ十分な買収価格を提供した。そして、W社との数回にわたる値上げの交渉を行った結果、被告らは一株21\$が公正な価格であるとして、W社の買収提案を受け入れた。

原告らは本件売却価格が公正さに欠けたものであり、会社の売却過程に被告らに善管注意義務違反及び忠実義務違反があるなどを理由に訴訟を提起した。

Jacobs 判事は、「C社及び取締役らは、U社の少数株主らの間に利益相反問題は存在しない。」「被告らの8か月にわたる市場検査及び彼らのW社との真剣な交渉は、被告らがU社の全体の株主らのために最善の取引を勝ち取るために動機付けられたものであった」と認定した。

合併価格の公正さについて、裁判所は次のように述べた。「一株21ドルという合併価格が公正な価格であるとの一番説得力のある証拠は、それが独立当事者間における取引の交渉の結果であることである。売却者であるC社及びU社は、最善の価格をえられるように動機付けられ、勤勉且つ広範囲にわたる市場検査(canvass of the market)を行っているが、これらはそれ以上の優越的な価格が得られないことを確信させるものである。」「取引の価格が、客観的な市場の現実により練りだされたということは、専門家による不可避免的に主観的な思考プロセスを経て得られた価格算定の結果とは違って、価格が公正であることの強力な証拠である。」「…会社の支配権が売却される場面において、オークション・マーケットあるいは、それと同等の効果を有するマーケット・チェック(market canvass)を経たことは、このような売却において重要で、高度に信頼性のある、取引が最善であるとの証拠を提供することになる。」

【Prescott 事案⁴³⁷】

C(Coleman)社はキャンプ用品及び運動器具を製造する会社であって、1992年から1998年の間にC社のおよそ80%に達する議決権株式はM&F社により所有されていた。その後から2000年1月の当該合併日までの間に、C社の支配株主はS(Sunbeam)社であった。本件合併はC社とS社との間に行われた非上場化を目指した合併であり、ほぼ二年間の歳月がかかって行われた。合併

⁴³⁶Van de Walle v. Unimation, Inc., No. 7046, 1991 WL 29303 (Del. Ch. Mar. 7, 1991)

⁴³⁷Prescott Grp. Small Cap, L.P. v. Coleman Co., No. CIV.A. 17802, 2004 WL 2059515 (Del. Ch. Sept. 8, 2004)

契約の内容によれば、S社はC社に対して27.50ドルの現金及びS社の株式を支払う形で、二段階合併を行うことになっていた。合併第一段階において、S社はM&F社のC社における79%の過半数株式を取得したが、それと引き換えにM&F社は当時一株32\$に相当するS社の株式・現金等のパッケージを受け取った。

その直後に、合併第二段階が行われたが、C社の少数株主はM&F社が受け取ったのと同価値のものを引き受けるはずであった。ところが、C社の新支配株主であるS社が虚偽的な資産報告を公表し、S社の収益及び財務状況を過剰評価したことが発覚し、その結果、2000年1月までSECにより合併第二段階を行うことが禁止された。この間に、S社の株価は著しく下落し、その結果、C社の少数株主らは最終的にはS社から9.31\$しか受け取れなかった。

C社の少数株主らは株式買取請求権を行使し、合併日におけるC社の公正価格は31.94\$であると主張したが、C社は公正な価格は5.83\$であるとして争った。裁判所は最終的に一株32.35\$を公正な買取価格として認めた。

JACOBS 判事は、「独立当事者間の取引における合併価格は…価格が公正であるとの非常に有力な証拠である。」「当裁判所は、1998年の合併第一段階が行われた時点における価格(C社一株当たり32\$に相当するS社の株式・現金等のパッケージ)が公正な価格であるための最も信頼すべき、説得力のある証拠は、本件合併取引が独立当事者間の取引であるということである。」と判示した。

また、同年に出された *Dobler v. Montgomery Cellular Holding Co.*, 2004 WL 2271592 (Del. Ch.2004) 事案判決で LAMB 副判事は、「…当裁判所は、最初の Verizon の契約は妥当な比較取引価格であるとの主張を受け入れる。何故なら、それはマーケット・チェック(market canvass)を通じて潜在的な買収者を探し出し、投資銀行を雇って潜在的なバイヤーを誘致したこと、そして Verizon とも独立当事者間の取引と評価できる交渉を行っている(からである)。」⁴³⁸

【Highfields 事案⁴³⁹】

M(MONY)社は総合生命保険事業を行う会社である。1980年代末に保険市場は著しく集中化され、規模及び効率性における優位性は必要不可欠なものとなったため、M社は、製品ラインの多様化・他社との合併などの戦略をとって競争で勝ち抜くための努力を行った。ところが、これらの努力にもかかわらず、M社は依然として、自社の事業モデルにおける著しい非効率性問題に悩まされることになった。

資本・流動性及び収益の状態の悪化により、M社は格付け機関からの継続的な圧力を受けていたが、これらの要素は顧客らの会社の対する見方に大きく影響するものであった。また、低い格付けは会社の潜在的な投資家らにM社が高いリスクを孕んでいるとの信号を送り、理性的な投資家

⁴³⁸*Dobler v. Montgomery Cellular Holding Co.*, No. CIV.A. 19211, 2004 WL 2271592, at *13 (Del. Ch. Sept. 30, 2004)

⁴³⁹*Highfields Capital, Ltd. v. AXA FINANCIAL*, 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007); 邦語による評釈としては、永江亘「保険グループ会社の公正価格評価に DCF 法の適用が否定された事例」近藤光男=志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究[第2巻]』89-97頁(商事法務2012年)

らはこれらのリスクと引き換えに更に大きい見返りを求めた。これらの困難に直面して、M 社では株主の価値を高めるための戦略的な選択肢を模索し、2001 年の取締役会では、第三社との合併を決議した。

その後、AXA 社が M 社との合併に興味を示し、一株\$26 の買収価格を提示した。M 社では CSFB 社をフィナンシャル・アドバイザーとして雇用し、本件合併の交渉に臨んだ。数回にわたる交渉を経て、最終的に AXA 社は、M 社に対して一株 \$31 の現金を提示し、M 社の取締役会では本件合併価格が公平であり、且つ株主の価値を最大化するものであると判断し、合併を行うことに合意した。本件合併価格は、M 社の近時の取引価格に 7.3%のプレミアムがつくものであった。本件事案では、株主である Highfields Capital, Ltd.等機関投資家らにより株式買取請求ケースが提起され、1 株当たり 37~47ドルが公正な価格であると主張したが、裁判所は、結果的に 1 株当たり 24.97ドルの買取価格を認めた。

Lamb 判事は、保険会社の価格評価に当たり DCF 法が重要な指標としての地位を有していないことを理由に、本件での公正な価格算定において DCF 法による評価価格を考慮しないとした。そのうえ、Union Ill.判決⁴⁴⁰を引用し、次のように判示した。「株式の買取請求における『公正な価格』というのは、合併における第三当事者に対する価格ではなく、その会社の独立価格(stand-alone value)であることはよく知られていることではある。」「しかし、問題となっている合併が独立当事者間の取引と評価できるプロセスによる結果であって、客観的な市場の現実を著しく捻じ曲げるような構造的な障害が存在しない場合には、裁判所は、合併価格が公正な価格の徴表であるとして、これに大きなウェイトを置くべきである」。

本件では、51%の株主により賛成票が得られ、16.7%の株主から株式買取請求権の行使要求がなされたが、最終的には Highfields のみが行使した。本件では、優越的なビッドナーが現れなかったことをもって原告は取引過程に障害があったと主張したが、裁判所はこれを問題視せず、むしろ、そのことを M 社が潜在的な買収者にとってそれ以上の価値のないものであった解釈した。本件では、M 社の取締役会側に利益相反が疑われる事情はなく、合併交渉過程における取締役会の独立性も十分に保たれ、market check も十分になされたことで、優越的なビッドナーの出現を阻止するための障害は存在しなかったと評価されたのである。

その後の、In re Sunbelt Beverage Corp. S'holder Litig., 2010 WL 692400 (Del. Ch. Feb. 15, 2010), 2010 WL 26539 (Del. Ch. Jan. 5, 2010)において、Chandler 判事は、「…たとえ専門家による価格算定の結果が提出されたとしても、裁判所は、独立当事者間の取引であったことは、当該価格が公正であるとの最も説得力のある証拠であると認め得る」ことを示した。

【小括】

以上、market check を取締役の信認義務の内容の一つと見るなら、デラウェア州の判例は、従

⁴⁴⁰Union Illinois 1995 Inv. Ltd. P'ship v. Union Fin. Gp., Ltd., 847. A.2d 340 (Del. Ch. 2004)

来から、株式買取請求ケースにおいて常に信認義務を意識し、部分的であるとはいえこれを公正価格判断に反映させてきたようである⁴⁴¹。

なお、近年、デラウェア州では利息制限改正(Interest Reduction Amendment)⁴⁴²及び De Minimis Exception を制定し、株式買取請求権者を百万ドルあるいは議決権の 1%以上の株式を所有する者に限定⁴⁴³ するなど一連の改革を通じて、株式買取請求権制度に一定の制約を課している。

前述したとおり、レブロン義務違反が問題となる事案と株式買取請求事案において、デラウェア州の裁判所では、market check を重視する傾向を示している。そして、株式買取請求事案において market check が十分に行われていない利益相反ケースにおいては、裁量的に高い買取価格を認め、そうではない独立当事者間の取引においては合併価格を尊重する傾向を示している。そして、実際、競合的な合併プロセス及び通常高くみられる合併価格が支払われた場合、株式買取請求権は通常行使されない傾向にあるが⁴⁴⁴、一方、売却プロセスに問題がある場合、株式買取請求権は積極的に行使され、望ましい抑止効果をもたらしていると思われる⁴⁴⁵。

一部の学者によれば、デラウェア州の裁判所で株式買取請求権の価格を裁量的に認定することの背景には、支配株主・MBO 等利益相反取引において意味のある market check がなされないことのほか、公正意見・買収対象会社の投資銀行の利益相反問題・専門家による財務分析、などへの裁判所の不信が窺えるとされ、それは裏から言えば、裁判所は合併等当事者らに意味のある market check を促そうとしているのだと解されている。「合併価格と売却過程は会社の継続価値の決定とは無関係である」という伝統的な立場にもかかわらず、裁判所は、利益相反取引において market check が行われない場合、合併価格の公正性に対して不信感を表しているということである⁴⁴⁶。この見解は、株式買取請求ケースにおける利益相反規制のために、信認義務と株式買取請求権とが連動関係にあるべきことを主張する。

ここで留意すべきは、株式買取請求ケースにおいて、デラウェア州の裁判所は、投資銀行の利益相反問題に対する考慮を強めていることである。筆者は、別の論稿ですでに述べたように、近年、企業再編過程における取締役らの信認義務理論は、主に投資銀行の利益相反問題に直面することで限界を表している。もし、本論文での結論が正しいとすれば、近年の株式買取請求ケースは、「信認義務違反を株式買取請求権の買取価格決定に係る判断に反映させない」というデラウェア州裁判所の伝統的な立場に明らかな変化が現れ始めていることを示している。その原因としては、主に信認義務違反に基づく合併等の差止に係る意義と機能の喪失があることが推測される。もともと、一部の学者は、株式買取請求権ケースにおいて、売却プロセスの審査に係るレブロン基準の導入に反対しており、その理由は、弁護士が手数料を稼ぐだけで、真の株主の保護にならないか

⁴⁴¹ 実際の衡平法裁判所の判断には、独立当事者間の取引と評価されるような場合には、実際の合併価格が参照される傾向にある。そして、たとえ利益相反の要素のある買収であっても、有効な market-check をへて独立当事者間の取引で行われたと評価される場合には、買取価格の算定において実際の合併価格を最も重要な算定根拠とする。飯田・前掲(注 266) 152,153 頁。

⁴⁴² Jiang&Li&Mei&Thomas, supra note 371, at 4,6,34.

⁴⁴³ Id, at 3

⁴⁴⁴ Korsmo& Myers, supra note 365, at 55-56.

⁴⁴⁵ Supra note 352, at 4

⁴⁴⁶ Kastiel, supra note 404.

らだ、としている⁴⁴⁷。しかし、レブロン基準は引き続き合併等取引交渉過程における取締役の行為を規律するための強力な事前的な役割を担うべきである⁴⁴⁸。そして、近年の判例の考察から、株式買取請求ケースにおける信認義務(レブロン義務や market check などの要素を含む)の意義と役割を推論することは十分可能であるが、両者の関係性についてさらなる明証性を求めることは現時点では困難であり、さらなる判例・実務の積み重ねを待つほかない。

三)レブロン義務理論の修正の可能性

最後に、以上の議論を踏まえて、レブロン義務理論の修正の可能性について検討することしよう。

かすがい金融を代表とする投資銀行の利益相反問題は、産業の集中化により、会社の売却場面において、より普遍的な問題になっていくだろう。その場合、取締役がプロであるアドバイザーの利益相反に対する注意義務違反(監視義務違反)及び自らの利益相反による忠実義務違反等が問われる可能性もあり、それは有能で経験豊富な取締役にとっては大きな問題ではないかもしれないが、そうでない取締役の場合にはあまりにも過酷な責任を負わされることになりかねない。この意味で、レブロン基準は取締役らに過大な責任を押し付ける可能性が否定できない。

そのために、裁判所において、投資銀行の利益相反を一定程度許容しながら、競合的なビッドが現れた場合に当該先行するビッドにつき予備的差止(場合によって限定的差止)を認める余地を残すことが、株主の利益保護との関係では理想的な提案であるかもしれない。しかし、これでは裁判所が投資銀行の利益相反を許容する⁴⁴⁹こととの関係で、取締役が忠実にレブロン基準に従って行動するためのインセンティブを弱めてしまうかもしれない。何故なら、取締役の利益相反問題あるいは投資銀行の利益相反問題(もしくは両者が同時に問題になる場合)が明白に取引最善価格に影響を与えたこと、且つ優越的なビッドが現れたことという二つの条件を同時に満たさない限り、裁判所がレブロン義務違反根拠に差止を認め、あるいは損害賠償責任認めることはないからである。しかも、強い利益相反の故に競合的なビッドが現れずに差止が認められなかった事案と、利益相反が軽微である故に競合的なビッドが出現し差止が認められた事案と間の価値的なアンバランスを考えると、意図的且つ「巧妙に」軽微な利益相反を利用しようとするインセンティブを助長することになりかねず、会社の売却市場におけるモラルハザードを招きかねない。

組織再編の効率性確保と信認義務理論は両立させる必要がある。すなわち、経営者には損害賠償責任を含め過酷な責任は負わせないこと、投資銀行の利益相反は一定程度で許容すること、そのかわり合併等の手続きの公正確保については market check を軸として取締役らに最善の努力を求めること、これらの要素を全て考慮に入れて、一定の幅の中で柔軟にルールを設計し、運用するしかない。そこから、株式買取請求権を利用して market check を促すことが有力な方策として浮上してくる。そして、おそらくはそれが、デラウェア州の裁判所が機関投資家による投機的行為をある程度容認している理由の一つであろう。

⁴⁴⁷Korsmo & Myers, supra note 365, at 64.

⁴⁴⁸Johnson, supra note 55, at 20.

⁴⁴⁹投資銀行の利益相反問題に対して全面的な情報開示がなされることがその前提である。

レブロン義務違反が問題になった株式買取請求ケースにおける market check の意義を知る上で、次のような CKx ケース⁴⁵⁰における Strine 判事の言葉が参考になる。「あなた自身は自分が市場より聡明であると思うだろうが、Burt Malkiel 氏の書いた『A Random Walk Down Wall Street』という本を読んでみたら自身の愚かさに気づくだろう。そして、市場価値を示す一番の証拠は market check において発見できるのである。」

デラウェア州の裁判所では、従来から信認義務を部分的であったとはいえ、株式買取請求ケースにおける公正価格決定判断に反映してきているし、近年は信認義務違反による差止が機能を失うことでますますその傾向が明らかになってきているというのが本論文の結論である。株式買取請求権の制度趣旨の間に見られる適用上の相互矛盾は、その制度自体が内包する野望・混乱等の現れである⁴⁵¹。株式買取請求権の制度趣旨を一つとして解釈することは、制度の現実の運用において無理がある。株式買取請求権制度は、合併等取引の効率性をできる限り阻害することなく、支配株主・取締役さらには投資銀行等の利益相反を規制し、少数株主の利益を保護するという、制度自体が内包するアンビバレントな宿命から離れることができないだろう。

第三章 日本の株式買取請求権に関する議論及び日本法への示唆

第一節 はじめに

株式買取請求権は昭和 25 年の商法改正により、米国の株式買取請求権を参考に導入された⁴⁵²。その後の平成 17 年の会社法の制定により、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」(改正前商法 408 条ノ 3・374 条ノ 3 第 1 項・374 条ノ 31 第 3 項)から「公正な価格」へと文言・内容が大きく変更され(会社法 785 条・797 条・798 条・806 条)、組織再編等がなされた場合のシナジーの配分が可能になった⁴⁵³。シナジーの配分が可能になったことについて、合併条件等の公正を担保する他の制度が強くないため、株式買取請求権を強化する必要が生じたことを理由にしている⁴⁵⁴。

⁴⁵⁰Huff Fund Inv. P'ship v. CKx, Inc., No. CV 6844-VCG, 2013 WL 5878807(Del. Ch. Nov. 1, 2013), aff'd, No. 348, 2014, 2015 WL 631586 (Del. Feb. 12, 2015)

⁴⁵¹Kanda & Levmore, supra note 234, at 473

⁴⁵²株式買取請求権の制度導入当初、少数株主の保護のための自益権であるとの説明がなされる一方、合併等会社の重要な取引活動が少数株主に妨害されることなく、多数派の意向に従って円滑に行われるという趣旨もあるといわれていた。木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数株主の保護(1)」論叢 141 巻 4 号, 31 頁(1997)。; 株式買取請求権が行使されることにより資金調達のために会社側に著しい負担になるゆえに、会社側で決議を中絶するなど、制度は一定程度予防的機能をもっている。木俣由美「株式買取請求手続の再検討〔下〕—買取価格決定過程における公正の実現について—」商事法務 1464 号 30-31 頁(1997)。

⁴⁵³立案担当者の説明として、相澤哲=細川充「組織再編行為(下)」商事法務 1753 号 46 頁(2005 年)を参照(株式買取請求権を行使しようとする株主の中には、当該組織再編行為には賛成であるが、交付される対価に不満足であるものへの救済として、買取価格を「公正な価格」へと変更している)。

⁴⁵⁴藤田・前掲(注 13) 281-282 頁。;改正の意図は、当該組織再編によるシナジーその他企業価値の適正な配分まで反対株主に補償しようとする趣旨である。藤田・前掲(注 13) 264 頁。日本の組織再編を巡るルールの特徴として、合併比率の公正さについての事前審査がないこと及び、事後的な救済として、多数株主の忠実義務といったも

株主の救済方法として、会社法 784 条 2 の組織再編行為の差止は、組織再編行為手続きの法令・定款違反に限定される⁴⁵⁵が、企業価値を毀損し得る組織再編行為であっても組織再編比率が公正である限り差止の対象とはならない⁴⁵⁶。また、組織再編無効の訴え(828 条 1 項 7 号～12 号)は、株主総会決議に取消の瑕疵がある場合にのみ認められる⁴⁵⁷。株式買取請求権は組織再編行為の差止・無効の訴えでは救済されない不当な組織再編行為に対する株主の救済制度の一つとして、また、取締役の責任追及(429 条 1 項)では救済されない株主の不利益を救済する点に存在意義が認められる⁴⁵⁸。

通説的な見解は、株式買取請求権制度を経営者あるいは多数株主の忠実義務論の中で位置づけるべきであるとする⁴⁵⁹。従って、株式買取請求権の趣旨は通説的な見解によると、会社の基礎的行為による重要な変更に対する反対株主の退出する権利を保障すること(部分解散)⁴⁶⁰及び取締役の善管注意義務違反行為により株主が被る損害の実質的な賠償(損害填補機能)⁴⁶¹である。株式買取請求権は間接的には一定程度不公正な合併を抑止する機能有している⁴⁶²。ところが、二重の機能を株式買取請求権制度に盛り込むことで、株主の機会主義的行動を招く懸念から、一部の学者からは制度改正の提案もなされている⁴⁶³。少数株主の救済、あるいは不公正な組織再編の是正を、株式買取請求権制度に大きく依存するのが日本の組織再編法制の現状であるが⁴⁶⁴、現在に至っては、判例の蓄積によりその基本的なルールが確立してきている⁴⁶⁵。

本章では株式買取請求権制度における裁判所の裁量、公正な価格の算定における組織再編手続きの公正性の考慮及び株主による投機問題に焦点を当てて考察を行い、最後に日本の合併等の場面における取締役の義務において、米国の比較法研究から得た知見である market

のないことがあげられる。こういう特徴をそのまま維持するという前提をとって、なおかつ公正な条件による組織再編の継続的な投資の利益を保証する、というふうな政策的な結論をとらなければいけない。「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」証券取引法研究会研究記録(第 15 号)

<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/015.pdf>, 9-10 頁。なお、買取を請求する株主が多ければ多数派も所期の目的を達しないことで、株式買取請求権制度は不公正な合併を抑止する予防的機能のある程度もついている。龍田節「合併の公正維持」『法学論叢』第 82 巻第 2・3・4 号(大隅博士還暦記念号)283 頁(昭和 43 年)。

⁴⁵⁵略式組織再編行為は除外する。

⁴⁵⁶黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路 - 江頭憲治郎先生古稀記念』415 頁(有斐閣 2017 年)。

⁴⁵⁷黒沼・同上 415-16 頁。

⁴⁵⁸黒沼・同上。

⁴⁵⁹神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」『80 年代商事法の諸相・鴻常夫先生還暦記念』355 頁(有斐閣 1985 年)

⁴⁶⁰神田・前掲(注 13) 5 頁。TBS 事件判決で最高裁が初めて株式買取請求権の制度趣旨を明らかにした。最高裁の立場を考察すると(最決平成 23・4・19 民集 65 巻 3 号 1311 頁。同旨、最決平成 24・2・29 民集 66 巻 3 号 1784 頁)、「反対株主に『公正な価格』での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」

⁴⁶¹神田・前掲(注 13) 5 頁。

⁴⁶²川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』190 頁(有斐閣 2013 年)。

⁴⁶³すなわちドイツの現金代償制度を参考にすべきとの見解として、島田志帆「株式買取請求権制度の意義の再検討—ドイツ組織変更法上の現金代償制度を参考に」『法学政治学論究』62 号 101 頁(2004 年)、松尾健一「合併における種類株主総会決議の要否——ドイツ法を参考に」『同志社法学』303 号 132 頁(2005 年)。

⁴⁶⁴川島・前掲(注 462) 214 頁。

⁴⁶⁵藤田友田敬「株式買取請求権をめぐる諸問題—会社法制定後 10 年の経験を経て」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路—江頭憲治郎先生古稀記念』433 頁(有斐閣 2017 年)。

check を取り込むことの可能性について言及することにする。なお、価格算定の基準日の問題に関する議論やシナジーの配分方法など公正な価格の算定方法に関する議論は適宜省略することにする。そして、最後に比較法の視点から信認義務と株式買取請求権制度に関する日本とデラウェア州法制度の全体的な外観を比較・検討することにする。

第二節 裁判所の裁量

制度改正によりシナジーの配分を可能にするということは、裁判所による企業再編条件のレビューとあるべき企業再編条件の再設定という性格をもつ⁴⁶⁶が、企業再編によるシナジーの配分についてどの範囲で裁判所が介入すべきかについては、理論的には決定的な答えがなく⁴⁶⁷、その配分方法について明白な方法は確立されていない状況にある⁴⁶⁸。そして、改正の意図は保証機能の拡張であったが、改正後の裁判例では実際には換金機能しか果たしていないのが現実である⁴⁶⁹。その理由として、日本では企業価値を増加させないあるいは組織再編条件が不公正であると認定することに裁判所が消極的であることがあげられる⁴⁷⁰。

そして、「公正な価格」の算定は裁判所の合理的な裁量の範囲内にある(最決平成 23・4・19)。企業価値の増加の有無の認定及びその増加した企業価値の公平な分配は困難な作業であるが⁴⁷¹、最高裁は、企業価値の増加の有無に関しては裁判所が積極的に判断を示すことを黙示のうちに是認しているとの指摘がある⁴⁷²。

楽天 TBS 事案判決(最決平成 23・4・19 民集 65 卷 3 号 1318 頁)で最高裁は次のように述べる。「反対株主が株式買取請求をした日における市場株価は、通常、吸収合併等がされることを織り込んだ上で形成されているとみられることからすれば、同日における市場株価を直ちに同日のナカリセバ価格とみることとは相当ではなく、上記ナカリセバ価格を算定するに当たり、吸収合併等による影響を排除するために、吸収合併等を行う旨の公表等がされる前の市場株価を参照してこれを算定することや、その際、上記公表がされた日の前日等の特定の時点の市場株価を参照するのか、それとも一定期間の市場株価の平均値を参照するのか等については、当該事案における消滅株式会社等や株式買取請求をした株主に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられているものというべきである。」「また、上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定するにつ

⁴⁶⁶ 藤田・前掲(注 13) 264 頁。

⁴⁶⁷ 藤田・前掲(注 13) 276 頁。

⁴⁶⁸ 川島・前掲(注 462) 199 頁。シナジーの配分基準について検討した文献として、内田修平『『公正な価値』の理論的検討』商事法務 1887 号 106 頁(2010 年)を参照。

⁴⁶⁹ 藤田・前掲(注 465) 440 頁。

⁴⁷⁰ 会社法のもとでは、企業価値の毀損あるいは組織再編等の条件の不公正のいずれかが認められない限り買取価格は基準時における市場価格とされることである。藤田・前掲(注 465) 440 頁。

⁴⁷¹ 藤田・同上 440 頁。

⁴⁷² 飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の中立て——株式の評価」法学教室 384 号 29 頁(2012 年)。最高裁は「裁判所による買取価格の決定は、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではなく、裁判所において上記の趣旨に従い『公正な価格』を形成するものであり、また会社法が価格決定の基準について格別の規定を置いていないことからすると、その決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解される」最高裁昭和 47 年(ク)第 5 号同 48 年 3 月 1 日第一小法廷決定・民集 27 卷 2 号 161 頁参照。

いても、同様である。」

そして、下級審裁判例ではあるが、インテリジェンス事件(東京高決平成 22・10・19 判タ 1341 号 186 頁)では、企業価値の毀損を認定し、「ナカリセバ価格」の算定⁴⁷³において、株式交換の計画前の株価を参照しつつ、回帰分析的手法により補正を加えた(最高裁は原審判断を承認した。最決平成 23・4・26)。また、レックス事案判決の全部取得条項付種類株式の取得価格決定について、最高裁は(最高裁判所第三小法廷平成20年(ク)第1037号,平成20年(許)第48号平成21年5月29日決定)、「会社法172条1項各号に定める株主により取得価格の決定が申し立てられると、裁判所は、取得日(173条1項)における当該株式の公正な価格を決定する。その決定は、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上での裁判所の合理的な裁量によってされるべきものである」⁴⁷⁴。

株式買取請求権及び買取価格決定において、「公正な価格」の算定方法は異なるとはいえ、裁判所に幅広い裁量権を認めているのは米国のデラウェア州の判例と同様である⁴⁷⁵。

第三節 公正な価格と株式買取請求権手続きの公正性

一) 株式買取請求権手続きの公正性

テクモ事案判決(最決平成 24・2・29 民集 66 卷 3 号 1784 頁)で最高裁は「一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。」「そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続きにより株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である。」(下線筆者)

多数説は、組織再編が独立当事者間の取引の結果である場合には、原則として交渉の結果を尊重し、組織再編が支配・従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編条件の形成過

⁴⁷³「ナカリセバ価格」を認めた判決として、最決平成 23・4・19 民集 65 卷 3 号 1315-1316 頁、最決平成 23・4・26 判時 2120 号 126 頁等がある。

⁴⁷⁴レックス・ホールディングス事件最高裁決定の田原裁判官の補足意見(最決平成 21・5・29 金融・商事判例 1326 号 35 頁)では、取得価格の算定について以下のように述べている。「すなわち、取得価格決定の制度が、経営者による企業買収(MBO)に伴いその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみれば、取得価格は、[1]MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、[2]MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。」

⁴⁷⁵Golden GT LP, 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010), Golden Telecom, 11 A.3d 214(Del.2010)

程の公正性を審査し、形成過程の公正性が認められる場合には交渉の結果を尊重すべきであると
する⁴⁷⁶。具体的に、独立当事者間の組織再編で裁判所は原則として、組織再編は公正かつ企業
価値を毀損せずに行われたという前提で「公正な価格」を決定し、条件が公正でないことまたは企
業再編自体が企業価値を毀損したことを強く推定させる特段の事情を反対株主が疎明する必要が
あるとする⁴⁷⁷。

藤田教授は、株主の一部が当該組織再編に特別な利害関係を有して、その結果企業再編
条件が公正でない故に、裁判所の介入が必要な場合、「公正な価格」の算定において、裁判所は
実務的な実行可能性という観点から、再編前の当時会社の企業価値を主たる基準として合理的に
説明可能な範囲内に収まるかどうかを判断すべきであるとする。もし、当事者の設定した条件が合
理性を欠くと判断された場合、裁判所で独自に算定を行うことを提案する⁴⁷⁸。

その他、裁判所が常に公正な価格を独自に決定することは、価格決定の予測可能性が害され、
組織再編を委縮させかねないとする見解⁴⁷⁹、独立当事者間の組織再編について、反対株主に株
式買取請求権による保護を与える必要性について疑問を提示する見解⁴⁸⁰など主張されている。あ
るいは、株式買取請求権が株主総会における多数決原理の修正する制度であるにも関わらず、裁
判所が大多数の株主が賛成したことを理由に市場株価をもって公正な価格とするのは裁判所に託
された役割の放棄であるとの批判⁴⁸¹もある(この説は、価格算定における裁判所の積極的な働きに
期待をかける立場であると理解し得る)。

二)市場価格の参照

デラウェア州の判例とは対照的に⁴⁸²日本の裁判所は、ナカリセバ価格やシナジー分配価格の
算定に際して市場価格を参照することが多い⁴⁸³。

楽天TBS事案では(最決平成23・4・19民集65巻3号1318頁)「株式が上場されている場合、
一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考
慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているとすることができるから、
上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに
当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そ
うでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる」
とする⁴⁸⁴。

わが国の多数説も、市場価格が存在する株式の価値を算定する場合、市場価格に基づくのは

⁴⁷⁶ 藤田・前掲(注13)288-90頁。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号79-80頁(2006年)、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26頁
(2007年)、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35頁以下(2007
年)を参照。

⁴⁷⁷ 神田・前掲(注13)6-7頁。;田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室350号65-67頁(2009年);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25頁(2009年)を参照。

⁴⁷⁸ 藤田・前掲(注13)296頁。

⁴⁷⁹ 伊藤靖史=大杉謙一=田中亘=松井秀征『会社法(第3版)』409頁(有斐閣2015年)[田中亘]。

⁴⁸⁰ 田中・前掲(注477)71頁。

⁴⁸¹ 黒沼・前掲(注456)426頁。

⁴⁸² デラウェア州の裁判例においては、市場株価が買取価格の算定に用いられることはほとんどない。飯田・前掲
(注266)140頁。

⁴⁸³ 飯田 秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務2076号38頁(2015年)

⁴⁸⁴ 学者からは、裁判所では市場価格以外の証拠を排除する意図ではないとの指摘がある。飯田・同上39頁。

原則として合理的であると肯定する⁴⁸⁵。

第四節 株主総会の基準日後の株主・組織再編計画の公表後の株主と投機の防止

前述した通り日本の会社法では、利益相反性の高い取引も含め、組織再編の審査を株式買取請求権に依存する制度設計になっていることで、濫用的な株式買取請求権が行使される問題が存在する⁴⁸⁶。従って、反対株主の株式買取請求権をめぐっては、株主に不当な投機の機会を与えることになってはならないという問題に焦点をあてて活発な議論が行われてきている⁴⁸⁷。とりわけ学説・裁判例でも基準日の設定において、いかにして投機を制限すべきかが検討されてきている⁴⁸⁸。

まず、価格算定の基準時については、かつて下級審裁判例・学説の中には、次のような分布が認められた。①承認決議時説、②権利行使時説、③買取請求期間満了時説、④効力発生時説、⑤裁判所の裁量時説⁴⁸⁹。しかし、最高裁はTBS事件判決で原則として②権利行使時説を採用し、この立場はインテリジェンス事件及びテクモ事件の最高裁判決でも引き継がれている。

次に、株主総会の基準日後に取得した株式について、学説では、基準日の段階では株主総会の議案の内容が株主あるいは株主となろうとする者に必ずしも明らかになっていない場合があるため、当該議案に反対する権利を持たない株主の救済のため、株主総会の基準日後株式を取得した者に株式買取請求権の権利行使を認めるべきとする見解が有力である⁴⁹⁰。下級審判例には、全部取得条項付種類株式の取得の事例で、株主総会の基準日後に取得した株式について会社法172条の価格決定申立権を認めたものがある⁴⁹¹。

この点、議案の内容と決議の成立が明らかになった時点以降に取得した者の請求を排除すべきとの見解もある⁴⁹²。旧商法下の学説には、投機防止の観点から、組織再編計画の公表後に株式を取得した株主については、その主観的な動機を問題視し、たとえ株主総会の基準日株主であっても株式買取請求権を認めるべきではないとする見解⁴⁹³もあれば、同じく投機防止の観点から、買取価格を決定する場合組織再編の計画公表後に株式を取得したものに限り、買取価格の上限

⁴⁸⁵ 市場価格を用いて算定する手法を支持する見解として、岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』101頁(商事法務2009年)、田中・前掲(注477)67頁、関俊彦『株式評価論』259-262頁(商事法研究会、1983年)。

⁴⁸⁶ 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39頁(2010年)。

⁴⁸⁷ 弥永真生「反対株主の株式買取請求をめぐる若干の問題」商事法務1867号11頁(2009年)。

⁴⁸⁸ 楽天TBS事案の高裁決定(東京高決平成22・7・7判時2087号3頁)では「会社法による株主と会社の利害を公平に調整する機能を有する買取請求に基づく、裁判所における『公正な価格』での買取価格の決定の場面においては、投機的行為の余地が制限される買取請求期間満了時を公正な価格を評価する基準日とするのが相当である」とした。

⁴⁸⁹ 算定の基準日に関する学説のについて詳しくは、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8-11頁(2011年)を参照。

⁴⁹⁰ 弥永・前掲(注487)7-8頁。

⁴⁹¹ 東京地決平成25・7・31資料版商事358号148頁、東京地決平成25・9・17金判1427号54頁、東京地決平成25・11・6金判1431号52頁、東京地決平成27・3・4金判1465号42頁。

⁴⁹² 黒沼・前掲(注456)420頁。

⁴⁹³ 西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座(3)』1002頁-1003頁以下(有斐閣1956年)。石井照久『会社法(上)』296頁以下(勁草書房1967年)、田中誠二『再全訂会社法詳論(上)』493頁以下(勁草書房1982年)。

を取得価格とするなど特別な制限を課すべきとの見解⁴⁹⁴もあった。

なおこのような事情を考慮すべきではないとする見解は、株式買取請求権の経営者に対するチェック機能を理由にあげている⁴⁹⁵。たとえば、もしも組織再編が企業価値を毀損することにより計画公表後市場株価が下落した場合、下落した価格で株式を取得し、株式買取請求権を行使する行動は、不合理な経営者の行動をチェックすることに役に立つからこれを抑止すべきではないとの見解⁴⁹⁶である。現在は、組織再編を阻止するために再編計画を知って株式を取得した株主に対しても株式買取請求権を認めるべきとの見解が多数説のようである。ただし、株主の投機的な行動は株主総会決議時から株式買取請求権行使時までの時間が長いほど助長されるので(現行法では、効力発生日から2週間前)、買取請求権行使期間を株主総会決議に近接した時期に設定する法改正により解決すべきとの見解もある⁴⁹⁷。

第五節 利益相反と取締役の義務

日本の MBO 及び支配株主による少数株主の締め出しの場面で、対象会社の取締役に対する規律付けは主として株式買取請求権の行使等を通じた裁判例の形成により機能している⁴⁹⁸。株式買取請求権は、少数株主保護の手段としては費用等の問題で実効性に問題があり、エンフォースが過少とならざるを得ない⁴⁹⁹。また、株式買取請求権等において、直接的な論点となるのは当該株式の公正な価格であって、取締役の義務違反の有無は直接的な論点とはならない。この点、通説的な見解によれば、買収交渉プロセスにおける利益相反要素について注目はするものの、それが直ちに取締役の義務違反の場面にスライドされるとは限らない⁵⁰⁰。

近年、日本の学会及び実務界で盛んに議論されている MBO の多くが、公開買付前置型で行われている。特に、TOB を行った後に、定款変更を行い、全部取得条項付種類株式に変更したうえで行われる少数株主の締め出し⁵⁰¹は学会・実務界で激しい議論を呼んできた⁵⁰²。

レックス・ホールディングス価格決定申立事件判決(最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35)

⁴⁹⁴ 上柳克郎「合併」『会社法・手形法論集』230 頁(有斐閣 1980 年)。大隅健一郎=今井宏「注釈四〇八条ノ三」『注釈会社法(8)のⅡ』61 頁(有斐閣 1969 年)。

⁴⁹⁵ 神田・前掲(注 13) 7-8 頁、藤田・前掲(注 13)[注 82]。

⁴⁹⁶ 藤田・同上。

⁴⁹⁷ 黒沼・前掲(注 456) 419 頁[注 15]

⁴⁹⁸ 白井正和=仁科秀隆=岡俊子著『M&A における第三者委員会の理論と実務』51 頁(商事法務 2015 年)。そして、MBO の指針では取締役の行為義務について明確化する試みを行っている。「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」(平成 19 年 9 月 4 日公表) 9 頁以下を参照。http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf

⁴⁹⁹ 川村力「合併の対価と企業組織の形態(1)」法学協会雑誌 126 号 4 巻 819 頁(2009 年)。

⁵⁰⁰ 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務——買収価格の適切性について——」『フィナンシャル・レビュー』121 号 155 頁(2015 年)。

⁵⁰¹ 全部取得条項付種類株式の取得の場合、裁判所に対して取得価格決定の申立てをすることが認められているのは、多数決によって取得価格が決定されるとき、その取得価格が過少に定められるおそれがあるからである。相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法』84-85 頁(商事法務 2006 年)。

⁵⁰² 白井正和「利益相反取引における利益相反回避措置の現状」田中亘=森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付』359 頁(有斐閣 2016 年)。

頁で、田原裁判官は補足意見で MBO の事案において透明性が確保されているか否かという観点に注目している。本件事案では、MBO に関する事業計画・株価算定評価書が開示されていないこと、及び公開買付の強圧的な効果がある場合に該当しかねない表現が用いられていることを指摘し、原決定が取得日の株式の客観的価値として算定した価格に 20%を上乗せして取得価格を決定したことを是認した⁵⁰³。ところが、その後のレックス損害賠償事件判決(東京高判平 25・4・17 判時 2190 号)⁵⁰⁴では、MBO における対象会社の取締役は、善管注意義務の一環として「適正情報開示義務」と「公正な価格による株式の移転を実現すべき義務を負う(公正価値移転義務)」としたが、会社が取得した第三者評価機関の評価等に合理性があるととして、最終的に義務違反はみとめなかった。また、本判決では買付者との「価格引上げ交渉義務」や「潜在的な競合買収者の探索義務(いわゆる market check)」等を内容とする売却価格を最大限に高める義務を負うことは否定された。これに対して、有力説は、本判決における利益相反状況への評価が不十分であるとして、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っていると解し、損害の発生を推定しながら会社法 423 条 3 項を類推適用し、取締役が公正な取引だったことを立証する責任を負うという解釈を提示する⁵⁰⁵。また、このような株主の損害が問題となる MBO の事案において、株主の利益保護を図るという観点から、組織再編の対価の公正性を確保するよう努めることを取締役の善管注意義務の内容と位置付けるべきであり、裁判所が価格の適正さについて十分に判断できるとは容易に考え難いことから、実際の義務違反の審査に当たっては、価格そのものに着目するのではなく、原則として、取締役が株主利益に配慮し、公正な手続きを履践したかどうかをメルクマールとすることを提案する主張もみられる(下線筆者)⁵⁰⁶。この見解は、日本でも、米国同様に問題となっている取引の審査において、特別委員会が具体的にを行った検討・交渉の実質面を重視するなど、第三者委員会の有効性を判断する際の評価基準を採用することを提案する⁵⁰⁷。この一連の見解は、全体的には米国のデラウェア州の判例法理を参考にしているものとみられる。そして、実際、下級審の判例ではあるが、シャルレの MBO に係る株主代表訴訟事件の神戸地裁判決(神戸地判 26・10・16 判時 2245 号 98 頁)では、MBO 対象会社の取締役は、善管注意義務の一環として、利益相反回避措置の導入など取引の過程における手続き的公正さの確保に対する配慮義務に言及するなど、ある程度、アメリカにおける議論の影響が見られる。

⁵⁰³ 詳しくは、飯田・前掲(注 472) 35 頁を参照。そして、レックス・ホールディングス事件最高裁決定に関する判例評釈としては、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——公正な価格の算定における裁判所の役割(上)」商事法務 1875 号 4 頁以下(2009 年)、同「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 25 頁(2009 年)、行澤一人「全部取得条項付種類株式を利用した少数株主締出しと企業再編」法学教室 378 号 114 頁以下(2012 年)を参照。

⁵⁰⁴ 本件事案に対する評釈としては、斎藤真紀「MBO における役員等の注意義務」法学教室・判例セレクト 19 頁(2013 年)、飯田秀総「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討(上)」商事法務 2022 号 4-14 頁(2014 年)、飯田秀総「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討(下)」商事法務 2023 号 17-26 頁(2014 年)を参照。

⁵⁰⁵ 飯田秀総「MBO を行う取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト 1437 号 99 頁(2012 年)。

⁵⁰⁶ 白井正和「会社の非上場化場面における取締役の義務」25 頁。

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/shiraironbun.pdf>

⁵⁰⁷ 白井=仁科=岡・前掲(注 498) 116,121 頁。白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原紳作=山下友信=神田秀樹「会社・金融・法(下巻)」187 頁(商事法務 2013 年)。

レックス損害賠償事件・高裁判決で認められた「公正価値移転義務」について検討すると、その内容はデラウェア州の判例法理に見られるレブロン義務を代表とする信認義務とは内容面では異なっているように思われる。それは、レブロン義務のように、株主にとってマーケットナブルな最善価格を得るということではなく、客観的な意味における株主間の「公正な価値の移転」に焦点を置くものだからである。この「公正」性はその内容の曖昧さ・不明確さの故に様々な解釈がありうることはあるが、筆者は、価格面あるいは手続き面(あるいは両方)を含むものとして解釈すべきだと思う。ところが、悩ましいのは、本判決では、「買付者との価格引上げ交渉義務」や「潜在的な競合買収者の探索義務(market check)」などが否定されていることである。このように、価格に最も密接に影響し得る取締役の義務を否定することにより、利益相反要素が価格に及ぼし得た影響を考慮するための明確な審査基準が期待できなくなっていることである。

筆者は、取締役らに組織再編過程における手続的公正性を確保すべき配慮義務を明確にすることを主張する見解⁵⁰⁸には賛成である。もっとも、デラウェア州の判例法理において展開されてきた、損害賠償あるいは差止めをサンクションとするレブロン義務を代表とする信認義務規整をそのまま日本に導入するには慎重であるべきだと思う。なぜなら、それはデラウェア州においても、既に機能的限界を露呈してきているからである⁵⁰⁹。しかし、そのような信認義務規整は死んだわけではなく、近時のデラウェア州判例においては、株式買取請求権における価格決定判断に「戦場」を移しつつあるのであれば⁵¹⁰、market check を中心とする手続的公正確保義務を行為規範として措定することが最も実効的なのではないだろうか。

では、日本において、market check を、取締役の義務としてどのように位置づければよいのだろうか。この問題に立ち入る前に、まず、それ以前の問題として日本の支配権市場において対抗提案が現れる現実的な可能性について検討しなければならないだろう。レックス価格決定申立事件・高裁決定は、レックスが買収者である AP8 以外の企業ないし投資ファンドにデュー・ディリジェンスの機会を与えていなかったとの事実を問題視し、対抗提案が現れなかったことは、本件 TOB の価格がそのまま「取得日における公正な価格」として妥当し得ることについて積極的な材料とはなり得ないと判断している⁵¹¹。これに対して、MBO における第一段階の TOB の価格が客観的にみて割安であるのであれば、日本においてもそれに対抗する買収提案が別の当事者によってなされることは十分可能であるとの見解がある一方⁵¹²、会社支配権市場の現状を前提にすると、対抗提案が

⁵⁰⁸ 裁判所に独立当事者間交渉に完全に代替する役割を期待することはできない。裁判所による MBO による企業価値増加分の公正な分配という作業においてある程度の厳密性を犠牲にすることは必要である。裁判所には、組織再編等の当事者間の交渉を通じて公正な条件が形成されるような手続的基盤を整備することが期待される。加藤・前掲(注 477) 27 頁。

⁵⁰⁹ 本論文の第一章参照。

⁵¹⁰ 本論文の第二章参照。

⁵¹¹ 「旧レックスは、アドバンテッジパートナーズ以外の企業ないし投資ファンドには、デュー・ディリジェンスの機会を与えることもしなかったことが認められるのであるから、AP8 以外の企業ないし投資ファンドが旧レックス株式の公開買付けを行おうとしなかったとの事実も、AP8 による買付価格や買付価格の決定に当たって考慮されたプレミアムの額が合理的であり、正当であったことを推認させるものとはいえない。」(東京高決平成 20 年 9 月 12 日 20 年(ワ)第 80 号)

⁵¹² 太田洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務 1848 号 8 頁(2008 年)。

存在しなかったことは過大評価されるべきではない⁵¹³との見解もある。実際、日本では、MBOの件数の増加に比べて、対抗買い付けが行われることがなく、少数株主の利益の侵害が懸念されるとの指摘もある⁵¹⁴。

筆者の本論文での考察から、おおざっぱな分析ではあるが、market checkの有効性は、潜在的な買収者を生み出す支配権市場の規模、売却対象会社の具体的な業種及び取締役・財務アドバイザーとしての投資銀行の利益相反性の強弱等によって総合的に決まる。そして、日本におけるこれらの問題を詳しく検討するためには、効果的な実証研究に基づく緻密な理論的検討が必要であることはいうまでもないが、仮に日本の支配権市場において抗提提案の出現の可能性を否定できないという前提で議論を行うのであれば、売却対象会社の取締役にmarket checkを行うことを義務づける意義はあると思う。そして、market checkをレックス損害賠償事案判決で認められた取締役の「公正価格移転義務」の一内容として位置付けた上で、日本独自の具体的な判例法理の形成を促すことも十分に可能なものであると思われる。さらに、デラウェア州の判例でみられるように、実際の事案ごとに異なる利益相反性の強弱に応じて、market checkと買取価格を連動させることも参考にしてよいのではないかと。日本でも株式買取請求権の行使に係る価格決定においては、裁判官に広範な裁量権が認められるのだから、それは十分可能な指針となるとと思われる。

第六節 まとめと私見～比較法の視点から

これまで述べてきた通り、日本のみならず、近年デラウェア州においても株式買取請求ケースにおいて投機問題をいかに評価し、対処すべきかということが活発に議論され、また対応に迫られている。そして、日米ともに利息規定等の改正を通じて投機に一定程度抑制をかけようとする動き⁵¹⁵が見られることは大変興味深い。

もっとも、比較法の視点からこの問題に分析を加えるのは困難を伴う作業である。まず、投機の性質からみると、デラウェア州とは違って日本の実務界で実際問題になっているのは主に本来株式を所有している「正当な資格」をもっている株主による濫用問題であり、米国のようなアービトラージ現象よりは性質上相当程度正当性をもっているよかの印象を受ける。ところが、その実質を分析すると、デラウェア州のアービトラージ現象は、会社の価値が著しく低く評価され、利益相反の疑いが濃厚な取引をターゲットとして、組織再編過程の効率化に貢献している面もある。ところが日本の投機現象は市場価格とシナジーの配分価格(あるいはナカリセバ価格)中、価格面で最も有利なものを選ぶという、「正当な株主」による純粋な投機という性格が強くなってきてしまうことで、むしろ効

⁵¹³加藤・前掲(注477)28頁。

⁵¹⁴北川・前掲(注14)139頁。

⁵¹⁵日本法では価格決定の申立てがなされた場合、効力発生日から60日を経過した日以降、買取代金支払時まで遅延利息6%を会社が負担しなければならない(会社法470条4項・会社法786条4項・798条4項)。この遅延利息も株主の投機的行為を助長するとの指摘があった。そこで、平成26年会社法改正により、仮払制度が導入され、この問題については一定の度解決を見せている。近年における株式買取請求権に係る規定の整備を紹介した文献として、久保田安彦「株式買取請求権に係る規定の整備」金融・商事判例1461号88頁以下(2015年)を参照。

率的な組織再編を阻害してしまうことが懸念されるように思える。

しかし、だからといってデラウェア州の株式買取請求制度が日本法より優れていて、日本法もデラウェア州の法制に倣うべきだ、という結論にはならないように思う。何故ならすでに指摘したように、現在米国デラウェア州で活発に議論されている株式買取請求権の行使動向及び裁判所による価格算定における柔軟な運用をみていると、むしろデラウェア州法の方が機能的に日本法における株式買取請求権制度に接近している傾向を見せているようにも思われるからである。信認義務違反に対する差止制度と損害賠償というサンクションが有効に機能しないことで、デラウェア州判例法における信認義務理論がいかなる運命をたどっていくかについては、これからも長期にわたってその判例動向を観察していかなければならないだろう。

また、株式買取請求ケースにおける買取価格決定において、「公正な価格」の算定方法は両国で異なるとはいえ、裁判所に幅広い裁量を認めているのは日本もデラウェア州も同様である。ここで、日・米両法制の株式買取請求ケースにおける裁判所の裁量の幅の広さを事細かく比較するのは無意味な作業であろう。しかし、両者に共通するのは恐らく株式買取請求権という制度設計において組織再編の効率性を確保すると同時に、株主保護のために利益相規制機能をいかにしてうまく制度に取込むか、さらにそのような指針を裁量判断という枠組みの中にどのように位置づけるか、という問題であろう。この裁判所の幅広い裁量行使の仕方を、判例の蓄積を通じて精緻化していくことは正しい方向である⁵¹⁶。

本論文では、比較法を通じて、日本法にとって有益な示唆を得ることを目指したが、結果的には、理論的に解決が難しい数多くの問題を提示してしまうだけに終わったかもしれない。立法論を含む、より望ましい制度設計に関する総合的な考察⁵¹⁷については、今後さらに研究を進めたい。

⁵¹⁶ある規整がある機能的欠点を有するからといって、それだけでその規整が妥当ではないとするのも短絡的である。その欠点が他の諸規整で補完されているか否か、逆に、その規整が他の諸規整の欠点を補完しているかを検討すべきである。神田・前掲(注238)285頁。

⁵¹⁷立法論的に、組織再編自体には賛成であるが再編条件に不満がある株主への救済策として、その株主が保有する株式を手放すことを要求するのは必然性がないのであり、合併対価として交付された存続会社等の株式を保有しつつ、対価の不足分を金銭で請求することを認める制度設計を考案する考え方もありうる。松尾健一「株式買取請求権」ジュリスト1346号57頁(2007年)。更に、少数株主から支配株主への利益移転は、規律型企业買収の誘因となり、会社支配権市場の規律的效果を通じて垂直型エイジェンシー問題の解決に寄与し得るとの見解もある(星明南「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか——会社支配権市場の規律的效果とその誘因」ジュリスト1326号141頁(200年))が、そもそも少数株主の利益保護はどの程度まで保護するに値すべきかを全体の制度設計の際に考えるべきであろう。