Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2025-07-15

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。

学位請求論文審査報告要旨

博士学位論文

内容の要旨および審査結果の要旨

氏　名	高　銀実（こう　ぎんじつ）
学位の種類	博士(法学)
学位授与の要件	神戸大学学位規程第5条第1項該当
学位論文の題目	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
審　査　委　員	主査　教　授　行澤　一人
	教　授　志谷　匡史
	教　授　榊　　素寛

論文内容の要旨

1980年代後半以降、アメリカにおいて、会社の支配権取引市場が盛んになる中、敵対的買収を必ずしも伴わない会社の友好的買収が行われる際の、買収対象会社の取締役会による買収アレンジメントの決定に潜む当該取締役らの潜在的な利益相反問題がビビッドに意識されるようになり、それに呼応して、アメリカ会社判例の主たる供給源であるデラウェア州裁判所は、従来の「経営判断原則」に比して、より「高められた審査基準」をもって当該利益相反問題に対処するような判例法理を形成するようになった。その基軸となったのは、いわゆるレブロン判決（1986年）と呼ばれる著名なリーディング・ケースによって形成された「レブロン基準」であり、その核心的要請は、対象会社取締役らに「継続企業としての会社全体の利益」を考慮する余地を原則として認めず、既存株主らの保有する株式の売却価値を最大化するべく、より有利な代替的買収を獲得する努力（マーケット・チェック）を促すことにあった。ところが、レブロン基準の具体的義務内容、程度及び射程範囲についてはその後いわば迷走し、総じて適用範囲は拡大の一途を辿ったものの、義務の内容は希釈されていった。

本論文は、そのような状況を背景として、第一章において、レブロン基準におけるマーケット・チェックの意義及びその変遷を明らかにしようとする。まず、本論文は、当該買収取引によってキャッシュアウトされる少数株主が、レブロン義務違反を根拠として求め得る救済策としては、当該取締役らに対する損害賠償請求及び当該買収取引に対する（マーケット・チェックのやり直しを求める）差止請求があり得るものの、そのいずれもが理論的な困難を内包し、かつ実務的にもほとんど認められてきていないことを指摘する。つまり、裁判所は当該取締役らのレブロン義務違反を認めながら、実際上の株主救済には一貫して慎重な態度を示してきたということである。その代わりにデラウェア州裁判所が発展させてきたのは、予備的差止請求を活用することにより、利益相反取引情報を含む完全な情報開示義務を追加的に取締役らに課すということである。これによって、買収対象会社の株主らは、改めて当該買収取引を承認するための株主総会を開催させることにより、当該取引が自己の株式価値を最大限に実現させ得るものであるか否かを判断することができるというわけである。本論文は、これは株主の自己決定に係る人格的利益の保護に主眼を置く、デラウェア州裁判所の態度を示すものであると指摘する。ところが、実際には、このようなレブロン義務違反に係るデラウェア州裁判所の株主救済は、ほとんど意味がないことが指摘されるようになった。それは、実際の友好的買収取引においては、資金提供者としての投資銀行がお膳立てした買収取引が（たとえ出来レースのマーケット・チェックにより理論的な最高価格ではないとしても）現実的には最も有利な株式価値を実現するものであるので、たとえ取締役らの当該取引へのコミットメントの中に多少の利益相反要素が含まれており、これが情報開示されたとしても、結局、大多数の株主は当該買収に応じるからである。そればかりか、これにより和解狙いの予備的差止訴訟が濫発され、会社および裁判所のコストにより、弁護士ばかりが手数料を稼ぎ、株主にはほとんどメリット

のない事態を招いているという批判がなされるようになった。そこでついにデラウェア州裁判所は、2015年以降、このようなレブロン義務違反による情報開示の予備的差止請求には応じないことを明らかにするに至った。しかし、そうなると、レブロン義務違反が認められるケースにおいて、キャッシュアウトされる少数株主には、もはや法的救済が認められないことになり、議論は膠着状態に陥る。そこで、近年に至って、かかる少数株主救済の最後の砦としての株式買取請求権に焦点が当てられてきていることを、本論文は指摘する。

こうして、本論文は、第二章において、デラウェア州における株式買取請求権事案における新しい動向を摘出する試みを行うのである。まず、本論文は、株式買取請求権制度の意義についてのこれまでの理論的な分析を整理し、種々の議論が提出されてきているものの、結局、株式買取請求権制度は、当該会社の効率性を高め得ると評価される「良い」M＆Aを株主の多数決によって決定することを可能にするものであるという趣旨についてはほぼ学界の共通了解であることを指摘する。しかし、株式買取請求は、同時に、少数株主への会社財産の流出（株主間の利益移転）を伴うものでもあるので、当該趣旨を実現するためには、株式買取請求価格＝公正価格の決定こそが重要な要素となる。ところで、デラウェア州では、従来、株式買取請求権はほとんど行使されることがなかった。それは、「公正価格」の意義が、法律上、当該M＆A取引によって生じることが期待されるシナジーを排除することとされ、また実務上当該株式の清算価値の算定の結果として、これが実際に提示された取引価格（マーケット価格）を上回ることがほとんどなかったためである。しかし、近年、アービトラージ（鞘取り業者）による積極的な買取請求権の行使事例が増加し、これが良くも悪しくも注目されている。また、これに呼応するかのように、デラウェア州の判例において、取引価格を上回る買取（公正）価格を認める事例が現れてきた。本論文は、この点に関する判例・学説を分析しながら、実は、デラウェア州裁判所は、レブロン義務違反に対する実効的な救済策を容易に認めることがないことのいわば代償として、株式買取価格を柔軟に調整しているのではないか、という仮説を提起する。すなわち、従来、株式買取価格の決定は、買収対象会社の取締役らの信認義務違反とは関係のない領域であり、これを考慮して買取価格を決定することは認められないということが学説・実務の共通理解であったが、近年、それが変更されてきたのではないか、というのである。レブロン義務違反が問題となるようなケース、すなわち買収対象会社の取締役らに利益相反要素が認められる場合には、十分かつ効果的なマーケット・チェックがなされたかどうかが重要な判断要素となるはずであるが、既に論じられたように、たとえおざなりなマーケット・チェックしかなされなかったとしても、それによって少数株主を救済するための方策はほとんどないという状態である。そこで、デラウェア州裁判所は、効果的なマーケット・チェックの有無という判断要素を株式買取請求権の判断場面において考慮することで、実際には、損害賠償代替的な機能を株式買取請求権に持たせ始めているのではないか、というのが、本論文の主要な考察となる。

最後に、第三章において、本論文は、日本における株式買取請求権制度に係る趣旨及び

意義を整理し、また近年の判例・学説の展開をフォローしながら、デラウェア州とは異なり、日本では当初から株式買取請求権には、部分解散に伴う客観的な清算価値の保障と、取締役の忠実義務違反に伴う損害賠償の実質的な補償の双方を含むという通説的見解が支持されてきていること、及び、裁判所も、原則として買収取引における取引価格（マーケット価格）を尊重しながら、利益相反要素が疑われる場合には、柔軟にそれを裁量判断の名の下にそれを株式買取価格決定に反映していると思われること、を指摘する。そして、アメリカ法における判断が日本法に近接してきていることを指摘しながら、いずれにしても判例の事案の蓄積により、これらの判断の枠組みが精緻化されていくことが今後期待されるべきと結論づける。

論文審査の結果の要旨

本論文の意義としては、次の点が挙げられる。

第一の意義は、本論文は、アメリカ・デラウェア州において、広範かつ多岐にわたるM＆A事案に係るレブロン義務の適用領域を巡り、錯綜し、時に迷路に迷い込むような感覚さえ覚える判例群と蓄積された膨大な研究を整理し、そこに一筋のクロニクルなストーリーを描いてみせてくれることである。この点については、日本における包括的かつ緻密な先行業績が既に著されているところである（白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律」（商事法務、2013年））が、本論文は同知見を十分吸収しつつ、それにとどまらないいくつかの独自の知見を加えている。それは、まず、レブロン義務の希釈化に伴って、それまで隠れていた「情報開示の信認義務」がクローズアップされていったことの指摘であり、次に最近のデラウェア州判例における重要な潮目の変化（予備的差止による情報開示規制へのネガティブな態度変更）の指摘であり、さらにより重要な点として、レブロン義務に係る信認義務規制の「隠れた」ターゲットである投資銀行の役割、とりわけ売買の両サイドに立って企業買収をまとめ上げる投資銀行による「かすがい金融」の問題に焦点を当て、分析の遡上に乗せたことである。この「かすがい金融」実務の取り扱い、すなわち利益相反性への警戒心と実務的な意義との間の相克という問題意識なしに近年のレブロン義務を巡る判例法におけるデラウェア州裁判所の判断傾向を読み解くことは困難だとさえ思えることを主張するものとして、本論文は学界に重要な貢献をなすものと認められる。

第二の意義は、本論文は、一見、異なるライン上にあると思われていたレブロン義務ケースのトレンドと、近年の株式買取請求権事案におけるアービトラージ現象との関連性に関する意義ある仮説を説得的に提示してくれることである。この点についても、重要な先行研究（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」（商事法務、2013年））が既に著されているが、本論文は、同著における株式買取請求権に係る理論的考察を十分に吸収しつつ、やはり重要な知見の追加を成し得ていると思われる。それは、特に、近年の株式買取請求権を巡る判例の分析から導き出された買収会社の取締役の信認義務違

反、とりわけレブロン義務に係るマーケット・チェックの実効性が、裁判所による価格決定を左右する重要なファクターとして機能しているのではないかという見立てである。別言すれば、これまでレブロン義務が主要な争点となったケースにおいて必ずしもそれが少数株主の実効的な救済には結びついてはこなかった分、株式買取請求権の価格決定判断に取締役の利益相反規制の契機が取り込まれてきているのではないかというのである。確かに株式買取請求における価格決定事案というのは、アメリカにおいても裁判所の裁量的判断に委ねられており、この仮説が現時点における明白な判例法であることを論証することは容易ではないかもしれないが、少なくとも今後デラウェア州におけるレブロン義務ケースを考察する際には、買取請求権事案への十分なる応接が不可避であることを示した点で、本論文には、比較法研究における価値ある貢献が認められる。

第三の意義は、従来の日米比較法研究の落ち着きどころが、ややもすると、いくつかの留保を付しつつ、やはりアメリカ法の知見や理論、実務を参考にし、日本法にも取り込んでいくべきであるという結論になりがちであり、特にレブロン義務については、日本法への立法的導入さえ有力に主張されているところ、本論文は、日米の株式買取請求権制度の基本的な相違を十分考慮しつつ、むしろアメリカ法の傾向が日本法の理論・実務に接近してきているのではないか、という見通しを示す点で、ユニークなことである。このような視点は、今後の日本法における株式買取請求権に係る研究の視座を設定する際に、大いに役に立つように思われる。

もっとも、本論文にもいくつかの無視し得ない難点がある。第一の難点は、特にアメリカ法研究において膨大な文献資料に当たっていることは評価に値するものの、ややもするとこれらの議論が整理され切れておらず、論述の重複や繰り返しが散見され、また記述の体系的若しくは論理的な相互関係が見えにくいところがあったことである。第二の難点は、本論文のテーマのように高度に専門的な分野の議論としてはやむを得ないところでもあるのだが、重要な概念やターミノロジーさらには用語の略称について十分な説明のないまま当然のごとく使用しているところがあり、また必ずしも論文全体を通じて用語法が統一されていないことも相まって、ところどころ論旨を追うのに渋滞をきたす面があったことである。第三の難点は、そもそも完成論文としての形式的不備が目立ち、日本語における法学論文の基本的作法を欠く点が諸所にわたって見られたことであり、それは残念なことであった。

このような理由から、審査委員一同、審査に当たっては十分慎重な審議を重ねたところであるが、やはり本論文によって示し得た学問的価値は決して小さなものではないと判断し、日本語における論述の技法や論文作法の未熟さについては、今後、本人による真摯な研鑽と伸び代に大いに期待することとした。

以上の理由により、審査委員は、本論文の著者である高　銀実氏が博士(法学)の学位を授与されるのに十分な資格を有するものと判定する。

平成２９年　９月　　１２日

審査委員　主査　教　授　行澤　一人

教　授　志谷　匡史

教　授　榊　　素寛