

# 会社法の自由化と事後的な制約

## ——デラウェア会社法を中心に——(3・完)\*

玉 井 利 幸\*\*

- I はじめに
- II 会社契約の自由と信認義務による補完
- III 会社契約に対する制約
  - 1 アメリカにおける従来議論
  - 2 会社契約の制約の根拠(以上3巻2号)
  - 3 会社契約の制約方法
- IV デラウェア会社法における会社契約に対する制約
  - 1 デラウェア州の会社訴訟
  - 2 合併契約と取引保護装置
    - (1) 合併の手続
    - (2) 合併契約と取引保護装置
    - (3) 取引保護装置に関する判例
      - (i) 1999年までの判例(以上3巻3号)
      - (ii) 1999年以後の判例
    - (4) 後発的事情に対するデラウェア裁判所の審査のポリシー
  - 3 締出取引
- V 終わりに(以上本号)

### (ii) 1999年以後の判例

#### a. Phelps Dodge 事件

Phelps Dodge 事件<sup>243)</sup>では、予備的差止命令を発するかどうかを判断する衡平法裁判所が、傍論ながら no-talk 規定と6.3%の解約料(termination fee)の有効性にも言及した。

---

『一橋法学』(一橋大学大学院法学研究科)第4巻第1号2005年3月 ISSN 1347-0388

\* 本稿は、著者が2004年1月に一橋大学に提出した博士学位論文の一部に加筆・修正を加えたものである。本稿は、2004年2月10日に編集委員会に提出され、レフリーの審査を経て2004年3月10日に掲載が許可された。

\*\* 小樽商科大学助教授

243) Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co., Nos. 17398, 17383, 17427, 1999 Del. Ch. LEXIS 202 (Del. Ch. Sept. 27, 1999).

Asarco Inc. (Asarco) と Cyprus Amax Minerals Company (Cyprus) は合併に合意し合併合意 (merger agreements) を締結した。この合併合意には、両当事者が第三者と交渉することを禁止する fiduciary out のない no-talk 規定と、6.3% の解約料 (termination fee) などの強力な取引保護手段 (deal protection measures) が設けられていた。Phelps Dodge Corporation (Phelps Dodge) は、Asarco と Cyprus Amax が合併合意を締結した後に、両社を獲得するオファーを行い、裁判所に Asarco と Cyprus の合併合意の予備的差止<sup>244)</sup>を申し立てた。

裁判所は、本件の no-talk 規定と解約料には問題があり、Phelps Dodge は本家で勝訴する可能性があることを証明したとした。しかし裁判所は、予備的差止を発しなかった場合に回復できない損害が発生する脅威があるとは思えないとして、予備的差止を発しなかった<sup>245)</sup>。

裁判所は、no-talk 規定と解約料について以下のように述べて、疑いの目を向けた。「取締役会は合理的に利用可能なすべての重要情報を入手しなければならない。…交渉を行わないという判断も、私の意見では、情報を得た上での判断でなければならない。Time-Warner 事件の判断に基づき、標的公司は交渉を拒絶することができるが、そのような拒絶を行う場合は、標的公司は情報を得た上で行うべきである」<sup>246)</sup>。「…no-talk 規定は、…第三者と交渉を行うべきかを考慮することに關し、情報を得た上での判断を行うという取締役会の義務の履行を妨げるので、…no-talk 規定は問題がある」<sup>247)</sup>。「このことは、Cyprus と Asarco は Phelps Dodge と…交渉することが法的に求められている、または交渉すべきであったということを示唆していると理解されるべきではない。そうではなく、Cyprus と Asarco は、Phelps Dodge と交渉する機会を完全に排除してしまうべき

---

244) 予備的差止が認められるためには、原告は以下のことを証明しなければならない。(1)本家で勝訴する合理的な可能性があること。(2)予備的差止が発せられなかったならば回復できない損害 (irreparable injury) が発生する脅威があること。(3)差止が発せられないことから生じる損害の脅威は、差止を発したことで発生するかもしれない損害の脅威よりも大きいということ。Id. at \*2-3.

245) Id. at \*5. 裁判所は、株主は Cyprus と Asarco の合併を否決することができるので、裁判所が救済に乗り出す必要性はないとした。Id. at \*5-6.

246) Id. at \*3-4.

247) Id. at \*4.

ではなかったということを述べているのである。そのようにしてしまうことは、故意の盲目 (willful blindness) と法的に等しい。このような盲目は取締役会の注意義務違反に該当するかもしれない。すなわち、合理的に利用可能なすべての重要情報について情報を入手するように注意を払うという義務である」<sup>248)</sup>。

解約料について原告は、本件の解約料は不当に強制的なので Unocal 基準に違反していると主張していた。裁判所は、本件の結論との関係では、解約料が不当に強制的 (coercive) であるとする原告の主張を取り扱う必要はないとした。そのように述べながらも、裁判所は、6.3%の解約料は合理性の範囲を超えているということを示唆した<sup>249)</sup>。

#### b. ACE 事件

ACE 事件<sup>250)</sup>は、ACE Limited (ACE) と Capital Re Corporation (Capital Re) の間で締結された合併合意 (merger agreements) の解約 (termination) が問題となった事件である。

Capital Re は1999年初頭から財務危機に陥っていた。この危機を打開するため、合併や資本注入に応じてもらえそうな相手を探していたところ、ACE がこれに応じた。ACE と Capital Re は1999年6月10日に合併合意 (本件合併合意とする) を結んだ。合併の条件では、Capital Re の株式を ACE の株式0.6と交換することになっていた。1999年6月10日の時点で、ACE の株式0.6の価値は17ドルを超えていた。さらに、合計すると Capital Re 株式の33.5%を保有する株主たちは、Capital Re の取締役会が本件合併合意を解約しない場合は、この合併に賛成することも合併の条件となっていた (voting agreement)。そのために、Capital Re の取締役会が合併を解約しない限りは、ACE と Capital Re の合併はほぼ確実に完成することになっていた<sup>251)</sup>。

本件合併合意の § 6.3が no-talk 条項を定めていた。§ 6.3は、Capital Re の取

248) *Id.* at \*4-5.

249) *Id.* at \*5.

250) ACE Ltd. v. Capital Re Corp., 747 A.2d 95 (Del. 1999).

251) *Id.* at 97-98.

締役会が、「社外の法律家の書面による助言に基づき、そのような交渉や議論、そのような情報の提供をすることが、当該会社の取締役会が株主に対する信認義務に違反しないために要求されている」と誠実に (in good faith) 結論づけたのでない場合は、「勧誘されていない誠実な取引の提案 (an unsolicited bona fide Transaction Proposal)」と関連して、Capital Re が第三者と交渉や議論を行うこと、または第三者に情報を提供することを禁止していた<sup>252)</sup>。本件合併合意の § 8.3は、Capital Re の取締役会がこの合併を解約できる場合を定めていた<sup>253)</sup>。

Capital Re との合併が発表された後、ACE の株式価格は大幅に下がった。1999年10月6日には、ACE の株式価格は10ドルを下回った。本件合併合意について株主の議決が行われる前日 (1999年10月6日) に、Capital Re は一株あたり12.50ドルの現金で Capital Re のすべての株式を買収するという提案を XL Capital から受けた。Capital Re の取締役はその日の午後に緊急取締役会を開催した。取締役会は、社外の法律家から、XL Capital との議論を行うことは取締役会の信認義務に「合致する (consistent with)」だろうという助言を書面によって受けた。しかし、この書面による助言は、そのような議論に入るものが「要求されている (required to)」とは述べていなかった<sup>254)</sup>。最終的に、Capital Re の取締役会は、XL Capital のオファーは ACE との合併よりもかなり優れているので、XL Capital と議論を行うことが取締役会が信認義務違反となることを防ぐために要求されていると決定した。

---

252) *Id.* at 98.

253) 合併合意の § 8.3と § 8.5は、Capital Re の取締役会が合併合意を解約できる条件を以下のように定めていた。

- ・ Capital Re が「合意のあらゆる条項に関し重大な違反をしていないこと」。
- ・ Capital Re の取締役会が「優越する提案 (Superior Proposal) に該当する取引に関し拘束力ある書面による合意を締結することを [Capital Re に] 授権し、[Capital Re は]…そのような合意を締結する意図があるということを書面により [ACE に] 通知すること」。
- ・ ACE が「[Capital Re の] 書面による通知を受け取った後5営業日までに、優越する提案 (Superior Proposal) と少なくとも同じだけ好ましいと…[Capital Re の] 取締役会が判断するオファーを行わないこと」。
- ・ Capital Re は、解約前までに、2,500万ドルの解約料を ACE に支払うこと。

以上の条件を満たせば Capital Re は本件合併合意を解約できることになっていた。

*Id.* at 99.

254) *Id.* at 99.

Capital Re は XL Capital と交渉に入った。最終的に、XL Capital は一株あたり 14.00ドルの現金で Capital Re のすべての株式を買収するというオファーを行った。合併合意の規定に従い、Capital Re は ACE に、ACE が XL Capital のオファーと少なくとも同じくらい好ましいオファーを5日以内に行わなければ、Capital Re は本件合併合意を解約し、XL Capital との新しい合意を締結すると通知した<sup>255)</sup>。

ACE は、Capital Re は本件合併合意の明白な文言に違反していると主張して、一時的緊急差止命令 (temporary restraining order) を求めて訴えを起こした。ACE は、XL Capital と議論することが取締役会の信認義務により命令されているという書面による法的助言を社外の法律家から受けたのでない限りは、Capital Re は XL Capital と議論を行うことは禁止されていると主張した<sup>256)</sup>。Capital Re の取締役会は、XL Capital と議論を行うことは取締役会の信認義務に「合致する」という書面による助言は得ているが、「要求されている」という書面による助言は受けていないからである。

それに対し、Capital Re は以下のように述べて、本件合併合意に違反していないと主張した。No-shop 規定は、取締役会が別の提案者との議論を行わねばならないかどうかの決定を取締役会自身の誠実な判断に委ねているのであり、社外の法律家に委ねているのではない。第三者と交渉を行わねばならないかどうかを決定するために社外の法律家の書面による助言を考慮することが要求されているが、究極的には取締役会が自分自身で判断しなければならない、と主張した<sup>257)</sup>。

裁判所は、ACE の求める一方的緊急差止命令を認めなかった。裁判所は、本件合併合意の § 6.3 について、Capital Re の主張する解釈の方が優れているとした。「合併合意の § 6.3 は、取締役会は信認義務により XL Capital との議論を行

255) Capital Re の取締役会がこのような決定をしたのは、10月初頭の時点での ACE との合併の価値は、XL Capital のオファーの価値よりも経済的に下回っていたことと、合併合意を解約しなければ、Capital Re の 33.5% の株式が合併に賛成の議決を行うという議決権合意があり、ACE は Capital Re の株式を 12% 保有しているので、Capital Re の株主総会で当該合併合意はほぼ確実に承認されるということが分かっていたからである。

256) *Id.* at 100-01.

257) *Id.* at 101-02.

うように要求されているかどうかについての『誠実な』判断を取締役会自身に委ねていると読むのが、文面上より良い。「取締役会は社外法律家の『書面による助言に』その判断を『基づかせ』なければならないが、この契約の文言は、そのような交渉が信認義務によって強制されているかどうかについて、…社外法律家が明言を避けていたとしても、取締役会が結論を下すことを排除していない」<sup>258)</sup>とした。さらに裁判所は以下のように述べた。議決権合意により、Capital Re の33.5%の株式を保有する者たちはACEとCapital Reの合併に賛成の議決を行うように強制されていた。そのためにACEの保有するCapital Reの株式と合わせると、ACEの株価が大幅に下落して、XL Capitalとの合併の方が魅力的であるにもかかわらず、Capital ReとACEの合併が完了してしまう可能性が非常に高い。そのため、XL Capitalからのオファーを受けているのにACEとの合併を完遂させることはCapital Reの株主にとって不利益をもたらすとCapital Reの取締役会が信じたのには十分な理由があったとした<sup>259)</sup>。

裁判所は、もしACEの主張するように本件合併合意のno-talk条項(§6.3)を解釈すると、以下のような理由から無効となる可能性が高いとした<sup>260)</sup>。「…取締役会が他の潜在的なビッドと…取引を行わないということに合意したり、オークションを発生させたりしないということに合意すること」も、全く認めら

---

258) *Id.* at 103.

259) *Id.*

260) 裁判所は、以下の議論をPaul Regan教授の論文の分析に依拠しながら行っている。Paul L. Regan, *Great Expectations? A Contract Law Analysis for Preclusive Corporate Lock-Ups*, 21 CARDOZO L. REV. 1 (1999)。Regan教授の論文は、信認義務の観点からすると不適切な条項や、信認義務違反の結果を生じさせることになる条項を含む契約を執行すべきかどうかという問題を、契約法、代理法、信託法において伝統的に適用される主要な要素に照らして論じている。買収者または合併当事者の契約上の利益を守ることと、標的会社の株主を保護することとのどちらを優先すべきかがRegan教授の論文の主題である。Regan教授は、買収者または合併当事者の契約上の権利を守るよりも、標的会社の株主を保護することの方が優先すべき場合もあるとする。

本件の場合、合併当事者のACEの契約上の権利を守る(no-talk条項をACEの主張しているように解釈して、ACEとCapital Reの合併を完成させるようにする)とすると、標的会社のCapital Reの株主の権利は保護されない。Capital Reの株主は、ACEとの合併合意を解約してより高いオファーを行っているXL Capitalと取引する方が利益になるからである。逆に、標的会社の株主の保護を実現しようとするれば、合併の相手方(ACE)の契約上の利益は保護されない。

れないわけではなく、場合によっては有効になるかもしれない。しかし、そのような場合と、本件のように取締役会は別のオファーを考慮することが要求されているという社外の法律家の書面による助言がなされない限り「取締役会が他のオファーを考慮することができないという合併合意を締結する場合とは、別の問題である…。他の取引がどんなに価値があろうとも、そして当初の取引の価値が合併合意にサインした後どれほど低下しようとも、別のオファーを考慮することができないようにすることによって当初の取引の完遂が保証される場合には、そのような「取締役会の活動を制約する」契約は、特に疑わしい<sup>261)</sup>。裁判所はこのように述べて、取締役会の権能を奪ってしまう可能性が高い no-talk 条項について強い疑念を示した。

裁判所は、さらに次のように述べた。ACE の主張するように § 6.3 を解釈すると、Capital Re の取締役会の信認義務を不当に制約してしまう。取締役会は第三者からの提案を誠実に考慮し交渉する自由がなければならないが、ACE の主張するように解釈すると、この取締役会の能力を不当に奪ってしまい、それは取締役会の自己機能不全 (self-disablement) に等しいとした<sup>262)</sup>。裁判所は「§ 6.3 が、支配権の変動がない場合に、どんなに別のオファーが好ましいものであったとしても、別のオファーを取締役会が考慮することができないとしていると解釈される場合には、そのような合併合意を承認した Capital Re の取締役会は、別のオファーに対して償還不可能なポイズンピルと同じくらい手強い防壁を築いたことになる。Capital Re の株主にとって他の手段がどれほど利益となろうとも、そし

---

Regan 教授の論文は、合併当事者の契約上の権利を犠牲にして、標的会社の株主の保護をすべき場合はどのような場合か、ということを明らかにするために、4つの要素を挙げている。その要素は、「(1)買収者は、標的会社の取締役会は信認義務違反となることを知っていたか、または知っているべきであったかどうか。(2)司法の介入が求められた時点で、…その取引はまだ完成していないか、それとも既に完成してしまっているか。(3)取締役会の信認義務違反は、本質的に重要な政策的懸念 (policy concern) と関係があるかどうか。(4)争いとなっている合意に基づく買収者の信頼の利益は、裁判所がその合意は執行不能であると宣言した場合に、保護に値するかどうか」である。Id. at 115.

裁判所は、最初の3つの要素は、ACE が主張するような解釈の no-shop 条項の執行を肯定しないとした。ACE, 747 A.2d 95, at 108-10.

261) Id. at 106.

262) Id. at 107.

て Capital Re の取締役会自身も別の手段を好んでいようと、何らかの除外条項がなければ、その合併が議決により承認されるのを保証し他の手段を排除する」<sup>263)</sup>。

裁判所は以上のように述べて、一方的緊急差止命令を発しなかった。

### c. IXC 事件

No-shop 規定や他の取引保護手段は、経営判断ルール (business judgment rule) により尊重されることもある。IXC 事件<sup>264)</sup>では、IXC Communications, Inc. (IXC) の株主が IXC と Cincinnati Bell, Inc. (CBI) との合併の差止を申し立てたが、認められなかった。

IXC は長距離通信会社である。1998年後半から IXC の収益は予想を下回るようになり、株価が下落した。IXC の取締役会は経営戦略の見直しを始め、1999年2月5日に合併や会社の譲渡も視野に入れて検討するために投資銀行を雇うことを宣言した<sup>265)</sup>。IXC は、IXC に関心をもった多くの遠距離通信産業の会社と接触した<sup>266)</sup>。1999年の春までに、IXC に対し具体的な提案を行った会社も何社もあったが、最終的な合意に達したものはなかった<sup>267)</sup>。

1999年7月20日に IXC は CBI と合併することを決定し、合併合意を作成した。IXC と CBI の合併合意には、以下の条項が含まれていた<sup>268)</sup>。(1)CBI が存続会社となり、IXC の株主は IXC の株式と引き替えに CBI の株式2,0976を受け取る。(2)一方の当事者が他の取引を考慮することを防止する相互的な no-talk 規定。No-talk 規定は、IXC の取締役会が適当と考える場合は、当該合併に反対することを認める fiduciary out の条項を含んでいた。Fiduciary out の条項は、後に IXC と CBI の双方が「より優れた提案 (superior proposals)」を考慮することを認める

---

263) *Id.* at 108.

264) *In re* IXC Communications, Inc. S'holders Litig., Nos. 17324, 17334, 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999).

265) *Id.* at \*3.

266) AT & T, MCI WorldCom, Teleglobe, Bell Atlantic, Cable & Wireless, Bell South, IDT, RSL, GTS, Qwest など、遠距離通信産業の有力会社のほとんどが IXC と接触した。

267) *Id.* at \*4-5.

268) *Id.* at \*6-7.

ように変更された。(3)105万ドルの解約料 (termination fee) と、CBIがIXCの19.9%の普通株式を一株あたり52.25ドルで購入することができる相互オプションの合意 (cross-option agreement)。このオプションから生じる利益の上限 (profit cap) は2,625万ドルとされていた。(4)General Electric Pension Trust (GEPT) というIXCの巨大株主とCBIとの間で、GEPTはIXCとCBIの合併を支持するとの合意が結ばれた。ただし、GEPTが合併を支持する条件として、CBIはGPETの保有するIXC株式の半分を一株50ドルの現金で購入することになっていた<sup>269)</sup>。合併合意全体は、この付随的な合意に依存していた<sup>270)</sup>。

IXCの株主である原告は、IXCの取締役は合併合意を締結する際に注意義務と忠実義務に違反した、CBIとGEPTの合意は違法な議決権買収 (vote-buying) に該当するとして<sup>271)</sup>、合併合意の特定の条項についての執行の予備的差止と、株主総会における合併に関する投票実施の予備的差止を求めた。裁判所は原告の主張をともに容れず、予備的差止を否定した。

裁判所は、合併について信認義務違反の主張があった場合、原則として経営判断ルールの推定が及ぶことになるとし<sup>272)</sup>、まず注意義務違反が証明されているか

269) CBIとGEPTの合意は、GEPT株式購入合意 (GEPT Stock Purchase Agreement) とGEPT株主合意 (GEPT Stockholder Agreement) の二つで構成されていた。GEPT株式購入合意は、GEPTの保有するIXC株の50%をCBIが購入するように定め、GEPT株主合意はGEPTがこの合併の支持するように拘束していた。Id. at \*7-8.

270) さらに、CBIはIXCの大株主二人に本件の合意を支持するように求めた。この二人の大株主からの支持とGEPTとCBIの合意によって、40%を超えるIXCの発行済社外株式が合併に賛成するように「固定化 (locked up)」された。

271) Id. at \*8-9.

272) 裁判所は以下のように述べた。「デラウェア法の下では、合併における信認義務違反の分析は、会社の取締役会は注意を払って、忠実に、そして「誠実に」行動したという反証可能な推定を受けることから始まる。(1)取締役会は完全に情報を得て行動することによってその義務を履行したのではないということ、または(2)取締役会の行為は株主の利益以外の他の利益によって動かされている、ということのどちらかを示すことによって、この推定が十分に覆されたのではない限りは、裁判所は取締役会の裁量に従わねばならず、取締役会の判断は経営判断ルール (business judgment rule) の恩恵を受ける権利があるということを認識しなければならない。もし注意を払って行為していないということ、または忠実に行動していないということのどちらかが示されたら、高度な司法審査に付され、取締役会の行動は株主に対して完全に公正であるということを証明する責任が取締役会に移転する」。Id. at \*11-12.

どうかを判断した。この点について原告は、IXCの取締役会は戦略のパートナーを探す過程でたくさんの相手と接触したが、取締役会の行った相手方の評価は不十分であり、十分に情報を得ていないと主張した<sup>273)</sup>。それに対し裁判所は、IXCの取締役会が戦略上のパートナーを探し始めた初期の段階で、どのオファーが高い価値をもたらすかを判断した過程は、株主の価値を最大化しようとするプロセスであるとした<sup>274)</sup>。

さらに原告は、合併合意のなかの no-talk 条項は「故意の盲目 (willful blindness)」を示しており、注意義務に違反していると主張した。しかし、裁判所は以下のように述べてこの主張を認めなかった。この no-talk 条項は交渉過程の終わりになって登場している。さらに、IXC と CBI はこの条項を撤回し、双方の会社の取締役会が適切と考えるあらゆる提案を考慮してよいとする fiduciary out が設けられた。No-talk 条項のような規定は合併合意で通常用いられるものであり、信認義務に当然に違反するというわけではない。より優れたオファーを受けなかったために、両当事者は従前の合併合意を維持したのである<sup>275)</sup>。IXC の取締役会は、1999年2月5日に公式発表をしてから7月後半にIXCとCBIが合併に合意するまで、約6ヶ月にわたり情報を入手し続けることによってその注意義務を満たした。合併合意の fiduciary out の規定により、IXC の取締役会はCBI のオファーよりも優れたオファーがなされた場合にそれを考慮することが認められている<sup>276)</sup>。裁判所はこのように述べて、IXC の取締役会は注意義務に違反していないとした。

原告は、CBI と GEPT の合意は違法な「議決権買収 (vote-buying)」に該当すると主張した。この主張に対し裁判所は以下のように述べた。議決権買収とは、ある当事者が株主に対し個人的な対価を支払い、その株主の議決権を指図する取引である。一般的に、裁判所は議決権買収に綿密な審査を加える<sup>277)</sup>。しかし、

---

273) *Id.* at \*13.

274) *Id.* at \*14.

275) 裁判所は、IXC が様々な会社と様々なレベルの交渉 (いわゆる市場テスト) を行った上で、CBI との合併を行った点を重視している。

276) *Id.* at \*17-18.

277) 裁判所は、その理由を、「買収された (bought)」株主の議決は、すべての株主に共通する合理的な経済的自己利益 (economic self-interest) を反映していないかも

「議決権買収」は当然に違法で無効となるのではなく、取消し可能な (voidable) だけである。議決権買収の合意が他の株主に対する詐欺行為となったり、他の株主の権利を剥奪する場合にだけ、その合意は違法となり無効となるとした<sup>278)</sup>。

原告は、合併合意と GEPT との議決権合意はこの合併の成功を「固定化 (locked up)」しているので、他の株主の権利を剥奪してとした。それに対し裁判所は以下のように述べて株主の権利は奪われていないとした<sup>279)</sup>。IXC の株主の独立した多数派は、IXC の株式の60%を保有している。彼らはこの合併に反対する票を自分の判断で自由に投じることができ、究極的にはこの合併を阻止することができる<sup>280)</sup>。被告は、GEPT との議決権合意によって合併承認に必要な議決を絶対的に「固定化 (locked up)」しているのではない。原告も認めるように、GEPT との議決権合意は「ほとんど完全に議決権を固定化している。従って、株主は当該合併を阻止する微かな力しかもっていない」。しかし、「ほとんど固定化している」ということは、「固定化している」ということを意味していないし、「微かな力」というのは「無力」ということを意味しているのではない。GEPT との合意は、この合意に加わっていない他の多数派株主の議決権を剥奪するという効果もないし、そのような目的も持っていない<sup>281)</sup>。株主には適切に情報が提供されており、株主自身が合併の公平性を判断する機会を与えられていたはずであると<sup>282)</sup>。

解約料 (termination fee) について裁判所は以下のように述べた。解約料はデラウェア法の下では許容されている。解約料の額が文面上過大であるため執行できないと述べるのは非常に困難である。解約料は合併合意が結ばれた状況に照ら

---

しれないので、財産的利益と議決の利益を分離させる株主は、すべての株主の「共同体の利益」に奉仕することができないからであるとする。Id. at \*21.

278) Id. at \*23.

279) 原告は詐欺を主張していないので、裁判所は権利剥奪についてのみ判断した。

280) 裁判所が IXC の独立した株主にはこの合併の成否を決定する力があつたとしたのは、この合併に関し議決権を有する IXC の普通株式の約60%を機関投資家が保有していたという事実を重視したためであると思われる。Id. at \*25.

281) Id. at \*23-24.

282) Id. at \*25.

して、合併合意全体の中で評価されるのが最も適当である。解約料は、合併の双方の側の様々な対価のバランスの注意深い一部をなしており、ギブアンドテイクの結果である可能性が高いため、合併合意から独立して解約料だけを評価することはほとんど不可能である。解約料の額が公正かどうかは合併合意全体だけでなく合併合意が結ばれたプロセスも評価する必要がある。しかし、本件の額が不公正で執行不能であるかどうかという問題を取り扱う必要はない。高度な司法審査が適用される場合でもないし、完全な公正が審査基準となっているわけではないからである。解約料も、ストック・オプションの合意も、勧誘禁止の合意も、潜在的な買取者に対する脅威を知覚してそれに対抗するために設けられた防衛手段ではない。解約料に合意する際に、忠実義務違反や注意の欠如がない場合は、その条項は経営判断として審査され、その結果尊重される<sup>283)</sup>。裁判所はこのように述べて、IXCの取締役会の判断は、経営判断ルールの下で尊重される権利があり、裁判所によって後知恵で判断されることはない、ということを認めた。

#### d. Bartlett 事件

衡平法裁判所は、State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett 事件<sup>284)</sup>でもIXC事件と同じような判断を行った。この事件では、Medco Research Inc. (Medco)の株主である原告が、MedcoとKing Pharmaceuticals, Inc. (King)の合併について株主が議決を行うことの差止と合併の完了の差止を求めた。

原告であるState of Wisconsin Investment Board (SWIB)は、Wisconsin州の公的年金取扱団体<sup>285)</sup>の投資マネージャーである。SWIBは、Medcoという製薬会社の11.5%の株式を保有していた。1996年にMedcoは、成長を維持しその製品の価値を最大化するために、合併相手を探すことにした。Medcoは、合併相手を探すために、製薬産業にかなりの経験をもち、Medcoともつきあいのある投資銀行を雇った。合併相手を見つける努力を行ったところ、1999年初頭にKing

---

283) *Id.* at \*28–29.

284) State of Wis. Inv. Bd. v. Bartlett, No. 17727, 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. Feb. 24, 2000).

285) 正確には、Wisconsin public employee retirement system である。

が Medco に合併の話をもちかけた。Medco は King と交渉を行い、合併合意を承認した<sup>286)</sup>。この合併合意には解約料 (termination fee)、no-talk 条項、no-shop 条項、ストック・オプションなどの強力な取引保護規定が含まれていた<sup>287)</sup>。合併合意を承認した後、Medco の取締役会は、2000年1月5日付けの委任状説明書 (proxy statement) で、2000年2月5日に開催される株主総会で Medco と King の合併に賛成の議決を行うように株主に推奨した。2000年1月11日に、原告は Medco と King の合併に株主が議決を行うことを予備的に差止め、この合併自体も予備的に差し止めることを求めて訴えを提起した。原告は、Medco の取締役は「十分に情報を得ておらず」、「取引保護手段は他のもっと好ましい取引を阻んだ」として、信認義務違反 (注意義務違反と忠実義務違反) を主張した<sup>288)</sup>。

裁判所はまず、IXC 事件と同様に、経営判断ルール (business judgment rule) が適用されることを述べた<sup>289)</sup>。裁判所は以下のように述べて、経営判断ルールは反証されていないとした。記録によれば、5人の取締役のうち4人は独立しており合併の帰結に経済的な利害関係がないし、地位を保全する動機もない<sup>290)</sup>。Medco の取締役会は、著名な投資銀行を雇い、合併相手を積極的に探した。Medco の投資銀行は実行可能な事業結合を実現するために、積極的に「市場に対し勧誘を行った (canvass the market)」<sup>291)</sup>。合併相手を探したものの、他の合併相手との話はまとまらなかったために、Medco の取締役会は King と合併を進めることに決定した。Medco の取締役会は、合併相手をあまりにも「選り好みしすぎる (over-shopped)」と、あらゆる取引が破談してしまうというおそれがあったため、投資銀行の助言を受け入れ、King との合併を決定した<sup>292)</sup>。裁判所は以上のように述べて、Medco の取締役会は注意義務に違反していないとした。

286) Medco の取締役会は、King との合併を交渉するための Medco の代表者 (代理人) として、取締役会の議長の Williams を任命した。

287) *Id.* at \*8.

288) さらに原告は、開示義務違反も主張しているが (*id.* at \*7-8)、取引保護規定とは関係がないので省略する。

289) *Id.* at \*11-12.

290) *Id.* at \*14.

291) *Id.* at \*16-17.

292) *Id.* at \*17-18.

裁判所は忠実義務違反についても、記録に照らしてみると、Medco と King の合併という目標は会社と株主の価値を最大化しようとする試み以外の何ものでもないとした<sup>293)</sup>。

裁判所は、取引保護手段の差止も拒絶した。裁判所は以下のように述べた。「デラウエア法は、『取引保護手段の採用が取締役の利益によって汚染されている場合や、他の信認義務違反によって汚染されているのではない場合は』<sup>294)</sup>、ロックアップや関連する合意を許容している。従って、ロックアップ装置に合意する際に信認義務違反がなければ、これらの規定を経営判断として審査することが可能である。Collar 規定、解約料 (termination fee)、no-talk 規定、no-shop 規定、ストック・オプションの合意は、Medco に対し競合するビッドを行う潜在的な買収者もたらす脅威を知覚して、それに対抗するための防衛的手段として用いられているのではない<sup>295)</sup>」。

裁判所は、原告の予備的差止の申立をすべて拒絶した。

#### e. Omnicare 事件

Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc. 事件<sup>296)</sup>で、デラウエア最高裁判所は、NCS Healthcare, Inc. (NCS) と Genesis Health Ventures, Inc. (Genesis) との合併の差止を認めなかった衡平法裁判所の判断を覆した<sup>297)</sup>。デラウエア最高裁判所の意見は3対2に分かれた<sup>298)</sup>。多数意見は、NCS が Genesis との合併を保護する

---

293) *Id.* at \*22.

294) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 176 (Del. 1986) を引用している。

295) *Bartlett*, 2000 Del. Ch. LEXIS 42, at \*30-31.

296) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

297) *Id.* at 939.

298) デラウエア最高裁判所でこのように意見が分かれるのは極めて異例である。デラウエア最高裁判所は、会社法の問題について全員一致の意見を発するのが通常であるからである。David A. Skeel, Jr., *The Unanimity Norm in Delaware Corporate Law*, 83 VA. L. REV. 127, 129 (1997) (「デラウエア最高裁判所は全員一致の意見を発する傾向がある」「デラウエア最高裁判所は、…意見が分かれることは滅多にない。1980年代にテイクオーバーの波が発生したときのような非常に議論が分かれる問題についてさえも、デラウエアの裁判官はほとんど常に同じ意見を発した」)。

ために設けた取引保護装置 (deal protection device) は、NCS がより優れたオファーを受け入れることを妨げており、NCS の取締役の信託義務を不当に制限しているため、この取引保護装置は許容できないと判断した。

被告である NCS は医療施設に薬剤サービスを提供する会社である。1999年終わりから業績が悪化し株価は急激に落ち込んだ。2001年初頭までに NCS は弁済不能になり、NCS の株式は0.09ドルから0.50ドルの間で取引されるようになった<sup>299)</sup>。NCS はファイナンシャル・アドバイザーを雇い買収相手を探すことにした。このアドバイザーは2000年12月までに50以上の企業と接触を持ったが、芳しい成果は上がらなかった。NCS は別のアドバイザーを雇い、買収相手を探した。2001年の夏に、Omnicare Inc. (Omnicare) が NCS の買収に関心を示した。しかし、Omnicare は連邦倒産法 § 363に基づく、倒産手続による資産の売却によって NCS の買収を行うことを強く主張したため、Omnicare との交渉は結実しなかった<sup>300)</sup>。

2002年1月に、Genesis は NCS と接触し、NCS の買収の可能性を打診した。NCS は Genesis との交渉を行うために独立の取締役で構成される独立委員会を設置した。Genesis は倒産手続によらず、合併によって取引を進めることを提案した。Genesis は他のビッドターの当て馬になることを嫌っていた。Genesis は以前、ある会社の買収をめぐる Omnicare と争いになり、Genesis は最後の最後で Omnicare に破れていた。そのため、Genesis は NCS と排他的に交渉することを望み、NCS と Genesis の合併の完成が保証されることを望んでいた。NCS は Genesis と排他的に交渉する合意 (exclusive agreement) を2002年7月上旬に結び、NCS と Genesis の合併合意の作成と、Outcalt と Shaw という NCS の二人の株主との議決権合意の作成準備に取りかかった。排他的交渉期間は最終的には7月31日まで延長された<sup>301)</sup>。

Omnicare は NCS が Genesis と交渉しているのを察知した。Omnicare はもしこの合併が完成すると Omnicare の脅威になると認識したため、倒産手続での資

---

299) *Id.* at 920.

300) *Id.* at 920–21. Omnicare は prepackaged の倒産手続進行を企図していた。

301) *Id.* at 921–23.

産の売却によらずにNCSを買収するように方針を変えた。Omnicareは2002年7月26日にOmnicareの提案する買収案をNCSに送った。Omnicareの提案は、経済的な条件はGenesisよりも勝っていたが、買収監査 (due diligence) を行うことが明確な条件となっており、Omnicareとの合併が最終的に完成するかどうかは確実ではなかった<sup>302)</sup>。

GenesisはOmnicareに対抗するために、7月27日にかなり条件を向上させた提案をした。Genesisは良い条件を示した代わりに、7月28日までにこの条件を承認しなければオファーを撤回するとした。独立委員会は全員一致でこの取引を取締役に推奨することにした。取締役会も、Genesisとの取引を失う可能性とOmnicareの提案の不確実性を衡量すると、取締役会にとっての唯一の合理的な手段はGenesisとの取引を承認することであると判断した。NCSの取締役会は、Genesisとの合併合意と、OutcaltとShawの議決権合意を承認した<sup>303)</sup>。

NCSとGenesisの合併合意には「議決の強制 (force the vote)」、no-talk規定、解約料 (termination fee) の条項が含まれていた<sup>304)</sup>。NCSの株主はNCSの普通株式10株と引き替えにGenesisの普通株式を1株受け取るようになっていた。NCSの株主にとってこの条件の経済的な価値は、一株あたり1.60ドルに相当した。さらに、DGCL § 251(c)によって認められた「議決の強制 (force the vote)」の規定が含まれていた<sup>305)</sup>。この規定により、NCSの取締役会が合併の推奨を撤回したとしても (実際に、NCSの取締役会はNCSとGenesisの合併の推奨を撤回した)、この合併合意は株主の議決に付されることになる。No-talk条項には限定的なfiduciary outが設けられていた。このfiduciary outでは、一定の条件を満たせばNCSの取締役会が優れた提案であると誠実に信じる勧誘していない (unsolicited) 提案を考慮することが認められていた。しかし、議決の強制の条項が要求する、取締役会が合併合意を株主総会に付す義務を回避することは認めていなかった。合併合意が解除された場合は、NCSがGenesisに600万ドルの解約料

---

302) *Id.* at 924.

303) *Id.* at 924–25.

304) *Id.* at 925–26. 合併合意の詳細な内容はこれらの頁を参照。

305) 1998年のDGCLの改正で、取締役会が推奨しない合併合意であっても、株主総会の議決に付すことができるようになった。

を支払うという解約料の規定もあった。

さらに、NCSとGenesisの合併の完成を保証するために、議決権行使の合意がなされた。NCSの二人の取締役兼株主のOutcaltとShawは二人合わせてNCSの議決権の過半数(65%)を有していた。この二人の株主はNCSとGenesisの合併に賛成するように彼らの議決権を行使することを約した議決権合意(voting agreement)をGenesisと結んだ<sup>306)</sup>。GenesisはNCSもこの議決権合意の当事者となることを要求した。「議決の強制」規定と議決権合意は共にNCSとGenesisの合併の完成を保証する機能を有しているが、これらにはfiduciary outの規定は設けられていなかった。

Omnicareは再度NCSに条件付きの提案を行ったが、NCSが応じなかったため、NCSとGenesisの合併の差止を求めて訴えを提起した<sup>307)</sup>。さらに、Omnicareは、NCSとGenesisの合併合意に含まれている取引保護規定の無効を条件として、一株あたり3.50ドルでNCSの株式(share)に対しテnderオファーを開始した。そのため、NCSの取締役会はNCSとGenesisの合併合意に賛成する推奨を撤回した。NCSのファイナンシャル・アドバイザーも、NCSとGenesisの合併の公正性の意見について同様に撤回した。

---

306) 合併合意の当事者となったNCSの大株主はOutcaltとShawである。OutcaltはNCSの取締役会の議長である。ShawはNCSのPresident、CEO、取締役を兼任している。この二人は、NCSの株主としての資格で、Genesisと以下のような議決権合意を結んだ。

- ・ OutcaltとShawは、NCSの取締役または役員としての資格ではなく、NCSの株主としての資格で、この合意を履行するように行動すること。
- ・ OutcaltとShawは、合併合意についての株主の議決が行われる前に、自己の保有する株式を譲渡しないこと。
- ・ OutcaltとShawは、自己の保有するすべての株式につき、合併合意に賛成の票を投じること。
- ・ OutcaltとShawは、自己の保有する株式につき合併合意に賛成の議決を行うという撤回不可能な委任状(irrevocable proxy)をGenesisに付与すること。
- ・ この議決権合意は、Genesisによって特定の執行可能である(specifically enforceable)こと。

さらに、合併合意では、OutcaltかShawのどちらかがこの議決権合意の条項に違反した場合には、Genesisは合併合意を解約し、NCSから600万ドルの解約料を受け取る権利を有すると定められていた。Id. at 926.

307) NCSの株主からもNCSとGenesisの合併無効を求める集団訴訟が起こされている。最高裁判所の判断はOmnicareの訴えとNCSの株主の訴えについての上訴を併合したものである。Id. at 919.

Genesis との合併合意は、NCS の取締役が合併合意で定義されている「優れた提案 (Superior Proposal)」を行う者と議論を開始し、または非公開情報を提供することを認めている。しかし、この規定は Genesis との合併合意には全く何の効果も持っていない。たとえ NCS の取締役会がその推奨を「変更、撤回、または修正」したとしても、NCS の取締役会はこの合併を株主の議決に付さなければならないからである。この合併合意が株主の議決に付された場合、Outcalt と Shaw という二人の NCS の株主が結んだ議決権合意によって、この二人の株主はその議決権を Genesis との合併に賛成するように議決することが要求されている。従って、NCS の株主が Genesis との合併を承認することが保証されている。

衡平裁判所は、NCS と Genesis の合併の差止を認めなかった<sup>308)</sup>。衡平法裁判所は、NCS の取締役会は独立した取締役の委員会を通じて行動しており、会社支配権市場で活発に勧誘を行い、完全に情報を得ており、注意義務違反はないと判断した<sup>309)</sup>。さらに衡平法裁判所は、NCS の取締役会は、Omnicare との交渉が最終的に合意に至るか不確実であったため、Genesis のオファーを失うという危険を冒して Omnicare と交渉を行うよりも、Genesis のオファーを受け入れることが NCS とその株主の利益に適うと誠実に決定したとした。衡平法裁判所は、NCS と Genesis の取引保護装置は Unocal 事件の意味での防衛的な性格をもつので高度な審査が必要であることを認めたが、本件の取引保護装置は不当に排除的でもないし強制的でもないので、Unocal 基準の合理性を満たすとした<sup>310)</sup>。

最高裁判所は、NCS の取締役は利害関係がなく独立しているという衡平法裁判所の事実認定を受け入れ、NCS の取締役は Genesis との合併を承認する際に相当な注意を払ったと仮定している。最高裁判所は、衡平法裁判所の分析の枠組み

---

308) *In re NCS Healthcare, Inc., S'holders Litig.*, 825 A.2d 240 (Del. Ch. 2002).

309) *Id.* at 260–61.

310) *Id.* at 261. さらに衡平法裁判所は以下のように述べている。NCS は、Genesis との取引を失えば、その後になされる別の買収者からのオファーはどんどん低い価格になっていく可能性があるということを脅威と認識した。取締役会は、取締役会がその時点で認知していた、または認知すべきだったより優れた取引を排除するために、このような合意を授権したのではない。Genesis の定めた期限までに、NCS の取締役会に利用可能であったのは Genesis との取引だけであった。*Id.* at 262–63.

に異議を唱えず、衡平法裁判所と同様に取引保護規定は Unocal 基準の高度な審査を受けるとした。しかし、本件の取引保護装置<sup>311)</sup>は Unocal 基準の審査を満たすかどうかについて判断が異なった。

最高裁判所は、取引保護装置に Unocal 基準の審査が及ぶ理由を以下のように述べている。合併の完成には取締役会の承認と株主の承認の両方が必要である。取締役会が合併合意を保護するために取引保護装置を導入すれば、取締役会の推奨と異なる議決を有効に行うという株主の権利は影響を受けるかもしれない。取締役会の意思と株主の意思が異なる場合で、取締役会が株主の権利行使を妨げるよう行動する場合には、株主と取締役会との間に利害対立が生じる。このような利害対立は「どこにでもいる幽霊 (omnipresent specter)」であり、常に存在しているかもしれない。取締役会の採用する取引保護装置が強力であればあるほど、取締役会の意思に反して有効な議決を行うという株主の能力は弱くなる可能性がある。そのために、取引保護装置には Unocal 事件の分析が適用されるのが適切である、とした<sup>312)</sup>。

最高裁判所は、以下のように述べて、支配権の変動を伴わない場合には、合併合意を保護する防衛装置の分析にも、敵対的テイクオーバーへの対抗策の分析と同様の分析の枠組みが用いられるとした<sup>313)</sup>。Unitrin 事件<sup>314)</sup>を引用しながら、取

311) 最高裁判所は、取引保護装置 (deal protection devices) という言葉の代わりに防衛装置 (defensive devices) という語を用いている。最高裁判所は、取引保護装置と防衛装置は類義語であり、合併取引の完成の保護を意図した何らかの手段または何らかの手段の組み合わせを指す、交換可能な言葉であるとする。それらのなかには、経済的なもの、構造的なもの、両者を組み合わせた複合的なものがあるとする。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 934 (Del. 2003).

312) *Id.* at 930–31.

313) 「…合併合意を締結するという取締役会の判断を招かれざる競合取引から防衛装置を用いて保護するという取締役会の判断は、敵対的テイクオーバー…において取締役会が防衛手段を採用して、会社の政策や有効性に対する危険から守るという取締役会の判断と類似している。テイクオーバーの場合に Unocal 事件の高度な司法精査を適用して標的会社の取締役会が行った防衛行為に対する異議を評価した際に、当裁判所は、取締役会は『利用可能な過酷な (draconian) 手段を用いて、知覚された脅威を打ち破るという自由な裁量は有していない』と判断した。同様に、合併の判断に関する取締役会の制定法上の権能が絶対的ではないように、取締役会は、利用可能な過酷な手段を用いて合併を保護することによって、合併に対する知覚された脅威を打ち破る自由な裁量を有していない」。 *Id.* at 932.

314) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

締役会が合併合意を保護することを意図して設けた防衛的な装置は排除的または強制的 (preclusive or coercive) であってはならない。そのような防衛装置に高度な司法精査を適用する場合は、裁判所は、まず、そのような装置が排除的または強制的であるかどうかを決定しなければならない。防衛装置が排除的でも強制的でもない場合に、Unocal 基準の比例性 (proportionality) についての判断が行われる。取締役会が知覚した会社と株主に対する脅威と、その脅威に対する取締役会の防衛行為は比例して (proportionate) いなければならない。取締役会の設けた防衛装置が「合理性の範囲 (range of reasonableness)」内にある場合には、裁判所は取締役会の判断を尊重し、裁判所の判断で置き換えることはないとした<sup>315)</sup>。

最高裁判所は以下のように述べて、NCS と Genesis の取引保護装置<sup>316)</sup>は排除的かつ強制的なため執行できないとした<sup>317)</sup>。「少数株主は Genesis との合併に賛成の議決をするように強制されていないが、彼らはそれを受け入れることが要求されている<sup>318)</sup>。…本件の場合、NCS の取締役会は Genesis との取引の推奨を撤回し、株主にそれを拒絶するように推奨していたという事実があるにもかかわらず、NCS の取締役会によって承認された取引保護装置は、協同して、排除的かつ強制的な効果を持つように働いた。Section 251(c)の規定、議決権合意、効果的

---

315) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914, 931–32 (Del. 2003).

316) 「取引保護装置は、合併合意それ自体の中に全てが入っている必要はない。例えば、本件のように、合併合意の Section 251(c)の規定は、後続の優れた取引に対して Genesis との合併合意に構造的な防衛手段を提供する別の議決権合意と組み合わせられている。Genesis は、NCS の合併合意のなかから効果的な fiduciary out 条項を省くことを主張することによって、NCS の取締役会によるこの取引の防衛を絶対的なものとした」。 *Id.* at 934.

317) *Id.* at 935.

318) 「本件では、衡平法裁判所は、Unocal 分析で『強制』の問題を明示的に取り扱わなかった。しかし、衡平法裁判所は、NCS の一般株主 (彼らは NCS の80%を保有しており、Omnicare のオファーを圧倒的に支持していた) は、NCS の取締役会によって承認された構造的な防衛策のために、Genesis との合併を受け入れることを強制されたということを事実として認めた。結果的に、議決が行われることが予定されていた時点での Genesis との取引のメリットと関係なく、その合併の帰結を予め決定する許容できない強制によって、株主の議決はその有効性を奪われていたということを事実は反映している。このような強制の結果をもたらす取引保護装置は、合理性の範囲内にないので、Unocal の高度な司法精査の審査基準に耐えることはできない」。 *Id.* at 935–36.

な fiduciary out 条項がないこと、という3つの…防衛手段により、どんなに優れた提案を行ったとしても、Omnicare との取引またはその他の提案が成功することが『数的に不可能』であり『現実的に達成できなく』なった<sup>319)</sup>。「NCS の取締役会によって採用された取引保護装置は、Genesis との合併の完成を強制し、より優れた取引の考慮を排除するように設計されていた。NCS の取締役の防衛装置は、排他的であり強制的であるので、Genesis のオファーを失うという知覚された脅威に対する合理的な対応の範囲内にはない。従って、我々はこれらの取引保護装置は執行不可能であると判断する<sup>320)</sup>。

最高裁判所は、さらに、取締役会の信認義務を強調して以下のように述べた。議決権合意、§ 251(c)の条項、fiduciary out 条項の不完全性のために、Omnicare がより優れた取引を提示したとしても、取締役会は少数株主に対する信認義務を果たすことができない。「合併合意、またはある規定それ自体が、信認義務の行使を制限するような方法で、取締役会に作為または不作為を要求する趣旨であるなら、その限度でそれは無効であり執行不能である<sup>321)</sup>。過半数の議決権を保有する株主集団がどのように議決を行うかを既に決定している場合は、「少数株主を保護する装置がないと、株主の議決は単なる形式になってしまう可能性がある<sup>322)</sup>。少数株主は、議決権を行使することによって会社の方向性に影響を与える権能を失っているので、「少数株主は、取締役が少数株主に対して負っている信認義務だけを自らの保護のために頼らなければならない<sup>323)</sup>。

裁判所は以下のように述べて、NCS の取締役会は、Genesis による絶対的な「固定化 (lock-up)」の要求に同意する権限を有していないと判断した。「デラウェア州の会社の取締役は、合併合意が発表された後、将来の状況の変化に合わせて、その受認者の責任を果たす継続的な義務を有している」。そのために、NCS の取締役会は Genesis との合併を絶対的に保護する装置に同意するのではなく、「Genesis との取引が劣ったオファーになった場合に備え、NCS の株主を保護す

---

319) *Id.* at 936.

320) *Id.* at 936.

321) *Id.* at 936. Citation omitted.

322) *Id.* at 937. Citation omitted.

323) *Id.* at 937. Citation omitted.

るため、fiduciary out 条項を交渉することが要求されていた。将来の完全な保護を求めた Genesis の最終通牒に同意することによって、NCS の取締役会は、取締役会自身の判断が最も重要な時点、すなわち後発のより優れたオファーを受けた時点で、自分自身の信認義務を行使することを不可能にしてしまった<sup>324)</sup>。「デラウェア州の会社の株主は、どんなときでも、取締役会がその信認義務を果たすということを信頼する権利を有している。取締役の信認義務は不断 (unremitting) なのであり、状況の変化に応じて会社または株主のために要求される特定の行為を行うことによって、取締役の信認義務は効果的に果たされなければならない<sup>325)</sup>。「NCS の取締役会は、少数株主への継続的な信認の責任を行使するために、効果的な fiduciary out 条項を契約することが要求されていた<sup>326)</sup>。

#### 反対意見

Veasey 首席判事と Steele 判事は別々の反対意見を書いている。両判事とも、Unocal 基準ではなく経営判断ルール (business judgment rule) が適用されるべきであるとする。行為を行った時点の状況に鑑みて審査されるべきであり、裁判所の後知恵により、取締役会の行為後に発生した状況によって左右されるべきではなく、経営判断ルールが妥当であるとする。

Veasey 首席判事は以下のように述べて、経営判断ルールが適用されるべきであるとした。事後的には、NCS の株主は保有する株式を Genesis のオファーよりも高い額を提示した「Omnicare のビッドに提供することによって、Genesis との合併で受け取っていたであろうものよりもかなり多くのものを受け取る、ということが現在では分かっている。しかし、我々の法体系は、このような事後的な幸運な結果によって決せられると考えられてはならない。そうではなく、NCS の取締役会の誠実な判断は、NCS と Genesis の合併合意が結ばれるより前の取締役会の行為について、その時点での (real-time) 審査に服さねばならない<sup>327)</sup>。

---

324) *Id.* at 938. Citation omitted.

325) *Id.* at 938. Citation omitted.

326) *Id.* at 939. Citation omitted.

327) *Id.* at 940. Steele 判事もこの点について同様なことを述べている。 *Id.* at 948.

Veasey 首席判事は、NCS の取締役会が Genesis との合併合意を結んだ時点での状況に鑑みると、NCS の取締役会は注意義務を満たしていたとした。NCS の取締役会が Genesis との合併を絶対的な取引保護装置によって確実に完成するようにしたことについて、Veasey 首席判事は以下のように述べた。「Lock-up は、標的会社の取締役会とビッドラーが『確実性を交換 (exchange certainties)』することを可能にする。確実性はそれ自体で価値がある。買収者は、もし買収者がその取引の完成を保証されているなら、標的会社に対してより高い価格を支払うかもしれない。標的会社も、ビッドラーと取引を完成させることの確実性から利益を得るかもしれない。買収相手を失うことは、標的会社は損傷を受けた財であり、価値が下がっているという認識を産み出すからである」<sup>328)</sup>。

このように述べて、Veasey 首席判事と Steele 判事は Unocal 基準ではなく、経営判断ルールが適用されるべきであるとした。しかし、両者とも、Unocal 基準が適用されると仮定したとしても、本件の場合には結果は変わらないとした。Veasey 首席判事は以下のように述べた。Unocal 基準が適用される場合は、「Unocal 基準に基づき、NCS の取締役は、会社の政策と有効性に対する脅威が存在し、彼らの行為はその脅威に対して合理的であったということを示す証拠を提示する責任を負っている。NCS は、債権者に支払いをなし、弁済不能を矯正し、株主に何らかの支払いを与えるための実行可能なオファーを Omnicare やその他から受けていないという脅威を NCS の取締役は合理的に知覚した…。NCS の取締役会の行為はその脅威との関連で合理的である。何故なら、Genesis とのディールは [唯一の選択肢] であり、NCS の取締役は Genesis から彼らが獲得することのできる最上のディールを得たのであり、Genesis の出現がなかったならば、実行可能なディールは存在しなかったであろうからである」<sup>329)</sup>。「債権者を満足させ株主に利益を与えることのできる実行可能な唯一の合併パートナー [である Genesis] との、合理的に利用可能な最上のディールを交渉するための取締役会の行為は、実務的な判断基準からすると、脅威に関連して合理的である、とい

328) *Id.* at 942. Steele 判事もこの点について同様な認識である。*Id.* at 947.

329) *Id.* at 943.

うことは明らかである」<sup>330)</sup>。

Veasey 首席判事は、多数意見が少数株主に対する継続的な信託義務 (continuing fiduciary duties) の存在を認めた点について、以下のように批判した。多数意見は、合併合意のなかに効果的な fiduciary out の規定がなく、他の規定と相俟って全体として絶対的なロックアップとなっている場合には、絶対的なロックアップは当然に無効であると判断した。しかし、本件で多数意見が『継続的な信託義務』を適用したことは、…未だ実現していないオファーの可能性と実行可能な唯一の取引の価値とを比較衡量するために、取締役会が行わなければならないリスクとリターンの分析について、裁判所が後知恵で判断することを認めるものである」<sup>331)</sup>。

Veasey 首席判事と Steele 判事は、最後に、多数意見が絶対的なロックアップ (absolute lock ups) を禁止する強行的な (mandatory) 明確なルール (bright-line rule) を表明したとしたなら、デラウェア会社法の利点<sup>332)</sup>が著しく損なわれることになってしまうと懸念している<sup>333)</sup>。デラウェア会社法は、授權法を基礎とする会社制定法と、事件ごとにコモンローの手法によって裁判所が信託義務を適用する柔軟性から成り立っている。絶対的なロックアップであっても、状況によっては、株主の最上の利益になる取引を安全にする唯一の方法であるかもしれないので、絶対的なロックアップを当然に無効にするのではなく、それを採用した取締役会の行動を審査すべきである。取締役会が、誠実に、自己利益がなく、相当な注意を払った後に、絶対的なロックアップを採用したと認定することができるのなら、取締役会の判断を尊重すべきであるとしている。

---

330) *Id.* at 945. Steele 判事も同趣旨のことを述べている。 *Id.* at 949.

331) *Id.* at 945.

332) Veasey 首席判事は、以下のように述べている。「デラウェア会社法の美しさと、デラウェア会社法が株主、取締役、役員のために非常に上手く機能する理由は、デラウェア会社法の枠組みは、事件ごと (case-by-case) にコモンローの様式で信託義務の原則を衡平法裁判所と最高裁判所が適用する、授權法の (enabling) 制定法に基づいている、ということにある。信託義務の事件は本質的に事実の特化していて、それ故唯一無二である」。 *Id.* at 939.

333) Veasey 首席判事の懸念は *id.* at 946, Steele 判事の懸念は *id.* at 950 を参照。

## (4) 後発的事情に対するデラウエア裁判所の審査のポリシー

以上のデラウエア裁判所の取引保護装置についての判断をふまえて、後発的な事情がある場合に、裁判所は事後的にどのようなポリシーを重視して判断しているかを考えてみる。デラウエア裁判所が現実に審査基準として何を用いているか、また裁判所はどのような審査基準を用いるべきか、という点ではなく、望ましい事後的な裁判所による制約はどのようなものかということを考えるための示唆を得るために、どのようなポリシーの対立が発生する可能性があり、デラウエア裁判所はどのポリシーを重視しているかを考えることにする。このような点を考えるのは、どのような審査基準が適用されるべきかという問題ではなく、取締役会は将来の不確実性に対してどのように対処すべきと裁判所は考えるべきかという問題の方が、より本質的な問題であると思われるからである。もちろん、実際に裁判所が判断を下す場合は、取締役会の行為に審査基準を適用してその基準を満たすかどうかという形がとられるため、審査基準に何を用いるかは実際の裁判では極めて重要である。しかし、審査基準に何を採用するかは、裁判所の結論を導くための形式に過ぎない。我が国の裁判所でデラウエア裁判所と同じ審査基準を用いるわけではないので、後発的事情がある場合に、結論に至らしめた裁判所のポリシーはどのようなものであるかを考える方が重要であると思う。

後発的な事情がある場合に、裁判所が判断する方法として二つのアプローチが考えられる。まず第一のアプローチは、裁判所の判断の基準時を裁判所が判断を行う時点において、裁判所は後発的な事情の存在を前提として、それを取り込んで判断してよいとするアプローチ（事後判断アプローチ）である。後発的な事情は既に発生した所与の前提となっている。第二のアプローチは、裁判所の判断の基準時を当事者の契約時において、裁判所は後発的な事情を直接考慮せず、契約時に存在していた事情だけをもとに判断するアプローチ（事前判断アプローチ）である<sup>334)</sup>。

取引保護装置についての判断では、デラウエア裁判所は第一の事後判断アプローチをとっていない。デラウエア裁判所は、当事者が契約を締結する時点で不

334) 前の III.3(2)(iv)の図2、3を参照。

確実がある場合に、後発的事情を直接取り込んだ判断は行っていない。契約後裁判所の判断時までには発生した後発的事情を所与として、その後発的事情を前提としたとすると当事者にとって望ましい結論は何か、という当事者の再交渉を直接代替するような判断は行っていない。デラウエア裁判所は、直接的な当事者の再交渉代替機能を果たしていない。

デラウエア裁判所は、事後的な公平性や社会厚生を増大よりも、当事者の事前のインセンティブを重視しているといえる。第二のビッドが出現したという事情を前提とすると、第二のビッドが有利となる可能性が高い。第二のビッドは当初の合併相手よりも有利な条件を提示するはずである（そうでなければ第二のビッドはビッド競争に参入しない）。当初の合併相手と第二のビッドの条件面を単純に比較すれば、第二のビッドの方が常に有利な条件を提示しているはずである。標的会社の株主の利益を第一に考えると、当初の合併取引を実行するよりも、より高い条件を示している第二のビッドとの取引を行える方が標的会社の株主の利益になるといえそうである。もしそうであるなら、当初の合併合意に設けられている取引保護装置を無効にして、第二のビッドとの取引の道を開いた方が望ましいということになる。

理論的には、第二のビッドが勝つ可能性が高くてもかまわないかもしれない。契約法での効率的契約違反と同様に考えて<sup>335)</sup>、当初の取引相手に十分な補償が支払われればよいと考えられるからである。当初の取引相手は、標的会社との交渉に費やした費用と損害が補償される。標的会社は、第二のビッドという標的会社をより高く評価する者に移転することになる。標的会社の株主は第一ビッドに提示された対価よりも高い対価を受け取ることになる。もしそうであるなら、問題となるのは、第二のビッドが勝つかどうかではなく、当初の取引相手に十分な補償が支払われるかどうかではないか。

しかし、当初の合併相手のすべての損失（金銭的な費用だけでなく、機会費用や会社支配権市場での地位の低下なども含む）が補償されないとすると、問題が

---

335) 効率的契約違反については、例えば、ロバート・D・クーター、トーマス・S・ユーレン、太田勝造訳『新版 法と経済学』商事法務研究会（1997年）263頁以下を参照。

ある。第二のビッドラーが出現するかどうかという、自らコントロールできない事情によって、当初の合併合意が覆る可能性の高いルールだと、合併契約を結ぼうとする当事者の事前のインセンティブを損なう危険が高い。標的会社を積極的に探そうとしなくなるかもしれないし、標的会社から合併の提案を受けてもあまり積極的に考慮しないかもしれない。誰もが第二のビッドラーになりたがるだろう。このようなルールだと、当初の取引相手は第二のビッドラーに負ける危険が常にあるので、その危険の分だけ割引かれて、合併取引で提案される価格が低くなるかもしれない。第二のビッドラーに負ける危険が高いため、解約料が高くなるかもしれない。デラウエア裁判所は事前のインセンティブを重視して、このような事後判断アプローチをとっていない。

デラウエア裁判所は、基本的に第二の事前判断アプローチをとっているといえる。裁判所は、判断の基準時を当事者の契約の時点におき、契約締結時にはまだ存在していない契約後に発生した事情を、確定した前提として判断に取り入れている。しかし、契約後に発生した事情を完全に無視して、考慮の対象から完全に外しているわけでもない。裁判所は、当事者が契約を結ぶ時点で、事後的な事情が発生する可能性をどのように考えたか、または考えるべきであったかを見ている。契約締結後の事情は、将来後発的な事情が発生する可能性がある当事者が予測したかどうか、またすべきだったかどうか、という当事者の主観を通じて考慮されている。例えば、取締役会が合併合意を締結する時点で将来第二のビッドラーが出現する可能性をどのように評価していたかという、合併合意を締結する時点での取締役会の主観的な予想を通じて、裁判所は後発的な事情を判断しているといえる。事後的な事情は確定した事項として取り扱われるのではなく、当事者の主観を通じて予見される、将来発生するかもしれない確率的な事象として取り扱われている。

裁判所の審査のポイントは、取締役会が将来の第二のビッドラーの出現可能性についての確率的な評価をどのように形成したのか、取締役会がその主観的な確率を形成するに至った取締役会の行為は何か、という点にあるといえる。最終的な合併合意を締結するに至るまでに多くの会社とコンタクトを持ち、十分な市場調査を行った上で最終的な合併合意に至ったのか。そのような調査を行った上で、

現在の合併相手よりも望ましい相手が将来出現する可能性は低い、と取締役会が合理的に判断したのかどうか。これらが肯定される場合は、将来登場するかもしれない相手との取引を排除するような強い取引保護装置を現在の合併相手との間に設け、将来発生するかもしれないもっと有利な取引の可能性を捨て去ってしまうのも合理的といえるかもしれない。そうではなく、十分な調査をしていないため、将来よりよい合併相手が出現する可能性が低いと判断するのは早急であると考えられるような場合は、将来の可能性を捨て去ることは合理的な行動といえないだろう。この点については、取引保護規定について判断を下した裁判所は共通して認めていると思われる。この点は、Omnicare事件の最高裁判所の多数意見も少数意見も一致している。

判断が分かれるのは、取締役会が将来もっとよい取引相手が出現する可能性は低いと考えて、将来の可能性を完全に断つことは、取締役会の権限の範囲内か、という点であるように思う。合併合意を締結しようとした時点で、将来よりよい取引相手が出現する可能性は低いと取締役会が判断したとしても、よりよい取引相手が出現する可能性が全くないとはいえない以上は、取締役会はそのようなよりよい相手が出現した場合に対応できるように、将来の可能性を完全に捨て去ることはできない、と判断するべきなのか。それとも、取締役会が合併契約を結ぶ時点で、将来よりよい相手が出現する可能性は極めて低いと合理的に判断したら、合併契約締結時点で将来の可能性が不明確で、よりよい取引相手が出現する可能性は完全に否定できないとしても、将来の可能性を捨てることも認められるべきであると考えべきか。

このように、会社契約を締結する時点では、将来は不確実である。どれだけ調査を行ったとしても、不確実性を完全になくすことはできない。この場合、取締役会はどのようにすべきか。

【ポリシー1】いくら調査をしても、将来の不確実性は残る。将来の不確実性が残っている以上、取締役会はその不確実性に対処することができる方法を残しておくべきである。

【ポリシー2】不確実性が残っているということは、不確実性を売買するチャンスでもある。不確実性は一方の当事者にだけあるのではなく、合併当事者双方

に存在する。将来の不確実性があるということは、自分のもっている将来の可能性を相手に売ることができるということを意味する。将来の可能性を取引することで、よりよい取引条件を相手から引き出すことが可能な場合もある。取締役会は交渉のカードを増やすために、将来の可能性を売却することができるべきである。取締役会は自己の有している将来の可能性を相手に売り渡さずに、将来もっと有利な取引相手が出現したときのために可能性を残しておくことも、将来の有利な別の取引相手との取引は断念して相手に可能性を売り渡すことも、どちらも選べるべきである。どちらを選ぶかは、まさに取締役会の経営判断そのものであり、取締役会は自己が形成した主観的確率に基づき、期待利益を最大化すると考える方を選べばよい<sup>336)</sup>。

Omnicare 事件の多数意見は、ポリシー 1 と整合的である。取締役の継続的な信認義務の存在を強調して、契約の時点で将来の不確実性が残っている以上は、取締役会はその不確実性に備えることができるようにしておくべきであり、将来の可能性を捨て去ってはならないと考えている。そのために、将来の不確実性を減らす努力を合理的に行ったかどうかという点だけでなく、将来の不確実性に対してどれだけの備えをしていたかどうかという点も判断の対象になっている。それに対し、Omnicare 事件の少数意見は、ポリシー 2 と整合的である。少数意見は、将来の不確実性を低下させる努力を合理的に行ったかどうかだけを判断している。その判断に基づいて、取締役会が将来の不確実性を合理的に取引しているなら、取締役会が不確実性についての賭けに破れたとしても、その判断に介入すべきでないと考えているようである。

---

336) さらに、裁判所がポリシー 2 を前提とした場合はさらに考え方が分かれると思う。ポリシー 2 を前提として、取締役会は将来の可能性を売ることができ、自分のもっている将来の可能性を断って相手に売り渡すという判断を行うことができる。この場合、当初取締役会が予想した将来の可能性についての判断が外れて、合併合意締結後によりよい取引相手が出たとしても、それは取締役会が賭けに負けただけであって、裁判所がそれを是正する必要はない、と考えるべきなのか。それとも、取締役会の判断が外れた場合は、裁判所は株主保護のために何らかの介入を行うべきと考えるべきなのか。取引保護規定の判例はこの問題を直接取り扱っていないが、Omnicare 事件の少数意見は前者と、多数意見は後者となじみやすい。

### 3 締出取引

会社法では、様々な利害対立取引 (conflict transaction) が取り扱われている<sup>337)</sup>。利害対立取引とは、その取引に特別の利害関係を有する受認者 (fiduciary) が承認を行う取引である<sup>338)</sup>。利害対立取引では、受認者はその取引の双方の当事者となっている。会社の合併と買収 (M&A) の場面での利害対立取引には、マネジメントバイアウト (MBO)<sup>339)</sup>や、親子会社間の締出合併などの締出取引がある。以下では、締出取引 (freezeout transaction) についてデラウェア裁判所がどのような判断を行っているかを見ていく。

#### (1) 締出取引の概要

公開会社であることにはコストが伴う<sup>340)</sup>。そのコストは、SECの規制に従うコストだけではない。支配株主と被支配会社との間のすべての移転は一般株主にとって公正でなければならないので、被支配会社の一般少数株主に対する公正性を確保するためのコストも含まれる。このようなコストがかかるために、アメリカ会社法は小規模な一般少数株主を除去したいという支配者の希望を合法的なものであると認めている。そのため、会社制定法には、簡易吸収合併 (short-form merger) の規定が設けられている。簡易吸収合併の規定は、会社の株式の90%を保有する支配株主が一方的に (unilaterally)、少数株主に現金を交付すること

---

337) 利害対立取引の典型例は、取締役が保有する土地を会社に売却するような自己取引である。

338) John C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: *Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1253 (1999).

339) MBOの場合、経営者の利益と一般株主の利益は直接対立している。経営者としては、一般株主が保有している株式を取得する価格が低ければ低いほど利益を受けるとして、一般株主は自己の保有している株式が買い取られる価格が高ければ高いほど利益を受けることになるからである。親子会社間の締出合併の場合も、親会社 (子会社の支配株主である) と子会社の非支配株主 (少数株主) の間で同様な利害対立がある。

340) 公開会社でありつづけることのコストは、2002年のSarbanes-Oxley Actの制定と証券取引所の上場基準の改正によって、さらに増加した。Kimbe C. Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protect Minority Shareholders in the Context of Going-Private Transactions: The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers After Siliconix, Aquila and Pure Resources*, 2003 COLUM. BUS. L. REV. 191, 206-13 (2003).

によって会社から締出すことを認めている (DGCL § 253)<sup>341)</sup>。

支配株主が簡易吸収合併を行うのに必要なだけの株式を保有していなくても、少数株主を排除する方法はある。合併と買収 (M&A) の取引を用いて支配株主が少数株主を排除しようとする場合には、主に二つの方法がある<sup>342)</sup>。第一に、支配株主は制定法上定められている当事会社間の交渉による合併 (DGCL § 251) を行い、少数株主に合併対価として現金を交付することによって、少数株主を締出すことができる。このような、制定法上の合併規定に基づき、交渉による合併を用いて締出を実現する方法を締出合併 (freezeout merger) と呼ぶことにする。締出合併を実現させるためには、制定法に基づいて、締出合併の対象となる標的公司 (被支配会社) の取締役が合併の交渉を行い、標的公司の取締役会がこの合併を承認することが要求される (DGCL § 251)。締出合併の実現には、標的公司の取締役会の承認だけでなく、株主総会の承認も必要である。締出合併の場合、締出を企図した支配株主と、標的公司の取締役の行為に対して完全な公正 (entire fairness) という厳格な審査基準が適用される。

341) 以上につき、ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 436 を参照。

342) この他にも、資産の譲渡や、株式併合 (reverse stock splits) も、締出実現のテクニックとなりうる。例えば、支配株主が、支配株主の支配する会社 (S 会社とする) のすべて財産を、支配株主が完全に所有している別の企業に現金を対価として譲渡することで、少数株主を排除できる。この場合、S 会社はすべての財産を売却してしまっているため、S 会社には財産の対価に得た現金が残っているだけである。S 会社の財産譲渡の対価として受け取った現金を S 会社の株主に分配し、S 会社を清算することによって、S 会社に存在した少数株主は消滅する。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 464.

支配株主は、株式併合を用いて株式数を劇的に減少させてもよい。例えば、Applebaum v. Avaya, Inc., 812 A.2d 880 (Del. 2002) (株式併合を用いて少数株主の締出が行われ、端株にはその市場価格の10日間平均の額が支払われた。最高裁判所はこの額を是認した)。株式数を減少させることによって生じた端株 (fractional share) に対して現金を支払うことで、少数株主を排除することが可能である。支配株主は定款を変更して、大量の持分を一つの株式に結合してしまう (例えば、1対10、1対100など)。株式併合を行った後、株式一単位より少ない割合しかもたない株主には、州制定法によって現金が与えられる (DGCL § 155)。株式併合の割合は、支配株主だけが株式の一単位またはそれ以上を保有するようになり、支配株主以外は端株しかもたないような割合に定められる。そのため、非支配株主には現金が与えられる。株式併合が非常に劇的な場合は、株式併合が完了した後に、1人の株主しか残っていない場合もある。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 464.

支配株主が少数株主の締出を実現する第二の方法は、公開買付 (tender offer) と簡易吸収合併 (short-form merger) (DGCL § 253) を組み合わせる方法である。このような、公開買付と簡易吸収合併を組み合わせる方法を締出公開買付 (freezeout tender offer) と呼ぶことにする。この場合、まず締出実現のための第一段階として、支配株主は少数派に対して公開買付を行う。この公開買付は、簡易吸収合併を行うことができるように、支配株主が会社の発行済株式の90%以上を取得することを条件となされるのが通常である。公開買付によって90%以上の株式を取得できれば、締出実現のための第二段階として、簡易吸収合併を実行することにより、少数株主を排除することができる。

締出公開買付の場合は、締出合併と異なり、標的会社の取締役会が締出取引に関与することは制定法上必要とされていない。制定法上、締出公開買付の第一段階の、標的会社の株主に対する公開買付に標的会社の取締役会が関与することは要求されていないし、第二段階の簡易吸収合併も支配株主による一方的な行為で実現できる。締出を実行したいと思う者にとっては、締出公開買付の方が簡便な手段であるといえる。しかし、近年までは、少数株主を排除するために締出公開買付の手法が用いられることは多くなく、締出合併が用いられていた。その理由は、近年まで、締出公開買付の第一段階と第二段階にどのような司法審査基準が適用されるか不明確であったからである。後で詳しく見ていくように、締出公開買付の第一段階と第二段階の取引に原則として完全な公正の基準が適用されないとする判断が下されてから、少数株主の排除のために締出公開買付が用いられるようになった。

締出合併と締出公開買付は、用いる取引構造は異なるものの、実質的・経済的には同一の目的を達成する手段である。それにもかかわらず、締出合併の場合には完全な公正という厳格な司法審査を受けることになり、締出公開買付の場合は完全な公正の基準は原則として用いられないため、法的な一貫性を欠いていた。このような非一貫性を調和しようとした判例が Pure 事件である。

以下では、まず、締出合併に対する司法審査がどのような基準に基づきなされるかを述べる。次に、締出公開買付への道を開いた一連の判例の流れを概観する。その後、締出合併と締出公開買付とに適用される法理の調和を、Pure 事件は

どのように試みているかを見ることにする。

(2) 合併を用いた少数者の締出：締出合併

M & A の利害対立取引である少数株主の締出についても、デラウエア裁判所は抑制的なアプローチを好んでいるといえる。締出取引の実体面に介入するのではなく、締出取引の構造面や手続面に審査の重点を置く傾向が見られ、可能な限り締出取引の実体面への介入を回避しようとする傾向が見て取れる。このような傾向は、現在の締出取引に関する法の端緒となった Weinberger 事件でも既に見られる<sup>343)</sup>。

(i) 完全な公正の基準：Weinberger 事件

現在の少数株主の締出に関する法は、Weinberger 事件でのデラウエア最高裁判所の判断まで遡る<sup>344)</sup>。この事件で、Signal Companies Inc. (Signal) は UOP, Inc. (UOP) の発行済株式の50.5%を取得した後、Signal が保有していない UOP の株式の49.5%を取得しようとした。Signal は、UOP の株主から UOP の株式を受け取る代わりに現金を交付することによって、この買収を行うことにした。Signal は合併対価として一株あたり24ドルまで支払ってもよいと考えていたが、UOP の取締役会は一株あたり21ドルという対価を受け入れた。この額は UOP の株式の市場価格を約50%上回っていた。UOP の少数株主の Weinberger はこの合併が不公正であるとして、この合併の無効と選択的に損害賠償を求めて訴えを提起した。

Signal の役員は UOP の取締役を兼任していたこともあって、裁判所は、以下

343) 後述の Weinberger 事件の脚注 7 を参照。

344) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). Weinberger 事件以前は、締出を行う前提条件として、Singer v. Magnavox, 380 A.2d 969 (Del. 1977) で定められた事業目的基準を満たさなければならないとされていた。Weinberger 事件が事業目的基準を廃止したのは、連邦裁判所と連邦主義者の影響を強く受けたからであるといわれている。Mark Roe, *Delaware's Competition*, 117 HARV. L. REV. 588 (2003) (デラウエア州は他の州と競争しているのではなく、連邦政府と競争している。デラウエア州は、連邦政府が会社法の問題に介入して会社法に関する州の権限を奪うのを恐れている。連邦政府の脅威がデラウエア会社法形成の主要な圧力である)。

のように述べて、この締出合併の取引条件の公正性について厳格な司法審査を加えた。「相互に対等な取引を行おうとしていない場合、特に Signal が任命した UOP の取締役がこの取引への関与を完全に断っていない場合は、Signal はその利害対立の影響から逃れることができない。デラウエア州においては、このように忠誠が分裂している場合には『安全港 (safe harbor)』は存在しない。デラウエア州の会社の取締役が取引の両当事者の側に立っている場合には、そのような取締役は自己の最大限の誠実さとその取引の徹底的に本質的な公正性 (inherent fairness) を証明することが要求される。…取引の双方の側に立つ者は、その取引の完全な公正 (entire fairness) を証明する責任を負う…」<sup>345)</sup>。「この義務は、親子会社のように二つまたは複数の取締役の地位を兼任している場合であっても、軽くなることはない。従って、二つの会社の取締役としての地位を占める者は、…両方の会社に対して優れた経営を行うという全く同じ義務を負っている。独立して交渉を行う交渉の構造がない場合や、取締役がこのような問題に関与するのを控えない場合には、このような義務は両方の会社にとって最善のものはなにかという観点から行使されなければならない」<sup>346)</sup>。

裁判所は、締出取引における取引の公正性について以下のように述べた。公正性は、取引の交渉過程についての「公正取引 (fair dealing)」と、「公正価格 (fair price)」という二つの基本的な概念から成り立っている<sup>347)</sup>。公正取引に関しては、「取引が指定された時期はいつか、取引はどのように開始され、構築され、交渉され、取締役に開示されたか、そして取締役と株主の承認をどのようにして獲得したか」ということが問題となる。公正価格については、「提案された合併の対価に影響を与える「資産、市場価値、収益、将来の予想などの全ての関連する要因と、その他会社の株式の固有の価値に影響を与える全ての要素」が問題にな

---

345) 457 A.2d 701 (Del. 1983) at 710.

346) *Id.* at 710-11.

347) 裁判所は、「公正性の基準は、公正取引と公正価格との、二又に分かれる基準ではない。その問題は完全な公正という一つの問題であるので、問題の全ての側面は、全体として審査されなければならない」ということを強調した。*Id.* at 711. しかし、裁判所は、公正性についての公正取引と公正価格という二つの要素がどのような相互関係を有しているかについて述べていない。

るとした<sup>348)</sup>。さらに裁判所は、それまでのいわゆるデラウエア・ブロック方式を止め、「ファイナンス業界で一般に受け入れられていると考えられる手法」によって株式の価値の評価を行うことを認めた<sup>349)</sup>。

裁判所は救済方法について以下のように述べた。原告の金銭的な救済は通常は株式買取請求権に限定されるべきであるが、「…詐欺、不実表示、自己取引、会社資産の意図的な浪費、著しくかつ明白な不行跡 (overreaching) が行われている場合は、買取請求権の救済は十分でないかもしれない。そのような場合は、大法官 (Chancellor) の権能は完全であり、取消的損害賠償 (rescissory damages) などの、あらゆる形態の衡平法上の金銭的救済を作り出すことができる。…大法官の裁量の見地からすると、完全な公正の基準、すなわち公正取引と公正価格に基づき、判決は…金銭的損害賠償の形態をとるべきである」<sup>350)</sup>。

なお、裁判所は脚注7で取締役の特別委員会について、以下のように述べている。「…ここでの結論は、もしUOPが相互に対等な立場でSignalと取引を行うために、社外取締役で構成される独立した交渉委員会を任命していたとしたら、完全に異なっていたであろう。…この場合には、公正性は、…理論的に完全に独立した取締役会による行為と同一視することができるので、このようなコースが考慮も遂行もされていないのは残念である。…特に親子会社の場合には、行われた行為が相手方に対し相互に対等な (at arm's length) 交渉力を行使した結果と同じであると示すことは、その取引は公正性についての基準を満たしているということの強力な証拠となる」<sup>351)</sup>。Weinberger事件のこの部分は、もし親会社の子会社に合併を拒絶する権利を有した独立の交渉委員会の設置を認める場合は、裁判所は、そのような交渉委員会が合意した取引の価格は相互に対等な交渉の結果として生まれた価格であり、公正であると推測しうる、ということを示唆していると読むことも可能である。

締出取引を行う際に独立交渉委員会が設置されている場合、裁判所は独立交渉

---

348) *Id.* at 711.

349) *Id.* at 712-13.

350) *Id.* at 714.

351) *Id.* at 709, n. 7.

委員会にどのような効果を認めるかは Kahn 事件で明らかになった。Kahn 事件を見る前に、Weinberger 事件の完全な公正の基準のもう一つの要素、公正価格と株式買取請求権 (appraisal remedy) の関係について概観しておくことにする。Weinberger 事件の大きな意義は、合併の対価の価格に不満のある株主に、株式買取請求権に加えて、衡平法上の救済も認める道を開いたからである。

(ii) 株式買取請求権と衡平法上の救済

合併の対価に不満のある株主には二つの救済方法がある。一つは会社制定法に基づく株式買取請求権 (appraisal right) の行使である。もう一つは、信認義務違反に基づく衡平法上の訴訟である。デラウェア州では、両者は株式の価値の評価方法は同じであるが、手続的には大きな違いがある。その結果、どちらの救済を受けることができるかによって、株主の救済の程度についても大きな違いが生じることになる。

株式買取請求では、原告は被告の義務違反を証明する必要はない。合併や合併の期待によって生じた利得 (gain) とは関係のない、会社の公正な価値について比例的な持分 (share) を主張することだけができる (DGCL § 262)。それに対し、信認義務に基づく完全な公正を争う訴訟では、原告がその取引は自己取引であるということを示したら、被告はその取引はあらゆる点において公正であることを証明しなければならない<sup>352)</sup>。被告が証明できない場合は、原告に与えられる救済は、「取消 (rescission)」または「取消的損害賠償 (rescissory damages)<sup>353)</sup>」である<sup>354)</sup>。

株式買取請求と信認義務違反の訴訟には重なる部分があり、かつては株式買取請求権が価格について不満のある株主に対する排他的な救済とされてきた<sup>355)</sup>。今

---

352) Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

353) 取消的損害賠償 (rescissory damages) は、もし取消すことが可能であったとしたならば、取消しによる効果と経済的に同等な金銭賠償である。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 454.

354) *Id.*

355) Stauffer v. Standard Brands, Inc. 187 A.2d 78 (Del. 1962); 改訂模範事業会社法 (Revised Model Business Corporation Act, RMBCA) §13. 02(d).

日では、両方の訴訟を同時に進行させることが認められており、完全な公正についての訴訟が利害対立のある合併の価格の公正さを争う主要な手段となっている<sup>356)</sup>。

デラウェア州では、株主が株式買取請求の訴訟を提起する権利を留保するために必要な手続的要件は厳しい。例えば、その取引に賛成の議決をしなかったこと、支払いを受け入れなかったことなどが必要である (DGCL § 262)。さらに、デラウェア州の会社制定法は集団訴訟による株式買取請求権の手続 (class appraisal procedure) を認めていない。対照的に、信認義務違反の請求は、株主が合併に賛成の議決をしたかどうか、自己の株式に対する支払いを受け入れたかどうかに関係なく、集団訴訟 (class action) として、会社のすべての株主を代表して提起することが可能である<sup>357)</sup>。実際にも多くの場合、集団訴訟として提起されている。

信認義務違反を主張する訴訟は、合併が実施される前に提起することが可能であるが、株式買取請求権の訴訟はそうすることができない。信認義務の訴訟は早い時期に訴訟を提起できるので、原告は合併の予備的差止 (preliminary injunction) の申立を行うことができる。予備的差止の申立ができるために、原告は和解交渉を有利に進めることができる<sup>358)</sup>。

締出合併の対価が支配者の株式または公開市場で取引されている会社の株式である場合は、少数株主は株式買取請求権の権利を有しない<sup>359)</sup>。従って、信認義務違反の訴因がなければ、そのような取引における少数株主には、全く救済がないかもしれない。

---

356) Rabkin v. Phillip A. Hunt Chem Corp. 498 A.2d 701 (Del. 1985) (現金締出合併の訴訟で株式買取請求権以外の信認義務違反に基づく訴訟も同時に進行することを認めた)。

但し、最近になってデラウェア衡平法裁判所は、DGCL § 253の簡易吸収合併に基づく締出の場合は、株式買取請求権が少数株主の排他的な救済方法であるとした。Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (Del. 2001)。

357) ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 476.

358) *Id.*

359) いわゆる「market-out」の規定である。DGCL § 262(b)(2)。但し、標的会社の株式を90%以上持つ支配者がDGCL § 253の簡易吸収合併を用いて合併を行う場合は、少数株主は合併対価が何であるかに関係なく、株式買取請求権を有する。DGCL § 262(b)(3)。

支配株主の側にとっても、株式買取請求権の訴訟と完全な公正の訴訟では大きな違いが生じる。もし価格についての争いが株式買取請求権に限定されているとしたら、株式買取請求権を行使するのに必要な手続をすべて満たした株式についてだけ、価格に関し争われることになる。そのような株式の数は通常は極めて少ないので、支配株主にとっては好ましい。それとは対照的に、Weinberger 事件のルールが適用される完全な公正の集団訴訟では、株主は裁判所の救済を求める権利を留保しておくために行動を行う必要はない。締出を通じて獲得した全ての株式について価格に関する争いが生じうるので、支配株主にとっては好ましくない<sup>360)</sup>。

少数株主にとっても、支配株主にとっても、株式買取請求権だけしか利用できないか、それとも衡平法上の救済も認められるかは、大きな違いをもたらす。完全な公正の基準が適用されず、株式買取請求権だけしか認められないとすると、価格に不満のある株主 (dissent shareholder) が取引の価格を争うことは非常に困難である。この場合、支配株主は非常に限られた株式買取請求権保持者だけを相手にすればよいので、支配株主には好ましい。それに対し、利害対立のある取引に完全な公正の基準が適用されれば、取引の価格が完全な公正の基準のなかの公正価格の要素で判断される道が開ける。衡平法上の救済が認められれば、少数株主の保護は厚くなる。従って、利害対立のある取引に完全な公正の基準が適用されるかどうかは、少数株主にとっても支配株主にとっても決定的な違いをもたらす。以下で見ていくように、締出合併では完全な公正の基準が適用されるが、締出公開買付では完全な公正の基準の適用範囲は狭い。

(iii) 独立取締役で構成される特別委員会の役割

a. Weinberger 事件後の展開

Weinberger 事件では、親会社が子会社に取締役を派遣し、その取締役が子会社の少数株主を締出す合併に関与していた。しかし、このように明らかな利害対

---

360) 以上については、Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 798-99 (2003) を参照。

立のある取引構造を用いなかったらどうなるか。Weinberger 事件は脚注7で、社外取締役で構成される独立した特別委員会を任命していたとしたら、結論は完全に異なっていたであろうと述べている<sup>361)</sup>。支配株主が完全な公正を証明する責任を負っている場合に、利害関係のない独立した取締役で構成される特別委員会が利害対立のある合併を承認したら、どのような効果が発生するか。審査基準は経営判断ルール (business judgment rule) へと移り、株主は株式買取請求権の権利しか行使できないことになるのか。それとも、完全な公正の基準の適用は排除されず、信認義務に基づいた集団訴訟でも公正価格を争うことができるのか。裁判所はこのような利害対立取引の承認にどのような効果を与えるべきかという問題は、特別委員会をめぐる最も基本的な問題でもある。

この点について、衡平法裁判所の判断は分かれていた。そのような特別委員会の承認は、その取引が不公正であることを証明する責任を原告に移転するだけである、とする判例があった<sup>362)</sup>。それらの事件の裁判所は、たとえ特別委員会が誠実に行動していたように見えたとしても、微妙なプレッシャーを受けたり、経営陣との連帯感があるかもしれない、特別委員会の判断は不当な影響から逃れられていないかもしれないので、完全な公正の基準の適用を排除すべきではない、と考えた。

一方、そのような承認があれば審査基準は完全な公正から経営判断ルールに変わるとする判例もあった<sup>363)</sup>。その事件の裁判所は、特別委員会の判断を利害関係のない独立した取締役会の判断として取り扱い、利害関係のない独立した取締役会の判断は、経営判断ルールによる尊重を受けるべきであると考えた。このアプローチは、裁判所は取引の実体面よりも取引の過程の誠実さ (integrity) を判断する方が適しているということを前提としている。

---

361) *Weinberger*, 457 A.2d 701 (Del. 1983) at 709, n. 7.

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

363) *In re Trans World Airlines, Inc. S'holders Litig.*, No. 9844, 1988 Del. Ch. LEXIS 139, \*19 (Del. Ch. Oct. 21, 1988).

b. Kahn 事件

独立した取締役で構成される特別委員会が利害関係のある合併を承認した場合に、どのような効果が与えられるかという問題は、Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 事件での、二つのデラウェア最高裁判所の判断<sup>364)</sup>が取り扱った。この事件は、Lynch Communication Systems, Inc. (Lynch) の少数株主が Alcatel U.S.A. Corporation (Alcatel) により締出された事件である<sup>365)</sup>。

Kahn I 事件で最高裁判所は以下のように述べて、合併が、合併条件の決定について完全な授權を受けている独立した交渉委員会により承認されている場合や、利害関係のない少数株主の過半数によって承認されることを条件としている場合などのように、交渉の構造が少数株主の利益を保護していると考えられる場合であっても、そのような交渉の構造は締出の公正性という問題についての証明責任を原告に移転させるだけの機能しか果たさないとした。「取締役の特別委員会がその取引を承認した場合や、少数株主の過半数が情報を得た上でその取引を承認した場合は、公正性という問題の証明責任を支配株主から異議を申し立てている株主へと移転させるだけである。利害対立のある現金締出合併を少数株主の過半数が情報を得た上で承認した場合や、利害関係のない取締役で構成される独立委員会が承認した場合であっても、完全な公正の分析が唯一の適切な司法審査の基準であ」<sup>366)</sup>って、経営判断ルールが適用されるのではない、とした。さらに、証明責任が原告に移転するためには、単に特別委員会を設置するだけでは足りず、「少なくとも二つの要素が必要である。第一に、多数派株主は合併の条件を指示してはならない。…第二に、その特別委員会は多数派株主と対等に交渉を行うことができる真の交渉力を有していなければならない」<sup>367)</sup>とした。

---

364) Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994) (“Kahn I”); Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 669 A.2d 79 (Del. 1995) (“Kahn II”).

365) Lynch の株主である Kahn は、当初、Alcatel による Lynch の買収の差止を求めて訴えを提起した。衡平裁判所が予備的差止を却下したため、請求を金銭損害賠償に変更した。その後、Kahn の訴訟は Lynch のすべての株主のための集団訴訟となった。

366) *Kahn I*, at 1117.

367) *Kahn I*, at 1117, quoting *Rabkin v. Olin Corp.*, No. 7547, 1990 Del. Ch. LEXIS 50, \*18-19 (Del. Ch. Apr. 17, 1990), *aff'd*, Del. Supr., 586 A.2d 1202 (1990).

デラウェア最高裁判所がこのような判断を行ったのは、以下のような政策的判断があったからである。「親子会社の合併は、…会社を現在支配し、少数株主がその合併取引を承認するか拒絶するかに関係なく、将来も支配し続ける当事者によって提案されている。その可能性がどんなに漠然としているとしても、支配株主の関係は、会社を支配していない当事者との取引では発生しえない方法で、少数株主の議決に影響を与える可能性がある。強制を意図していない場合でさえ、親子会社の合併に議決を行う株主は、それを承認しない場合に、支配株主によって何らかの報復を受ける危険があると認識するだろう」<sup>368)</sup>。最高裁判所は、支配株主は手続的な装置では取り除くことのできないほどの影響力を少数株主に対して有しており、少数株主が締出を承認しなかった場合、支配株主は少数株主の不利になるように会社運営上の裁量を行使するという暗黙の脅威を与える、と考えたのである。

Kahn I 事件では、脅威は黙示的ではなく、実際に脅迫が行われたと認定された。Alcatel は、もし委員会が抵抗し続けるのなら低い価格で公開買付を行うと脅すことによって、Lynch の設置した独立交渉委員会を強制したとされた。デラウェア最高裁判所は取引の完全な公正性を判断させるために衡平法裁判所に差し戻した<sup>369)</sup>。

### (3) 公開買付を用いた少数株主の締出：締出公開買付

Kahn I 事件で最高裁判所は、合併を阻止する権能を有する特別委員会の設置や、少数株主の過半数による承認などのような少数株主を保護する装置が設けら

368) *Kahn I*, at 1116, quoting *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490, 502 (1990).

369) 差し戻された衡平法裁判所は、この取引は完全な公正の審査の公正取引と公正価格の要素の両方を満たしているとした。*Kahn v. Lynch Communication Sys.*, No. 8748, 1995 Del. Ch. LEXIS 44, at \*3 (Del. Ch. Apr. 17, 1995). 最高裁判所もこの判断を是認した。*Kahn II*, at 85. Kahn I 事件と Kahn II 事件では、裁判所が懸念する「強制 (coercion)」の焦点が異なっている。Kahn I 事件の認定した強制は標的会社の特別委員会に対して行われた強制であったのに対し、Kahn II 事件では少数株主の議決権行使の判断への強制が問題とされた。標的会社の特別委員会に対して強制が行われても、少数株主の議決権行使の判断に強制力が行使されていなければ、公正取引の要素を満たすことは可能であると Kahn II 事件の裁判所は判断した。*Gilson & Gordon*, *supra* note 360, at 801-02.

れていたとしても、完全な公正についての証明責任が原告に移転するだけで、完全な公正の基準の適用排除は認めなかった。そのため、少数株主の締出を行おうとする者は公開買付に目を向けるようになった。

(i) 締出公開買付の興隆

公開買付 (tender offer) と簡易吸収合併 (short-form merger) を組み合わせることで締出を実現するという戦略 (締出公開買付、freezeout tender offer) が利用されるようになったのは、Solomon v. Pathe Communications 事件<sup>370)</sup>と Glassman v. Unocal Exploration 事件<sup>371)</sup>の二つのデラウェア最高裁判所の判断によるところが大きい。

支配株主が、支配している会社の少数株主を排除したいと考えている場合、支配株主が締出合併により一回の取引で行おうとすると、その取引は Weinberger 事件の完全な公正の審査を受けることになる。その結果、少数株主が合併の価格を争う方法は、株式買取請求権に限られず、完全な公正による衡平法上の救済を求める訴訟 (集団訴訟で行うことができる) も可能になる。既に述べたように、衡平法上の救済は支配株主にとって好ましくない。

しかし、少数株主の締出を実現する方法は締出合併に限定されているわけではない。二つの取引を組み合わせることで二段階に分けて実行することもできる (締出公開買付)。締出公開買付の第一段階として、支配株主は、支配株主が保有していない株式に対して公開買付を行う。公開買付により支配株主が90%以上の株式を保有できれば、第二段階として簡易吸収合併 (DGCL § 253) を行うことにより、少数者の締出を達成することができる。

支配株主が、支配している会社の株主に公開買付を行う場合、支配株主は何らかの義務を負うかどうかは Solomon 事件で問題になった。Solomon 事件では、会社の発行済株式の議決権の89.5%以上を支配する支配株主が、少数株主に公開買付を行った。デラウェア最高裁判所は、支配株主が、支配している会社の株主に公開買付を行う場合、「強制や開示違反がない場合は、自発的な公開買付にお

370) Solomon v. Pathe Communications, 672 A.2d 35 (Del. 1995).

371) Glassman v. Unocal Exploration, 777 A.2d 242 (Del. 2001).

ける価格の十分性は問題となりえない<sup>372)</sup>とし、そのオファーが構造的に強制的である場合か、またはオファーに関する開示が不十分な場合以外は、支配株主はそのオファーの価格の公正性について何の義務も負わないとした<sup>373)</sup>。

Solomon 事件の判断は、公開買付が強制的とならないようになるための条件、例えば、少数株主の過半数のテnderを公開買付の終結の条件とする場合や<sup>374)</sup>、簡易吸収合併を公開買付と同じ価格で行うことによって公開買付にテnderしなかった株主を除去するという条件が付されている場合は、そのような構造をもつ公開買付は完全な公正の審査から逃れることができるとしている、一般には解釈されている<sup>375)</sup>。

縮出公開買付の第二段階は、支配株主による DGCL § 253に基づく簡易吸収合併である。制定法上は、簡易吸収合併の実行には、株主の議決も必要なければ、被支配会社の承認も必要とされていない。しかし、制定法上の要件がないということは、必ずしも衡平法上の義務を負わないということの意味しない。簡易吸収

372) *Solomon*, 672 A.2d 35 (Del. 1995) at 40.

373) 「完全に自発的な公開買付の場合には、…裁判所は特定の価格を受け取るという株主の権利を強要することはない。アラウエア法は、(現金縮出合併 (cash-out merger) と対照的に) …自発的な公開買付に関しては、自発性についての決定的な要素は強制が存在しているかどうかということか、あるいは『そのオファーと関連して株主に対してなされた重大に誤ったまたは誤導的な開示が存在しているかどうか』ということである、と認識している」。Solomon, 672 A.2d 35 (Del. 1995) at 39 (citations omitted)(quoting Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp., 537 A.2d 1051, 1056 (Del. Ch. 1987)).

374) DGCL § 253の簡易吸収合併を行うには、90%の株式保有が必要である。少数派の過半数による承認の条件は、90%以上の株式保有を達成するのに必要な条件である場合もある。縮出公開買付開始前の支配株主の株式保有が80%以下の場合は、簡易吸収合併の実行に必要な90%の株式保有を確実にするために、さらに別の条件を加える必要がある。

375) Solomon 事件をこのように解釈すべきかには疑問が残る。Solomon 事件は縮出実行のための第一段階としての公開買付が問題になった事件ではないので、Solomon 事件は縮出の場合には適用できないと読むことも可能である。実際に、最高裁判所の意見は、この取引は縮出ではないという点を明示している。しかし、Solomon 事件は、一般的には、縮出公開買付への拡張を正当化することなく、事案の違いを認識せずに拡張的に解釈されている。さらに、Solomon 事件の事案自体もかなり特殊であるので、Solomon 事件を拡張的に解釈することに疑問が残る。Solomon 事件では、支配者による公開買付は担保権を有する貸主の担保権実行の取引の一部として行われたのであり、縮出公開買付の一部として行われたのではないからである。以上につき、Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 818.

合併の対価は公正でなければならないか、すなわち簡易吸収合併の対価に不満のある株主は、支配株主は完全な公正の基準を満たしていないと主張し、衡平法上の救済を求めることができるかは明らかでなかった。

Glassman v. Unocal Exploration 事件<sup>376)</sup>でデラウェア最高裁判所は、「親会社は完全な公正を証明する必要はなく、詐欺または違法がない場合は、合併対価に不満のある少数株主の唯一の救済は株式買取請求権であ」<sup>377)</sup>って、「詐欺または違法がない場合は、株式買取請求権が簡易吸収合併に異議を唱える少数株主の利用可能な排他的な救済である」<sup>378)</sup>とした。このように、簡易吸収合併においては、詐欺または違法がない限り、価格の公正さを争う唯一の手段は株式買取請求権であるとされたのである。

締出合併によって一回の取引で締出を行った場合は、取引構造を工夫しても、証明責任が転換されるだけで完全な公正の審査を完全に排除することはできない。そのため、株式買取請求権と衡平法上の救済の両方の手段が株主に残されることになる。それに対して、二段階に分けて締出を行うと、取引の構造を工夫すれば、締出の取引から完全な公正の審査を排除できる可能性が生まれた。締出を二段階に分けて実行すると、第一段階の公開買付については Solomon 事件により完全な公正の審査が排除され、第二段階の簡易吸収合併については Glassman 事件によって完全な公正の審査が排除されうる。従って、両者を組み合わせた二段階の締出公開買付の場合も、完全な公正の審査が排除されるように思える。そのため、株式買取請求権が排他的な救済となり、完全な公正の審査により実現されていた集団訴訟による衡平法上の救済は消滅するように思える。支配株主にとっては完全な公正の基準が適用されない方が好ましいので、次で見る Siliconix 事件と Aquila 事件のように、締出を実現しようとする場合に締出公開買付が用いられるようになった。

しかし、Solomon 事件は締出公開買付の第一段階にあたる、支配株主による公開買付だけが行われた事件についての判断である。Glassman 事件は、締出公開

---

376) 777 A.2d 242 (Del. 2001).

377) *Id.* at 243.

378) *Id.* at 248.

買付の第二段階にあたる、簡易吸収合併だけが争われた事件の判断である。両方の手段を一体として用いて締出の実行を企図した事案に対する判断ではない。両者を一体として用いて締出を実現しようとした場合には、完全な公正は排除されるかどうかは明らかではなかった。

#### (ii) Siliconix 事件の定める締出公開買付における受認者の義務

締出を実現するために公開買付と簡易吸収合併を組み合わせる戦略が、裁判所で明示的に取り扱われたのは、Siliconix 事件<sup>379)</sup>である。この事件で、Vishay Intertechnology, Inc. (Vishay) は Siliconix Incorporated (Siliconix) の普通株式の 80.4%を保有していた。Vishay は、当初、Vishay が保有していなかった Siliconix の株式の 19.6%を獲得するために現金による公開買付を計画した。公開買付の検討と交渉を行うために、利害関係のない取締役で構成される特別委員会が Siliconix に設けられたが、この独立委員会は Vishay の現金によるオファーを拒絶した。そのため、Vishay は、株式を対価とする公開買付（交換オファー）に計画を変更した。この公開買付は Siliconix の少数株主の過半数がテnderを行うことを条件としていた。さらに、Vishay は、公開買付が成功した後に公開買付と同じ価格で簡易吸収合併を行う意図があるが、この簡易吸収合併は行わないかもしれないということを宣言していた。Siliconix の特別委員会は Vishay に、特別委員会が交換オファーの条件を承認する可能性は低いと助言した。しかし、特別委員会は中立的な立場を維持することにして、SEC に提出する Schedule 14 D-9 においてこのオファーについて推奨を行わず、ファイナンシャル・アドバイザーに公正性の意見も求めなかった。Siliconix の株主である Fitzgerald はこの公開買付の予備的差止を申し立てた。

#### a. 支配株主の義務

支配株主は、支配株主が支配する会社（被支配会社）<sup>380)</sup>の少数株主に対して信

379) *In re Siliconix Inc. S'holders Litig.*, No. 18700, 2001 Del. Ch. LEXIS 83 (Del. Ch. June 19, 2001).

380) 被支配会社は、支配株主が行う公開買付の標的公司でもある。

認義務を負っている。締出公開買付で支配株主の行うテnderオファーを受ける被支配会社（標的会社）の取締役も、少数株主に対して信認義務を負っている。このように、被支配会社の少数株主の受認者（fiduciary）は支配株主と被支配会社の取締役の二人である。そのため、支配株主が被支配会社と利害対立のある取引をする場合は、支配株主の信認義務と被支配会社の取締役の信認義務が問題となる。Siliconix 事件のように、支配株主が被支配会社と利害対立のある取引を行う場合、少数株主に対して信認義務を負っている支配株主や被支配会社の取締役は、その取引の完全な公正を証明する義務を負っているか。Siliconix 事件の裁判所は、「強制（coercion）や開示違反が示されない限り、被告はこの提案された公開買付の取引の完全な公正を証明する義務を負わない」<sup>381)</sup>と述べ、支配株主と被支配会社の取締役の証明責任を原則として否定した。

支配株主の義務について、すなわち支配株主は提案された公開買付について完全な公正を証明する義務を負うかどうかについて、裁判所は以下のように判断した。裁判所は、完全な公正基準の公正価格について、「公開買付が適切に行われている限りは、公開買付を拒絶するという株主の自由な選択が、十分な保護を与える」ので、「オファーに関する重要な情報が非開示であったり、オファーに関する重要情報に不実記載があるという証拠がない場合、またはそのオファーが何らかの重大な方法で強制的であるという証拠がない場合は、被支配会社の少数株主が保有している株式にオファーを行う支配株主は、少数者の保有する株式に対して特定の価格を提示する義務を負わない」<sup>382)</sup>として、支配株主の義務を原則として否定した。

#### b. 締出公開買付における標的会社の取締役の義務

公開買付の場合は、テnderするかどうかは究極的には株主の判断に委ねられている。しかし、テnderすべきかどうかを賢明に判断するための前提条件を整える義務、例えば十分な情報を株主に提供する義務は取締役にないのだろうか。Siliconix の取締役が支配株主である Vishay のオファーを評価しなかったことや、

---

381) *Siliconix*, 2001 Del. Ch. LEXIS 83, at \*24.

382) *Id.* at \*22.

そのオファーの評価と推奨を株主に提供しなかったことは、少数株主に対する注意義務と忠実義務違反にあたるどうか争われた<sup>383)</sup>。

Siliconix 事件の原告株主は、取締役会には、株主が Vishay による公開買付を受け入れるべきかどうかについて立場を表明し、その判断を株主に知らせ、なぜ取締役会がそのように判断したかの理由も株主に知らせる義務があると主張した<sup>384)</sup>。原告は、この主張を行うために、Siliconix 事件と事案が似ている McMullin 事件<sup>385)</sup>を援用した。McMullin 事件の裁判所は、取締役会は少数株主の利益を保護する積極的な義務を負い、株主を放置してはならず、継続企業としての子会社の価値を算定することによって株主が買収者の申出を評価し株式買収請求権を行使すべきかどうかを適切に判断できるようにしなければならない、としていたからである。

しかし、裁判所は原告の主張を認めなかった。その理由は、信認義務は場面によって変わる義務であり、McMullin 事件は、Siliconix 事件と類似した事案であるが、合併として取引が行われていたからである<sup>386)</sup>。衡平法裁判所は、Siliconix の取締役が Vishay のオファーを評価しなかったことも、そのオファーの評価と推奨を株主に提供しなかったことも、少数株主に対する注意義務と忠実義務違反に該当しないとした。

裁判所は、締出合併と締出公開買付は株主の観点からすると同一の結果をもたらすことは認識していた<sup>387)</sup>。しかし、裁判所は、それぞれの場合に適用される司

383) さらに、Siliconix の取締役は、より高いオファーを支配会社から引き出すために、積極的に行動する義務を負わないのか。例えば、ポイズンピルを採用することにより交渉力を高め、より高いオファーを獲得する義務を負わないのかも問題になるはずである。しかし、Siliconix 事件の原告はこの点を主張しなかったため、判断されなかった。

384) *Id.* at \*28-29.

385) *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910 (Del. 2000).

386) *Siliconix*, 2001 Del. Ch. LEXIS 83, at \*32.

387) 「公開買付の取引に加えられる司法審査は、例えば合併の取引に与えられる審査よりも弱いということは奇妙に思えるかもしれない。…Siliconix の株主の立場からすると、公開買付が成功して Vishay が簡易吸収合併を行う場合には、…[締出合併と]実体的な違いはほとんどないかもしれない。Siliconix の株主は、テNDERする場合も、取引が合併として構築されている場合も、結局は同じ地位に立つことになる…」。*Id.* at \*25.

法審査の強度は異なってもかまわないとした。裁判所はこのような法的不一致を正当化するために以下のように述べた。公開買付においては、株主はそのオファーを受け入れるかどうかについて選択肢を有しており、オファーを拒絶してその会社の株式を保有し続ける自由が株主にある。それに対して、合併の場合は、合併についての意思決定を直接に行う権限は株主には与えられておらず、合併に関する交渉は、会社それ自身と買収者との間の交渉である<sup>388)</sup>。裁判所はこのように述べて、公開買付は個人の私有財産の売却であり、「会社の」取引ではないので、公開買付の場合には取締役はオファーを評価して株主に推奨を行う義務はないとした<sup>389)</sup>。

裁判所は、会社制定法が取締役に合併と公開買付とで異なった役割を与えていることを強調している。「会社法においては、取締役会は合併を開始し合併を株主に推奨するという決定的な役割を与えられているが、制定法は公開買付に関しては伝統的に取締役会に何の役割も与えていない…。合併と公開買付とに関して取締役会の権能にこのような異なった取扱いがなされているのを説明するの…は、公開買付は本質的には株主の個々の財産の売却を表しているのであって、このような売却は、それが集積すると一つの支配権の変動となる取引になるとしても、『会社の』行為を必要とはしていない…という概念上の考えなのである」<sup>390)</sup>。

このように、Siliconix 事件の裁判所は、利害対立のある標的会社の取締役会は、締出公開買付において受動的であっても忠実義務違反となることはないとして述べている。その理由の一つは、制定法はそのような取締役会に明確な役割を割り当てていないからである。しかし、制定法に定めがないということは、必ずしも衡平法上も義務がないということにはならない。第三者による敵対的公開買付が行われた場合を考えてみよう。

### c. 敵対的公開買付の場面での取締役の義務

Siliconix 事件は、締出公開買付の場合に、取締役会が受動的な役割に徹するこ

---

388) *Id.* at \*25–26.

389) *Id.* at \*33.

390) *Id.* at \*26–27.

とを認めた。それに対し、第三者による敵対的な公開買付に対しては、取締役会は受動的でいることは許されていない<sup>391)</sup>。

デラウェア最高裁判所は Unocal 事件で、標的会社の取締役会は「会社という企業体に有害であると認識したビッドに抵抗する権能と義務の両方を有している」<sup>392)</sup>であり、公開買付においても、「取締役会は受動的な道具 (passive instrumentality) ではない」<sup>393)</sup>と述べた。最高裁判所は、その後 Moran 事件<sup>394)</sup>で、標的会社の取締役会は、その取締役会が脅威と考える公開買付に抵抗する手段を用いることができるということを確認した。最高裁判所は、取締役会がそのオファーを承認することだけでなく、裁判所がピルの償還を命じない限り、ビッドターの公開買付を阻止する効果をもつポイズンピルを採用することも承認した。

このように、標的会社の取締役会が支配株主による締出公開買付に対抗する場合に Siliconix 事件が認めている取締役会の役割と、標的会社の取締役会が第三者による公開買付に対抗する場合に最高裁判所が認める役割とは、明らかに異なっている。第三者による公開買付の場合は、取締役会が脅威と考えるビッドに抵抗する義務が取締役会にあるとしているのに、Siliconix 事件は、支配株主による公開買付の場合は、取締役会は公開買付に抵抗せずに、株主が公開買付を受け入れるかどうか眺めているだけでもかまわないとしている。

ビッドターが支配株主かどうかによって、取締役会の役割がこのように異なるとすると、このような違いは合理的でないように思われる。Siliconix 事件の裁判所が、支配株主による公開買付の場合に、標的会社の取締役会の消極性を認めたのは問題があるように思われる。第三者の公開買付の場合、もし当初のオファーがあまりにも低い場合は競合するビッドターが出現するかもしれない。たとえ取締役会が株主を保護するための行動を取らなくても、第二のビッドターが出現し高いオファーを行う可能性があれば、標的会社の株主は保護されうる。それに対し、支配株主による公開買付の場合は、標的会社の取締役会しか行動できない。標的会

---

391) Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 821.

392) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co, 493 A.2d 946, 949 (1985) (emphasis added).

393) *Id.* at 954.

394) Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (1985).

社の取締役会が株主のために行動しないのなら、少数株主は頼るものがない<sup>395)</sup>。標的会社の取締役会は、より高いオファーを求めて、支配会社と交渉する義務はないのだろうか。

(iii) Aquila 事件

衡平法裁判所は Aquila 事件<sup>396)</sup>で、再度締出公開買付における支配株主と標的会社の取締役会の義務を取り扱った。Aquila 事件は、法的な側面については、Siliconix 事件<sup>397)</sup>と大部分は同じである。

Aquila, Inc. (Aquila) は UtilitiCorp United Inc. (UtiliCorp) の子会社であった。Aquila 事件は、親会社の UtiliCorp が子会社の Aquila に対して行った公開買付(交換オファー)が問題となった事件である。この公開買付で、親会社の UtiliCorp は、UtiliCorp がまだ保有していない Aquila の株式20%に対して公開買付を行った。この公開買付には、オファーが実行されるには少なくとも Aquila の株式の過半数が Tender されることを必要とする少数株主の過半数の条件と、公開買付が成功した場合に、交換オファーと同じ条件で簡易吸収合併を実行するという条件が付されていた<sup>398)</sup>。Aquila は独立の取締役を任命していなかった。

デラウェア衡平法裁判所は、以下のように述べて、この取引に対する予備的差止を認めなかった。支配株主については以下のように述べた。裁判所は、Siliconix 事件と Solomon 事件<sup>399)</sup>を引用しながら、デラウェア法は、少数株主が Tender するかどうかを情報を得た上で判断するのに十分な情報と時間を有している場合のような、強制的ではない公開買付を行う支配株主に、完全な公正の義務を課してはいないとした<sup>400)</sup>。本件のオファーは、「交換オファーの条件と規定は、オファーを受け入れるかどうかについて少数派の過半数に委ねているので、完全

395) Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 821.

396) *In re Aquila Inc. S'holders Litig.*, 805 A.2d 184 (Del. 2002).

397) *In re Siliconix Inc. S'holders Litig.*, Del. Ch., 2001 Del. Ch. LEXIS 83.

398) *Aquila*, 805 A.2d 184 at 188.

399) *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35, 39-40 (1996).

400) 「…デラウェア法は、少数派の [株式] 保有者から直接株式を取得するために非強制的な公開買付または交換オファーを行う支配株主に、完全な公正の義務を課していない」とした。*In re Aquila, Inc. S'holders Litig.*, 805 A.2d 184, 190 (Del. 2002).

に自発的である」<sup>401)</sup>として、親会社である UtiliCorp は公正価格を支払う責任を負っていないとした。

裁判所は標的会社の取締役について、親会社の取締役も兼任している標的会社の取締役は、そのオファーについて単に推奨を行わなかったというだけでは、信託義務に違反しているということにはならないとした<sup>402)</sup>。Aquila 事件は、標的会社の取締役会は Siliconix 事件よりもさらに受動的な役割しか果たさなくてもかまわないということを含めた。利害対立のある取締役 (Aquila には独立取締役はいなかった) は、本質的に何も行わなくても、少数株主に対する忠実義務を果たすとされた。Aquila 事件で取締役会が少数株主のために行ったことは、独立したファイナンシャル・アドバイザーを雇い、そのアドバイザーに「提案された交換比率のファイナンス的な分析を行い、会社の Schedule 14D-9 でその分析の要約を公表すること」<sup>403)</sup>を求めたことだけであった。取締役会はファイナンシャル・アドバイザーに、そのオファーについての公正性について意見を表明するように求めなかった<sup>404)</sup>。取締役会は、会社が提出する Schedule 14D-9 に記載するために、そのオファーの公正性に関する意見をファイナンシャル・アドバイザーに表明させる必要はないとされた<sup>405)</sup>。取締役会自身は株主に対して推奨 (recommendation) を行わなかった<sup>406)</sup>。

Aquila 事件の裁判所は、最終的に、株主は「テnderするかどうかについて自分自身で判断しなければならない」と述べた<sup>407)</sup>。裁判所は、たとえ独立の取締役がその取引を交渉するために任命されていたとしても、「Schedule 14D-9 で株主に彼らの結論を伝え、公開買付しないように推奨すること以上のことはできな

401) *Aquila*, 805 A.2d at 190.

402) 裁判所はさらに、これらの取締役はそのオファーを客観的に評価するために新しい「独立の」取締役を任命する義務を負っていないと判断した。 *Id.* at 191.

403) *Id.*

404) *Id.* at 189.

405) *Id.* at 184 n. 10.

406) 裁判所は、「取締役…は、この取引との関係で現実の利害対立または潜在的な利害対立に苛まれている。そのために、取締役は当該オファーの推奨を行わないと決定した。原告は、取締役の信託義務が取締役にそれ以外のことを行うように要求している、と主張していない」ので、その点について判断しなかった。 *Id.* at 191.

407) *Id.* at 195.

い]とした<sup>408)</sup>。

原告は、支配株主によって指名された Aquila の三人の取締役には、Schedule 14D-9 にファイナンシャル・アドバイザーの分析の要約を記載する以上のことを行う信認義務があるとは論じなかった<sup>409)</sup>。そして裁判所もそれ以上のことを行う義務を認めず、取締役の徹底した受動性を許容した。Aquila の取締役は株主の代わりに取引の交渉を行っているわけでもないし、取締役自身でオファーに関する情報を分析しオファーに関する評価を下してもいない。このような取締役の行動は、Weinberger 事件で述べられた利害対立のある取締役に適用される基準に反するものである<sup>410)</sup>。たとえ支配株主が合理性の範囲内にある価格を提供したとしても、株主はその下限ではなく上限を獲得することで最大の利益を得ることになる。Weinberger 事件では、Signal は UOP の少数株主の保有する株式は一株あたり24ドルまでの価格ならば「良い投資」<sup>411)</sup>であると考えたのに、21ドルしか提供しなかったという事実が強調された。UOP の取締役会が合理性の範囲の上限価格を求めて交渉しなかったために、完全な公正の基準を満たしていないとされたのである。たとえ支配株主が締出公開買付において完全な公正の義務を負っていないとしても、Aquila 事件の取締役がよりよい価格を求めるための行動を何もしなかったことは、Smith 事件<sup>412)</sup>の不注意（懈怠）に該当することになるのではないだろうか<sup>413)</sup>。

(iv) Pure 事件による締出取引の法理の調和

a. 法理の調和の方向性

これまで述べてきた裁判所の判断では、締出合併と締出公開買付とで、支配株主と標的会社の取締役に適用される法理は異なっていた。締出合併と締出公開買

---

408) *Id.*

409) *Id.*

410) Weinberger 事件は、「従属会社の取締役会に取締役を任命している支配株主は、従属会社と従属会社の株主に対して妥協のない忠実義務を負っているというデラウェア法の長期にわたる原則」を強調した。Weinberger, 457 A.2d at 710.

411) *Id.* at 705.

412) Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

413) Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 823.

付はともに少数株主の排除という同じ目的を達成する手段であるのに、その実現方法が異なっているだけで適用される法理が異なっている。デラウェア衡平法裁判所はこのような二つの不調和を Pure 事件<sup>414)</sup>で調和させようとした。

Pure 事件以前の法理の不一致は二つある。第一に、支配株主の義務は、縮出合併と縮出公開買付とで適用される法理が異なっている。Solomon 事件は、支配株主が少数株主に公開買付を行う場合に、詐欺または強制がない限りは、完全な公正の基準は適用されず、支配株主は特定の公正価格を提供する義務はないとした。それに対して、Kahn I 事件は、支配株主が縮出合併を行う場合は、たとえ少数株主を保護するように取引構造を工夫していたとしても、証明責任が転換されるだけで、支配株主の行為には完全な公正の基準が適用されるとした。この不一致を調和させるには、二つの方向性が考えられる。一つは、縮出合併にも Solomon 事件の考えを拡張して、縮出合併が強制とならないような方法で行われる限り、完全な公正の基準は適用されないとするのである。この場合は、価格に不満のある株主は、縮出取引の完全な公正について争うことができないので、株式買取請求権しか利用できないことになる。そのために、縮出合併での少数株主の保護は、Kahn I 事件が与える保護よりも後退することになる。もう一つの方向性は、縮出公開買付に Kahn I 事件の考えを拡張することである。公開買付の構造が強制的でない場合であっても、それは完全な公正についての証明責任を原告に転換するだけの効果しかもたないとするのである。この場合は、縮出取引の価格に不満のある株主は、株式買取請求権だけでなく、衡平法に基づきその取引の完全な公正を争うことができる。そのため、株主保護は厚くなる。Pure 事件は、これらの二つのアプローチのうちのどちらか一つを徹底することはなかった。両方のアプローチの基礎にある根拠に配慮しながら、Solomon 事件のアプローチに重点を置く折衷的なアプローチをとった。

第二の法理の不一致は、裁判所の認める標的公司の取締役会の義務は、敵対的公開買付に対応する場合と支配株主による公開買付に対応する場合とで異なっているということである。第三者による敵対的公開買付に対しては、標的公司の取

---

414) *In re Pure Resources Inc. S'holders Litig.*, 808 A.2d 421 (Del. 2002).

締役会が実質的な脅威が存在すると認識する場合は、オファーを阻止するための手段（典型的にはポイズンピルの採用と維持）を採用することが広く認められており、敵対的オファーから株主を保護するのは取締役会の義務であるとされている。それに対し、支配株主による締出公開買付に対しては、このような積極的な義務はなく、取締役は受動的でかまわないとされている。支配株主が存在している場合には、被支配会社（標的公司）の取締役は支配株主の影響下にある。このような取締役は、被支配会社の少数株主のためにどの程度のことを行う義務があるのか。支配株主の影響から逃れて、被支配会社の少数株主のために、対等な交渉に相当するような行為を行う義務はあるのか。Pure 事件の裁判所は、支配株主の優位性に対抗しうるような何らかの保護を少数株主に与えるために、被支配会社の取締役は一定の義務を負うとしたが、ポイズンピルを採用する権限を求める義務までは存在していないとした。

#### b. Pure 事件

Pure Resources, Inc. (Pure) は、Unocal Corporation (Unocal) によって創設された Unocal の子会社である。支配株主の Unocal は、Unocal が保有していない Pure の株式34.6%を獲得するために交換オファー (exchange offer) を開始した。この交換オファーでは、Pure の株式と交換に Unocal の株式が交付されることになっていた。標的公司である Pure は、このオファーを考慮し支配株主の Unocal と交渉するために取締役の特別委員会を設置した。Pure の特別委員会は、Unocal が任命したのではない、株主としての資格以外ではこの取引と経済的な利害関係がないと判断されうる取締役で構成されていた<sup>415)</sup>。Pure の取締役会には Unocal によって任命された取締役がいた。Pure の特別委員会には、独立のアドバイザーを雇い、標的公司のためにオファーに関する立場を表明し、Unocal と交渉を行う権限が与えられていた。Pure の特別委員会は外部の法律家とファイナンシャル・アドバイザーを雇い、Unocal との取引を評価した。特別委員会はそれ以上の権限、すなわちデラウェア法の下で取締役会がもつ権限と同じ権限

---

415) *Id.* at 429-30.

を委譲するように Pure の取締役会に求めた。もしこのような完全な権限が認められれば、特別委員会は Unocal のオファーに対抗するためにポイズンピルを採用したり、Unocal のオファー以外の別の計画を検討することができる<sup>416)</sup>。しかし、特別委員会にこのような権限の委譲はなされなかった<sup>417)</sup>。特別委員会は支配株主の Unocal に対して株式の交換比率を高めるように求めたが、Unocal はこれに応じなかった。そのために、特別委員会はこのオファーを推奨しないことを決定し、Pure が提出する Schedule 14D-9 に、株主はこのオファーにテNDERしないようにという取締役会の推奨を記入させた<sup>418)</sup>。

裁判所は、このオファーは Pure 事件の裁判所が定めるオファーが強制とならないために必要な基準の大部分を満たしているが、Unocal と関係のある株主を「少数者」と定義しているために、オファーは強制的であり、さらに「Pure の株主の意思決定過程に関係する重要な情報が公正に開示されていない」ために差し止められるべきであると判断した<sup>419)</sup>。

裁判所は、買収を公開買付で行うか合併で行うかは、形式的には異なっているが、その違いは Lynch 事件<sup>420)</sup> と Solomon 事件を完全に区別してしまうことを正当化するほどではないとした<sup>421)</sup>。そして裁判所は、Lynch 事件系の事件と Solomon 事件系の事件で法的取扱いに不一致があるとしても、Lynch 事件の基準を支配株主による公開買付に拡張すべきである、ということになるわけではないとした。「…好ましい政策の選択は、Lynch 事件系の事件の基礎にある固有の強制と構造的なバイアスの懸念を深刻に認識しつつ、より柔軟であり制約的ではない Solomon 事件のアプローチに固着し続けることである。…。このことは、支配株主による公開買付は少数株主に対して危険をもたらさないということの意味

416) *Id.* at 430.

417) 裁判所は、「記録から引き出すことができる最も合理的な推論は、特別委員会は第三者のビッターに直面した場合と同じくらい精力的に〔支配株主に〕対応しなかったということである」としている。*Id.* at 431.

418) *Id.* at 432.

419) *Id.* at 424-25.

420) Pure 事件の裁判所は *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994) を本稿のように Kahn I 事件と略記するのではなく、Lynch 事件と略記しているので、ここでは Lynch 事件と表記している。

421) *Pure*, 808 A.2d 421 at 441-43.

しているのではない。会社法は、分散投資した株主は脆弱であるという仮定に基づいて設計されるべきではなく、株主によって自発的に賢明に承認された取引に大きな尊重を与えるべきである、ということである」<sup>422)</sup>。

しかし、裁判所は Solomon 事件のアプローチの修正の必要性も認めた。「… Solomon 事件に固着することは、[締出合併と締出公開買付という実質的に] 同様な取引の取扱いにおける不一致を存続させる原因となるかもしれない。そのような不調和には、少数派の過半数の承認という条件や特別委員会の交渉と承認のような保護装置により大きな責任免除 (liability-immunizing) の効果を与えることによって、…対処するのがよい。」<sup>423)</sup>。

Solomon 事件は、支配株主の行う公開買付に対し、常に完全な公正の基準の適用が排除されるとは述べていない。公開買付が強制的でない (non-coercive) 場合にのみ、完全な公正の基準が排除されるとしている。Pure 事件は、オファーが強制的とならないための条件を詳細に述べ、強制とならないために必要な条件を拡張することによって、締出公開買付に要求される条件を加重した<sup>424)</sup>。

Pure 事件の裁判所は、以下の場合に、支配株主による買収の公開買付は強制的ではなく、支配株主は信認義務を満たすことになるだろう、と述べた。「1) その公開買付が少数派の過半数によるテンドーを放棄不可能な条件としていること。2) 支配株主は90%以上の株式を取得したら同じ価格で § 253の合併を速やかに完遂すると約束すること。3) 支配株主は報復的な脅迫を行わないこと」<sup>425)</sup>。さらに

---

422) *Id.* at 444.

423) *Id.* at 444. Citation omitted.

424) 「…支配株主によって公開買付が行われた場合、Solomon 事件系の事件は支配株主や標的会社の取締役会の信認義務を排除するというのではない…。

支配株主が買収によって会社の株式の残りを取得しようとする場合、強制と不公正が発生する可能性がある。このような可能性があるので、Lynch 事件の基礎にある懸念を取り除くために、衡平法上の補強 (equitable reinforcement) が必要となる。…テラウエア法は、支配株主による買収の公開買付は以下の場合にだけ非強制的であると考えべきである」。 *Id.* at 445.

425) 裁判所はこのような要件を設ける理由を以下のように述べている。「このような保護は、最近の Aquila 事件の判断で衡平法裁判所によって強調されたものである。このような保護は、公開買付というプロセスに内在する、株主の選択を歪める影響を最小限に抑える。…これらの条件は、そのオファーが進行することを防止するために少数派が行わなければならないこと、すなわちテンドーしないという目標を与えることによって、集合行為問題を部分的に矯正している」。 *Id.* at 445.

4) 「多数派株主は、標的会社の取締役会の独立取締役役に、(最低でも) 独立取締役自身の助言者を雇い、少数派にそのオファーの望ましさについての推奨を行い、少数株主が情報を得た上での判断を行うのに十分な情報を開示することによって、公開買付に対応するための十分な時間を与え、制約を課さないことを認める義務を負っている」<sup>426)</sup>。

そしてこのような条件が満たされたため、「公開買付が既に述べた意味で非強制的であり、標的会社の独立の取締役が情報を得た上での推奨を行うことが認められていて、公正な開示が提供されている場合は、法は制定法上の公開買付のプロセスに完全な公正という信認義務の要件を重ねることを控えるべきである」<sup>427)</sup>として、支配株主が行う公開買付には、原則として完全な公正の基準が適用されないこととした<sup>428)</sup>。

4)の条件は、支配株主による強制が行われないようにするために、標的会社の取締役会(特別委員会)は強固な義務を負い、支配株主も標的会社の取締役会がそのような活動を行うことを認めなければならないということの意味していると読める。この点については、Pure事件は、標的会社の受動性を認めていた Siliconix事件と Aquila事件を実質的に変更したといえる<sup>429)</sup>。

締出の場合には、標的会社の取締役会が少数株主のために精力的に支配株主と交渉を行わなければ、支配株主のオファーは支配株主の留保価格の下限に留まり、非常に安い価格となるだろう。従って、締出公開買付において、支配株主の行為に一定の制約を課し、標的会社の独立取締役が真の交渉の代理人として行為するように求めること(例えば独立の取締役が支配株主のオファーは望ましいかどうかの意見を表明することなど)は、少数者の保護にとって重要である。しかし、標的会社の取締役会がそれ以上の義務を負うかどうかについては、裁判所は「支

426) 裁判所はこの要件を設ける理由を以下のように説明している。「支配株主は、内部情報を保有していて、テンドーのタイミングを自由に選択できるという優位性を有している。情報を得た上でテンドーすべきかどうかを自発的に判断できるような機会を少数株主に与えるべきであるとするならば、支配株主の有する優位性に対抗するような何らかの保護が必要である」。Id. at 445.

427) Id. at 446.

428) 証明責任は支配株主にあると読むことができる。

429) Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 829.

配株主が上述の意味で強制的ではない公開買付を行った場合に、より優れたルールは、標的会社の取締役会がピルを用いることによってそのビッドを阻止することを認めるという義務は支配株主の側には存在しない、というものである。独立取締役の側には阻止する権能を求める義務は存在しない<sup>430)</sup>として、標的会社の取締役はピルを採用する義務を負わないとした。

#### (4) 利害対立取引に対するデラウエア裁判所の審査のポリシー

ここまで、少数株主の締出を取り扱った法の発展を辿り、その発展の途中で生じた法の不調和を Pure 事件がどのように調和させようとしているかを見てきた。Pure 事件の判断を振り返りながら、少数株主の締出について生じる問題と、その問題に対するデラウエア裁判所のアプローチから読みとることのできる、デラウエア裁判所の傾向を述べることにする。

Pure 事件は、支配株主が関与している利害対立のある締出取引には、二種類の強制（威圧、coercion）がありうると認識している。固有の強制（inherent coercion）と構造的な強制（structural coercion）である<sup>431)</sup>。固有の強制は、支配株主の存在それ自体が少数株主に与える強制である。支配株主は、少数派が合併を拒否する議決を行った場合は、少数株主に配当を行わないなどの報復的行為を行うことができる。このような支配株主の報復力が、現実の脅威の有無にかかわらず、暗黙のうちに少数株主を強制する。これが固有の強制である<sup>432)</sup>。

構造的な強制は、公開買付の構造それ自体がもちうる強制力である<sup>433)</sup>。構造的

---

430) *Pure*, 808 A.2d at 446.

431) *Id.* at 433, 436, 438.

432) *Id.* at 436.

433) 「実質的な強制 (substantial coercion)」と呼ばれるものもある。これは、取締役会によるテnderすべきでないという助言を無視して、株主が低い価格のオファーを誤って受け入れてしまうという危険をさす。デラウエア最高裁判所が「実質的な強制」という語を最初に用いたのは、Time-Warner 事件である。Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1153 (Del. 1989) (quoting Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 BUS. LAW. 247, 267). 実質的な強制は、敵対的テイクオーバーの場面で、構造的には強制的でないテnderオファーに対して防衛手段をとることを正当化するための理由として用いられる。Gilson & Gordon, *supra* note 360, at 823-24.

な強制は、株主が自己の保有する株式をテnderしないことによって生じうる将来のより悪い事態を回避するために、株主の選択を歪めて株主にテnderを強いるような強制力をさす<sup>434)</sup>。公開買付が株主にこのような不当な脅威(wrongful threat)をもたらすかどうかは、公開買付がどのような方法で行われるかによる。構造的な強制は、公開買付を支配株主が行うか独立の第三者が行うかに関係なく、公開買付という取引そのものももちうる強制力である。

締出合併の場合、支配株主の強制は、被支配会社の取締役と少数株主の両方に対して及ぼされる。合併の場合は、被支配会社の取締役会が合併を承認しなければ合併を行い締出を実現することができないので、被支配会社の取締役を強制して合併を承認する決議を行わせるインセンティブが支配株主にある。そのために、被支配会社の取締役会がこのような支配株主の強制をはねのけて、真に対等な交渉を行うことができるかどうかが問題となる。被支配会社の取締役会は通常は支配株主が選任しているので、支配株主の影響から独立していて、利害関係のない取締役が支配株主と交渉を行っているか(独立した取締役による特別委員会の設置されているか)、さらに、そのような取締役に真に対等な交渉を行う権限が与えられているかどうか問題となる。特別委員会の権限は取締役会から付与された権限に限定されるのであり、取締役会は支配株主の影響下にあるからである。

合併の実現には、取締役会の承認だけでなく、株主の承認も必要であるために、株主に対しても合併を承認させるための強制が及びうる。株主が合併を拒否した場合、株主は被支配会社の株主であり続けることになる。株主であり続けた場合に、支配株主から不利な取扱いを受けるのではないかという恐れがある(固有の強制である)。そのために、合併条件に不満があっても、合併に賛成してしまうかもしれない。このような懸念を非常に深刻に受け止めたため、Kahn I事件では完全な公正の審査を排除しなかった。

締出公開買付の場合は、締出実現のために、制定法上は被支配会社の取締役会の行為を必要としていない。そのために、株主に対する強制が一番の問題となる。締出公開買付の場合も、少数株主は固有の強制を受けることになる。少数株主が

---

434) *Pure*, 808 A.2d at 438.

テNDERせずに被支配会社に留まり続けた場合に、支配株主から報復的な行為が行われる危険性は縮出合併の場合と変わらないからである。さらに、縮出公開買付の場合は、少数株主は、縮出合併の場合よりも悪い状況に陥る可能性がある。公開買付の場合、ある少数株主がテNDERしなくても、他の少数株主はテNDERするかもしれない。他の少数株主がテNDERしたものの、簡易吸収合併実行のために必要な株式数が獲得できず、縮出が完成しなかった場合は、公開買付が行われる前よりも少数株主の集団規模はさらに小さくなっているからである。

縮出公開買付の場合は、固有の強制だけでなく、公開買付それ自体がもちうる構造的な強制もありうる。公開買付の構造的な強制のために、少数株主はオファーの条件に満足がいなくても、テNDERを強えられるかもしれない。縮出公開買付の場合は、縮出合併よりも、縮出を行う支配株主の強制力は強い可能性がある。

さらに悪いことに、縮出公開買付の場合は、被支配会社の取締役は制定法上は公開買付に対処する義務を負っていない。縮出合併の場合は、取締役は支配株主と合併の条件を交渉し、合併を承認するかどうか決定することになる。取締役が少数株主の代理人として支配株主と交渉を行うために、取締役によって少数株主が保護される可能性がある。支配株主が合併に影響力を行使している場合でも、利害関係のない独立した取締役が交渉を行うことで、固有の強制を取り除き、真に対等な交渉に近づけることができると考えうる。しかし、縮出公開買付の場合は、取締役は支配株主の行う公開買付に対し少数株主の代理人として行動することが制定法上は要求されていない。

ただし、制定法上の定めがないからといって、取締役の義務がないわけではない。第三者による敵対的テイクオーバーの場合は、取締役は、株主が不当に低いオファーを受け入れてしまうという危険から守るために、敵対的なオファーに対抗することが広く認められているし、そのような不当なオファーから株主を守ることは取締役の義務とされている。支配株主による公開買付の場合も、同様に取締役（独立した特別委員会）が不当に低いオファーから株主を守ることができれば、真に対等な取引と近似させることができると考えうるかもしれない。ただ、Pure事件以前は、支配株主のオファーに対処するために被支配会社の取締役は行動する義

務はほとんどないとされていた。

縮出取引での最大の問題は、固有の強制と構造的な強制を除去することができるといえる。縮出取引の構造を構築することが可能であるかどうか、ということである。固有の強制と構造的な強制の存在が、完全な公正の審査を行うことによって裁判所が縮出取引に介入することを正当化する根拠を与えている。このような強制が存在せず、その取引が真に対等な取引に相当すると考えることが可能であるならば、裁判所の介入の必要性は存在しないことになる、と考えることも可能であるからである。Pure 事件は、支配株主による公開買付が強制とならないために必要な条件を定め、その条件が満たされている限りは、裁判所の介入を差し控えることを表明した。

Pure 事件は、Solomon 事件の要件を重くし、Kahn I 事件の効果を軽くすることで、縮出合併と縮出公開買付の間の法的な不調和を統合したといえる。支配株主が少数株主の株式に対して公開買付を行う場合、Pure 事件は、Solomon 事件よりも支配株主のオファーが強制とならないようにするために満たさなければならない条件を重くした。その一方で、Pure 事件は、強制とならないために必要な条件を満たせば、完全な公正の審査を排除することにした。

Kahn I 事件では、取引構造を工夫しても証明責任が移転するだけで完全な公正の審査を排除することができなかった。それに対し Pure 事件は、支配株主のオファーが強制とならないために必要な条件を加重し、その条件が満たされれば完全な公正の審査を行わないとすることで、裁判所による完全な公正の審査が及ぶ範囲を Kahn I 事件よりも狭くしている。Pure 事件は、完全な公正の適用範囲を狭めることで、裁判所はオファーの実体面（特に価格）への介入を抑制していることになる。その代わりに、裁判所は、オファーが強制とならないために必要な条件を詳細に述べ、当事者がその条件に合致する取引構造を構築すれば完全な公正の審査を及ばさないようにすることによって、公開買付が強制とならないようなオファー構造を支配株主が自発的に採用するようにするインセンティブを当事者に与えている。裁判所の審査の対象も、実体的な面ではなく、裁判所の示す強制とならないために必要なオファーの構造が構築されているかどうかという手続的な面に第一の重点が置かれることになる。Pure 事件の裁判所の用いた法理

の統合のアプローチは、手続面重視の抑制的なアプローチであり、公正な取引構造を採用するインセンティブを当事者に与えることによって、当事者による自発的な利害対立の解決を促すアプローチであるといえる<sup>435)</sup>。

## V 終わりに

会社に対する事前の制約が緩和されると事後的な制約の必要性が高まると思われる。事後的な制約には、曖昧性と事後性という特性がある。このような特性があるために、事後的な制約は事案に応じた柔軟な解決を行える反面、当事者のインセンティブを損ない事前の効率性を低下させる危険がある。本稿は、事後的な制約のデメリットを最小限に抑えながら事前の制約の緩和がもたらす利益を最大限享受することができるような会社契約の制約方法を模索するための第一歩として、デラウェア裁判所の裁判例からデラウェア裁判所が用いている事後的な制約のポリシーを読みとることを目的とした。そのために、裁判所による会社契約への事後的な介入が正当化される二つの場面から、事後性の問題を考えるために後発的事情がある場合を、制約の曖昧性の問題を考えるために利害対立取引を選び検討した。

後発的事情がある場合の事件として、合併契約を保護する取引保護装置が問題となった事件を取り上げた。会社契約締結後に後発的事情が発生した場合は、裁判所のとりうるアプローチとしては、二つのパターンがありうる。第一は、裁判所は判断の基準時を裁判時において、後発的事情の存在を所与の前提として、それを取り込んで判断を下すという事後判断アプローチである。この場合、裁判所

---

435) このような Pure 事件のアプローチには賛否両論がある。このアプローチを支持しているのは、Gilson & Gordon, *supra* note 360; Jon E. Abramczyk, Jason A. Cincilla & James D. Honaker, *Going-Private "Dilemma"?-Not in Delaware*, 58 Bus. LAW. 1351 (2003) である。否定的なのは、Kimble C. Cannon, *Augmenting the Duties of Directors to Protection Minority Shareholders in the Context of Going-Private Transactions; The Case for Obligating Directors to Express a Valuation Opinion in Unilateral Tender Offers After Siliconix, Aquila and Pure Resources*, 2003 COLUM BUS. L. REV. 191 (2003); Bradley R. Aronstam, R. Franklin Balotti, & Timo Rehbock, *Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, 58 Bus. LAW. 519 (2003) である。

は当事者の再交渉を代替していると考えられる。第二のアプローチは、裁判所は判断の基準時を当事者の契約時におき、契約時に存在していた事情だけを基にして判断を行うという事前判断アプローチである。後発的事情は直接の考慮に入れず、当事者は後発的事情の発生する可能性をどのように予想したか、また予想すべきであったかという当事者の主観を通してのみ、後発的事情を考慮する。審査の対象は、当事者が将来の不確実性を低下させるような合理的な行動をとっていたか、という点に重点がある。

デラウエア裁判所の判断は、第二の事前判断アプローチと整合的である。当事者の会社契約締結後に事後的に発生した事情を裁判所の判断に直接取り込んで、その事情を前提として、事後的な公平性という観点を重視した判断は行っていない。デラウエア裁判所が第二の事前判断アプローチをとっているのは、事後的な制約がもつデメリットを避け、事前の効率性を重視しているためであると思われる。事後的な制約は当事者の予測可能性を奪い、事前のインセンティブと事前の効率性を低下させる危険がある。当事者の予見できない事後的な事情を裁判所の判断に直接入れないことによって、当事者の予測可能性を担保し、事前のインセンティブと事前の効率性を高めることを一番の目的としていると考えられる。

制約の曖昧性の問題を考えるための利害対立取引の例として、少数株主の締出合併と締出公開買付の事件を取り上げた。締出合併は、完全な公正の基準が適用される裁判所の介入の度合いが最も高い場面である。裁判所は、完全な公正という裁判所の裁量が大きい曖昧な制約の特性を生かして、積極的な審査を行うことも可能である。しかし、締出合併と締出公開買付の判例の流れを見ると、デラウエア裁判所はできるだけ完全な公正の基準が適用される場면을制限しようとしている。その代わり、完全な公正の基準が適用されないための条件として、独立取締役で構成される十分な権限をもった特別委員会の設置や少数株主の過半数の承認など、少数株主の保護に資する装置を当事者が設けることを要求している。そのような要求を課すことで、少数株主の保護装置を当事者が自発的に採用するように促し、当事者の交渉過程を完全に対等な当事者の交渉過程に近似させようとしている。裁判所が事後的に判断する場合も、取締役は真に独立しているか、独立取締役で構成される特別委員会にどのような権限が与えられているか、少数株

主の過半数の承認が合併の条件となっているか、少数株主の過半数のテンドーを条件とする公開買付であるかなど、取引の構造や手続的な面に審査の第一の重点がある。このような裁判所のアプローチは、手続的な公正を確保することで取引構造の質を高め、そうすることによって契約内容の公正も確保しようとする間接的なアプローチであるといえる。

このように、デラウエア裁判所はできるだけ会社契約の実体面に介入しないようにすることで、事後的な制約のデメリットを回避して、明確性と予測可能性を担保し、当事者の事前のインセンティブと事前の効率性を損なわないようにしようとしているといえる。審査の重点を、取引保護装置の場合は交渉の過程に、利害対立取引の場合は取引の構造におくことによって、当事者が取引の過程や構造の質を自発的に高めることを促し、そうすることによって間接的に会社契約の内容の質も高めようとしているといえる。