

# デラウェア州会社法における、支配株主が関与する 締出し取引に対する裁判所の審査のあり方

和久野 藍

## I はじめに

本稿では、米国デラウェア州における、支配株主が関与する締出し取引に関する判例法を分析する。デラウェア州の判例法は、審査対象となる取引の利益相反の程度に応じて厳格さの異なる複数の審査基準を使い分けている。締出し取引の中で、特に支配株主が関与するものに対する裁判所の姿勢は時代とともに表面上の変化はみられるものの、根底には、構造的に利益相反ある取引を独立当事者間取引 (arm's-length bargaining) に近づけるために買収当事者にどのような行動を求めるべきかという一貫した考え方があると思われる。こうした発想は日本法とも共通するものである。

よって、本稿ではデラウェア州裁判所の根本にあると思われる上記の考え方に着目して近年の判例を中心に分析し、日本法への示唆としたい。具体的には、締出し取引で用いられる各種の取引スキームにおいて、どのような特徴が利益相反性を生じるのか、その取引の構造や利益相反性の態様に応じて類型化し、それぞれに対する裁判所の姿勢を分析する。

## II 取締役の信認義務とこれに関する審査基準

### 1. 信認義務

デラウェア州会社法の下では、裁判所による取締役の信認義務に関する判断を通じた介入が、取締役の権限濫用的な行為を抑制するうえできわめて重要な役割を果たしている<sup>(1)</sup> ところ、この点は支配株主による締出し取引にお

135 - デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方（和久野）  
ける取締役の利益相反についても同様である。信認義務については、紙幅の都合上、簡潔に概略を説明するにとどめる。

信認義務には、注意義務と忠実義務が含まれる。注意義務を満たすためには、取締役が情報を得て合理的に行動することを要し、忠実義務を満たすには、取締役が自身の利益よりも株主および会社の最善の利益のために誠実に行動することを要する<sup>(2)</sup>。また、取締役だけでなく支配株主も信認義務違反を問われうる<sup>(3)</sup>。

#### (1) 注意義務

注意義務とは、「会社の経営に従事する際に、勤勉に、かつ慎重に行動すべき積極的な義務」であり、適切な情報と審議の上で、情報に基づく行動をとる義務である<sup>(4)</sup>。

#### (2) 忠実義務

忠実義務とは、取締役が、会社と株主の利益を自身の利益より優先すべき義務である<sup>(5)</sup>。原告が忠実義務違反を立証するには、古典的には取締役の「自己取引」を証明する。自己取引とは、取締役や支配株主が取引の両側に立つ、または取引から排他的・不釣り合いな利益得ることであるとされる<sup>(6)</sup>。他方、自己取引以外に以下の場合も忠実義務違反が疑われ、完全公正基準が適用されることがある。それは、(a) 取締役が、争われている取引に関して個人的に利害関係がある、または (b) 取締役が利害関係ある者から独立していない場合である<sup>(7)</sup>。このような要素の有無は、支配株主の関与する取引において

---

(1) 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)191頁。

(2) Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *Takeover Law and Practice*, at 21 (Mar. 2017), available at <http://www.wlrk.com/guides/>.

(3) Edwin W. Jr., *Fiduciary Duties in Business Entities Revisited*, 61 U. KAN. L. REV. 923, 926-927 (2013).

(4) Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *supra* note 2, at 21.

(5) *Id.*

(6) Hecker, *supra* note 3, at 954.

も問題となることがある。

## 2. 信認義務の審査基準

裁判所は、取締役や支配株主の義務違反の有無を、以下で紹介する審査基準にもとづき判断する。審査基準には、適用される場面に応じて複数のものが存在する。締出し取引において用いられるのは、経営判断原則、レブロン基準、完全公正基準の3つである<sup>(8)</sup>。信認義務違反が認められるかどうかは、裁判所がこれらのうちのどの基準を用いて審査するかに大きく依存するとされる<sup>(9)</sup>。そのため、どのような取引に対してどの審査基準が適用されるか、および適用基準の決定のために裁判所が着目する要素とは何かが重要となる。本論文では、裁判所がどのような取引に対してどの審査基準を用いるのかを検討するが、その前提として、まず各審査基準の内容について説明する。

### (1) 経営判断原則

経営判断原則は、裁判所が取締役の決定について審査する際の最も緩やかな基準であり、より高次の基準を適用する状況ではない場合において適用される<sup>(10)</sup>。後述のように取締役の決定を適法なものと推定する効果を有するため、これが適用される場合には取締役の判断が尊重されることになりやすい。

経営判断原則は、「純粋な合理性の審査」であると位置づけられており<sup>(11)</sup>、基本的に取締役の利益相反性が問題となる場合には適用されない<sup>(12)</sup>といえる。

(7) Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *supra* note 2, at 22.

(8) 本稿では、これら3つの基準のうち、支配株主が関与する締出しにおいて特に問題となる完全公正基準と経営判断原則について紹介する。

(9) *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A.2d 103, 111 (Del. 1986)

(10) *See Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

(11) 裁判所は、経営判断原則とは「純粋な合理性の審査 (bare rationality test)」であるとし、「妥当性の審査 (reasonableness form of review)」である厳格な基準よりも緩やかなものと位置付けている。 *See In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604, 615 (Del. Ch. 2005).

締出し取引に関していえば、経営判断原則は、特に取締役が自己取引を行うなどの忠実義務違反がない状況で適用される<sup>(13)</sup>ことが重要である。

経営判断原則の適用要件としては、判例や実務上の指針などにより若干の差異はあるものの、おおむね、以下の5つであるとされる<sup>(14)</sup>。すなわち、①経営判断であること、②利害関係のないこと、③十分な情報と討議にもとづく判断であること、④グッドフェイス（会社の利益増進を図るという動機・認識）を有すること、⑤権限濫用がないことである。

経営判断原則の効果としては、取締役の判断の適法性を推定する効果があげられる<sup>(15)</sup>。具体的には、この原則は、取締役の決定が情報にもとづき、グッドフェイスと、当該行動が会社の最善の利益にかなうとの信念にもとづいてなされたと推定する<sup>(16)</sup>。この推定のもとでは、取締役の *disloyalty* か *bad faith* か重過失が立証されない限り、取締役は保護される<sup>(17)</sup>。逆に、これらを原告が立証することができれば経営判断原則は適用されず、完全公正基準が適用されることになる<sup>(18)</sup>。

## (2) 完全公正基準

取締役の忠実義務違反が問題となる場合、換言すると取締役の不実性 (*disloyalty*) が追及されている場合、裁判所は経営判断原則を放棄せねばなら

---

(12) 経営判断原則による保護が排除される要件は、忠実義務違反に関連する部分と注意義務に関連する部分の二つで構成される。酒井太郎「米国会社法学における取締役の信任義務規範 (1)」一橋法学第11巻3号(2012)808頁参照。利益相反性は、取締役の忠実義務に関する問題である。

(13) *See Lyman Johnson, Rethinking Judicial Review of Director Care, 24 Del. J. Corp. L. 787, 792 (1999)*

(14) 酒井・前掲注12)808頁参照。

(15) 酒井・前掲注12)808頁参照。

(16) *See Aronson, 473 A. 2d 805, at 811-12.*

(17) *See, Id. at 812-13 & n.6.*

(18) *E.g., Orman v. Cullman, 794 A.2d 5, 20 (Del. Ch. 2002).*

ず、最も厳しい基準である完全公正基準が適用される<sup>(19)</sup>。

締出し取引との関係でみると、完全公正基準は、支配株主の関与する締出し取引を対象とする基準として発展してきた<sup>(20)</sup>。支配株主が関わる締出し取引においては、支配株主が買収対象会社の取締役に対して影響力を行使したり、あるいは支配株主自身が取締役を兼ねていることによる事実上の支配力を用いることで、自身に有利な締出し取引を行うおそれが大きいため、特に厳しい基準によって規律されているのである。

前述のとおり、完全公正基準は取締役の忠実義務にかかわる基準である。よって、完全公正基準が適用される場面とは、主として取締役の利益相反が問題となる場面であり、これを大別すると、①取締役会の多数派に利益相反がある、②取締役会の多数派が、利害関係を有する者から独立していない、または支配されている場合、③取締役か支配株主が取引の両側に立つ場合であるとされる<sup>(21)</sup>。ただし、問題となる取締役や支配株主の状況がこれら①～③の場合に該当するか、換言すれば完全公正基準の適用要件を満たすか否かの判断においては、明確な基準は存在しないともいわれる<sup>(22)</sup>。

他方で、完全公正基準の適用場面はデラウェア州判例の蓄積とともに明確化され、あるいは変化してきた<sup>(23)</sup>。例えば、上記の適用場面についていえば、近年では取締役または支配株主が取引の一方にしか立たない場合（持株の売り手でしかない場合。第三章の2において後述）においても、完全公正基準の適用が認められる判例が出てきている。

では、完全公正基準が実際に適用された場合、裁判所はどのような要素に着目して審査するのであろうか。完全公正基準は、争われる取引が「公正」

---

(19) Lyman Johnson, *supra* note 13.

(20) See Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J.2, 8-17(2005).

(21) Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *supra* note 2, 33.

(22) *Id.*

(23) 本論文の第三章で検討する。



であることを要求するが、判例によれば、この公正の概念には「公正な取引」と「公正な価格」の2つの要素があり<sup>(24)</sup>、裁判所はこれらが満たされているかを検討する。まず、前者は、「取引がいつ行われたか、それがどのように開始され、構築され、交渉され、取締役の開示され、取締役および株主の承認が得られたか」を問うものであり、後者は「提案された合併の経済的および財務的考慮事項に関するものであり、資産、市場価値、収益、将来の見通し、および会社の株式の内在的または本質的価値に影響を及ぼすその他のすべての要素を含む」とされる<sup>(25)</sup>。その上で、これら2つの要素はそれぞれが個別に検討されるのではなく、全ての側面を総合的に審査すべきものとされる<sup>(26)</sup>。

以下では、主に「公正な取引」の側面について解説する。完全公正基準は、取締役の忠実義務が問題となる場合、すなわち利益相反が疑われる取引に適用されうる。「公正な取引」とは、こうした取引が、独立当事者間取引のように利益相反のない取引にどの程度近づけられているかを判断するものである<sup>(27)</sup>。では、独立当事者間取引に近似するか否かの判断は、何に着目してなされるのか。これにつき、判例は、取引の各当事者が実際に相手方に対して交渉力を発揮していたかを検討するとしている<sup>(28)</sup>。このような独立当事者間の交渉力学を再現するための方法は複数存在するが<sup>(29)</sup>、その中から裁判所がいずれを要求するかということは、本論文で示す通り、比較的近年において

---

(24) *Weinberger*, 457A. 2d 701 at 711.

(25) *Weinberger*, 457A.2d 701 at 711.

(26) *Id.*

(27) 公正取引は、2つの独立した企業間の独立当事者関係での合併の場合のように、利益相反がない場合の条件を複製することであるとされる。See Richard A. Booth *Majority-of-the-Minority Voting and Fairness in Freezeout Mergers*, 4 (2014). Villanova Law/Public Policy Research Paper No. 2014-1004. Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=2380041> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2380041>

(28) *Weinberger*, 457A. 2d 701 at 709.

(29) See Booth, *supra* note 7, at 6.

特定されてきたといえる<sup>(30)</sup>。

### Ⅲ 支配株主取引への適用基準に関する判例の変遷

前述のとおり、締出し取引に適用される基準は、判例の変遷に伴い変化してきている。今後もこうした変化は継続しうるが、本稿では近年の裁判例が示した適用基準の使い分けを紹介する。

まず、支配株主が関与する取引は完全公正基準にかかる可能性が高い<sup>(31)</sup>が、個別事案ごとの支配株主の関与の態様や、用いられる手続的保護の内容次第では同基準の適用が回避されうる。この点、近年の *Crimson* 判決<sup>(32)</sup> は、支配株主の関与の態様に着目し、完全公正基準が適用される取引を類型化した。同判決によれば、完全公正基準は、買収対象会社に支配株主が存在することのみをもって発動されるわけではなく、支配株主が利益相反ある取引に関与していなければならない<sup>(33)</sup>。このような支配株主が関与する利益相反ある取引を、同判決は大きく二つのカテゴリに分けており、それらは (a) 支配株主が取引の両側に立つ場合と、(b) 支配株主が一般株主と対価を巡って争う場合であるとしている<sup>(34)</sup>。そのため、以下ではこの二分類に沿って、支配株主が関与する取引に対する裁判所の適用基準の変遷について述べる。

#### 1. 支配株主が「取引の両側に立つ」取引に対する審査基準

##### (1) 支配株主が「取引の両側に立つ」取引とは

---

(30) 要求される方法（手続的保護）の内容は、事案ごとの利益相反性の大小によって異なるが、例えば近年の判決は、特別委員会と少数派株主の多数の承認により、独立当事者間取引に近い程度の株主保護が実現されることを示している。See *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 644 (del. 2014)

(31) とはいえ、支配株主が関わること自体が完全公正基準をトリガーするわけではない。

(32) *In re Crimson Exploration Inc.*, C.A. No. 8541, 1 (Del. Ch. Oct. 24, 2014)

(33) *Id.* at 31

(34) *Id.* at 35

支配株主が「取引の両側に立つ (stands on both sides)」とは、支配株主が取引における両当事者（売り手および買い手）の立場を兼備することを意味する<sup>(35)</sup>。すなわち、支配株主が買収者として会社を買う提案をする一方で、当該提案への賛否を当該会社に代わって（株主としての議決権行使にもとづき）受諾するためである。

米国において少数派株主の締出しを行う方法として、現在は「現金交付による合併 (Long Form Merger) を用いた締出し (Merger Freeze Out。以下、「締出し合併」という) と、公開買付を前置して特別支配関係を構築した後に略式合併 (Short Form Merger) を用いた締出し (Tender Offer Freeze Out。以下「締出し公開買付け」という) の二つがあるが、より早い時期から用いられてきたのは前者の締出し合併である。よって、裁判所は伝統的には締出し合併の形で行われる締出しを規律してきたのであるが、このような取引が有する利益相反性<sup>(36)</sup> にかんがみ、1980年代から完全公正基準を適用してきた。つまり、裁判所は、支配株主が取引の両側に立つことによる利益相反性について早い段階から問題視してきたことになる。しかし、その後の買収スキームの多様化（「締出し公開買付け」の登場も含む）を経て、買収の手続面では異なるものの経済的には同質である取引に対して異なる基準が適用される<sup>(37)</sup> など、審査基準の適用について一貫性を欠く状況が出現する。以下では、支配株主が両側に立つ取引の問題点と、これを規律する適用基準の変遷について述べる。

## (2) 支配株主が取引の両側に立つ取引における問題

支配株主が取引の両側に立つ取引における問題として、まず支配株主とそれ以外の少数派株主との間に深刻な利益相反が生じることがある。買収者の立場にある支配株主は、可能な限り低い価格で少数派株主の持ち株を

---

(35) See Benjamin Klein, *The Right Solution To The Wrong Problem: The Status Of Controlling Shareholders After In Re John Q. Hammons Hotels Inc.*, 120 Yale L.J. 1251, 1255 (2011).

(36) 以下の (2) において解説する。

(37) これに関する問題点の指摘として、See Subramanian, *supra* note 20, at 22.



取得する動機を有するが、これが実現されると少数派株主は損害を被りかねない。さらに、独立当事者間取引の可能性がないことが、支配株主の機会主義的行動を容易にする<sup>(38)</sup>。支配株主が実質的に買収の提案と承認の両方を行うという取引構造であるため、少数派株主は取引を拒むことが困難となり、不公正に低い価格の買収であっても受け入れざるをえないからである。

支配株主が不公正な価格での締出しを行うための方法として、第一に、支配株主は対象会社の株式価値がその内在価値 (intrinsic value) より下落している時点で締出しを行うために会社の内部情報を利用できる。第二に、支配株主は、会社の株式価値を下げるために、その影響力を行使しうる<sup>(39)</sup>。このような支配株主の機会主義的行動は、少数派株主の利益を侵害しうるとともに、経済効率的観点からも望ましくない場合がありうる<sup>(40)</sup>。

このような問題に対処するため、デラウェア州裁判所は支配株主が「両側に立つ」取引に対してはより厳密な審査を行うこととしており、より緩やかな基準を適用したり立証責任を転換するためには、当該取引において特定の手続的保護が採用されていることを求める<sup>(41)</sup>。

### (3) 判例に見る審査基準の変遷と統合

#### ① 締出し合併 (Merger Freezeout) に関する初期の判例

締出し取引に関する初期の判例は、支配株主が関与する利益相反ある締出しに対して完全公正基準を適用する道筋をつけるとともに、締め出される株主に対する手続的保護の存在が公正な取引の実現につながるかどうかという点についてもすでに論じている。

まず、Weinberger 事件判決<sup>(42)</sup>は、持株比率 50% 超の支配株主が、少数派株

(38) See Klein, *supra* note 35, at 1255

(39) See *Id.*, at 1258. また、このような支配株主機会主義的行動についての詳細は、See Subramanian, *supra* note 20, at 32-38.

(40) Subramanian, *supra* note 20, at 32-38.

(41) See Klein, *supra* note 35, at 1255

主を合併により締め出した事案に関する判決である。本件取引に対する株主総会決議における承認として、買収対象会社の少数派株主の過半数の賛成が要求されていた。他方、独立取締役からなる特別委員会は設置されていなかった。本件取引に対してデラウェア州最高裁は完全公正基準を適用し、本件取引は同基準を満たさないとした。本判決の意義の一つとして、支配株主が関与する締出し合併において、手続的保護の一つである特別委員会の果たす役割について述べたことがあげられる。本判決は、独立取締役によって構成され、かつ交渉権を有する特別委員会は、取引の公正さを示す証拠となると示したのである。しかし、後続の裁判例においては、このような特別委員会の有効性について消極的な立場をとるものも現れた<sup>(43)</sup>ため、特別委員会の設置が取引の審査に対してどのような法的効果を生じるのかという点は、今ひとつ明確ではなかった<sup>(44)</sup>。

その後の *Lynch* 判決<sup>(45)</sup> は、上記の対立を解消し、締出し取引における特別委員会が締出し取引に対する審査において有する効力を明確化した。同事件は、支配株主が子会社との合併を企図した事案であり、*Weinberger* 事件同様、締め出し合併に関するものである。本件においては独立取締役からなる特別委員会が設置され、この委員会は法務および財務アドバイザーも用いて交渉を行った。しかし支配株主は、同委員会および取締役会が本件合併提案に賛成しない場合には同社に対し敵対的公開買付けを行うとの脅しに及んだため、独立委員会および取締役会は本件合併提案に賛成した。

本判決は、特別委員会は支配株主に対し、独立当事者間で行使できる真正

---

(42) *Weinberger v. UOP, INC*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

(43) 後出の *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985). である。

(44) 寺前慎太郎「上場子会社の完全子会社化の場面における支配株主・少数株主間の利害調整：デラウェア州における判例法理の把握とその分析を中心に」同志社法学 64 巻 4 号 (2012) 1309 (129) 頁参照。

(45) *Kahn v. Lynch Communication Systems.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

の交渉力を有していなければならないとし、本件特別委員会は支配株主の脅しによって十分な交渉力を失ったものと判断した。独立取締役は真に支配株主から独立することはできず、支配株主と特別委員会との間で独立当事者間取引プロセスを再現することは不可能であるとの見方にもとづき、裁判所は締出し取引を完全公正基準によって規律しなければならないとした<sup>(46)</sup>。

他方で、特別委員会と同様に主要な手続的保護の一つである「少数派株主の多数による承認 (Majority of Minority condition。以下、「少数派株主の承認」とする)」に関しても、同時期の *Rosenblatt v. Getty Oil* 判決<sup>(47)</sup> により否定的な判断が示されている。本判決において、最高裁判所は、少数派株主の承認は完全な公正に関する立証負担を原告に移転させるものの、審査基準を経営判断原則に変えることはないとした。本判決は *Lynch* 事件判決と同様に、手続的保護による立証責任の転換は認めたものの、裁判所が完全公正審査を放棄しないことを示している<sup>(48)</sup>。

以上のように、締出し取引に関する初期の判例は、実際に用いられた手続的保護が不十分であったためもあろうが、支配株主の関与する利益相反のある取引に対しては経営判断原則でなく完全公正基準を適用してきたといえる。

## ② 締出し公開買付け (Takeover Freezeout) に関する判例の変遷

上記のように合併によって行われてきた締出しが、1990 年代以降は公開買付けによって行われるようになる (上記締出し公開買付けである)。歴史的には、締出し公開買付けも、締め出し合併と同様、完全公正基準により規律さ

---

(46) *Subramanian, supra note 20, at15*. このように完全公正基準の適用自体は堅持したとはいえ、特別委員会が対等な交渉力を有していること、および支配株主が合併条件を主導しないことという二つの要件のもとに立証責任が原告に転換されることを認めた。北川徹「現金対価による少数株主の締出し (キャッシュ・アウト) をめぐる諸問題」商事法務 1948 号 (2011) 5 頁参照。

(47) *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

(48) *Subramanian, supra note 20, at16*.

125 - デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方（和久野）  
れるものと考えられてきたが、以下で紹介するいくつかの判決によってその流れが変化する。まず、1996年のSolomon判決<sup>(49)</sup>は、公開買付けは支配株主と少数派株主との「自発的な」取引であり、そこにおいて対象会社の取締役は株主に対して一定の価格を保証する義務を負わないとし、完全公正基準の適用を否定したものである<sup>(50)</sup>。

このSolomon事件判決を引用し、2001年のSiliconix判決<sup>(51)</sup>は、やはり公開買付けが自発的な取引であることを理由に、本件締出し公開買付けにおける買収者である支配株主は、公正な価格を提示する義務を負わないとした。また、締出し公開買付けに対する裁判所の役割を、株主が公開買付けに対して応募するかを「自発的に」決定する権利を保護するための介入であると位置づけ、公開買付けが強圧的であったり、情報開示を欠いているのでない限り、完全公正基準の適用を受けないものと判示した。また、締出し合併と締出し公開買付けとで用いる基準が異なることについての説明として、前者は買収者と買収対象会社との契約であるのに対し、締出し公開買付けにおける公開買付けは買収者と少数派株主との取引であるから、買収対象会社の取締役はこれにおいて何らの義務を課されていないと判示した。

次いで、Glassman判決<sup>(52)</sup>が公開買付け後の略式合併について完全公正基準の適用を否定し、締め出される株主の救済は株式買取請求に限定されるものとした。このように、締出し公開買付けにおいては、その手続きの一環とし

---

(49) *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672 A.2d 35 (Del. 1996).

(50) もっとも、本件事案は、締出しを伴わない単なる公開買付けの価格が争われたものであり、公開買付け締出しに関する決定とはいえないものであった。しかし、締出しに関する判例の流れを説明する上で、ここに含める。

(51) *In re Siliconix Shareholders Litigation.*, No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787, at 7 (Del. Ch. June 19, 2001). 本件は、Solomon事件とは異なり、締出し公開買付けの事案である。邦語訳文献として、小松卓也「公開買付けを用いた支配会社による従属会社の統合」商事法務1642号(2002)66頁以下。

(52) *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242 (Del. 2001).



て行われる公開買付けに関して **Siliconix** 判決を、その後の略式合併に **Glassman** 判決を適用することで、締出し取引であるという点では締出し合併と同じ取引であるにも関わらず、完全公正基準の適用を回避できることとなった。

以上のように、締出し公開買付けに関しては基本的に完全公正基準を適用しないという流れ **Siliconix Line** と呼ばれる) が形成された結果、締出しという実体は同じであるにも関わらず、締出し合併と締出し公開買付けの場合と異なる審査基準が適用されることとなった。

こうした「審査基準の分裂」に対する学説の見解は、大別すると、①審査基準が分裂している状況を肯定するもの、②分裂を批判し、審査基準を統合させようとするものであったとされる。②のうち、一定の手続的保護の充足次第で完全公正基準と経営判断原則を使い分けることを提案する立場が、以降の判例に大きな影響を与えることとなる<sup>(53)</sup>。

そこで両者の調整をはかったのが、2002 年の **Pure Resources** 判決<sup>(54)</sup>である。同判決は、法形式が合併と公開買付けで異なることのみを理由に異なる基準を使い分けることに疑問を呈した。そこで、同判決は **Lynch** 基準と **Siliconix** 基準との調和をはかり、締出し公開買付けを行う支配株主は一定の義務を有するとした。とはいえ、**Solomon** 事件判決が示した基準（以下、**Solomon** 基準とする）に従い、締出し公開買付けへの完全公正基準の適用自体は否定している。他方で同判決は、強圧性のない取引については **Solomon** 基準により経営判断原則が適用されるとした点では **Siliconix** 判決と同様であるが、強圧性がないと認められるための要件を加重している。すなわち、①買付けに対する、少数株主の多数による応募を撤回不能な条件としていること、②支配株主が 90% 以上の株式を取得した場合には、取得後ただちに公開買付価格と

---

(53) 寺前・前掲注 44) 156 ~ 160 頁参照。

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



同額で略式合併を実行することを約束していること、③支配株主が報復の脅威を与えていないこと、④対象会社の独立した取締役が公開買付けに対処する自由な手段と十分な時間を有していること、の4点が要求されている。これらの要件により、締出しに経営判断原則が適用される余地は狭められた一方で、とくに上記④の要件については、同判決は特別委員会の権限を支配株主が制限することを認めており、当該権限は助言的なもので足りるとされている。

続いて、Cox Communications 判決<sup>(55)</sup>は再び Lynch 基準と Siliconix 基準の関係について言及し、一定要件が満たされなければ完全公正基準が適用されるとの判断を示した。ここでいう一定の要件とは、①締出し取引について、特別委員会による推奨があること、②少数派株主の過半数が買付けに応じることが買付けの成立条件であること、の二つである。かつ、①の特別委員会は十分な権限を有する、独立した取締役によって構成されていなければならない。

そして、以上のように乱立してきた基準を整理したのが CNX Gas 判決<sup>(56)</sup>である。同事件は、締出し公開買付けについて、締出しに関する上記の判例を比較検討した上で、Cox Communications 事件判決が示した基準（以下 Cox 基準）が最も適切であるとした。また、本件裁判所は、独立当事者間取引「すなわち独立した取締役による賛同および独立した株主による賛同のいずれの要素も有する」締出しについて、「これらの利益相反防止措置の両方の使用は、支配株主を取引の一方当事者の立場（つまり買い手）にしか立たせないのであり、完全公正基準は適用されない」と判示した。

このように、二段階買収に対しても完全公正基準適用の可能性を肯定すると同時に、一定の手続的保護の充足を条件として経営判断原則の保護を与えよとの考え方が採用されたことになる。

---

(55) *In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

(56) *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010)

## ③縮出し合併に関する近時の動き

一方で、縮出し合併についても、上記の統合基準を用いる判決が登場した。その最初の事案である MFW 事件判決<sup>(57)</sup>において衡平法裁判所は、親子会社間の縮出し合併に対し、手続的保護が十分であるとして経営判断原則を適用した。同判決が要求した手続的保護とは、大まかにいうと、争われている取引が、①独立し、十分な権限を持つ特別委員会の承認と、②強圧性にさらされず十分に情報をえた少数派株主の承認に条件づけられていることである。さらに、これらの手続的保護が充たすべき要件を詳細に判示した<sup>(58)</sup>。さらに同判決は、このような2つの手続的保護が同時に要求される理由として、これら各々の役割を述べるだけでなく、2つが互いに補完しあうことにより生じる相乗効果をあげた。同事件の最高裁判決<sup>(59)</sup>は、十分に機能する特別委員会と少数派株主の承認という条件が取引の当初から具備された親子会社間合併が最高裁に持ち込まれるのは本件が初めてであることを指摘し<sup>(60)</sup>、従来の事案との差異を意識している。例えば同判決は、Lynch 判決が、手続的保護の充足は立証責任を転換させるだけであり、適用基準の緩和までは認めなかったことにふれつつ、Lynch 判決やこれを踏襲した判決においては、そもそも少数派株主の承認は不十分なものであった<sup>(61)</sup>ことを指摘している。同事

---

(57) *In re MFW S'holders ljtig.*, 67 A3d 496 (Del.Ch.2013).

(58) 二つの手続的保護は、以下の要件を充たすことで十分なものと認められる。(i) 支配者は取引の成立を、当初から、取締役の特別委員会と少数派株主の多数の両方による承認により条件づけること。(ii) 特別委員会が支配者から独立していること。(iii) 特別委員会は、自らの法務・財務アドバイザーを自由に選任し、支配者による提案を最終的に拒否する権限を与えられること。(iv) 特別委員会が、少数派株主への公正な価格を得るため交渉する際に注意義務を果たすこと。(v) 少数派株主が完全に情報を得ること。(vi) 株主による承認が強圧的でないこと。

(59) *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* 88 A.3d 635 (Del. 2014)

(60) *Id.* at642.

121 - デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方（和久野）  
件の判決は、衡平法裁判所決定、最高裁判所決定のいずれも以後の多くの判例に踏襲されている<sup>(62)</sup>。このことからすると、上記の2つの手続的保護を備えた支配株主による締出し合併に関しては、経営判断原則が適用される流れが定着しつつあるものと思われる。

#### (4) 小括

以上、支配株主が「取引の両側に立つ」締出し取引に対する裁判所の審査基準の変遷について紹介したので、ここで大雑把ではあるがまとめる。支配株主が取引の両側に立つ場合は、その有する影響力の大きさからして、合併、公開買付けのいずれの手法を用いるとしても、本来的には独立当事者間取引に近いパワーバランスには至らないというのが裁判所の見方であろう。しかし、これはあくまで手続的保護を用いないか、用いたとしても不十分な場合の話であり、近年の判決は、十分な手続的保護の採用によって上記パワーバランスを修正しようと考えている。すなわち、一定の手続的保護を採用することによって、締め出される少数派株主側の交渉力を高め、同時に支配株主の影響力の不当な行使を阻止することにより、当該取引を独立当事者間取引に似た構造に近づけることができる。ただし、そのためには手続的保護が十分であるかを具体的かつ実質的に検討する必要があることから、これら手続的保護が充たすべき詳細な要件に言及するようになってきていると思われる。

## 2. 支配株主が「取引の一方に立つ」取引における審査基準

### (1) 支配株主が「取引の一方に立つ」取引と、その類型

このタイプは、前節で論じた取引とは異なり、支配株主が取引の一方にし

---

(61) 同判決は、具体例として、これらの先行事案における支配株主が自身の議決権の放棄を意味する「撤回可能な少数派株主の承認」の採用に同意しなかったことをあげており、この点が先行事案と本件事案との大きな違いであるとしている。See Id.

(62) See, e. g., *In re Books-A-Million, Inc. Stockholders Litigation*, C.A. No. 11343-VCL (Del. Ch. Oct. 10, 2016)., *In re Kenneth Cole Prods., Inc. S'holder Litig.*, No. 54 (N.Y. May 5, 2016).

か立たない取引である。すなわち、支配株主が「売り手」として自身以外の第三者たる買収者に対し、持ち株を売却する取引である。このタイプの取引は、大別すると、①支配株主が少数派株主と買収対価をめぐって争う<sup>(63)</sup>ものと、②そのような争いはないものに分けられる。このうち①については、以下で示すように支配株主と少数派株主との利益相反が大きく、裁判所は完全公正基準を適用することがある。

完全公正基準の適用対象となる、支配株主が一般株主と対価をめぐって「争う」利益相反あるケースは、近年の衡平法裁判所判決によれば以下の 3 類型であるとされる<sup>(64)</sup>。すなわち、①支配株主が一般株主とは異なる対価を、取締役会の承認を受けて得る<sup>(65)</sup>ケース、②少数派株主が締め出される一方で、支配株主が存続会社における持ち分を受け取るケース、③全株主が名目上は持ち分に応じた扱いを受ける一方、支配株主が独自の利益を得るケースである。

一方で、支配株主が取引の一方にしか立たない締出し取引において、利益相反性がないため完全公正基準が適用されない取引構造も存在する。これは、支配株主が少数派株主とその持分に応じて平等な対価を受け取る取引であり、この場合、支配株主は少数派株主と利害を共有する。なぜなら、対価が平等であるとの前提の下で支配株主が買収者との間で高い買収価格を目指した交渉をすれば、その恩恵は自身を含めた株主全体に及ぶからである<sup>(66)</sup>。こ

---

(63) 訴訟という意味での争いではなく、単に財産的利益の奪い合いを意味する。

(64) *In re Crimson Exploration Inc.*, C. A. No. 8541, at36 (Del. Ch. 2014). ただし、同事件自体は支配株主と一般株主が「争う」ケースには該当しない。これは、同事件において原告が支配株主であると主張した投資ファンド (Oaktree) を、裁判所が支配株主と認めなかったからである。

(65) これは、仮に買収者が、対象会社の取締役会の関与なく支配株主と直接交渉した場合には、異対価を受け取っても問題とならないことを意味する。See *Id.* at36 (Del. Ch. 2014)

(66) See Klein, *supra* note 35, at1257.



119 - デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方 (和久野)

のような考え方にのっとった近年の判決として、例えば **Synthes** 事件判決<sup>(67)</sup>がある。同事件においては、買収対象会社の議決権の約 52% を支配するとともに同社の取締役会会長でもあった支配株主が、自身の持株を売却するための手段として、第三者からの企業買収を受けることを決めた。当該売却手続きにおいては、支配株主および利害関係ある取締役らが関与しており、しかも手続的保護として少数派株主の承認の要求や特別委員会の設置がなされることもなかった。最終的に、当該合併の対価は現金および買収会社株式の混合で、かつ全株主が一株あたりでは同額の対価を受け取ることとなった。本件における原告は、支配株主に利益相反がある旨を主張し、完全公正基準または厳格な基準（レブロン基準およびユノカル基準）の適用を求めた。裁判所は当該主張を却下し、経営判断原則を適用した。完全公正基準の適用を認めなかった理由は、支配株主は会社の売却価格を最大化することに強いインセンティブを有するから、その点で少数派株主と利害が一致しているのであり、支配株主と少数派株主との間に完全公正基準を適用するほどの利益相反は存在しないというものであった。

## (2) 支配株主が「取引の一方に立つ」取引に対し、完全公正基準を適用した判例

支配株主が取引の一方に立つ取引に対していかなる基準が適用されるかは従来明らかではなく、初めてこれを明確に示したのが **JQH** 事件判決<sup>(68)</sup>である。同事件は、対象会社とは無関係な第三者たる買収者による締出し合併の事案である。対象会社の支配株主は、同社の CEO でもある。本件支配株主は、本件買収者と自身の持株を含めた全株主の保有株式の売却について交渉し、その結果、本件支配株主のみが、一般株主とは異なる対価を得る旨を合意した。本件においては利益相反抑制措置として特別委員会が設置され、少数派株主

---

(67) *In re Synthes, Inc. S'holder Litig.*, 50 A.3d 1022 (Del. Ch. 2012)

(68) *In re John Q. Hammons Hotels Inc. S'holder Litig.*, C.A. No. 758-CC (Del. Ch. 2009)



による承認も要求されたものの、形式的で不十分なものであったと認定された<sup>(69)</sup>。同判決は、Lynch 判決が明らかにしなかった以下の疑問に答えた。その疑問とは、①支配株主が取引の両側に立たない取引に対しても完全公正基準が適用されるか、②完全公正基準が適用されるとしても、手続的保護の充足によりその適用が回避されうるか、の二点である。①について、本判決は支配株主が取引の一方に立つ合併に対する完全公正基準の適用可能性を認めるとともに、支配株主が取引の一方に立つ取引の中でもどのような要素をもつ取引に対して完全公正基準が適用されうるのかという「範囲」を示した。本判決は、本件事案が「強固な手続的保護」<sup>(70)</sup>が必要な状況であるにもかかわらず、当該保護が実施されていないことを理由に完全公正基準を適用している。前者の「状況」とは何かというと、本件取引において (a) 支配株主と少数派株主がある意味、買収者が支払う対価の分配について「争って (competing)」おり、(b) 支配株主が、いかなる取引も拒否 (veto) しえたというものである。(a) について、支配株主と少数派株主が買収対価の分配につき争っていると認定された背景には、支配株主と少数派が異なるクラスの種類株式を保有しており、「異なる対価」を受け取ったという事実がある。本件において支配株主が自己の保有する種類株式への対価を増大するための交渉を行うと、結果的に少数派株主の有する種類株式への対価が減少する、いわゆるゼロサムゲームとなる可能性があった。

以上から、支配株主と少数派が対価分配につき「争っている」こと、およ

---

(69) 本件において、少数派株主による承認は、取引の成立条件として要求されてはいたものの、この条件は特別委員会によって事後的に撤回することが可能であった。つまり、少数派株主の承認が得られない場合であっても、本件締出し取引は完遂される可能性があった。

(70) 具体的には、締出し取引の成立条件として、(1) 利害関係がなく独立した特別委員会による推奨、および (2) 少数派株主の多数による撤回不可能な投票による承認の二つが要求されていることが必要である。この二つの保護措置が実質的に機能する形で採られていれば、経営判断原則が適用されうる。

117 - デラウェア州会社法における、支配株主が関与する締出し取引に対する裁判所の審査のあり方（和久野）  
び支配株主が取引の拒否権を有すること、これら両方の要素が存在する場合  
において、特に手厚い保護が求められるものと思われる。

## 結語

以上、米国における締出し取引への規律について、概観程度ではあるが述べた。日本法下では、近年の法改正により締出しに用いる制度とその救済策が多様化しているが、従来から継続する問題として、買収が公正かどうかを判断する際に、どのような要素に着目すべきかという問題は、いまだ議論を要する部分である。日本法下での締出し取引の規律においては、裁判所による審査基準が現時点では十分に明確化されていないと思われる。そのため、本稿で紹介したデラウェア州裁判所の立場が、日本法に対する示唆ともなると考える。