

略式組織再編以外の 組織再編の差止

著しく不当な対価による
キャッシュ・アウトの差止の手法

藤田真樹

Masaki Fujita

滋賀大学 経済学部 / 特任講師

【目次】

- I はじめに
- II 本稿の目的
- III 米国(デラウェア州)におけるキャッシュ・アウトをめぐる法理論
 - 1. 法定合併による方式
 - 2. 株式公開買付と(略式)合併を組み合わせる方式
 - 3. 米国(デラウェア州)の判例理論の推移
 - 4. デラウェア州の法理論に対する評価
 - (1) 現行の法理論を支持する見解
 - (2) 完全な公正基準を株式公開買付にも適用すべきとする見解
 - (3) 折衷的な見解
 - 5. 小括
- IV わが国における忠実義務を巡る議論と組織再編の差止
 - 1. わが国における忠実義務を巡る議論
 - (1) 伝統的な学説
 - (2) 株主利益最大化原則を採用する説
 - (3) 個々の株主に対しても忠実義務を負うとする説
 - (4) 小括
 - 2. 組織再編の差止め制度の「法令」違反に忠実義務違反は含まれるか
 - (1) 組織再編等の差止請求制度の条文構造
 - (2) 「法令」違反の解釈をめぐる議論
 - (3) 小括

1) 法制審議会会社法制部会第24回議事録8頁。

法制審議会会社法制部会第1回会議は、現行会社法が施行された平成18年5月から、約4年後の平成22年4月28日に開催された。

2) 会社法性の見直しに関する諮問第91号。

3) 略式組織再編以外の組織再編の差止めに関しては、第12回会議(平成23年8月31日)において詳しく論じられた。

4) 詳細については、拙稿『MBOにおける少数派株主保護—少数派株主が株主として会社にとどまる利益の保護を中心として—』

V 著しく不当な対価でキャッシュ・アウトされる株主が改正会社法で組織再編の差止を争う手段

1. 株式公開買付と金融商品取引法の開示規制
2. 組織再編の差止の「法令違反」と金融商品取引法の開示規制
3. 会社法の規定に基づかない差止請求

VI おわりに

I はじめに

平成24年9月7日、法制審議会会社法制部会は、「会社法制の見直しに関する要綱」を取り纏めた¹⁾。今回の会社法改正のポリシーは、「会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要がある」²⁾というものである。各論的な論点としては、現行法においてキャッシュ・アウトされる少数株主の権利の保護が必ずしも十分になされていない可能性があるとの問題意識から略式組織再編以外の組織再編の差止について議論がなされた³⁾。

キャッシュ・アウトは、典型的には、MBO (Management Buy Out) を始めとする上場会社の株式の非公開化の過程において用いられる。すなわち、株式公開買付を行い買収対象会社の支配権を掌握した買付者が、①直接現金を対価とす

る方法、②株式交換によって端数を生じさせる方法、③種類株式発行会社に定款変更をした上で全部取得条項付種類株式を取得する方法を用いて行う⁴⁾。しかし、このようなキャッシュ・アウトの制度相互間においては、課税による取扱いが異なるため、制度本来の目的とその手段との間に歪みが生じていることが指摘されていた⁵⁾。

組織再編におけるキャッシュ・アウトの問題を類型化すると、二つの場面が想定される。一つは、対価が公正であるか否かに関わらず、株主の意思に反して株式を奪われるという問題である。もう一つは、不公正な対価の交付によってキャッシュ・アウトされてしまうという問題である。とすれば、キャッシュ・アウトの問題を解決するためには、①株主が会社から締め出されず、対象会社の事業へ投資を継続できる利益を保護する手法、②締め出される際に受け取る対価の相当性を担保する手法の二つの手法が考えられる。

現行会社法において、株主の権利の行使に関して、会社に損害が発生することで株主が被る損害を保護する手段としては、事前に取りれる手段として、株主による取締役の違法行為の差止め制度(会社法360条)、事後に取りれる手段として、株主による取締役等に対する責任追及の訴えの制度(会社法847条)、会社が株式を発行することで損害を被る株主を保護する手段としては、募集株式等の発行の差止請求(会社法210条)、事後の手段として、募集株式の発行無効の訴え(会社法828条)が設けられている。しかし、組織再編につ

九大法学101号(2010)282頁以下。

法制審議会においては、①の手法を「直接移転型」、

②③の手法を「端数処理型」として類型化する。

直接移転型は、株主が対象会社の総株主の議決権の10分の9以上有していれば、対象会社の株主総会決議を要しないとされる(会社法784条1項)点で、端数処理型と異なる。

5) 全部取得条項付種類株式は、もともと会社更生などで利用されることが想定されていたものである。しかし、現行法の条文には、全部取得条項付種類株式を利用できる会社についての要件は記載されていない。

また、平成22年度税制の改正により、連結納税制度を採用している会社が、全部取得条項付種類株式を用いて他の会社を完全子会社化する場合、連結納税加入後2カ月以内に会社の一部の株式を第三者に売却して、子会社を連結グループから離脱させれば、当該会社の時価評価課税を免れることができるようになった。このため、脱法的な手段として全部取得条項付種類株式が組織再編の手段として広く用いられている現状がある。水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務・2010年)16頁。

いては、事後については会社の組織に関する無効確認の訴え（会社法828条）によって争うことが出来るものの、事前の手段としては、略式組織再編の差止め（784条2項、796条2項）を除いては明文で規定されていない⁶⁾。そこで、こうした現行会社法の不備を補うために、会社法制の見直しに関する要綱では、略式組織再編以外の組織再編についての差止制度の導入が決定された。

【参考資料1】現行会社法の株主保護の手段

	事前	事後
会社の損害によって、損害を被る株主の保護	会社法360条	会社法847条
株式発行によって、損害を被る株主の保護	会社法210条	会社法828条
組織再編行為によって、損害を被る株主の保護	なし (ただし略式組織再編について784条2項、796条2項)	会社法828条

Ⅱ 本稿の目的

組織再編における根源的な問題は、利益相反的な構造にある。すなわち、支配株主が存在すれば、少数株主との間の利益が衝突するが、組織再編において、支配株主は同時に買収対象会社の取締役等経営者であるため、自己取引類似の問題が生ずる⁷⁾。とすれば、取締役と株主との間で利益が対立している状況で、取締役がいかに行動すべきか。すなわち、善管注意義務・忠実義務(会社法355条・民法644条)と関連して、キャッシュ・アウトされる株主に対して、取締役は「最善の価格」が実現されるように交渉すべき義務を負うのかについて解釈論上問題となることが先行研究において指摘されていた⁸⁾。

これに対して、法務省民事局参事官室から、組織再編における法令違反の要件の「法令」には取締役等の善管注意義務・忠実義務違反が含まれないとするとの解釈が部会において明示的に示された⁹⁾。そのため、組織再編の差止制度において、価格の当・不当を争えるかについての議論は、一応の決着はついたかに思われる。しかし、取締役の違法行為差止請求(会社法360条)の要件とされる法令違反の「法令」には、取締役の善管注意義務・忠実義務が含まれることについては裁判例・学説上争いがないにも関わらず¹⁰⁾、なぜ、組織再編における「法令」に善管注意義務・忠実義務が

6) 弥永真生=坂本三郎=中村直人=高橋均「会社法制の見直しに関する中間試案をめぐって〔下〕」商事法務1995号(2012)17頁[高橋発言]。
MBOに対する訴訟類型の整理についてであるが、山口勝行=土肥慎司=藤井宏樹「MBOにおける取締役の善管注意義務」ビジネス法務7巻6号(2007)23頁、池永朝昭=小館浩樹=十市崇「MBO(マネージメント・バイアウト)における株主権」金融・商事判例1282号(2008)2頁以下が詳しい。

7) 「会社法制部会第7回議事録」6頁(伊藤発言)、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」等を参照。

8) この問題についての先行研究として、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(1)～(8・完)」法学協会雑誌127巻12号(2010)1935-2036頁、128巻4号(2011)1002～1095頁、128巻5号(2011)1259～1337頁、128巻6号(2011)1533～1618頁、128巻7号(2011)1830～1898頁、128巻11号(2011)2677～2755頁、129巻2号(2012)258-330頁、129巻4号(2012)681～761頁。
神谷光弘=熊木明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務1944号(2011年)45頁。

含まれないのかについて理論的検討は未だ十分になされていないように思われる。

また、法務省民事局参事官室の見解に従った場合、キャッシュ・アウトの対価に不満のある株主の救済に対しては、以下の限界がある。まず、キャッシュ・アウトの対価に不満のある株主の救済は、これまで実務において行われきた通り、原則として会社に対する株式買取請求権の行使(会社法116条1項・785条1項)、または、裁判所に対する公正な価格の申立て(172条1項・786条2項)によって事後的に争うこととなると思われる。しかし、株式買取請求権を行使するには、事前に会社に対する組織再編に対する反対の通知を行い、株主総会で反対票を投じるという煩瑣な手続きを踏んでいることが必要となるが、この場合、対価が不当であることを知らずに株主総会で投票してしまった株主は株式買取請求権を行使できない。また、現金を対価とする買取提案が競合している場合に、より低い対価の買取提案を対象会社の取締役等経営者が支持して組織再編を実行しようとしているときであっても、差止めが認められる余地がなくなる¹¹⁾。

一方で、法制審議会での議論の経緯を前提とした場合、「法令又は定款違反」として想定されるのは手続上の違法があった場合と考えられるが、価格の当・不当の問題をキャッシュ・アウトされる株主に対する情報開示の手続きと絡めて実質的に争う余地もあるように思われる。また、本制度以外

で価格の当・不当を理由として組織再編を差止める余地はないか。

本稿は、組織再編の理論について既に一定の議論の蓄積のある米国(デラウェア州)のキャッシュ・アウトをめぐる判例理論の変遷と議論を簡潔に整理することによって、改正会社法によって導入される組織再編の差止制度の運用について一定の示唆を得る。そして、法務省民事局参事官室の見解に従って、組織再編の差止制度の法令には善管注意義務・忠実義務が含まれないとした場合、キャッシュ・アウトされる株主が価格の当・不当の問題を手続的な問題と絡めて実質的に争う余地はないか。また、本制度以外で価格の当・不当を理由として組織再編を差止める余地はないかについて、先行研究を踏まえて考察することを目的とするものである。

Ⅲ 米国(デラウェア州)における キャッシュ・アウトをめぐる法理論

米国デラウェア州の判例理論の変遷を概観する前提として、米国における会社の非公開化の代表的な方式をまず確認する。米国(デラウェア州)において、会社を非公開化する手法としては、①法定合併による方式、②株式公開買付と(略式)合併を組み合わせる方式、の二つが主に用いられている。

北側徹「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年)。

9) 会社法制部会第18回議事録40頁〔橋詰関係官発言〕、同40頁～41頁〔高木弘明関係官発言〕。

10) 代表的な裁判例として、
東京地裁平成16年6月23日決定
(三菱重工業新株引受差止請求事件・
金融商事判例113号61頁)、
東京高判平成11年3月25日判決
(東京電力福島第二原子力発電所
運転差止訴訟控訴審判決)。

代表的な学説として、
落合誠一編『会社法コンメンタール8-機関(2)』
(商事法務・2009)132頁(岩原紳作)。

11) 飯田秀聡「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」ビジネス法務12巻12号(2012)76～81頁。
この他、法務省民事局参事官の見解によれば、
取締役の善管注意義務・忠実義務違反を理由に
組織再編を争った場合、主張自体失当として
却下される可能性が高い。とすると傍論においてすら
取締役に対する義務違反が認められる余地はなくなり、
取締役に対する規律としても機能しないことになるという
理由も挙げられる。

1. 法定合併による方式

法定合併による方式はデラウェア最高裁判所の、Weinberger v. UOP 判決¹²⁾、Karn v. Lynch Communication System 判決¹³⁾において、その基本的枠組が確立された。まず買収対象会社の取締役等経営者が支配株主から独立した、投資銀行や法律家などの専門家を擁する特別委員会(SC=Special Committee)を設置する。特別委員会は、少数派株主に支払われる対価、少数派株主の過半数の同意の条件(MOM: majority-of-the-minority closing condition)が含まれているかという観点を重視して、支配株主と交渉を行う。支配株主と特別委員会(SC)との間で合意が成立した場合、取締役会および株主総会に株式公開買付が提案され決議が採られる(第一段階取引)。決議で賛成が得られた場合、吸収合併もしくは略式合併(第二段階取引)が行われる¹⁴⁾。

12) Weinberger v. UOP, INC., 457 A. 2d 701 (Del.1983). Signal社はUOP社の株式を公開買付により50.5%まで取得し、同社を子会社化した。その3年後、Signal社はUOP社を投資先として有望と判断したため、UOP社の残余株式(49.5%)についても、全部を取得することとした。その方法としては、Signal社は完全子会社を設立し、その子会社とUOP社との間で現金を交付し合併するという手法を予定していた。これに対し、本件合併に反対したUOP社の少数株主が、衡平法上の取消し(equitable rescission)と損害賠償を求めてクラス・アクションを提起した。理由は、不適切な対価を提供したこと、また、少数派株主排除の目的のみで締め出しを行ったことにより多数株主のSignal社は、その信託義務(fiducially duty)に違反したというものである。デラウェア州最高裁判所は、会社の取締役が取引の双方に立つ場合、取締役は取引について、最大の誠実(utmost good faith)と最も慎重な公正さ(utmost scrupulous inherent)を証明しなければならないとした。その上で、締め出しによる合併は完全な公正基準

2. 株式公開買付と(略式)合併を組み合わせる方式

従来から用いられているもう一つの手法は、少数派株主に対して直接株式公開買付(TOB)を提案する手法である。支配株主が株式公開買付(TOB)を行うことを公表し、90%の議決権を得るように努める。デラウェア州法によって会社が合併する場合、当事者となる会社の取締役会が合併計画を承認したうえで、株主総会において、議決権の過半数の賛成を得る必要がある(デラウェア州一般会社法251条C項)。典型的には、買収対象会社の取締役は、独立した特別委員会(SC)を設置し、取引についての評価、支配株主との交渉、少数派株主に対して証券取引法規則14D-9項による勧奨、すなわち、公開買付に対して受諾するか、拒絶するか、どちらの立場もとることはできないかについての意見表明を行う。支配株主が90%の議決権を取得できた場合、略式合併を行う。この略式合併においては、公開買付に応じなかった残存株主を排除するための株主総会は、

(entire fairness rule)によらなければならないとし、これは、公正な取引(fair dealing)と公正な価格(fair price)をその内容とするとした。公正な取引(fair dealing)であったかについては、取引の時期、誰が主導で、どのような構造の取引を、どのような交渉の経緯で行ったか、取締役への情報開示、取締役と株主による承認がどのようにして得られたか等の事情によって判断され、公正な価格(fair price)であったかについては、経済学的、ファイナンスの理論の観点から判断され、そこでは、会社の資産価値、市場価値、収益、将来の収益予想、その他、会社の株価の本来的な価値に影響を及ぼす全ての要素が考慮されるとした。なお、最高裁は最後の部分で簡単にSinger判決を変更し事業目的基準を廃止することを述べている。また、最高裁は、傍論として、仮にUOP社が社外取締役からなる特別委員会を設けて、独立当事者間による取引(arm's length transaction)をSignal社との間で行っていた場合には、結論は全く異なっていただろうと述べた。結論としては、合併の状況と少数株主への価格を公正であるとした衡平裁判所の判決を破棄して差戻した。

決議の結果が既に明らかであるので、必要とされない(デラウェア一般会社法253条)¹⁵⁾。

3. 米国 (デラウェア州) の判例理論の推移

デラウェア州法では、取締役は、デラウェア州の会社を経営し指揮し、裁判上の行為をする権限を有する。このような取締役の権限に対して、取締役は会社と株主に対して、注意義務 (duty of care) と忠実義務 (duty of loyalty) をその重要な構成要素とする信託義務 (fiducially duty) を負う¹⁶⁾。一般的に、注意義務 (duty of care) は、重大な決定をする場合、その決定に先立って十分な情報収集を行わなければならない義務をいうものとされる。これに対して、忠実義務 (duty of loyalty) とは、取締役が会社と株主の最善の利益のために行動し、取締役の利益を優先させてはならない義務をいう¹⁷⁾。注意義務 (duty of care) と忠実義務 (duty of loyalty) の関係について、一般的に注意義務 (duty of care) よりも忠実義務 (duty of loyalty) の方が株主または会社の利益を保護する

という観点からは重要な義務であると捉えられており、利益相反取引の際に用いられるのは忠実義務 (duty of loyalty) である。

これらの取締役の義務違反を決定する際の基本的な判断基準は、もっとも厳しい基準である「完全な公正基準」(entire fairness rule) であり、もっとも緩やかな基準は経営判断原則 (business judgment rule) であるとされる。そして、その中間的な基準として、株主に対し「合理的に入手しうる最高価格」(the highest price reasonably available to stockholders) を提供するレブロン義務 (Revlon rule) が存在する¹⁸⁾。

一般に、利益相反の問題は、取締役という代理人を利用することから不可避免的に派生する構造的かつ深刻な問題であり、取締役の義務が注意義務 (duty of care) で足りるのか、忠実義務 (duty of loyalty) の問題としてとらえられるかによって、裁判所の判断も分かれてくる。すなわち、利益相反のない場合には、取締役は信頼できることから、基本的に、注意義務 (duty of care) を充足してい

13) Kahn v. Lynch Communications System, Inc., 638 A.2d 1110 (Del.1994).

Lynch社の43.3%の株式を有し、過半数の取締役を派遣していたAlcatel社はLynch社と交付金合併を行うことにより少数派株主の締め出しを行おうとした。これにたいし、Lynch社はWeinberger判決に従い、社外取締役からなる独立委員会を設置し、Alcatel社との交渉に当たさせた。Alcatel社は、Lynch社の独立委員会の反対にあい、一株あたりの価格を14ドルから15.5ドルへと徐々に引き上げた。しかし、いずれもLynch社の独立委員会により拒否された。そこで、Alcatel社は15.5ドルの条件による合併の承認が出来ないのであれば、非友好的な公開買付けを行う旨の通告を行った。Lynch社の独立委員会はこの要求に屈したが、Lynch社の株主であるKahnが、Alcatel社の少数派株主に対する信託義務違反を理由として、合併の差止め訴訟を提起した。デラウェア州最高裁判所は、支配株主による特別委員会に対する圧力はあったものの、少数株主の意思決定に重大な影響を及ぼすものではない。拒否権を有する特別委員会による合併の承認、または少数派株主の過半数の承認が合併の条件とされ、

実際に承認がなされ独立当事者間取引と同様の状況が作出された場合、完全な公正基準 (entire fairness rule) が適用されるが、その立証責任は取締役から株主へと転換されるとした。

14) この他、支配株主による株式の併合、資産の買収の手続によることもある。
See Guhan Suramanian, Post-Siliconix Freeze-Out: Theory and Evidence, The Journal of Legal Studies, vol 36, The University of Chicago (January, 2007) pp2-3.

15) See Id at 3

16) See Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989).

17) See Irwin Warren & Bradley Aronstam, Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review For Assisting Director Conduct in M&A Transaction, Weil, Gosthal & Manges LLP New York, The Canadian Institute (2007) pp2-3.

18) 水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務・2010年) 45~50。

たかのみが問題とされ、取締役の判断が尊重され経営判断原則 (business judgment rule) を適用し、司法は積極的に介入しないという姿勢をとる。一方で、利益相反のある場合には、会社および株主の最大化に向けて努力していないおそれが高いため、忠実義務(duty of loyalty)の問題として、司法が積極的に介入し、その際の実行役の行為準則については完全な公正基準(entire fairness rule)によって審査する¹⁹⁾。

キャッシュ・アウトは、デラウェア州裁判所において、支配株主が買い手(buyer)となり、一般的に売り手(seller)の取締役会を支配するため、自己取引的な構造をもつ。そのため厳格な基準である完全な公正基準(EFR)によって審査されるのが原則である。

特別委員会(SC)の設置や少数派株主の過半数の同意を必要とする条件(MOM条件)といった手続的保護が踏まれていたとしても、完全な公正基準(EFR)による立証責任を被告側から原告側

に転換するものにすぎないとされていた²⁰⁾。また、完全な公正基準(EFR)の適用が認められるほどの強い利益相反関係が存在しない場合においても、会社の売却または会社支配権の移転を発動要件として経営判断原則よりも厳格な中間審査基準であるレブロン基準(Revlon rule)が適用されることが²¹⁾、1986年のレブロン判決以来、判例法理として確立されていた²¹⁾。しかし、2001年6月、デラウェア衡平裁判所は、Siliconix Inc. Shareholders Litigation判決²²⁾において、「公開買付が実際に強圧性を有していたこと、または、重大な情報開示義務違反があったこと」が示されない限りキャッシュ・アウトを伴う株式公開買付には完全な公正基準は適用されず経営判断原則(BJR)によるものとした。この判決において、裁判所は、州議会は、合併契約に関しては買収対象会社の取締役に対しては、義務を課しているが、公開買付の対象となる会社の取締役については義務を課していないことを強調した。

19) 前掲注8神谷=熊木)45~46頁。

20) See Id 14 at 3. Kahn v Lynch Communications System, Inc., 638 A. 2d 1110 (Del. 1994)。

21) See Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)。
レブロン義務の詳細については、
前掲註8白井(4)(5)1540~1618頁、1830~1898頁参照。

22) In re siliconix Inc. S'holders Litig., 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001)。
シリコニクス判決に関する邦語の文献として、
小松卓也「公開買付けを用いた支配株主による
従属会社の統合」商事法務1642号(2002年)66頁。
ナスダックに上場しているSiliconix社の株式の80.4%の
持ち分を有するVishray社は、株式交換による公開買付の
募集を行った。これに対して、Siliconix社の株主は、
同社の取締役及び親会社であるVishay社が
少数派株主に対する信託義務(fiducially duty)に
違反していることを理由に、公開買付の予備的差止めを
求めた。これについてデラウェア州最高裁判所は
以下のように判示した。原告である少数派株主は、
本件公開買付は完全な公正基準(entire fairness rule)に
よって、裁判所が事後的に審査すべきであると主張している。
しかし、買付に応ずるか否かは株主の判断であり、

応じなくとも買付成立後も対象会社の株主であり続けられる。
また、合併の場合は、吸収される会社は合併契約を結ぶが、
公開買付の場合には、対象会社はそれに対応する会社の
決定に直面しない。実際の公開買付の対象は
会社ないしその取締役ではなく株主である。
州議会は、合併契約に関しては義務を課しているが
(デラウェア州一般会社法251条)、
公開買付の対象となる会社の取締役については
義務を課していない。すなわち、本件は、
株主間の取引であるという違いを強調した上、
株主に対する強圧性または情報開示に対する
違反がなければ完全な公正基準(entire fairness rule)は
排除され、経営判断の原則(business judgment rule)を
適用すべきであるとした。

23) Glassman v. Unocal Exploration Corp.
777 A. 2d 242 (Del. Supr., 2001)。
Unocal Exploration社の約96%の株式の持分を
所有するUnocal社が、少数株主の締め出しを目的として
略式組織合併を行う旨を公表した。
Unocal Exploration社は、独立委員会を設置し、
合併条件等についてUnocal社との間で交渉を行った。
しかし、Unocal Exploration社の株主であるGlassmanは、
Unocal社およびその取締役に対し、対価が公正ではなく、
完全な情報開示を行っていないことを理由として、

Siliconix判決からちょうど一月後、Glassman v. Unocal Exploration Corp判決²³⁾において、デラウェア最高裁判所は、略式合併もまた完全な公正基準(EFR)が適用されず経営判断原則(BJR)によるものと判示した。これらの判決を合わせて読むと、Siloconix判決とGlassman判決では株式公開買付と(略式)合併を組み合わせる方式を用いて、株式公開買付を行いキャッシュ・アウトする場合には、支配株主は完全な公正基準(EFR)の適用を避けることができることになる。結果として、デラウェア州の裁判所は、実際には、少数派株主の排除という同じ結果をもたらす二つの取引形態(法定合併による方式、株式公開買付と(略式)合併を組み合わせる方式)について異なる審査基準を許容していることになる²⁴⁾。Siliconix判決およびGlassman判決の一年後、デラウェア衡平裁判所は、Pure Resource判決²⁵⁾において、株式公開買付は強圧性を有するものではなく、それゆえ、Siliconixの基準が適用されるとした。ただし、①

公開買付に関して、少数株主の過半数の応募を得なければならず、②支配株主が90%以上の株式を取得した場合、即座に公開買付価格と同額で、デラウェア一般会社法253条に規定される略式合併を開始することを約束すること、③支配株主が特別委員会との交渉において「報告の脅し(retributive threats)」がある場合は除くとしている²⁶⁾。これらの三つの要件を付加することにより、デラウェア裁判所は、経営判断原則の適用を維持しつつも審査基準の揺り戻しをはかった²⁷⁾。

4. デラウェア州の法理論に対する評価

このような判例理論に対し、実務家の間では、デラウェア裁判所の態度は少数派株主を不当な対価で締め出すことになるという意見が支配的であった²⁸⁾。これに対して、学界においては司法の判断基準と政策論に分けた上で、以下のような見解が主張された²⁹⁾。

損害賠償請求を求めた。デラウェア州最高裁判所は、略式合併について規定したデラウェア州一般会社法253条は、90%以上他の会社の株主を所有している者に対して一方的な意思表示で略式合併を行うことができる旨を規定している。そのため、「完全な公正基準」における「公正な取引」は要求されない。このような場合、原則として経営判断原則が適用され株式公開請求権によって原告は救済されるべきことを示した。

24) See Subramanian Id 14 at 4.

25) In re Pure Resource, 808 A.2d at 445. Pure Resource社の株式の65.4%を保有するUnocal社が、少数派株主の締め出しを行うために、残りの全株式についてPure Resource社の株式一株につきUnocal社の株式0.6527株の割合で交換するという条件で公開買付を行おうとしたところ、少数派株主が取引の不正を理由に訴えを提起した。デラウェア州衡平裁判所は、公開買付けによる場合は、公開買付けが強圧的でない限り「完全な公正」基準に服さない。すなわち、少数派株主の過半数が公開買付に賛成することを公開買付の放棄不可能な条件とすること、支配株主が、公開買付によって、90%以上の株式を取得することとなった場合には、すみやかに公開買付と同額の価格をもって略式合併を開始することを約束すること、支配株主が、少数株主が公開買付けに

応じない場合報復するといった「報復の脅し」をしていないことの三要件がすべて満たされる場合は公開買付けが強圧的でないので「完全な公正」基準は適用されないとした。ピュア・リソースに関する邦語の文献として、石川耕治=チャールズ・M・ネーサン「公開買付に関する新たな指針—デラウェア州衡平裁判所Pure Resource, Inc.事件—」国際商事法務31巻1号(2003)31頁。

26) See Subramanian Id 14 at 4.

27) 経営判断原則の要件の厳格化によりレブロン義務に近づいてきたとする見解もある。前掲註8白井(5)(6)(7)1830~1898頁、2677~2577頁、258~330頁参照。

28) See Subramanian Id 14 at 5.

29) See Guhan Suramanian, Post-Siliconix Freeze-Out: Theory, Evidence, Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series, Barkley Programs in Law and Economics (April, 2004). 法理論の整理について原則としてSubramanian教授に従った。米国におけるスクイーズ・アウトをめぐる議論に関する詳しい解説として、西本強「フリーズ・アウトに関するデラウェア州法上の問題点〔Ⅲ・完〕」商事法務1796号(2007年)42頁以下参照。

(1) 現行の判例理論を支持する見解

Pritchard³⁰⁾ およびAbramczyk³¹⁾ は以下の理由から、現行の判例理論を支持する。すなわち、合併の場合は自己取引類似の性格を有するが、株式公開買付は自己取引類似の性格を有しない、Pure resource事件によって確立された3要件により株式公開買付のもつ株主に対する強圧性は相当程度緩和されている、対象会社は支配株主の株式公開買付に対して、特別委員会(SC)を設置することができるが、特別委員会(SC)は強大な市場取引能力を有しており、裁判所が完全な公正基準によって審査する以前に、既に十分な交渉が行われているというものである³²⁾。

(2) 完全な公正基準を株式公開買付にも

適用すべきとする見解

Resnick³³⁾は、キャッシュ・アウトを伴う株式公開買付についても、完全な公正基準が適用されるべきとの見解を主張した。この見解は、組織再編においては、取締役等経営者と支配株主の地位が一致するため、支配株主と少数派株主との間の情報の非対称性が生ずる。そのため、少数株主は対価が十分であるかどうかに関わらず、情報を十分に入手することが出来ないため、公開買付に依ってしまう危険性が存在する。また、キャッシュ・アウトはその構造上、自己取引類似の性質を有していることから、利益相反における際の審査基準である「完全な公正基準」によって株式公開買付についても判断すべきとすることを理由とする³⁴⁾。

(3) 折衷的な見解

Gilson&Gordon³⁵⁾は、合併による手法か、株式公開買付と略式合併を組み合わせる手法か取引形態に関わらず、①特別委員会(SC)が拒否権を有しており、②Siliconix判決の三要件を充たし

フリーズ・アウトが強圧性を有しない場合で、③特別委員会(SC)の承認が得られた場合、経営判断原則が適用される。逆に、これらの要件を充たさない場合、「完全な公正基準」に服するというものである。この見解の根拠は、株式公開買付(第一段階取引)、略式合併(第二段階取引)の双方に経営判断原則を適用する現行の基準では少数株主の保護が十分ではない。また、敵対的買収の文脈における対象会社の取締役の義務とフリーズ・アウトにおける取締役の義務との間の矛盾が解消できないというものである³⁶⁾。

Subramanianは、Gilson&Gordonの見解を踏まえた上で、スクイーズ・アウトの形態に関わらず、①独立委員会の承認があり、かつ、少数株主の過半数の承認を取引開始の条件とし、実際に承認を得られた場合、完全な公正基準によるものではなく、経営判断原則による。そして、②独立委員会または少数株主の過半数のうち、どちらか一方の承認が得られた場合には、完全な公正基準によって審査すべきであるが、立証責任は原告(スクイーズ・アウトされる株主)に転換されるとする。この見解の根拠は、全てのスクイーズ・アウトに対して完全な公正基準を適用すると、司法が取引について実体的な審理をしなければならないが、これは非現実的であり判例理論を新たに導入するための費用が判例理論の矛盾を解消するための費用を上回る。通常の特別委員会間(SC)の合併手続(arms-length-transaction)においては、①対象会社の取締役会の承認、②対象会社の株主総会の承認が必要となるが、フリーズ・アウトにおいては、①対象会社の独立委員会(SC)の承認、②少数株主の過半数の承認(MOM)が得られた場合は、自己取引的な性質は緩和されるので、通常の

30) See A.C. Pichard, Tender Offer by Controlling shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price, 1 Berkeley Bus. L.J. (2004) at 83.

31) See Jon E Abramczyk et al., Going-Private “Dilemma”?: Not in Delaware, Bus. Law. 1351(2003) at 58.

32) See Subramanian Id 29 at 4.

33) See Brain M. Resnick, Note, Recent Delaware Decisions May Prove To Be “Entirely Unfair” to Minority Shareholders in Parent Merger with Partially Owned Subsidiary,

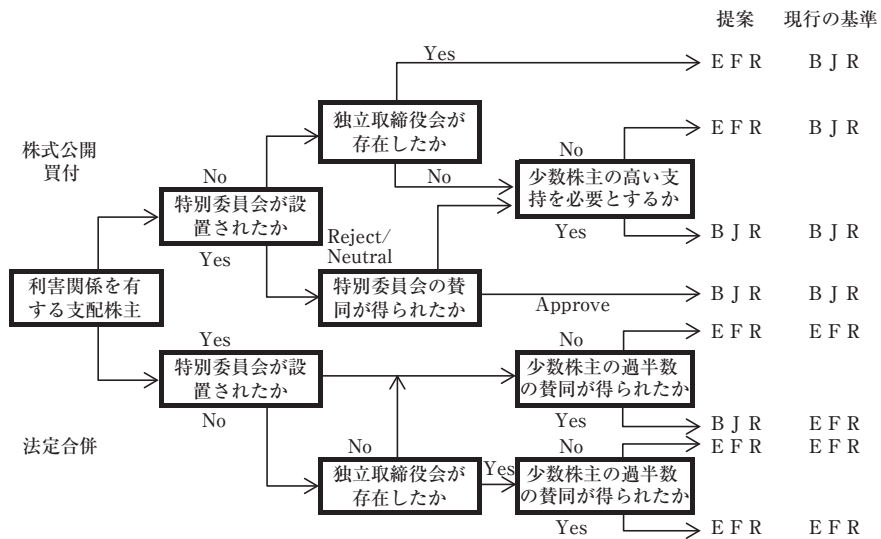


図1 Subramanian 教授の提案

合併手続き同様に経営判断原則による審査で足りるとするものである³⁷⁾。

5. 小括

以上、衡平裁判所の判例理論を簡潔に纏めれば、デラウェア州においては、合併 (negotiated merger) のみによってキャッシュ・アウトを行う場合、「公正な取引」(fair dealing) と「公正な価格」(fair price) を内容とする「完全な公正基準」(entire fairness rule) が適用される (Weinberger 判決)。一方で、株式公開買付と合併を組み合わせる方式で少数派株主の縮出しを行う場合、衡平裁判所の判例によれば、第一段階の株式公開買付についても「完全な公正基準」は原則適用されないこととされ (Siliconix 判決、Pure Resource 判決)、第二段階取引である略式合併においても、

完全な公正基準は適用されず、少数派株主の救済手段としては株式買取請求権によるものであるとされる (Glassman 判決)。

このような衡平裁判所の判例理論に対しては、実務家からは、株式公開買付を伴う略式合併の手法を用いれば、不当な対価でキャッシュ・アウトを行うことができると批判がなされている。学界においては、①特別委員会 (SC) の交渉力を重視し、現行の判例理論に賛成する立場、②取引の利益相反的な構造等を考慮し、株式公開買付を伴うキャッシュ・アウトの二段階の取引の双方に、完全な公正基準を適用すべきとする立場、③訴訟経済という観点から、全ての取引に完全な公正基準を適用するのは現実的ではないという前提に立ちながら、組織再編の手法に関わらず、キャッシュ・アウトされる株主が、手続的な保護を与えられて

Colum. Bus. L. Rev. (2003) at 253-258.
See Subramanian Id 13 at 4.

34) See Subramanian Id 29 at 4.

35) Ronald J Gilson & Jeff. N. Gordon, Controlling,

Controlling Shareholders, U.Pa.L.R. 785 (2003) at 152.
See Subramanian Id 29 at 38.

36) See Subramanian Id 29 pp.38-39.

37) See Id.

いたかという観点から、完全な公正基準、経営判断原則のどちらを適用すべきか審査すべきとする立場に分けられる。

ただし、株式公開買付を伴うフリーズ・アウトについて、完全な公正基準が適用されないとする立場は、現時点では衡平裁判所レベルのものであり、最高裁判所によって確立されていない。したがって、審査基準は未だ流動的なものである。

IV わが国における忠実義務を巡る議論と組織再編の差止

以上、米国(デラウェア州)においては、取締役は会社と「株主」に対して、注意義務(duty of care)と忠実義務(duty of loyalty)をその重要な構成要素とする信託義務(fiducially duty)を負うことを前提として、取締役の株主に対する利益相反との関係で忠実義務について議論されてきた。しかし、わが国においては忠実義務に関して学界における理論上の対立はあったものの、実務においてはそれほど重要な問題として認識されてこなかったことが指摘されている。これは、株主と取締役の利益が対立する場面は限定されており、個別の条文で対応できる問題であると意識されてきたからではないかと先行研究で指摘されている³⁸⁾。

しかし、現行会社法の制定に伴い、MBOを始めとした組織再編における対価の柔軟化がはかれるようになり、正面から株主と取締役の利益が対立する場面が出てきた。このような状況において、わが国においても忠実義務について、米国デラウェア州と類似の解釈を行う見解が注目されるようになった。特に、我が国の組織再編の文脈にお

いては、取締役は「会社」に対して忠実義務を負うが、「株主」に対して忠実義務を負うという明文規定がないため、キャッシュ・アウトされる株主に対して「合理的に入手しうる最高価格」(the highest price reasonably available to stockholders)を実現するよう交渉するレプロン義務と類似の義務を取締役が負うかという観点から議論がなされてきた。組織再編の差止制度の文脈において、法令違反の「法令」に善管注意義務・忠実義務が含まれるかに関して解釈論上論点となっているが、このような議論が生じる背景を掘り起こすため、「1」では、組織再編との関連で問題となる我が国の善管注意義務・忠実義務に関する学説を簡単に整理する³⁹⁾。

1. わが国における忠実義務を巡る議論

(1) 伝統的な学説

伝統的な学説では、善管注意義務と忠実義務とは同内容の義務であることを前提とし、取締役がこれらの義務を負っているのは「会社」に対してであるとする。この見解は、会社法の規定上、取締役が忠実義務を負うべき対象は「株式会社」であるとされていることを論拠とする。最高裁も忠実義務について「商法245条ノ2〔現行会社法355条〕の規定は、善管注意義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまるのであって……通常の委任関係に伴う善管〔注意〕義務とは別個の、高度な義務を規定したものとは解することができない」とし、忠実義務を善管注意義務の一部と位置づける立場をとる⁴⁰⁾。

この見解を採用した場合、取締役の善管注意義務・忠実義務は株主に対しては直接向けられ

38) 前掲註8神谷=熊木)45頁。

39) 近年の忠実義務に関する学説の詳しい整理としては、太田洋=矢野正紘「対抗的買取提案を受けた対象会社取締役はいかに行動すべきか——わが国会社法とレプロン「義務」——」岩倉正和=太田洋編筆『M&A法務の最先端』商事法務(2010年)37頁以下参考。

40) 最高裁大法廷判決昭和45年6月24日(八幡製鉄事件)判決。

41) 落合誠一「新会社法講義 第5回 第2章 株式会社法の基本的特色(2)」法学教室311号(2006)30頁。

42) 落合誠一「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討—」岩村正彦ほか編『岩波講座 現代の法7企業と法』岩波書店(1998年)5頁。

ていないことになる。とすれば、取締役は、善管注意義務・忠実義務の内容として、キャッシュ・アウトされる株主に対し、「最善の価格」が実現されるように交渉すべき義務までを負わないと考えられる。

(2) 株主利益最大化原則を採用する説

このような伝統的な見解に対して、会社が債務超過でない場合においては⁴¹⁾、経営者は株主の利益を他の会社関係者の利益に優先させてその最大化を目指した経営決定を行う法的義務を負うとする見解がある⁴²⁾。この見解は、忠実義務に関して、株主とステークホルダーの利益が対立したときにどちらを優先させるべきかという問題意識から出発する⁴³⁾。その上で、誰に経営決定権を任せるのが会社利益の最大化に資するかという観点で考察を行い、剰余権の最大化にインセンティブを有している株主が最適であるとの結論をとる⁴⁴⁾。文言解釈上の根拠としては、①旧商法下では、会社は営利を目的とする法人とされ(旧商法52条)、会社の目的は利益をあげて株主に分配することにあるが、この解釈は現行会社法においても当てはまる。また、②忠実義務(会社法355条)の規定は、取締役は「会社」に対して義務を負うとするが、会社の目的は株主利益の最大化であるから、「会社」は株主を意味すると解釈できることを理由とする⁴⁵⁾。ただし、ここでいう「株主」とは、個々の具体的な株主ではなく、会社関係者の一員であるグループとしての株主を指す⁴⁶⁾。この点において(3)で紹介する学説とは異なる。

この説を採用した場合、会社における「株主の剰余部分」の最大化を通じて「グループ全体としての株主」の利益を最大化することが取締役の忠実

義務の内容であるため、組織再編においての取締役の行動準則としては「株主の剰余部分」の最大化が、株主が受領する買収対価の最大化よりも優先されるべきことになる。とすれば、組織再編に関して、会社が債務超過にある場合を除いて、取締役はステークホルダーの利益よりも株主の利益を尊重すべきであり、支配株主と買収対象会社の株主の利益が相反する場合、取締役がどのように行動すべきかについても、あくまで「株主の剰余部分」の最大化の達成のために取締役が適切な行動をとったか否かといった観点から忠実義務違反か否かについて判断されるものと思われる。

(3) 個々の株主に対しても忠実義務を負うとする説

この見解は、(2)の説と同様の理由で、取締役は株主および会社に対して、その利益を最大化する義務を負っているとする⁴⁷⁾。その上で、更に、会社に支配株主と少数株主がいる場合は、取締役は少数株主に対しても義務を負うとするものである⁴⁸⁾。この見解の実質的な理由は、会社の支配権を掌握している株主(支配株主)がいる場合は、通常支配株主は会社の利益を増大させることにより、自身の利益を増大させる手法をとるが、一部、キャッシュ・アウトの場合に見られるように、少数株主から富の移転を図る手段に訴えることで、自らの利益を増大させる場合が考えられる。そのため、支配株主となる取締役は、少数株主に対しても、富の移転を防止する義務を負っているというものである⁴⁹⁾。文言解釈上の根拠については、取締役は、法令を遵守し職務を遂行する忠実義務を負うが(355条)、ここでいう法令には会社法109条の株主平等原則も含まれる。109条1項の主語は「株式会社」であるが、株式会社の意思決定や業

43) 落合誠一「敵対的買収における株主とステークホルダー利益の対立問題」経営戦略研究7巻(2006年)11頁。

44) 前掲註落合)12～14頁。

45) 前掲註落合)13～15頁。

46) 前掲註42落合)24頁。

47) 玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任——少数株主の掃出を中心に」布井千博ほか編『会社法・金融法の新展開 川村正行先生退職記念論文集』中央経済社(2009年)302～303頁。

48) 前掲註玉井)303頁。

49) 前掲註玉井)303頁～304頁。

務を行うのは取締役であるので、取締役に対する義務も定めていると解することができる⁵⁰⁾。また、株主平等原則は単に比例的な平等を定めたものではなく、資本多数決の濫用から少数株主を保護する正義・衡平の機能があると現行会社法が制定される前から言われてきた⁵¹⁾。このことを斟酌するなら、109条1項の「数に応じて」とは単に持分に応じて比例的な取扱いを求めているのではなく、支配株主がいる場合は、その保有する株式の「数に応じて性質の異なる」株主として、支配株主と少数株主を平等に取り扱わなければならないと解釈できるとするものである⁵²⁾。

この説を採用した場合、取締役の義務は「個々の株主」に対して直接向けられていると解するので、組織再編時において、取締役は忠実義務の一環として、個別の株主にとって最善の利益を追求すべき義務、すなわちレブロン義務と類似の義務を負うとの結論に繋がるものと思われる。

(4) 小括

以上から、法令に善管注意義務・忠実義務が含まれると解釈した場合、近年の学説を採用した場合、組織再編によってキャッシュ・アウトされる株主の受け取る対価が不当であれば忠実義務違反として法令違反が認められる可能性が出てくる。なお、平時における敵対的買収策としての新株予約権の発行について争われたニレコ事件高裁決定も「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使（註・新株予約権の発行）にあたって、株主にいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される」と述べ、取締役は株主に対しレブロン義務類似の義務を負うとも解釈できる表現を用いている⁵³⁾。そのため、組織再編の差止との関係においても法

令違反の「法令」に善管注意義務・忠実義務が含まれるかが重要な論点となってくる。

2. 組織再編の差止め制度の「法令」違反に忠実義務違反は含まれるか

組織再編の差止めは、そもそも組織再編においてキャッシュ・アウトされる少数株主の保護が不十分であるとの認識から設置が検討された制度である。しかし、米国において取締役の株主に対する利益相反行為との関連で問題になる忠実義務(duty of care)に対応する、わが国の忠実義務(会社法355条)が、そもそも本制度の「法令」には含まれるかに関して議論がある。この議論の前提として、まず組織再編差止制度の条文構造を他の差止制度の条文と比較して確認する。

(1) 組織再編等の差止請求制度の条文構造

会社法360条に規定する、取締役の違法行為の差止め請求に関しては、「法令・定款」違反を要件としているが、「法令」には、善管注意義務・忠実義務違反が含まれると解されている⁵⁴⁾。つまり、「会社」に「著しい損害が生じるおそれ」があれば、価格の当・不当の問題についても取締役の違法行為の差止請求が認められる余地がある。一方で、略式組織再編の差止を規定する784条2項、796条2項については、キャッシュ・アウトされる株主の対価が不当である場合にも差止を許容している(784条2項2号・796条2項2号)。組織再編の差止制度は784条を参考に要件を構築されたと説明されるが⁵⁵⁾、同条の2号の要件に該当する文言は見られない。また、要綱の文言を見た限りにおいて、略式組織再編の差止制度というよりもむしろ、募集株式の発行等についての差止請求制度(210条)の差止事由から、同条2号の「著しく不公正な

50) 前掲註玉井)307頁。

51) 前掲註玉井)305頁。(判例)

52) 前掲註玉井)306頁。

53) 東京高決平成17年6月15日判時1900号156頁。

54) 落合誠一編『会社法コンメンタール8——機関(2)』商事法務(2009年)132頁〔岩原紳作〕。

55) 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔V〕」商事法務1979号(2012年)8～9頁。

56) 太田洋＝安田桂大「組織再編等の差止請求制度と

方法により行なわれる場合」を除いて構築されたのではないかと先行研究で指摘されている⁵⁶⁾。以上から、略式組織再編の差止制度、あるいは募集株式の発行等の差止制度のどちらを参考に組織再編の差止制度が構築されたかに関わらず、組織再編の差止が認められるのは、①「法令または定款に違反する場合」で、②「株主が不利益を受けるおそれがあるとき」に限って株主は差止請求権を行使できるとされ、「対価の当・不当について争う」ための条項は要項に記載されなかったことになる。とすれば、「法令」違反の解釈によってのみ、キャッシュ・アウトされる株主の対価の当・不当を問題に組織再編の差止が認められる余地があるかが決まることとなる。

(2)「法令」違反の解釈をめぐる議論

法令に善管注意義務・忠実義務が含まれると解する余地はないかについて、法制審議会第14回会議において、委員の1人から「法令」には善管注意義務違反も入るとすると、「価格の問題も当然入りうること」になるが、「手続きに絞るのか、あるいは価格の当・不当までも対象としてこういう制度を設けるべきか」明示すべきであると主張された⁵⁷⁾。この見解の根拠は、組織再編の差止は、実際には、仮処分命令の申立て争われるため、短期間での審査を求められることが予想さる。組織再編の対価の当・不当といった実体的な問題について、短期間で裁判所が審理を行うのは極めて困難であることを理由とする⁵⁸⁾。この意見は、株式公開買付を伴うキャッシュ・アウトの全てについて、完全な公正基準を採用すると、価格の当・不当の問題について実体的な審理をせねばならないため、訴訟経済という観点から経営判断原則を採用し、市場の論理に委ねてきた米国（デラウェア州）の判例

理論とも共通する市場と司法の役割分担という潜在的な問題意識が存在すると思われる。

これに対して関係官からは「価格の当・不当は、この（参考資料2参照）で書いてある方で読むのが普通の考え方」しかし「価格の当・不当を除くということは条文には書けない」「補足説明で書かせて頂くことは検討の余地はある」との発言がなされている⁵⁹⁾。最終的に出来上がった要綱には、「価格の当・不当を除く」旨の明文が書かれていない（参考資料3参照）。

【参考資料2】会社法制の見直しに関する中間試案のたたき台(2)⁶⁰⁾

組織再編の差止請求

略式組織再編のほか、組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合を除く。）についても、株主が当該組織再編をやめることを請求することができる旨の明文の規定を設けるかどうかについては、次のいずれかの案によるものとする。

【A案】当該組織再編が法令又は定款に違反する場合であって、消滅株式会社等の株主が不利益を受けるおそれがあるときは、消滅株式会社等の株主は、消滅株式会社に対し、当該組織再編をやめることを請求することができるものとする。存続株式会社等についても、同様の規律を設けるものとする。

（注1）上記に加え、特別の利害関係を有する者が議決権を行使することにより、当該組織再編に関して著しく不当な株主総会決議がなされ、又はされるおそれがある場合であって、株主が不利益を受けるおそれがあるときに、株主が当該組織再編をやめることを請求することができるものとするかどうかについては、なお検討する。

（注2）全部取得条項付種類株式の取得、株式の併合及び事業譲渡等についても、同様の規律を設けるものとする。

【B案】差止請求に係る明文の規定は、設けないものとする。

その論点」商事法務1988号(2013年)16頁。

57)「第14回議事録」33頁〔鹿子木委員発言〕。

58)会社法制部会第7回会議議事録49頁
〔鹿子木委員発言〕、同部会12回会議議事録36頁
〔鹿子木委員発言〕。

59)「第14回議事録」33頁〔坂本幹事発言〕。

60)「会社法制部会資料15」10頁。
本資料は第14回の議事で用いられた。

組織再編の差止請求

次に掲げる行為が法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、当該行為をやめることを請求することができるものとする。

- ① 全部取得条項付種類株式の取得
- ② 株式の併合
- ③ 略式組織再編以外の組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合を除く。）

（注）略式組織再編の差止請求（第784条第2項及び第796条第2項）については、現行法の規律を維持するものとする。

(3) 小括

法制審議会の議論は、要綱の組織再編等の差止制度についての解釈についてもあてはまり、実務においての運用の指針となると思われる。立法経緯を斟酌するなら、組織再編の差止制度における「法令」には善管注意義務・忠実義務は含まれないと解釈すべきであろう。米国（デラウェア州）同様、組織再編の差止という場面において、法令違反の「法令」に善管注意義務・忠実義務が含まれると解釈することは、訴訟経済という観点から困難が予想されるからである。

V 著しく不当な対価で キャッシュ・アウトされる株主が 改正会社法で組織再編の差止を 争う手段

以上のように、キャッシュ・アウトされる株主の対価が著しく不当な場合という明文の規定が外さ

れることとなり、また法制審議会においても法令違反の「法令」の要件には善管注意義務・忠実義務は含まれないと法務省民事局参事官室から明示されていることから、価格の当・不当を理由として組織再編の差止制度を用いて締め出される株主を救済するのは困難であると思われる。では、善管注意義務・忠実義務以外を理由とする「法令」違反として、著しく不合理な組織再編から株主を保護する手段としてどのようなものが考えられるか、以下で検討する。

1. 株式公開買付と金融商品取引法の開示規制

デラウェア衡平裁判所は、シリコンクス判決において、「公開買付が実際に強圧性を有していたこと、または、重大な情報開示義務違反があったこと」が示されない限りキャッシュ・アウトを伴う株式公開買付には完全な公正基準は適用されないとした。これは、手続的側面が充足されていれば、一定程度、価格の当・不当の問題についても担保されたものと捉えているからであると思われる。

わが国においては、一般的に、株式公開買付（TOB＝第一段階取引）と組織再編のための株主総会決議（全部取得条項付種類株式の取得、株式交換等の決議＝第二段階取引）を組み合わせることによって組織再編を伴う株主の締め出しが行われるが、株式公開買付（第一段階取引）を争う手段として取締役の違法行為の差止請求を求めることが考えられる。取締役の違法行為の差止には、①6箇月（これを下回る期間を定款で定めたときは、その期間）前から引き続き株式を有する株主であること、②取締役が会社の目的の範囲外の行為その他法令もしくは定款に違反する行為をし、またはこれらの行為をするおそれがある場合であ

61)「会社法制部会資料27」24頁。

ること、③その行為によって会社に著しい損害（監査役設置会社または委員会設置会社においては、「回復することができない損害」）が生じるおそれがあることが必要である。

②の法令・定款違反の要件に関して、株式公開買付そのものは違法ではない。しかし、株主に対する適切な開示を怠った状況で株式公開買付を行った場合は、株式公開買付自体が違法なものであると評価できるように思われる。金融商品取引法は、公開買付をされる株券等の発行者は、公開買付開始公告が行われた日から10営業日以内に、当該公開買付に関する意見等、所定の事項を記載した意見表明報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない旨規定している（27条の10）。株式公開買付に対する金融商品取引法の規制目的の一つとして、公開買付に応じるか否かについて投資家が適切な判断を行うことができる機会を確保することが挙げられる⁶²⁾。すなわち、この規定は、株式公開買付の手続き的な保証を担保するものであるが、実質的にはキャッシュ・アウトされる株主が受け取る対価の当・不当の問題について配慮して設けられたものであると解される。意見表明報告書の様式の記載上の注意には、公開買付等に関する意見表明にあたって、意見の内容として「公開買付に応募することを勧める」、「公開買付に応募しないことを勧める」、「意見の表明を留保する」という文が例として挙げられている。また、開示資料は、公開買付に応募するか否かを選択すべき立場にある株主の立場を十分に考慮したうえ、意見の内容に加えて、わかりやすく具体的に意見の根拠及び理由を述べ、株主の株式公開買付の応募の是非を判断するための的確な情報を提供すべき旨が記されている。とすれば、例えば、取締役

等が市場に出ていない情報を隠したまま意見表明報告書を作成し、株主に対して公開買付に応募するよう勧めた場合には、合理的な根拠に基づいて株主に対して情報を開示したことにはならないので、金融商品取引法に違反し、「法令」違反の要件が充足される。しかし、キャッシュ・アウトされる株主の対価が不当であったことをもって、③会社に「著しい損害」または「回復することができない損害」を生じたといえるかについて、解釈上の困難が予想される。

2. 組織再編の差止の「法令違反」と金融商品取引法の開示規制

金融商品取引法・内閣府令において「組織再編成」とは、合併、会社分割、株式交換、および株式移転を指す（2条の2第1項・令2条）。これらの行為について証券取引法においてはかつて何らの情報開示も求められていなかった。しかし、組織再編も一種の投資行為であり、それに伴う有価証券の発行や交付も、募集や売出し同様に情報開示が必要であると考えられるようになったため⁶³⁾、金融商品取引法では、組織再編に伴って新たに有価証券が発行される場合で、一定の条件を満たしたもののについて、特定組織再編成発行手続を「募集」に、特定組織再編成交付手続を「売出し」に含め、有価証券の募集または売出しと同様の開示規制を及ぼしている（2条の2・4条1項本文）。発行者がこれらの手続を行うためには、組織再編用の様式により有価証券届出書を作成しなければならないが、この様式においては、①当該組織再編の概要・目的等、②当該組織再編成の当会社社の概要、③当該組織再編成の契約、割当ての内容およびその算定根拠、④当該組織再編成に

62) 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣・2010年）第2章第6節〔加藤貴仁〕248頁。

63) 前掲註62加藤）85頁。

関する手続き、⑤当該組織再編生対象会社の会社情報等の記載が要求される⁶⁴⁾。すなわち、会社法における組織再編の場面においても、一定の場合には、③において実質的にはキャッシュ・アウトされる株主が受け取る対価の当・不当の問題について配慮した手続きが設けられている。とすれば、「1」同様に、取締役等が市場に出ていない情報を隠ぺいし、虚偽の算定根拠に基づいて有価証券報告書を提出した場合、組織再編の差止の「法令違反」の要件を充足し、実質的に価格の当・不当の問題について手続違背を理由に差止を争う手段が考えられる。

3. 会社法の規定に基づかない差止請求

組織再編を承認する株主総会決議において、支配株主である取締役等経営者は特別な利害関係を有する者にあたる可能性があるが、議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がなされた場合は、株主は株主総会決議の取消の訴え(831条1項3号)を提起することができる。この株主総会決議を本案として民事保全法上の仮処分(民事保全法23条)の仮処分を認める有力説がある⁶⁵⁾。この見解に対しては、仮の地位を定める仮処分に関する民事保全法の解釈論として、実体法上の差止請求権が明確でなければ被保全権利の存在を否定し、そのような仮処分は却下すべきであるとの指摘がなされている⁶⁶⁾。

VI おわりに

本稿では、組織再編の理論について米国(デラウェア州)のキャッシュ・アウトをめぐる判例理論の変遷と議論を簡潔に整理することによって、改

正会社法によって導入される組織再編の差止制度についての運用について示唆を得た。その上で、わが国の組織再編の差止制度の法令には善管注意義務・忠実義務が含まれると解すべきか否かを検討し、法務省民事局参事官室の見解に従って、本制度には善管注意義務・忠実義務が含まれないと解釈した場合、価格の当・不当を争う株主が組織再編を争う手段について考察した。

キャッシュ・アウトにおける株主の保護の問題に関して、日米両国で共通して問題となっているのは、価格の当・不当について実体的な審理をするのは訴訟経済からいって合理的ではないとする現実的な意見がある一方で、それでも、不当な対価でキャッシュ・アウトされる株主の保護を図らねばならない要請があることである。米国においては、組織再編には構造的な利益相反が存在するため、厳格な審査基準である完全な公正基準を用いていたが、訴訟経済という現実から経営判断原則を用いて市場の原理に委ねる方向に判例理論は移行してきた。しかし、学界においては、手続き的保護が図られていない場合には完全な公正基準によって厳格に審査すべきであるとの主張がなされている。

わが国においても、2004年に商法典から会社法が独立し、組織再編の対価が柔軟化されることとなり、これまであまり意識されることのなかった取締役と株主の利益が真っ向から対立する場面の調整が求められるようになった。そこで、善管注意義務・忠実義務の内容をめぐる古くからの理論的な対立が再燃することとなった。米国同様に、取締役は株主に対してレブロン義務類似の義務を負うとした場合、訴訟経済という観点から困難が予想されるので、正面から検討することを避け、司

64) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門(第2版)』(商事法務・2011年)148頁。

65) 弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念論文集 企業法の理論 上巻』(商事法務・2007年)632-635頁。

66) 得津晶「民事保全法出でて会社法亡ぶ? ―会社法に明文なき組織再編差止制度の可能性」法律時報82巻12号(2010年)33頁。

法は手続的な側面に特化して審査するという方向で、市場との役割分担を図るというのも一つの方向性として考えられる。ただし、わが国における証券市場は米国と比較すると未発達な部分もある。組織再編の差止制度の導入を契機として、これまで以上に利益相反の問題とその背景にある忠実義務の議論が深められることが必要となると思われる。

Injunction Against Cash-Out Mergers at Unreasonably Low Share Prices

Masaki Fujita

On September 7, 2012, the Japanese Ministry of Justice's Legislative Council Subcommittee on the Companies Act put forth an "Outline regarding the revision of corporate legislation." The outline states the policy underlying the proposed revision of the Corporate Act as follows: "In light of the important social and economic roles that companies play, and from the understanding that companies need to gain further trust from a wide range of stakeholders, it is necessary to take a close look at issues such as corporate governance and rules regarding parent-subsidiary relationships." Specifically, given that the interests of minority shareholders may not be protected in a sufficient manner under the current legislation when they are cashed out in cases of mergers or acquisitions, the question of how corporate reorganization other than short-form reorganization can be prevented was high on the agenda.

Cashing out of minority shareholders typically occurs when a publicly traded company becomes a private concern as a result of such processes as management buy-out (MBO). Put differently, it occurs when the acquirer, which has launched a takeover bid and taken majority control of the acquired company, either 1) pays cash directly to minority shareholders, 2) carries out an exchange of stock resulting in the minority shareholders being left with odd-lot shares, or 3) revises its articles of incorporation

enabling itself to issue class shares and proceeds to issue class shares subject to wholly call. It has been pointed out, however, that there is a gap between the original aim of the legislation and the ways that actual cases of cash-out mergers are carried out due to the differences in tax treatments among such instances of mergers and acquisitions.

We can categorize the issues surrounding the cashing out of minority shareholders upon corporate reorganization into two patterns. One is that, regardless of whether the amount of cash received is appropriate or not, minority shareholders are deprived of their holdings against their will. The other is that minority shareholders can be pushed out in exchange for an inadequate amount of cash. Given such classifications, there are two possible approaches to address these issues: 1) to think of a way for minority shareholders to remain shareholders of the surviving company, protecting their right to continue their investment in the ongoing operations, and 2) to ensure that minority shareholders are given a fair amount of cash if they are to be cashed out. In the meantime, regarding corporate reorganization itself, while minority shareholders can resort to filing for the confirmation of nullity of a corporate organization (Companies Act Article 828) after such reorganization has taken effect, there is no written pre-reorganization legal protection for

minority shareholders except for filing for the suspension of short-form corporate reorganization (Companies Act Article 784-2 and Article 796-2). Under such circumstances, the outline regarding the revision of corporate legislature formally introduced a scheme where corporate reorganization other than short-form reorganization can be prevented. In this study, I will take a brief look at the changes in and the debates about the concepts behind the legal rulings regarding cash-out mergers in the State of Delaware, U.S.A., where there is already fair accumulation of discussions about corporate reorganization. By doing so, the study aims to obtain a certain level of insight into the prevention scheme of corporate reorganization to be introduced in the revised Companies Act and how it will be put into practice.