

# スクイーズアウトにおける 「事業目的基準」の有用性

大塚 章 男

- I. はじめに
- II. スクイーズアウトをめぐる最近の動向
- III. アメリカ会社法における事業目的基準の分析
- IV. スクイーズアウトに対する若干の私見（まとめに代えて）

## I. はじめに

会社法において、合併対価の柔軟化により、現金対価による合併（交付金合併“cash-out merger”）や三角合併が認められ、これにより、消滅会社の株主を引き継がず締め出す（squeeze-out）ことができる。また、略式組織再編行為が新設され、吸収合併においては、A会社がB会社の総株主の議決権の90%以上を有するとき、B会社において株主総会決議を要しないこととなった。したがって、公開買付で90%以上の議決権を取得できれば、上記の略式合併の手続を踏むことにより、被支配会社の総会決議を要せず、交付金合併を行って、被支配会社の少数株主を締め出すことができる。

スクイーズアウト<sup>1)</sup>（squeeze-out）とは、支配株主（controlling shareholders）が少数株主（minority shareholders）を会社から強制的に締め出すことをいう。その手法としては、米国では、合併、二段階合併（公開買付＋略式合併）、株式交換、株式併合、資産譲渡＋解散などがある。日本でもこの多くの採用が

可能であろう<sup>2)</sup>。また、スクイーズアウトが行われる場面としては、(二段階)合併、ゴーイング・プライベート（非公開化）、親子会社間の合併などがある<sup>3)</sup>。

スクイーズアウトを行う動機として、公開にともなう管理コスト高の回避<sup>4)</sup>、敵対的買収からの防衛<sup>5)</sup>、経営効率の改善などがあげられる。しかしながら、締め出される少数株主の利益はどのように保護されるべきかについてはまだ検討が十分なされていない。

## II. スクイーズアウトをめぐる最近の動向

### (1) 最近のスクイーズアウトの事案

スクイーズアウトの件数について特に調査した資料は見当たらないが、MBO（management buy-out）や100%子会社化の件数は10年前と比べ確実に

- 
- 1) フリーズアウト（freeze-out）とも言う。日米のスクイーズアウトに関する最近の主な著書・論文として以下がある。中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』（以下、「中東・企業結合」）（信山社、1999年）、柴田和史「現金交付合併と正当な営業上の目的の法理に関する一試論」（以下、「柴田・試論」）柴田和史＝野田博編『会社法の現代的課題』（法政大学出版局、2004年）、高橋衛「支配株主による少数株主の締め出しに関する考察（1）－公開買付と略式合併を用いた締め出しの場合を中心に－」北九州私立大学法政論集32巻4号27頁（2005年）、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ⅠⅡⅢ」商事法務1793号20頁、1794号44頁、1796号40頁（2007年）、野田博「企業買収・組織再編の法的手段－交付金合併導入を機縁とした議論の展開を中心に」法律時報79巻5号26頁（2007年）、笠原武朗「少数株主の締め出し」・片木晴彦「企業組織再編－対価の柔軟化と少数株主の保護－」森淳二郎＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2006年）。
  - 2) 会社法においては全部取得条項付種類株式制度を用いる方法もあるが、本稿の検討外とする。
  - 3) Brudney & Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 YALE L. J. 1354, 1356 (1978) [hereinafter cited as Brudney & Chirelstein, Restatement of Freezeouts].
  - 4) 法的コスト、上場コスト、会計コストなどに大別される。米国では、特にサーベンス＝オクスリー法の施行が管理コストを押し上げているとされる。
  - 5) 敵対的買収に対する究極の防御方法はgoing-privateであるとされる。

増加しており、特にMBOにおいて顕著なものがある<sup>6)</sup>。

MBOにおいて生じる問題点を一般に知らしめた事案として、焼肉店の「牛角」などを展開する株式会社レックス・ホールディングスが、2006年11月にMBOを実施し、非上場化したケースがある。同社はTOBを実施して92%の株式を保有するに至り<sup>7)</sup>、その後全部取得条項付種類株式を発行して完全子会社化を図った<sup>8)</sup>。

## (2) 最近の証券取引法の改正

証券取引法（金融商品取引法）、及びその施行令及び関係府令のうち、公開買付制度・大量保有報告制度の見直しに係る部分について2006年12月に改正が行われた<sup>9)</sup>。

改正点は多岐に及ぶが本稿の論点に関連する範囲に限れば、まず、買付後の所有割合が2/3以上の場合、全ての株式に対しTOBを行うことが条件とされた（全部勧誘義務<sup>10)</sup>。また、買付後の所有割合が2/3以上となる買付をする場合、公開買付者に応募株券等の全部の買付義務が課されることとなった（全部買付義務<sup>11)</sup>。これは、手残り株をかかえることになる零細な株主が著しく

---

6) MBOについて見れば、96年、97年は各1件、0件だったものが、02年から06年は、各42件（766）、34件（1669）、43件（418）、67件（2975）、80件（7017）となっている（括弧内は金額ベースで単位億円、億未満は切捨て）。MARR2007年6月号20頁参照。

7) 投資ファンドのアドバンテッジパートナーズが出資する投資子会社がTOB（株式公開買付）をするという形を取った。

8) 2005年12月期の決算短信が2度も訂正され、MBO実施の際の買付価格が意図的な業績下方修正等で不当に安く設定されたとして、一部個人投資家が公正な株式買取価格の決定を求め裁判となっている。

9) 最近の解説として、黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」法律のひろば2006年11月号19頁。内間裕＝森田多恵子「公開買付制度・大量保有報告制度の改正と実務への影響上中下」商事法務1790号20頁、1791号44頁、1792号12頁（2007年）。なお、2007年9月30日に金融商品取引法が施行されているが、本稿では、証券取引法として表示する。

10) 証取法27条の2第5項、施行令8条5項3号。

不安定な地位に置かれることが懸念され、これに対応する改正である<sup>12)</sup>。

### (3) MBOをめぐる議論

#### a 証券取引法の改正

対象会社の取締役はTOBの公開買付者でもある。経営陣は安く有利な条件で買付たいと望むが、一方、経営陣は企業価値（株価）を高める責務を負っている。MBOにおいては対象会社の取締役に構造的な利益相反の問題が存する。また、取締役と株主との間には情報の非対称性の問題もある。したがって、MBOにおいては買付価格につき第三者機関の評価が重要となる。

公開買付の開示に関する内閣府令（2006年12月施行）では、MBOや親会社による子会社株式の公開買付けの場合については、株主との関係において経営陣等の利益相反が問題となることがあり得ることから、買付価格の算定評価書を第三者から取り、それを踏まえて実際の算定をしている場合には、公開買付届出書に当該算定評価書の写しの添付を求めている<sup>13)</sup>。また、公開買付届出書に、買付価格の公正性を担保するための措置、公開買付に至った意思決定過程、利益相反を回避する措置を講じているとき（例えば社外取締役や特別委員会の関与）は、その具体的内容の各記載が求められている。

#### b 企業価値研究会によるMBO報告書

経産省の企業価値研究会は2005年5月に「企業価値報告書」を公表したが、これにはMBOの場面では、情報の非対称性が大きく、利益相反の問題が存することに加えて、買付価格の妥当性等について株主・投資家がインフォームド・ジャッジメントを行うことが難しい点が指摘されていた。さらに企業価値研究会は、2007年8月、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者

---

11) 証取法27条の13第4項、施行令14条の2の2。

12) 全部買付義務を認めたことにより、上場廃止をちらつかせて応募に追い込む強圧的公開買付が行われにくくなるという効果もある。

13) 証取法27条の3第2項、他社株府令13条1項8号。

による企業買収（MBO）に関する報告書<sup>14)</sup>を公表した。この報告書はMBOを対象としているが、MBOは公開買付＋スクイーズアウトにより100%株式取得を行うことを前提としており、この点に関する考察は本稿でも参考となる<sup>15)</sup>。

#### (4) 会社法上の議論と本稿の課題

単に合併条件が不公正であっても、承認決議の取消事由にあたらぬ限り、それは会社法上の合併無効原因とはならないというのが現在の多数説である。反対株主には株式買取請求権による救済があるだけである。

これに対し、少数株主を締め出すことを主要な目的として、現金対価合併を行う場合は、承認決議に決議取消原因があると通常は考えるべきであるとする見解がある<sup>16)</sup>。この見解は、特別決議によって少数株主を締め出す結果となる組織再編行為が認められるのは、その組織再編行為に「正当な事業上の目的」があるという以外には正当化できないとする<sup>17)</sup>。また、少数株主を排除する目的でペーパー・カンパニーを存続会社とし対象会社を消滅会社とする交付金合併を行う場合、合併目的の不当性を理由に合併無効を認めるべき事案があることは否定できず、このような事案では特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議として決議の瑕疵を理由に合併無効となる場合が少なくない、とする見解もある<sup>18)</sup>。これらの見解は、正当な事業目的の欠如が不当決議と

---

14) <http://www.meti.go.jp/press/20070802008/mbo.pdf>で入手可能である。

15) MBOにおける同報告書の議論は、親子会社間のスクイーズアウトにも基本的に妥当するとする。同21頁。

16) 弥永真生『リーガルマインド会社法（第10版）』382頁注8（有斐閣、2007年）。

17) 要綱試案段階で、少数株主の締め出しを可能とするような少数株主に対する売渡請求権を90%以上保有の株主に認める案が示されていた経緯を重視する。しかし、日本は、イギリス、ドイツ流の強制買取制度を採用せず、米国流の交付金合併を採用した、ともいえるのではないか（詳細は後述）。

18) 江頭憲次郎『株式会社法』786頁注(1)（有斐閣、2007年）。さらに、江頭憲次郎ほか「(座談会)『会社法制の現代化に関する要綱試案』をめぐって」商事法務1685号8頁、21頁〔江頭発言〕（2003年）。

して決議取消事由となるとする見解である。

この見解の妥当性を検証するためには、会社法 831 条 1 項 3 号の決議取消事由として事業目的の正当性を問うことの妥当性を、最低限、考察すべきことになる。本稿の目的の一つは、米国会社法の「事業目的基準（business purpose test）」を検討し、日本法に対する示唆を得ることにある。

### Ⅲ. アメリカ会社法における事業目的基準の分析

#### (1) 概観

##### a 日米の法制度の違い

アメリカにおいては、合併対価につき制限はなく、交付金合併や三角合併が多く行われてきており、また short-form merger が認められている。制度構築の点において、今回の改正により日本の会社法はアメリカにほぼ追いついたといえる。それでは、合併に反対する少数株主にはどのような救済方法が用意されているか。

日本法においては、違法又は不当な合併に異議を唱える株主に対し与えられた主な救済方法には、合併無効訴訟（828 条 1 項 7 号・8 号）、決議取消訴訟（831 条 1 項）、（反対株主の）株式買取請求（785 条、797 条等）、取締役に対する損害賠償請求（423 条）、略式合併につき差止請求（784 条 2 項、796 条 2 項）などが考えられる。これに対し、アメリカ会社法（すなわち多くの州の会社法）においては、衡平法上の救済方法として、合併差止め（injunction）、合併取消し（rescission）、損害賠償請求などが、また制定法上の救済として、株式買取請求<sup>19)</sup>（appraisal right）が認められている<sup>20)</sup>。

---

19) デラウェア州一般会社法 262 条、カリフォルニア州会社法 1201 条など。なお、模範事業会社法（“MBCA”）の認める appraisal rights の対象はデラウェア州のそれより広い。See MBCA §13.02(a).

20) See Cox & Hazen, Corporations, 593-98 (1997).

## b 信認義務の肯否

アメリカにおいては、支配株主<sup>21)</sup>が会社および少数株主に対して信認義務(fiduciary duty)を負うことは争いがない。会社の多数株主は、取締役や役員と同様に、会社および株主全員のための受認者の立場にあり、多数株主は少数株主に対して信認義務を負うとされる。取締役が信認義務を負うのなら、取締役会を支配しうる権限を有する支配株主が取締役と同等の信認義務を負うのもまた当然である<sup>22)</sup>。

連邦最高裁は、多数派は支配権を有するが、その権限を行使するときには、会社自身または役員および取締役と同様に、少数派に対して信認関係を有すると判示した<sup>23)</sup>。この判断はその後維持され、その後の連邦最高裁判決で、ダグラス判事は、「取締役が受認者であると同様に、支配株主または株主グループもまた受認者である」との有名な意見を示した<sup>24)</sup>。これはエージェンシー理論に裏打ちされた概念である<sup>25)</sup>。

以上の理論はデラウェア州においても同様に肯定されてきた。すなわち、支配株主は、取締役を選任し、会社に根本的変更をもたらす決議を成立させることによって、少数株主に重大な損害を加える可能性がある。このゆえに、一般

---

21) 支配株主 (controlling shareholders) は、議決権の過半数を有する場合の他、大規模公開会社においては、これに満たなくても、最大多数派であれば認められる。いずれにしても、支配株主であるか否かは、その信認義務の有無の局面で問題とされる。See Cox & Hazen, *supra* note 20, at 250-51. なお、水島治「会社間の支配従属関係の確定—デラウェア州における支配株主の画定を参考として—」桐蔭法学10巻2号1頁(2004年)。

22) この論点に関しては、青木英夫「支配株主の信認的義務(二・完)—イギリス法およびアメリカ法を中心として—コンツェルン関係における大株主の責任(10)-(2)-」独協法学38号1頁(1994年)参照。

23) See *Southern Pac. Co. v. Bogert*, 250 U. S. 483, 487-88 (1919).

24) *Pepper v. Litton*, 308 U. S. 295, 306 (1939).

25) 例えば、Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, 208-09 (2003). 支配株主は代位責任(vicarious liability)に基づき取締役の行為につき責任を負うものであり、その適用の際、取締役会の独立性が問われる、とする。See *Summa Corp. v. Trans World Airlines, Inc.*, 540 A.2d 403 (Del. 1988).

に、支配株主の行為は取締役の行為と同視され、支配株主は取締役と同様な信認義務に服する<sup>26)</sup>。

以上に対し、日本では、多数株主・支配株主に信認義務を認める見解は賛同を得るに至っていない<sup>27)</sup>。

## (2) デラウェア州の事業目的基準に関する判例法

### a 視点

スクイーズアウトにおいては、当該取引の目的、および当該取引の公正性<sup>28)</sup>の2つの要件が問題とされてきた。正当な事業目的を問う構成は、後述のように、デラウェア州ではSinger事件判決以降一時採用されたがその後放棄された<sup>29)</sup>。制定法の遵守とは別枠でこの正当な事業目的が要求されることになるが、正当な事業目的が要求されるのは、多数株主の信認義務に基づくものである。また、他のいくつかの州では、取引の公正性を精査する前提として正当な事業目的の存在の証明を求めている。なお、この事業目的基準は、合併場面に限定されるわけではなく、取締役側が支配権を維持するために新株を自己に発行する場合にも適用されてきた<sup>30)</sup>。

---

26) Zahn v. Transamerica, Corp., 162 F.2d 36 (3rd Cir. 1947). See Cox & Hazen, supra note 20, at 256-57. さらに後編注31)のSinger判決を参照。

27) 肯定的な見解として、別府三郎『大株主権力の抑制措置の研究』（嵯峨野書院、1992年）、出口正義『株主権法理の展開』（文眞堂、1991年）、否定的な代表的見解として、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995年）など。

28) いわゆる「完全公正基準」についてのデラウェア州法の分析は、西本・前掲注1)により概観できる。

29) Singer事件判決とその後の進展については、see Brudney & Chirelstein, Restatement of Freezeouts; Easterbrook & Fischel, Corporate Control Transactions, 91 YALE L.J. 698 (1982); Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, 56 N.Y.U.L. REV. 624 (1981). See also Brudney & Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 HARV. L. REV. 297 (1974) [hereinafter cited as Brudney & Chirelstein, Fair Shares].

30) Lichtenberger v. Long Island Mach. Sales Corp., 420 N.Y.S.2d 507 (App. Div. 1979).



## b 事業目的基準の確立

事業目的基準を論じるには、まず、デラウェア州最高裁の下した Singer 事件、Tanzer 事件および Roland 事件での一連の判決を検討する必要がある。

### i Singer v. Magnavox 事件判決<sup>31)</sup>

Singer 事件は、二段階合併の類型に属する事案である。公開買付で対象会社の株の 84.1% を取得した後に、完全子会社を対象会社に吸収合併させて、少数株主をキャッシュ・アウトした。

#### 〔事実〕

North American Philips (“Philips”) は、Magnavox Corporation (“Magnavox”) の普通株式についての公開買付を行うために、100%子会社の North American Philips Development (“Development”) を設立した。公開買付により、Development は Magnavox の発行済普通株式の 84.1% を取得した。その後、Development は Magnavox に対する支配をより強固なものにするため、Magnavox の残余株式全部を合併によって取得することを目的として、Development の 100%子会社として T.M.C. Development Corporation (“TMC”) を設立した。そして Magnavox の株主総会において、同社の株式 1 株に対し現金 9 ドルを合併対価とする条件の TMC と Magnavox の合併 (以下、「本件合併」) が承認され遂行された。

その後、Magnavox の株主である Singer は、①本件合併は Philips が Development を通じて Magnavox の単独株主になるために、Magnavox から少数株主を極めて不当な合併対価で強制的に締め出すことを唯一の目的としたものであるから詐欺的 (fraudulent) であり、また、②本件合併において少数株主に交付される合併対価が極めて不当であるから、被告取締役及び支配株主である Development は少数株主に対し負っている信認義務に違反していると主張して、本件合併の取消 (nullify) と損害賠償を求めて訴えを提起した。

---

31) Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969 (Del. 1977).

Chancery Courtは、被告らの却下申立に対し、少数株主の排除以外に事業目的が全くないということだけを理由に合併が詐欺的であるとはいえず、また、合併対価について不満があるならば原告の救済は株式買取請求権によるべきであると判示し、訴え却下を認めた。そこでSingerが上訴した。

〔判決〕

Singerの主張①につき、裁判所は、詐欺か否かということではなく、信認義務の適用によって判断することになるとした。そして、有効な事業目的のためだけに合併は行われなければならないか否かについて制定法は何も触れておらず<sup>32)</sup>、事業目的の検討は、Magnavoxの多数株主と少数株主との間の相反する主張を検討することから始めるべきとした。

「Magnavoxの多数株主であるDevelopmentが、Magnavoxの財産を処分するときには、Magnavoxの少数株主に対して信認義務を負うことはデラウェア州において確立した法理である。……先例たるSterling事件<sup>33)</sup>の『親子会社間の合併（interested merger）』において、最高裁は、親会社は、合併の両側に立つ多数株主として、少数株主に対する『完全な公正さ（entire fairness）を証明する責任』を負っており、十分に『裁判所による精査に合格』しなければならないことを、当州の確立した法理として、承認した。<sup>34)</sup>」「例えば、会社の役員と取締役<sup>35)</sup>、及び支配株主<sup>36)</sup>が、その会社と少数株主に対し、誠実、忠誠、忠実及び公正といった信認義務を負うというのが、確立したデラウェア州法である。<sup>37)</sup>」

その上で、Magnavox株に公正な価格を提供しているのだから信認義務を果

---

32) Id. at 975.

33) Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107 (Del. 1952).

34) 380 A.2d. at 976. 引用は see Sterling, 93 A.2d at 109-10.

35) 取締役につき Guth v. Loft, Inc., 23 Del.Ch. 255, 5 A.2d 503, 511 (Del. 1939) を引用している。

36) 支配株主につき前掲注33)のSterling事件とBennett v. Breuil Petroleum Corp., 34 Del.Ch. 6, 99 A.2d 236 (Del. 1953) を引用している。

37) 380 A.2d at 976-77.

たしていると主張する被告に対し、裁判所はこの主張を拒否した。被告の主張は、株主の権利とは唯一投資価値であり、これはデラウェア州一般会社法262条の株式買取請求権で保護されるとするものである。この見解は、少数反対株主は所有する株式の公正な価格を要求すること以外のいかなる権利も有しないとするものであるが、この見解は裁判所により拒否された<sup>38)</sup>。その上で、少数株主が理由なく合併を妨害できないのと同じように、多数株主は交付金合併で少数株主を排除するためだけに合併を行うこともできないとした<sup>39)</sup>。

交付金での少数株主の締め出しが唯一の合併目的である場合、デラウェア州裁判所は合併目的に無関心ではられない<sup>40)</sup>。先例として、支配株主が少数株主を締め出すために新株発行を行ったとされる Bennett 事件判決<sup>41)</sup>の「主たる目的として少数株主の締め出し目的を有している多数株主による行為は、価格の公正さに関係なく、損害賠償の対象となる」との判示部分、さらに、支配権維持の目的での新株発行が問題となった Condec 事件判決<sup>42)</sup>の「他者からの支配権の奪取のような不当な目的で株式を発行することはできない」との判示部分を引用している<sup>43)</sup>。

ここで裁判所は次の2つの原則を抽出する。まず、ある会社行為の目的が少数株主に対し負っている信認義務に違反しているとされる場合、衡平法裁判所はその会社行為を精査する義務を負う。次に、会社を自由に支配する者は、会社の権限と財産に対し支配力を行使する際には、少数株主に対し信認義務を負い、自己の支配力を永続させるために右の権限を行使するときには信認義務の違反となる<sup>44)</sup>。結論として「少数株主を締め出すという唯一の目的のために

---

38) Id. at 977-78.

39) Id. at 978.

40) Id. at 979.

41) Bennett, *supra* note 36, 99 A.2d at 239.

42) Condec Corporation v. Lunkenheimer Company, 43 Del.Ch. 353, 230 A.2d 769, 775 (Del. 1967).

43) 380 A.2d at 979.

44) Id. at 980.

なされた251条の合併は、会社手続の濫用である<sup>45)</sup>と判示し、いわゆる「事業目的基準（business purpose test）」を採用した。

〔コメント〕

Singer事件判決は、スクイズアウトの場面での多数株主の信認義務を再定義したことに重要であり、この信認義務は完全公正基準<sup>46)</sup>と事業目的基準によって判断されるということである。多数株主は、少数株主への公正価格の提供をもって、その信認義務からは解放されない<sup>47)</sup>。適法な目的でなされた現金合併も、さらに完全公正基準による司法審査の対象となる。そして、多数株主が支配の永続化を目的としてその権限を行使することは少数株主に対する信認義務に違反するのであり、少数株主の締め出しを唯一の目的として会社の権限を利用することは「会社手続の濫用」であってこの信認義務に違反する。正当な事業目的が欠けている場合<sup>48)</sup>、株式買取請求権による救済は不適切なので、「衡平法が求める救済」を与えることになる<sup>49)</sup>。

Singer事件判決は、誰の事業目的を問題とすべきかについては明言されなかった。少数株主をも利するものでなければならないのか、多数株主のそれで考えればよいのかである。すなわち、少数株主・子会社にとっては正当な事業目的と認められないが、多数株主・親会社にとっては正当な事業目的と認められる場合も事業目的基準を充たすと考えてよいのである。

---

45) Id.

46) Singer判決は、Sterling判決（see supra note 33）で宣言されながら事実上有名無実化していた「完全な公正の基準」を再確認した点においても意義がある。

47) 380 A.2d at 977.

48) サマリー・ジャッジメント申立においては、原告が適法な目的の不存在の証明責任があるが（Temple v. Combined Properties Corp., 410 A.2d 1375 (Del. Ch. 1979)）、仮差止請求においては、被告がその存在の証明責任を負う（Young v. Valhi, Inc., 382 A.2d 1372 (Del. Ch. 1978)）。

49) 380 A.2d at 980.

ii Tanzer 事件判決<sup>50)</sup>

この問題について解答を示したのがTanzer 事件判決であるが、これは、Singer 事件判決の約一カ月後に下された。この事案は、親子会社間の合併の類型に属する。

〔事実〕

親会社 International General Industries, Inc. (“IGI”) は、子会社 Kliklok Corporation (“Kliklok”) の普通株式の81%を保有していたが、IGIはシェル・カンパニー KLK Corporation (“KLK”) を設立し、これを Kliklok に合併させることによって、Kliklok の少数株主をキャッシュ・アウトすることを企てた。これに対して、Kliklok の少数株主である原告らが、合併の唯一の目的は IGI に利益をもたらすことにあるとして、仮差止命令を求めたのが本件である。

〔判決〕

親子会社間の合併の唯一の目的は親会社の長期的資金調達を可能にするためであったが、原告はこれを少数株主に対する信認義務の違反であると主張した。デラウェア州最高裁判所は、少数株主のいなくなった Kliklok の資産を利用して IGI が資金を調達するという目的は正当な事業目的にあたると判断し、仮差止申立を否定した Chancery Court の判断を支持した。本判決は、合併が信認義務違反とならないために必要とされる事業目的は、多数株主・親会社側の事業目的であれば足りることを明言したことで重要である。

まず裁判所は、真の問題は、Kliklok の企業利益には関係なく、IGI が自社の事業目的のため合併ができるかであると摘示した。ただし、裁判所は、事業目的の基準は、「曖昧であり、悪く言えば、これが述べているのは結果であって権利義務ではない」とも指摘している<sup>51)</sup>。

裁判所は、そもそも株主は自己の利益 (personal profit) にしたがって議決権を行使する権利があり<sup>52)</sup>、ただし、これは他の株主に対して負う義務によっ

---

50) Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A.2d 1121 (Del. 1977).

51) Id. at 1123.

て制限されているとし、まず株主の議決権行使の権利を出発点としている<sup>53)</sup>。その上で、IGIは多数株主として自分自身の企業利益に従って議決権を行使できるものの、Kliklokを合併するについてのIGIの目的は誠実（bona fide）なものでなければならない、とする。そして、誠実な目的があっても、IGIは、さらにSinger判決やSterling判決が課すところの少数株主に対する「完全公正」義務を充たしていることを証明しなければならないとし、結論として、多数株主に合併の完全公正性を証明させるため差し戻させた<sup>54)</sup>。

このように、最高裁判所は、Tanzer事件の判決において、多数株主・親会社にとっての正当な事業目的は、Singer判決のいう事業目的基準を満たすものであると判示した。しかしながら、少数株主の排除それ自体が正当な事業目的であるとまでは言っていない。

### iii Roland事件判決<sup>55)</sup>

Tanzer事件決定によって一層明確化された事業目的基準は、略式合併（short form merger）についても適用されるか。被告が指摘するStauffer事件判決<sup>56)</sup>で述べられたように、略式合併の目的が90%株主に少数株主を排除する手段を与えることにあるならば<sup>57)</sup>、略式合併には事業目的テストの適用はないことにもなりそうである。Roland事件において、この点についての判断がなされた。

#### 〔事実〕

Roland International Corporation（“Roland”）の株式の97.6%を保有する多

---

52) See Ringling Bros.-Barnum & Bailey Com. Shows v. Ringling, 29 Del. Ch. 610, 53 A.2d 441, 447 (1947).

53) 379 A.2d. at 1124.

54) Id.

55) Roland International Corp. v. Najja, 407 A.2d 1032 (Del. 1979).

56) Stauffer v. Standard Brands, Inc., 41 Del.Ch. 7, 187 A.2d 78 (1962).

57) 407 A.2d. at 1036.

数株主が少数株主を締め出すことを目的として、まず Landro Corporation (“Landro”) を設立し、そして Landro を存続会社として合併を行って Roland の少数株主をキャッシュ・アウトしようとした。これには、略式合併が用いられた。少数株主らは信認義務違反による損害賠償を求めてクラス・アクションを提起した。Chancery Court は被告 Roland の訴状却下の申立を却下したため、Roland は上訴した。

#### 〔判決〕

裁判所は Singer 判決の事業目的基準と信認義務に関する見解を踏襲した。被告は、通常合併（デラウェア州一般会社法 251 条）と略式合併（同 253 条）との違いを指摘し、Singer 判決では、子会社との通常合併をするため、親会社が誠実な目的を証明しなければならないが、253 条の場合、同条自体が略式合併の正当な目的について決定的な前提を与えていると主張していた<sup>58)</sup>。裁判所は 253 条を遵守しても Singer 事件判決の信認義務は省略できないと判示した<sup>59)</sup>。そして、「多数株主の義務は、支配力が大きくなったからといって、縮小しないし、また、少数株主の権利は、支配力が小さいからといって、それによって左右されることはない。したがって、合併の場面で負う信認義務は、通常合併か略式合併かを問わず、単一であり、『発行済株式の少なくとも 90%』（253 条）の支配権を有する者と、90%未満の多数を支配する者等に等しく生じる」とした<sup>60)</sup>。

最高裁判所は、Singer 判決や Tanzer 判決とは異なり、Roland 判決で問題となっている合併は古典的な going-private 取引であって、合併は少数株主を排除するため選択された手段にすぎず、この種の合併は「信認義務の法の厳格な遵守を要求する」と説得的に論じられてきたもので、同裁判所もこれに賛同すると述べていることに注意すべきである<sup>61)</sup>。このように、事業目的テストを略

---

58) Id. at 1035-36.

59) Id. at 1036.

60) Id.

61) Id. at 1037.

式合併にも適用する旨を宣言した。最高裁は、Chancery Courtの判断を支持した。

このように、Roland事件決定は、株主利益が排除される合併類型や事実関係によって法的対応が異なるとの見解を拒否したことに意味がある。

#### iv 小括

以上3件の判決によって明らかにされた事業目的基準に関するデラウェア州最高裁判所の見解は次のようにまとめることができよう。

まず、事業目的基準とは、合併によって多数株主が少数株主を締め出すことの適否を判断する際に用いられる基準であり、少数株主を締め出すことを唯一の目的とする合併は許されないが、正当な事業目的が存在する場合その合併は許される。

合併に正当な事業目的が要求されるのは、多数株主が少数株主に対して負担する信認義務（fiduciary duty）に由来する。正当な事業目的を伴わない会社の行為により少数株主を排除することは、多数株主の信認義務に違反する。ただし、この信認義務は、正当な事業目的が存在することのみによって完了するものではなく、さらに、合併取引全体における完全公正性（entire fairness）をも要求する。正当な事業目的と完全公正性は、被告である多数株主・親会社側がその証明責任を負う。この信認義務は、多数株主が会社法上の手続を遵守したこと、あるいは少数株主が株式買取請求権を有することをもって免除されない。

通常合併に関しても略式合併（Roland判決）に関しても事業目的基準は適用される。また、締め出し合併の類型如何を問わず、すなわち、二段階合併（Singer判決）、親子会社間の合併（Tanzer判決）、ゴーイング・プライベート（Roland判決）のいずれの類型においてもこの基準が適用される。

正当な事業目的には、多数株主や親会社自身の事業目的も含まれる。多数株主・親会社の事業利益を促進することを示す事実を作り出すことは容易であるから、この基準は単なる形式的なものになりやすい<sup>62)</sup>。他方で、事業目的基



準が課されることにより裁判所と会社の負担が増加し、会社は合併における不確実性を抱えこむこととなった。

### c 事業目的基準の放棄

その後の1983年のWeinberger判決<sup>63)</sup>は、締め出し合併に対してデラウェア最高裁が従来用いてきた事業目的基準を放棄し、完全公正基準のみによることを示した判決として有名である。この事件は、関連会社の合併の類型に入れることができよう。

#### 〔事案〕

コングロマリット企業のThe Signal Companies, Inc. (“Signal”)はUOP, Inc. (“UOP”)の株式を公開買付(1株21ドル)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はUOPを投資先として有望と判断し、UOPの残余株式(49.5%)の全部を取得することとし、その方法として、Signalは完全子会社を設立し、その子会社とUOPとの間で1株21ドルで現金合併を行うこととした。

これに対して、本件合併に反対したUOP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はその信認義務に違反した、というものだった。

#### 〔決定〕

デラウェア州最高裁は、まず、ある会社の取締役が取引の双方に立つ場合(すなわち利益相反取引となる場合)、取引条件について、最大の誠実さと最も

---

62) See Bainbridge, *supra* note 25, at 225.

63) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). 本判決についてはこれまで日本でも研究がなされてきており、神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」鴻常夫先生還暦記念『八十年代商事法の諸相』(有斐閣、1985年)、岡田豊基「親子会社間の締め出し合併における少数株主の保護」商事法務1171号30頁(1989年)など参照。

慎重な公正さを証明しなければならず、取引の完全公正性の証明責任は絶対的な要件であるとした<sup>64)</sup>。そして、締め出し合併は完全公正基準（entire fairness standard）を満たさ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）の2つから構成されるとした<sup>65)</sup>。同判決は、取引の公正さについては、その取引の時期、その構成や交渉の態様、取締役に対する情報開示、取締役・株主による承認の態様等が考慮されるとする。そして、当該合併の内容が、当事会社双方にとって最善の利益となることを立証しなければならないとする。他方、価格の公正さについては将来予測を含むより柔軟な評価方法を採用すべきとし、従来のデラウェア・ブロック（Delaware Block）方式や加重平均方式を破棄した<sup>66)</sup>。

最高裁は最後の部分で簡単に事業目的基準について言及している。親子会社間の合併に公正基準<sup>67)</sup>が長く適用されてきたこと、今では拡張された株式買取請求の救済が可能となったこと、救済を行う裁判官（Chancellor）の裁量の幅が広がったこと、以上から見れば、Singer, Tanzer, Roland各判決の事業目的要件は少数株主にその他の重大な救済を与えるとは思えない、したがって、この要件はもはや有効とすべきではない、と判断した<sup>68)</sup>。

結局、合併の状況と少数株主への価格を公正としたChancery Courtの判決を破棄し差戻した。

### （3）他州における事業目的基準

デラウェア州においては事業目的テストに関する判例が上述のような軌跡を描いて展開されたのであったが、他州ではどうであろうか。Weinberger判決

---

64) Id. at 710.

65) Id. at 711. 但しこの2つの構成要素は別個に考察されるのではなく、事案は全体として「完全公正」を判断するものとして見なければならないとする。

66) Id. at 712-13.

67) See *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, supra note 33.

68) 457 A.2d at 715.

後の他州の判断を中心に分析する。

a 事業目的基準を肯定した州

i ニューヨーク州

事業目的基準を採用している州としては、まずニューヨーク州がある。ニューヨーク州においては、下級審レベルでは、事業目的テストを採用した判例が集積されてきていた<sup>69)</sup>。Weinberger 判決の後に、ニューヨーク州最高裁判所は、*Alpert v. 28 Williams Street Corp.*<sup>70)</sup> 事件において、事業目的基準を採用することを判示した。この事件は、閉鎖会社の支配株式を取得した者が残存少数株主の締め出し合併を企てたもので、二段階合併の類型に属する。

〔事案〕

マンハッタンのオフィスビルは 79 Realty Corporation (“Realty Corporation”) に保有されており、同社の唯一の財産であった。同社の株式の約 2/3 は Kimmelman と Zauderer という 2 組の夫婦が保有し、原告らは 26% を保有していた。このビルを購入する目的で設立されたりミテッド・パートナーシップ Madison 28 Associates (“Madison Associates”) は、別途、名義上の取得者として、完全保有会社である 28 Williams Street Corporation (“Williams Street”) を設立した。上記 2 組の夫婦の承諾・協力を得て、これは実行に移され、Realty Corporation が Williams Street と合併し、Realty Corporation が存続会社となる計画が総会で承認された。当該ビルは、Madison Associates に保有されている新 Realty Corporation に保有されることとなり、少数株主は同社から締め出されることとなった。

少数株主の原告らは、当初求めた合併の差止請求が認められなかったので、主張を変更して、衡平法上の救済である合併の取消し (rescission) を追加した。

---

69) Alpert, *infra* note 70, 473 N.E.2d at 28 に記載の下級審判決を参照。

70) Alpert v. 28 William St. Corp., 63 N.Y.2d 557, 473 N.E.2d 19 (N.Y. 1984).

## 〔判決〕

最高裁判所は、「二段階合併を通して多数株主が少数株主の持分を排除することは、全体として観察された取引が少数株主に対して公正であり、かつ会社の独立した事業目的によって正当化される限り、多数株主の信認義務に違反するものではない」<sup>71)</sup>と述べ、完全公正性基準と事業目的基準との両者を採用することを宣言した。本件では、両基準は満たされていると判断され、合併取消しの訴えは認められなかった。

最高裁は、(多数株主と少数株主との間の)株主の平等扱いからの逸脱が正当化される場合があり、それは、誠実な事業目的によれば、その逸脱が会社の最善の利益に資する場合である。その際、[少数株主を別異に取り扱うことの]利益は大きいことは必要でないが、会社のためのもでなければならない。そして、正当な会社目的と不当な会社目的との違いは何かと言えば、前者については、少数株主の排除が会社に一般的な利益をもたらすという目的を促進することであるとした<sup>72)</sup>。ここで、事業目的は「独立した会社の利益」に資するものであり、「独立した会社の目的」でなければならないとされている。これは、デラウェア州の事業目的基準の一連の判例で、Tanzer判決が、多数株主・親会社にとっての正当な事業目的で足りるとしたことと比べ、重要である<sup>73)</sup>。

この事件で主張された事業目的は、賃料を最大化させるために必要な広範な修繕やビル改修のための外部資金の導入を図る目的であった<sup>74)</sup>。そして、裁判所は、追加の外部資本が必要であると誠実に信じたことの証明はあり、さらに、原告（少数株主）の持分を排除しない合併では、当該資本は得られなかったことが立証されている。したがって、原告の株式を消滅させる合併の承認は、追加資本を得るといふ会社の一般的な利益を促進するという誠実な事業目的によって支持されるとしたのである<sup>75)</sup>。このように、会社の唯一の資産を保全

---

71) 473 N.E. 2d at 24.

72) Id. at 28.

73) この点を指摘するものとして、中東・企業結合46頁。

74) 473 N.E. 2d at 23-24.

するために必要な資金を調達するという目的が、少数株主の持分の排除を正当化する事業目的にあたりと判断された。

ニューヨーク州の事業目的基準は会社自体の目的を対象とし多数株主の事業目的を対象としていない点で、デラウェア州の事業目的基準よりも厳格なものである<sup>76)</sup>。

## ii マサチューセッツ州

事業目的基準を採用している州としては、他にマサチューセッツ州がある。Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc. 事件<sup>77)</sup>において、マサチューセッツ州最高裁判所は、締め出し合併の審査において事業目的基準が有益であると判示した。本件は対象会社の資産を利用したゴーイング・プライベートの事案である。

### 〔事案〕

Sullivan はアメリカン・フットボールのチームを買収し、その後 the American League Professional Football Team of Boston, Inc. を設立して、同社がチームを所有する形態とした。当初、同社は Sullivan のほか9名が出資していたが、その間で支配権の争いが生じた。Sullivan は議決権付株式の全てを取得することに成功し、会社は the New England Patriots Football Club, Inc. (“Old Patriots”) に改称された。Sullivan はこの際資金調達のために、銀行から約534万ドル余を借り入れた。借り入れの条件として、Sullivan は Patriots を再編して、会社の収益を個人借り入れの返済に充て、かつ、会社の財産はその担保に供されることになっていた。Sullivan の個人債務を会社が引き受けるため、会社法上、無議決権株を排除する必要があった。Sullivan は the New Patriots Football Club, Inc. (“New Patriots”) を設立し、その後、Old Patriots の議決権

---

75) Id. at 29.

76) この点を指摘する日本の文献として、中東・企業結合52-53頁注(153)。

77) Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).

付株式を消却し、無議決権株式を1株当たり15ドルで現金と交換する条件で、New PatriotsとOld Patriotsとの合併が承認された。原告は、Old Patriotsの無議決権株式10株を保有していたが、決議に反対し、株主を代表して合併取消し又は損害賠償を求めて訴えを提起した。

### 〔判決〕

最高裁判所は、本件締め出し合併の唯一の目的は多数株主が会社の信用および資産を私的に利用することにあるとして、事業目的基準を満たさないと判断した。

最高裁は、まず、Singer判決とWeinberger判決に触れた上で、デラウェア州裁判所の採用する公正基準は、マサチューセッツ州のそれに近いものであるが、デラウェア州裁判所と異なり、マサチューセッツ州では支配株主が少数株主を排除する取引を審査する際には、公正基準に加えて、事業目的基準が有用であるとした<sup>78)</sup>。

すなわち、支配株主の信認義務の濫用の危険は締め出し合併では特に大きいので、その締め出しは適法な会社の目的の促進のためでなければならない。そして事業目的の促進が図られるのであれば、次に取引の公正さを検証することになる、とした<sup>79)</sup>。「利己的な所有権 (selfish ownership)」も承認されているが、この権利は多数株主の少数株主に対する信認義務と比較衡量されなければならないとして、被告にまず適法な事業目的についての証明責任を負わせた<sup>80)</sup>。

原告らは、本件合併に適法な事業目的はなく、Sullivanの個人的利益のみを目的としたものと主張しており、最高裁は地裁判決の「被告らは、合併が多数株主の個人的利益とは無関係の有効な会社の目的に資することを証明していない。合併の唯一の目的は、Sullivanが負う〔個人〕債務の返済を可能にするPatriotsの再編を実行することにある」などの判示部分を肯定した。結論とし

---

78) Id. at 1116-17.

79) Id. at 1118.

80) Id. at 1118-19.

て、有効な事業目的は認められないため、これ以上、公正基準を検討する要はないとした<sup>81)</sup>。

ニューヨーク州の事業目的基準と同様に、マサチューセッツ州の事業目的基準が会社の事業目的を対象とするものであることを最高裁が宣言したことが注目される。これに対し、デラウェア州における *Tanzer* 事件判決の事業目的基準を適用すれば、多数株主が会社の信用や資産を私的に利用するという目的を有していれば、事業目的基準を満たしてしまうことになったかもしれない。

なお、原告らは合併の取消しと地位回復を求めていたが、最高裁は、違法な締め出し合併に対する通常の適切な救済方法はその取消しであるが、取消しが会社にとっての最善の利益かを考えれば、訴訟開始から年数を経過していることなどを考慮し、合併取消しではなく、損害賠償に限定されるべきとしたことも注目される<sup>82)</sup>。

### iii その他の州

上記2州の他にも、インディアナ州<sup>83)</sup>、ニュージャージー州<sup>84)</sup>、オハイオ州<sup>85)</sup>などで事業目的基準を採用している。

オハイオ州は、閉鎖会社的事案で、発行可能株式数を減じるため定款変更をし、会社が端株を購入するような逆株式分割 (reverse stock split) を行うには事業目的が必要であるとした。この取引の効果は20%の保有割合を約4%に希釈化することであった。会社が制定法に従っており、かつ少数株主に対し公正価格を提案している限り、公正性基準のみでは閉鎖会社の多数株主が思いつきで少数株主を排除することを認めることになるので、少数株主の利益保護の

---

81) *Id.* at 1119.

82) *Id.*

83) See *Gabhart v. Gabhart*, 370 N.E.2d 345 (Ind. 1977).

84) See *Berkowitz v. Power/Mate Corp.*, 342 A.2d 566 (N.J. Super. Ct. Ch. Div. 1975).

85) See *Kelly v. Wellsville Foundry Inc.*, 2000 Ohio 2667; 2000 Ohio App. LEXIS 6287 (Ohio App. 2000).

ためには事業目的基準を課すことが必要であるとした<sup>86)</sup>。

#### b 事業目的基準を拒否した州

カンザス州<sup>87)</sup>、ミネソタ州<sup>88)</sup>、ウエスト・バージニア州<sup>89)</sup>、ウィスコンシン州<sup>90)</sup>、メリーランド州<sup>91)</sup>、ケンタッキー州<sup>92)</sup>、イリノイ州<sup>93)</sup>などが事業目的基準の採用を拒否している。この中で、事業目的基準を拒否するにつき特段の理由を挙げている州を見てみよう。

ウエスト・バージニア州最高裁は、多数株主の動機を探索する試みは無駄な行為（“catch the wind in a net”）であり、多数株主が会社利益を危うくすると考える少数株主を排除することには合理性があるとし、目的の如何を問わないとした<sup>94)</sup>。メリーランド州最高裁は、もっともらしい事業目的を作出することは困難ではなく、裁判所はそのような目的の有効性や重要性を精査する必要がない（またその能力もない）こと、また、事業目的は必ずしもより重要な関心事（つまり完全公正）に関連していないことなどを不要とする理由にしている<sup>95)</sup>。

#### (4) 事業目的基準の評価

事業目的基準は、アメリカではどのように評価されたか。

---

86) Id. at 14.

87) See *In re Heston Corp.*, 870 P.2d 17, 43-45 (Kan. 1994).

88) See *Sifferle v. Micom Corp.*, 384 N.W.2d 503, 508 (Minn.Ct.App. 1986).

89) See *Persinger v. Carmazzi*, 441 S.E.2d 646 (W.Va. 1994).

90) See *Rosenstein v. CMC Real Estate Corp.*, 522 N.E.2d 221, 224-25 (Ill.App.Ct. 1988). 本判決で扱っているのはウィスコンシン州事業会社法である。

91) See *Lerner v. Lerner Corp.*, 750 A.2d 709 (Md. 2000).

92) See *Yeager v. Paul Semonin Co.*, 691 S.W.2d 227 (Ky. Ct. App. 1985).

93) See *Teschner v. Chicago Title & Trust Co.*, 322 N.E.2d 54 (Ill. 1974).

94) *Persinger*, supra note 89, 441 S.E.2d at 654.

95) *Lerner*, supra note 91, 750 A.2d at 722-23.



事業目的基準に対してはその有用性に対して疑問の声が少なくなかった。これは事業目的基準を拒否した州の裁判所の判文を見ればその理由の一端は明らかであろう。締め出し合併はしばしば利益を生むのでそれを一律に禁止することは正当化できないという認識が強くなったこと、また、締め出しを遂行する者はもっともらしい事業上の理由を容易に作り出すことができることもその大きな理由であろう<sup>96)</sup>。特に、Tanzer 判決によれば、正当な事業上の目的の判断基準が少数株主の保護のために何か特別な要件を付け加えたかについては疑問が生ずるところである<sup>97)</sup>。また、例えば、Brudney & Chirelstein は、締め出し合併を、二段階合併、ゴーイング・プライベートおよび関連会社間の合併の三類型に分けて考察し、結局いずれの場合においても事業目的基準は不要であるとしている<sup>98)</sup>。事業目的基準は実務家からも批判がなされてきた<sup>99)</sup>。このような議論を背景に、デラウェア州では、Weinberger 事件判決により事業目的基準は放棄されることとなった。

#### IV. スクイズアウトに対する若干の私見（まとめに代えて）

事業目的基準を日本でも導入することが適切か否かについては、前記Ⅱ(4)で簡単に触れたように、議論がある。不要説<sup>100)</sup>は、そもそも会社法で交付金合併が認められたことを重く見る、また、あいまいな「正当な事業目的」によつ

---

96) See Robert Clark, *Corporate Law*, 514 (1986); Bainbridge, *supra* note 25, at 225.

97) 柴田・試論 41-42 頁は、事業目的基準は、少数株主の救済は株式買取請求権に限定されるとの立場から解放し、多数株主に信認義務を課してこれに違反したとき合併の差止めや無効といった結論を導き出すことを可能にしたことに意義があると説く。

98) Brudney & Chirelstein, *Restatement of Freezeouts*, at 1376.

99) Herzel & Colling, *Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP*, 39 *Bus. Law* 1525, 1529 (1984). 同書は、事業目的テストは混乱をもたらす以外に何の役にも立たず、社会的に有用な取引をより高価なものにしてその数を減少させるであろうという。

100) 藤田友敬「企業再編 対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト 1267 号 109 頁 (2004 年)、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号 81 頁 (2006 年)、石綿学「会社法と企業再編 - 交付金合併を中心に」法律時報 78 巻 5 号 64 頁 (2006 年) など。

て事後的に合併を無効とすれば取引を混乱させる、という点にあるのであろう<sup>101)</sup>。ただし、この前段の理由は、交付金合併が認められてきた米国でも上述のように争いがあるわけで、一概には言えないところである。必要説<sup>102)</sup>は、余りにも不当な締め出し合併につき事業目的基準を適用することで合併無効を認めて、これを救済しようという趣旨にも思える。これは、著しく不当な合併条件を無効原因とすべきか、という従来から存在する論点とも共通点があるようにも見える<sup>103)</sup>。二段階合併が実行される場合、合併条件の正当性等を前提とする限り（すなわち第1段の買付価格と第2段の交付金とが同一条件であれば）、少数株主の排除それ自体が「正当な事業目的」と解されるはずである、とする見解もある<sup>104) 105)</sup>。

事業目的基準を要求するか否かは、スクイーズアウトの有用性、「正当な事業目的」基準の有用性、また救済方法として決議取消訴訟の沿革<sup>106)</sup>とその守備範囲、さらには、スクイーズアウト制度についての他の諸制度（公開買付制度など）との整合性などから検討すべきと考える。

まず、スクイーズアウトの一般的な必要性・有用性については大方の賛同が

---

101) 特に、前掲注100)の藤田、田中、石綿の該当部分参照。

102) 江頭・前掲注18)、弥永・前掲注16)の他に、柴田・試論、上村達男「会社の設立・組織再編」商事法務1678号9頁、13頁(2004年)、前田=中村=北原=野村「[座談会]新会社法と企業社会」法律時報78巻5号6頁[前田発言](2006年)などがある。中東正文「M&Aを巡る最近の動向」監査役524号15頁注20)(2007年)は必要説か。笠原・前掲注1)118-19頁は締め出しに「正当な理由」を要求する。

103) 否定説が現在の多数説と思われる。例えば江頭・前掲注18)762頁注2)、前田庸『会社法入門(第11版)』671頁(2006年)など。

104) 片木・前掲注1)250、253頁。笠原・前掲注1)129-30頁も同旨。第1段の買付価格と第2段の合併交付金とが同一条件であれば公正と推定されるという位置づけは、会社法831条1項3号の決議取消訴訟の問題としても、相応しいと考える。なお、両者が同一条件であるべきという点は、アメリカでも従来から提唱されてきた。Brudney & Chirelstein, Restatement of Freezeouts, at 1361.

105) 二段階合併につき、アウトサイダーによる買収は、それ自体当該取引を正当化させるに十分な経済的目的を有するとみなされなければならないとする有力な見解もある。See Brudney & Chirelstein, Restatement of Freezeouts, at 1362.

得られるであろう。この点、二段階合併、ゴーイング・プライベート、親子会社間の合併といった3類型で考える Brudney & Chirelstein は以下のように論じている。二段階合併については、第一段の公開買付は独立当事者間の取引 (arm's length transaction) なので、目的も公正性も問う必要がない<sup>107)</sup>。ゴーイング・プライベートは一律に禁止されるべきであるが<sup>108)</sup>、関連会社の合併は、会社自身に利益をもたらす場合が少なくないから一律の禁止は望ましくない<sup>109)</sup>。いずれにしても、スクイズアウトの種類により差が生じるのは当然のことであろう<sup>110)</sup>。

事業目的基準の有用性であるが、アメリカの判例分析から、次のことが言えよう。正当な事業目的は誰の事業目的を考えるかが重要であり、仮に、事業目的を厳格に解釈し (こう解釈してこそ意味があるが)、少数株主をも利するものでなければならぬとすれば、多数株主ないし親会社に過大な負担を課すことになり、スクイズアウトの場面でこれを充たすことは殆ど不可能となるであろう。この点を日本において考えれば、そもそも合併対価の柔軟化が認められた趣旨に照らし、軽々に交付金合併を制限すべきではないし、また、あいまいな「正当な事業目的」によって事後的に合併を無効とすれば利害関係人の混乱は計り知れない。多数株主 (特別利害関係人) による不当決議という観点から合併条件の公正性が決議取消事由として考慮されることからすれば、日本で

---

106) 不当決議による決議取消訴訟はドイツ商法に流れを汲む制度である。日本の商法上そもそも特別利害関係人の議決権は排除されていた (旧商法 239 条 5 項) が、昭和 56 年に改正され、決議取消事由として追加された (旧商法 247 条 1 項 3 号)。同条の条項は会社法 831 条 1 項 3 号のそれと同じである。上柳克郎ほか編『新版注釈会社法 (5)』310 頁以下 [岩原執筆] (有斐閣、1986 年)、龍田節「株式会社における議決権ないし多数決の濫用」『末川先生古稀記念 権利の濫用中』(有斐閣、1962 年)、鴻常夫ほか『株主総会 改正会社法セミナー(2)』(有斐閣、1984 年) など参照。

107) Brudney & Chirelstein, Restatement of Freezeouts, at 1361-62, 1376.

108) Id. at 1365-70.

109) Id. at 1370-76.

110) 但し、現在ではゴーイング・プライベートさえも禁止されるべきものとは考えられていない。例えば前掲注 14) の「MBO 報告書」参照。

も、公正基準が採用され得る<sup>111)</sup>。合併無効の原因としては、これで十分であろう。アメリカと比べた場合、今後の方向としては、従来十分に活用されてこなかった反対株主の株式買取請求権を日本で機能させていくことも重要であろう<sup>112)</sup>。

決議取消訴訟の沿革と守備範囲の点であるが、私見では、会社法831条1項3号の不当決議に、取引の目的を、少なくとも決定的要因として、読み込むことは困難なのではないかと考えている。この点は別稿に譲りたい。

今後特に活用が予想される二段階合併（公開買付＋略式合併）を考えた場合、公開買付制度との整合性も問題となろう。この点について事業目的基準の適用の可能性について若干敷衍して論じることとする。

米国1934年証券取引所法の公開買付制度では、全部買付けの規制はなく、按分比例の買付けに徹しており、各州の会社法の解釈、裁判所の判断で二段階の強圧的（coercive）な公開買付けに対する少数株主保護が図られている。

これに対し、イギリスでは、義務的公開買付制度<sup>113)</sup>を前提としつつ、公開買付によって90%以上の株式を取得した場合には、残る少数株主の株式の譲渡を請求する権利を有する<sup>114)</sup>。ドイツも、同じく、義務的公開買付制度<sup>115)</sup>を前提としつつ、95%以上の株式を取得した場合には、株式譲渡請求権を有する<sup>116)</sup>。

---

111) 藤田・前掲注100)は、合併対価が不当な場合、特別利害関係人の議決権行使がある限り、決議取消事由となるとする。賛成である。

112) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲次郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007年）。

113) 議決権の30%以上を取得した場合、または、30%以上50%以下の議決権を有する者が追加で議決権を取得した場合、買付者は全部買付義務がある。シティコード規則9.1条参照。イギリスの公開買付規制はシティコードによる。英独の公開買付規制について、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁（2006年）を参照。

114) Companies Act 1985 § 429。The Companies Act 2006 § 979に承継されている。

115) 議決権の30%以上を取得した場合、買付者には全部買付義務がある。但し、EUやイギリスと異なり、ドイツではスクイーズアウトには公開買付が先行することを要しない。有価証券取得及び買取法35条参照。ドイツの公開買付規制は同法による。

以上のように、公開買付規制についていえば、アメリカでは全部買付義務がないのに対し、イギリスとドイツでは30%以上を取得した買付者には原則として全部買付義務がある<sup>117)</sup>。日本は、前記Ⅱ(2)のように、買付後2/3以上となる場合全部買付義務を初めて規定し、アメリカ式を離れ、英独式へ移行したかのように見える。

他方、会社法についていえば、イギリスとドイツは（公開買付によって）90%（又は95%）以上の株式を取得した場合強制買収制度が用意されている<sup>118)</sup>のに対し、アメリカと日本はこれを採用しておらず、キャッシュ・アウトの適否は交付金合併・略式合併の枠組みの中で解決されることになる<sup>119)</sup>。

このように、日本は二段階合併の第2段の場面で、アメリカと同じように、裁判所による合併条件の実体審査を求めることになる。英独のように公開買付規制で厳格に買収規制をかけなくても、米国は、会社法の解釈において、完全公正基準などの多数株主の信託義務遵守の観点から判例が集積しており、また裁判所の柔軟な対応によって、強圧的な二段階買収も抑えられる。

公開買付規制における全部買付義務について、なぜ日本はアメリカ式を維持

---

116) ドイツ会社法327a条。ドイツ法につき、齊藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整(一)(二・完)」法学論叢155巻5号1頁、6号38頁(2004年)、福島洋尚「株式会社法における少数株主の締め出し制度－ドイツ株式法を中心として」柴田和史＝野田博編『会社法の現代的課題』(法政大学出版局、2004年)など参照。

117) これは少数株主保護のための立法ではあるが、全部買付義務発動の基準を下げると、買収資金の負担が倍以上になることから、コスト高によるM&Aを阻害する要因となる。

118) なお、2004年のEU公開買付指令は、まず、スクイーズアウトを行う前に必ず全株主に対し公開買付の申込を行わなければならないとする(公開買付前置主義)。そして、買付者が株式・議決権の90%以上を保有するか、公開買付によって株式・議決権の90%以上を取得した場合に、残りの全株式を強制的に買い取ることができる。他方、少数株主側は、買付者に対し、株式の買い取り請求を行うことができる。EU公開買付指令については、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事法務1732号4頁(2005年)、野田輝久「EUにおける企業買収－EU公開買付指令－」法律時報79巻5号58頁(2007年)など参照。

119) 日本は、現代化の要綱試案段階で、90%以上保有の株主に少数株主に対する売渡請求権を認める案が示されていたが採用されなかった。これは英独の方式をとらなかつたものである。

しなかったのか。アメリカでは二段階合併の第1段の公開買付の場面における判断基準が確立されており、強圧的であったり、開示義務違反がない限り、完全公正基準は適用されない<sup>120)</sup>。確かに制度として全部勧誘義務や全部買付義務を認めるのは少数株主の保護には厚いといえようが、買収を抑制する原因ともなりえる。

いずれにしても、制度として全部勧誘義務や全部買付義務を認めた以上は、これに従う限り、正当な事業目的を別個独立の要件としてこれを要求することが改めて疑問視されよう<sup>121)</sup>。また、二段階合併の第2段につき、(第1段に事業目的基準が要求されなかったにも拘わらず) 事業目的基準の適用を求めることは、二段階合併が全体として1つのシナリオであることに反するであろう。以上からも、日本での事業目的基準の適用は妥当ではないといえようか。

以上簡単に、日本の法システム上、事業目的基準を要求することが妥当か否かを検討してきたが、答えは否定的であるといえよう。

---

120) See *In re Siliconix Inc. S'holders Litig.*, 2001 WL 716787, at 7 (Del. Ch. 2001). さらに *In re Aquila, Inc. S'holders Litig.*, 805 A.2d 184 (Del. Ch. 2002) 参照。この点に関する最近の論文として、Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 *Yale L. J.* 2 (2005)。

121) あるべき法制を検討したものとして、中東正文「M&A 法制の現代的課題[上] - 実務と理論の架橋 -」商事法務 1658号 10頁、13頁 (2003年)、福島・前掲注116) 233頁など。