

## 縮出し組織再編行為と少数株主の保護（1）

### — 正当事業目的の要否を中心に —

山下 和保

#### 目 次

#### 第1章 序論

#### 第2章 少数株主縮出し組織再編行為の概要とその問題点

##### 第1節 交付金合併制度の概要

##### 第2節 交付金合併の問題点

#### 第3章 縮出し合併における少数株主保護を巡る議論—正当事業目的基準を中心に—

##### 第1節 米国における状況

1. デラウェア州における正当事業目的基準について
  - (1) Singer 事件判決以前の米国での縮出し合併を巡る史的展開
  - (2) Singer 事件判決とその系譜
  - (3) Weinberger 事件判決

#### 第1章 序論

近年の数次に互る商法や税法等の改正により、会社分割、株式交換等の組織再編行為についての関連法制度整備が進められて

きており<sup>1</sup>、バブル期以降の経済構造転換への対応や柔軟な経営資源の利活用を期待する企業により積極的に用いられるなどして当該制度整備が一定の成果を上げている状況にある。また、平成18年5月1日の会社法施行を経て、合併等対価の柔軟化、簡易組織再編行為の要件の緩和および略式組織再編行為の創設などがなされ、より一層機動性の高い組織再編行為が可能となることが見込まれている。とりわけ、合併等対価の柔軟化、すなわち、吸収型再編をする場合において、消滅会社の株主等に対して、存続会社等の株式を交付することなく、金銭その他の財産を対価として交付することが認められたことにより<sup>2</sup>、わが国においても、子会社がその親会社の株式を対価として用いて他の会社を吸収合併すること（いわゆる「三角合併」）や現金を用いて少数株主の縮出しを伴う合併等（いわゆる「キャッシュ・アウト・マージャー」）を行うことが法制度上は可能になったことが注目される<sup>3</sup>。

この点につき、実務においては、①少数

1 組織再編行為に関する最近の商法改正として、平成9年の合併法制の改正（報告総会および創立総会等の廃止、債権者保護手続の合理化（債権者に対する個別催告の一部省略）、簡易合併制度の創設）、平成11年の株式交換制度および株式移転制度の創設、平成12年の会社分割制度の創設および簡易の全部営業譲受制度の創設、ならびに平成14年の株主総会特別決議の定足数の緩和、がある。なお、平成9年の独占禁止法9条の改正による、いわゆる純粋持株会社の解禁も、これら組織再編法制に大きな影響を与えた。

2 なお、会社法の施行に関して、合併等対価の柔軟化に関する規定については、その実質的な施行が会社法の施行の日から1年後からとされたことにより（附則4項）、当該規定に係る部分の施行日は平成19年5月1日となった。また、当該部分の施行に伴い、「会社法施行規則の一部を改正する省令」（平成19年法務省令第30号）が平成19年4月25日に公布され、同年5月1日に施行されている。

株主からの代表訴訟リスクやクレーム・リスクを排除した、柔軟かつ効率的な企業経営の確保、②金融商品取引法上の開示義務履行や株主総会手続等を通じた会社情報の外部流出防止、③IR対応および株主総会招集などのコスト回避、④短期利益確保・高株価維持などの市場からのプレッシャーを避けた、長期的視野に立った企業戦略・グループ戦略の立案および遂行、⑤敵対的買収の脅威の回避、などの観点から、かねてより組織再編対価の柔軟化に対する要望が強かったところであるが<sup>4</sup>、今般の会社法全面施行によりこれが正面より認められたことから、今後これを活用した完全子会社化やゴーイング・プライベートを目的とする組織再編行為が活発に行われることが見込まれる<sup>5</sup>。

このような合併等対価の柔軟化が認められたことにより、金銭その他の財産を利用した組織再編行為を行う場合には、構造的

に少数株主の縮出しという現象を伴う。この点、対価の柔軟化は、会社の株式の多数を保有する支配株主に対して、一定の要件の下で、少数株主を締め出す手段を与えるものであること、すなわち、会社法が、少数株主を排除するという目的が行為の目的の中に存することそれ自体を濫用的なものとは考えないと位置付けたことは疑いの余地がない。ただし、少数株主が一掃されることで企業価値が向上する場合がある、というのが、対価の柔軟化という制度を導入する理由だからである<sup>6,7</sup>。その一方で、少数株主を排除する目的自体をもって直ちに濫用的とはしないとしても、そのような効果を有する組織再編行為がどのような事情の下においても無制限に認められるものかどうかについては、疑念がある。少なくとも、少数株主の保護という観点から、かかる現金交付による縮出しには、支配株主・少数株主間の利害調整という側面での一定の制

- 3 会社法制定前においても、合併規定の沿革や比較法的観点等から交付金合併を認めるべきとする見解が有力に主張されていた（柴田和史「合併法理の再構成（6・完）—吸収合併における合併対価の検討—」法協107巻1巻58頁以下（1990年）、江頭憲治郎『企業結合法の立法と解釈』262頁（有斐閣、1995年）が、消滅会社の株主に対して存続会社の株式を交付しない合併は認められないと解するのが伝統的通説であった）。
- 4 たとえば、日本経済団体連合会「会社法改正への提言—企業の国際競争力の確保、企業・株主等の選択の尊重」（2003年10月21日）は、合併等の対価の柔軟化について、「組織再編を円滑に進めるためには、その対価を柔軟化することが有効である。吸収合併、吸収分割及び株式交換の場合において、消滅会社等の株主に対して、存続会社等の株式を交付する代わりに、金銭や他の会社の株式などの財産を交付する、合併対価の柔軟化を認めるべきである。」（II2（1）参照）としていた。その後も、経済界は、会社法改正に係る法制審議会での検討過程およびパブリックコメントなどにおいて、一貫して、合併等対価の柔軟化を求めてきた（相澤哲ほか『会社法制の現代化に関する要綱試案』に対する各界意見の分析〔V・完〕』商事1693号44頁（2004年）など）。
- 5 ミシティグループの在日子会社であるシティグループ・ジャパン・ホールディングスが、傘下の日興コーディアルグループを三角合併手法を用いて（すなわち、同社が米国親会社であるシティグループの株式を日興コーディアルグループ株主に交付する株式交換方式で）完全子会社化を行った（[http://www.citigroup.jp/japanese/press\\_release/2008/20080129.pdf](http://www.citigroup.jp/japanese/press_release/2008/20080129.pdf)（平成20年1月29日付プレスリリース））が、合併等対価の柔軟化を用いた初の事例として注目される。なお、シティグループ・ジャパン・ホールディングスが日興コーディアルグループと合併する計画はない模様であり、厳密な意味での三角合併が行われるわけではない。
- 6 藤田友敬「企業組織再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリ1267号109頁（2004年）。
- 7 これを裏側からいえば、会社法は、（少数株主にとっての）株主としての投資継続の機会それ自体は、当然に保証されなくてはならないものではないと判断したものといえる（藤田友敬「組織再編」商事1775号55頁（2006年））。株主が会社の有する事業に対する投資の機会を、その意思に反して奪うことが正面から認められたことになる。

約が存在するという点については、学説上ほぼ異論のない状況であるといつてよい<sup>8</sup>。しかしながら、そのような制約がどのような基準によって画されるものであるか、すなわち、少数株主の縮出しにはどのような理論的限界があるのかといった問題点については、依然必ずしも疑義なく明らかにされているとはいえないように思われる。

ところで、少数株主の縮出しは、会社の支配株主が、資本多数決の原理を利用して、少数株主の意思に反してでも金銭と引き換えに強制的に会社との資本関係から離脱させることであり、その際、支配株主が少数株主の犠牲において一方的に自己に有利な取引条件（＝縮出し条件）を決定する立場にあることから、そのような局面において少数株主を保護する必要性のあることは自明と考えられている。そして、その少数株主保護の内容として、第一に、対象会社の事業への投資を継続できる立場の保護、換言すれば、特定の会社の株主たる地位を維持する利益の保護、第二に、締め出される際に受け取る対価の相当性の保証、というものが挙げられる<sup>9</sup>。とりわけ、前者の、いわば株主の地位の保護という観点につき、現金交付合併が古くから認められていた米国においては、支配株主・少数株

主間の利害調整要素として「正当な事業目的」を要求し、これを欠いた少数株主の縮出しのみを目的とする現金交付合併は差止め・取消しの対象となるとする判例法理がある<sup>10</sup>。わが国においても、このような米国の状況を受けつつ、少数株主の縮出し制度を導入することの是非、および導入した際に少数株主の利益保護の観点からどのような措置を講ずるべきかという議論がなされてきた。そこでも、米国と同様に、そのような保護法益への評価と密接に関連しつつ、交付金合併における正当な事業上の目的の要否についての議論がみられる<sup>11</sup>。

このような正当な事業上の目的の要否（あるいは、その他の何らかの調整要素の要否）を議論する前提として、少数株主の縮出しに係る問題を、多数決原理の下で少数株主を保護するために法が予定しているどのような法理との関係において論ずるのかを整理しておく必要がある。とりわけ、現金交付組織再編行為においては、少数株主は対価をもって会社の有する事業への参与の機会を失う一方で、多数派株主は依然として当該機会を維持することとなり、株主間で別異の取扱いがなされることになることから、株主平等原則との関係が問題となりうる。このような点についての整理・

8 江頭憲治郎『株式会社法〔第2版〕』760頁（有斐閣、2008年）参照。

9 笠原武朗「少数株主の縮出し」森淳二朗＝上村達夫編『会社法における主要論点の評価』115頁（中央経済社、2006年）。

10 代表的なものとして、*Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977)。なお、デラウェア州では、かかる「正当な事業目的」理論は破棄されており（*Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983)）、フリーザアウトの局面における少数株主保護の議論は、合併等取引に係る手続的な公正性（fair dealing）および少数株主の受け取る対価の公正性（fair price）を包摂した「完全な公正」に係る議論に移行している。しかし、筆者は、このような米国の状況がわが国への示唆を与えるものであることは否定しないとしても、わが国の法制度に照らしてそのまま受け入れるべきものとは直ちには考えない。また、デラウェア以外の州においては、依然として「正当な事業目的」テストがフリーザアウトの要件になっているものがある。これらの点については第3章で詳述する。

11 直接的に「正当な事業目的」について言及したものではないが、「特別決議万能説」および「少数株主排除絶対違法説」の語を用いて簡潔に論点対比を行ったものとして、藤麗憲一「組織再編における実務上の課題と取組み〔下〕」商事1656号79頁（2003年）。また、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考察」柴田和史＝野田博編『会社法の現代的課題』11頁（法政大学現代法研究所、2004年）、笠原・前掲注（9）113頁参照。

解釈は必ずしも確立した状況とはいえず、今後、合併等対価の柔軟化を利用した組織再編行為が行われる際に実務上乗り越えるべき障害となる可能性がある。

そこで、本稿では、少数株主の縮出しを伴う組織再編行為における、少数株主保護の理論的背景およびそれを踏まえた正当な事業上の目的の果たす機能について考察することにより、かかる組織再編行為の理論的境界の方向性を探る試みを行うこととする。

## 第2章 少数株主縮出し組織再編行為の概要とその問題点

### 第1節 交付金合併制度の概要

会社法制定前の旧商法下では、合併、分割、株式交換、株式移転に際して、消滅会

社の株主、分割会社またはその株主、完全子会社となる会社の株主に対して交付される財産は、原則として、存続会社、承継会社、完全親会社となる会社または組織再編行為により設立される会社の株式に限定されることを前提として、各種の規律が設けられていた<sup>12,13</sup>。たとえば、合併に関していえば、合併が他の会社に対する財産全部の移転とこれに対するその会社の株式の発行という現物出資に本質的契機があり、その本質が現物出資による会社の資本増加または設立とみる見解（現物出資説）<sup>14</sup>に典型的にみられるように、消滅会社の株主に対し存続会社の株式を交付しない合併は認められないと解するのが旧商法下での通説<sup>15</sup>であった<sup>16,17</sup>。

他方、会社に存在する少数株主を排除し

- 12 平成15年10月法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱試案補足説明」第四部第七1。
- 13 たとえば、平成17年改正前商法409条2号は、合併契約書に記載すべき事項として、「存続スル会社ガ合併ニ際シテ発行スル新株ノ総数、種類及数並ニ合併ニ因リテ消滅スル会社ノ株主ニ対スル新株ノ割当ニ関スル事項」を掲げていた。
- 14 大隅健一郎『会社法の諸問題〔新版〕』391頁（有信堂、1983年）。
- 15 合併時に消滅会社株主に対して対価の一部として合併交付金を交付することは認められるが、合併交付金は合併比率の調節に必要な限度において認められるにとどまるとされていた（竹田省『商法の理論と解釋』248頁（有斐閣、1959年））。なお、合併交付金は、講学上、①合併比率調整のための合併交付金、②減資による株金の払戻しとしての合併交付金および③利益配当金に代えて交付する合併交付金の3種類に分類される（柴田和史「合併法理の再構成（1）—吸収合併における合併対価の検討—」法協104巻12号1642頁（1987年））。
- 16 もっとも、平成17年改正前商法の下においても、合併対価を存続会社の株式に限定することなく、社債や現金を対価として行われる社債交付合併や現金交付合併が可能か否かについて、理論的な研究がなされなかったわけではなかった。たとえば、柴田教授は、わが国商法の合併規定が継受したイタリア商法の考察、わが国学説が依拠し対価株式限定説を採るドイツの合併法理の矛盾点の考察、ならびにアメリカ法における対価の柔軟化およびその社会経済上の意義に係る比較法的研究を踏まえたうえで、旧法下においても株式を全く発行しない現金交付合併、社債交付合併または無交付合併が許されており、とする合併対価株式非限定説を唱えられた（柴田和史「合併法理の再構成（1）—吸収合併における合併対価の検討—」法協104巻12号、105巻2号、4号、7号、106巻11号、107巻1号（1987-1990年））。また、江頭教授も、交付金合併には、それにより少数株主が一掃されることで支配・従属会社間の柔軟なグループ運営が自由になり、グループにシナジーが生じるメリットがあること、締め出される側の少数株主も（株式より）現金を対価として希望するニーズがあること、および交付金合併によらずとも少数株主の縮出しは実質的に行われうるし、また、それへの救済に係る法理は合併承認決議の瑕疵を争うなど他に存すること、といった点を理由として、交付金合併による吸収合併の手法を一律に禁止すべきではないと主張された（江頭・前掲注（3）263頁、同『株式会社・有限会社法〔第4版〕』687頁注2（有斐閣、2005年））。
- 17 なお、平成17年改正前商法下においても、産業活力再生法上の経営資源再活用計画等について主務大臣の認定を受けた上で、消滅会社等の株主に対して現金を交付することの認定を受け、これに基づいて公開買付者と対象会社との合併や株式交換の際に少数株主に対価として現金を交付する合併等は認められていた。

完全子会社化することについては、様々なメリットがあることが指摘されていた。たとえば、①株主総会の招集通知をはじめとした株主総会開催に係る費用あるいは株式書換代理人の費用等いわゆるインベスター・リレーションズに関する費用、または証券取引法に基づく有価証券報告書等を作成し継続開示することに要する費用その他多数少数株主を抱えることにより発生する管理費用を削減することができる<sup>18</sup>、②完全子会社化すれば、株主総会の決議も全員出席総会という形でいつでもどこでも行うことができるため、意思決定の機動性が高まる<sup>19</sup>、③企業グループ内において、親会社・子会社間の利益相反取引や取締役の忠実義務違反に基づく少数株主からの訴訟ないしクレーム・リスクをなくして、グループの事業遂行につき柔軟かつ効率的な企業経営が可能になる<sup>20</sup>、④短期的利益を上げることや高株価を維持することについての市場からのプレッシャーをなくし、また、敵対的企業買収の脅威を回避して、長期的視野あるいはグループ全体の視野に立った企業戦略を実行しやすくする、または⑤継続開示義務の履行や株主総会手続を通じて会社情報が外部に流出することを回

避できる、といったことなどである<sup>21</sup>。かかる観点から、旧商法下においても完全子会社化を行うために株式移転・営業譲渡・清算方式あるいは端株方式といった方法等が考案されていたが<sup>22</sup>、組み合わせられる個々の行為は制定法上認められたものであるものの、少数株主の排除を主要な目的とする一連の手段として用いられる場合には、特定の会社の株主たる地位を維持する利益を重視する伝統的見解が支配的であった商法秩序の下では株主権の濫用とされるリスクを完全に払拭することはできず、実務に堪える程度の法的安全性を確保し得たとは言い切れない状況にあった<sup>23,24</sup>。

これに対して、会社法は、たとえば、吸収合併手続において、対象会社の少数株主に対して存続会社の株式ではなく現金を交付することなどにより、少数株主の縮出しを行いうることを疑念の余地なく認めている<sup>25</sup>。すなわち、会社法は、吸収型再編をする場合において、消滅会社の株主等に対して、存続会社等の株式を交付することなく、金銭その他の財産を交付することや、対価を交付しないことができることとする（749条1項2号、751条1項3号、758条4号、760条5号、768条1項2号、770条1

18 正確な実証研究は見当たらないが、そのようなコストは年間数千万円、会社の規模によっては億の単位になることも珍しくないとされる（藤縄・前掲注（11）81頁）。

19 会社法319条1項に基づく書面決議等も容易であり、物理的な会議体形成そのものが実質的に不要となる。

20 このような点を踏まえて、実務上の観点から、自らの技術やノウハウを積極的に移植して会社の利益を飛躍的に向上させても、果実の一部が少数株主に漏れてしまう心配はなく、また、かかる利益の大半を多額の配当として親会社に吸い上げたりしても、その一部が少数株主に漏れてしまうこともない、との指摘もなされる（服部暢達「多様化する日本企業の再編スキーム」商事1599号14頁（2001年））。

21 内閣府＝野田昌毅「ゴイング・プライベートの法的手段と留意点」商事1675号81頁（2003年）、西村総合法律事務所編『M&A 法大全』852頁（商事法務、2001年）など。

22 かかる少数株主排除の手段としての株式移転・営業譲渡・清算方式および端株方式については、藤縄・前掲注（11）79頁および内閣＝野田・前掲注（21）82頁に詳し。

23 笠原・前掲注（9）113頁。

24 それでも、平成11年商法改正により株式交換および株式移転の制度が導入されたことを契機として、特定の株主であることの利益の保護を従前より軽く考える余地を生み出したとの理解の下、実務では少数株主排除に係る法的リスクを「取れる」範囲のものとして判断し、少数株主排除が活発化したとされる（藤縄・前掲注（11）80頁）。

項3号)<sup>26</sup>。そして、消滅会社の株主等に対して交付することができる対価については、「財産」と評価できるものであれば足り、それ以外に特段の制限はない。

このような組織再編行為に必要な株主総会における決議要件は、旧商法と同様に、特別決議である（309条2項12号）。したがって、株主総会の特別決議を成立させようとする株式を取得した株主は、制度上は、株式等に代えて金銭等の対価を交付することにより少数株主を排除することができる。

さらに、会社法において新たに導入された略式組織再編制度によれば、吸収型再編行為の当事会社間において特別支配関係が認められる場合には、対象会社における株主総会の承認決議を省略することができる（784条1項、796条1項）。ここにいう特別支配関係が認められる場合とは、ある株式会社の総株主の議決権の90%以上を他の会社（親会社）が保有していることをいう。

これにより、このような議決権比率を獲得した支配株主は、消滅会社等において、株主総会を開催することなく、すなわち、少数株主に対する審理の機会を与えることなくそれら株主に対して合併等対価としての現金等を交付することにより排除することができる<sup>27,28</sup>。

## 第2節 交付金合併の問題点

以上述べたように、交付金合併には、少数株主を現金によって強制的に排除するという契機が潜在的に備わっている<sup>29</sup>。この、少数株主はその意向の如何に関わらず、端的にはその意に反して、支配株主による資本多数決の利用の結果、自らの資産の生み出す事業機会に関する持分を「手切れ金」によって剥奪させられることになる、ということが問題の出発点である。そのような場合に少数株主が被りうる不利益としては、大きく分けて、①公正な対価を

25 このほか、支配株主が、完全子会社である特別目的会社をして、これを存続会社として対象会社を交付金合併により吸収させ、少数株主を締め出すことにより完全子会社化を図ることも考えられる。また、合併でなくとも、会社が子会社等を対象会社として株式交換を行い、その対価として現金を交付することにより、自らの株式を交付することなく（グループ内に少数株主を残すことなく）完全子会社化することが可能である。もっとも、これを制度上依然として株式交換と呼ぶことについては違和感がある。

26 対価の柔軟化が認められるのは、吸収型再編のみである。新設型再編は、当事会社が単独または共同して消滅会社もしくは分割会社の権利義務または完全子会社の株式を出資して新たに会社を設立するという性質を有するものであり、組織変更も、あくまで会社がその同質性を維持しながら、その組織を変更する手続であることから、これらについては、いずれも対価の柔軟化が図られておらず、会社法の下でも、消滅会社等の株主や組織変更をする株式会社の株主に対しては、必ず新設会社の株式や組織変更後持分会社の持分を交付しなければならない（相澤哲＝細川充「組織再編行為〔上〕」商事1752号8頁（2005年））。

27 略式組織再編制度を導入したのは、90%を超えるようなほぼ完全な支配関係がある会社間においては、被支配会社で仮に株主総会を開催しても、支配会社の提示する議案が通ることについては結論において変わることがないことは明らかであり、そうであれば、むしろ被支配会社における株主総会の開催を不要とすることにより、組織再編の機動性を確保することのほうが望ましいと考えられたことによる（相澤哲＝細川充「組織再編行為〔下〕」商事1753号43頁（2005年））。

28 なお、会社法制の現代化に関する要綱試案の段階では、ある株主が議決権の90%以上を保有することとなった場合に、当該支配株主の少数株主に対する株式売渡請求の制度を設けるか否かを「なお検討する」とされていた（要綱試案第四部第七3（注4））が、学者・法曹関係者と経済界の間で意見の隔たりが大きく、結局採り入れられなかった（江頭憲治郎『「会社法制の現代化に関する要綱案」の解説〔Ⅶ〕」商事1728号13頁（2005年））。

29 中東正文「合併、三角合併、株式交換・株式移転」川村正幸＝布井千博編『新しい会社法制の理論と実務』232頁（経済法令研究会、2006年）。

下回る対価で株式の売却を強制される不利益、および②そもそも売却を望まないのにこれを強制される不利益（対象会社の株主であり続ける利益を侵害される不利益）が考えられる<sup>30</sup>。①の点は対価の相当性の問題であり、少数株主の経済的利益の保護に直接関わるものであることから、かかる点の不利益に対して救済を要すること自体については議論の余地は殆どない。会社法も対価の相当性に関する開示事項の充実を図り、いわゆる合併シナジーが対価の相当性の一部をなすことを明確にするなどの特段の配慮を行っているほか、学説上も、むしろこの相当な対価（fair price）をどのように捉え、どのようなものが含まれ、どのように計算するか、そしてその対価の相当性をどのように担保するかといった点に議論の重心が置かれている<sup>31</sup>。では、②の点についてはどうか。

この点、株式の金融資産性を重視し、公正な手続・公正な対価といった措置が確保されれば対象会社の株主であり続ける利益の保護は制限されるべきであるとか、既に旧商法において導入されていた株式交換・株式移転の制度によってもそのような利益は既に制限されている、といった観点から、

株主の地位を剥奪されること自体に係る不利益については謙抑的に考える見解が有力に主張されている<sup>32,33</sup>。また、特に上場会社を意識しつつ、支配株主以外の株主の関心は専ら株式の経済的価値にあるという株主サイドの投資動機的一般論に言及しつつ、同様に謙抑的に説く考え方も見られる<sup>34</sup>。

他方、締め出される少数株主の受け取る対価がバランスしていることを前提としつつも、専ら少数株主の追出しを目的とする現金交付合併等が行われることを懸念し、特に総会決議取消事由としての特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議（831条１項３号）の適用可能性の観点から、あるいは実体要件そのものとして、交付金合併等に「正当な事業目的」を要求する立場がある<sup>35</sup>。会社法の下では、個々の株主の同意なければ締め出すことはできないというルールは最早採られていない一方で、適正な補償があればいかなる場合においても縮出しは適法であると割り切ることに疑問があるとすれば、それらのバランスを取るための枠組みを用意するものとして、「正当な事業目的」という概念を検討する余地があることは否定できないように思われる<sup>36</sup>。直感的にも、会社の経営に参

30 笠原・前掲注（９）115頁など。

31 たとえば、江頭・前掲注（３）269頁以下。経営資源の効率性と構成の観点から検討を加えるものとして、神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」鴻先生還暦記念『八十年代商事法の諸相』331頁（有斐閣、1985年）。その他、藤田・前掲注（６）103頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号75頁（2006年）、星明男「少数株主から支配株主への利益移転は阻止されるべきか—会社支配権市場の規律的效果とその誘因」ジュリ1326号130頁（2007年）など。

32 M & A 法大全・前掲注（21）877頁など。

33 もっとも、株式交換・株式移転の場合でも、対価として完全親会社となる株式が交付される限り、（たとえ相当に希釈化された持分となる場合であっても）間接的には、完全子会社の事業に対する投資機会を喪失していないとも考えうる。

34 藤縄・前掲注（11）80頁。

35 江頭憲治郎ほか「（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1685号21頁〔江頭発言〕（2004年）、江頭憲治郎＝弥永真生「会社法制現代化の意義と課題」企業会計56巻1号110頁〔江頭発言〕（2004年）。また、弥永真生『リーガルマインド会社法〔第11版〕〕386頁注8（有斐閣、2007年）。なお、上村達男「会社の設立・組織再編」商事1687号13頁（2004年）は、実体要件として正当理由を求める趣旨と思われる。

36 笠原・前掲注（９）117頁参照。

与する権利・地位を本質的に有する筈の株主が、（会社の支配という点で資本多数決の原理の制約を受けるとしても）その意思に反して現金で放逐されるということには違和感を禁じえないし、株主の関心が株式の金融資産性にあるとの一般論を特に上場会社においてそれなりに承認せざるを得ないとしても、株式の保有維持を望む株主が存在する場合にまでそれらの者に対し現金の受領を強制する理由付けになるかどうかは定かではない。

このような背景から、様々な批判には耳を傾けつつも、交付金合併における「正当な事業目的」という要件の調整機能について着目し、その要否に関する検討を改めて行うことは、今後の適正な交付金合併、すなわち少数株主の縮出しのあり方を画していくうえで少なからぬ意義があると考えられる<sup>37</sup>。

ところで、よく知られるように、早くから交付金合併の認められていた米国においては、判例法上、正当な事業上の目的を欠いた少数株主の排除のみを主要な目的とする交付金合併に対して制約を課す幾つかの州が存在する。また、デラウェア州のように、一旦確立した「正当な事業上の目的」基準がその後の判例によって破棄されたものもある。そこで、まずは、米国における「正当な事業上の目的」要件に関する議論

の様相について、次章にてみることにする。

### 第3章 縮出し合併における少数株主保護を巡る議論—正当事業目的基準を中心に—

#### 第1節 米国における状況

##### 1. デラウェア州における正当事業目的基準について

###### （1）Singer 事件判決以前の米国での縮出し合併を巡る史的展開

コモンローにおいては、個々の株主は、会社の事業または定款に関して基礎的な変更を加えることに関して拒否権を有するとされていた<sup>38</sup>。すなわち、会社が他の会社と合併をしようとする場合には、株主全員の同意を得なければならなかったのである<sup>39</sup>。これは、会社の定款は、株主間の契約であり、かつ、会社と州との契約であって、かかる契約はそれら全ての契約当事者が合意することなしに変更することができないと考えられていたためであった<sup>40</sup>。そして、これは株主の既得権（vested rights）であるとされていた。

しかしながら、その後、会社組織の基礎的な変更しに株主全員の同意を要求し、かかる変更の途を閉ざすことないしは著しく困難なものとしてしまうことは、少数株主の

37 龍田教授は、資本多数決濫用の場合の反対株主の利益保護としての株式買取請求権制度の限界を指摘する中で、「株式会社は、手切金でカタをつけるほかない身分関係とは違う（freeze-out）」との指摘を行っておられる（龍田節「株主総会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〕』133頁（有斐閣、1962年））。この考えは、株式投資は所詮最後はカネの問題であると割り切る立場があるとすれば、それとは直接相容れないものであり、対価の相当性以外の調整要素の一つである「正当な事業目的」要件の存在意義もこれらの相反する考え方の接点において浮沈する問題といえようか。

38 See Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, N.Y.L. Rev. 624, 627 (1981). See also William J. Carney, *Fundamental Corporate Change, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 Am. B. Foundation Research J. 69, 77.

39 See, e.g., Victor Morawetz, *A Treatise on the Law of Private Corporations* §951, at 908-909 (2d ed. Boston: Little, Brown & Co., 1886).

40 Carney, *supra* note 38, at 78.



専横を許すことになり、したがって、望ましい商取引を妨げて経済発展を阻害しようとの懸念が認識されるようになってきた<sup>41</sup>。かかる観点から、多くの州では、合併を含む会社の基礎を変更する取引に関し、株主全員の一致ではなく、取締役会の承認および総株主の過半数または特別多数の同意を要件とする基準を採用するようになった<sup>42</sup>。その一方で、何れの州においても、会社や多数株主が少数株主からその持分を手放させることを強制しうる権限を付与するものではなく、また、裁判所も、このような会社の基礎の変更を多数決により行える権限が少数株主の縮出しに使われることについては、批判的な態度を維持していた<sup>43</sup>。たとえば、*Southern Pacific Co. v. Bogert* 事件判決<sup>44</sup>において、裁判所は、少数株主を締め出すための会社の解散および当該会社の全ての資産の特別目的会社への譲渡を支配株主が企図した件に関して、少数株主に対して、当該特別目的会社の株式を対価として付与することにより会社への継続参加を保証すべきとしたのである<sup>45</sup>。

このような状況も、合併法理に係る自由化がさらに進むにつれ、様変わりしていくことになる。すなわち、1925年には、フロリダ州は、全米で初めて合併の対価を現金

とすることを認める会社法を制定した<sup>46</sup>。また、1931年までには、アーカンソー州<sup>47</sup>、カリフォルニア州<sup>48</sup>およびオハイオ州<sup>49</sup>の3州も同様の規定を会社法に導入するに至った。もともと、これら州法においては、多数株主による縮出し合併が明示的に認められていたわけではなく、むしろ、その多数株主が自らも株式の代わりに現金を合併対価として受領する場合に交付金合併が認められるというように解しようとの見解もあったようである<sup>50</sup>。また、実際にも、この段階においては、交付金合併を認める初期の州法の規定は、資産譲渡を伴う善意の事業提携などを想定して合併方法の柔軟性を確保する工夫の一つとして制定されたものであって、立法者が縮出し合併の正当化の意図を持っていたことを示す事実はなく、却って、縮出し合併は原則として禁じられるべきであるとの見解が支配的であったとされる<sup>51</sup>。しかしながら、合併が通常は合併当事会社の一方を継続させること意図するものであることからすれば、交付金合併を認めることは、実質的には少数株主の縮出しを許容することを認めることに繋がる。かかる観点からは、社会政策が株主の既得権の保護よりも企業活動の柔軟性と資本多数決原理を優先すると位置付け

41 Weiss, *supra* note 38, at 629.

42 E.g., Act of May 27, 1896, ch. 932, §§57, 58, 1896 N.Y. Laws 994.

43 Weiss, *supra* note 38, at 629.

44 250 U.S. 483 (1919).

45 Norman D. Lattin, *Equitable Limitations on Statutory or Charter Powers Given to Majority Stockholders*, 30 Mich. L. Rev. 645, 664-665 (1932) は、「(法によって付与された多数株主の) 広汎な権限は、無制限であると解釈されてはいない。これらの装置が多数株主より少数株主の縮出しを目的として用いられることは、規範として厳しく否認されてきた」とする。

46 Act of June 1, 1925, ch. 10096, §36, 1925 Fla. Laws 134. なお、合併対価としての現金交付を最初に認めたのはネヴァダ州ともいわれる(柴田和史「合併法理の再構成(4) — 吸収合併における合併対価の検討 —」法協105巻7号928頁(1988年))。

47 See Act of Apr. 1, 1931, Act 255, ch. 1 §61, 1931 Ark. Acts 860.

48 General Corp. Law, ch. 862, §361, 1931 Cal. Stats. 1809.

49 General Corp. Act §§8623-8667, 1927 Ohio Laws 35.

50 Weiss, *supra* note 38, at 629.

51 *Id.* at 641.

たことを示すものである、との指摘がなされてもいる<sup>52</sup>。

次に契機となったのは、1936年にニューヨーク州で最初に制定された略式合併規定（short-form merger statute）であった<sup>53</sup>。ニューヨーク州は、ガスまたは電力供給会社がその子会社と合併するにあたって、95%以上の子会社株式を保有している場合には、（株主総会決議を要することなく、）合併契約書を州務長官に提出することにより合併を成立させることができることとした。これは、複雑な統治機構をもっていた当時の公益事業会社の組織の簡素化を目的としたもので、少数株主の締出しを一般に認める趣旨ではなかった模様である<sup>54</sup>。しかしながら、かかる規定に基づく略式合併の効力が争われた *Beloff v. Consolidated Edison Co. of New York* 事件判決<sup>55</sup>において、ニューヨーク州最高裁判所は、少数株主には消滅会社にとどまる権利も、存続会社に参加する権利も、将来の利益分配に与える権利もなく、合併について熟考し、協議し、議決権を行使する何らの憲法上の権利も有していないとし、さらに、消滅会社の株主の有する権利はその株式の価値についてのみであって、それは株式買取請求権によって保護される、とした<sup>56</sup>。これと時を

同じくして、ニューヨーク州では、略式合併規定の射程を全ての会社に拡大し<sup>57</sup>、また、1961年には、現金を対価とする通常合併を認めるに至った<sup>58</sup>。このような流れに呼応して、デラウェア州においても、1957年に略式合併<sup>59</sup>、1967年に通常合併における交付金合併を認める立法<sup>60</sup>がなされた。

このように略式合併の適用範囲が一般的に広げられていった理由は必ずしも明らかでなく、むしろ、当時においても略式合併を利用した少数株主の締出しを認めるべきではないという見解もあったのである<sup>61</sup>。しかし、これら略式合併および合併等対価の柔軟化の法制化に伴い、裁判所の少数株主の締出しを伴う取引に対する一般的な嫌悪感が失われる傾向が明らかに見られるようになった。たとえば、*Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* 事件判決<sup>62</sup>において、デラウェア州最高裁判所は、現金対価による略式合併で株主を締め出すことは確立した法理に反するとの少数株主の主張を退け、法の規定をそのまま適用して当該合併を許容した上で、定款の修正に係る契約上の既得権利を奪うことを定める同州法は憲法に違背しない旨明言した。また、*Stauffer v. Standard Brands, Inc.* 事件判決<sup>63</sup>では、さらに踏み込んで、合併に異議のある株主

52 See Arthur M. Borden, *Going Private—Old Tort, New Tort or No Tort?*, 49 N.Y.U.L. Rev. 987, 1026 (1974). なお、このような立法は、十分に尊重されてきた基本的権利を株主から剥ぎ取るものである（“stripped from shareholders...well-respected basic rights”）と形容される。

53 Act of May 28, 1936, ch. 778 §1(1), 1936 N.Y. Laws 1658.

54 本法導入の経緯について、龍田節「アメリカ法上の略式合併」民商59巻1号3-6頁（1968年）参照。

55 300 N.Y. 11, 87 N.E.2d 561 (1949).

56 *Id.* at 19.

57 Act of Apr. 22, 1949, ch. 762, §1(1), 1949, N.Y. Laws 1707.

58 N.Y. Bus. Corp. Law §902(a)(3).

59 Act of June 5, 1957, ch. 121, §253(a), 51 Del. Laws 186 (1957). なお、デラウェア州における略式合併の要件たる持株比率は90%以上であり、ニューヨーク州のそれより緩和されている。

60 General Corporation Law, ch. 50, §251(b)(4), 56 Del. Laws 206 (1967).

61 中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』22頁（信山社、1999年）。

62 38 Del. Ch. 514, 154 A.2d 893 (1959).

63 4 Del. Ch. 7, 187 A.2d 78 (Del. 1962).

の救済は株式買取請求権に限定されることを確認した上で、デラウェア州の略式合併の規定（253条）の究極の目的は親会社に少数株主の持分を排除する手段を付与することにある、旨明確に宣言した<sup>64</sup>。そして、さらには、David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc. 事件判決<sup>65</sup>では、通常合併における現金交付による縮出しに関し、デラウェア州法の規定（251条）は、合併に異議ある株主に対して略式合併におけると同等以上の権利、すなわち株式買取請求権以上の権利を付与するものとは解されない旨明らかにした<sup>66</sup>。

ところで、以上の2つの大きなトレンド、すなわち、交付金合併の一般的な承認と少数株主の救済の株式買取請求権への限定とは別に、米国においては、多数株主は少数株主に対して信託義務を負うとする法理が古くから承認されてきた。多数株主は支配権を有するが、その場合には、当該会社自身または役員もしくは取締役と同様に、多数株主は少数株主との間で信託関係（fiduciary relation）にあり、その有する支配権行使により会社の財産が多数株主に譲渡される際には、少数株主はかかる譲渡から生ずる利益に対して公平に参加することなしに排除されることはない、というのである<sup>67</sup>。他方、多数決原理による合併が認められたことにより、株主は単独株主権としての拒否権を失い、かつ、コモン・ロー上の権利としては株式買取請求権のみが定められ、合併差止請求権などは認められないままとなったことから、そのような合併

の差止めあるいは無効確認といった救済が得られるか否かについては専ら衡平法上の問題として検討されることとなった<sup>68</sup>。このような背景の下、デラウェア州においては、多数株主の信託義務理論は、たとえば親子会社間の合併のような利害関係者間の取引の場合には、多数株主・会社側が「完全な公正（entire fairness）」ないし「内在的公正（intrinsic fairness）」を立証しない限り、少数株主に衡平上の救済として合併差止権等が与えられる、という判例理論として発展した<sup>69</sup>。すなわち、この多数株主の信託義務に関する法理と、合併の内容が詐欺的または不公正である場合の株主のエクイティ上の差止請求権に関する法理との理論的な交錯が見られた重要な判例である *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.* 事件判決<sup>70</sup>において、デラウェア州最高裁判所は、親子会社間の合併の取消しが求められた事案につき、多数株主としての親会社につき信託義務を負う者としての立場を強調し、合併取引の両当事者側において行動した多数株主の立場から彼ら自身に合併の完全な公正についての証明責任を課し、合併を裁判所の厳密な検討（careful scrutiny）の下に置くことを認めた。ただし、*Sterling* 事件判決は、合併についての完全な公正を要求したものの、そこでの公正性判断は少数株主に対して交付される現金の額が正当であるかどうかの判断と同一視していたため、完全な公正の判断基準として縮出しの対価の価額以外の要素が公正性判断の対象となるのか否かについては、不明瞭なまま

64 Id. at 10-11, 187 A.2d 80.

65 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971).

66 Id. at 35.

67 See 250 U.S. 483 (1919) at 487-488.

68 柴田和史「合併法理の再構成（５）—吸収合併における合併対価の検討—」法協106巻11号2017頁（1989年）参照。

69 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整〔５・完〕」法協99巻2号228頁（1982年）。

70 33 Del. Ch. 293, 93 A.2d 107 (1952).

残ってしまったのである。

さて、これら州裁判所レベルでの議論の蓄積が行われている間、連邦裁判所の対応はどのようなものであったであろうか。合併を含む特定の取引に関して多数株主の少数株主に対する信認義務違反が問題となるケースは、基本的に州法による審査を受けることになるが、そのようなケースに関して、少数株主が、縮出し合併は1934年証券取引所法10条(b)項および同規則10b-5<sup>71</sup>という詐害行為に当たると主張して、連邦裁判所に対して救済を求めようとする傾向が1960年代以降顕著になっていた<sup>72</sup>。これに対して、連邦最高裁判所は、*Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 事件判決<sup>73</sup>において、交付金合併の際の「正当な事業上の目的」の存否ないし合併一般の場合における合併比率の公正について、当該連邦法等の規定に基づき連邦裁判所で争う途を包括的に閉ざしてしまった。すなわち、本件は、交付金合併による縮出しに遭った少数株主が、当該縮出し合併に際して、その対価が少数株主の排除のみを目的として算定されたものであり子会社発行の株式の価値を公正かつ正確に反映しておらず連邦法に違背すると主張した事案であったが、連邦最高裁判所は、欺罔的行為または相場操縦的行為という開示義務懈怠行為がなければ、1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5の適用はないと判示したのである。この連邦最高裁の判決によって、交付金合併を行う

にあたり「正当な事業上の目的」があるか否かは、以後、各州法に基づいてしか争えないことになった<sup>74</sup>。

## (2) Singer 事件判決とその系譜

以上見たように、州法が少数株主の縮出しを可能とする制度を株式買取請求権を限局された救済と位置付けつつ用意する状況と、多数株主は少数株主に対して信任義務を負い自己取引を行う際には当該取引の完全な公正を証明する義務を負担するとのデラウェア州において確立した判例法理とを、少数株主の縮出し合併という局面においてどのように調和させるかが重要な課題となっていた。そして、これを州法レベルで解決することを迫られていた州裁判所は、どのような基準で縮出し合併が認められるべきか、独立当事者間取引が期待できない状況下で排除される株主に交付すべき公正な価値をどのように定めるか、といった論点について対処する必要があったのである<sup>75</sup>。

このような状況の下、デラウェア最高裁判所は、*Singer v. Magnavox Co.* 事件判決<sup>76</sup>において、支配株主が少数株主の縮出しを伴う合併を行う際には、当該合併には「正当な事業上の目的」が備わっていなければならないとする法理を打ち出した。

[*Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977)]

Singer 事件判決は、いわゆる「二段階合

71 Securities and Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. §78j(b); 17 C.F.R. §240 10b-5.

72 渋谷光子「アメリカ法の潮流・会社法」アメリカ法 [1978-1] 157頁、江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護 (5) —アメリカ法を中心として—」法協98巻3号331頁 (1981年)。

73 430 U.S. 462, 97 S. Ct. 1292 (1977).

74 Weiss, *supra* note 38, at 657は、本判決には連邦最高裁の明確なメッセージが籠められているとする。すなわち、連邦最高裁は、州法および州裁判所が許容する縮出し合併を是認しないが、このような合併に係る問題について10条(b)項に基づき判断する権限を与えられておらず、合衆国議会在この問題をどのように扱うか、または州裁判所が衡平法の適用問題としてどのように扱うか、という判断に委ねるものである、というものである。

75 See Weiss, *supra* note 38, at 658.

76 380 A.2d 969 (Del. 1977).

併」に関する事案である。North American Philips Corporation（以下「NA社」という。）は、その完全子会社であるNorth American Philips Development Corp.（以下「D社」という。）を通じてMagnavox社（以下「M社」という。）の株式の公開買付を行い、同社株式の84.1%を取得した。次に、新規に設立したD社の100%子会社であるT.M.C. Development Corporation（以下「T.M.C.社」という。）を存続会社として同社とM社との合併を行い、M社の少数株主を現金交付により締め出した。

これに対し、原告らは、①本件合併は不当な対価で少数株主を締め出すこと以外に何らの事業目的もなく、②著しく不十分な合併対価を承認したことにおいて、支配株主の少数株主に対する信認義務に違反している、などと主張して本件合併の無効確認および損害賠償を請求した。原審であるデラウェア州衡平法裁判所は、当該請求について、①単に少数株主を排除する以外の特段の事業上の目的がないからといって合併が詐欺的であるということはできず、また、②これについての反対株主の唯一の救済は株式買取請求権を行使することである、などとして原告らの請求を棄却した。そこで、原告らは上訴した。

デラウェア州最高裁は、以下のように述べて、原審を破棄した。すなわち、デラウェア州においては、M社の多数株主であるD社がM社の財産の処分に関わる取引において少数株主に対して信認義務を負う、というのは確立された法理である。そして、そのような利害関係の存する合併においては、合併取引の両当事者の関係に立つ多数株主は少数株主に対して完全な公正(entire fairness)が担保されていることを

立証する責任を負担しており、また、それは裁判所による厳密な検討(careful scrutiny)をパスするのに十分な程度のものでなければならないという法理も確立したものである<sup>77</sup>。被告は、少数株主に対して公正な価格を提示することにより当該信認義務を果たしたことになり、一方、少数株主の唯一の救済は株式買取請求権に限定されると主張するが、当裁判所はそれに同意できない。被告の主張の核心は、株主の権利はその経済的な投資価値についてのみ存し、投資の形態(form)の維持は権利の対象ではないということにあるが、それは先例とは一致しない<sup>78</sup>。このような多数株主の少数株主に対する信認義務に鑑みれば、少数株主を締め出すことを専らの目的とする合併は、それ自体をもって詐欺的であるとはいえないにしても、信認義務違反を構成するものであると認定する。そしてそのような場合には、少数株主は衡平法上の救済を受けることができる。さらには、少数株主を締め出すことが唯一の目的でないことが認定された場合であっても、それだけでは少数株主の救済が否定されるわけではなく、依然として多数株主の少数株主に対する信認義務は維持され、これから解放されるわけでもない。Sterling事件判決以来確立された「完全なる公正」ルールを遵守して行われたことが必要であり、そうでない場合には少数株主には衡平法上の救済が認められるのである<sup>79</sup>。

このようにして、Singer事件判決においては、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ず、少数株主の縮出し以外の正当な事業目的(valid business purpose)が必要であるとする原則が明ら

77 Id. at 976.

78 Id. at 977.

79 Id. at 980.

かにされた。前述したとおり、Singer 事件判決以前のデラウェア州裁判所は、交付金合併が州法上求められた手続に従って行われる限り、合併に反対する少数株主に対する補償はその有する株式の正当な価値以外には認められず、それは株式買取請求権のみにより担保されることを前提として、少数株主の締出しに対して制限的な判断を示すことを差し控えてきた。しかしながら、Singer 事件判決は、Sterling 事件判決においても提示された多数株主の少数株主に対する信認義務違反を根拠として、それまでの潮流とは異なる方向性を示そうとしたのである<sup>80</sup>。とりわけ、出資者は、自らの投資に対する経済的価値と同様に、あるいはそれとは別個に、対象会社への投資を継続することについても正当な利害を有している旨判断したことが重要である<sup>81</sup>。しかし、Singer 事件判決は、正当性審査の対象となる事業目的が、少数株主締出し対象となる子会社の事業目的を指すのか、それとも多数株主たる親会社のそれを指すのかについては明らかにせず、他日判断するものとした（“we leave it to another day”）<sup>82</sup>。

この点に答えたのが、Singer 事件判決の約 1 ヶ月後に下された Tanzer 事件判決<sup>83</sup>である。Tanzer 事件判決において、デラウェア州最高裁判所は、Singer 事件判決で示された正当事業目的基準を確認した上で、か

かる正当事業目的の範囲に関し一步踏み込んだ判断を行った。

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

Kliklok 社（以下「K 社」という。）の 81% の株式を保有する IGI 社が、K 社の全株式を取得する目的で、自己の 100% 子会社である KLK 社を K 社に吸収合併（いわゆる逆さ合併）させ、その過程で K 社の少数株主を現金により締め出そうとした事案である。これに対して、K 社の少数株主である原告らは、当該合併の唯一の目的は親会社である IGI 社の利益をもたらすことであるとして、合併の仮差止命令を求めた。

デラウェア州最高裁判所は、Singer 事件判決で示された、少数株主締出しを唯一の目的とする合併は多数株主の少数株主に対する信認義務違反になる、との判断を踏まえた上で、本件で検討すべきは、親会社が合併を自らの利益のためだけに行うことが許されるか否か、あるいは、そのような目的の合併がデラウェア州会社法上信任義務違反となるか否かである、と述べた<sup>84</sup>。そして、多数株主も株主としての権利を自らの利益を図る目的で行使することができるとの一般原則を引き合いに出しつつ<sup>85</sup>、IGI 社が自らの負う信認義務を果たしたというためには、K 社の合併を行うに当たっての

80 正当な事業目的基準は、株主が株主としての地位を維持すべき絶対的な権利を有するとの考え方に部分的に逆戻りするものであるとの指摘がある（Leo Herzel & Dale E. Colling, Establishing Procedural Fairness in Squeeze-Out Mergers After Weinberger v. UOP, 39 Bus. Law. 1525, 1529 (1984)）。

81 See David C. McBride, Delaware Corporate Law: Judicial Scrutiny of Mergers — The Aftermath of Singer v. The Magnavox Company, 33 Bus. Law. 2231, 2237. なお、柴田教授は、「正当な営業上の目的を必要とする考え方は、株主に所有している株式の経済的価値以外の保護すべき何かを認める考え方である」と指摘する（柴田・前掲注（68）2033頁）。

82 380 A.2d at 980 n.11.

83 379 A.2d 1121 (Del. 1977).

84 Id. at 1123.

85 See Ringling, Bros.-Barnum & Bailey Com. Shows v. Ringling, Del. Supr., 29 Del. Ch. 610, 53 A.2d 441, 447 (1947). See also Heil v. Standard Gas & Electric Co., 17 Del.Ch. 214 151 A. 303, 304 (1930).

IGI社の目的が信義誠実 (bona fide) に従ったものでなければならぬと判示した<sup>86</sup>。その上で、この合併がIGI社にとっての長期的な資金調達を容易にするという目的は正当な事業目的として認められる、として、この点に関する原告の主張を退けた<sup>87</sup>。すなわち、本判決により、Singer事件判決で信義義務の観点から必要とされた正当事業目的は、多数株主にとっての正当事業目的で足りることが明らかにされたのである。

これらSinger事件判決およびTanzer事件判決により、多数株主は、少数株主の縮出しを伴う合併の場合には、i) 少数株主を締め出すこと以外の「正当な事業目的」を立証せねばならず、さらにこれに加え、ii) 当該合併が「完全なる公正」基準にも適合することが要求される、という判例理論が確立した。その後、この判例理論は、Singer事件判決らの約2年後になされたRoland International Corp. v. Najjar事件判決<sup>88</sup>により、略式合併のケースにも適用されるべきことが明らかにされた<sup>89,90</sup>。

しかしながら、これらの判決は、何をもちいて縮出し合併の目的と認定するのか、その目的の正当性をどのように判断するのか、どの程度の正当性があればよいのかといった重要な論点について明確な定義を示さなかったために、学説上あるいは実務上

大きな混乱を招くこととなった。特に、Tanzer事件判決は、Singer事件判決の示した正当事業目的テストの対象となる事業目的は多数株主にとっての事業目的でありかつそれで足りる旨示したが、合併が通常の合併であると交付金合併であるに関わらず、大なり小なり多数株主の利益追求を目的として実施するものであることは自明であるから、この基準によるならば殆ど全ての合併において正当な事業目的が認められることになるのではないかという疑念を生ずる。

このように、Singer事件判決を嚆矢とするデラウェア州最高裁判所の一連の判決は、Coyne事件判決やStauffer事件判決を中心とするそれまでの見解、すなわち、合併異議を唱える少数株主に認められる唯一の救済はその所有する株式の経済的価値の補償であるとする考え方と一線を画するものである<sup>91</sup>と同時に、制定法を遵守した合併が何故「正当な事業目的」の欠如により信義義務違反として違法とされるのかについて明確な説明を行わなかったため、様々な批判を浴びることとなった。

たとえば、Brudney & Chirelsteinは、縮出し合併はその類型によって重要な違いがあり、少数株主の保護についてもそれぞれの類型に応じてそれぞれ異なった取扱いが必要であるのに、Singer事件判決以降のデ

86 379 A.2d at 1124.

87 Id. at 1124-1125.

88 407 A.2d 1032 (Del. 1979).

89 本事件に係る裁判所のメッセージは、継続事業において単に資本構成の再構築と少数株主の排除の効果を生ずるだけの合併は、如何にその正当性を主張しようとも、また、公正な条件であろうとも、正当な目的を有するとは認められない、というものであると指摘される (Weiss, *supra* note 38, at 668)。

90 中東・前掲注 (61) 40頁は、Stauffer事件判決が、略式合併制度の目的が親会社に少数株主の会社持分を排除する手段を与えることにあることを述べたものであるならば、Roland事件判決はこれと相容れない可能性があることを示唆する。

91 柴田・前掲注 (68) 2033頁は、正当な営業上の目的の要請という考え方は、米国の従来の合併法理との間で矛盾・衝突を惹起することになり、米国における合併法理の長期的な趨勢に逆流する現象であると評価する。

ラウェア州の判例はこの点に気づいていない、と批判する<sup>92</sup>。すなわち、締出し合併を、①二段階合併（Two-Step Mergers）<sup>93</sup>、②ゴーイング・プライベート、および③親子会社間の合併（Mergers of Affiliates）<sup>94</sup>の3類型に分類し、各々について個別に少数株主保護の要否等について検討を行うのである。これによれば、二段階合併については、最初の公開買付時の取引は独立当事者間取引（arm's-length dealing）であって信認義務の作用する場面ではなく、その公開買付の際に株主に対して二段階目の交付金合併について周知を行い、かつ、最初の公開買付時と同価格を株式の対価として提示する限りは、「正当な事業目的」という基準で実体的に規制する必要はない<sup>95</sup>。つまり、開示等の手続保証の上で、公開買付と交付金合併とを一連の行為として全体的に見て、実質は相互に経済的に独立した会社間の株主多数の承認による合併と考えるものである<sup>96</sup>。ゴーイング・プライベートは、真の締出し（true freezeouts）であって、本質的に何らの正当化すべき理由もなく、「正当な事業目的」といった基準を持ち出すまでもなく、一律に禁止すべきものである<sup>97</sup>。また、親子会社間の合併については、自己取引の性質を有するから公正性を確保する必要はあるけれども、対象会社自身の経済的等利益を伴うことが推定される

ので、一律の禁止は望ましくない。そしてその公正性は、少数株主に対して親会社の株式を交付するかもしれない現金交付の場合には存続会社の相応の株式を再取得できる価額とすることで達成する<sup>98</sup>。以上のように述べて、何れのケースにおいても、事業目的基準は不要であるとする。

また、Carneyは、経済学的分析を用いつつ、事業目的テストが公正性の問題とは無関係であることは明らかであると批判する<sup>99</sup>。Carneyは、合併規制の目的は社会の総厚生（total welfare）の増進であるとの立場に立ちつつ<sup>100</sup>、事業目的テストは、かかる経済分析の結果、二段階合併における第一段階の公開買付の価格と供給量を定立する供給曲線の弾力性にも、また、少数株主の利益にも何らの影響を与えないという。そして、このテストは、公開買付者の売主（＝締め出される株主）に対する損失を増加させる可能性がある（しかし、せいぜいあるかないか程度で）ことを示唆するのみであって、それ以上の意義はなく、したがって、会社の基礎的変更が前述の社会の累積厚生を実際に増すということについて何らの保障を与えるものではない、とする<sup>101</sup>。

「正当な事業目的」基準に対しては、以上のほかにも様々な批判が見られた。たとえば、事業目的テストは、混乱を引き起こ

92 Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 Yale L. J. 1354, 1356 (1978).

93 第三者が公開買付によりある会社の株式を買い集めた後に、その会社を自らまたはその完全子会社に合併させるケース。

94 一定期間支配・従属関係が継続した親子会社が事業上の理由で合併するケース。

95 Brudney & Chirelstein, supra note 92, at 1359-1365. See also, Edward F. Green, Corporate Freeze-out Mergers: A Proposed Analysis, 28 Stan. L. Rev. 487, 508 (1976).

96 江頭・前掲注（3）264頁参照。

97 Brudney & Chirelstein, supra note 92, at 1365-1370.

98 Id. at 1370-1376.

99 Carney, supra note 38, at 103.

100 See Young v. Valhi, Inc., 382 A. 2d 1372, 1373-1374 (Del. Ch. 1978).

101 Carney, supra note 38, at 109-118.



す以外に何らの意味もなく、合併等取引をより高費用のものとし、恐らくは社会的に有用な取引を著しく減らすだけだろうと厳しく批判するものがある<sup>102</sup>。また、Singer 事件判決や Tanzer 事件判決につき、どのような特定の目的が少数株主縮出し合併を正当化することになるのかという困難な事実認定の問題について何らの解決も示していない点を指摘しつつ、合併の背後の直截的な目的に焦点を合わせるだけでは多数株主・少数株主間に横たわる問題の本質を分析するには不十分であるとして、事業目的を定義することの本質的困難性を説明するものがある<sup>103</sup>。

その一方で、事業目的テストを支持する見解も存在した。たとえば、Goldman & Wolfe は、特に Brudney & Chirelstein の所説に反論する形で、Singer 事件判決のアプローチは、指摘されるような具体的適用の困難性の問題はあるにせよ、①縮出し合併を認めるべきや否やを判断するにあたっての主要かつ本質的な要素である「目的」を直接に分析するものであること、②個々具体的な状況において何が正当な目的にあたるかを厳格に決めておかない（leaves open the question）ことが、却って合併類型ごとの硬直化した機械的な適用という弊害を回避しうること、といった点からむしろ好ましいものである、とする<sup>104</sup>。

以上みたように、Singer 事件判決の打ち出した「正当な事業目的」理論は様々な論争を引き起こしたが、次に述べる Weinberger 事件判決によってこれに終止符が打

たれることになった。

### （３）Weinberger 事件判決

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

Signal 社は、先に行った完全子会社の売却により得た利益の再投資先を探す過程で、UOP 社に興味を持ち、公開買付の方法で同社発行済株式の 50.5% を一株当たり 21 ドルで取得した。その後、Signal 社は、UOP 社の残りの株式 49.5% を一株当たり 24 ドルまでの価額で取得することが自社の投資戦略に適うと判断し、検討の結果、一株当たり 20～21 ドルの価格での現金交付の方法により UOP 社を吸収合併する案を UOP 社に提示した。これについて、UOP 社との交渉の末、少数株主に対して一株当たり 21 ドルを割り当てる現金交付合併を行うこと、および実施にあたり Signal 社以外の少数株主の過半数の承認をうること、で両社合意に至り、UOP 社の取締役会による全会一致の承認を経て実行に移された。この現金交付合併の承認株主総会では、Signal 社を除く少数株主の 51.9%（仮に Signal 社の議決権を加えると 76.2%）が賛成し承認されたため、当該合併が成立した。そこで、原告らが、当該合併の無効確認および選択的に損害賠償を求めて、クラスアクションを提起した。

原審のデラウェア州衡平法裁判所がこの合併条件は原告らにとって公正であるとして請求を棄却したため、原告らは上訴した。

これに対して、デラウェア州最高裁判所は、Sterling 事件判決等で確認された自己

102 Herzel & Colling, *supra* note 80, at 1529. Herzel & Colling は、Singer 判決以降、デラウェア州衡平法裁判所は事業目的テストをマイナーな不快感（irritant）へと押さえ込もうとしたと指摘する。事業目的テストは僅かな想像力と適切な再編計画と弁護士側で合併に理屈をつけるレトリックを要求するだけの意味しかない、と皮肉を交えた指摘である。しかし、それでもリスクを完全には払拭できないので、投資家等をしばしば神経質にさせてきたという（*Id.* n.14）。

103 See McBride, *supra* note 81, at 2245.

104 Michael D. Goldman & Donald J. Wolfe, In Response to a Restatement of Corporate Freezeouts, 36 Wash. & Lee. L. Rev. 683, 692 (1979).

取引の場合の「完全な公正」の立証責任および裁判所による慎重な審査といった基準を再確認しつつ、ここにいう「公正」とは、「公正な行動 (fair dealing)」および「公正な価格 (fair price)」という2つの要素から成ることを明らかにした。そして、「公正な行動」の検討にあたっては、取引がいつ行われたか、どのように開始され、組み立てられ、交渉され、取締役の開示されたか、あるいはどのようにして取締役および株主の承認を得たか、といった要素を考慮すべきであり、他方、「公正な価格」の検討には、資産、市場価値、収益、将来事業予測その他対象会社の固有の株式価値を含む全ての要素を勘案すべきであるとした。また、これら2つの要素は各々別個ではなく全体としてみた上で「完全な公正性」を審査しなければならないが、取引に詐欺的要素が内在していない限り、価格の公正性が他の要素に優越して考慮されるべきであるとの認識を示した<sup>105</sup>。

そして、その上で Singer 事件以降の判決で示された事業目的テストについても敢えて言及し、事業目的基準によっては少数株主に対していかなる追加的に意味ある保護を与えることはできず、したがって、当該基準は今後いかなる効力も有しない、と述べて、デラウェア州においてかかる基準を放棄することを明らかにした<sup>106, 107</sup>。

本判決は、親子会社間合併における「完全な公正」の構成要素を「公正な行動」および「公正な価格」の2つに分類・類型化してみせたことなど、幾つかの重要な論点を含むものであるが、本稿との関わりから、特に正当な事業目的基準の破棄という視点を中心に検討する。すなわち、このような正当な事業目的基準の破棄はどのような論拠に基づくものであろうか。

まず第一に、縮出し合併を行おうとする者にとって、もっともらしく聞こえる事業上の理由を主張することは非常に容易であり、他方、裁判所にとってはこれらの理由の実在性や重要性を見抜くことは困難を極めるといえる<sup>108</sup>。つまり、事業目的テストの実効性に疑問を呈する立場である。前述のとおり、もともと、正当な事業目的基準にいう正当化されるべき事業目的が具体的にどのようなものなのかという点については、疑問が示されていた<sup>109</sup>。縮出し合併の殆どのケースにおいて、多数株主は少数株主を排除することとは別に何らかの経済的効果を有する目的を提示することができるであろうし、それ故に、正当な事業目的基準はわずかな範囲でのみ機能するに過ぎないとも指摘される<sup>110</sup>。確かに、Tanzer 事件判決で示されたように、事業目的テストの対象が

105 457 A.2d at 710-711.

106 Id. at 715. なお、判決は、当該判断にあたり、事業目的テストの機能的脆弱性を指してか、Weiss の「事業目的テストは、あたかも存在しないものかのように実質的に解釈されている (may be ... virtually interpreted out of existence)」(Weiss, *supra* note 38, at 671 n.300) との言を引用し、あるいは、事業目的基準は我々の合併法理には不案内のものであって、しかも従前の判例法から逸脱したものであるとの感想を述べるが、直接的には、拡張された株式買取請求権による救済 (the expanded appraisal remedy) が認められる以上、それを超える救済は不要であるとの考えを根拠としているように文理上は読める。

107 結局、本件については、デラウェア州最高裁判所は、合併の状況および合併の対価が公正であったとした原審の判断を破棄し、原審に差し戻した。

108 See Robert C. Clark, *Corporate Law*, 514 (1986). なお、Clark は、このほか、縮出し合併にはしばしば利益があり縮出し合併の一律禁止を正当化しえなくなった、との認識が、裁判所をして、締め出される少数株主に対する十分な補償の保証を重視する方向へと促すことになったと推測する。

109 See McBride, *supra* note 81, at 2245.

親会社・多数株主の事業目的であるならば、そのような事情は容易に想像がつくし、換言すれば、（私的感情や思惑絡みの内紛などでもない限り、）経済合理性のない縮出し合併などは行われまいであろう。

第二に、*Stauffer* 事件判決および *Shenley* 事件判決で確立した、少数株主の確保されるべき利益はその保有する株式の価値に関する補償であり、救済は原則として株式買取請求権に限られる、とする考え方への回帰と考えられる。*Singer* 事件判決が少数株主の投資に係る経済的価値だけでなく投資の形態（form）にまで保護を及ぼすことに

注目したのに対し<sup>111</sup>、*Weinberger* 事件判決は、株式買取請求を通じた公正な価値の補償を受ける権利に焦点を合わせたものといえよう<sup>112</sup>。これにより、*Weinberger* 事件判決が株主権の内容として会社の株主であり続ける権利の存在についてどのように評価したのかは明確でないが<sup>113</sup>、少なくとも、縮出し合併の局面においては、株主権の内容としてその経済的価値の保証ということに重心を置いたことが明らかになった。

（筑波大学大学院博士課程  
ビジネス科学研究科企業科学専攻）

---

110 See note, *Minority shareholders and cashout mergers*, 59 Wash. L. Rev. 119, 123 (1983).

111 Note, *Going Private — Is It Over? Eliminating Minority Interests After Singer v. Magnavox*, 54 Notre Dame L. Rev. 149, 158 (1978).

112 Carolyn Berger & Thomas J. Allingham II, *A New Light on Cash-Out Mergers: Weinberger Eclipses Singer*, 39 Bus. Law. 1, 24 (1983).

113 なお、柴田教授は、*Herzel & Colling* の分析を踏まえつつ、十分な合併対価を得られるにもかかわらず反対株主が合併を止められるとすれば、少数株主に拒否権を認めることになり、米国法が、合併に全株主の同意を要していた弊害を改め多数決原理により決定するべく制度を変更した経緯に鑑みれば、「その発展の歴史を逆戻りさせる」ことになると評価する（柴田・前掲注（68）2060頁）。