

締出し組織再編行為と少数株主の保護（２）

— 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 少数株主締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 締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
(以上、45号)
2. その他の州の状況
 - (1) ニューヨーク州
 - (2) マサチューセッツ州
 - (3) カリフォルニア州
3. まとめ

第 2 節 わが国における「正当な事業目
的」基準に係る議論

1. 締出し合併に係る「正当な事業目
的」基準の座標
2. 交付金合併における少数株主保護
の理論
 - (1) 対価の相当性と対価の相当性以
外の問題
 - (2) 少数株主締出しの「目的」を問
うアプローチ

(3) 「正当な事業目的」法理に対する
批判

3. まとめ

第 3 節 小括（以上、本号）

第 3 章 締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

2. その他の州の状況

(1) ニューヨーク州

デラウェア州では、前述したような経緯を辿って締出し合併に係る事業目的テストは破棄され、Weinberger 事件判決以降今日に至るまで一貫してかかる立場が貫かれているが¹¹⁴、ニューヨーク州をはじめとする幾つかの州では、正当事業目的基準が採用され、かつ、現在でも有効な判例法として機能している状況にある。

この件に関するニューヨーク州の代表的かつ最も重要な判例は、Alpert 事件判決である。

[Alpert v. 28 Williams Street Corp., 63 N. Y. 2d 557, 473 N. E. 2d 19, 483 N. Y. S.

114 Weinberger 事件判決以降のデラウェア州における公正性テストの変遷および問題点については、邦語の文献として、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〔Ⅰ・Ⅱ・Ⅲ〕」商事1793号20頁・1794号44頁・1796号40頁（2007年）が詳しい。

2d 667（1984）]

被告らは、オフィスビルの買入れを目的とした Madison 28 Associates なるリミテッド・パートナーシップ（以下「M社」という。）を設立し、79 Realty Corporation（以下「R社」という。）所有のマンハッタンに所在する建物（以下「本件建物」という。）を取得する目的で、R社の大株主である K 氏夫婦および Z 氏夫婦と、R社株式の買受けに関する交渉を開始した。K 氏・Z 氏夫妻は R 社株式の約 3 分の 2 を保有しており、R 社の資産は実質的に本件建物のみであった。交渉は成立し、M社は、R社の支配株主となったのち、完全子会社である 28 Williams Street Corporation と R社 とを合併（R社が存続会社）させることを計画した。当該合併に関し、R社の株主には、合併後現金交付により少数株主を排除する予定であること、R社を合併後に解散すること、および爾後パートナーシップとして事業運営を行うことが明らかにされていた。また、本合併に関し、いかなる少数株主による承認も必要としないとされていた。かかる状況の下、本合併は株主総会で承認され、また、合併計画に従って、R社はその一ヶ月後に解散し、R社の主たる資産である本件建物は M社に移転した。原告らは、本件合併は、M社パートナーを個人的に利する目的でのみ行われたものであり、その目的は会社（R社）に何らの正当な事業利益をもたらさず違法である、などと主張して、合併無効の確認を求めた。

ニューヨーク州最高裁判所は、現金交付合併に異議ある株主への救済は株式買取請求手続を通じた株式の公正な価値の補償であり、原則としてそれが唯一の救済である

との一般論を述べつつも、合併が違法または詐欺的である場合には、株主に対し衡平法上の救済が認められるとした¹¹⁵。つまり、会社法に定める手続に従っているというだけでは、必ずしも更なる司法審査から免れうるわけではないとする。また、取締役や多数株主は会社の経営を行う権限を付与されているから、会社繁栄の後見人としての忠実な役割を与えられており、その地位において、他の全ての株主に対して信認基準に従い誠実に責務を果たすべき義務を負っているとする¹¹⁶。そして、その義務が果たされたというためには、取引を全体的に見て全ての利害関係人にとって「公正」といえることが重要であり、それには、少数株主に対する「公正な行動」を執ることと対象株式に対する「公正な価格」を提供することという 2 つの要素があるという¹¹⁷。しかし、それら「公正な行動」および「公正な価格」という要素だけで合併が容認されるわけではなく、それに加えて、全株主を平等に扱うべき信認義務をも果たす必要があることを明確に述べた上で、誠実な事業上の目的（bona fide business purpose）が会社にとっての最大の利益をもたらすものであることが示されている場合には株主間の不平等取扱いが正当化されうるとした¹¹⁸。すなわち、縮出し合併において、少数株主の排除というような株主間で異なった取扱いを行うことは、それが会社の全体的利益の促進に関連するものである限りにおいて正当化されるというのである。そして、その利益は必ずしも大きいものである必要はないが、会社のためのものでなければならない（must be for the corporation）とする¹¹⁹。何が正当な事業目的で何が正当

115 473 N.E. 2d at 25.

116 Id.

117 Id. at 26.

118 Id. at 28.

でない目的かを区別するかは、少数株主の排除が会社に何らかの全体的な利益を与え、という目的を促進するか否かに依る、とする¹²⁰。このように述べて、締出し合併において事業目的テストを採用することを明らかにした。

本判決は、前述したデラウェア州における事業目的テストとの関連において、その位置付けおよび内容に関し、次の点が重要である。すなわち、まず第一に、デラウェア州においては1983年のWeinberger事件判決により事業目的テストが破棄されたが、本判決は、Weinberger事件判決の翌年である1984年に下されたという事実が注目される。本判決は、Weinberger事件判決をその中で引用するなど同判決を相当に参考にしたことが窺われるが、Singer事件判決以来の事業目的テストをデラウェア州裁判所が明確に破棄したことを目の当たりにしながらも、Weinberger事件判決が新たに定立した基準である「公正な行動」基準と「公正な価格」基準のみで全体の公正性を判断することはできず、むしろ、衡平法上の株主間の平等的取扱い義務の観点から、会社の全体的な利益を増進するという正当な事業目的が必要であると明快に反論したのであ

る。そして、第二に、デラウェア州では事業目的テストの対象となる事業目的が親会社・多数株主にとってのそれであるとしたのに対し、ニューヨーク州では対象会社の事業目的が問題とされている点に注目する必要がある。この点における両州の判断の差異は、デラウェア州では、多数株主の少数株主に対する信認義務と多数株主の議決権との調整を基礎として事業目的テストを導き出したのに対し、ニューヨーク州では、多数株主の少数株主に対する信認義務と多数株主の会社に対する信認義務との調整を基礎として当該テストを導き出した、という考え方の差異によるものであると評価することができよう¹²¹。

何れにしても、デラウェア州最高裁判所によって確立され、かつ、その6年後に慌しくも破棄された事業目的テストは、ニューヨーク州においては以後20年余を経てなお有効な判例法として存続しているのである¹²²。

（２）マサチューセッツ州

ニューヨーク州以外で締出し合併に関し、事業目的テストを採用する代表的な州としてしばしば取り上げられるのが、マサチューセッツ州である。マサチューセッツ州最高裁判所は、1986年のCoggins事件判

119 Id.

120 Id. なお、この独立した会社の目的（Independent corporate purpose）（の正当性）は、目的を達成するために他に採りうる他の方法があったこと、あるいは採られた方法が誠実な事業目的達成の最善の方法ではなかったことが示されただけでは否定されるべきではないとの見解が示されている（Id.）。

121 中東・前掲注（61）46頁。

122 なお、このニューヨーク州における「正当な事業目的」の評価については、柴田教授と中東教授がそれぞれに見解を述べられており興味深い。柴田教授は、「ニューヨーク州の判例法理では、『正当な営業上の目的』の要請は合併全体の公正を考える際にかなり限局された局面でのみ機能する（柴田・前掲注（68）2048頁）」に過ぎず、その「存否が合併の正当性を決定する第一義のものとして前面に出てくることはないようである」（同2077頁）と指摘して、Alpert事件判決を、むしろWeinberger事件判決がSinger判決の「勇み足」を修正したのが当然であることの傍証として評価する（同2049頁）。これに対し、中東教授は、かかる柴田教授の見解を懐疑的に見つ、Alpert事件判決はWeinberger事件判決を踏まえて事業目的テストを再評価したものであって、また（多数株主ではなく）会社の事業目的のみを対象にした点でより厳格なものであり、このような両州の判例を比較すれば、「むしろ、デラウェア州最高裁判所が事業目的テストを修正することなしに破棄したことが『勇み足の傾向を有していた』」のではないかとの問題提起を行う（中東・前掲注（61）53頁）。

決において、いわゆる LBO を利用した
 ゴーイング・プライベートの事案に関し
 て、多数株主側が少数株主に対する信認義
 務を果たしたかどうかにつき、まずは合併
 が正当な事業目的（legitimate business pur
 pose）を有することをプライマリに証明し
 なければならないこと、そしてその目的は
 会社にとって正当なものであらねばならな
 い（legitimate corporate purpose）ことを明
 らかにした。以下、当該判決を簡単に紹介
 する。

[Coggins v. New England Patriots Football
 Club, Inc., 397 Mass. 525, 492 N.E.2d
 1112 (1986)]

アメフトプロチームの興行権を購入した
 Sullivan 氏（以下「S 氏」という。）は、当
 該興行権を現物出資し、他の 9 名の出資者
 とともに American League Professional Foot
 ball Team of Boston, Inc. 社（後に New Eng
 land Patriots Football Club, Inc. に社名変
 更。以下「本件会社」という。）を設立し
 た（他の 9 名の出資者は現金出資。株式保
 有比率は 10 名均等。）。その 4 ヶ月後、本件
 会社は 120,000 株の無議決権株式を発行し
 た。その後 S 氏は内紛により失脚したが、
 同社議決権株式を全株取得し、敵対的取締
 役らを放逐するなどして支配権を取り戻し
 た。しかし、S 氏は、このような反攻のた
 めの資金調達として多額の銀行借入を余儀
 なくされており、その借入条件として、同
 氏個人の借入金返済のために、本件会社の
 収益を返済に充てまた会社資産を担保に供
 するため財政再建を行う努力義務を負うこ
 とを約していた。そして、そのためには無
 議決権株式を排除することが必要とされ
 た。そこで、S 氏は、新たに New Patriots

Football Club, Inc. 社なる特別目的会社を
 設立し、同社を存続会社とする本件会社と
 の吸収合併を行い、その過程で本件会社の
 無議決権株式を保有する少数株主を現金で
 締め出した¹²³。これに対し、当該少数株主
 である原告らが、本件合併は不公正かつ違
 法であると主張して、本件合併の取消しを
 求めて提訴した。

マサチューセッツ州最高裁判所は、現金
 締出し合併の審査においてどのようなアプ
 プロチを採るべきかという点を明確に争点
 として据えた上で、Singer 事件判決および
 Weinberger 事件判決等デラウェア州の事例
 を参照した。そして、デラウェア州裁判所
 が採用する「公正な行動」および「公正な
 価格」という 2 つの要素から成る「公正性
 テスト」は本判決の見解に密接に関係する
 が、デラウェア州裁判所とは異なり、（同
 州では破棄された）「事業目的テスト」が
 支配株主による少数株主の排除取引の審査
 に当たって付加的な有用な手段であると信
 ずる、と述べて、Weinberger 事件判決の結
 果に組みせず「事業目的テスト」を取
 用する旨明らかにした¹²⁴。すなわち、自
 己取引の危険と信認義務の逸脱は、多数株
 主や取締役が少数株主を締め出そうとする
 場面において極大化するのであり、そのよ
 うなケースにおいては裁判所は支配株主の
 動機や行動を厳密に検討（closest scrutiny）
 すべきであるとする。そして、少数株主が
 そのような会社の行為が違法または詐欺的
 である旨主張しているときは、支配株主
 は、単に法の定める手続を遵守しているこ
 とを示すだけでは不十分であり、自らが負
 う信認義務に違背していないことを立証す
 る責任があるとする。そもそも、会社を管
 理する者の義務は、会社の正当な事業目的

123 この段階で、本件会社と特別目的会社の取締役の構成・役職は同一であった。また、この合併と同時に、当該特別目的会社は本件会社の社名への社名変更を行った。

124 492 N.E. 2d at 1117.

の達成を促進することでなければならぬ¹²⁵。それゆえに、裁判所はまずは締出し合併が正当な会社の事業目的を促進するためであることを確信せねばならず、その確信の後に状況を全体的に見て公正であるかどうかを審査するのである、と述べて、主たる審査基準が「事業目的テスト」、従たる審査基準が「公正性テスト」であることを明快に宣言した¹²⁶。

本判決も、Weinberger 事件判決をはじめとするデラウェア州裁判所の状況を相当に意識した上で、それとは異なる法的枠組みを構築しようとしたものであるという点において、前述したニューヨーク州の *Alpert* 事件判決と軌を一にする。そして、デラウェア州裁判所の示した「公正な行動」と「公正な価格」からなる「公正性テスト」のみでは支配株主の少数株主に対する信託義務違反の審査に不十分であるとして、「事業目的テスト」を要求し、かつ、その目的は「当該会社の利益の促進」に関するものでなければならぬとする点でも一致する。他方、事業目的テストを採用するにあたって、両州の間で支配株主・少数株主間の信託義務の調整に係るアプローチに若干の違いがある点が興味深い。すなわち、ニューヨーク州の *Alpert* 事件判決が、少数株主の締出しを株主の平等待遇の問題と捉えて、少数株主の不平等扱いを正当化する装置として正当事業目的を位置付けた

のに対して、本判決は、支配株主の会社における管理者としての地位に着目して一般的な行為規範としての正当な事業目的を要求し、それを自己取引の危険および信託義務違反を回避する装置と位置付けつつ、支配株主の権利行使と少数株主に対する信託義務との調整を図っているように思われる¹²⁷。その意味で、本判決は、支配株主の会社に対する信託義務をより強調するものとなっており、そして、それ故に、締出し合併において、正当な事業目的の存在をその前提として要求するのが当然の帰結とする。本判決の意義は、このような認識を踏まえて、事業目的テストを公平性テストと同等かまたはそれ以上に重要な審査対象として捉えたことにあると考えられる¹²⁸。

（３）カリフォルニア州

本章第１節１（１）で述べたように、全米各州は、1900年代前半から半ばにかけて相次いで合併対価を柔軟化して、現金を対価とした組織再編を可能とする法制度を採用し、また制定法上はそのような局面における少数株主の救済を株式買取請求権に限定することを確認してきた。

そのような中であって、カリフォルニア州会社法は特異な位置付けにあるといえる。1975年に制定され、1977年１月１日から施行された現行カリフォルニア州会社法は、合併対価に関して次のような規整を設けている。まず、その1101条（d）項は、合併において、当事会社の株式が存続会社の

125 Id. at 1118.

126 Id. at 1119.

127 Id. マサチューセッツ州最高裁判所は、株主が自己の利益のためその持分権を行使しうることが認識しているが、それは支配株主の少数株主に対する信託義務という概念と調和するものでなければならない、との趣旨を述べている。

128 なお、ニューヨーク州およびマサチューセッツ州のほか、事業目的テストを採用するものとしてインディアナ州 (*Gabhart v. Gabhart*, 370 N.E. 2d 345 (Ind. 1977))、ニュージャージー州 (*Berkowitz v. Power/Mate Corp.* 342 A. 2d 566 (N.J. Super. Ct. Ch. Div. 1975)) およびオハイオ州 (*Kelly v. Wellsville Foundry Inc.*, 2000 Ohio 2667; 2000 Ohio App. LEXIS 6287 (Ohio App. 2000)) などがある。その他の州の状況について、大塚章男「スクイーズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル 2号37-38頁（2007年）参照。

株式または他の証券のみに転換されるのではない場合には、①株主が存続会社の株式に代えて受領することとなる現金、権利、証券またはその他の財産の別、②現金、権利、証券またはその他の財産が、存続会社の株式またはその他の証券に加えまたはそれらに代えて交付される旨、または③保有する株式が無償で消却される旨を合併契約書に記載することとして、合併の対価が必ずしも存続会社の株式等でなく現金その他の財産でもよい旨認めている。しかし、その一方で、同条 (c) 項は、このような合併に対して重大な制限を付与している。すなわち、合併の当事会社の一方がまたはその親会社が、合併以前に、他の当事会社の50%を超える議決権株式を直接または間接に保有している場合には、原則として、該当するクラスの株主全員の同意がない限り、当事会社の非償還普通株式 (non-redeemable common shares) または非償還持分証券 (nonredeemable equity securities) は存続会社または親会社の非償還普通株式にのみ転換することができると定める。この規定のポイントは、合併の当事会社が支配・従属会社の関係にある場合には、合併対価を現金、権利、証券またはその他の財産としてはならない、つまり、少数株主の締出しは原則的に認められないとするところにある。ただし、この制約は、存続会社

が消滅会社の各クラスの社外株式 (outstanding shares) の90%以上を保有する、いわゆる略式合併 (short-form merger)¹²⁹の場合には適用されないことが明定されているほか、規定の構造上、一方の当事会社の持株比率が50%以下の場合には、他の株主の議決権を合わせてかかる合併が承認されたときであっても少数株主の現金等による締出しは制限されない¹³⁰。

また、さらに、株式買取請求権を有する株主は、法律上または衡平法上、原則として、法律上の合併を含む "Reorganization" または略式合併の有効性を争うことは認められないが¹³¹、かかる "Reorganization" における当事会社の一方が他の当事会社を直接または間接に支配する場合、すなわち当事会社間で支配・従属関係がある場合¹³²には、そのような原則は適用されず、株主は "Reorganization" 等の効力自体を争うことができる¹³³とされている。

このように、カリフォルニア州会社法は、とりわけ支配・従属関係のある会社間での少数株主の締出し組織再編行為については、原則としてこれを許容しないという立場を明確にしたものといえることができる。これは、デラウェア州を始めとする他の州が、企業経営者・支配企業に好意的な緩和された組織再編法制を志向したのとは一線を画するものといえる。しかも、前述

129 Calif. Corp. Code §187.

130 カリフォルニア州会社法は、① Chapter 11の規定に従った法律上の合併 ("merger reorganization")、②一方の会社の株式の他の会社の株式との交換で行われる取得であって、それにより取得会社が直ちに被取得会社の支配権を獲得するもの ("exchange reorganization")、および③譲受会社の株式、または担保が十分ではなくかつその償還期限が5年を超える債券を対価として行われる、他の会社の営業財産の全部または実質的全部の取得 ("sale-of-assets reorganization")、の3類型を一括して "Reorganization" と定義しており (Calif. Corp. Code §181 (a)-(c))、このような "Reorganization" に関する重要な事項については、原則として、各クラスの株主総会における過半数の株主の承認を得なければならないとされている (Calif. Corp. Code §1201 (a), §152.)。つまり、"Reorganization" の株主総会における決議要件は、原則として普通決議で足りる。

131 Calif. Corp. Code §1312 (a).

132 ここにいう「支配」(Control) は、必ずしも議決権の過半数を保有するといった要件を満たすものとは限らず、会社の経営または方針に事実上影響力を及ぼすことのできる支配力を有していることをいう (Calif. Corp. Code §160 (a))。

のデラウェア州における Weinberger 事件判決（1983年）を経た後においても、現在に至るまでこの枠組みは基本的に変更されていない。

このカリフォルニア州会社法の採る立場をどのように評価すべきであろうか。

かかるカリフォルニア州のアプローチについては、少数株主の縮出しをその機能の点に着目して、手法の如何に関わらず少数株主の縮出しの効果を生ずる取引を統一的に制約するという明確さを確保することができるものといえる¹³⁴。その一方で、なぜ全ての縮出し組織再編行為が禁止されなければならないか、多数株主と少数株主の両者が縮出しを歓迎するケース、たとえば殆ど全ての株主が合併条件（公平な合併対価等）に満足するケースというものはありうるのではないかと批判がある¹³⁵。この枠組みによれば、単独株主の反対により現金対価組織再編行為は阻止されることになり¹³⁶、その限りにおいて、個々の株主が会社の基礎に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時代の考え方に逆行りするものといえなくもない。また、仮

に縮出し合併等が公益に反するというものであるならば、なぜ50%から90%の株主により行われるかかる組織再編行為だけが形式的に禁じられるのか、という点に違和感を覚えるかもしれない¹³⁷。

しかしながら、これについては、デラウェア州が会社経営者や大規模なコングロマリットを形成する大資本に対して高度な経営の自由を提供し、事業・資本の再構成を容易にするなど経営者らに寛大な法基盤を用意し、多くの州がこれに追随したのに対して¹³⁸、カリフォルニア州会社法が、しばしば引合いに出されるように、デラウェア州法の枠組みを採用せず、デラウェア州の経営者への寛容さを競わず、また幾つかの点では規制のレベルを引き上げた¹³⁹、とされる背景に目を向ける必要がある。すなわち、カリフォルニア州においては、社会経済における民間企業分野の活力はビジネスシステムの公平性への投資家の高い信頼が不可欠であるとの思想の下、経営者の正当なビジネス上の要請と投資家の正当な利益の保護（とりわけ経営者の利害と抵触する場合の）とのバランスをいかに適切に図

133 Calif. Corp. Code §1312 (b). なお、このような“Reorganization”の効力を争う訴訟を提起した株主は、もはや株式買取請求権を行使することはできない。また、かかる訴訟において、“Reorganization”を事前に差し止めるには、裁判所は、実行日の10日以前に会社に通知し、かつ、株主に十分に保護するために採りうる救済手段が他に無いことを決定した場合でなければならない、とされる。

134 リチャード・W・ジェニングス「カリフォルニア会社法の改正について」国際商事法務 6 巻140頁（1978年）参照。

135 See Weiss, *supra* note 38, at 682.

136 See Alan J. Barton, *Business Combinations and the New General Corporation Law*, 9 *Loy. L.A.L. Rev.* 738, 768 (1976).

137 この点、デラウェア州最高裁判所は、*Roland International Corp. v. Najjar* 事件判決（*supra* note 88）において、支配会社の従属会社における持株比率が short-form merger に必要な90%に足りるか1～2%足りないかで、支配株主の少数株主に対する信託義務が縮減したり存在しなくなったりする、という考え方は理に適ったものとはいえない、との趣旨の指摘を行っている（at 1036）。

138 このような潮流に関連して、William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 *Yale L.J.* 663, 4(1974) は、デラウェア州をはじめとした各州は、自らの歳入増のために企業を誘致または他州への流出を引き留める目的で、経営者にとって魅力的な、企業経営を容易とする（経営者の権利を強化し、これに対して株主の権利を希釈し裁判所の介入を最小限とする）立法・司法判断を競って行ってきたが、これは「底へ向けての競争（“the race for the bottom”）」であり、経営者の責任を減少させ規律を失わせると批判した。

139 See Bayless Manning, *Thinking Straight About Corporate Law Reform*, 41 *Law & Contemp. Probs.* 3, 17 (1977).

るかという観点から立法作業が進められた¹⁴⁰。その結果、株主と会社債権者の大幅な保護が図られることとなり、そのような観点から、たとえば、強制的累積投票制度の維持¹⁴¹、取締役解任事由の不問¹⁴²、取締役の善管注意義務の明定¹⁴³、などが上述した“Reorganization”に係る規整と併せて定められている¹⁴⁴。

また、1977年施行カリフォルニア州会社法以前には法律上の合併を反対株主その他の少数株主を締め出す道具として用いることを明確に禁ずる規定がなかったため、そのような目的のために法定の制度が流用されたとの反省に立って、同会社法起草者は、少数株主をその意思に反して現金で締め出すことを方法の如何を問わず包括的に制限し、例外的に可能な場合のルールを明らかにして定めるという意識を持って前法を改めた¹⁴⁵。これは、法の規定が本来意図していない目的のために利用されるということは、とりわけ経営者・支配株主による権利の濫用という局面で行われがちであるとの認識を踏まえた上で、そのような柔軟に解釈しうる法規定の濫用は、州裁判所による正当な事業目的基準の適用によりそれにより生ずる問題の多くを解決することができると考えられるものの、デラウェア州ほど柔軟性が高まるとそのような司法による調整可能性も僅かなものになるといわざる

をえない¹⁴⁶、との考え方によるものといえる。

このように、カリフォルニア州会社法は、少数株主の締出しを原則として許容しないという立場に立っている。それは、特定の会社の株主であり続けるという投資家の期待を保護することが結局は社会厚生への増大に寄与するという価値観に基づくものである。そのような価値観の下、少数株主締出しに係る効果発生の実質的防止という観点から、包括的な法規制を企図したものである。この点、デラウェア州などが、原則として、そのような投資家の期待自体は保護対象とはせずに専ら投資の経済的価値を保護しようとする理念を有しつつ、株式買取請求権の他に少数株主の保護について有意な法規定を置いていないことの対極に位置する¹⁴⁷。何れのアプローチが正当であるかについて直ちに断ずることはできないが、我が国会社法との比較においていえば、少数株主のどのような利益を保護すべきかについての明確なコンセンサスがあるとはいえない状況に鑑みれば、カリフォルニア州の示す姿勢は参考になるものと思われる¹⁴⁸。

3. まとめ

以上にみたように、米国の合併法理は幾多の紆余曲折を経て現在に至っている。当初は、合併は、会社組織の基礎的な変更と

140 See Richard W. Jennings, *Federalization of Corporation Law: Part Way or All the Way*, 31 *Bus. Law.* 991, 991-997 (1976).

141 *Calif. Corp. Code* §708(a).

142 *Id.* §303.

143 *Id.* §309.

144 これらの点をして、カリフォルニア州法はデラウェア・シンドロームに屈することを拒絶した、と評される (Jennings, *supra* note 140, at 994).

145 Barton, *supra* note 136, at 764-770.

146 See, e.g., Jennings, *supra* note 140, at 1020.

147 中東教授は、デラウェア州を始めとする大多数の州が会社法において少数株主の締出しに対して明文上の制限を設けていないのは、州内への企業誘致等を目的とする会社法市場における「最低への競争」という文脈で捉えれば理解できることであり、むしろ、カリフォルニア州が様々な事情から「最低への競争」に参加していないからこそその立法判断は信頼に値するものである、との趣旨のことを述べられる (中東・前掲注 (61) 130-135頁)。

して株主全員の同意を要することとされており、個々の株主には既得権としてこれに対する拒否権が与えられていたが、その後、州立法府により、会社の事業運営に柔軟性を与える意図の下、そのような株主の拒否権は剥奪され資本多数決の原理に服することとなり、遂には、少数株主保護に関して株式買取請求権以外の有意な枠組みが用意されないままに交付金合併が法制化されるに至った。

他方で、デラウェア州をはじめとした各州の裁判所は、そのような法制度により生じうる弊害に対処するため、米国判例法において確立したエクイティ上の理論である支配株主の少数株主に対する信認義務を抛り所にしながら、少数株主の保護との調和を図ろうと努力してきた。衡平法は、信認義務に違反した違法な合併について、差止めや無効といった救済を少数株主に対して与える。そして、そのような過程で産み出された調整装置の一つが「事業目的テスト」であるということが出来る。つまり、「事業目的テスト」は、エクイティ上の概念であって、エクイティ理論を背景にしつつ、株主の意思・社会経済的な意義等の観点から合理的な利益配分による処理を図ろうとする審査基準であるといえよう。

もっとも、事業目的テストに対する評価は一様ではない。学説は、これに対して、理論上も現実的観点からも有害無益であって不要である旨厳しい批判を加えた。米国会社法の解釈運用において主導的な地位にあるデラウェア州では、既に破棄されており審査基準としてすら存在しない。しかし

ながら、そのような経緯を踏まえた上で、あるいは、事業目的テストに対する批判、たとえば、正当な事業目的の定義困難性といった問題について明確な解決がなされていない状況の上で、それでも「事業目的テスト」を維持する州も存在する。それらは、「公正な行動」と「公正な価格」が担保されれば、すなわち適正な対価を支払って適正な手続（主として情報開示）を経れば、少数株主は会社から追い出されるに十分である、とする考え方に些かの疑念を有していることが見て取れる。カリフォルニア州においては、原則として少数株主の縮出しを許容しない法規整ならなされている。また、デラウェア州においても、その後の公平性テストを巡る事情は、この問題の解決に向けて著しい進捗をみせたというよりは一層混迷の度合いを深めているという見方もでき¹⁴⁹、何れにせよ、縮出し合併と少数株主の保護との調整問題について先行する米国においても、最善の理論的・実務的解決には更なる事例と研究の集積を要する状況にあるといえる。

第２節 わが国における「正当な事業目的」基準に係る議論

１．縮出し合併に係る「正当な事業目的」基準の座標

前節により、米国では、縮出し合併における「正当な事業目的」の問題は、エクイティ上認められる合併差止請求権といった救済との関連で議論されてきており、また、そのような議論は支配株主の少数株主に対する信認義務という同国において確立

148 江頭憲治郎「会社の合併、営業財産の実質の全部の譲渡、株式の交換—全米的な状況とカリフォルニアの新会社法典—」アメリカ法 [1980-2] 227頁は、我が国では、各種の法形式に差異があることを前提にして制度が積み上げられてきているので、アメリカ的な自由を求めて制度の一部を変更すると、とりかえしのつかない混乱が生ずるという不安がある、とする。

149 See Guhan Subramanian, Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory & Evidence, Harvard Law School John M. Olin Discussion Paper Series, Working Paper No. 472 (2005). See also Subramanian, Fixing Freeze-outs, 115 Yale L.J. 1 (2005).

された法理に根差していることが明らかになった。しかしながら、わが国においてエクイティという法理は存在せず、また、支配株主の少数株主に対する信託義務という法理もまた未だ一般には承認されていないところである¹⁵⁰。そこで、わが国における締出し合併に係る「正当な事業目的」に関する議論を検討する前提として、これを会社法上どのような枠組みにおいて考えるべきかという点を確認しておこう。

この点、米国の「正当な事業目的」に係る判例法理を、一種の特別利害関係人による株主総会議決権の濫用を規制する法理であると理解すれば、交付金合併の承認に係る株主総会において特別利害関係人たる支配株主による議決権行使により「著しく不当な決議がなされたとき」、すなわち多数決の濫用と評価しうるときと考えると、少数株主に決議取消しを認める会社法831条1項3号の解釈論の問題として捉えることとなろう¹⁵¹。多数決濫用の要件は、株主とりわけ大株主が自己または第三者の純個人的利益を追求して、客観的に見て著しく不正な内容の決議を成立せしめ、これにより会社または少数株主の利益を害すること、であると一般的には考えられており¹⁵²、この会社の利益を問題とする観点からは、本条項は、支配株主の利益を問題とするデラ

ウェア州の判例法理（Tanzer 事件判決）よりは、会社の正当な事業目的の促進を問題としたニューヨーク州またはマサチューセッツ州の判例法理と親和性があるといえる。もっとも、「著しく不当」という831条1項3号の文言上の要件と「正当な事業目的がない」という要件とは、当然に整合するものとはいえない。学説上も、本条項の適用に関し、社団的な行為に関しては団体に参加しようとする平均人の予想を著しく超える忍従を強要する場合に多数決濫用の瑕疵を帯びると解されているなど¹⁵³、相当に厳しい要件が想定されており、「正当な事業目的」がないことをその中にカバーしうるか否かについては明らかではない。この点に関し、「著しく不当」な決議かどうかの判断に当たって、具体的な少数株主排除取引が交付金合併等の認められた制度趣旨に照らして正当なものかを考慮する、という論理構成で調和を図る見解があり興味深い¹⁵⁴。何れにしても、これを立法論の問題として考えるかあるいは813条1項3号の解釈で対処できると考えるか^{155, 156}といった優れて技術的な視点はひとまず措くとして、紋切り型の著しい不当性という要件で足りるか、それとも正当な事業目的という積極的な立証を（著しく不当という要件に取り込みつつ）要求するべきかという

150 なお、わが国においても、ドイツの企業結合法を参考にしつつ、支配株主がその事実上の影響力を行使して会社の業務執行への介入等を行う場合について、支配株主が少数株主に対して誠実義務を負うとする学説がある（別府三郎『大株主権力の抑制の研究』（嵯峨野書院、1992年）、出口正義『株主権法理の濫用』3頁（文眞堂、1991年）、潘阿憲『会社持分支配権濫用の法理』（信山社、2000年）。しかしながら、その義務内容が一般条項的であって要件・効果が明確でなく、また他にも株主間の利害調整方法としての規整が考えられる（たとえば、神田秀樹『資本多数決と株主間の利害調整（1）』法協98巻6号763頁（1981年）参照）こととの関係で妥当性に疑問がある等の理由により、未だ判例等の承認を得るに至っていない（江頭・前掲注（8）124頁、同・前掲注（3）21頁）。ところで、本件とは直接関連はないが、いわゆるニレコ新株予約権発行差止保全抗告審決定（東京高決平成17・6・15金判1219号8頁）において、取締役は会社の所有者である株主と信託関係にあると判示された点が注目される。

151 江頭・前掲注（3）264頁参照。

152 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（5）』316頁〔岩原紳作〕（有斐閣、1986年）。

153 岩原・前掲注（152）325頁、龍田・前掲注（37）133頁。

154 藤縄憲一＝田中信隆「組織再編行為」商事1724号18頁（2005年）。

問題に対し、少数株主保護の保護法益の本質という観点から核心に迫る必要があるように思われる。この点については後述する。

このほか、「正当な事業目的」を合併承認決議の実体的要件として位置付けることが考えられる。合併承認総会に正当な理由の開示を求め、これを決議要件にかからしめることにより、そのような理由の開示がないかあるいは開示があっても合理的な正当性を担保するものでない場合には、承認決議を無効とするというものになろう¹⁵⁷。このような考え方に対しては、実体的要件とする条文上の根拠がないとか、「正当な理由」等の中身がはっきりしないのに決議の無効という重大な効果を発生させることへのバランス論からの懸念、といった批判がある¹⁵⁸。もっとも、後述するように、資本多数決の限界に係る法理に照らして、たとえば株主平等原則の観点からは、そのような正当な理由の存在を積極的に示すことなく行為の適法性を説明することが困難なケースがある、といった文脈で承認決議の有効性について論ずるというアプローチがありうるようにも思われる。

２．交付金合併における少数株主保護の理論

（１）対価の相当性と対価の相当性以外の問題

既に述べたように、合併対価を存続会社の株式に限定することを原則とする（つまり、合併交付金は合併比率の調整等限定された条件下でのみ認められる、とする）旧商法下においても、交付金合併の可能性に関して優れた論考が存在した¹⁵⁹。そして、その際には既に、少数株主が締め出されることに対する保護の必要性についても踏み込んだ検討がなされていた。この交付金合併における少数株主保護の問題に関し、江頭教授は、現金により締め出される従属会社消滅会社株主が持ちうる不満は何かという視点から、第一の問題は、少数株主が会社から締め出される措置に遭うことへの不満、換言すれば、株主の地位を喪失すること自体への不満の評価であり、第二の問題は、合併比率の公正、すなわち合併対価の価値の相当性に関する不満の評価であると指摘された¹⁶⁰。また、柴田教授は、現金交付合併等における少数株主の保護については、まず、少数株主の所有していた株式の経済的価値の適正な補償が重要であるとしつつ、そのほかに株主としての地位の保障

155 江頭教授は、この点に関し、「(旧商法247条1項3号の)規定では救済が狭すぎるということであれば、規定文言の修正という形の工夫の余地があると思(う)」(江頭ほか・前掲注(35)21頁〔江頭発言〕)、あるいは、「決議取消事由がはたして247条1項3号だけで足りるのかも問題(であり)・・・正当な事業目的のない締出し的な合併は決議の効力を否定する等、247条1項3号をもう少し柔軟化する必要があるのではないか」(江頭=弥永・前掲注(35)110頁〔江頭発言〕)との指摘を行っておられる。立法論として捉えることへのインプリケーションと思われる。

156 弥永教授は、会社法制の現代化に関する要綱試案において、9割以上の議決権を保有する支配株主の少数株主に対する株式売渡請求制度の創設が提案されていないながら(第四部第七3(注4))結果的に採用されなかった経緯を踏まえて、正当な事業上の目的のない特別決議による締出し組織再編には、総会決議の有効性を争うことを認めなければ「首尾一貫しない」と述べられる。813条1項3号の直接適用の可能性を示唆されたものであろう(弥永・前掲注(35)386頁注8)。なお、藤縄=田中・前掲注(154)18頁も同旨。

157 上村・前掲注(35)13頁参照。

158 たとえば、笠原・前掲注(9)118頁。

159 本稿注(16)参照。

160 江頭・前掲注(3)260頁、同「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護(8・完)―アメリカ法を中心として―」法協99巻2号154頁(1982年)。

という問題について考察する必要があるとの指摘を行われた¹⁶¹。それらの問題意識へのアプローチとその結論については措くとしても、何れにしろ、交付金合併における少数株主の保護については、その保有する株式の経済的価値の補償のほかに、現金によって追い出されることそのものに対する「何がしか」の保護の検討の余地ないしは必要性が指摘されていたのである。

この問題は、つきつめると資産の生み出す事業機会に関する持分を多数株主が少数株主から合意なく買い取ることに問題であるとの指摘がある¹⁶²。そして、その是非は、いわばそのような持分を侵害するにはこれを保有する個々の株主から承諾を得なければならないとするルールを採用するか、個々の承諾を必要とせず適正な補償の下にそのような侵害を許すルールを採用するか、というルール選択の問題であるということになる¹⁶³。しかし、かかるコンテクストにおいて、会社法が対価の柔軟化を認めたことにより一定の範囲で後者のルールに配慮ないしは転換したことは疑いないにしても、それが完全な転換を示すのか否かについては依然明らかではなく、結局は、「カネさえ払えばそれでよいのか」という問いに対して学説上も明確な割り切りをつけられずにきた、というのが実情ではないかと思われる。そして、そのことが、端的に、会社法が対価の柔軟化を認めたことを以ってしても「交付金合併等による少数株主排除がいかなる場合も問題を生じないことを意味するものではない」¹⁶⁴との解

釈にならざるを得ないことの所以でもある。

しかしながら、この「何がしか」の保護の論拠をどこに求めるかについては必ずしも明確なものではなく、学説上も様々な試みがなされてきた。

（2）少数株主締出しの「目的」を問うアプローチ

たとえば、資本市場の構造という観点から少数株主の締出しの是非を分析する考え方がある。すなわち、株式取引自体が成立しうるのは、買うのが得と考える投資家と売るのが得と考える投資家が存在するからなのであって、投資者の評価が完全に一致しているとすれば、株式取引は成り立たなくなるという。そして、論理的な分析・実証的な検証の観点から、個々の株主の独自の評価は広い範囲で分布することが当然であって、むしろ資本市場はそのような独自の評価を行う様々な投資家が参加してはじめて成り立つものであるから、かかる個々の投資家の判断は尊重されるべきであり、そのことが資本市場の存立の前提であると説く。少数株主の締出しは、結局はそのような個々の投資家の判断を無視し、相当な対価と称する画一的な価格で供給が一方的強制的に作り出されるものであるから、資本市場の前提自体を傷つける、というのである¹⁶⁵。したがって、その株式の価値を相当な対価として一律示された価格より高いと考える投資家が、正当な事業目的もないのに、支配株主によって強制的に締め出されるいわれはない、との帰結を導く¹⁶⁶。なお、この見解は、大審院大正11年10月12日

161 柴田・前掲注（3）107頁。なお、柴田教授は、この指摘を行った時点では、少数株主の保護は合併対価の価値が適正であれば十分であるとの趣旨の見解を有されていたが、後に、「正当な営業上の目的」の法理をわが国でも検討すべきとの立場を示されている（柴田・前掲注（11）14頁、同「会社法制度の現代化に関する要綱草案における合併対価の柔軟化について」法時76巻4号32頁（2004年））。

162 藤田・前掲注（6）104頁。

163 藤田教授は、Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral, 85 Harvard Law Rev. 1089 (1972) を引用しつつ、いわゆる property rules と liability rules の選択の問題であると説明される。

164 藤田＝田中・前掲注（154）18頁。

判決民集 1 巻581頁を引用して、「当該会社の株主であり続けることと公正な価格で強制消却されることは、株主にとって同価値（無差別）ではない」ことを前提としたものと評しつつ、株式に関する株主の独自の評価をして株主であり続けるという株主の期待であると解し、これが法律上保護に値するとする¹⁶⁷。

さらに、有力な見解として挙げられるのは、資本多数決の濫用の法理に基づく少数株主の保護を論拠とする考え方である。江頭教授は、支配株主の権限濫用を規制する法理の中で株主平等原則の法理に着目した上で、合併の目的の不当性を合併手続の瑕疵と捉えて、合併承認決議の取消原因および合併の無効原因に該当しうるとされる。すなわち、株式併合を例として、併合後の一株を極端に大きくして少数株主を端株主にすることにより会社経営から追い出す目的で利用されることがありうることを指摘しつつ、このような場合には、株式併合における端株の発生という株主の不平等取扱いを法が容認していることを踏まえても、株主平等の原則に違反することになり¹⁶⁸、また、これが多数派の賛成による総会決議によりなされるときは、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議の成立

として決議取消請求の対象足りうるとする¹⁶⁹。そして、そのような考え方を敷衍して、少数株主を会社から排斥する目的で消滅会社の多数株主のみを株主とするペーパー・カンパニーを存続会社とする交付金合併を行うことについては、交付金合併を利用した少数派の排除という制度の濫用から消滅会社の少数派を救済する法理等が必要であり¹⁷⁰、それは「目的の不当性」という理由を以って合併承認決議の瑕疵を原因とする合併無効を認めるべきケースがあるということに繋がるとする¹⁷¹。もっとも、この考えは、合併交付金の目的の正当性を実体的要件としてみるものではない。あくまで、会社法831条 1 項 3 号の「著しく不当」という枠組みの中で交付金合併の目的の問題を処理しようとするものであって、交付金合併を行うことがその目的の不当性を含めて「著しく不当」と評価される場合には、合併承認決議が取り消される可能性がありうる、というものである^{172, 173}。

このような考え方を、別の角度からのアプローチで理解しようとするものもある。笠原准教授は、少数株主の締出しに関して、合併対価の相当性のほかに「締出し」の目的ないし理由を問うアプローチがありうることを認め、また、「締出し」に個々

165 中東正文「企業結合手法の柔軟化—アメリカ法上の合併と株式交換—」私法57号259頁（1995年）。中東・前掲注（61）136-139頁。

166 中東・前掲注（61）232頁。もっとも、中東教授は、カナダ会社法等を参考に、①質の高い情報開示、②独立した評価人による評価および③少数派の多数の賛成、という3つの要件を満たした交付金合併は許容されるべきとしており、正当事業目的の位置付けは明らかでない。

167 中東・前掲注（61）152頁。

168 江頭・前掲注（8）126頁注6。

169 江頭・前掲注（8）263頁注2。

170 江頭・前掲注（8）760頁注3。なお、旧版の江頭・前掲注（16）687頁注2は、論理構成は同じであるものの、「少数派を救済する法理は別にあるのであって、制度の濫用の危険が交付金合併をおよそ認めない理由となるべきではない」としており、若干ニュアンスが変更されているようである。

171 江頭・前掲注（8）797頁注1。

172 江頭・前掲注（3）264頁。なお、江頭教授は、「少数株主を正当な理由なく締め出す（squeeze-out）目的で多数派により（交付金合併等の）手続が用いられる場合にも、総会決議の取消事由（商247条 1 項 3 号）になりえよう」として、より明確に正当事由を要求する（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20頁注2（2005年））。

の株主の同意を要するというルールとつねに対価の相当性の問題として考えるというルールの何れか一方のルールを全面的に適用することは適当でないとの認識に立った上で、かかるアプローチが両方のルールのバランスをとるための枠組みを用意するものと理解する。そして、「[縮出し]」の是非」という規範評価において、対価の相当性に関する少数株主の保護がどの程度図られるかによって、「縮出し」の目的によるコントロールをどの程度及ぼすべきかを検証し、それらを全体として見て判断して、「著しく不当」な決議という枠組みの中で考慮する、とする¹⁷⁴。他方で、この考え方に依るならば、「縮出し」の目的によるコントロールの程度は対価の相当性に関する少数株主の保護がどの程度図られるかによって異なりうるものであるから、その前提が変われば中身が変わる「正当な理由」等という目的要件を実体的要件として捉えるのは適当でない、ということになる¹⁷⁵。また、交付金合併に様々な類型があることを前提として、交付金合併全般に「正当な理由」等を要求するのではなく、「縮出し」目的といえる場合に「正当な理由」等を問題にすれば足りるとする。

この考え方は、交付金合併の目的の相当性と対価の相当性とのバランスにおいて少数株主排除合併の違法性を評価するものであり、個別の事案に対して柔軟な解決を導

きうるものとして魅力的に映る。もともと、これによれば、対価が相当である場合には目的の正当性を議論する余地が小さくなるということになろうが、逆に、対価が必ずしも相当でない場合でも目的の正当性が極めて高いものであればそれも許されるところの帰結をも導きうることから、この点はさらに検討を要する。

また、交付金合併について明確に「正当な事業目的」を要求する見解が有力に唱えられている。この見解は、会社法制の現代化に関する要綱試案段階において、略式組織再編行為に際して90%以上の議決権を保有する支配株主に他の少数株主に対する株式売渡請求権を認めることを検討することとされていたのが、法制審議会における議論を経て見送られた経緯に着目する¹⁷⁶。すなわち、売渡請求が直截的な意味において支配株主に少数株主を排除する手段を与えるための制度であるところ、かかる制度が取り入れられなかったということは、特別決議によって3分の2以上という（90%より相当に低い）割合の賛成で可能となった交付金合併が、売渡請求の代替手段として利用されること、換言すれば、少数株主排除の目的で活用されることを会社法が認めているわけではない、という趣旨に解されうることによる。そして、それゆえに、売渡請求の代替物ではない交付金合併は、単なる少数株主の縮出しという目的ではない

173 なお、江頭教授は、合併承認決議が「著しく不当」か否かの評価には慎重を期す必要がある（江頭・前掲注（8）797頁注1）とし、その評価・判断には事案を区別して考えるべきとされる。すなわち、第一に、いわゆる二段階合併の場合には、支配会社による支配株式買収と交付金合併とを一連の行為として全体的に見れば独立当事者間取引と実質的に変わらないため、違法と解すべき余地は小さい。第二に、支配会社が少数株主を自発的に生じせしめた場合（持株一部譲渡、第三者との合併等の場合）であって少数株主を締め出すケースは、少数株主に期待を持たせておいてしかもその長期的投資の期待を奪う支配会社の禁反言または信義則違反の行為である可能性が高いとして正当化できない、と解される（江頭・前掲注（3）264-265頁）。

174 笠原・前掲注（9）115頁。

175 そのほかに、「正当な理由」等を実体的要件とする条文上の根拠がないこと、およびその中身が判然としないう点が挙げられている（笠原・前掲注（9）115頁）。

176 法制審議会会社法（現代化関係）部会第23回会議事録（平成16年6月2日）参照。

「正当な事業上の目的」がなければ正当化することができず、また、総会決議の有効性を争うことを認めなければ首尾一貫しない、ということになる¹⁷⁷。この考え方によると、少数株主の縮出しを伴う交付金合併において、「正当な事業上の目的」を欠く場合にはその承認決議は「著しく不当」であるとして総会決議取消の対象となる、という構成を採るものと思われる^{178, 179}。

以上に述べたところのほか、対価の柔軟化により少数株主の縮出しが可能になることについて、多数決の濫用法理等の充実強化が必要であり、特別利害関係人の議決権行使による決議取消訴訟だけでは少数株主保護に不十分であるとの指摘から、交付金合併に「正当な理由」を株主総会決議の実体的要件として要求する見解がある¹⁸⁰。具体的には、合併承認総会において正当な理由の開示を求め、これを独立の決議要件に係らしめることにより、当該理由が正当なものと評価できない場合には決議に瑕疵があるとみることになろう。この見解を唱えられる上村教授は、そのような理解の背景として、平成9年商法改正以降の企業組織

再編自由化の潮流において、他方で生じうる弊害防止をも視野に入れた企業結合状態成立後のガバナンスに関する改正すなわち規律設計が放置されており、そのような手当てのない自由化議論には格別の警戒感をもって対するべき、との見解を示される。「正当な事業目的」を交付金合併の実体的要件と解しうるかといった法理論としての当該見解の扱いは措くとしても、対価の柔軟化のもたらす株式会社制度のあり方と資本市場との関係の変化を政策判断の観点から再構築しようとする視座は示唆に富む¹⁸¹。

（３）「正当な事業目的」法理に対する批判

交付金合併に「正当な事業目的」を要求する見解に対する批判は、概ね次の４点に集約される。すなわち、①正当事業目的を求める明文の根拠がない、②正当事業目的という曖昧な実体要件を持ち込むと無用な混乱を招くだけである、③株式移転・営業譲渡・清算方式や端株方式など平成17年改正前商法下でも少数株主の縮出しは可能であり、また、株式移転、株式交換、合併等のプロセスにおいて法自身が金銭的補償の

177 弥永・前掲注（35）386頁注8。藤縄＝田中・前掲注（154）18頁参照。なお藤縄弁護士は、本注の文献以前に、「正当な事業目的」には触れず、排除される少数株主の負担が客観的に「著しく不当」と評価される場合にのみ総会決議取消原因となる、との見解も示されている（藤縄・前掲注（11）82頁）。

178 同様な考え方は、笠原准教授も示唆されている（笠原・前掲注（9）119頁）。このように解すると、「正当な事業上の目的」を実体的要件として考えるか、「著しく不当」という枠組みの中に取り込んで考えるかについては実質的な差異を見出し難いようにも思われる。各々の要件の立証責任の所在についての差異はあるが、（そして、その点は別途重要なイシューではあるが、）「正当な事業上の目的」要件をどのようなものかと考えるかは別の次元の問題である。

179 なお、弥永教授は、「90%以上という要件は、総会決議を経ないで行えるための要件であったと考えられ、それは、行為の効力のレベルでの重要な救済手段を認めないことが正当化される要件であった」とされる（弥永・前掲注（35）386頁注8）。これは、90%という要件を満たせば、交付金合併における「正当な事業上の目的」は最早不要であることを示唆するものといえる。なお、ドイツ法を比較法的に検証しつつ、わが国においても、交付金合併等に反対する株主が総議決権等の一割を超える場合にまで対価の柔軟化を認めることには慎重であるべきとする見解がある（齊藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整（2・完）」法学論叢155巻6号60頁（2004年）。神田秀樹「会社形態・設立・計算・組織再編関係」商事1686号10頁（2004年）も同旨）。

180 上村・前掲注（35）13頁。ただし、この論考は要綱試案の段階でなされたものであり、立法論としての提案かあるいは解釈論としての主張であるかは明らかではない。また、上村教授は、正当な理由の開示のほか、合併検査役の調査、株主による異議申立期間の合併手続への組込みを提案される。

もとに一定の株主の株主権の消滅を認めていることを無視している、④特に上場会社においては、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ことを理解していない、というものである¹⁸²。

第一の点の指摘に対しては次のような反論が可能である¹⁸³。すなわち、前述したように、わが国において交付金合併において締め出されることになる株主に対する救済は、多数決の濫用の問題として831条1項3号の株主総会決議の内容が「著しく不当」という枠組みの中で理解されてきた。そして、その上で、支配株主の株式売渡請求権に係る立法上の経緯から、会社法が少数株主を締め出すことを主要な目的とする交付金合併を正面から認めていないとの理解に立てば、交付金合併がそのような目的で行われる場合にその合併に係る承認決議の有効性を争うことを認める必要があり、その際に「正当な事業目的」を「著しく不当」の枠組みの中に取り込んで理解することになる。そのようにして、正当事由を欠く場合には決議の内容が著しく不当であるとするにより、少数株主の排

除を効果として伴う交付金合併が特別決議によりなされることを一応は認めた会社法の趣旨との整合を保ちうると考えるのである¹⁸⁴。この点は、第二の指摘、正当事業目的というものの概念が曖昧であるとか、定義すること自体困難であるといった批判と併せて検証する際に、一層明らかになると思われる。すなわち、龍田教授が、多数決濫用否定論の論拠に対する反論として述べられた際の、「株主権の行使につき積極的な合目的性を要求できないということは、他の利益主体を害してはならないという消極的な制約まで否定することは、直接には結びつかない。（中略）法の空隙をなくそうとする一般条項が、ある程度の漠然さをもつのはやむをえない（「不公正」、「正当事由」、「信義誠実」など）。要は法的経験の蓄積と理論的探求によって内容の充実・具体化に努め、同時に法体系の整備によりその条項に依存する必要を可及的になくすことである。法概念・理論構成の不備を攻撃することにより、その概念を道具として実現しようとされている目的までも否定すべきではない。」¹⁸⁵とのフレーズがこ

181 同様の懸念を示すものとして、浜田道代「新会社法における組織再編」商事1744号52頁（2005年）。浜田教授は、「アメリカが築いてきた、M&Aの攻撃側も防衛側も多くの武器をもって戦い、行きすぎは裁判所が事後にチェックする法的環境よりも、M&Aの老舗イギリスが打ち立ててきた、明確で公正な事前の競技ルールを遵守しながらどちらがより多くの株主の支持を得るかを競う法的環境のほうが、穏当なのではないかと思う」とされる。もっとも、わが国の対価柔軟化立法は、攻撃側と防衛側がイコールフットイング状態かどうか十分に検証されているとは言い切れず、アメリカの法的環境が前提とする状況にあるかすら心許ない。

182 内間＝野田・前掲注（21）89頁注18、藤縄・前掲注（11）80頁、藤田・前掲注（6）109頁など。

183 なお、条文上の根拠となる可能性のあるものを敢えて挙げるとすれば、会社法施行規則182条3項2号、184条3項2号が事前開示書類の記載事項のうち合併等対価の相当性に関する事項として「合併等対価の種類・選択の理由」を求めていることを指摘できるかもしれない。もっとも、立法担当者の解説によれば、経緯的にも外国会社株式を利用した三角合併を念頭に置いたものと思われ（資金調達上の必要性、換価性の問題等）、締出し効果に係る正当理由を含むものかどうかは分明でない（相澤哲ほか「合併等対価の柔軟化の施行に伴う『会社法施行規則の一部を改正する省令』」商事1800号7頁、13頁注10参照（2007年））。

184 この点、交付金合併と同様に、少数株主排除の効果を有する全部取得条項付種類株式の取得に関する総会決議に関し、種類株式に取得条項を付す際に当該種類株主全員の同意を要するとしていること（110条、111条1項）との整合性の観点から、株主全員の同意も正当事由も何れも認められない場合には決議が取消対象になる、との見解が有力である（笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭先生還暦記念『企業法の理論〔上巻〕』241頁（商事法務、2007年））。

にそのまま当てはまると考える。

第三の点については、そもそも、商法上の既存の仕組みをパーツとして組み合わせることで目的に少数株主を排除しようとする事自体が株主権濫用議論の対象であったといえる¹⁸⁶。また、たとえば、株式交換・株式移転制度により強制的な財産の交換が行われること、あるいは合併交付金によって「会社の資産の生み出す事業機会への持分」の部分的な移転は従来から適法に認められていたこと（それゆえ、完全な買取りは量的な差に過ぎない）などが指摘される。しかし、これらの点については、株主がその会社の株主であり続けること如何に着目するのか、株主による持分の対象たる事業機会への参与の継続如何に着目するのかを区別して考える必要がある。株式交換あるいは株式移転により確かに特定会社の株主としての地位を失うことにはなるが、対価として完全親会社の株式が交付される限り、間接的にはその持分が目的としていた事業機会に対する参与を喪失しない。合併交付金についても、直接的な意味において同様であり、何れの場合でも希釈化の問題が残るのみである。希釈化と排除とは違う。何れにしても、交付金合併と一部重なり合う機能を有する会社法上の制度の存在をもって、交付金合併の持つ少数株主の締出しという効果を殊更に問題視しない立場を採る場合には、この点に特段の注意を払うべきではないかと思う¹⁸⁷。

第四の指摘についても、現実的な認識としてあるいは一般的な現状分析としてはひとまず正しいといわざるを得ない。およそ株式会社の資本集中システムとしての機能に着目して、とりわけ上場会社を想定しつつそれを株主の側から眺めた場合には、株式の経済的価値が関心の中心であることは疑いない。また、具体的な合併等の組織再編の局面においては、株主にとって対価を株式ではなく金銭等で受け取ることが好都合に感じられる状況がありうることも想定される。実際、従属会社少数株主中にも、吸収合併による従属会社の消滅自体を阻止することができない以上、合併により非公開会社の少数株主になるよりむしろ現金をもらった方がましと思う者も少なくない、との分析がある¹⁸⁸。しかしながら、合併対価として現金を志向する者が多いはずであるから交付金合併で少数株主が排除されることは目的的に正当である、とする考えには論理の飛躍がある。なぜなら、明らかに対価として現金を希望しない株主に対してまで現金の受け取りを強要する理由の説明にはなっていないからである。これは前述したルール選択の問題であって、そのようなルールが完全に選択されたのか必ずしも明らかではない状況において、株主の意に反した現金による締出しを全て正当化する理由とするには困難があろう。

185 龍田・前掲注（37）132頁。

186 藤縄・前掲注（11）81頁。なお、平成17年改正前商法下で交付金合併を明確に認めていた産業活力再生法についても、主務大臣の認定が一定のセーフガードになっており、支配株主の優越的地位の濫用であることが明らかである場合には認定がなされない可能性がある旨指摘されていた（若月一泰「産業活力再生法の改正の概要—商法特例の拡充による企業再編の円滑化—」商事1661号9頁（2003年））。

187 なお、株式交換・株式移転制度の導入により、従属会社から株主を一掃する手段自体は用意されたことから、交付金合併のメリットとして説明される柔軟なグループ運営の確保およびそれによるシナジー発生という理由付けは、交付金合併の正当化理由としては却って弱まったとの指摘がある（藤田・前掲注（6）105頁）。

188 江頭・前掲注（3）263頁。

3. まとめ

このように、改正前商法下において交付金合併を容認する立場からも、濫用的な少数株主の縮出しに対して、経済的な補償以外に何らかの保護を与える必要性のあることが指摘されてきた。そして、これを受けて、合併等対価の柔軟化が明文で認められた会社法の解釈としても、濫用的な少数株主の縮出しに対して歯止めをかけるために、交付金合併には「正当な事業目的」を要求する見解が有力に唱えられている。

一方で、この正当な事業目的基準に対して、明文の根拠の不存在、要件としての明確性を欠くこと、会社法の他の制度との整合等の観点からかかる概念を法解釈に持ち込むことへの批判が示されている。また、会社法が合併等対価の柔軟化を認めた背景には少数株主が一掃されることで企業価値が高くなりうるとの価値判断が存することを踏まえつつ、適正な対価の補償がありながら許されない少数株主縮出し合併があるとするならば、それがどのような類型の行為であり¹⁸⁹、なぜそれが許されないのか、といった点を整理することなく正当な事業目

的をメルクマールとして持ち込むことは無用の混乱をもたらすと指摘もなされる¹⁹⁰。

確かに、このような問題となる交付金合併の類型化やその実証研究が重要であることは言を俟たない。しかし、本質的な議論としては、なぜ少数株主を締め出すことが当然には許されないのかという点がより重要であり、そのメカニズムが先立って解明・検証される必要がある。この点は難問であるが、対価の相当性以外の調整法理の要否およびその機能が鍵になろう。なお、少数株主を締め出すことで企業価値が増大しうるという前提自体、それ自体が或るルール選択の基礎であったとしても、縮出しが常に企業価値を向上させるとの趣旨までを含意していたとは考えられず、公正な価格以外の何らかの調整要素の余地を本質的に排除するものとはいえない¹⁹¹。また、¹⁹²。

第3節 小括

以上、交付金合併と少数株主の保護に関して実務・理論において先行する米国においても、「正当な事業目的」基準の採否およ

189 問題となる類型の数少ない指摘の一つとして、本稿注(173)で述べた江頭教授の分析がある。もっとも、これに対しては、長期的投資の期待を十分反映した対価でよい筈である(藤田・前掲注(6)109頁注34)とか、株式公開時には上場メリットがあったがその後の事情変更で上場廃止した方が企業価値が高まる場合には当てはまらない(田中亘・前掲注(31)81頁注33)、等の批判がある。

190 藤田・前掲注(6)109頁、田中亘・前掲注(31)81頁。

191 たとえば、少数株主を締め出すことのメリットとしてしばしば取り上げられる、親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代表訴訟等リスクの回避、といったものを企業価値向上要因と捉えること自体十分に吟味しておく必要がある。要するに、うるさい株主を「厄介払い」することであり、そのような牽制のない状態の方が企業価値は向上するという考え方を一般化することには、些かの猜疑心を持って注視すべきであろう。

192 近年の企業価値算定に係る手法・精度の向上には眼を見張るものがあるとしても、それにより算定される価格は、たとえば、シナジー算定の際のターミナルバリュをどのように設定するかなど様々な仮定を前提とするものであって、公正な価格「のようなもの」ともいうべきものに過ぎない。曰く合理的かつ公正な計算が行われてもそのような性質から逃れることはできず、ましてや実際の価格交渉の場においてはそれ以外の要素も入りうるし、取引に何らかの関係を有する機関によるフェアネス・オピニオンについても自ずとその公正性には限界がある。現状、会社法が予定する対価の相当性がある種の「擬制」を前提にすると断ずるのは憚られるが、公正な価格の補償一本で少数株主の保護は図られたとする考え方があれば、それは相当に足元の心許ないものといえなくはないか。なお、企業価値の算定は、技術(art)であって科学(science)ではない、との示唆に富む指摘がある(星・前掲注(31)139頁)。

びその内容について必ずしも統一的な見解が採られておらず、また、議論が収束したわけではないことを確認した。また、そこでは、少なくとも、少数株主が適正手続と適正対価のみで排除されることに疑念を有する考え方が有力に存在することを確認した。わが国では、多数株主の少数株主に対する信託義務は一般に承認されておらず、衡平法概念も存在しないことから、同一ベースでの議論はできないが、議論のあり方は参考になると思われる。

新たに合併等対価の柔軟化が施行されたわが国においても、交付金合併に対価の相当性以外の調整要素を認めるべきか、交付金合併に「正当な事業目的」を必要と解するかについて議論がなされているが、現時点ではこの点学説上明らかにされていると

はいえない。

一方、日米双方において共通することとして、この問題を株主間の利害調整の問題として捉えていることを確認した。そのような問題意識から交付金合併における正当事業目的基準の要否および意味内容について眺めたときには、なぜそれを欠く組織再編行為が許されないのか、少数株主保護の法益や少数株主保護により会社法が維持しようとする秩序如何といった点を明らかにする必要があるように思われる。そして、それには株式の意義、株主の有する権利の側面から再確認する必要があると考える。

（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）