

アメリカ法における合併制度弾力化の歴史 と株主の地位

野 田 博

1. 序

合併のような基礎的変更 (fundamental changes) は、当事会社の財産的基礎、ひいては株主の持分の経済的価値に重大な変更をもたらす。⁽¹⁾そこで、アメリカ法においても、新たな経済事情に直面して、それに適合せしめるよう企業の組織の変更をなす必要と現在の持分利益を維持するという少数株主の利益の調和をはかる努力がなされてきたが、近時においても、少数株主保護の観点から、重要な対応が示された。デラウェア州の *Singer v. Magnavox* 事件判決 (1977) およびそれ以後の一連の判決にみられる対応、カリフォルニア州新会社法典 (1975年制定、1977年施行) による対応、SEC規則13e-3の制定 (1979年) がその主なものであり、わが国でも既にその紹介、検討がなされている。⁽²⁾ただデラウェア州判例法の対応については、その後、1983年の *Weinberger v. UOP, Inc.* 事件判決により、さらに新たな動きがみられることに留意する必要がある。それはともかく、これらの動向は、アメリカ法における合併制度弾力化の歴史と密接にかかわっている。本稿は、上記の対応の詳細な検討よりも、むしろその歴史的背景を明らかにすることを目的とする。こうした分析をとおして、現在の制度の背景、成立の経緯、位置づけ、直面する問題等の理解を得ることが期待でき、比較法上考慮すべき点を明らかにする上で有益であると思われるからである。近時の動向については、2で概観するが、以上のような理由から、順序は前後するがその歴史的背景 (3で論述する) を踏まえることが、その理解を容易にすると思われる。

さて、アメリカ法は、経済的要請を背景に企業結合に柔軟な手段を提供する方向への展開を示している。その一手段たる合併についても、州立法部は、しだいに会社法を改正し、合併を容易にそして柔軟に行うことを可能にしてき

③) 結果として、株主保護の観点から看過できない問題を生ぜしめることになった。Weiss 教授は、近時の動向の前史として、株主の権利に影響を与える合併制度弾力化の歴史を四つの段階に分けて分析している。⁽⁴⁾すなわち、①既得権理論が会社法を支配していた段階、②弾力化の始まり（既得権理論の消滅）の段階、③現金を対価とする合併を許す法の制定など弾力化が進展した段階、④州裁判所が少数株主締め出し合併を適法であると認めた段階、の四段階である。この歴史的分析は、少数株主締め出し合併（freeze-out merger ; cash-out merger ; take-out merger）への展開という視点からなされたものである。

確かに、少数株主が締め出されることになる方向への展開はアメリカ合併法制度の顕著な特色をなすとともに近時の動向に大きな影響を与えたということができ、本稿も Weiss 教授の分析に負うところが大きい。ただ、近時の動向に関しては、支配・従属会社間合併に際し裁判所が従属会社少数株主の立場をどのように認識し、いかに対応してきたかという視点も欠くことができないと思われる。そこで、本稿では、第三段階までは Weiss 教授の分析に従い、第四段階を一方デラウェア州の Sterling v. Mayflower Hotel Co., 事件判決をリーディング・ケースとする支配・従属会社間合併における忠実義務（fiduciary duty）理論の適用という流れと他方少数株主締め出し合併の合法化への流れという二つの流れの存する段階、第五段階を合併制度弾力化が頂点に達した段階、と位置づけて、3 で論じていくこととする。

2. 近時の動向

(1) デラウェア州判例法の対応

司法審査の基準—特に支配・従属会社間合併の場合—につき注目すべき一連の判決が、近年デラウェア州においてみられる。Singer v. Magnavox Co., 事件判決⁽⁶⁾をリーディング・ケースとする一連の判決である。事案はいずれも少数株主締め出しのための合併に関するもので、州最高裁判所は、多数株主は①少数株主を締め出すこと以外の「誠実な（bona fide）事業目的」⁽⁷⁾の存在を立証し、さらに②合併が「完全に公正」であることを立証しなければならない——この二段階の基準（two-tier test）が満たされない限り、少数株主に衡平法上の救済が与えられる——とのルールを示した。⁽⁸⁾

この判例理論は、「事業目的」基準および「完全な公正」基準の具体的内容につき議論の余地を残しつつも、⁽⁹⁾ 確立したかにみえたが、前述したように、1983年の Weinberger v. UOP, Inc., 事件判決により変更の動きがみられる。すなわち、本判決では、学説上批判の強かった事業目的基準が⁽¹⁰⁾ 廃棄された。さらに、株式買取請求権が行使された際その価額を算定するにあたってデラウェア州で確立していた評価方法——“ Delaware block method of valuation ”と⁽¹¹⁾ 呼ばれるもので、市場価格、収益力および資産価格を価値に関連した要素としてとり出し、それらを別々に評価し、それぞれの一株あたりの価値を算出し、それぞれに比重を付与した後、総合的に評価して導き出された数値を買取価額とする方法である——を⁽¹²⁾ 排他的なもの⁽¹³⁾ とせず、はるかに自由な評価方法⁽¹⁴⁾ を用意することで、本判決のあと、締め出し合併に際し対価の公正性のみ⁽¹⁵⁾ に不満をもつ少数株主の救済の場としては、一定の場合を除き、株式買取請求権を唯一のものとする意図が明らかにされた。

(2) カリフォルニア州新会社法の対応

ここでは、次の二点が注目される。ひとつは、法律上の合併または営業財産の実質的全部の譲渡において、その当事会社の一方が他方の議決権付株式の50%超をもっている場合、または両当事会社が共通の親会社をもつ関係会社である場合には、消滅会社株主にその有していた消滅会社普通株式と交換に交付されるもの、または、資産譲受の対価として譲渡会社に交付されるものは、存続会社または譲受会社の普通株式でなければならないという制約を設けたことである。⁽¹⁶⁾ ただし略式合併の際にはこの制約は適用しない。いまひとつは、カリフォルニア州では、合併比率等対価の公正に関する株主に対する救済として、従来株式買取請求権が唯一の救済手段であるとされていたところ、新会社法では、支配・従属会社間—— Calif. Corp. Code § 160 (a) によれば、ここで「支配」とは、会社の経営および政策の方向を、直接間接に指図しあるいはもたらす支配力の所有を意味するとされる——の合併、営業財産の実質的全部の譲渡の場合に例外を設け、株主に対する救済として⁽¹⁷⁾ リオーガニゼーション自体の有効性を争う道を開く規定⁽¹⁸⁾ を設けたことである。

(3) SEC規則13e-3の制定

1979年、連邦証券取引委員会は、1934年証券取引所法13条 (e) (2) 項に規定された権限に基づいて、いわゆる⁽¹⁸⁾ ゴーイング・プライベートを規制する規則

13e-3⁽¹³⁾を制定した。

要求される開示は、規則とともに公布されたスケジュール13E-3⁽²⁰⁾において列挙され、実質的にその行為のあらゆる面に及ぶ。すなわち、その条件、目的および効果、その行為の他に採るべき手段そしてその行為の後に発行者がいかなる措置を行うかの計画または提案を含んでいる。

株主の最大の関心事である合併比率の公正に直接がかわる情報開示として最も重要であると考えられるのは、スケジュールの簡条8(a)および8(b)である。簡条8(a)は、その行為をなそうとする発行者またはその支配者等は、規則13e-3に該当する行為が、少数株主にとって公正であると合理的に信じているか不公正だと合理的に信じているか、を述べることを要求する。そして簡条8(b)は、そう信ずる根拠となった「重要な要素」およびそれぞれの要素にいかなる比重を割り当てたかにつき「合理的な詳細さをもって」開示することを要求する。⁽²¹⁾ここで重要な要素の記載には次の事項が含まれる。すなわち、①現在の市場価格、②市場価格の推移、③貸借対照表上の一株あたりの純資産額、④継続企業価格、⑤清算価格、⑥取得原価、⑦専門家の鑑定結果、⑧独立の第三者が競合してなした申し込みの価格、⑨発行者の使用人でない取締役の過半数がその行為を承認したか否か、等である。⁽²²⁾

以上が、近時注目されるアメリカ法の動向である。なお、1983年のデラウェア州 Weinbrger 事件判決⁽²³⁾については、発展の新たな局面を開始するものであるとの見方もなされているが、便宜上本項でとり上げた。

3. 合併制度弾力化の促進

—Santa Fe Industries, Inc. v. Green (1977) まで

(1) 既得権理論の支配

出発点は、厳格なコモン・ロー上のルールの支配する段階である。⁽²⁴⁾コモン・ロー上、各株主は、他のすべての株主が会社の事業あるいは基本定款 (charter) の基礎的変更をなそうとしても、それを阻止することが可能であった。⁽²⁵⁾会社の基本定款が株主相互間の、そして会社と州の間の契約であり、その契約においてすべての株主は既得権 (vested rights) を有するとの考えが基礎にあり、⁽²⁶⁾会社の組織の基礎的変更、すなわち定款の重要な条項の変更、合併、営業譲渡、解散等には、全株主の一致が要求されていたからである。⁽²⁷⁾

このように、既得権理論が支配的であった段階においては、会社合併には株主全員の同意が必要とされたので、株主ひとりひとりが、合併拒否権を有していたといえることができる。

さらに裁判所は、多数株主が少数株主をして会社におけるその持分権を放棄させることは許されないということ⁽²⁸⁾を明らかにしたので、多数株主は、反対株主の拒否権を克服し得なかった。

以上のように株主の地位は著しく強大であるといえるが、この特色を理解するためには、その背景を知る必要がある。次の2点が指摘される。第1に、「当時のアメリカにおいては、未だ大産業が確立されず、また株式の分散の現象もみられなかった。その結果、株式会社は非分散的、閉鎖的な比較的少数の株主によって構成され、彼らは企業に対して強い利害関係をもっていた。従って、株式会社の組織は実質的には組合契約的な性格が強く、株主と企業との結合関係が緊密であった。」⁽²⁹⁾第2に、「当時のアメリカ会社法は、会社関係者保護のための厳格な規制をその理念としており、株主の権利も積極的に保護されていた。」⁽³⁰⁾以上を反映して、株主の地位は極めて強大なものとなっていたのである。

(2) 弾力化の開始

この段階は、19世紀より20世紀初頭にかけての既得権理論の後退と弾力化の開始⁽³¹⁾を内容とする。その背景として、株主の数が増大し全員一致の決議がほとんど不可能になったことおよび経済事情の急速な変動——南北戦争を契機とした工業の急激な発展——により企業の組織を変更して経済事情に対応させることが必要になったという事情がある。

右のような事情を背景に、各州の立法府は、会社の組織の基礎的変更に対し全員一致の同意を要求し、同時に反対株主の排除を禁ずることは、経済発展にとってしばしば耐え難い状況を生ぜしめるということを認識するようになった。⁽³²⁾すなわち、個々の株主が拒否権を有することは、少数株主による専制の可能性を生み出し、したがって会社の組織を急速に変動する経済事情に適合させることを阻害することになり、その結果望ましい商業上の行為を妨げ、経済的發展をはばむことになるからである。⁽³³⁾そこで、州立法府の多くは、取締役会による承認および資本多数決により、資産全部の譲渡、合併あるいは解散といった基礎的変更をなしうるとして、柔軟に経済事情の変化に対応する必要に応じ

⁽³⁴⁾ したがって合併決議は資本多数決ルールに服することになったのである。

なお、多数決による合併を認めた制定法の合憲性を確保するためか、株主の公平を確保するためか論争はあるものの、この過程において株式買取請求権制度が発生したことは注目される。⁽³⁵⁾

以上のように、既得権理論は消滅することとなった。しかしそれに並行して、裁判所は既得権理論に代るべき法理を結実せしめ、⁽³⁶⁾ それによって、多数株主がいかに彼らに新しく与えられた権限を行使すべきかにつき規制することになった。それを端的にあらわす例として、合併の事例ではないが、Southern Pacific Co. v. Bogert 事件判決が挙げられよう。⁽³⁷⁾ この事件では、会社の支配株主が、その会社の解散を承認し、その資産全部を新設した会社をとおして購入し、その結果もとの会社の少数株主は締め出されることになった。連邦最高裁判所は、この締め出しの企てに対する少数株主の挑戦を是認して、次のように述べた。

「会社法および援用された衡平法上のルールは、十分定着し、そしてしばしば適用されてきた。多数株主は支配権を有する。しかしその場合、多数株主は少数株主に対して会社自身あるいは役員・取締役と同様に信託的關係 (fiduciary relation) に立つ。多数株主がその支配権を行使することによって会社の財産が譲渡され、多数株主自身がこの財産を取得する場合には、少数株主がその取引から生ずる利益に公平に参加することが妨げられてはならない。」⁽³⁸⁾

ここに至って、基礎的変更にさいしての株主の利害調整の問題は、既得権理論の問題ではなくなり、代って多数株主ないし支配株主が少数株主に対して忠実義務 (fiduciary duty) を負うとの理論が規律することになった。この新しい理論は、後に支配・従属会社間合併等利害関係者間の取引において、注目すべき発展を示すことになる。ここでは、裁判所がこの理論を適用することによって、少数株主に新会社の株式持分権を与えるよう多数株主に要求し、少数株主の参加の継続を確保しようとしたこと⁽³⁹⁾ を指摘しておきたい。

以上のように、この段階において裁判所は、多数株主が資本多数決を認めた州会社法によって与えられた権限を行使する際、それをいかに行使すべきかについて厳格に規制していた⁽⁴⁰⁾ ということができよう。Lattin 教授はこの状況を次のように述べる。

「多数株主に与えられた解散、資産全部の譲渡あるいは合併を行うべき権限に関して、我々は、裁判所が一般的に、妥当な結果に達するため衡平法上の制限を課してきたということのみをみてきた。〔制定法〕によって与えられた広い権限は無制限であるとは解釈されてこなかった。……少数株主を『締め出すこと』を目的として多数株主がこれらの手段を行使することは、通例、厳格に禁ぜられた。合併が行われる場合、公正な条件および取扱いの平等性が求められた。そして株主は、これらの条件が満たされそしてもちろん制定法が定める他のすべての条件が満たされた場合を除いて、その持分の価格のみの補償を強いられることはなかった。」⁽⁴¹⁾

(3) 弾力化の進展——現金を対価とする合併を許す最初の制定法群

現金を対価とする合併を許す法が制定されて合併制度の弾力化は次の段階にはいったということができよう。この最初の制定法群といわれているものを列挙すれば、次のとおりである。

(a) フロリダ州……フロリダ州は 1925 年にその一般会社法を修正して、合併契約において、「全合併当事会社あるいは一部合併当事会社の株主に、株式に代えてその全部あるいは一部につき現金、手形あるいは社債を交付することとしてよい」と規定した。⁽⁴²⁾

(b) アーカンソー州

カリフォルニア州

オハイオ州 ……この 3 州は、1931 年までに、フロリダ州と同じか類似の規定を追加した。⁽⁴³⁾

(c) ルイジアナ州……ルイジアナ州は、合併において許される対価の種類を挙げていないが、一見したところでは、現金または他の一定の対価を許す法を、1928 年に制定した。⁽⁴⁴⁾

以上にあげた制定法は、明示的に少数株主を締め出す結果となる合併を正当化しているわけではない。⁽⁴⁵⁾そこでこれらの制定法が、そうした合併を正当化したかどうかをめぐって議論が存する。肯定する立場は、吸収合併は通常合併当事会社中の 1 会社の存続を企図するのであるから、吸収合併において現金が唯一の対価として交付されるのを許すことは、少数株主の締め出しを正当化するという目的にかなうと考える。⁽⁴⁶⁾ Borden は次のように述べて、この見解をとる。すなわち「これらの制定法の背後にある政策的考慮は、株主の既得権理論

の観念よりもむしろ会社の柔軟性および会社民主主義の選択にある⁽⁴⁷⁾と述べ、さらに、立法府は熟慮の上で「株主からこれまで守られてきた基礎的な権利を奪った⁽⁴⁸⁾」と述べる。

これに対し否定的な立場からは、これらの制定法の目的を深く洞察するためには法文の釈義よりも制定法に関係している法および事業についての背景を考察することが必要であるとし、そしてそうした考察から2つの結論を導き出す。すなわち、①当時の裁判所および法律家の意見は明らかに少数株主の締め出しに好意的ではなく、立法府がこれらの制定法により少数株主の締め出しを承認したとは考えていなかったということ、そして②これらの制定法は少数株主の締め出しに無関係の問題を解決するために制定されたということである⁽⁴⁹⁾。この論者は次に紹介する当時の判決等をあげて、その見解の論拠とする。

(a) Jones v. Missouri - Edison Electric Co. ……この判決は、当時の裁判所が、株式を対価とする合併に際し、対価が不十分である場合いかにそうした合併を取扱うかを例示する。事案は次のとおりである。合併当時会社の一方の株式全部と他方の普通株式の多数を所有する複数の株主が両会社の合併の承認決議を行った。それらの株主が全部を所有していた会社の合併後の会社の価値への寄与は約16分の3であり、残りは他方の会社が寄与した。しかしながらその合併条件は、合併後の会社の株式の5分の4が前者の株主に交付され、後者の株主には5分の1が交付されるというものであった。そこで大部分を寄与する後者の優先株式の保有者——その種類株式はその会社の価値の約半分に相当する——は、その合併に対し訴を提起した。第1審の地方裁判所 (district court) はその訴を却下した。その根拠としたところは、その合併が制定法のすべての要求にそうものであり、原告がもし合併に反対であるなら株式買取請求権を行使することができるということであった。しかし第8巡回裁判所は、これを破棄した。原告が提示したものは訴訟原因として有効であると判示し、そしてもし地方裁判所が事実を申し立てのとおりでであると認定するなら、適切な救済——それには、原告が合併後の会社より大きな持分権を与えられることを命ずるということが含まれる——を与えるべきであるとした。

(b) Outwater v. Public Service Corp. ……本件は、会社の選択で随時償還できる優先株式が対価として交付される吸収合併が、少数株主締め出しの可能性を理由に、禁止されたという事例である。裁判所は、合併契約が原告に3年

後随時償還できる優先株式を交付すると定めていることをとらえ、「この合併は、実質的には、強制的な持分の売却にほかならない。……3年後株主を排除することが可能であることは不公正であり、その時になって合併契約で与えられた〔償還の〕選択権を行使するという権利は、耐えがたく、そして公平に反する。」⁽⁵³⁾とした。

以上の判決等を検討して否定説の論者は、「要するに、当時の判例は、現金を対価とする合併についての制定法以前に、〔上記2つの判決のような事例を含む〕⁽⁵⁴⁾少数株主の締め出しの企てに好意的でなかったということは明らかである」とし、そのことから「最初の現金を対価とする合併制定法群は、それが実際に行われている実務を法律上承認したものであるということに基づいて少数株主の締め出しを合法である、と解釈することはできない」⁽⁵⁵⁾と述べる。

否定説に従うならば、では現金を対価とする合併についての法の制定がいかなる目的を有していたのかが問われねばならない。それについて否定説の論者は、それらの法の制定のより適切な説明は、「その制定により、会社経営者が、明らかに許される事業行為をなすにあたり、さらに柔軟に行なえるようにしようとしたものである」⁽⁵⁶⁾とする。すなわち当時、州の制定法が合併に対してなしていた厳格な制限を避けるため、⁽⁵⁷⁾実質的に同一の目的を達することのできる財産譲渡の方法を選ぶ傾向があったが、⁽⁵⁸⁾財産譲渡の方法も障害の多い技術上の問題を生ずることが多かった。そこで合併を事業結合をなしとげるための手段としてより魅力的なものとするための合併制度弾力化の一環としてなされた、⁽⁵⁹⁾ということである。

この見解を支えるものとして論者が引用するその制定法についての当時の文書・注釈は興味深い。そこでここでは、そのうち最初に制定されたフロリダ州に関するものと相当豊富に存するカリフォルニア州に関するものを紹介しておきたい。

フロリダ州の制定法は大部分統一事業会社法（the Uniform Business Corporation Act）の予備的な草案にならっていた。⁽⁶⁰⁾統一州法に携わる委員は、合併に関するセクション——そこでは、合併契約書において「合併の条件、合併を実行する方法および必要であると考えられる他の項目・条項」⁽⁶¹⁾を含むことを要する旨定められている——に注釈をつけなかった。他方会社財産全部の譲渡に関するセクションでは、「このセクションは、少数株主を故意に欺こ

うとして財産の移転あるいは交換を認めるものであると解釈されてはならない⁽⁶²⁾と述べている。両者の関係につき論者は、「少数株主の締め出しは当時一貫して裁判所によって推定詐欺であると取扱われており、新しい合併規定に関しても、財産譲渡の場合と同様、詐欺——現実の詐欺であれ推定詐欺であれ——を許すものではないと解するのが自然である⁽⁶³⁾」とし、「少数株主を締め出すために合併規定を利用することを禁ずる文言が欠如していることはおそらく合併規定がそのように使われる可能性があるということを法案の起草者が認識していなかったことが原因であろう⁽⁶⁴⁾」と述べる。

カリフォルニア州は当時2度会社法を修正した。最初の一般的な合併に関する規定は、1929年に導入された。そこでは、なかんずく、合併契約書には「合併当事会社の株式を新設または存続会社の株式と交換する方法および基準⁽⁶⁵⁾」を記載しなければならないと述べられていた。1931年にこの規定は修正され、合併契約書は「また、合併当事会社の株主あるいはそのうちのある種類の株主に交付される全部あるいは一部の株式に代えて現金、財産または有価証券を交付する旨定めることもできる⁽⁶⁶⁾」とされた。これらの規定を考察するにあたって、とりわけ主要な起草者であるBallantine およびSterling の著作にあたってみることは有益であろう。その著作のなかで、彼らは、会社を解散すべき権限は、「少数株主を締め出すことを目的として」行使されてはならないとの一般的なルールに賛同し⁽⁶⁷⁾、さらに別の著作で、カリフォルニア州法がたとえ株式買取請求権を合併に反対する株主の排他的な救済であるとするにしても、裁判所はその合併の形式よりも実質的な見地から「装われた合併 (a pretended merger)」を評価することは自由であり、その評価をとおしてその合併が許されない目的を達するために実行されたとの結論に至るなら、カリフォルニア会社法は、裁判所が株主に救済を与えることを妨げるものではないと論ずる⁽⁶⁸⁾。以上の記述より、起草者は、これらの規定が少数株主を締め出すことを承認するとはみていなかった、という示唆が得られよう。

以上、この段階で少数株主の締め出しを企図する合併が許されるかどうかについての肯定説と否定説の論争をみてきた。法文の釈義のみから結論を導き出すのではなく裁判所による実際の運用、制定当時の利用可能な文書等を見なければならぬとし、そこから結論を導き出す否定説が説得力があるように思われる。否定説に従えば、上記の制定法群は、誠実な事業結合のための手段とし

での合併にさらなる柔軟性を与えるための役割の一部をになうものとして制定されたものであり、⁽⁶⁹⁾少数株主を締め出すために利用することを承認するものではないということになる。

(4) 二つの流れ

(i) 支配・従属会社間の合併の場合における忠実義務理論の発展

第2段階で発生した多数株主が少数株主に対し受任者としての義務を負うとの理論は、デラウェア州において、支配・従属会社間の合併等利害関係者間の(not arms' length; interested)取引を規律する判例理論として発展した。

この流れは、支配・従属会社間の合併を典型とする利害関係者間の合併(interested merger)⁽⁷⁰⁾に関するリーディング・ケースといわれている1952年のSterling v. Mayflower Hotel Corp.⁽⁷¹⁾に始まる。この判例理論は、支配会社——Sterling事件では、従属会社の株式の約80%を所有し、従属会社取締役も派遣している——が従属会社を吸収合併する事例において、支配会社は、従属会社の多数株主として、その少数株主に対し財産管理につき「受任者としての地位(fiduciary position)」にあり、取引の両側に位置しているから、合併の完全な公正さを立証する責任を負い、合併条件の公正さは裁判所の慎重な審査を受ける、というものである。この理論は、1968年のDavid J. Greene & Co. v. Dunhill International, Inc.⁽⁷²⁾および1969年のBastian v. Bourns, Inc.⁽⁷³⁾によって確認された。

これらの一連の判決によってデラウェア州裁判所は、支配・従属会社間合併の場合に株主がその合併を「不公正」であるとして差止め等衡平法上の救済を求める時適用のある公正基準につき、「ビジネス・ジャッジメントルール」あるいは「詐欺またはそれに準ずるもの」との基準を採らないことを明らかにした。⁽⁷⁴⁾

しかしながら、この判例理論は、現金が対価として交付される型の合併には、株式買取請求権が反対株主に利用可能であることを理由に、適用されないという見方が一般になされていたといわれる。⁽⁷⁵⁾

また、この判例理論は、1970年代にはいって、いったん実質的に弱められることになる。⁽⁷⁶⁾

(ii) 少数株主締め出し合併の合法化

もう一方の流れは、少数株主締め出し合併の合法化への流れである。(i)にみ

たところと時期は前後するが、少数株主を締め出すことになる合併を承認するものと解される最初の制定法は、1936年にニューヨーク州で採用されたといわれる。この制定法は、いわゆる「略式合併 (short form merger)」法の規定であり、支配会社が従属会社の株式の95%以上を所有する場合、支配会社の取締役会が合併の決議をするだけで、あとは州官庁に合併契約書の写しを登録すれば、会社法上の合併手続は完了するというものであった。⁽⁷⁷⁾そしてこの略式合併法規定は、合併契約書に、従属会社少数株主に発行されあるいは支払われるべき「有価証券、現金あるいはその他の対価を含む合併条件が記載されること」を要求していた。⁽⁷⁸⁾ところでこの制定法規定は、支配会社が電力・ガス会社である場合に限定されており、一般的に適用されるわけではなかった。すなわち、この規定は、「アメリカにおいて1929年に始まる大恐慌に際していわゆる公益事業会社の機構を簡易化し、その再建整備を図ることを主たる目的として設けられたものである。」⁽⁸⁰⁾したがってこの規定の制定は、当時の公益事業会社の特殊事情によるものであり、一般的に少数株主締め出し合併に対する考え方が変わったというものではないと思われる。

Beloff v. Consolidated Edison Co.⁽⁸¹⁾ は、この略式合併法規定のもとで締め出し合併が争われ、ニューヨーク州最高裁判所 (New York Court of Appeals) に至った最初の事件である。最高裁は、原告が株主としての地位を継続する既得の、憲法上保障された権利を有すると主張するのを拒み、「被吸収会社の株主が有する実際の権利はひとつだけである。それは彼の持分の価格を保護してもらうことであり、その保護は株式買取請求権をとおして与えられるものである」ということを理由に、この制定法を是認した。なおこの判決の9年前 (1940年)、すでにデラウェア州最高裁判所は、Federal United Corp. v. Havender 事件判決において、同様の考え方——すなわち、株主に与えられる権利はその持分の公正な価格以上のものではないとの考え方——を示している。⁽⁸²⁾

以上の判決からは少数株主締め出し合併に対する裁判所の態度が変わったように思われるが、一方で1940年代から1950年代初めにかけて裁判所は少数株主締め出しに対して一般的に敵対的な態度をとっており、したがって裁判所の態度が変更されたとみることは早計であるとの指摘がなされる。⁽⁸⁴⁾

裁判所が少数株主締め出し合併に否定的態度を示さなくなったのは、州立法

府が会社法の関連規定を修正し、現金がすべての吸収合併において対価として受け入れられるということをはっきりとした後のことである。⁽⁸⁵⁾この契機となった若干の立法をながめると、次のとおりである。

(a) ニューヨーク州…… 1949年にその略式合併法規定をすべての会社に適用があるとし、⁽⁸⁶⁾1961年には通常の手続による合併に現金を対価とすることを承認した。⁽⁸⁷⁾

(b) デラウェア州…… 1937年に、その一般会社法 253条に略式合併についての規定がおかれていたが、この規定は完全所有子会社を吸収する場合にのみ適用されていたところ、1957年にこの規定が修正され、支配会社が従属会社の90%を所有する場合に適用されることになった。より重要であるのは、この際、従属会社の少数株主に提供されるべき対価が「有価証券、現金その他の対価」を含むよう修正されたことである。⁽⁸⁸⁾

1967年には、通常の手続による合併規定に列挙されている対価の種類に現金を加えた。⁽⁸⁹⁾

(c) ニュージャージー州…… 1968年に通常の手続による場合も略式の手続による場合も現金を対価とする合併を承認した。⁽⁹⁰⁾

(d) 模範事業会社法…… 1960年に任意の——各州に採用のまかされた——略式の現金を対価とする合併についての規定が加えられ、⁽⁹¹⁾1969年には、通常の手続による合併規定が現金を対価とする合併を承認するよう修正された。⁽⁹²⁾

これらの制定法修正の理由がどこにあるかが問題であるが、Weiss 教授は、それに関する文書・記録を調査し、⁽⁹³⁾「立法府の主たる動機は」、(3)でみた最初の現金を対価とする合併規定の場合と同様、明らかに「会社経営者が会社の結合をなす際、より柔軟に行なえるようにする」ことであった、と結論づけている。⁽⁹⁴⁾

裁判所がこれらの規定を締め出し合併を承認するものと解釈する方向へ変更したことは、デラウェア州の判決を検討することで最も明らかになる。⁽⁹⁵⁾そこで、以下ではデラウェア州裁判所の取扱いを中心に検討してゆく。⁽⁹⁶⁾

デラウェア一般会社法 253条略式合併法規定のもとで締め出し合併を吟味した最初のものとして *Coyne v. Park & Tilford Distillers Corp.* 事件判決が挙げられる。原告——Schenley Industries の子会社である Park & Tilford (Schenley Industries がその株式の96%を所有する) の少数株主——⁽⁹⁷⁾

は、株主を彼が投資した会社から追い出すことは確立した法の政策と矛盾するというを理由に、253条は締め出し合併を承認するものではないと主張した。裁判所は、253条が明らかに略式合併における対価として現金のみを交付することを認めているとの理由により、この主張を拒んだ。裁判所はまた、253条が憲法に違反して原告から既得の契約上の権利を奪うとの主張を、州の立法当局が会社の定款を改正する権限を留保していたとの一般理論を理由に拒んだ。

またこの判決の4年後、*Stauffer v. Standard Brands, Inc.* 事件⁽⁹⁸⁾——*Co-ryne* 事件と同様略式の手続による締め出し合併の効力を争う事例——において、衡平裁判所は、株主が合併条件に満足しない場合株式買取請求権が利用できる旨判示して、原告の主張を退けている。⁽⁹⁹⁾

(5) 合併弾力化の頂点——弊害の顕在化

David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc. 事件判決⁽¹⁰⁰⁾で、デラウェア州法の合併制度は弾力化の頂点に達した。先にあげた *Stauffer* 事件の時点においては、通常の手続による合併規定（第251条）は、なお合併当会社の株主全員に存続会社への参加の継続を保障するものであった。すなわち、存続会社の株式ないし株式以外の有価証券が対価として与えられることになっていた。⁽¹⁰¹⁾そこで参加を継続する権利を保護するため、(4)(i)でみたように、裁判所は、注意深く交換比率を吟味することで、株主がはなはだしく不公正な比率によって株式買取請求権を選択せざるを得なくなるということがないように保護していた。⁽¹⁰²⁾ところが1967年、前述のとおり、通常の手続による合併規定においても、対価として現金を交付することが認められた。この規定のもとで争われたのが、*David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.* 事件である。事案は、従属会社——その株式の84%は支配会社が所有する——の少数株主が、株式と交換に現金および支配会社発行の劣後社債が交付される合併の効力を争ったものである。デラウェア州衡平裁判所は、本件が *Sterling* 事件判決により確立した判例理論⁽¹⁰³⁾に従う利害当事者間合併であることを認めた後、それにもかかわらず訴訟における争点が株式の評価の点にのみ存するときは右判例理論は適用がなく、もし現金が交付されて締め出される少数株主がその所有持分の価値評価に満足せず、しかし詐欺（fraud）あるいはあからさまなやりすぎ（blatant overreaching）が立証されない場合、株式買取請求権により救

済を求めるべきであると判示し、その際、少数株主の権利は略式合併法規定のもとにおける場合以上のものではない旨述べている。

また、Levien v. Sinclair Oil Co.⁽¹⁰⁴⁾ 事件判決において、Sterling 事件判決のルールが適用されるためには、合併当事会社間に支配・従属関係が存することのみならず当該行為についても支配会社が支配していること、そしてその際に支配会社が従属会社あるいはその少数株主の犠牲において利得することの立証が要求されるとした。この新しいルールは、Chasin v. Gluck⁽¹⁰⁵⁾ 等により従われることになった。

これらの判決は、原告に重い立証責任を課するものであり、司法介入の範囲は著しく削減されることになった。Sterling 事件判決のルールは実質的に制限され、少数株主の無力さを補うものとしての裁判所の役割は相当制限されたといわざるを得ない。⁽¹⁰⁶⁾

以上のように、デラウェア州裁判所は上記の合併法規定の修正を「株主関係の不変性という伝統的な考え⁽¹⁰⁷⁾」を廃したと解し、そして会社合併に対し不干涉の態度をとり、ほとんどすべての場合に反対株主を株式買取請求権による救済⁽¹⁰⁸⁾に差し向けた。ここに至って、合併弾力化は頂点に達したといえよう。

さて以上のような合併法の傾向は、1970年代初期に特別の意味を持つことになった。それは、株価低落および他の経済発展の一般的落ちこみを背景に、現金を交付して会社を獲得することが経済的に魅力的になり、結果として次の3つの型に分類できる合併が頻繁になったことによる。⁽¹⁰⁹⁾

- (a) ゴーイング・プライベート合併……多くは、1960年代後半に株式公開を行なった会社の支配株主が、現金を対価として交付する合併によって一般株主を排除して、閉鎖会社化する合併である。
- (b) 一定期間支配・従属関係にあった会社間でなされる締め出し合併
- (c) 二段階合併……公開買付により他の会社の支配的持分を取得した会社が、その後すぐにその会社の残存株主を現金を対価として交付する合併によって排除する合併⁽¹¹⁰⁾

以上の3種類の締め出し合併が頻繁に行われ、訴訟が頻発するに至り、合併制度弾力化の弊害が明らかになってきた。ことにゴーイング・プライベート型の締め出し合併の出現は、そのことを印象的に実証した。⁽¹¹¹⁾ 合併制度弾力化の方向への発展は、企業結合をなす際、会社経営者が柔軟に対応できるようにする

ことであった。それにより、例えば「支配会社は、従属会社を吸収合併することによってしばしば事業上の困難をさげ管理経済性を生ぜしめることができ、そして公開買付を通して大部分の所有持分を取得した会社は、なお残存している一般株主を強制的に締め出すことによって必要とされる経営上あるいは構造上の柔軟性を得ることが可能と」⁽¹¹²⁾なったのである。しかしゴースティング・プライベート型の合併にはこうした正当化は存在せず、また少数株主が不公正に取扱われる危険は極めて大きいことが指摘されるようになった。⁽¹¹³⁾⁽¹¹⁴⁾

そしてそれをきっかけとして、少数株主締め出し合併あるいはより広く支配・従属会社間合併のかかえている問題が再検討されることになった。

このようにして、合併弾力化が頂点に達した時、その弊害も顕在化した。さらに株式買取請求権の救済制度としての不十分性の認識が一般的になり、⁽¹¹⁵⁾この問題に対する関心がいっそう高まることになった。⁽¹¹⁶⁾

州法の不都合は、連邦最高裁が1934年連邦証券取引所法10条(b)項および同規則10b-5にもとづいて救済を求める道を閉ざした時決定的になった。これは、Santa Fe Industries v. Green 事件判決であり、⁽¹¹⁷⁾その後の州法の展開の契機となった⁽¹¹⁸⁾という意味からも重要な判決といえる。⁽¹¹⁹⁾

判決の検討に移ろう。本件は、少数株主締め出し合併の当事会社であるKirby Lumber Corporation（以下B会社）の少数株主X（原告・控訴人・被上告人）が、州裁判所で満足の救済を得ることが厳しいとの見込みから、連邦裁判所に1934年連邦証券取引所法10条(b)項および同規則10b-5の違反を理由に合併の取消、または予備的請求として損害賠償を求めたものである。B会社の支配会社（1936年にB会社の株式の60%を取得）であるSanta Fe Industries（以下Y会社：被告・被控訴人・上告人）は、数年間にわたっての株式公開買付をとおしてその持分を95%に増やした。B会社の株式の取引価格は100ドル以下であったが、その資産は1株あたり600ドルを越えるの見積られていたところ、Y会社はその完全所有子会社（A会社）にB会社の株式を譲渡し、A会社が現金を対価とする略式合併でB会社を吸収した。その際、B会社の少数株主は1株あたり150ドル交付されるという合併条件の提示を受けた。そこでXは、その合併は、デラウェア州法の規定に従っているけれども、「欺罔するための手段、たくらみもしくは策略を用いること（device, scheme or artifice to defraud）」を構成すると主張した。原審である第2巡回控訴裁判

所は、虚偽の記載の存在または開示の懈怠はかならずしも規則10b-5のための絶対的要件とは解されないということ、デラウェア州法のもとで利用できる株式買取請求権が救済制度として不十分であることおよびY会社が合併をなす正当な事業上の目的を欠いていることに鑑み、原告の主張は規則10b-5の訴訟原因を適法に述べていると判示した。

ところが連邦最高裁は、法10条(b)項および規則10b-5の違反を構成するためにはその合併が欺罔 (deception)あるいは相場操縦 (manipulation) の要素を含まねばならないということに基づいて、原審を破棄した。すなわち、本件では、合併の通知と同時に送付された情報開示文書には完全な開示がなされており、本件行為は欺罔のまたは相場操縦的なものとはいえないとされたわけである。結局、少数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とされた。

ところで法10条(b)項および規則10b-5の、忠実義務違反にあたるような行為への適用の問題に関しても連邦最高裁は付言している。まず規則10b-5が、州法のもとで許され欺罔なしに完了された行為を禁止すると解することは適切ではないことを指摘した上で、「議会の意図が明らかでない限り、我々は、とりわけ会社法規定に関する確立した州の政策がくつがえされるような場合、証券取引に関することであっても会社法の実質的部分を連邦化することはしたくない⁽¹²⁰⁾」と述べる。さらに「この訴訟において挑戦されたような合併を規律すべき統一的な連邦の信任上の基準 (fiduciary standards) の必要があるかもしれない。しかしそれらの基準は、『会社領域を担当するよう』法10条(b)項および規則10b-5を司法上拡張することによって与えられるべきものではない⁽¹²¹⁾」と述べている。

連邦最高裁の上の付言より次のことが看取されよう。

「連邦最高裁は、本件のような少数株主締め出し合併に対する州法の対応を承認するものではない。しかしながら、連邦裁判所は、そのような合併が生み出す問題を取扱う権限を有しない。そこでこの問題は、連邦議会の立法をとおしてか、あるいは州裁判所が衡平法上の原則を適用することによって取扱われるべきものであり、またそのことが望まれる、ということ連邦最高裁は示唆していると思われる。」⁽¹²²⁾

以上が、合併制度弾力化が頂点に達したというべき第5段階の状況である。

このような状況を背景として、2で述べた対応が示されることになるのである。

4. 結びに代えて

会社の柔軟性の必要と少数株主の利益保護の調和は、言うべくして容易ではない。これまで、限られた視点からのものにすぎないが、みてきたアメリカ法における合併制度の展開は、上記要請を満たすための努力の歴史であったといえることができる。この課題が容易でないということは、例えば、デラウェア州において確立したとみられたSinger 事件判決のルールが、その5年半後に、Weinberger 事件判決によってくつがえされ、新たな局面をむかえようとしていることからもうかがうことができる。また Weinberger 事件判決についても、例えば、株式買取請求権に関するデラウェア州制定法〔Del. Code Ann. tit. 8 § 262(h) (1982)〕が「合併が成立したこと又は成立することの期待から生じた価値の要素」を考慮してはならない旨規定しており、そうした制限が存する以上、合併それ自体から生ずる利益の分配に不満をもつ少数株主の保護に十分答えうるかといった点、また本判決のルールが、締め出し型でない、すなわち株式を対価として交付される支配・従属会社間合併の場合にも適用されるのかといった点につき、疑問の余地を残していることは否定しえない。今後の展開が注目されるところである。

本稿は、先の調和の要請に対する取扱いのありようの変遷を、アメリカ法について概観するとどまる。いかなる調和がはかられるべきかについては、今後の課題として残される。これは、当然のことながら、時代背景、各国の特殊事情等により、一概に言えるものではない。わが国法を検討するにあたってはわが国特有の事情を配慮しなければならないことは当然であろう。しかし次のような理由により、アメリカ法の検討は、わが国法を検討するに際しても、有益であると考えられる。わが国においては、アメリカ法におけるような少数株主締め出し合併は許されないと解されよう。⁽¹²⁵⁾その点では、わが国における合併法制度の状況は、株主保護の視点からは、アメリカ法におけるほど深刻ではないともいえる。しかしながら、わが国法に関しても、会社訴訟により与えられる救済の型がアメリカ法のように柔軟ではなく、合併の効力発生後における法的安定性と合法性の保障の調整が必ずしも妥当とはいえないとの指摘、⁽¹²⁶⁾合併が支配

・従属会社間で行われる場合、相互に独立した会社間で行われる場合に比し特別の配慮が必要になってくるのではないかと考えられること、⁽¹²⁷⁾実体的な価値評価——司法審査の基準についても、株式買取価額の算定についても——⁽¹²⁸⁾に關し、さらに詰めた議論が必要ではないかとの指摘等、検討すべき課題が多く残されている。以上の諸点につき豊富な経験を有し、検討のなされてきたアメリカ法の動向の研究は、その歴史的背景についての検討も含め、有益な示唆を与えるものと期待できよう。以上の点に留意しつつ、今後の研究を進めていきたいと考えている。

(注)

- (1) 龍田節「合併の公正維持」法学論叢82巻2・3・4号262, 263頁(昭43)
- (2) 例えば、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(8)」法協99巻2号145頁(1982)、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(5)」法協99巻2号223頁(1982)、森淳二朗「合併制度と株主排除」法律時報51巻11号138頁(昭54)等である。
- (3) Greene, Corporate Freeze-out Mergers; A Proposed Analysis, 28 Stan. L. Rev. 487, 489(1976)
- (4) Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, 56 N. Y. U. L. Rev. 624, 626-57(1981)
- (5) 380 A. 2d 969 (Del. 1977)
- (6) Singer 事件判決では、その唯一の目的が少数株主を締め出すことにある合併は、多数株主の少数株主に対する忠実義務に反することになるとされ、Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A. 2d 1121 (Del. 1977) 事件判決では、事業目的とは多数株主のそれであり、少数株主を排除することを唯一の目的として企てられた合併は禁ぜられるとする Singer 事件判決のルールを免れるための「言いがれ(subterfuge)」ではなく、「誠実なもの」でなければならないとされた。
- (7) 裁判所は、少数株主が公正に取扱われたかどうかを決するため、その合併に至る過程そしてその合併行為自体のすべての面を検討すべきことが要求される。例えば、Tanzer 事件の差戻審[402 A. 2d 382 (Del. 1979)]等参照。ただ、特に合併条件の実体的公正が種々の議論の対象となっていることについては、拙稿「支配・従属会社間合併における公正基準とその実効性確保——アメリカ法からの示唆」一橋論叢92巻3号382頁(昭59)等を参照されたい。
- (8) Singer 事件判決以来の一連の判決については、江頭・前掲注(2)168頁以下、神田・前掲注(2)234頁以下、等参照。
- (9) 457 A. 2d 701 (Del. 1983) 本件は、支配・従属会社間の少数株主締め出し合併に反対する少数株主Xが、完成した合併の取消、または予備的請求として金銭上の損害賠償による救済を求めて代表訴訟を提起したものであ

る。Y₂ 会社は、その子会社である Y₁ 会社 — Y₂ 会社は Y₁ 会社の総株式の 50.5% を有していた — を獲得することに関心を持つようになった。Y₁ 会社の 2 名の取締役 — 同時に Y₂ 会社の役員・取締役会の構成員でもある — は、Y₂ 会社にとっての合併の実行可能性の調査を用意するため Y₁ 会社から得られた内部情報を利用した。その調査に基づいて、Y₂ 会社の取締役は、Y₁ 会社の社外株式を 1 株あたり 24 ドルまでの価格で取得することは有利な投資の対象であると判断し、株主に 1 株あたり 21 ドルを提案した。Y₁ ・ Y₂ 両会社の兼任取締役は、この実行可能性調査および合併前の取引にとり重要な他のいくつかの要素について、Y₂ 会社の取締役を兼ねない Y₁ 会社の取締役および株主に開示しなかった。

そこで X は、次の諸点を主張した。すなわち、① 本件合併は Singer 事件判決の事業目的基準に合致しないこと、② Y₂ は、合併の対価の取決めおよびその投資銀行家から受取ったお座りの性格の公正さの意見に関して重要な虚偽の記載および不開示を含む委任状説明書を出すことによって、その多数株主として負担する忠実義務に違反したこと、③ 一般に金融界において受け入れられる 2 つの方法の財務評価によれば、対価が不公正であること、である。

最高裁は、まず「完全な公正」基準につき、完全な公正とは公正な取扱いおよび公正な対価の両方を含むとし、次の諸点を理由に Y₂ 会社が Y₁ 会社を公正に取扱わなかったと結論づけた。すなわち、① 実行可能性の調査の存在および内容が、Y₁ 会社の Y₂ 会社と兼任していない取締役あるいはその株主に開示されなかったこと (457 A. 2d 701, 711.), ② 対価についての交渉が「いくらくみてもなお控えめである」という事実が Y₁ 会社の株主に開示されなかったこと (Id. at 711-12), ③ Y₁ 会社の株主は、Y₁ 会社に提出された公正さについての意見が「注意深い調査」であるとの印象を与えられたが、実際は、「かなりぞんざいな準備」の結果であったということ (Id.)。以上、要するに、最高裁は、公正な取扱いに関して、合併は被告による少数株主への開示の十分さの観点から、公正ではなかった、と結論づけた。

また最高裁は、公正な対価は株式買取請求権が行使された際の手続において適用のある基準に従って決められるべきであるとの控訴審の判決を承認したが、その基準については、相当変更を加えた (Id. at 713)。差戻しにあたり、最高裁は、控訴審裁判所に、一般的に金融界において受け入れられると考えられ、そしてその他にも裁判所において容認できると考えられるあらゆる技術ないし方法による価値の証明を考慮するよう命じ、さらに証明可能で適切な場合には損害賠償の要素も含むべきであると判示した (Id.)。

さらに最高裁は、本件判決の後にくる事件について、8 Del. C. §262 [デラウェア州の株式買取請求権に関する規定] は、本判決で解釈されたようにより自由な評価をもって、締め出し合併における少数株主に与えられる金銭上の救済をもっぱら受持つということを示した (Id. at 703-04, 714)。

最後に最高裁は、以上によって少数株主に与えられる保護に照らして、Singer 判決、Tanzer 判決以来の事業目的の要求はもはやデラウェア州の法ではないと判示した (Id. at 704, 715)。

- (10) 主観性の高い判断の問題となり、予測可能性が著しく失われるとの指摘をなすものとして、Weiss, *supra* note 4, at 670 事業目的を基準とすることは方法論として誤っているとの指摘をなすものとして、Brudrey & Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freeze Outs*, 87 *Yale L. J.* 1354 (1978)
- (11) 詳細な検討については、江頭・前掲注(2) 204-209頁、関俊彦『株式評価論』28頁以下(昭58)等参照。
- (12) 注(9)に紹介した所を参照されたい。
- (13) 特に詐欺、虚偽記載、自己取引、会社資産の故意の浪費、あるいはあからさまなやりすぎが含まれる一定の場合を、その例外とする(457 A. 2d, at 714)。
- (14) 本判決につき検討したものとして、Carolyn Berger and Thomas J. Allingham II, *A New Light on Cash-Out Mergers: Weinberger Eclipses Singer*, 39 *Bus. Law.* 1 (1983); Note, *Minority Shareholders and Cashout Mergers: The Delaware Court Offers Plaintiffs Greater Protection and a Procedural Dilemma—Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983), 59 *Wash. L. Rev.* 119 (1983) 等がある。
- (15) *Calif. Corp. Code* § 1101; *Calif. Corp. Code* § 1001 (d)
- (16) *Calif. Corp. Code* § 1312 (b)
- (17) 詳しくは、江頭憲治郎「会社の合併、営業財産の実質的全部の譲渡、株式の交換——全米的な状況とキャリフォーニアの新会社法典」〔1980-2〕アメリカ法 217頁, 225-226頁参照。
- (18) この規則が適用されるゴーイング・プライベートの定義につき、江頭・前掲注(2) 169-170頁参照。
- (19) 17 *C. F. R.* § 240, 13e-3 (1981)
- (20) 17 *C. F. R.* § 240, 13e-100 (1981)
- (21) *Schedule 13E-3*, Item (8)
- (22) *Ibid.* これらは、SECが、その規則の射程内のゴーイング・プライベートを行おうとする会社の投資家にとって必要であると信じる事項であるとされる。
Guideline on Going Private, Suggested by Committee on Corporate Laws, 37 *Bus. Law.* 313, 325 (1981)
- (23) Weiss, *The Law of Take Out Mergers: Weinberger v. UOP, Inc. Ushers In Phase Six*, 4 *Cardozo L. Rev.* 245 (1983)
- (24) Ernest L. Folk, III, *The Delaware General Corporation Law*, 331 (1972)
- (25) Weiss, *supra* note 4, at 627
- (26) *Ibid.*
- (27) 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」『英米会社法研究』(京都大学商法研究会) 144頁, 150頁(1950)

- (28) Wright v. Oroville Gold, Silver, & Copper Mining Co., 40 Cal. 20 (1870)
- (29) 富山・前掲注(27) 148 - 49頁
- (30) 富山・同上 149頁
- (31) この間の経緯については、富山康吉「アメリカ会社法における既得権理論の変遷」『現代資本主義と法の理論』55頁, 66頁以下(1969)に詳しい。
- (32) Weiss, supra note 4, at 629
- (33) Ibid.
- (34) Ibid.
- (35) この成立の経緯については、神田・前掲注(2) 244頁以下を参照されたい。
- (36) 富山・前掲注(31) 84頁
- (37) 250 U. S. 483 (1919)
- (38) Id. at 487 - 88. これは、有名なブランドイス判事の述べた言葉であり、多数株主の忠実義務理論の発生に関してしばしば引用されている。例えば、Lattin, on Corporation 586 (1971); 神田・前掲注(2) 226頁
- (39) 250 U. S. at 492
- (40) Weiss, supra note 4, at 631
- (41) Lattin, Equitable Limitations on Statutory or Charter Powers Given to Majority Stockholders, 30 Mich. L. Rev. 645, 664 - 65 (1932)
- (42) Act of June 1, 1925, ch. 10096, § 36, 1925 Fla. Laws 134
- (43) Act of Apr. 1, 1931, Act 255, ch. 1, § 61, 1931 Ark. Acts 860; General Corp. Law, ch. 862, § 361, 1931 Cal. Stats. 1809; General Corp. Act §§ 8623 - 8667, 1927 Ohio Laws 35
- (44) Act of July 28, 1928, Act 250, § 48, 1928 La. Acts 446
- (45) 1 会社の株主の全部あるいは多数がその株式を現金と交換することを用意される場合のみ現金を対価とすることが許されると解釈することも可能である。Weiss, supra note 4, at 632 - 33
- (46) Id. at 633
- (47) Borden, Going Private—Old Tort, New Tort or no Tort? 49 N. Y. U. L. Rev. 987, at 1026 (1974)
- (48) Id. at 1027
- (49) Weiss, supra note 4, at 633
- (50) Ibid.
- (51) 144 F. 765 (8th Cir. 1906)
- (52) 103 N. J. Eq. 461, 143 A. 729 (Ch. 1928), aff'd per curiam, 104 N. J. Eq. 490, 146 A. 916 (N. J. 1929)
- (53) Id. at 466, 143 A. at 731.
- (54) Weiss, supra note 4, at 636

- (55) *Id.* at 636 - 37
- (56) *Id.* at 637
- (57) この点については, *Folk*, *supra* note 24, at 318 を参照されたい。
- (58) *Weiss*, *supra* note 4, at 637 - 38
- (59) *Id.* at 638
- (60) *Ibid.*
- (61) Uniform Business Corporation Act § 44
- (62) Uniform Business Corporation Act § 37
- (63) *Weiss*, *supra* note 4, at 639
- (64) *Ibid.*
- (65) Act of June 6, 1929 ch. 711, § 27, 1929 Cal. Stats. 1273
- (66) General Corp. Law, ch. 862, § 361, 1931 Cal. Stats. 1809
- (67) H. Ballantine & G. Sterling, California Corporation Laws 294 (1938 ed.)
- (68) Ballantine & Sterling, Upsetting Mergers and Consolidations; Alternative Remedies of Dissenting Shareholders in California, 27 Calif. L. Rev. 644, at 667 (1939)
- (69) *Weiss*, *supra* note 4, at 641
- (70) *Folk*, *supra* note 24, at 333
- (71) 33 Del. Ch. 293, 93 A. 2d 107 (Sup. Ct. 1952) 本件では, 結局, 支配会社の側で提出した第三者による報告書に基づき, 合併条件は公正であるとされた。本件についての詳しい紹介は, 龍田・前掲注(1) 288 頁になされている。
- (72) 249 A. 2d 427 (Del. Ch. 1968)。 本件では, 合併の差止命令が認容された。
- (73) 256 A. 2d 680 (Del. Ch. 1969)
- (74) *Folk*, *supra* note 24, at 334
- (75) *Weiss*, *supra* note 4, at 655
- (76) 本稿 3 (5) 参照。
- (77) *Weiss*, *supra* note 4, at 641
- (78) *Ibid.*
- (79) Act of May 28, 1936, ch. 778, § 1(1), 1936 N. Y. Laws 1658
- (80) 岸田雅雄「企業結合における公正の確保(2)」神戸法学26巻2号234頁, 249-50頁(1976)。なおこの立法の背景について, 龍田節「アメリカ法上の略式合併」民商法59巻1号3頁, 4-5頁(昭43)に詳しい。
- (81) 300 N. Y. 11, 87 N. E. 2d 561 (1949)
- (82) 24 Del. Ch. 318, 11 A. 2d 331 (Del. 1940)
- (83) *Havender* 事件のデラウェア州合併法に占める位置については, Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy; An Essay for Frank Coker*. 72 Yale L. J. 223, 227-28 (1962)
- (84) *Weiss*, *supra* note 4, at 646 - 47

- (85) *Id.* at 648
- (86) Act of Apr. 22, 1949, ch. 762, § 1(1), 1949 N. Y. Laws 1707
- (87) N. Y. Bus. Corp. Law § 902 (a)(3)
- (88) 51 Del. Laws, ch. 121, § 6 (1957)
- (89) 56 Del. Laws, ch. 50 (1967)
- (90) 14 N. J. Stat. Ann. §§ 10-1 (2)(2), 10-5 (1) (West 1969)
- (91) Model Business Corporation Act § 68 A (1960 version)
- (92) Model Business Corporation Act § 71
- (93) Weiss, *supra* note 4, at 649 n. 150
- (94) *Id.* at 649
- (95) *Id.* at 650
- (96) デラウェア州合併法の変遷については, Note, Singer v. Magnavox Co.; Delaware Imposes Restrictions on Freezeout Mergers, 66 Calif. L. Rev. 118, 121-23 (1978) に詳しい。
- (97) 38 Del. Ch. 514, 154 A. 2d 893 (1959)
- (98) 41 Del. Ch. 7, 187 A. 2d 78 (Del. 1962)
- (99) すでにみたとおり, 立法の主たる理由は, 略式合併法規定を制定することで, 親子会社の合併を——その合併が運営上の効率を促進する場合には——単純化し容易に行なえるようにすることであったにもかかわらず, 本件裁判所は, 第253条の制定が締め出し合併をはかどらせる理由からもなされたと述べている点注目される。
- (100) 281 A. 2d 30 (Del. Ch. 1971)
- (101) 通常の合併に関する規定(第251条)は1941年に修正され, 構成会社の株式の, 存続会社の株式あるいは「他の有価証券」のいずれかへの交換を許した。デラウェア州最高裁は, Coyne 事件において, 次のような理由から, この修正は株主の会社への持分参加という不変の権利を排除した, と認識した。すなわち, 償還可能な社債あるいは他の負債が株式に代えて支払われうることが, 従来の株主を合併後の会社における持分参加者というよりもむしろ債権者にするということである。しかしながら, Stauffer 事件において, 裁判所は, 明らかに, 負債証券の受取りは, その分析のために, 現金の等価物よりもむしろ持分参加にはるかに類似するとみなした。Note, *supra* note 96, at 122 n. 25
- (102) *Id.* at 122
- (103) 本稿 3(4)(i) 参照。
- (104) 261 A. 2d 911 (Del. Ch. 1969)
- (105) 282 A. 2d 188 (Del. Ch. 1971)
- (106) Wälde, Parent-Subsidiary Relations in the Integrated Corporate System; A Comparison of American and German Law, 9 The Journal of International Law and Economics 455, 476 (1974)
- (107) Vorenberg, Exclusiveness of the Dissenting Stockholders Appraisal Right, 77 Harv. L. Rev. 1189, 1201 (1964)

- (108) Note, *supra* note 96, at 123
- (109) Weiss, *supra* note 4, at 654
- (110) 少数株主締め出し合併の分類については, Greene, *supra* note 3, at 491-96; Brudney & Chirelstein, *supra* note 10, at 1359-76
- (111) Note, *supra* note 96, at 124
- (112) Note, *Going Private*, 84 *Yale L. J.* 903, 921 (1975)
- (113) Brudney, A Note on "Going Private", 61 *Va L. Rev.* 1019, 1032-37; Brudney & Chirelstein, *supra* note 10, at 1366-67
- (114) *Id.* at 1368
- (115) 株式買取請求権の制度的妥当性をめぐる論争について, 神田・前掲注(2) 250-61頁に詳しい。また, 特に支配・従属会社間合併の場合に, 株式買取請求権の救済としての不十分性を説くものとして, Brudney & Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 *Harv. L. Rev.* 297, 304-07 (1974)
- (116) Note, *supra* note 96, at 124
- (117) 合併などに関して支配株主の少数株主に対して負う受任者としての義務に違反した場合に, 連邦証券取引所法10条(b)項・同規則10b-5という詐欺 (*fraud*) に該当するとして, 連邦の裁判所に対して救済を求めることが, 20年程前からさかんに行われたが, 一時は, 右の規則10b-5という詐欺に関して, 同規則にいう「相場操縦 (*manipulation*)」または「欺罔 (*deception*)」の要件が備わらなくても証券取引に関して忠実義務違反があればそれで規則10b-5が適用されるという判決が増加し, そのルールは少数株主締め出しのための合併にも適用された。神田・前掲注(2) 233-34頁
- (118) 430 *U. S.* 462 (1977)
- (119) Weiss, *supra* note 4, at 657
- (120) 430 *U. S.* at 479
- (121) *Id.* at 479-80
- (122) Weiss, *supra* note 4, at 657
- (123) 例えば, 合併手続における情報開示の側面についてはほとんど言及することができなかった。これについては, 神崎克郎「合併手続における情報開示——米国の委任状規制の運用」『企業法の研究 (大隅古稀)』176頁 (昭52), 江頭・前掲注(2) 177-87頁, 等において詳細な紹介がなされている。
- (124) Brudney, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, 71 *Calif. L. Rev.* 1072, 1104, n. 93 (1983)
- (125) 神田・前掲注(2) 298頁
- (126) 『株式会社の合併 (増訂版)』〔ジュリスト選書〕(昭38)254頁矢沢発言参照。
- (127) 今井宏「親子会社の合併と少数株主の保護」『企業法の研究 (大隅古稀)』206頁 (昭52) 等。
- (128) 江頭・前掲注(2) 187頁以下等。