

# 会社法の自由化と事後的な制約

## ——デラウェア会社法を中心に——(2)<sup>※</sup>

玉 井 利 幸<sup>※※</sup>

- I はじめに
- II 会社契約の自由と信認義務による補完
- III 会社契約に対する制約
  - 1 アメリカにおける従来議論
  - 2 会社契約の制約の根拠 (以上3巻2号)
  - 3 会社契約の制約方法
- IV デラウェア会社法における会社契約に対する制約
  - 1 デラウェア州の会社訴訟
  - 2 合併契約と取引保護装置
    - (1) 合併の手続
    - (2) 合併契約と取引保護装置
    - (3) 取引保護装置に関する判例
      - (i) 1999年までの判例 (以上本号)
      - (ii) 1999年以後の判例
    - (4) 後発的事情に対するデラウェア裁判所の審査のポリシー
  - 3 縮出取引
- V 終わりに

### 3 会社契約の制約方法

ここまで述べてきたように、会社契約の自由に法が介入することが正当化される場合がありそうである。もし法が介入して会社契約を制約<sup>116)</sup>するとしたら、ど

---

【一橋法学】(一橋大学大学院法学研究科)第3巻第3号2004年11月 ISSN 1347-0388

※ 本稿は、著者が2004年1月に一橋大学に提出した博士学位論文の一部に加筆・修正を加えたものである。本稿は、2004年2月10日に編集委員会に提出され、レフリーの審査を経て2004年3月10日に掲載が許可された。

※※ 小樽商科大学助教授

116) 制約とは、法的指令が当事者に一定の作為・不作為を命じ、当事者がそれに反した場合は当事者の意思・意図に反して、会社契約が無効とされたり契約内容の変更を受ける可能性があるということの意味する、と考えることにする。強行性(mandatory)という言葉と実質的には変わらない。

のような形で制約すべきであろうか。会社契約の制約の方法にはいくつかの方法が考えられる。ここでは、会社契約の制約の方法を、事前の制約と事後的な制約という観点と、明確な制約と曖昧な制約という観点から考えてみることにする。事前の制約と事後的な制約という観点は、会社契約に対する具体的な制約がどの時点で行われるかというタイミングに着目している<sup>117)</sup>。明確な制約と曖昧な制約という観点は、会社契約を締結する時点において当事者が制約の根拠となりうる法的命令から具体的な制約の内容を読みとることがどれだけ容易か、という制約内容の明確性に着目している<sup>118)</sup>。すべての制約がこのように二つの対立する観点から典型的に分類できるわけではなく、両者の区別は相対的なものである。どちらの範疇に入るか曖昧なものもあるが、簡便のために典型的な場面を想定して考えることにする。

#### (1) 事前の制約と事後的な制約

事前の制約と事後的な制約、明確な制約と曖昧な制約というのは、「ルール」と「スタンダード」の議論に示唆を受けている<sup>119)</sup>。「ルール」と「スタンダー

---

117) 会社契約が締結された時点と会社契約が裁判で争われる時点に分けて、事前と事後というタイム・フレームを用いているのは、会社契約に対する制約は必ずしも事前に行われなければならないというわけではない、という点を強調したかったからである。時点の異なる制限がありえるということを明確するために、事前の制約と事後的な制約という言葉を用いた。事前の強行（法規）性と事後的な強行（法規）性という言葉よりは、事前の制約と事後的な制約という言葉の方が内容をイメージしやすいように思う。

118) 明確な制約であっても、当事者がその明確な制約に反する会社契約を結び、当事者が自発的にその契約内容に従っていて、その会社契約が裁判で否定されない限りは、その会社契約は具体的な制約を受けないことになる。そのために、明確な制約であっても、制約が現実には具体化するのには裁判時である。しかし、明確な制約は、その制約に反した会社契約を結んだとしたら、将来訴えが提起された場合にその会社契約は裁判所によって無効とされることが会社契約締結時に当事者によって十分に明確である場合を想定している。それに対し、曖昧な制約は、その制約に反しているかどうかは会社契約の締結時に十分に明確ではなく、将来裁判所によって判断されてはじめて制約を受けるかどうかを判明する場合を想定している。両者の区別は相対的なものである。

119) 明確な制約という言葉は、「ルール」と「スタンダード」についての議論のほかに、Diver 教授からも示唆を受けている。Colin S. Diver, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, 93 YALE L.J. 65 (1983). Diver 教授は、ルールの「明確性 (precision)」の程度は、「透明性 (transparency)」、「利用の容易さ (accessibility)」

ド」についてはいくつかの定義がなされているが<sup>120)</sup>、事前に法に内容が与えられているものが「ルール」であり、事後的に与えられるものが「スタンダード」であると定義されることが多い<sup>121)</sup>。両者の区別は絶対的なものではなく、相対的なものであるが<sup>122)</sup>、両者の典型的なものを念頭において話を進める。

「ルール」と「スタンダード」の違いを、法を制作し<sup>123)</sup>執行する法の運用機関

- 「合致性 (congruence)」の3つの要素で決まるとする。Id. at 66. 「透明性」は、関連する共同体の中において十分に定義され普遍的に受け入れられている言葉を用いてルールを記述しているかどうかという問題である。「利用の容易さ」は、法制作者が意図する法の聴衆に容易に利用可能かどうか、すなわちその法を過大な困難または努力なしに具体的な状況に適用することができるかということの意味している。「合致性」は、政策決定者のメッセージの実体的な内容が望ましい行為を産み出しているか、すなわちルールの基礎にある目的と合致しているかどうかを意味している。これらの3つの要素が、法的ルールの明確性を決定するとしている。Id. at 67. 本稿で用いている明確な制約の「明確性」では、Diver教授の述べる第二の要素「利用の容易さ」を中心に考えている。
- 120) 論者によって「ルール」と「スタンダード」の定義には違いが見られる。例えば、Ehrlich教授とPosner教授は、裁定者が法的帰結を導き出すのに考慮することのできる事情が多いか少ないかで両者を区別している。法的命令が、限定された事実の存在によって確定的な法的帰結を導き出すように裁定者を拘束している場合は、その法的命令は「ルール」であり、裁定者により大きな裁量を与えている場合が「スタンダード」であるとする。Isaac Ehrlich & Richard A. Posner, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, 3 J. LEGAL STUD. 257, 258 (1974). Ayres教授もEhrlichとPosner教授の区別に従っている。Ian Ayres, *Preliminary Thoughts on Optimal Tailoring of Contractual Rules*, 3 S. CAL. INTERDIS. L. J. 1, 4 (1993). Sullivan教授は、明確に規定された事実の存否に応じて明確な帰結を出すように裁定者を拘束している法的指令が「ルール」であるとしている。「ルール」の場合は、裁定者は、背景的な原則 (principle) や政策 (policy) などの価値の選択ができず、その裁量は事実の判断に限定されている。一方、裁定者が背景的な原則や政策を事実 directly 適用することを認めている法的指令が「スタンダード」であるとしている。「スタンダード」は、裁定者にすべての関連する要素または全体の状況を考慮に入れることを認めるため、裁定者の裁量は大きい。Kathleen M. Sullivan, *The Justices of Rules and Standards*, 106 HARV. L. REV. 22, 58-59 (1992). Kaplow教授は、裁定者の判断が依拠する事実の多寡を複雑性 (complexity) と呼んで、分析の中に取り込んでいる。Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557, 565-67 (1992).
- 121) Kaplow, *supra* note 120, at 559. 「ルール」と「スタンダード」をここで述べている意味で用いる場合、「ルール」と「スタンダード」と括弧付で表すことにする。括弧なしでルールと表記する場合は、「法準則」の意味で用いている。
- 122) Sullivan, *supra* note 120, at 61-62; Kaplow, *supra* note 120, at 560; Russell B. Korobkin, *Behavioral Economics Law and Psychology: Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Standards Revisited*, 79 OR. L. REV. 23, 25, 30 (2000).
- 123) 制定法を作成する立法府だけでなく、裁判所も法を創造する。

(典型的には立法府と裁判所)の側と、法の適用を受ける市民の側からもう少し詳しく見ていく。法を運用する側は、法を制作するだけでは意味がない。個人が法に従うかどうか分からないからである。法の執行があってはじめて法の実現が達成される。そのために、「ルール」と「スタンダード」の違いも、法の運用の時間的な枠組みの中で捉えるのが適切である。法の制作から執行までは、次の三段階に分けることが可能である。(1)法を制作する。(2)個人がその法に従うか従わないかを決定する。(3)法が執行される<sup>124)</sup>。

個人がある法に従うか従わないかは、法制作者の意図したある法のメッセージがどれだけ伝わりやすいかによって影響を受ける。法の意図するメッセージと個人の行動がどれだけ合致するかは、法のメッセージの伝達可能性に依存していることになる。法のメッセージを個人が行動する前にすべて明確な形で定めておけば、伝達可能性は高まる。しかし、すべての法的メッセージを個人が行動する前に定めておくことが常に可能というわけではない。そのために、法の運用機関(法の制作機関と執行機関)の側で、法のメッセージ、すなわち法の意味内容をどの段階で与えるかが選択されることになる。法の内容をいつ与えるかの違いに着目して、「ルール」と「スタンダード」の違いを定義することができる。法の内容が、個人が行動する前に与えられているものが「ルール」であり、個人が行動した後に与えられるものが「スタンダード」とであると定義できる。

例えば、Kaplow 教授は、「ルール」と「スタンダード」を法創造のタイミングに重点を置き、以下のように定義している。「ルールとスタンダードの唯一の違いは、法に内容を与える努力が、個人が行動した前に行われるか、それとも行為後に行われるかについての…差で」あって、「ルール」は個人が行動する前に法に内容を与える努力がなされているものであり、「スタンダード」は個人が行為を行った後に法に内容を与える努力がなされるものをいうとしている。「ルール」と「スタンダード」のどちらを選択するかは、法的命令の何らかの側面が事前に解決されるべきか、それとも事後的に執行を行う機関に考慮を委ねるべきかの選択であるとする<sup>125)</sup>。「ルール」は事前の法創造であり、「スタンダード」は事

124) Kaplow, *supra* note 120, at 562.

125) *Id.* at 560–61.

後的な法創造であるとする<sup>126)</sup>。

法に内容を与えるタイミングが個人の行動の前か後かは、法の運営機関内の裁量の分配に影響を与える。「ルール」に基づいて裁定が行われる場合には、法の内容は既に与えられているので、主観的で恣意的な価値の選択が裁定者（多くの場合は裁判官）以外に委ねられることになる（典型的には立法府である）。事実の存在の有無によって結論が導かれるため、「スタンダード」よりも裁定者の裁量の余地が少ないことになる。それに対し、「スタンダード」に基づいた裁定では、法に内容を与える努力は事前になされていないので、「スタンダード」を適用する際に法に内容が与えられることになる。「スタンダード」の背景にある政策や原理を参照し、具体的な事情を勘案して総合的な判断を行って結論に至ることが想定されている。結果として、裁定権者に認められる裁量が大きくなる<sup>127)</sup>。

このような「ルール」と「スタンダード」の違いを法の適用を受ける個人の側から見てみる。「ルール」の場合、十分に特定された事実の存在または不存在に基づいて法的な境界が作り出されている。そのために、「ルール」の下では、個人は、(良質の法的助言を受けながら)、事前に自己の行動の法的な地位を合理的な明確性を以て知ることができる。対照的に、「スタンダード」の場合は、あまりに広範すぎたり、変数が多すぎたり、予測可能性がないために「ルール」として作ることができない幅広い事実を裁定者が参照し、判断を下すことになっている。裁定者はこれらの事実を「スタンダード」の背景にある政策や原理に照らして取捨選択し、結論に至ることが要求されている。そのために、「スタンダード」の下では、個人はどこに法的な境界が引かれるかを事前に明確に知ることができないことになる<sup>128)</sup>。

本稿で用いている明確な事前の制約と曖昧な事後的な制約という区別は、上述のような「ルール」と「スタンダード」の区別と意味する内容と大きな違いはない。会社契約の自由に対する法的な「制約」という点と、その制約が具体化する時点の違いを強調するために、明確な事前の制約と事後的な曖昧な制約という言

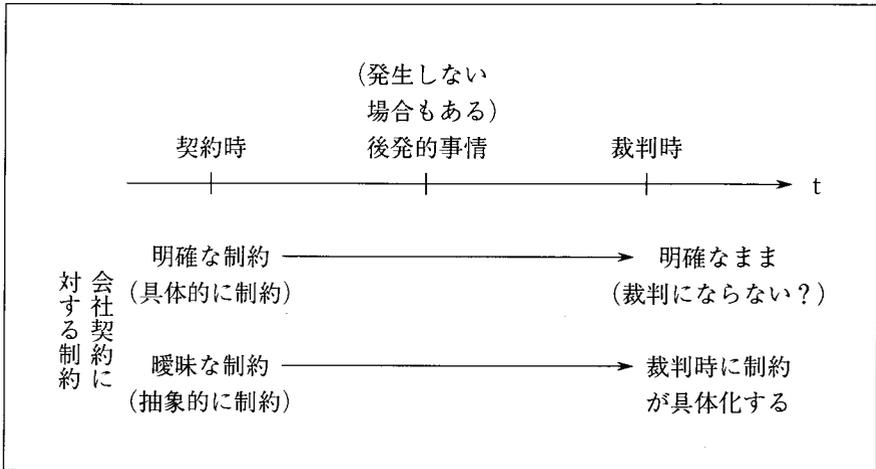
---

126) *Id.* at 565.

127) Sullivan, *supra* note 120, at 58–59.

128) Korobkin, *supra* note 122, at 25–26.

[図1] 事前の制約と事後的な制約



葉を用いている。明確な事前の制約と曖昧な事後的な制約という言葉になじめなければ、「ルール」と「スタンダード」と置き換えて読んでもかまわない。

## (2) 制約の明確性と制約のタイミング

事前の制約と事後的な制約は、会社契約に対する具体的な制約がどの時点で行われるかというタイミングに着目した区別である。明確な制約と曖昧な制約は、契約を締結する時点で（すなわち事前に）、当事者が制約の根拠となりうる法的命令から具体的な制約の内容を読みとることがどれだけ容易か、という制約内容の明確性に着目した区別である。明確な制約は、会社契約を結ぶ事前の段階で制約の内容が明確であるので、事前に当事者の契約を具体的に制約している。曖昧な制約は、契約時にはその具体的な制約内容が明瞭ではなく、事前には抽象的にしか制約していない。事後的に、裁判所がその曖昧な制約根拠に基づいて判断する時点で、制約内容が具体化する制約である。制約内容が明確であるから事前に当事者の契約を具体的に制約することができるのに対し、事前に制約内容を明確に定めておくことができず曖昧な制約の原則しか示すことができないので、事後的に制約を具体化する必要がある。

以上のことを、デラウエア会社法を具体例として考えてみよう。デラウエア会社法の場合、事前に明確な制約としては、例えば、議決権を有する株式が少なくとも1クラスはなければならない(DGCL § 151(b))、会社は役員を必ずもたねばならない(DGCL § 142(a))、株主総会の定足数は議決権株式の3分の1未満であってはならない(DGCL § 216)、取締役の責任を予めすべて免除しておくことはできない(DGCL § 102(b)(7))、などがある。これらは会社契約を行う時点、例えば会社の定款を作成する時点で制約の内容が明確で、これに反した会社契約を結んでも、裁判所で争いになったら無効とされるということが会社契約締結時という事前の時点で十分明確である。当事者は会社契約を結ぶ場合に、訴訟のリスクを考えると、このような法によって明確に指示された内容に反する内容をもつ契約を結ぶ可能性は低いと思われる。明確な制約の場合は、契約を結ぶ時点でその制約に反した場合の帰結は十分に予測可能であるので、ある契約が制約されるかどうかは事前の段階で当事者に合理的に分かっているといえる。

事前には曖昧な制約もいくつかある。例えば、デラウエア州の会社の取締役会が株主権利計画(ポイズンピル)を採用しようとしたとしよう。この会社契約の運命が将来どうなるかははっきりとしていない。契約を採用する時点で分かっていることは、この会社契約が敵対的テイクオーバーに対する防衛手段であると考えられ、取締役会が会社の政策と有効性に脅威があると信じる合理的な理由がない、または脅威と釣り合いのとれた防衛手段でない場合は、このポイズンピルという会社契約は無効になってしまう可能性があるということだけである。将来どのような「脅威」が発生するか分からないので<sup>129)</sup>、同じ内容のポイズンピルであっても、将来発生する事情によっては有効となったり無効となったりするかもしれない。このポイズンピルだけでなく、後から他の防衛的手段、例えば取締役会の規模を拡大したり、取締役会をクラス分けしてそれぞれの任期をずらしたりすると、当初のポイズンピルは他の防衛手段と一体になって判断され、無効とされるかもしれない。このように、会社契約を締結する事前の段階では、その会社

129) ポイズンピルは敵対的テイクオーバーなどの脅威が現実具体的に発生する前にも採用することができる。Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

契約が制約されるかどうかははっきりとせず、会社契約が制約される法的根拠が抽象的な曖昧な形で提供されているだけの場合もある。会社契約を結ぶ時点で与えられている曖昧な制約に基づいて、実際に会社契約が制約を受けるかどうかは裁判所が判断を下す時点になってはじめて分かる<sup>130)</sup>。従って、会社契約時には、曖昧な制約の根拠が提示されているので抽象的には制約を受けているが、会社契約への制約が具体化するのは事後的な裁判所の判断時である。

デラウエア会社法では、利害対立取引やテイクオーバーの防衛策などの重要な制約の多くはこのような曖昧な制約によってなされている。例えば、本質的な公正 (intrinsic fairness)、完全な公正 (entire fairness)、高度な審査 (Unocal 基準、Revlon 基準) などは、会社契約を結ぶ事前の時点では抽象的な制約しか行っておらず、実際の制約の具体化は事後的な裁判所の判断時になされることが予定されているといえる<sup>131)</sup>。事後的に実際に制約されるかどうか具体的に定まると考えられるので、事後的な制約と呼ぶことにする。

---

130) 先例が十分にあって、それらが一貫している場合には、予想可能性は高まる。

131) このような曖昧な制約のほとんどは信認義務を根拠としている。デラウエア州において会社契約の当否を争う裁判では、信認義務を基礎としそれを具体化した審査基準を取締役等の行為に適用することによって、会社契約の当否を判断するという形がとられることが多い。

理論的には、契約内容に対する曖昧な制約を用いて会社契約を曖昧に制約することも考えられる。例えば、「不誠実な内容」の契約は禁止する、「非良心的な内容」の契約は禁止するというように、契約の内容自体を曖昧に制約することも可能である。しかし、デラウエア会社法の場合は、主に、信認義務という取締役の義務を媒介として、取締役の行為を制約することによって間接的に会社契約を制約するという形式をとっている。信認義務を具体化するいくつかの審査基準、例えば完全な公正の基準や高度な審査基準 (Unocal 基準と Revlon 基準)、経営判断ルール (business judgment rule) などを、会社契約を行った取締役の行為に適用することによって、会社契約の有効無効が決せられる形になっている。取締役会の行為は信認義務を満たしていないとされると、会社契約が無効とされる。会社契約の内容それ自体を審査して、その内容が不適切であるので無効にする、という形がとられることは多くない。

このように、デラウエア会社法の場合、会社契約の実体的な内容を直接的に制約することは少なく、信認義務を取締役に負わせ、取締役の行為を制約することによって、取締役会の行為の所産である会社契約に間接的に制約を及ぼすという形が取られることが多い。取締役の行為に制約を加えることによって、会社契約の質を間接的に高めようとしているといえる。

## (i) 明確な事前の制約の長所と短所

明確な事前の制約と曖昧な事後的な制約には、それぞれ長所と短所がある。まず、明確な制約の長所は、その明確性にある。当事者が契約を行う時点で何が禁止され何が許容されているか明確に分かっているので、当事者の予測可能性は高い。当事者は、裁判所によって事後的に会社契約の内容に変更が加えられるということを心配する必要はほとんどないので、契約内容の実現のために投資を行うことができる。明確な事前の制約を用いることによって、当事者の事前のインセンティブを高め、事前の効率性を高めることができる。

反面、明確な制約を行うことには短所もある。法の運用者は何が許容されて何が禁止されるかを予め定め、法の適用を受ける者に事前に示しておく必要がある。望ましい行為は何かについて事前に調査を行い、具体的な形で宣言しておく必要がある。そのため、事前に制約されるべき類型を定めなければならない。その類型をどの程度細かくするかも問題である。一律に画一的な禁止類型を定めると、法の制定者が望ましくないと考えて禁止しようとした行為をすべて含めることは可能である。しかし、望ましい行為まで禁止類型のなかに入ってしまう、過剰な禁止となってしまうかもしれない。過剰な禁止となる可能性を恐れて禁止の範囲を狭くすると、禁止すべき望ましくない行為が禁止類型の中から漏れてしまう可能性もある。そのため、過小な禁止となってしまうかもしれない<sup>132)</sup>。過剰な禁止になったり過小な禁止となったりすることを回避するために、例外規定を多く設けるなどして、禁止される場面を具体的に詳細に定めた小さな禁止類型をたくさん定めることも考えられる。しかし、小さな類型をたくさん作るためには、類型化を行うための費用が多く必要であり、ある一定の限度を超えると小さな類型を作ることでもたらされる利益を費用が超えてしまうかもしれない。小さな類

132) 過剰な禁止と過小な禁止というのは、「ルール」と「スタンダード」の文献では過剰包含 (overinclusion) と過小包含 (underinclusion) と呼ばれる問題である。例えば、Korobkin, *supra* note 122, at 36を参照。このような包括的・画一的な禁止の弊害を回避し、妥当な裁定を導くために実質的な判断を裁判所が行うとするなら、事前の明確性や予測可能性は失われていき、「スタンダード」と変わらなくなってしまいうかもしれない。Duncan Kennedy, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, 89 HARV. L. REV. 1685, 1701 (1976).

型がたくさん作られると、その制約は複雑になりすぎて、明確な制約の一番の利点であった明確性が失われ、そのために予測可能性も低下してしまう可能性もある<sup>133)</sup>。会社契約を結ぼうとする当事者は、結ぼうとしている契約がどの類型に当てはまるか容易に分からなくなってしまうかもしれない。当事者にとって有利な類型を選ぼうとして類型間の裁定が起こるかもしれない。さらに、時代の変化と共に法の変化も激しい分野では、制定された時点では最適であった類型化も、すぐに時代遅れになってしまうかもしれない。類型が細かければ細かいほど時代遅れになりやすく、頻繁な改正が必要となるかもしれない<sup>134)</sup>。このような場合は、時代の変化によって新たに発生した問題に柔軟に対応できるように、事後的な制約の方が望ましい可能性がある<sup>135)</sup>。

このように、明確な制約は、当事者に事前の予測可能性を与えて当事者のインセンティブを高める可能性がある。その反面、法制定者が事前に望ましい行為と望ましくない行為を選別して、望ましくない行為だけを禁止するのは困難であるかもしれない。

## (ii) 曖昧な事後的な制約の長所と短所

曖昧な事後的な制約は、望ましい行為と望ましくない行為を峻別して、望ましくない行為だけを禁止することが可能であるかもしれない。曖昧な制約は裁判所によって事後的に制約されるので、具体的な事情は既に分かっており、その事案に応じて判断を行うことが可能だからである<sup>136)</sup>。従って、望ましい行為を禁止してしまったり、望ましくない行為を許容してしまう可能性は低い<sup>137)</sup>。その反面、当事者が契約を行う時点では、結ぼうとしている会社契約が将来制約を受けるかどうかについて不確実性が残るために、事前のビジネスプランは立てにくい。事前のインセンティブを損ない、事前の効率性を妨げる可能性がある。裁判所がそ

---

133) Korobkin, *supra* note 122, at 26.

134) Ehrlich & Easterbrook, *supra* note 120, at 278. 我が国の証券取引法の有価証券の規定(証券取引法2条1項)はこの例に該当しそうである。

135) Korobkin, *supra* note 122, at 33–34.

136) *Id.* at 38.

137) 但し、司法が常に正しい判断を行うとは限らない。司法の誤りの危険もある。Diver, *supra* note 119, at 97–98.

それぞれの事件の特殊性に合わせて曖昧な制約を具体化しなければならないので、執行のコストがかかる。当事者も裁判所に訴える必要があるので、事後的な曖昧な制約が実現されるにはコストがかかる。このように、事後的な曖昧な制約を実行するには、公的・私的なコストがかかる。

### (iii) 両者の望ましい適用場面

このように、事前の明確な制約と事後的な曖昧な制約にはそれぞれ長所と短所がある。では、どのような場面で用いればそれぞれの長所を生かすことができるだろうか。典型的な場面を考えてみる。

事前の明確な制約は、問題となる事実が同質的で、その制約の適用を受ける者が多く、しかも頻繁に適用を受ける場合にはその長所が生かされる可能性が高い<sup>138)</sup>。制約の事前の具体化や細分化に多くの費用がかかっても、その費用は制約の適用の範囲と頻度を考えると十分にペイするはずである。例えば、証券取引法の開示規制などのように、証券を発行する非常に多くの会社に適用され、何度も適用を受ける（証券を発行するたびに適用を受ける）場合には、明確な制約の長所が生かされるだろう。

逆に、事後的な曖昧な制約は、問題となる事実が事件ごとに異質で、制約を受ける者が少ない、または頻繁に適用されない場面では、望ましいだろう<sup>139)</sup>。証券取引法を再度例に取ると、インサイダー取引は事後的な曖昧な制約が望ましいだろう<sup>140)</sup>。インサイダー取引を行う会社はそれほど多いと思われず、また同じ会社が何度も繰り返し訴えの対象になるというわけではない。何が重要な未公開情報であるかも事件ごとで異なっているので、事前に重要な未公開情報の類型化を細かく試みようとするよりも<sup>141)</sup>、曖昧な制約に基づいて事後的な判断に委ねた方が

138) Kaplow, *supra* note 120, at 562, 584 ; Korbkin, *supra* note 122, at 33, 42.

139) Kaplow, *supra* note 120, at 563, 584 ; Korbkin, *supra* note 122, at 33, 42.

140) アメリカはこのアプローチを志向している。例えば、JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS* 775, 781 (2nd ed. 1997).

141) 我が国の証券取引法はこのアプローチを志向している。証券取引法166条、167条参照。しかし、このアプローチはあまり成功していないかもしれない。黒沼悦郎「内部者取引の立法論的課題—内部情報および内部者の定義を中心として—」『証券市場の機能と不公正取引の規制』有斐閣78頁（2002年）。

望ましいかもしれない<sup>142)</sup>。

会社法の場合どうか。会社法で、多くの会社に頻繁に関係する同質的な問題はどんなものがあるか。例えば、設立方法、証券の発行方法、証券の内容、会社の管理運営機構などが考えられる。設立しなければ会社はそもそも存在しないし、資金調達のために一定の内容が定められた株式を発行し、会社を経営していく上での管理運営機構がなくてはならない。これらは、多くの会社で繰り返し同じような問題に直面している場面といえる。しかし、このような領域で、手続的な制約は別として、明確な事前の内容的な制約というのは少なくなってきた。アメリカ会社法（特にデラウエア会社法）では、これらの領域で手続面以外に内容面に及ぶ実体的な制約というのは少ない<sup>143)</sup>。我が国の会社法でも、このような領域での事前の画一的な一律の制約というものは大分緩和されてきた。今後は我が国の会社法でも、多数の会社で頻繁に発生する同質的な問題領域において事前の明確な制約の役割は減少し、デフォルト・ルールの役割が大きくなっていくだろう。

会社法の場合、頻繁に発生せず、事案の同質性がないために事後的な曖昧な制約が望ましいと思われる領域は、信認義務が適用される領域が典型的である<sup>144)</sup>。

---

142) 黒沼・前掲注141)・102頁参照。

143) 玉井・前掲注27)を参照。

144) 信認義務の適用される場面は、事前の明確な制約ではなく、事後的な曖昧な制約の方が望ましいかもしれない。Ian Ayres, *Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1404 (1992) (裁判所による事後的な法の提供は「当事者による事前の明示的な契約よりも効率的である場合がある」。効率的な法の提供は「契約上の義務を事後的に逃えることによって達成されることが多い」。会社法の重要なルールは「偶発的事情に基づき契約上の義務のコストとベネフィットを裁判所が衡量することを裁判所に要求している曖昧な法の提供 (muddy gap-fillers) であることが多い」); Jill E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, 68 U. CIN. L. REV. 1061, 1082-83 (2000) (「事実の違いが重要な事件では、『ルール』に基づいたアプローチは機能しない可能性が高い」。『スタンダード』は、二つの方法で法創造の効率性を向上させる。『スタンダード』は、法創造者が適用される法理の構造を破壊することなく、事案に応じた法の提供を許容し、明確な『ルール』を適用することで生じる困難や不公正を回避する。『スタンダード』は、法の提供者としての裁判所に積極的な役割を与える); Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, Vol. 2, *Theoretical Inquiries in Law* (Online Edition): No. 2, Article 1, at 139-40 (2001) available at <http://www.bepress.com/til/default/vol2/iss2/art1> (「信認義務の場面では、熟達した意思決定者がスタンダードを適用することがもつ柔軟性 (デラウエアのア

例えば、取締役が自己取引を頻繁に行う会社は多くないだろう。デラウエア州では、自己取引を行うためには取締役が重要事実を開示して独立の取締役による承認か利害関係のない株主の承認を受けることが必要である<sup>145)</sup>。しかし、何が「重要事実」であるかを事前に過不足なく定めておくのは困難であり、事後的な判断に委ねた方がよいかもかもしれない。問題が発生して裁判所に訴えがなされた場合に個別に判断を行う方が容易であろう。

一般に、取締役が何を行い何を行ってはならないかを予め詳細に定めておくことは非常に困難である。例えば、デラウエア法を例にとって、会社が敵対的テイクオーバーのビッドを受けた場合を考えてみよう。取締役がどのような行動を取るべきであり、どのような行動をとってはいけないかを事前に「明確に」「具体的に」定めておくことは、望ましい場合と望ましくない場合を区別して定めようとするなら、困難である。もし法制作者が「敵対的テイクオーバーを受けた場合は防衛手段となる行為は一切できない」と宣言すれば、これは事前の明確な制約であるといえる<sup>146)</sup>。しかし、一定の場合には取締役会が防衛手段を採用することが望ましい場合もあるかもしれないので<sup>147)</sup>、敵対的テイクオーバーに対して防衛

---

ブローチ)は、明確なルールがもつ『画一的な(one-size-fits-all)』特徴よりも好ましいということを示唆している」。小企業よりも訴訟に巻き込まれる可能性の高い大企業がデラウエア州を圧倒的に選択しているという事実は、「信託義務の領域は、…事実に重点を置かないアプローチと比べて、『スタンダード』が見識ある意思決定者によって解釈される場合には『スタンダード』の方が優れている法の領域であるという主張と整合的である)。

但し、「スタンダード」による事後的な法創造に重きを置く会社法のアプローチについては、批判もなされている。例えば、Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998) (デラウエア会社法は過度に曖昧であり、その曖昧さが州の設立競争における優位をデラウエア州に与えている)。

145) ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 303.

146) 但し、何が「防衛手段」に該当するかは十分に明らかであるといえないかもしれない。裁判所の「解釈」の余地が残ることになる。しかし、「会社と株主の最善の利益になる場合にだけ防衛手段を行うことができる」と定められている場合よりは明確であるといえる。

147) 例えば、構造的に強制的な二段階買収の第一段階としてのテイクオーバーに対して取締役会が防衛手段をとることは、株主のために望ましいかもしれない。但し、取締役会は常に防衛手段を取るべきではないという立場もある。例えば、Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981). なお、前掲注8)も参照。

手段をとってはいけないという制約は、過剰な禁止である可能性が高い。事前に望ましい防衛と望ましくない防衛を峻別して、望ましくない防衛だけを制約しようとする、防衛手段をとるのが望ましい場合はどのような時で、どのような防衛手段が望ましいかを、予め具体的に法が宣言しておく必要がある。しかし、このような区別は非常に困難であると思われる。事前に定めておく、とすると、「会社と株主の最善の利益になる場合にだけ防衛手段を行うことができる」というような抽象的な形でしか制約をおくことができないだろう<sup>148)</sup>。

望ましい場合と望ましくない場合を区別して、望ましくない場合だけを制約しようとするのでないのなら、このような制約の曖昧さは回避できるかもしれない。ある一定の範疇は一律に禁止とすることで、制約の曖昧さは回避できる。しかし、これは既に述べたように過剰な制約となってしまう可能性が高い。会社法の自由化を推進する目的の一つは、過剰な禁止を回避して、これまで画一的に禁止されていたため実現できなかった望ましい取引が実現できるようにすることにあると思われるので、制約の曖昧さは受け入れなければならないトレードオフかもしれない。

#### (iv) 事後的な制約の問題点：曖昧性と事後性

このように、現代のデラウエア会社法では、事前の明確な制約が積極的に用いられているとはいえない。デラウエア会社法では、曖昧な事後的な制約が会社契約の自由に対する実体的な制約となっている。我が国の会社法でも、どの程度徹底するかはともかく、この方向を目指しているように思われる。曖昧な事後的な制約というのは、これまで見てきたように長所もあった。しかし、短所もある。短所は、曖昧性という制約の形態 (form) そのものから生じる短所と、事後的に制約するという制約の時間的なタイミング (事後性) から生じる短所との二つがある。

曖昧性という制約の形態から生じる一番大きな短所は、意思決定時の法的帰結

---

148) 但し、判例が集積することでこの抽象的な制約の内容は明確になっていく。「スタンダード」の「ルール」化である。Kaplow, *supra* note 120, at 577-79; Korobkin, *supra* note 122, at 29.

の予測可能性が低いことである。そのために、その契約を結ぶことから生じるコストとベネフィットの計算が正確にできないため、ビジネス・プランニングを阻害し、事前のインセンティブを損なう可能性がある。

もう一つの短所は、事後的審査の「事後性」に由来する。会社契約が締結されてから、裁判所がその契約を判断するまでの間に、様々な事実の展開がありうる。それらの事実の中には、当事者が契約当時には予想していなかった事態があるかもしれない。そのような予見していない事実が発生したために、契約の時点では当事者が予想していなかった事態が生じていたり、一方の当事者に大きな不利益が生じている場合があるかもしれない。事後的な事情の発生は、裁判所が当事者の契約自由への介入を正当化する根拠の一つであるかもしれないとすると<sup>149)</sup>、裁判所は契約当時に存在していた事実だけでなく、裁判所が判断を行うまでに発生したすべての事情を考慮して審査すべきだろうか。それとも、当事者の契約時に既に存在していた事実だけを考慮するだけで、その後の事態の展開は無視すべきだろうか。

裁判所の判断方法には、判断の基準となる時点をどこにおくかによって、いくつかのアプローチが考えられる<sup>150)</sup>。一つは、裁判所は判断の基準時を裁判時におき、契約時から裁判所が判断を行うまでの間に発生した後発的な事情のすべてを裁判所が考慮して判断を行うというものである。裁判所は、後発的な事情を考慮して、事後的な観点から当事者にとって望ましい解決は何か<sup>151)</sup>を判断しなければならないとするアプローチである<sup>152)</sup>。このアプローチを事後判断アプローチと呼

149) 前のIII.2を参照。

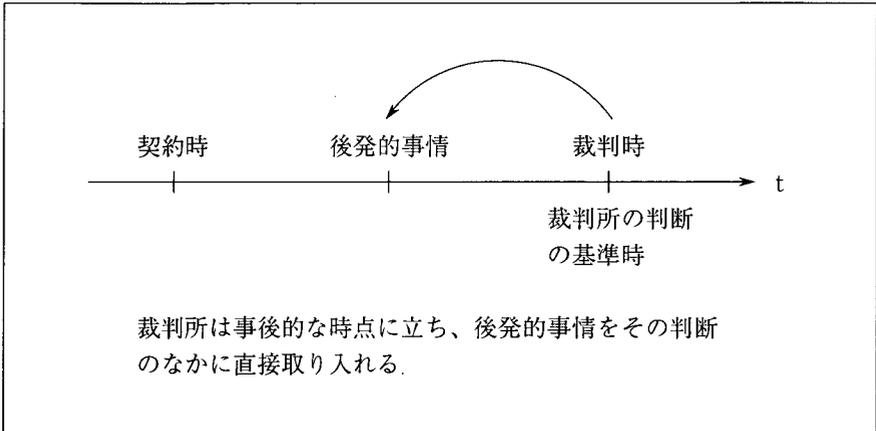
150) 本文で述べている二つのアプローチに限定されるわけではない。

151) 裁判所は、当事者の事後的な公平を考慮することが多いと思われる。

152) 裁判所が裁判時を判断の基準時とする場合、本文で述べた事後判断アプローチを修正したアプローチが考えられる。後発的な事情を考慮してもよいが、事後的な観点から望ましい判断を行う必要は必ずしもないというアプローチもあり得る。ただ、ここでは議論を単純化し違いを際立たせるために、本文では徹底した事後判断アプローチを用いて考える。この注で述べた修正した事後判断アプローチも、裁判所が事後的な事情を考慮して事後的な観点から判断を行う可能性を排除していないので、本文で述べた徹底した事後判断アプローチと同じ長所と短所を持っている。徹底した事後判断アプローチと修正した事後判断アプローチの違いは、裁判所は事後的な観点からの判断をしなければならないかどうかという裁判所の裁量の大きさの違いだけである。

ぶことにする（図2参照）。この場合は、後発的な事情の有無によって、裁判所の判断が変わってしまう可能性がある。後発的な事情の有無という契約時に予見不可能な事情によって裁判所の判断が変わりうるので、当事者の予測可能性は極めて乏しい。事前のインセンティブは大きく損なわれるだろう。その反面、後発的な事情が発生したとしても、裁判所の介入によって損害を被らなくてもよくなるかもしれないので、契約締結を促進する可能性があるかもしれない。裁判所が一種の保険を提供していることになるからである。予測不可能がもたらすインセンティブ削減効果と、事後的な保険の効果のどちらが大きいかは自明ではない。どちらの影響が大きいだろうか。

[図2] 事後判断アプローチ



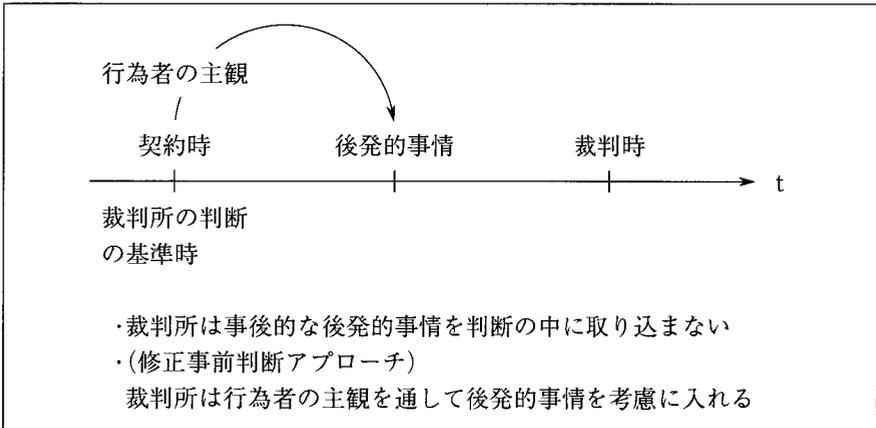
もう一つのアプローチは、裁判所の判断の基準時を当事者の契約時におき、裁判所は当事者が契約を締結する時点で存在していた事情だけを考慮して、事後的に発生した事態は考慮しないというアプローチである。このようなアプローチを事前判断アプローチと呼ぶことにする（図3参照）。この場合は、事後的な事態によって契約の締結を左右されることがないので、上述の事後判断アプローチよりは予測可能性が高い<sup>153)</sup>。反面、事後的な事態が発生して著しいリスクが一方当

153) 但し、この場合も裁判所が事後的に介入するために、当事者が意図した通りの契約内容が実現されないという可能性は残る。

事者に発生したとしても、裁判所は何の保険も与えないことになる。

裁判所は、このような契約締結時の事情だけを考慮するという事前判断アプローチを修正したアプローチをとることもできる。裁判所の判断の基準時は契約締結時におき、後発の事情の性質に応じて、当事者は契約締結の時点で将来の後発の事情を予想すべきだった、とすることが可能である。裁判所は契約締結時に判断の基準時をおきながら、後発的な事情を、当事者の予測可能性という当事者の主観的なレンズを通して考慮するのである。後で見るように、デラウエア裁判所は、Unocal 基準や経営判断ルール (business judgment rule) などの既存の法理の制約のなかで、このアプローチを志向しているように思われる。

[図3] 事前判断アプローチ



このように、事後的な曖昧な制約は、利点もあれば欠点もある。事後的な曖昧な制約のもつ長所を最大限生かすような裁判所のアプローチはあるか。そのようなアプローチを探求するための参考となるように、以下ではデラウエア会社法でデラウエア裁判所が取っているアプローチを見ていくことにする。

#### IV デラウエア会社法における会社契約に対する制約

前節で述べたように、曖昧な制約を用いて会社契約を事後的に制約することにはメリットとデメリットがある。そのメリットを生かしつつ、そのデメリットを

最小化する方法はないのか。この問題を考えるために、以下ではデラウエア会社法が信認義務を用いて行っている会社契約の自由の制約方法を見ていくことにする。デラウエア会社法は約1世紀にわたって、信認義務を用いた事後的な曖昧な制約によって会社法の重要問題に対処しているので、何らかの示唆を得ることができると思われるからである。

## 1 デラウエア州の会社訴訟

これまで述べたように、デラウエア会社法の会社契約に対する重要な実体的な制約は、事前の明確な制約ではなく、主に曖昧な制約によって事後的になされている。曖昧な事後的な制約の多くは、信認義務を基礎として信認義務を具体化したいくつもの審査基準を適用することによって行われている。そのため、デラウエア会社法では、会社契約自由に対する重要な実体的な制約の多くは信認義務によってなされているといってもよい。

デラウエア州の場合、会社に関する事件は衡平法裁判所によって排他的に審理される。Thompson 教授と Thomas 教授の研究によれば、1999年と2000年にデラウエア衡平法裁判所に提起された民事事件の70%が会社に関する事件であった(1716事件のうち1280事件)。民事事件の残りの30%は信託、遺産、会社に関係のない差止救済などの衡平法 (equity) に関する様々な問題である<sup>154)</sup>。会社事件の80%以上(1280事件のうち1003事件)が、信認義務と関係する問題を取り扱う事件である<sup>155)</sup>。会社事件の残りの20%はその他の様々な会社の問題を取り扱っている<sup>156)</sup>。株主訴訟の91%(1048事件のうち952事件)は公開会社に対するものであ

---

154) 以上につき、ROBERT B. THOMPSON & RANDALL S. THOMAS, THE NEW LOOK OF SHAREHOLDER LITIGATION: ACQUISITION-ORIENTED CLASS ACTIONS, 34-45 (Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 03-04, 2003), available at [http://ssrn.com/abstract\\_id=407580](http://ssrn.com/abstract_id=407580).

155) *Id.* at 35.

156) 信認義務以外の事件で最も多いのが、DGCL § 220に基づき、株主による会社の帳簿と記録の検査を求める訴えである(66事件)。その他は、株主が年次総会の開催を強制するために申し立てられた DGCL § 211の請求(21事件)、会社内で誰が取締役であるかを決定するために申し立てられた DGCL § 225の手続(39事件)など、重要なコーポレート・ガバナンスの問題を解決するために設けられた規定に基づいた訴えである。買取請求権手続が占める割合は非常に小さい。約1%であり、2年間で申し立てられた1716事件のうち22事件である。デラウエアでは買取請求権はほとんど利用されない救済であるといえる。*Id.* at 39-40.

る。

信認義務に関する会社事件では、合併、買収などの事件が大多数を占める。信認義務に関する事件の77.5%が企業買収に関連した事件である（1048事件のうち813事件<sup>157)</sup>。信認義務は会社法の様々な局面で用いられるが、現在のデラウェア会社法では、信認義務が最も重要な役割を果たしているのは合併と買収（M & A<sup>158)</sup>の場面であるといえる。そのため、信認義務による曖昧な制約を検討する際も、合併と買収が問題となった事件において、会社契約は信認義務を用いてどのように制約されているかを見ていくことにする。

企業買収に関する事件のなかには様々なものがある。交渉による友好的な合併、資産のすべてまたは実質的にすべての譲渡、会社支配権の売却、少数者の締出合併、敵対的テイクオーバー、MBO（management buyouts）など、企業買収と呼ばれる取引の中には性質の異なる様々なものがある。すべてを取り上げる余裕はないので、交渉による友好的な合併で用いられる取引保護装置（deal protection devices）と少数者の締出（freeze-out<sup>159)</sup>の二つを取り上げることにする。

取引保護装置を取り上げる理由は、裁判所による会社契約の事後的な制約がもたらす長所と短所を考えるのに適していると思われるからである。裁判所による事後的な制約では、当事者の予測可能性が低く、事前のインセンティブを損なうかもしれないという短所がある。予測可能性が低くなる理由は二つの可能性がある。一つは、制約内容それ自体が不明確であるからである。もう一つは、契約締結時から裁判所の判断時まで後に発的な事情が生じて、その後発的な事情が裁判所の判断に取り込まれてしまうかもしれないからである。交渉による合併の場合、合併当事者の会社が合併合意（merger agreement）を締結してから、株主総会での株主の承認を得て合併が完成するまでかなりの時間を必要とする。その間に、

157) *Id.* at 37–38.

158) M & A は合併（merger）と買収（acquisition）の略語である。合併（merger）は、合併当事者の会社の取締役会が交渉を行い、通常は株主の承認によって完了する（DGCL § 251）。買収は、合併以外の手法を用いて、二つの企業を統合することによって行われる。以上につき、ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 423.

159) 取引保護装置については後の IV.2 を、締出については後の IV.3 を参照。

第二の買収者が出現してより高いビッドを行うかもしれない。取引保護装置が問題となった事件を検討することによって、第二の買収者の出現というような、会社契約締結後の重大な事情を裁判所はどのように取り扱っているかを考えることができる<sup>160)</sup>。

もう一つ取り上げるのは、少数者の締出である。締出合併などの締出取引の場合は、第二の買収者の登場のような重大な後発的事情が発生する可能性は低い。そのために、制約の曖昧さが与える影響に焦点を絞ることができる。さらに、締出取引の場合は、多数派の支配株主と少数株主の間の利害対立が明白な場面である。少数株主を保護するために、裁判所による積極的な介入が容易に正当化しやすい場面であるはずである。制約が曖昧であれば裁判所の裁量の幅は大きくなるので、裁判所は信認義務の曖昧さを活用して積極的な司法審査に及ぶことも可能である。裁判所はそうしているだろうか。

## 2 合併契約と取引保護装置

### (1) 合併の手続

合併とは、二つ以上の会社を法的に破壊し一つの会社をすることをいう。どれか一つの会社が存続会社 (surviving corporation) になる場合もあるし、新設合併 (consolidation) として新たに存続する会社 (resulting corporation) が設立される場合もある。デラウエア州の会社では、通常、会社の経営陣は取締役会の授權を受けた後、合併条件について交渉を開始する。合併当事者の会社の経営陣は合併合意書 (merger agreement) の作成の準備をする。取締役会が合併合意書を正式に採択し、その後その合併合意書は株主の議決に付される。原則として、合

---

160) さらに、取引保護装置の場合、外部性もあると考えられる。合併を合意した標的会社と第一の買収者に加えて、第三者である第二の買収者が出現する可能性がある (出現しない場合もある)。標的会社と第一の買収者の間で結ばれた取引保護装置という会社契約が、第二の買収者に影響を与える可能性があるからである。前の III. 2.(3)を参照。取引保護装置を考えることによって、III. 2で述べた裁判所が会社契約の自由に介入することを正当化する根拠の二番目 (後発的事情) と三番目 (外部性) を考えることができる。但し、今回は裁判所による事後的な制約の方法に重点があるので、外部性ではなく、後発的事情に関係する問題を主に取り扱うことにする。

併合意書は、合併について議決する権利を与えられた発行済社外株式の過半数による議決によって承認されなければならない。合併当事者会社のすべての会社で承認されることが必要である。株主の議決により合併が承認された後、州の事務所に合併証書 (certificate of merger) を提出することによって合併は効力を発する。合併条件に不同意の株主は、自らの株式 (持分) の公正価値についての司法の評価 (appraisal) を求めることができる。株式買取請求権 (appraisal remedy) を確保するためには、IV.3.(2)(ii)で述べるように、煩雑な手続的要件をすべて満たす必要がある<sup>161)</sup>。

## (2) 合併契約と取引保護装置

このように、合併が交渉されて完成するまでには時間がかかる。合併合意 (merger agreement) が締結されてから最終的に株主による合併承認の議決がなされるまでの間に、第三者が新たな魅力的な取引の提案を行うかもしれない。新たな提案の方が株主にとって有利なため、提案を受けた会社は当初の合併合意を破棄しようとするかもしれない。合併の交渉開始から合併合意が締結されるまでにかかなりの時間と費用が費やされているので、第三者の介入や株主の不承認によって当初意図した合併が完成しないと、これらの費用<sup>162)</sup>は無駄になってしまう。合併が完成しない危険があるので、合併取引を第三者の介入から保護したり、合併が完成しなかった場合の費用を補償する取決めを合併当事者が結ぶのは合理的である<sup>163)</sup>。このような目的のために、当事者間で取引を保護する合意が設けら

161) 以上につき、ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 437-39 を参照。

162) 費用は直接的な現金支出に限られない。機会費用や間接的な費用も含む。

163) この他にも取引保護手段が必要とされる理由がある。別の会社から有利な条件を引き出すための当て馬にされるのを防ぐ目的もある。最初のビッド者になり、時間と費用をかけて交渉し合併の準備をしたのに、最終的に別の会社に取引を奪われたのはすべての努力が無駄になってしまうからである。さらに、合併計画を公式に発表することそれ自体によってもリスクが生じる。合併計画を公式に発表することによって、その会社は叩き売られている (fire sale) という雰囲気が市場に生まれるかもしれない。もしそうなると、当初の合併計画が頓挫した場合は、次の合併交渉では交渉力が著しく低下し、かなり買い叩かれてしまう危険がある。このような交渉力低下も間接的な損害である。

れる。このような合意を総称して、取引保護装置 (deal protection devices)<sup>164)</sup> と呼ぶことにする<sup>165)</sup>。

取引保護装置には様々なものが存在する。No-shop 規定 (no-shop provisions)、no-talk 規定 (no-talk provisions)、解約料 (termination fee) などが典型的である<sup>166)</sup>。ここでは、取引保護装置とは、ある取引が完成する可能性を高め、第三者による干渉の可能性を低くする効果をもつ契約上の規定と広く定義することにする。取引保護装置は当事者間の合併合意に含まれているものに限定されるのではなく、取引それ自体を保護する意図または目的をもって結ばれた何らかの契約のなかに含まれていることもある<sup>167)</sup>。例えば、合併の当事者会社の一方に支配株主がいる場合、その支配株主は合併を承認する議決を行うという取決め (議決権合意、voting agreement) は、合併合意の中には含まれていないが、合併の完成を保護することを目的とした合意である。取引保護装置はその定義上、友好的な買収の場合にしか用いられない。取引保護装置を設けるためには、標的会社の取締役会の承認が必要であるからである。

取引保護装置は、no-shop 規定や no-talk 規定のように、標的会社の取締役会の能力に何らかの制約を加えるものと、解約料やストックオプションのように、一定の事由が発生した場合に標的会社から買収会社に何らかの給付を行うことを

---

164) 取引保護規定 (deal protection provisions)、取引保護手段 (deal protection measures) と呼ばれることもある。どの言葉も意味する内容に差がないので、特に区別しないで用いる。

165) デラウェア州における取引保護装置の取扱いについては、松本真輔「友好的 M&A における取引保護条項 [上] [下]」国際商事法務31巻7号933頁 (2003年)、同31巻8号1100頁 (2003年) も参照。

166) これらの具体的な規定のされ方の詳細については、*Panel on Negotiating Acquisitions of Public Companies*, 10 U. MIAMI BUS. L. REV. 219 (2002) の271頁以下の Appendix を参照。

167) この定義は以下の文献によった。Gregory V. Varallo and Srinivas M. Raju, *A Fresh Look at Deal Protection Devices: Out from the Shadow of the Omnipresent Specter*, 26 DEL. J. CORP. L. 975, 977 (2001).

デラウェア最高裁判所も類似した定義を用いている。「…『取引保護装置 (deal protection devices)』…という語は、合併取引の完成を保護することを意図した何らかの手段または手段の組み合わせを叙述するために、…用いられる。防衛装置は経済的なもの、構造的なもの、またはその両方がありうる。取引保護装置は、合併合意それ自体の中にすべてが入っている必要はない」。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 934 (Del. 2003).

約した規定とに大別できる。

(i) 標的会社の取締役会の能力に制約を加える規定

a. 交渉制限条項

合併合意の中には、標的会社の取締役会が自由に第三者の買収者（ビッダー）と交渉を行う能力を制限する条項が含まれているのが通常である。標的会社が第三者のビッダーを勧誘することを禁止する条項を no-shop 条項（no-shop provisions）と呼び、標的会社が別のビッダーと交渉することを禁止する条項を no-talk 条項（no-talk provisions）と呼ぶのが一般的である<sup>168)</sup>。このような規定の内容には様々なものがある。一般的な no-shop 規定では、標的会社が自分自身を他のビッダーに売却することは認めないが、標的会社取引の提案を行うビッダーと情報を交換し、交渉を行うことは認められている<sup>169)</sup>。他の取引保護手段と同様に、これらの規定は当然に無効というわけではなく、事件の具体的事実に基づいて分析される<sup>170)</sup>。

b. Fiduciary out 条項

前述のように、合併合意の中には、no-talk 条項のように標的会社の取締役会の将来の選択肢を限定することを目的とした条項が含まれていることが多い。Fiduciary out 条項は、通常、そのような制約の抜け道を与え、標的会社が合併合意締結後に発生した出来事に柔軟に対応できるようにするために設けられてい

168) 両者を厳密に区別せずに、標的会社の取締役の交渉能力に何らかの制約を加える条項を指して交換可能に用いている場合もある。

169) Gregory V. Varallo and Srinivas M. Raju, *A Process-Based Model for Analyzing Deal Protection Measures*, 55 BUS. LAW. 1609, 1616 (2000). 一般的な no-shop 規定では、標的会社の取締役会が第三者のビッダーと交渉を行ったり情報を提供することができるようになるために必要な条件を以下のように定めることが多い。(1)標的会社の取締役会は、社外弁護士から助言を受けた後、このような情報を提供しないことまたはこのような交渉を行わないことが信託義務違反となるかどうかを誠実に決定しなければならない。(2)標的会社の取締役会は、競合する取引は（その合意で定義されているような）「より優れた提案（superior proposal）」であるということを決定しなければならない。(3)標的会社は第三者に情報を提供し、交渉する意図があることを書面によって事前に買収者に通知しなければならない。Id.

170) Id. at 1609, 1616-17.

る<sup>171)</sup>。Fiduciary out 規定は、新たな提案を行った第三者と交渉したり、株主に対する合併合意の推奨を撤回したり、従前の合併合意を解約したり (terminate)、従前の合併合意より優れたオファーを受け入れたりすることが標的会社の取締役の信認義務によって要求されている場合に、標的会社の取締役会がそのような行為を行うことを認める規定である。Fiduciary out 条項<sup>172)</sup>それ自体は取引を保護する手段ではないが、交渉による取引保護装置の重要な要素である。

取引保護装置に fiduciary out の規定が設けられていないと、標的会社の取締役会は困難な状況に陥る。もし第三者の買収者が、合併合意締結後より優れたオファーを行った場合には、従前の合併合意は会社と株主にとってもはや最高の取引ではないことになってしまうかもしれない。Fiduciary out の規定がないと、従前の合併合意に付随する取引保護規定によって、標的会社の取締役会が新たな第三者のオファーを考慮したり交渉することが制限されてしまい、標的会社の取締役会は従前の合併合意を契約通り実行しなければならない。従前の合併合意を契約通り実行することは株主の最善の利益とならないとすれば、取締役会は株主に対する信認義務を満たしたことになることになる。このような状況が発生するのを回避するために、no-talk 条項など取締役会の能力を制限する契約に fiduciary out の条項を入れて、後に発生した出来事に柔軟に対処できる余地を残しておくのである。このように、合併合意によって課せられた契約上の義務と、会社の株主に対する取締役会の信認義務の衝突を調和させるために fiduciary out 規定が設けられる<sup>173)</sup>。

---

171) *Id.* at 1618-19.

172) Fiduciary out 規定が必要な理由については、デラウエア衡平法裁判所の大法官 (Chancellor) であった Allen 教授による論文を参照。William T. Allen, *Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why of an Anomalous Concept*, 55 Bus. Law. 653 (2000). 特に656-57頁を参照。

173) どのような場合に fiduciary out 条項が適用されるかという fiduciary out 条項の範囲も重要である。標的会社の取締役会が容易に合併合意の契約上の義務を逃れることができるとすると、合併合意の中に no-talk 条項などを入れて標的会社の取締役会の選択肢を制限した意味がなくなってしまうからである。一般的には、取締役会が fiduciary out 条項によって no-talk 条項などの制約を免れることができる場面は、以下のように規定されている。(1)取締役会はず、fiduciary out を行使し

## (ii) 一定の給付を約す規定

合併合意では、ある一定の事由が発生した場合に、標的公司から買収会社へ何らかの給付を行うことが合意されていることが多い。標的公司から買収会社へ与えられるものは、金銭、標的公司の株式または株式を購入する権利、標的公司の財産またその財産を購入する権利などがある。金銭が支払われる場合は、解約料 (termination fee) と呼ばれることが多い<sup>174)</sup>。標的公司の株式または株式購入のオプションが与えられる場合は、ストック・ロックアップ (stock lockup) と呼ばれることが多い。標的公司の財産が与えられる場合はアセット・ロックアップ (asset lockup) と呼ばれることが多い<sup>175)</sup>。これらのロックアップは、合併が完成しなかった場合に費やされた費用を補償し、第三者による後続のオファーを妨げる機能を有する<sup>176)</sup>。他の取引保護手段と同様、ロックアップは当然に違法というわけではない<sup>177)</sup>。

## a. 解約料

解約料はある一定の事由が発生した場合に、一方の当事者が他方の当事者に支

ないことが信認義務違反に該当するという意見を外部の弁護士から受けなければならぬ。(2)取締役会は、競合するビッドは「より優れた提案 (superior proposal)」であるか、「より優れた提案」になる可能性が高いということを誠実に決定する。(3)標的公司は、fiduciary out が発生するかもしれない事象について買収者に書面で知らせる。(4)既存の取引を推進することができるように、標的公司は、買収者が競合するビッドに対抗して既存の合併合意に修正を行うために合理的に必要な機会を買収者に与える。Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1619.

174) このような金銭の支払いは解約料 (termination fee) または決裂料、破談料 (break-up fee) と呼ばれる。Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1612. ここでは区別せずに、解約料という言葉を用いることにする。

175) John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *A Buy-Side Model of M & A Lockups: Theory and Evidence*, 53 STAN. L. REV. 307 (2000) では、解約料、ストック・ロックアップ、アセット・ロックアップをまとめてロックアップと呼んでいる。Id. at 314.

176) ロックアップが第三者のオファーを妨げる機能を有するという点については、Ian Ayres, *Analyzing Stock Lock-Ups: Do Target Treasury Sales Foreclose or Facilitate Takeover Auctions?* 90 COLUM. L. REV. 682 (1990) や、Coates & Subramanian, *supra* note 175, at 337-47 を参照。さらに、前の III. 2. (3) を参照。

177) Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1617.

払わなければならない金銭である<sup>178)</sup>。デラウエア法では、解約料は当然に無効とされるわけではない。デラウエア裁判所は、解約料は「合理的な慣習」であり、場合によっては、より優れたオファーがもたらされたり、競合するビッドアーの出現を促すことがあるので、株主の利益を推進する可能性があるとしている<sup>179)</sup>。逆に、もし解約料が将来のビッドアーを妨げることを主な動機として用いられていると考えられる場合には、無効とされる可能性が高い<sup>180)</sup>。一般的な傾向として、デラウエア裁判所は、解約料の額が取引の価値の2-3.5%の範囲内であれば、その解約料を是認してきた<sup>181)</sup>。5%でも認めた判例もある<sup>182)</sup>。しかし、後述のPhelps Dodge 事件では、衡平法裁判所は6.3%の解約料は過剰であるかもしれないと述べ、疑義を呈した<sup>183)</sup>。

#### b. ストック・ロックアップ

ストック・ロックアップは、一定の事由が発生した場合に、対象会社の株式を定められた価格で獲得する権利（コール・オプション）を相手方に与える。対等

---

178) 解約料を発生させる事由として規定される内容は、以下のものが一般的である。(1)株主が合併の承認をしなかった場合（ある一定の期間内に別の取引が完成することを追加的な条件としていることが多い）。(2)合併合意に署名がなされた後、ある一定の期間内に別の当事者との取引を完成させたこととは異なる理由で、企画した合併が完成しなかった場合。(3)合併合意の誓約（covenant）、表明（representation）、または保証（warranty）に違反があったこと。Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1612.

179) *In re J.P. Steven & Co. Shareholders Litig.*, 542 A.2d 770, 782-83 (Del. 1988).

180) Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1612-13.

181) *H.F. Ahmanson & Co. v. Great W. Fin. Corp.*, No. 15650, 1997 Del. Ch. LEXIS 84 (Del. Ch. June 3, 1997) (70億ドルの取引の3%の解約料の差止めを認めなかった); *Goodwin v. Live Entertainment, Inc.*, No. 15765, 1999 Del. Ch. LEXIS 5 (Del. Ch. Jan. 22, 1999) (取引の価値の3.125%に相当する解約料は「一般的なもの (commonplace)」であり、「同様な場面で当裁判所が承認した合理性の範囲内にある」とした。*Id.* at \*69.) *aff'd*, 741 A.2d 16 (Del. 1999); *McMillan v. Intercago Corp.*, 768 A.2d 492, 505 (Del. 2000) (3.5%の「解約料は我が裁判所がこれまで承認してきた範囲の上限にあたるが、依然として一般的に合理的と考えられる範囲内にある」として合法性を認めた)。

182) *Matador Capital Mgmt. Corp. v. BRC Holdings, Inc.*, 729 A.2d 280 (Del. 1998) (取引価値の約5%の解約料を認めた)。

183) *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, Nos. 17398, 17383, 17427, 1999 Del. Ch. LEXIS 202, at \*5 (Del. Ch. Sept. 27, 1999). 解約料一般については、Coates & Subramanian, *supra* note 175 も参照。

な合併取引では、このようなオプションは相互に与えられることが多い<sup>184)</sup>。ストック・オプションの行使が可能となる条件は、解約料を発生させる条件と同様であるのが通常である。

このようなストック・オプションはオプション所持者にかなりの経済的な価値をもたらす可能性がある。企図した合併が完成しなかった場合でも、取引の当事者は合併相手の株式価格が上昇すれば利益を受けることになる。しかし、現在の実務では、オプションが主に経済的な価値を目的として設計されることは稀であり、ストック・オプションがもたらしうる経済的な価値の上限が定められているのが一般的になってきている。ストック・オプションは、第三者がプーリング・オブ・インタレスト (pooling of interests) という会計上の有利な取扱いを利用できなくなるようにするために、またはその利用を困難にするために利用されることが多かった (いわゆる「プーリング・キラー」)<sup>185)</sup>。しかし、このような会計上の取扱いは廃止されてしまったので、今後はこのようなプーリング・キラーとしてストックオプションが用いられることは少なくなっていくだろう<sup>186)</sup>。

### c. アセット・ロックアップ

アセット・ロックアップは、買収会社が標的会社の重要な資産を低い価格で獲得することまたは獲得する権利 (オプション) を得ることを約した取決めである<sup>187)</sup>。例えば Revlon 事件<sup>188)</sup>では、Revlon はその「ホワイトナイト」に、もし他の買収者が Revlon の発行済株式の40%を獲得した場合は、Revlon の Vision Care と National Health Laboratories という部門を市場価格よりもかなり安く購入する権利を与えた。アセット・ロックアップも当然に違法というわけではないが、

184) 合併取引は、標的会社の19.9%の株式を購入するオプションを与えることが多い。20%を超えて株式を発行する場合は、証券取引所のルールによって株主の承認が必要となっている。この証券取引所のルールの適用を回避するために19.9%という数値が用いられる。

185) 以上につき、Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1615.

186) Varallo & Raju, *supra* note 167, at 987.

187) Crown jewel と呼ばれることもある。

188) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 178, 183 (Del. 1986).

Mills 事件<sup>189)</sup>以後はほとんど利用されなくなった<sup>190)</sup>。

### (3) 取引保護装置に関する判例

#### (i) 1999年までの判例

1999年に、友好的合併で用いられた取引保護装置についての判断がデラウェア衡平法裁判所で相次いで下された。1999年までにも、取引保護装置についてデラウェア裁判所で判断が行われていた。しかし、そのほとんどは敵対的テイクオーバーと関連して取引保護装置が用いられていたため、高度な司法審査基準が適用されているものばかりである。このような裁判所のアプローチは友好的な買収で用いられている取引保護装置の判断に適切であるか疑問があるが、2002年のデラウェア最高裁判所の Omnicare 事件での判断は、このような敵対的テイクオーバーで用いられたアプローチと類似のアプローチを志向している。デラウェア衡平法裁判所による友好的買収で用いられた取引保護装置についての1999年の判断を見る前に、古典的な敵対的テイクオーバーの事件で取引保護装置がどのように判断されたかをごく簡単に振り返っておくことにする。

#### a. Unocal 事件

Unocal 事件<sup>191)</sup>は取引保護装置が取り扱われた事件ではない。しかし、取引保護装置を扱った後の判例は Unocal 事件の比例性の基準を用いているものもあるので、簡単に触れておく。

石油会社の Unocal Corporation (Unocal) は、その清算価値が市場価値よりも上回っていたため、いわゆる会社侵略者 (corporate raider) の T. Boone Pickens, Jr. に目をつけられた。Pickens は Unocal に対し二段階買収を行うことにして、

---

189) Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) では、標的会社の Macmillan が Macmillan の子会社を取得する権利をビッドダーの1人である KKR に与えた。このアセット・ロックアップは「一般株主の利益を大きく増大させるものではなく」「それに反する効果をもたせることを意図していた」として無効にされた。Id. at 1286.

190) Coates & Subramanian, *supra* note 175, at 328.

191) Unocal Corp. v. Mesa petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

その第一段階として公開買付を開始した<sup>192)</sup>。株主に支払われる名目上の価格は第一段階と第二段階で同じ（一株あたり54ドル）であったが、第二段階で支払われる対価はジャンクボンドだったため、第一段階でのテNDERを株主に強いる構造になっていた<sup>193)</sup>。Unocalはこれに対抗するために、Unocalの自社株を買い戻すセルフテNDER（self-tender）を行うことを決定し、Pickensの保有する株式はセルフテNDERの対象から除外した。PickensはこのセルフテNDERの予備的差止を求めて訴えを提起した。

デラウェア最高裁判所は、テイクオーバーの領域で経営判断ルールの適用範囲を狭めたと解される判断を行った<sup>194)</sup>。「取締役会が…テイクオーバービッドに対処する際、取締役会はそのオファーは会社と株主の最上の利益に適っているかどうかを決定する義務がある。この点に関して取締役会の義務は取締役会が負っている他の義務と変わらないし、取締役会の判断は他の経営判断の領域で与えられるのと同じだけの尊重を受ける権利を有すべきである。しかし、…取締役会が会社と株主の利益のためではなく、主に自分自身の利益のために行動するかもしれないというどこにでもいる幽霊（omnipresent specter）が存在するので、経営判断ルールによる保護が与えられる前の端緒として、司法の検査を要求する高度な義務（enhanced duty）が存在する」<sup>195)</sup>。

最高裁判所はこのように述べた後、二つの部分からなる比例性の基準（two prong proportionality test）を述べた。第一の部分は脅威の存在である。「このような本来的な利害対立に直面している場合は、取締役は、会社の政策と有効性に対する危険が存在していると感じるにつき合理的な理由があったということを証明しなければならない」<sup>196)</sup>。第二の部分は脅威と防衛手段の比例性である。「防衛

192) 正確には、Pickensの支配するMesa Petroleum Co., Mesa Asset Co., Mesa Partners II, Mesa Eastern, IncがUnocalの株式を約13%保有していた。Id. at 949.

193) これはtwo-tiered, front-end loaded tender offerと呼ばれる取引構造である。このような構造は標的会社の少数株主を囚人のジレンマ状態に陥らせるので、テNDERを強制する可能性がある。この点については、例えば、Lucian A. Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1693 (1985)を参照。

194) 中間基準（intermediate standard）、高度な審査（enhanced scrutiny）と呼ばれる。

195) *Unocal*, 493 A.2d 946 at 954. Citation omitted.

196) Id. at 955.

手段が経営判断ルールの範囲内に入っているとしたら、防衛手段は提示された脅威との関係で合理的なものでなければならない<sup>197)</sup>。最高裁判所は、Pickens の行った公開買付は「構造的に強制的 (structurally coercive)」であり、Unocal の行った差別的なセルフテNDERは合理的な手段であったとして、Pickens の求めた予備的差止を認めなかった。

#### b. Revlon 事件

Revlon 事件<sup>198)</sup>は様々な論点を含んでいて、事実関係も複雑である。ここでは取引保護装置と関係がある点、すなわちアセット・ロックアップ、no-shop 規定、キャンセル料について裁判所が判断した点に絞って簡単に述べることにする。

Ronald O. Perelman の率いる Pantry Pride, Inc. (Pantry Pride) は、Revlon, Inc. (Revlon) を1株あたり40ドルから50ドルの間で買収したいと思っていたが、Revlon はこれに応じず、様々な防衛策をとった<sup>199)</sup>。Pantry Pride の提案を拒絶する一方で、Revlon は Forstmann Little & Co. (Forstman) という LBO (leveraged buyout) の専門家と交渉を行った。Forstman はいわゆるホワイトナイト (white knight) である。Forstman は最終的に、Revlon を買収し現行経営陣が経営を継続することを認める代わりに、以下の条件を提示した。(1)1株あたり57.25ドルで公開買付を行う。(2)他のビDダーが Revlon の株式を40%取得した場合、市場価格を1億~1億7500万ドル下回る価格で Revlon の二つの部門を獲得するロックアップ・オプションを Forstmann に付与する (これが Forstmann の最も強く求めた要求だった)。(3)Forstmann との合併が実現しなかった場合、または他の第三者が Revlon の株式19.9%以上を取得した場合、2500万ドルのキャンセル料を Forstmann に支払う。(4)no-shop 規定<sup>200)</sup>。

Pantry Pride は Forstmann の条件を上回る58ドルにビDを引上げしたが、

---

197) *Id.*

198) Revlon, Inc v. MacAndrew & Forbes Holding, Inc, 506 A.2d 173 (Del. 1985).

199) Revlon は、自社株のセルフテNDERや Note 購入権計画などの防衛手段をとった。防衛手段の詳細については、*id.* at177を参照。

200) この他にも、Forstmann は Note の額面価格を保証するなどの条件が提示されていた。以上について *id.* at 178.

Revlon は Forstmann と取引を行うことにした。Pantry Pride は Revlon の防衛行為を差止めるために訴えを起こした。デラウエア最高裁判所は、ロックアップ・オプション、no-shop 規定、キャンセル料 (cancellation fee) を差止めた。

最高裁判所はまず、「ロックアップと関連する合意は、それらの採用が取締役の利益や他の信認義務違反によって汚されていない場合は、デラウエア法の下で許容されている。しかし、Revlon の取締役によって行われた行為はこの基準を満たさない」<sup>201)</sup>と述べた。その後、裁判所は以下のように述べて、いわゆる Revlon 義務を作り出した。「…すべての者にとって、会社の解体は不可避であるということが明らかになった。Revlon の取締役会が経営者に合併または買収の交渉を認める授權を行ったのは、会社が売りに出されている (for sale) ということを認識したからである。従って、取締役会の義務は会社という組織体としての Revlon を維持することから、株主の利益のために売却時の会社の価値を最大化することへと変化した。…。取締役の役目は会社の要塞の防衛人から、会社の売却によって株主のために最高価格を獲得する競売人へと変化した」<sup>202)</sup>。

ロックアップについて以下のように述べた。「ロックアップはデラウエア法においては当然に無効というわけではない。これまでの判例でもロックアップの使用は認められてきた。…このようなオプションは、会社の支配権争奪戦に他のビッドを誘い込む可能性があり、会社のオークションを発生させ株主の利益を最大化するかもしれない」<sup>203)</sup>。「しかし、争奪戦にビッドを引き込むロックアップは株主の利益になるが、同じ手段が活発なオークションを終了させてそれ以上のビッドを排除する場合は、株主の害になる」<sup>204)</sup>。「Forstmann のオプションは、オークションのプロセスに対し…破壊的な効果を与える」<sup>205)</sup>。このように述べて、ロックアップ・オプションは差し止められた。

No-shop 規定については以下のように述べた。「No-shop 規定は、ロックアップ・オプションと同様に、当然に違法というわけではない。しかし、取締役会の

201) *Id.* at 176.

202) *Id.* at 182.

203) *Id.* at 183.

204) *Id.*

205) *Id.*

第一の義務が、最高価格を提示するビッド者に会社を売却する責任を負う競売人の義務となっている場合は、no-shop規定はUnocal基準に基づき許容することができない。Forstmannとだけ交渉するという合意は、ビッドの競争に取締役会が徹底的に関与するのではなく、ビッド競争を終わらせた<sup>206)</sup>。「White knightを優遇し敵対的なビッド者を完全に排除することは、敵対的なビッド者が株主の利益にならない場合は正当化されるかもしれないが、両ビッド者が相対的に同じようなオファーを行っている場合や、会社の解散が不可避になった場合は、取締役は…一方を優遇することによって高度なUnocalの義務を満たすことはできない<sup>207)</sup>。「…株主の利益が、取締役会はその義務を履行する場合に自由に交渉することができるようになっていなければならないということを要求している<sup>208)</sup>。

キャンセル料についてはごく簡単に述べているだけである。最高裁判所は、キャンセル「料はPantry Prideの努力を邪魔する全体的な計画の一部であるので、…キャンセル料の支払いも同様に差し止め<sup>209)</sup>た。

### c. Time-Warner 事件

Time-Warner 事件<sup>210)</sup>で、Time Incorporated (Time) と Warner Communication, Inc. (Warner) は株式の交換による合併を行う計画を立てた。いわゆるタイムカルチャーを守るために経営はTimeが握ることにし、そのかわりに交換比率をWarner有利に設定した (Warnerの株主が存続会社の62%を占めることになる)。Timeはこの合併合意を承認し、敵対的テイクオーバーに対する防衛策も採用した。防衛策には、(1)TimeとWarnerの間での自動的株式交換の合意 (automatic share exchange agreement)、(2)Timeの取引銀行はTimeを買収しようとする第三者のビッドに資金を提供しないという合意「秘密」書面 (いわゆる「ドライアップ」合意)、(3)Timeが他の合併提案を考慮することを妨げる no-shop の合

---

206) *Id.* at 184.

207) *Id.*

208) *Id.*

209) *Id.*

210) *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

意<sup>211)</sup>、があった<sup>212)</sup>。取締役会が合併合意を承認した時点で、Time の株式は一株あたり105ドルだった。Time と Warner の合併が完了する前に、Paramount Communications, Inc (Paramount) が Time にすべての株式に対し一株あたり175ドルで公開買付を開始した。しかし、Time の取締役会は、Warner との取引は Time の株主により大きな長期的価値を与え、独自のタイムカルチャーを守るためには Paramount よりも Warner の方が適していると判断し、Paramount の申し出を断った。Time は当初計画していた Warner との取引の構造を変更した。合併を用いるのではなく、Time が現金と株式により Warner を公開買付で買収することにして、株主の承認の必要をなくした。Paramount は Time に対し、すべての株式に対するすべて現金によるオファーの価格を一株あたり200ドルまで上昇させたが、以前と同じ理由で Time は拒否した。Paramount は、Time による合併の前段階としての公開買付の差し止めを求めて訴えを提起した。

デラウェア最高裁判所は、Revlon 義務が適用される場面ではないとした<sup>213)</sup>。デラウェア最高裁判所は Revlon 義務が適用される場면을以下のように述べた。「デラウェア法の下では、他の可能性を排除するわけではないが、一般的に言うと、Revlon 義務との関係が生じうる二つの状況がある。第一のそして明白な状況は、会社が自分自身を売却しようとしたり、あるいは明白な会社の解体などの事業の再編成を行おうとして積極的なビッドのプロセスを始めた場合である。しかし、ビッドのオファーに対し、標的会社が長期的な戦略を放棄して、会社の解体などの別の取引を追求している場合も Revlon 義務が課されうる」<sup>214)</sup>。しかし、最高裁判所は、取締役会は防衛的な対応を行っているだけであり、会社の継続的な存続を放棄していない。レブロン事件のように「解散や解体」が不可避であっ

211) Fiduciary out の条項はなく、裁判所は「他の提案がどんなに魅力があったとしても、他の提案を考慮する能力を放棄することになる」とした。Id. at 1147.

212) Id. at 1147-48.

213) 衡平法裁判所とは理由が異なっている。衡平法裁判所の Chancellor Allen は、支配は依然として、「巨大で、流動的な、変化の可能性があり、実際に変化している市場に存在する」のであり、支配権は変動していないために Revlon 義務は適用されないとしていた。Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., Nos. 10866, 10670, 10935, 1989 Del. Ch. LEXIS 77, at \*68-69 (Del. Ch. July 14, 1989, revised July 17, 1989).

214) *Time-Warner*, 571 A.2d, at 1150.

たという証拠はなく、Unocal 義務だけが生じるとした<sup>215)</sup>。最高裁判所は、支配権の変動の有無ではなく、会社の解体か否かが問題であるとした。

原告は、当初の合併計画で、ロックアップの合意、no-shop 条項、いわゆる「ドライアップ」条項を用いることによって、株主は直近の将来に支配プレミアムを獲得するのを妨げられているので、Revlon 基準に違反していると主張した。しかし、最高裁判所は、本件は Revlon 義務が適用される場面ではないので、「構造的な安全装置を採用することそれだけでは Revlon 義務は生じない。そうではなく、…このような装置は Unocal の分析に服するのが適切である」<sup>216)</sup>とした。

最高裁判所は、Unocal 基準が問題になるのは取引保護規定を含む当初の合併合意ではなく、テnder オファーに取引構造を変更した修正合意 (revised agreement) であるとした<sup>217)</sup>。そのため、当初の合併合意を保護するために採用された安全装置の合法性は中心的な論点ではないとしながらも、このような装置は Paramount によるテイクオーバーの脅威が発生する以前に設けられており、合理的なビジネス目的のために採用されているとした<sup>218)</sup>。Time の取締役会が Warner と合併するという当初の案は経営判断ルールの保護を受けるとした大法官 (Chancellor) の結論を支持するだけのたくさんの証拠があったとした<sup>219)</sup>。

#### d. QVC 事件

---

215) *Id.* at 1150-51.

216) *Id.* at 1151.

217) *Id.* at 1151.

なお、裁判所は修正合意については、Unocal 基準を適用して以下のように述べた。取締役には、慎重に考慮した結果採択されたプランを株主の短期的利益のために放棄しなければならない義務はなく、テイクオーバーの局面では Revlon 義務が適用されない限り株主の短期的利益の最大化を図るべき義務は当然には存在しないとされた。そして、「Time の株主は、Warner との事業結合が生み出さうる戦略的な利益を無視したり、その利益について誤った信念を抱いてしまい、Paramount の現金によるオファーに株式を提供することを選択するかもしれない」という Time が抱いた懸念は合理的な脅威であるとした。*Id.* at 1153. テnder オファーに取引構造を変更したことは、知覚した脅威との関連で合理的な対応であったとした。*Id.* at 1154. 裁判所はこのように述べて、予備的差止を認めなかった衡平法裁判所の判断を支持した。

218) *Id.* at 1151, n 15.

219) *Id.* at 1152.

QVC 事件<sup>220)</sup>で、Paramount Communications Inc. (Paramount) の取締役会は、Paramount と Viacom Inc. (Viacom) が Viacom に吸収合併されるという合併合意を承認した。Viacom には、Sumner M. Redstone (Redstone) という支配株主がいた。この合併合意には、以下のような、他のビッドからこの合併を保護するための規定が設けられていた。(1)Paramount の取締役は信任義務を満たすために必要な場合以外は第三者と議論や交渉をしてはいけないという、fiduciary out 条項のついた no-shop 規定 (No-Shop Provision)。(2)Viacom との合併が完成しなかった場合は Paramount が Viacom に100万ドル支払うという解約料 (Termination Fee Provision)。(3)Viacom との合併が完成しなかった場合は、Paramount が Viacom に、Paramount の社外普通株式の約19.9%を一株69.14ドルで購入する権利を与えるというストック・オプションの合意 (Stock Option Agreement)。この合意は、Viacom にとって二つの点で非常に有利だった。第一に、Viacom は株式を現金でなく市場性に疑問のある上級劣後債 (senior subordinated note) で支払うことができる (Note Feature)。第二に、Viacom は Paramount の株式の市場価格と約定の購入価格の差額に等しい額を現金で支払うように Paramount に要求することができる (Put Feature)。このストック・オプションの合意が一番重要な抑止力を有していた<sup>221)</sup>。さらに、Paramount はポイズンピルを Viacom との合併には適用しないことを合意した。

QVC Network Inc. (QVC) は、Paramount との合併を提案したが拒絶されたので、Paramount の株式51%に対し二段階買収の第一段階としての公開買付を行う意図があることを発表した。QVC は公開買付の条件として、Stock Option Agreement が無効であることを条件としていた。QVC の公開買付の発表を受けて、Paramount と Viacom は当初の合併合意を見直したが、本質的な変更は行われなかった。当初の合併合意の防衛手段は削除または修正されなかった<sup>222)</sup>。QVC は公開買付を開始し、QVC と Paramount の株主は、防衛手段の予備的差止めを求め

220) Paramount Communications Inc. v. QVC Network, 637 A.2d 34 (Del. 1993).

221) これらの防衛装置の正確な条件と詳細については、*id.* at 39 を参照。

222) 変更された点は、Viacom が Paramount の株式の51%を一株80ドルで現金により公開買付を行うという取引構造が変わったことと、合併対価が変更されたことなどである。詳しくは *id.* at 40-41.

て訴えを提起した。

デラウェア最高裁判所は、Paramount と Viacom の合併は Revlon 義務が適用される場面であるとし、Paramount の取締役会は QVC と交渉しなかったためにその義務に違反しているとした。Paramount と Viacom の合併は Time-Warner 事件のように株式交換 (stock-for-stock) の取引であったが、Paramount と Viacom が合併した後にできる企業には Redstone という支配株主が存在することになる。Paramount の株主は新しい企業組織の中では少数株主に転落してしまうので、Revlon 義務が適用されるとした。

最高裁判所は、以下のように述べて、少数株主に対する取締役と多数派株主の信認義務を強調した。「有効な保護規定がない場合は、少数株主の保護は、取締役と多数派株主が少数株主に対して負っている信認義務だけを頼りにしないといけない。少数株主は議決権を通じて会社の判断に影響を及ぼす力を失ってしまっているからである。多数派の地位を買収し、その結果過半数の所有という権能を行使する特権は、高価である。その価格は、通常は、株式の支配の塊 (control block) の価値だけでなく、議決権を結果として失っている少数株主に対する補償を表しているからである」<sup>223)</sup>。「…一般株主は (集合的には) Paramount の議決権の過半数を現在保有している。会社の支配は、1人の者、組織体、集団に付与されているのではなく、相互に関連のない株主の流動的な集合に付与されている。Paramount と Viacom の取引が完成した場合は、一般株主は現金と、存続会社での少数派の議決権の地位を受け取ることになる。このような取引の完成後は、… [強力な] 議決権の力を有する支配株主が存在することになる」<sup>224)</sup>。「支配権が移転したら、現在の Paramount の株主は将来支配プレミアムを要求する力がなくなってしまうだろう。結果として、Paramount の株主は支配プレミアムや、重要な価値を持つ保護装置を受け取る権利があり、受け取るべきである。Viacom と Paramount の取引にはこのような保護的装置が存在しないため、Paramount の取締役は合理的に利用可能な最高の価値を株主のために実現する現在の機会を最大

---

223) *Id.* at 43.

224) *Id.*

限利用する義務がある」<sup>225)</sup>。支配権の売却の場合は、会社の取締役には特別の義務を課す。取締役は「…合理的に利用可能な最大の価値を株主にもたらす取引を合理的に追求するために行動するという義務を負う。裁判所は、取締役が合理的に行動したということを確認するために高度な審査 (enhanced scrutiny) を適用する」<sup>226)</sup>。「支配権の売却の場面では、取締役は株主のために合理的に利用可能な最大の価値を与える取引を確実にするという第一の目的に集中しなければならない。取締役はその目的を推進するために取締役の信認義務を行使しなければならない」<sup>227)</sup>。

Paramount と Viacom の間の契約上の規定について裁判所は以下のように述べた。「デラウエア法の下では取締役の信認義務を合法的に限定または制約してはならず、Paramount の取締役がデラウエア法の下で信認義務を実行することを妨げてはいけない。そのような規定がその義務と整合しない場合は、その限度で、そのような規定は無効であり執行することができない」<sup>228)</sup>。Paramount と Viacom の間の「Stock Option Agreement は、Note Feature や Put Feature などのたくさんの異例なそして潜在的に『過酷な (draconian)』規定を含んでいた。さらに、Termination Fee の存在は、それ自体非合理的であるかどうかに関係なく、Stock Option Agreement と一緒に用いられた場合は、他のビッターにとって Paramount の魅力を失わせた。最後に、No-Shop Provision は、Paramount の取締役会が他の潜在的なビッター、…特に QVC と交渉する能力を抑制していた」<sup>229)</sup>。Paramount の取締役会は QVC が Paramount に関心を示した後、これらの不適切な防衛手段を変更する機会があった。「その時点に存在していた状況からすると、Stock Option Agreement は、Termination Fee と No-Shop Provision と 共に、Paramount の株主にとって合理的に利用可能な最大の価値を実現することを妨げているということは、Paramount の取締役会にとって明白であったはずである。それにもかかわらず、Paramount の取締役会は、これらの…装置を除去したり変

---

225) *Id.*

226) *Id.*

227) *Id.* at 44.

228) *Id.* at 48.

229) *Id.* at 49.

更する努力を行わなかった」<sup>230)</sup>。その後も、状況に照らすと、以下のことは明白であった。「防衛手段は…問題がある。(a)No-Shop Provision は信認義務を限定または制限することはできない。(b)Stock Option Agreement は「過酷」であった。(c)Termination Fee は、すべての状況の下では、高いビッドの実現を同様に妨げている」<sup>231)</sup>。

Viacom は、Paramount の取締役は信認義務に違反した合意を結ぶことが可能であり、そのような信認義務違反の合意を結んだ場合、その合意を実行しなければ、Paramount とその株主は契約違反の責任を負うことになる主張した。しかし裁判所は、「それらの防衛手段は潜在的なビッターを妨げるために不適當に設計されたのであり、そのような手段は…合理性の基準を満たしていない。それらは本事件の事実においては無効であり執行することはできない」<sup>232)</sup>。「No-Shop Provision は Paramount の取締役の信認義務を有効に限定または制限することはできない。契約や契約の規定が信認義務の行使を制限するような方法で作為または不作為を取締役に要求する場合は、その限度で、それは無効であり執行することができない。Paramount と Viacom はそれに反する合意を行ったが、Paramount の取締役はその信認義務を契約で取り除くことはできない。No-Shop Provision は無効であるので、Viacom はその規定の契約上の既得権 (vested contract rights) をもたない」<sup>233)</sup>。「…ロックアップ・オプションは当然に無効ではないが、[過酷な側面をもつ] オプションは当裁判所では認められることは決してなかった」<sup>234)</sup>。

#### e. 小括

以上の判例から読みとれるデラウェア法の取引保護装置の司法審査のアプローチは以下のようにまとめることができる。まず、取引保護装置が用いられている買収の取引は「支配権の変動 (change of control)」であるかどうかで分析が異なる

---

230) *Id.* at 50.

231) *Id.*

232) *Id.* at 50–51.

233) *Id.* at 51.

234) *Id.*

る。支配権の変動にあたる場合は、Revlon 基準が適用される。取引保護装置が会社にとって合理的に利用可能な最高価格を獲得するという取締役会の義務を推進するために用いられたのであれば、有効とされるはずである<sup>235)</sup>。

支配の変動に該当しない場合は、さらに分析が二つに分かれるようである。その取引保護装置が防衛的な手段であるとされる場合は、Unocal 基準による高度な審査 (enhanced scrutiny) を受けることになる。そうではない場合は、単なる合併合意 (merger agreement) の一部であるとされて、経営判断の尊重を受けることになる。しかし、この点については判例は一貫しているとはいえない。判例の中には、Unocal 基準の適用を主張しているものもあれば、経営判断ルールによる尊重を述べているものもある。1999年以降の衡平法裁判所の判断にも両方と整合的なものがある<sup>236)</sup>。デラウェア最高裁判所は Omnicare 事件で Unocal 基準が適用されるとしているが<sup>237)</sup>、事案が特殊なため、取引保護装置一般の判断に将来も一貫して Unocal 基準が用いられるかどうかは判然としない。

Unocal 基準が適切な基準であるようにも思える。取引保護装置は、合併の当事者が合併合意を第三者による妨害から守るために用いている、という意味では防衛的な性質を持つからである<sup>238)</sup>。Time-Warner 事件の中にもこの見解を支持する記述がある。別のビッドナーから現実の脅威を感じて採用した取引保護装置は、

235) Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1609.

236) 後の IV. 2.(3)(ii)を参照。なお、Varallo & Raju, *supra* note 169, at 1610 も参照。

237) Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003).

238) Mark Lebovitch & Peter B. Morrison, *Calling a Duck a Duck: Determining the Validity of Deal Protection provisions in Merger of Equals Transactions*, 2001 COLUM. BUS. L. REV. 1, 4 (2001) (「Unocal の高度な審査が取引保護の司法審査として適切な基準である」。*Id.* at 4. 「取引保護は、…本質的に防衛的である。取締役がこのような本質的に防衛的な装置を採用することは、[敵対的テイクオーバーの場合と] 同じ潜在的な利害対立を引き起こす。従って、Unocal 基準が取引保護に適用されるべきである」。*Id.* at 8)。さらに、Kimberly J. Burgess, Note, *Granting Perspective: Directors' Duties in the Context of "No-Shop" and "No-Talk" Provisions in Merger Agreements*, 2001 COLUM. BUS. L. REV. 431, 433 (2001) (「取締役会は、合併が実際に完了するまで終わることのない継続的な減損することのできない義務を負っている。その義務は、株主の利益に重大な影響を与えうる問題について適切に情報を入手し続け、そのような情報をもとに適切な行動を行い続けることを取締役に要求している」。この義務に反する場合は、no-shop 規定と no-talk 規定は無効となる場合がある)。

高度な審査を受けるとした。そのような安全「装置は、Unocal の分析に服するのが適切である」<sup>239)</sup>としている。さらに、Vice Chancellor Strine も、Unocal 基準の適用を示唆する論文を発表している<sup>240)</sup>。

一方、Unocal 基準の適用に批判的な見解もある<sup>241)</sup>。敵対的ビッドが出現する前に取引保護装置を採用する場合は、合併交渉開始によって会社支配権市場での注目を受け、敵対的ビッドが当初の合併合意に干渉してくるのを防ぐことを目的としている。Time-Warner 事件でデラウェア最高裁判所は、このような理由で採用された取引保護装置は経営判断の尊重を受けるとした<sup>242)</sup>。Time-Warner 事件の判断のこの部分は、敵対的テイクオーバー以外の場面で採用された取引保護装置は、経営判断ルールによって判断され、「合理的なビジネス目的」のために行われたものとして許容されるべきであると読むことができる。

Time-Warner 事件は、取引保護装置に対して Unocal 基準の適用を述べている

---

239) *Time-Warner*, 571 A.2d 1140, 1151 (Del. 1989).

240) Leo E. Strine, Jr., *Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*, 56 BUS. LAW. 919, 939 (2001) (取引保護手段の審査に経営判断ルールが適用されれば、事後的に司法によって取引が破壊される危険がほとんどなくなり、明確性が高まるという利点がある。しかし、Unocal 基準などの高度な審査基準が適切に適用されるならば、取締役会の濫用をチェックし、株主を保護するように取締役会の行動を促すことが可能となる。事後的に司法の介入が行われるかもしれないという脅威があるので、取締役の事前の意思決定の質は向上するかもしれない。判例法でそれまでに表明された様々な教訓も、取締役の事前の意思決定の向上に役立つだろう。このような価値は、柔軟な Unocal 基準を適用することができない場合には、失われてしまうかもしれない。「結局、合理的な明確性を探し求めている実務家は、裁判所に取引保護装置に Unocal 基準を適用することを要求する…。」)

241) Wayne O. Hanewicz, *When Silence is Golden: Why the Business Judgment Rule Should Apply to No-Shop in Stock-for-Stock Merger Agreements*, 28 IOWA J. CORP. L. 205, 207 (2003) (No-shop 規定は防衛手段と根本的に異なっているので、「経営判断ルールの基準が、…no-shop 規定に一般的に適用されるべきである」); Sean J. Griffith, *Deal Protection Provisions in the Last Period of Play*, 71 FORDHAM L. REV. 1899 (2003) (市場によるチェック (market check) のような何らかの手続的な制約があり、意思決定時の濫用が制限されている場合には、強力な取引保護規定も許容されるべきである)。

242) 「トリアルコートの…結論を支持する多くの証拠が存在する。従って、裁判所は、[様々な安全装置] は Paramount によってテイクオーバーの脅威が発生する前に採用されており、合理的なビジネス目的のために採用されていたと判断した。すなわち、…Time と Warner が買収候補に上がる (in play) のを防止するために採用されたのである」。Time-Warner, 571 A.2d, at 1151 n. 15.

し、同時に経営判断ルールによる尊重も述べている。どちらの基準が適用されるかは取引保護装置が採用された状況によるようである。Time-Warner 事件の判断によれば、敵対的テイクオーバーに対抗するための防衛戦略に相当すると考えられる場合は、Unocal が適用されることになる。取締役会が長期的なビジネス戦略を実現するための合併と関連して取引保護装置を採用したと考えられる場合は、経営判断ルールによる尊重を受けることになる。このように、Time-Warner 事件の判断によると、デラウエア最高裁判所は取引保護手段を二つに分類しているといえる。一つは、望んでいないテイクオーバービッドに対抗するために採用された取引保護装置であり、もう一つは、合併当事者が買収候補に上がる (in play) ことから守るために採用された取引保護装置である。しかし、1999年以降に出された衡平法裁判所の判断は、このような分類と整合的でない。 (以下次号)