

# 企業買収に対応する社会的営利会社 (Benefit Corporation) の取締役による防衛的行為

畠 田 公 明\*

- 1 はじめに
- 2 企業買収に対する防衛手段
- 3 会社の支配権の売却
- 4 合併等における株式買取請求権
- 5 結び

## 1 はじめに

アメリカの各州の会社制定法において、一般的に、会社の取締役は、会社に対し、誠実に、同様の地位にある通常の慎重な者が類似の状況のもとで用いる注意をもって、かつ、会社の最善の利益に合致すると合理的に信ずる方法で、取締役としての義務を履行しなければならないと規定されている<sup>(1)</sup>。

\*福岡大学法学部教授

(1) See, e.g., American Bar Association, Model Business Corporation Act Annotated Fourth Edition, Vol. 2, § 8.30, 8-191 (2013 Revision); Ann. Cal. Corp. Code § 309 (a) (West 1987) (「会社および株主の最善の利益に合致すると信ずる方法で」と規定する) ; N.Y. Bus. Corp. Law § 717(a) (West 1989); American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, Vol. 1, § 4.01(a) (1994). アメリカの取締役の注意義務の内容の検討について、拙著『コーポレート・ガバナンスにおける取締役の責任制度』2頁以下(法律文化社、2002)参照。

デラウェア州会社法141条(a)項は、全ての会社の営業および業務は会社の定款などに別段の定めがある場合を除き、取締役会によりまたは取締役会の管理のもとで経営されなければならないと規定するにすぎないが、デラウェア州の従来判例は、取締役は会社およびその株主に対して信任義務(fiduciary duty)を負う、と判示している<sup>(2)</sup>。アメリカの州制定法において、取締役が会社に対し義務を負うと規定されているけれども、伝統的な法原則は株主第一主義(shareholder primacy)である<sup>(3)</sup>。

これに対し、社会的営利会社のBenefit Corporation(以下「BC会社」とする)について、アメリカの多数の州が立法の際に準拠する模範社会的営利会社制定法(Model Benefit Corporation Legislation〔以下模範BC会社法〕という)<sup>(4)</sup>では、BC会社の取締役会・取締役委員会および個々の取締役は、各自の職務を履行する際、およびBC会社の最善の利益を考慮する際に、所定の利害関係者の利益に対する行為または不作為の影響を考慮しなければならないし、また、他の関連の要因または利益を考慮することができる、と規定されている<sup>(5)</sup>。また、会社法分野で影響力の強いデラウェア州会社法で

---

(2) Del.C.Annot. § 141(a) (West 2020); *Loft, Inc. v. Guth*, 2 A. 2d 225, 238 (Del.Ch.1938), *aff'd*, 5 A. 2d 503, \*\*510 (Del.1939) (会社の取締役は、会社およびその株主に対して信任関係(fiduciary relation)にあると判示する); *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del.1985) (取締役は、会社およびその株主に対し断固とした信任義務を負うと判示する); *Polk v. Good*, 507 A.2d 531, 536 (Del.1986) (取締役は、その義務を履行する際に、会社およびその株主に対し注意義務および忠実義務の基本的な信任義務を負うと判示する); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del.1989) (取締役は、その義務を履行する際に、会社およびその株主に対し注意義務および忠実義務の信任義務を負うと判示する)。

(3) James D.Cox and Thomas Lee Hazen, *The Law of Corporations Third Edition*, Vol.2, 126 n.1 (2010). アメリカの株主第一主義または株主第一規範については、拙著『会社の目的と取締役の義務・責任—CSRをめぐる法的考察—』58頁以下・142頁以下(中央経済社、2014)参照。

(4) Model Benefit Corporation Legislation with Explanatory Comments(2017), [https://benefitcorp.net/sites/default/files/Model%20benefit%20corp%20legislation%20\\_4\\_17\\_17.pdf](https://benefitcorp.net/sites/default/files/Model%20benefit%20corp%20legislation%20_4_17_17.pdf) (last visited Sept.4, 2020) (以下、「Model Legislation」とする)。

は、公共的営利会社 (Public Benefit Corporation [以下 PBC 会社] という) の取締役会は、株主の金銭的利益、会社の行為によって重要な影響を受ける者の最善の利益、および PBC 会社の定款において明記された特定の公共的利益または公共的諸利益を比較考量する方法で、PBC 会社の営業および業務を経営または管理しなければならない、と規定されている<sup>(6)</sup>。

さらに、近時、アメリカ法曹協会 (American Bar Association) の事業会社法部の会社法委員会 (以下「ABA 委員会」とする) が模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) の改正により BC 会社の規定を新設している<sup>(7)</sup>。この規定によれば、BC 会社の取締役会の各構成員は、取締役の義務を履行するとき、責任ある持続可能な方法で、かつ、公共的利益規定において明記される公共的利益を追求する方法で、行為しなければならない、その義務を履行する際に、取締役は、株主一般の利益に加えて、当該会社の従業員、供給者、顧客、地域社会、環境などを含む当該会社の事業によって影響を受けるものと知っている利害関係者の個々の利益に影響を及ぼす程度まで考慮しなければならない、と規定する<sup>(8)</sup>。

これらの BC 会社に関する規定は、規定の形式上、アメリカの伝統的な株主第一主義、換言すれば株主利益最大化の原則と衝突し、その点では株主の利益を害すると考えられうるであろう。しかし、アメリカでは、敵対的企業買取が盛んに行われるようになってから、株主の利益と他の利害関係者の利益の衝突ないし弊害が顕在化し、デラウェア州において、株主以外の利害関係者に対する影響を考慮する一連の判例法が形成されており、さらに、他の

---

(5) Model Legislation § 301(a).

(6) Del.C.Annot. § 365(a) (West 2013).

(7) American Bar Association (Corporate Law Committee of ABA Business Law Section), Proposed Changes to the Model Business Corporation Act-New Chapter 17 on Benefit Corporations, 74 Bus.Law.819 (2019) (以下、「ABA」とする)。

(8) ABA, *supra* note 7, § 17.04.

多くの州では利害関係者制定法<sup>(9)</sup>が制定されている。その後、BC 会社に関する規定を採用する州が多くなっている<sup>(10)</sup>。

本稿は、とくに企業買収の場合に、BC 会社の規定と上記のデラウェア州の判例法とは、どのような関係にあるのかについて、デラウェア州の主要な判例を中心に考察し、その後、合併等の場合における株主買取請求権の問題について検討する。

## 2 企業買収に対する防衛手段

会社の取締役は、会社およびその株主の利益のために、取締役としての義務を履行しなければならないとされる伝統的な会社の場合、敵対的買収に対する防衛手段に関する主要な先例として、Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del.1985) (以下「ユノカル判決」とする)と、Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del.Ch.1988) (以下「ブラシウス判決」とする)挙げられる。BC 会社の場合に、これらの判決が先例として適用されうるのかどうかについて検討する。

### (1) ユノカル判決

(ア) ユノカル判決の事案・判旨の内容 Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co. 事件<sup>(11)</sup>は、対象会社のユノカル社の株式に対して敵対的公開買付けを行う少数株主が、ユノカル社の取締役会が同社による自己株式への自己公開買付け (self-tender offer) を実施するための決定を行ったことに対して異議

---

(9) 利害関係者制定法について、拙稿「アメリカの州会社法における利害関係者制定法」福岡大学法学論叢65巻2号311頁(2020)、拙著・前掲注(3)93頁以下参照。

(10) BC 会社制定法については、拙稿「社会的営利会社 (Benefit Corporation) における取締役の責任」福岡大学法学論叢64巻1号277頁(2019)、同「社会的営利会社 (Benefit Corporation) の利益報告書と透明性」福岡大学法学論叢64巻4号883頁(2020)、同・前掲注(3)157頁以下参照。

(11) 493 A.2d 946 (Del.1985).

を申し立て、その買付けの予備的差止命令 (preliminary injunction) を求めた事案で、デラウェア州最高裁判所は、次のように判示して、その敵対的株式公開買付けを逃れるための自己株式公開買付けの利用を支持した<sup>(12)</sup>。

裁判所は、「取締役会は、会社およびその株主の利益よりも、むしろ取締役会自体の利益のために主として行為する恐れが遍在しているため、経営判断の原則が与えられる前に始めに裁判所の審査を要する高度の (enhanced) 義務がある」<sup>(13)</sup>とし、「取締役は、他の者の株式所有のために会社の方針および実効性に対する危険が存在すると信ずる合理的な理由を有していたことを証明しなければならない」(第1段階)と判示する<sup>(14)</sup>。また、「防衛策が経営判断の原則の範囲内に入ることになる場合、その防衛策はもたらされる脅威に関して合理的なものでなければならない」(第2段階)と判示する<sup>(15)</sup>。このことは、取締役により、株式公開買付けの性質および会社企業に対するその影響を分析することを必要とすると判示し、そのような事柄の例としては、「買付け価格の不適當、買付けの性質および時機、違法性の問題、株主以外の利害関係者 (すなわち、債権者、顧客、従業員、また場合によっては地域社会一般) に対する影響、買付け不成就の危険、および交換に提供される証券の性質を含む」と判示する<sup>(16)</sup>。したがって、取締役は、ユノカル判決の上記2段階審査 (two-pronged Unocal Test) のもとでの「会社の方針および実効性に対する危険」と「もたらされる脅威に関して合理的なもの」の両方の段階を充たせば、経営判断の原則が適用されることになる<sup>(17)</sup>。そして、

---

(12) Id.at 949.

(13) Id.at 954.

(14) Id.at 955 (さらに、取締役は誠実および合理的な調査の証明によってその責任を果たすこと、さらに、当該証明は、上記の基準に従って行為した過半数の社外の独立取締役から構成される取締役会の承認によって著しく高められることを判示する)。

(15) Id.

(16) Id.

(17) Id.at 958.

2段階審査の両方の段階を充たす場合、取締役会の行為は経営判断の原則の基準によって判断されうることになり、裁判所は取締役会の判断に代えて裁判所の判断を用いることはない<sup>(18)</sup>と判示する。

ユニカル判決の上記の2段階審査は、中間的または高度の経営判断の審査基準 (intermediate or enhanced business judgment standard of review) または条件付経営判断原則 (conditional business judgment rule) といわれることがある<sup>(19)</sup>。また、ユニカル判決は、企業買収の状況において、株主以外の利害関係者、すなわち、債権者、顧客、従業員、また場合によっては地域社会一般に対する影響を考慮することを、明白に認めているといえることができる。したがって、株主以外の利害関係者の利益を考慮することを取締役に認めたものと解される<sup>(20)</sup>。

(イ) eBay 判決 ユニカル判決の後、eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark 判決<sup>(21)</sup> (以下「eBay 判決」とする) は、ユニカル判決以前に逆戻りしたかのように、伝統的な株主の利益の最大化を強調する判示をしている。eBay 判決は、少数派株主の株式の購入および自由な売却を制限する株主権利計画 (shareholder rights plan [以下「ライツ・プラン」とする]) の採用により、取締役による信任義務違反が生じていることを申し立てて、会社の取締役に対して訴訟が提起された事案で、デラウェア州衡平法裁判所は、ユニカル判決に言及した上、そのライツ・プランを破棄して、次のように判示する。

---

(18) Id.

(19) J. Haskell Murray, *Defending Patagonia: Mergers and Acquisitions with Benefit Corporations*, 9 *Hastings Bus. L.J.* 485, 490-91 (2013); Frederick H. Alexander, *Benefit Corporation Law and Governance*, 36, 39 (Berret-Koehler Publishers, Inc. 2018).

(20) Wai Shun Wilson Leung, *The Inadequacy of Shareholder Primacy: A Proposed Corporate Regime that Recognizes Non-Shareholder Interests*, 30 *Colum. J.L. & Soc. Probs.* 587, 611 (1997); Murray, *supra* note 19, at 491.

(21) 16 A.3d 1, 33 (Del.Ch.2010).

「ライツ・プランを利用する決定は、取締役が株主の価値を促進するために誠実に努めてその計画を用いる場合、合理性な範囲内に入る。……株主の価値を促進するためにライツ・プランを用いることは、取締役の信任義務に従った取締役会の権限の合法的な行使である。」<sup>(22)</sup>、「会社形態は、純粋に慈善的目的に適する手段ではなく、少なくとも、その投資に対する利潤の実現に利害関係を有する他の株主がいる場合には適切なものではない。」<sup>(23)</sup>、「営利会社の形態を選択した場合は、……取締役はその形態に伴う信任義務および基準により義務を負っている。それらの基準は、会社の株主の利益のために当該会社の価値を促進するために行うことを含む。……その株主の利益のためデラウェア州の営利会社の経済的価値を最大化しないことを特に明瞭に自認して要求する会社の方針を、ライツ・プランの実施の目的のために有効なものとして認めることができない。」<sup>(24)</sup>、「デラウェア州の営利会社の取締役は、公然と株主利益の最大化を避ける事業戦略を擁護するライツ・プランを展開することはできず、少なくともデラウェア州法の下では取締役の信任義務と一致しない。」<sup>(25)</sup>と判示する。

この eBay 判決は、特に企業買収の防衛の場合において、かつての株主の利益の最大化の方向性を強く打ち出している<sup>(26)</sup>。これは、BC 会社の場合に、本質的に相容れない考え方といえる。それでは、ユニカル判決は、BC 会社の場合に適用されうるのであろうか。アメリカの多くの州が採用する利害関係者制定法の下において、そのほとんどの州の判例は、ユニカル判決を適用

---

(22) Id. at 28-29.

(23) Id. at 34.

(24) Id.

(25) Id.

(26) Murray, *supra* note 19, at 493.

していないといわれている<sup>(27)</sup>。

(ウ) BC 会社の場合 ①模範 BC 会社法 BC 会社法に関する規定を採用している多数の州が準拠する模範 BC 会社法<sup>(28)</sup>では、BC 会社は、一般的な公共的利益 (general public benefit) の目的を有することを要件とするともに、選択的に特定の公共的利益 (specific public benefit) を目的とすることができる<sup>(29)</sup>。模範 BC 会社法は、「BC 会社の取締役会・取締役委員会および個々の取締役は、各自の職務を履行する際、および BC 会社の最善の利益を考慮する際に」、BC 会社の利害関係者等<sup>(30)</sup>に対する「行為または不作為の影響を考慮しなければならない」、また、「他の適切な要因または取締役らが適切と考える他のグループの利益を考慮することができる」と規定している<sup>(31)</sup>。

②デラウェア州の PBC 会社規定 デラウェア州会社法<sup>(32)</sup>において、「PBC 会社は、一つまたは複数の公共的利益 (public benefits)<sup>(33)</sup>を生み出すこと、および責任のある持続可能な方法で運営することを意図された営利目的 (for-profit) の会社である」、「その目的ため、PBC 会社は、株主の金

---

(27) Michal Barzuza, The State of State Antitakeover Law, 95 Va. L. Rev. 1973, 2006 (2009).

(28) See supra note 4.

(29) Model Legislation § 102, 201(a)(b). 一般的な公共的利益は、BC 会社の事業・運営からの、社会および環境に重要な積極的な影響 (impact) で、全体としてみて、第三者基準に照らして評価されるものであり、他方、特定の公共的利益は、一般的な公共的利益に加えて創出する BC 会社の目的である。Id

(30) 利害関係者等として、株主、従業員、顧客、地域社会、環境、短期的・長期的利益、BC 会社の一般的な公共的利益目的および特定の公共的利益目的を達成する能力などが挙げられる。Model Legislation § 301(a) (1).

(31) Model Legislation § 301(a).

(32) Del.C. Annot. § 362(a) (West 2015).

(33) 「公共的利益」(public benefit) は、人、組織体、共同体、または利害関係者 (株主としての資格での株主以外の者) の中の一つ以上の種類に関する積極的效果 (または消極的效果の削減) を意味し、芸術的・慈善的・文化的・経済的・教育的・環境的・文学的・医学的・宗教的・科学的または技術的な性質の効果等も含まれる。Id. § 362(b)



銭的利益、会社の行為によって重要な影響を受ける者の最善の利益、および PBC 会社の定款に認定された一つまたは複数の公共的利益を比較考量する方法で、経営されなければならない」、「その定款には、PBC 会社は会社によって促進されるべき一つ以上の特定の公共的利益 (specific public benefits) を . . . . . 認定しなければならない」と規定されている。PBC 会社法は、「取締役会は、株主の金銭的利益、会社の行為によって重要な影響を受ける者の最善の利益、および PBC 会社の定款において明記された特定の公共的利益を比較考量 (balance) する方法で、PBC 会社の事業および業務を経営または管理しなければならない」と規定している<sup>(34)</sup>。他の州でも、Public Benefit Corporation の名称を用いて、デラウェア州の PBC 会社制定法と同様の内容の制定法を採用しているものがある<sup>(35)</sup>。

③模範事業会社法の BC 会社規定 さらに、2019年アメリカ法曹協会 (American Bar Association) の事業会社法部の会社法委員会 (以下「ABA 委員会」とする) は、模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) を改正して、新たに第17章に benefit corporation に関する規定を設けてる<sup>(36)</sup>。これは、模範 BC 会社法およびデラウェア州 PBC 会社制定法の起草する際に関与した法律家の援助によって、両方の要素を含めた制定法が提案されたものである<sup>(37)</sup>。同法第17.04条は、「BC 会社の取締役会の各構成員は、取締役の職務を履行するとき、(i) 責任のある持続可能な方法で、且つ (ii) 公共的利益規定<sup>(38)</sup>において認定された公共的利益 (public benefit or bene-

(34) Del.C.Annot. § 365(a) (West 2013).

(35) 例えば、コロラド州 (C.R.S.A. § § 7-101-503 (West 2017), 7-101-506 (West 2020)) ; カンザス州 (K.S.A. 17-72a02,17-72 a 05 (West 2017)) ; ケンタッキー州 (KRS § § 271B.1-400(22)-(24), 271B.11-025 (West 2017)) ; テキサス州 (V.T.C.A. § § 21.951, 21.956 (West 2017))

(36) ABA, supra note 7, 819.

(37) Id.at 820.

(38) 公共的利益規定は、定款において、会社が1つ以上の認定された公共的利益を追求しなければならないことを述べている規定を意味する (§ 17.01(b))。ABA, supra note 7, at 821.

fits)<sup>(39)</sup>を追求する方法で、行為しなければならない」(§ 17,041(a))、「(a)項のもとで職務を履行する際に、取締役は、株主一般の利益に加えて、会社の事業によって影響を受けると考えられる利害関係者の個々の利益を、影響を受けた範囲で、考慮しなければならない」(§ 17.041(b))、これには「(1)会社、その子会社および供給者の従業員および労働力、(2)顧客、(3)会社、その子会社または供給者の事務所または施設がある各地域社会を含む、地域社会、(4)地方・地球規模の環境を含む」(§ 17.041(b)(1)-(5))と規定する。

上記の模範 BC 会社法、デラウェア州の PBC 会社制定法および模範事業会社法の BC 会社規定では、BC 会社の主要な目的が前記 eBay 事件で判示されたような株主の利益の最大化ではなくて、むしろ公共的利益であることを明示しているといえる。BC 会社の明記された目的は、裁判所が eBay 事件で判示されたような「非株主 (nonstockholder) の考慮を促進・保護または追求することは、ある点で株主のための価値につながるものでなければならない」<sup>(40)</sup>という結論を下すことを妨げることになる<sup>(41)</sup>。

他方、前記のユノカル判決の審査は、依然として、BC 会社の企業買収防衛を評価する際に利用されることができ、その脅威および当該対応の合理性は BC 会社の目的に照らして評価されることになると考えられる。短期的な利益に焦点を合わせたものや、前記 eBay 事件におけるもののような判断から、組織体 (entity) を保護するために、BC 会社の取締役によって立

---

(39) 公共的利益は、1つ以上の共同体または者(株主としての資格のみの株主以外の者)または環境に対する積極的效果または消極的效果の削減を意味し、芸術的・慈善的・経済的・教育的・文化的・文学的・医学的・宗教的・社会的・環境的または科学的な性質の効果も含まれる(§ 17.01(b))。ABA, supra note 7, at 821.

(40) eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A.3d 1,33,n.105 (Del.Ch.2010) (会社の利害関係者の考慮は株主に生ずる利益に合理的に関連したものが存在することを要するとする Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173,176,183 (1986)を引用する)

(41) Murray, supra note 19, at 494.

てられた企業買取防衛は認められるべきであるが、しかし、その企業買取防衛はさらに組織体のミッション (mission) に合理的に関連したものでなければならぬであろう<sup>(42)</sup>。

## (2) ブラシウス判決

(ア) ブラシウス判決の事案・判旨の内容 Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp. 事件<sup>(43)</sup>では、買取対象会社の株式の9.1%を取得したブラシウス社は、対象会社に対し株主同意 (stockholder consent)<sup>(44)</sup>の書面を交付したが、その株主同意は対象会社の株式の所持人によって参加された場合に取締役会の規模を7名から15名に増大すること、ブラシウス社により指名された新たな8名の者を選任することなどを内容とするものであった<sup>(45)</sup>。これに対し、対象会社は、直ちに対応して開催された取締役会において、取締役会の規模を7名から9名に増大するための業務規則の修正決議を行い、新たに2名の者を選任したが、これによって、ブラシウス社の同意勧誘 (consent solicitation) による過半数の株主が取締役に過半数の新たな取締役を取締役に据えることが排除されることになった<sup>(46)</sup>。そこで、ブラシウス社は、対象会社の取締役会に2名の新たな者を追加する取締役会の決定の有効性を問題として訴訟を提起した。

裁判所は、本件事案において、結論として、取締役会に上記の2名の者を追加する際の実行行為は株主の議決権に関する故意でない違反 (un-

---

(42) Id (なお、裁判所・取締役および投資家を導く最優先の利害関係者を選ぶことを要求する制定法を提案し、これにより、裁判所はユニカル判決の審査を容易に利用可能となり、取締役も安心して会社のミッションを保護することができると主張する)。

(43) 564 A.2d 651 (Del.Ch.1988).

(44) See Del.C. Annot. § 228 (West 2020) (総会に代わる株主または社員の同意)。

(45) 564 A.2d at 652,654.

(46) Id.at 652,655.

tended violation) であり、無効であり取り消されなければならない、さらに、取締役会が株主に対して負う忠実義務 (duty of loyalty) の故意でない違反を構成すると判示する<sup>(47)</sup>。利害関係者制定法の下でも、株主の議決権を害する行為は無効とされていることが多い<sup>(48)</sup>。

ブラシウス判決は、株主の議決権を害する行為が無効とする際に、次のような判示をしている。

本件の主要な問題は前記の「取締役会の行為は、取締役会 2 名増やして新たな地位を充たすためその構成員を指名する際、当該状況において、株主の権利行使の不衡平な妨害を構成したかどうかである。」<sup>(49)</sup>、「株主の議決権 (vote) の実効性を妨害することを主要な目的とするために企図された行為」にユノカル判決の原則が適用されるかについて、「先例は、会社のコーポレート・ガバナンスの体制に対する特権 (franchise) の中心的な重要性は . . . . . その原則が適用されず、また、緻密な審査が当該取扱いに与えられることを要求することを、示唆する」<sup>(50)</sup>と判示する。そして、「会社の議決権 (vote) の実効性を妨害することを主要な目的のために取られた取締役会の行為を、衡平法上、当然無効とする原則 (per se rule) は、相対的に明確で予測可能であるという有利な点がある。それは、また、会社のデモクラシー (democracy) の考えを最も強力に実施するという有利な点がある。それがもたらす不利な点は、もちろん、当然無効とする原則が常に有する不利な点、すなわち、それがあまりにも広範囲に一掃する可能性がある。 . . . . . 株主の議決権を取り扱う近時の 2 つの判例におい

---

(47) Id.at 651,652,663.

(48) See,e.g.,Warehime v. Warehime,777 A.2d 469 (Pa.Super.Ct.2001); Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.,978 F.Supp.1342 (D. Nev.1997). 拙稿・前掲注 (9) 329頁、337頁、349頁参照。

(49) Id.at 657.

(50) Id.at 659.

て・・・・・当然無効とする原則が適用されなかった。むしろ、そのような場合には、取締役会は、そのような行為について説得力ある正当化 (compelling justification) を立証する重い責任を負うということがいわれた」と判示する<sup>(51)</sup>。さらに、「たとえコーポレート・ガバナンスの体制の合法性への要求に対して特権 (franchise) の超越する重要性を理解しているとしても、取締役会が誠実に温情主義的に株主の議決権を妨害することも求めるかもしれない将来の状況の全てを今予見することができないので、株主の議決権を妨害することを唯一の目的または主要な目的とするために取られた取締役会のあらゆる行為を、衡平法上、当然無効とする原則を採用しないことを勧める」と判示する<sup>(52)</sup>。

上記のブラシウス判決の意義は、取締役会が株主の議決権の行使の妨害を主要な目的として行為した場合には、取締役会は、そのような行為について説得力ある正当化を立証する重い責任を負うと判示する点である。このような判示は、ブラシウス基準 (standard) といわれる。利害関係者制定法を採用している州の中で、ブラシウス基準を採用している州が多い<sup>(53)</sup>。このことは、経営者の権限との釣り合いを取るための安全弁として株主の議決権が重要であることから、それらの州が説得力ある正当化の立証を経営者に要求する際にデラウェア州法に従う傾向があることは、驚くことでないと指摘されている<sup>(54)</sup>。

もっとも、ブラシウス判決に従わないことを明確にしている判例がある。Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc., 事件<sup>(55)</sup>において、裁判所は、

---

(51) Id.at 661.

(52) Id.at 662.

(53) Barzuza, supra note 27, at 2014-2015.

(54) Id.at 2014.

(55) 968 F.Supp. 1578 (N.D. Ga.1997)

株主の議決権の行使の妨害を主要な目的とした場合に「説得力ある正当化」を立証する責任を負わせるブラシウス判決はジョージア州制定法の信任義務において示された基準と一致しないとして、ライツ・プランの採用前の取締役が新取締役会でも継続することを可能にするライツ・プランの規定は新取締役会を選出する株主の議決権を侵害しないと判示する<sup>(56)</sup>。

(イ) BC 会社の場合　それでは、ブラシウス判決は、BC 会社の場合に適用されるのであろうか。伝統的な会社と同様に、BC 会社の株主は BC 会社の取締役の選任に関する議決権を有し、また取締役の拡張された義務を強制する権利である派生訴訟の提起権<sup>(57)</sup>を有していることから、ブラシウス判決と同様に、議決権を妨害することは無効であると解されるべきである。

しかしながら、ブラシウス基準が適用されるのは少ないのではないか。その代わりに、取締役会が株主の議決権 (franchise rights) を阻止するのではなく、その権利に干渉する防衛的行為を取る場合、ブラシウス基準よりも柔軟なユノカル基準が適用されるとの指摘がなされている<sup>(58)</sup>。

例えば、Yucaipa American Alliance Fund II, L.P. v. Riggio 事件<sup>(59)</sup>において、買取者が対象会社の株式を急速に集積していることに対応して、対象会社の取締役会は、株主が対象会社の株式を20%以上取得したときポイズ・ピル (poison pill or rights plan) が発動 (trigger) されることを採用する決定をした。この採用されたポイズ・ピルは、効果的な委任状合戦 (proxy contest) を行う機会があることによって、買取者の議決権の行使の可能性を排除しないものであった<sup>(60)</sup>。買取者が、ポイズ・ピルの採用は対象会社の取締役の信任義務に違反することを申し立てて、訴訟を提起したが、裁判

---

(56) Id.at 1581.

(57) See Del.C.Annot. § 367 (West 2013).

(58) Alexander, supra note 19, at 42.

(59) 1A.3d 310 (Del.Ch.2010).

(60) Id.at 312-13.

所は、会社が真の脅威に直面したという誠実に合理的な判断をし、企業買取の防衛は合理的且つ相当な対応であると判示した<sup>(61)</sup>。その際に、裁判所は、次のように判示している。

「ライツ・プランの発動のレベルまでのまとまった数量の株式の所有者が効果的に委任状合戦を行うことができるような合理的な範囲であるという意味で、そのライツ・プランの発動が不合理とはいえないことを立証する責任をユノカル基準の下で充たすことができる場合、当該ポイント・ピルは、ブラシウス基準の再審査を実施することのみならず、ほとんど常に原告のための原則を合図することになる種類の議決権剥奪 (disenfranchisement) を引き起こすことにはならないであろう」と判示する<sup>(62)</sup>。

伝統的な会社によって取られる防衛行為に対してユノカル基準を適用する判例によれば、取締役会は株主価値に対して特定の脅威を示す株主を冷遇することが認められている。これと同様に、利害関係者の利益を考慮することが要求される BC 会社の取締役会も、他の利害関係者に対する特定の脅威をもたらす株主に向けられた防衛行為を取ることができると思えることができそうである<sup>(63)</sup>。例えば、例えばクリーン・エネルギーに重点を置く会社の取締役会は、単に株式所有の程度によるだけでなく、一定の利害関係者の利益を脅かす種類の株主 (例えば環境問題を生じさせている会社) の株式所有の程度によっても発動されるライツ・プランを採用することが考えられる<sup>(64)</sup>。もっとも、裁判所は、ライツ・プランを課すことが株主の議決権 (franchise) を妨害しないことに注意深いことから、株式所有の問題と株主権の有効な行使 (委任状合戦) の問題とは区別されることが重要である<sup>(65)</sup>。委任状合戦に

---

(61) Id.at 310,361.

(62) Id.at 335-36.

(63) Alexander,supra note 19, at 128.

(64) Id.at 128-29.

(65) Id.at 129-30.

における取締役会の実際の行為についても、BC 会社の取締役は、伝統的な会社と同じく、株主により選任され、株主が取締役の拡張された義務を強制する権利（派生訴訟）も有することから、伝統的な会社に関する委任状合戦におけるものと同様の制限に服するものと考えられる<sup>(66)</sup>。

### 3 会社の支配権の売却

#### (1) レブロン判決

(ア) レブロン判決の事案・判旨の内容 会社の支配権の売却の場合について、主要な判例として、Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 判決<sup>(67)</sup>（以下「レブロン判決」とする）がある。レブロン判決の事案は、レブロン社が敵対的な株式公開買付け（takeover bid）に直面し、レブロン社が、友好的な第三者の会社（white knight）に有利な防衛手段を用いた<sup>(68)</sup>。そこで、買収会社は、レブロン社・その取締役会および友好的会社によってとられた上記の防衛行為の予備的差止命令（preliminary injunction）を求めて訴訟を提起した。衡平法裁判所は、レブロン社の防衛行為の差止めを命じ、レブロン社の取締役が前記合意をすることによって注意義務に違反することを認めた<sup>(69)</sup>。デラウェア州最高裁判所は、その衡平法裁判所に同意し、次のように判示する。

レブロン社が友好的会社の申込みを受け入れた理由の1つとして、友好的会社の提案が株主以外の利害関係者、すなわち、レブロン社の株式との交換

---

(66) Id.at 130-31.

(67) 506 A.2d 173 (1986)

(68) レブロン社の一定の資産を買受けるオプション（ロックアップ・オプション [lock-up option]）を友好的会社に付与、企業買収に直面する場合に友好的会社との排他的取引の約束（ノー・ショップ条項 [no-shop provision]）、および当該合意が頓挫した場合には友好的会社に対する2500万ドルのキャンセル料の支払いを、友好的会社に認めた。Revlon, 506 A.2d at 175-176.

(69) Id.at 175.



買付けにより発行された元本47.5ドル・利息11.75%の証書 (senior subordinated note) の所持人を保護することを、レブロン社が主張したことについて<sup>(70)</sup>、裁判所はその主張を拒否し、「企業買収の脅威と取り組むとき、会社の多様な利害関係者に対する配慮は妥当であるとはいえ、その原則は、株主に生ずる利益に合理的に関連したものが存在するという要件によって制限される」と述べる<sup>(71)</sup>。さらに、「会社の解体 (break-up) が避けられないことが全て明らかになった。……したがって、取締役会の義務は、会社組織体としてのレブロン社の維持から、株主の利益のために会社の売却価格の最大化に変わった。これは、ユニocal基準 (Unocal standards) の下での取締役会の責任を著しく変更した。それは、もはや、著しく不適切な入札 (bid) から、会社の方針および実効性または株主の利益に対する脅威に直面したのではない。防衛手段の問題全体は、無意味となった。取締役の役割は、会社の砦の防衛者から、会社の売却において株主のために最高価格を獲得すべき責任を負う競売人になった」ことを述べる<sup>(72)</sup>。また、「取締役会は、その責任を履行する際に、株主に生ずる利益に合理的に関連したものが存在するという条件で、多様な利害関係者を考慮することができる。Unocal, 493 A.2d at 955. しかしながら、そのような非株主の利益に対する配慮は、活発な買収者の間での競売が進行中であるとき、そのような株主以外の者の利益に対する関心は不適當であり、また、その目的は、もはや会社企業を保護または維持することではなくて、最高入札者に会社を売却することである」と判示する<sup>(73)</sup>。レブロン判決の後で、同趣旨の判例がある<sup>(74)</sup>。

---

(70) Id.at 177,179.

(71) Id.at 176.

(72) Id.at 182.

(73) Id (なお、裁判所は、本件の証書の所持人の権利は契約により定められているから、保護されている趣旨を述べている)。

(74) Mills Acquisition Co.v.Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del.1988) 事件において、デラウェア

(イ) レブロン判決後のタイム判決と QVC 判決　レブロン判決後の主要な判例として、Paramount Communications, Inc.v.Time Inc. 判決<sup>(75)</sup>（以下「タイム判決」とする）と Paramount Communications Inc.v.QVC Network Inc. 判決<sup>(76)</sup>（以下「QVC 判決」とする）の 2 つの判決が挙げられる。これらの 2 つの判決の見解が、レブロン判決と同様に、企業買収の判例法において重要な地位を占めるといわれている<sup>(77)</sup>。

①タイム判決　1990年の Paramount Communications, Inc.v.Time Inc. 事件は、タイム社の取締役会がその会社の長期的戦略の一部として別の会社との合併を決めたところ、買収会社がタイム社の株式に対する公開買付けを表明した。タイム社の取締役会は、買収会社の申込みを検討した後、その買収はタイム社の運命の支配とタイム社の文化の保持に脅威を与えると考え、その申込みを拒否して、上記の別会社との合併をこの別会社の株式につき現金で公開買付けをすることに変更することを決定した。そこで、買収会社は、自己の公開買付けを一株の値段につきいっそう高く引き上げ、さらに、タイム社の上記別会社に対する公開買付けを止めさせるための予備的差止命令（preliminary injunction）を求める訴訟を提起した<sup>(78)</sup>。デラウェア州最高裁判所は、以下のように判示して、タイム社の取締役会の防衛行為を認めた。

「第一に、デラウェア州会社法は、会社の事業および業務を経営する義務

---

ア州最高裁判所は、レブロン判決を引用して、一般的な株主の利益に合理的な関係をもつという条件で、取締役は他の利害関係者に対する企業買収の影響を考慮することができることを認めたとうえで（559 A.2d, at 1282 n.29）、「会社の支配の売却において、取締役の責任は、株主のために合理的に達成できる最高価格を得ることである」（559 A.2d, at 1288）と判示する。また、Barkan v.Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279 (Del.1989) 事件においても、デラウェア州最高裁判所は、会社の支配の変更の場合に、取締役会は中立的に行為して株主のためにできるだけ最高価格を促進しなければならないと判示する（567 A.2d, at 1286）。

(75) 571 A.2d 1140 (Del.1989).

(76) 637 A.2d 34 (Del.1994).

(77) Murray, supra note 19, at 496.

(78) 571 A.2d 1140, 1147-49 (Del.1989).

を取締役に負わせている」ことは、「会社の収益性を高めることを意図した、時間的枠組みを含む会社の行動方針を決定する権限を与えられていることを含む」、したがって、「短期的価値に対する長期的価値の問題は大部分関係がない」<sup>(79)</sup>。また、「第二に、レブロン判決のもとで明確にされたような一連の限定的状況がなければ、取締役会は、・・・・・・企業買収の状況においてでさえ、短期的な株主の価値を最大化する義務それ自体を負うものではない」<sup>(80)</sup>。本件では、「レブロン判決におけるように、対象会社の取締役会が別の会社と交渉する際に、会社組織体の解散または解体を避けられないものとする結論を下す実質的証拠はない」<sup>(81)</sup>。「レブロン義務 (Revlon Duties) が関わる2つの状況がある。第一の明確なものは、会社がそれ自体を売却することまたは会社の明白な解体を伴う事業再編成を遂行することを求める積極的な入札手順を始めたときである」、また「入札者の申込みに応じて、対象会社が長期的な戦略を放棄して会社の解体を伴う代替的取引を求める場合に、レブロン義務が発動される」<sup>(82)</sup>。「しかしながら、敵対的公開買付けに対する取締役会の対応が単に防衛的対応にすぎず会社の継続的存在の放棄とはならないと考えられる場合には、ユノカル判決の義務が伴うけれども、レブロン判決の義務は発動されない」<sup>(83)</sup>。「会社の取引が会社を買収の候補となっているとか売却に出されているとかに至らせるものと解される理由だけでは、その会社取引にレブロン義務の適用を拡張しない」<sup>(84)</sup>。ユノカル判決<sup>(85)</sup>を引用して、「取締役は、公開買付けによって与えられた脅威を評

---

(79) Id.at 1150.

(80) Id.

(81) Id.

(82) Id.

(83) Id.at 1150-51.

(84) Id.at 1151.

(85) Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co.,493 A.2d 946,955 (Del.1985).

価するとき・・・株主以外の利害関係者に対する影響・・・を考慮することができる」と判示する<sup>(86)</sup>。

② QVC 判決 1994年の Paramount Communications Inc.v. QVC Network Inc. 事件<sup>(87)</sup>は、対象会社が別の会社との合併をすることに対して、競合する公開買付けを行う QVC 会社が差止命令を求める訴訟を提起したところ、衡平法裁判所が予備的差止命令を認めたので、対象会社が上訴した事案で、デラウェア州最高裁判所は、衡平法裁判所を支持し、次のように判示して、対象会社の取締役の信任義務違反を認めた。

「デラウェア州の会社の事業および業務の経営は取締役会に委ねられている」、しかしながら、「取締役の行為が合理的であることを保証する厳格な審査に服させる状況を・・・本裁判所の判例が明確に確立している」、「係属中の事件は、(1)支配権の売却に帰する取引の承認、(2)会社の支配権に対する脅威に対応する防衛手段の採用という、2つの状況を含んでいる」<sup>(88)</sup>。「支配権の売却の状況においては、取締役は、一つの主要な目的——株主のために合理的に利用可能な最高価格を申し込む取引を確保すること——に集中しなければならないし、また、その目的を促進するために取締役の信任義務を行使しなければならない」<sup>(89)</sup>。「裁判所は、会社の支配権の場合における取締役の職務の複雑性を無視すべきではない。・・・したがって、厳格な司法審査を適用する裁判所は、取締役の完全な決定でなく、取締役が合理的な決定をしたかどうかを決定すべきである」<sup>(90)</sup>。「会社が、(a)会社の支配権の変更または(b)会社組織体の解体を引き起こすであろう取引を企てる時、取締役の義務は株主に合理的に利用可能な最高価格

---

(86) 571 A.2d 1153.

(87) 637 A.2d 34 (Del.1994).

(88) Id.at 41-42.

(89) Id.at 44.

(90) Id.at 45.

を追求することである」と判示する<sup>(91)</sup>。

(2) **BC 会社の場合** 上記のレブロン判決は、BC 会社の売却または支配権の変更の場合に適用されるのかということが問題となる。この点について、デラウェア州制定法の最も重要な必然的結果は、レブロン法理 (doctrine) が BC 会社に適用されないことを明確にしていることであり、デラウェア州制定法は基本的方法で支配権の売却の関係において取締役会の義務を変更し、取締役会は会社の全ての利害関係者を考慮することによって最善の相手方を選ぶ判断をしなければならないと主張する見解がある<sup>(92)</sup>。これに対し、BC 会社の防衛に努力する場合に多様な利害関係者のグループを考慮することは妥当であるかもしれないが、いったん会社が競売 (auction) に行かけられると、取締役は入札を評価する方法を知る必要があり、レブロン判決が金銭的価値に基づいた入札評価のための最良の枠組みを設けていること、他方、多数の利害関係者の考慮を要求することは取締役の実質的な説明責任を破壊すると主張する見解がある<sup>(93)</sup>。

BC 会社の取締役は、多様な利害関係者の利益を考慮することが求められるので、レブロン判決は株主価値の最大化を要求する範囲で BC 会社の取締

---

(91) Id.at 48.

(92) Leo E. Strine, Jr., Making It Easier for Directors to “Do the Right Thing”?, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235, 245-46 (2014) (会社の他の利害関係者および社会一般に対して公正な方法で経営する意志のある買付者 (bidder) が 1 株につき 44 ドル、労働者・消費者および環境の待遇が乏しい買付者が 1 株につき 46 ドルで申込みをする場合に、取締役会は前者の 44 ドルの買付者を選ばなければならないとする)。Frederick H. Alexander, Lawrence A. Hamermesh, Frank R. Martin, Norman M. Monhait, M&A under Delaware’s Public Benefit Corporatin Statute: A Hypothetical Tour, 4 Harv. Bus. L. Rev. 255, 270 (2014) も、株主利益最大化の追求を要求する伝統的な会社法の法理は PBC 会社の場合に異なった作用をし、株主の金銭的利益はもはや許容される唯一の目的ではないと主張する。

(93) Murray, supra note 19, at 512 n.153 (多数の利害関係者を考慮することは、誰にも責任を負わない可能性があることを指摘する)。

役の義務とは一致しない<sup>(94)</sup>。したがって、BC 会社の取締役会は、会社の売却の場合にも多数の利害関係者の利益を考慮することが要求されることになるであろう<sup>(95)</sup>。株主のための価値の最大化を求めるレブロン判決の実質的要件は、変更されて、全ての利害関係者グループのための最善の取引を見出す義務を負うことになるが、全ての関連する利害関係者のための集合的価値(株主、会社の運営によって影響を受ける利害関係者、および特定の受益者の全体の価値)の最大化への方向を追求することを示すことが要求されると考えられる<sup>(96)</sup>。

もっとも、裁判所は、BC 会社の支配権の変更の場合に達成される全体の価値に関して、厳格なレブロン基準の適用を継続する可能性がある。他方、デラウェア州制定法は、PBC 会社の取締役は、公共的利益に利害関係のある者などの利益を比較考量する決定について、情報に基づき、また利害関係がなくて、通常の健全な判断力を有する者が是認しないようなものでない場合には、株主および会社に対するその取締役の信任義務を履行すると考えられると規定している<sup>(97)</sup>。したがって、PBC 会社の場合にレブロン基準がそ

---

(94) Sean W. Brownridge, *Canning Plum Organics: The Avant-Garde Campbell Soup Company Acquisition and Delaware Public Benefit Corporations Wandering Revlon-Land*, 39 Del. J. Corp. L. 703, 722 (2015).

(95) Alexander et al., *supra* note 92, at 270-71; Alexander, *supra* note 19, 123-24. Strine, *supra* note 92, at 246は、会社の全ての利害関係者および社会一般がいろいろな入札者 (bidder) によっていかに顧慮されているかを考慮する法的義務を、デラウェア州制定法が BC 会社の取締役に負わせていると述べる。

(96) Alexander, *supra* note 19, at 124. なお、利害関係者制定法に関する *Shepard v. Humke*, No. IP 01-1103-C H/K, 2002 WL 1800311\*9 (S.D. Ind. July 9, 2002) は、合併の交渉・承認の際に取締役の信任義務の違反が問われた事案で、取締役の虚偽表示および秘密保持契約違反の違約金に関する主張は、取締役が全ての利害関係者の最善の利益となる行為を選ばなかったことが立証されるか、または利害関係者の利益とは無関係である場合、信任義務違反の主張を支持することになる、と判示している。

(97) Del.C. Annot. 365(b) (West 2013).

のまま適用されることにはならない。しかしながら、取締役会が利害関係者の利益のために価値を割り当てる場合、裁判所は、利害関係者の価値が達成されることを保証する取締役会の積極的な努力に対して、レブロン判決を利用して合理性基準を適用することは可能であり、例えば、いったん会社の売却が起こるとするならば、合併が成就する場合に公共的利益が達成されるであろうことを、売手の取締役会および株主に確信させる有意義で強制可能な保証が、どの程度存在するかを適切に検討できるであろうといわれている<sup>(98)</sup>。

また、会社の売却の決定は、経営判断の原則の保護によって検討されるのではなく、むしろ厳格な審査基準<sup>(99)</sup>のもとで検討される<sup>(100)</sup>。さらに、厳格な審査基準が適用されるとしても、取締役会の決定の実質的審査よりも、適切なプロセスと投資家の利益に対し影響を与える合理的な関係が、支配権の変更の後で取締役会の決定を保護するであろうといわれる<sup>(101)</sup>。

## 4 合併等における株式買取請求権

### (1) BC 会社に関する株式買取請求権

アメリカの各州の会社制定法において、会社の合併、資産の処分、定款の変更などのような会社の基礎的・構造的な変更に対抗する株主が一定の手続にしたがって、その株式を会社に対して「公正な価格」(fair value) で買い

---

(98) Alexander et al., supra note 92, at 271; Alexander, supra note 19, at 124-25.

(99) 厳格な審査基準は、独立した利害関係のない取締役に、(i) 意思決定過程が十分な注意で行われたこと、および (ii) その決定が当該状況のもとで合理的であることを、証明することを要求する。See, e.g., Clark W. Furlow, Reflections on the Revlon Doctrine, 11 U. Pa. J. Bus. L. 519, 521 (2009); Brownridge, supra note 94, at 730.

(100) Brownridge, supra note 94, at 730; Alexander, supra note 19, at 125 (取締役は、裁判所が合併後の公共的利益に関する将来の達成を保証する努力に対して厳格な審査を用いることを理解すべきであるとする)。

(101) Brownridge, supra note 94, at 730; Alexander, supra note 19, at 125-27 (BC 会社の信任義務に従って BC 会社を売却するためのガイダンスを述べる)。

取る権利が認められており、株式買取請求権 (appraisal rights) あるいは反対株主の権利 (dissenters' right) と呼ばれている<sup>(102)</sup>。

アメリカ法曹協会 (American Bar Association) の事業会社法部の会社法委員会 (以下「ABA 委員会」とする) は2019年改正の模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) の新第17章に Benefit Corporation の規定を設けている<sup>(103)</sup>。そして、模範事業会社法13.02条は、株式買取請求権 (right to appraisal) に関して次のような規定をしている。

「株主は、株式買取請求権が与えられ、次の会社の行為の場合に、株主の公正な価格の支払を得る権利がある」(同条(a)項)として、BC会社でない会社が定款を変更してBC会社になる場合(第17.03条(a)項(1)号)とBC会社でない会社が合併などによりBC会社の株式に変わる場合(第17.03条(a)項(2)号)について、「第17.03条(a)項(1)号に従った株主の承認を要求する行為、または、第17.03条(a)項(2)号に従った株主の承認を要求する取引の完了(ただし、BC会社の株式、または第17章におけるものと類似した統治組織法 (organic law) の規定に服する組織体における株式または権益とならない、またはそれらを受け取る権利に変換もしくは交換されないことがない、種類または組の株式に関する会社に対して、本条(a)項(9)号のもので適用されない株式買取請求権を除く)」(第13.02(a)項(9号))が挙げられる<sup>(104)</sup>。しかしながら、上場会社の株式などの場合に、株式買取請求権の適用は制限されている(同条(b)項)<sup>(105)</sup>。

---

(102) See, e.g., American Bar Association, *supra* note 1, § 13.02; American Law Institute, *supra* note 1, Vol.2, § 7.21; Ann.Cal.Corp.Code § § 1300-1313 (2020); Del.C. Ann. § 262(2020); N.Y. Bus.Corp.Law § § 623, 806, 910, 1005 (1966, 1986, 1998).

(103) ABA, *supra* note 7, at 821.

(104) ABA, *supra* note 7, at 831.

(105) *Id.* at 832.



## (2) デラウェア州法の株式買取請求権

(ア) 株式買取請求権 各州の BC 会社制定法の中で、とくにデラウェア州制定法の第363条(b)項は、かつて、上記の模範事業会社法の株式買取請求権と同様の規定を設けていた<sup>(106)</sup>。しかし、2020年改正法により当該規定が削除されて、デラウェア州一般会社法 (General Corporation Law) 262条の株式買取請求権の規定に一本化されている<sup>(107)</sup>。同条の定める株式買取請求権は、上場会社の株式などの場合には認められない<sup>(108)</sup>。

また、デラウェア州法旧363条(b)項は、PBC 会社でない会社が定款を変更して PBC 会社になる場合と、PBC 会社でない会社が合併などにより PBC 会社の株式に変わる場合の会社の株主についてのみ、株式買取請求権を認めることを明文で規定していた<sup>(109)</sup>。同条は、PBC 会社の反対株主が株式買取請求権を認められるかどうかについて言及していない。この点について、PBC 会社制定法は、同制定法が追加的または異なる要件を課さない限り、PBC 会社は全ての点でデラウェア州一般会社法の規定に従うと規定する<sup>(110)</sup>。したがって、PBC 会社制定法が PBC 会社の反対株主の株式買取請求権に関して規定していないのであれば、デラウェア州一般会社法の株式買取請求権の規定が適用されることになる<sup>(111)</sup>。2020年改正法262条において、PBC 会社の反対株主も、株式買取請求権を有することになる。

(イ) 株式買取請求権の行使のための手続 吸収合併または新設合併の提案が株主総会での承認のために提出されることになっている場合、会社は、

---

(106) Del.C. Ann. § 363(b) (2015).

(107) Del.C. Ann. § 262 (2020).

(108) Id. § 262(b) (1) (全国証券取引所 (national securities exchange) に上場される株式、2000人を超える登録株主により所持される株式などの場合に、株式買取請求権は利用できない)。

(109) Del.C. Ann. § 363(b) (2015).

(110) Del.C. Ann. § 361 (2013).

(111) Alexander et al. *supra* note 92, at 258-59.

その総会の少なくとも20日前に、本条の規定に従って株式買取請求権が適用されうる株式に関する当該総会の日に登録されている各株主に、当事会社の株式の一部または全部について株式買取請求権が利用できることを通知しなければならないと、また、当該通知には本条のコピーを含めなければならないと、と規定する<sup>(112)</sup>。デラウェア州一般会社法262条(a)項では、株式買取請求権を行使できる株主について、「『株主』という用語は、会社における株式の登録所持人を意味する」と規定されている<sup>(113)</sup>。

この株主の定義について、会社の吸収合併において、証券業者名義(street name)または被指定者名義(nominee name)で株式を所持する者は、株式買取請求権の遂行をすることができるかということが争われた事案として、Enstar Corp. v. Senouf 事件<sup>(114)</sup>がある。本判決は、株式買取請求権について「登録所持人が、受益者的所有者(beneficial owner)、受託者、代理人または被指定者であろうとなかろうと、登録所持人によってまたは登録所持人のために行使されなければならないと、証券業者名義または被指定者名義で株式を所持する者は、株式買取請求権を行使する資格のある株主ではないと判示する<sup>(115)</sup>。また、本件では、デラウェア州一般会社法262条(d)項により要求されるものとして、会社の委任状資料(proxy material)は、受益者的所有者のために株式買取請求権を遂行することができる受任者または保管者、代理人および被指定者に対し、明確に通知していた<sup>(116)</sup>。この点について、本判決は、合併する会社の委任状説明書(proxy statement)が株式買取請求権を遂行する手段について受益者的所有者に助言するために十分であるかどうかを決定する際に、問題は、委任状説明書が顧客の株式買取請求権を遂行す

---

(112) Del.C. Ann. § 262(d) (1) (2020).

(113) Del.C. Ann. § 262(a) (2020).

(114) 535 A.2d 1351 (1987).

(115) Id.at 1351,1356.

(116) Id.at 1352.

ることを合理的な者に可能にすることに必要な重要な事実を開示しなかったかどうかであると判示する<sup>(117)</sup>。

また、重要な事実の範囲について、会社の少数株主が、簡易吸収合併 (short-form merger) に関連してなされた多数派株主による重大な不実表示に対して損害賠償請求をした Shell Petroleum, Inc. v. Smith 事件<sup>(118)</sup>で、裁判所は、多数派株主の責任を肯定して、多数派株主は「簡易吸収合併の対価を受諾するか、または、株式買取請求を求めらるかどうかという少数派株主の決定に関連する全ての重要な事実の完全な開示の立証責任を負う」と判示する<sup>(119)</sup>。さらに、重要性の意味について、本判決は、「省略された事実の開示が入手可能とされる情報の混合全体を著しく変更したものとして合理的な投資家によって考えられたであろう相当な見込みが存在する場合、ある事実は重要なものと考えられる」と判示する<sup>(120)</sup>。

当該株主の株式の評価を請求することを選択する各株主は、吸収合併または新設合併に関する決議を行う前に、当該株主の株式の評価のため請求する書面（または電子送信）を会社に提供しなければならない<sup>(121)</sup>。当該吸収合併または新設合併の効力発生日の後10日以内に、存続会社または新設会社は、本条に従って吸収合併または新設合併に賛成投票または同意をしなかった各当事会社の各株主に、その吸収合併または新設合併が効力を生じた日を通知しなければならない<sup>(122)</sup>。

---

(117) Id.at 1351,1357.

(118) 606 A.2d 112 (Del.1992).

(119) Id.at 113-14. 本判決を引用するものとして、Gilliland v. Motorola, Inc.,859 A.2d 80,86 (Del 2004)がある。

(120) 606 A.2d at 114 (委任状資料に関するデラウェア州の開示基準を判示する Rosenblatt v. Getty Oil Co.,493 A.2d 929,944 (Del.1985)を引用する)。

(121) Del.C. Ann. § 262(d) (1) (2020)(また、当該書面による請求は、株主の同一性、および株主がそれにより当該株主の株式の評価を請求する意図であることについて、会社に合理的に知らせるものであれば十分であると規定する)。

(122) Id. § 262(d) (2)

吸収合併または新設合併の効力発生日の後120日以内に、本条の(a)項・(d)項に従って且つその他の点で株式買取請求権の資格がある株主は、当該株主の全ての株式の価格の決定を請求して、衡平法裁判所に申立てを提出することによって、評価手続を開始することができる<sup>(123)</sup>。また、吸収合併または新設合併の効力発生日の後120日以内に、本条の(a)項・(d)項に従った株主は、書面（または電子送信）での請求に基づき、吸収合併または新設合併に賛成投票をせず且つそれに関して評価のための請求が受けられた株式の総数、および当該株式の株主の総数を示す報告書（statement）を、受け取る権利を有する<sup>(124)</sup>。

(ウ) 公正な価格

①価格の評価方法 株式買取請求権を認められた株主は、その有する株式の公正な価格の衡平法裁判所による評価を受ける権利を有する<sup>(125)</sup>。株式買取請求権の場合における株式の公正な価格の決定について、デラウェア州の裁判所は、以前、デラウェア・ブロック・アプローチ(Delaware block approach)と呼ばれる評価方法が伝統的に用いられていた。この方法は、主として、市場価格、収益価格および純資産価格の3つの要素の決定を要求し、これらの価格の各要素に個々の割合の加重値を割り当てることによって公正な価格を決定するものであった<sup>(126)</sup>。しかしながら、このようなデラウェア・

---

(123) Id. § 262(e)(ただし、当該効力発生日の後60日以内に、評価請求を撤回し、合併につき申し込まれた条件を受諾する権利を有する)。

(124) Id (なお、当該報告書は、存続会社または新設会社が報告書の請求を受領した後10日以内か、評価の提出期間の満了した後10日以内のいずれか遅いほうの時期に当該株主に与えられなければならない)。

(125) Del.C. Ann. § 262(a) (2020).

(126) See, e.g., *In re General Realty & Utilities Corp.*, 52 A.2d 6, \*\*14-15 (Del.Ch.1947); *Piemonte v. New Boston Garden Corp.*, 387 N.E.2d 1145, \*\*1148 (Mass.1979) (マサチューセッツ州裁判所もデラウェア・ブロック・アプローチの採用), *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701, 712 (Del. 1983).

ブロック・アプローチによる加重平均の価格方法は、支配的な手続と考えられるべきではなく、より一層自由なアプローチによって、金融界において容認可能なもの、あるいは裁判所において許容可能なものと一般的に考えられる手法または方法による価格の証明が含まれなければならないとされている<sup>(127)</sup>。

評価手続は衡平法裁判所の規則に従って行われるが、デラウェア州一般会社法262条(h)項は、次のような規定をしている。評価手続の際に「裁判所は、吸収合併または新設合併の遂行または期待から生ずる価値の要素を除く株式の公正な価格を、公正な価格と決定された額に対して支払うべき利息とともに、決定しなければならない。そのような公正な価格を決定する際に、裁判所は、全ての関係する要素を考慮しなければならない」<sup>(128)</sup>。株式買取請求権の制定法のもとで価格の基本的な考え方は、株主により取得されるもの、すなわち、継続企業における比例利益に対して、株主は支払われる権利があるということである<sup>(129)</sup>。デラウェア州一般会社法262条の評価手続において、裁判所は、会社の100%の公正な価格を決定して、反対株主にその価格についての株主の比例部分を与えなければならない<sup>(130)</sup>。評価手続の関係における公正な価格は、企業買取または他の取引の関係における企業価値に対して、継続企業としての会社の株主に対する価値である<sup>(131)</sup>。公正な評価の決定の際に、価格の決定の中に合理的に入れられる全ての要素の検討が要求され、その要素の中に市場価格、資産価格、収益見込および企業の性質が含まれる<sup>(132)</sup>。また、評価の対象となる会社は、合併の時の会社の経営活動

(127) Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701,713 (Del.1983).

(128) Del.C. Ann. § 262(h) (2020).

(129) Tri-Continental Corp. v. Batty, 74 A.2d 71, \*\*72 (Del.Ch.1950).

(130) Highfields Capital, Ltd. v. AXA Financial, Inc., 939 A.2d 34,42 (Del.Ch.2007)

(131) Merion Capital, L.P. v. 3M Cogent, Inc., No.6247-VCP, 2013 WL 3793896, at \*3 (Del.Ch. July 8, 2013).

(132) Highfields Capital, Ltd., 939 A.2d at 42 (Del.Ch.2007). Merion Capital, L.P., 2013 WL

中の実体に基づく継続企業と考えられている<sup>(133)</sup>。

評価手続において、両当事者は、公正な価格の立証責任を負うことになるが、裁判所は、評価手続において公正な価格を決定するために、当事者の評価モデルの1つを裁判所の一般的枠組みとして選んだり、あるいは、裁判所自身のものを適応させる裁量を有する<sup>(134)</sup>。当事者がその立証責任を果たさない場合、裁判所は、株式の公正な価格を決定するために裁判所自体の独立した判断をしなければならない<sup>(135)</sup>。デラウェア州の裁判所が株式の公正な価格を決定するために依存してきた方法の中で、DCF方法、比較取引方法および比較会社方法がある<sup>(136)</sup>。また、取引に導く過程が信頼できる価格の指標であり、合併特有の価格が排除される限りでは、デラウェア州の裁判所は公正な価格の証拠として合併価格自体によることがある<sup>(137)</sup>。

②公共的利益の金銭的価値 PBC会社に関係する評価手続の場合に、PBC会社の公共的利益をどのように取り扱うかが問題となる。デラウェア州のPBC会社制定法は、PBC会社の地位が株式買取請求手続における評価にどのような影響を及ぼすかということについて、明確な規定はない。PBC会社の株式の評価の場合に、PBC会社の公正な価格を決定する目的のために、公共的利益の金銭的価値を無視する方法と、公共的利益を直接考慮に入れて、公共的利益の創出に対して別個の金銭的価値を認める方法が考えられ

---

3793896, at \*3 (Del.Ch. July 8, 2013) は、考慮すべき最も重要な要素の1つは、評価手続に服する企業の性質そのものであると判示する。

(133) Highfields Capital, Ltd., 939 A.2d at 42 (Del.Ch. 2007).

(134) Huff Fund Investment Partnership v. CKx, Inc., No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807 at \*9 (Del.Ch. Nov. 1, 2013).

(135) Merion Capital, L.P., 2013 WL 3793896, at \*4 (Del.Ch. July 8, 2013).

(136) Id. at \*4.

(137) Union Illinois 1995 Inv. Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd., 847 A.2d 340, 357 (Del.Ch. Jan. 5, 2004); Huff Fund Investment Partnership, 2013 WL 5878807 at \*9 (Del.Ch. Nov. 1, 2013).

る<sup>(138)</sup>。

⑦公共的利益の金銭的価値を無視する方法 この方法は、デラウェア州一般会社法262条(h)項を解釈する前記の判例法に支持され、また、判例法と一致しているといわれる<sup>(139)</sup>。この方法によれば、会社の公共的利益の面は、公共的利益が収益にマイナスの影響を及ぼす程度まで評価の価格を本質的に削減することになる<sup>(140)</sup>。純粋な金銭的価値の方法によれば、PBC会社の株式は、継続企業として、例えば合併の時の経営活動中の実体(PBC会社の公共的利益を追求することについての寄付や維持費などの経済的費用を含む)に基づき評価される<sup>(141)</sup>。また、PBC会社の株主は、PBC会社を設立することを決定したときに、その株主の金銭的利益に対して公共的利益の追求の影響を理解していたといえる。デラウェア州一般会社法262条(h)項は、裁判所が企業の性質も含む全ての関係する要素を考慮することを要求することから<sup>(142)</sup>、PBC会社の株式買取請求権に対する純粋な金銭的方法が本条項によって支持されるものと考えられる<sup>(143)</sup>。

④公共的利益に対して価値を認める方法 公共的利益の追求のための費用に基づく価値の調整方法と公共的利益の価値を認める方法が考えられる。

(i) 公共的利益の追求のための費用に基づく価値の調整方法 この方法は、公共的利益の追求のための実際の費用を決定してそれらの費用を評価

---

(138) Alexander et al.,supra note 92, at 260-61.

(139) Id.at 261.

(140) Id.at 261 (事例の中には、公共的利益が会社の金銭的価値にもプラスの影響を及ぼす可能性がある指摘する)。

(141) Paskill Corp.v. Alcoma Corp., 747 A.2d 549, 553 (Del.2000)(裁判所は、経営活動する組織体として会社は評価されなければならない、と判示する) ; Cavalier Oil Corp.v. Harnett, 564 A.2d 1137, 1145 (Del.1989); Alexander et al., supra note 92, at 261.

(142) Paskill Corp.,747 A.2d at 557 (Del.2000) (衡平法裁判所は、企業の性質を確認しなければならぬといふ) ; Tri-Continental Corp.,74 A.2d at\*\*72 (Del.Ch.1950). Merion Capital, L. P.,2013 WL 3793896, at \*3 (Del.Ch.July 8, 2013).

(143) Alexander et al.,supra note 92, at 262.

の分析に入れ、PBC 会社がその公共的利益を追求していなかった場合（例えば寄付された物が売却されたとする場合）の PBC 会社の価値を基本的に再計算して、それらの公共的利益を含む金銭的利益を与える方法である<sup>(144)</sup>。

（ii）公共的利益の価値を認める方法　この方法は、公共的利益の追求のための費用を加減する方法ではなくて、むしろ公共的利益を直接に評価して、これを会社の価値に加える方法である<sup>(145)</sup>。この方法は、公共的利益の価値の評価を試みるとき、価値の推測的要素を含む危険が増大するので、問題であるといわれている<sup>(146)</sup>。

⑤公共的利益の金銭的価値の是非　上記の通り、公共的利益の金銭的価値を無視する方法と、金銭的価値を認める方法とが考えられが、公共的利益に対して価値を認めることは、継続企業における比例的利益を上回るものを株主に与えることによって、望ましくない棚ぼたに導くことになり、また、株式買取請求権の規定に違反するであろうといわれている<sup>(147)</sup>。これに対し、買収者の価格がそのままの財務資料に基づいており、また、買収者が類似の公共的利益を提供する義務がなく、したがって、公共的利益を削減または削除することによって、合併後に一層の高収益を引き出すことができる場合、その買収者は、棚ぼたを受け取ることがありうることが指摘されている<sup>(148)</sup>。

公共的利益の金銭的価値を認めかどうかについて、どちらの立場をとっても棚ぼたの問題か生じることが考えられる。BC 会社に出資する株主は、その会社のミッションに賛同して低利の配当を認容する株主が想定されていることから、公共的利益の金銭的価値の評価の要素を入れないで、純粋な金銭的方法のほうが、結果的には、客観的で合理的な処理が可能なるものと考え

---

(144) Alexander et al. supra note 92, at 263; Alexander, supra note 19, at 107.

(145) Alexander et al. supra note 92, at 264; Alexander, supra note 19, at 107.

(146) Alexander et al. supra note 92, at 264.

(147) Id. at 262-63.

(148) Id. at 266.



られる。

## 5 結び

本稿では、伝統的な会社の企業買収の局面において形成されてきたデラウェア州の判例法は、BC 会社の企業買収の場合にも、先例として適用されるのかどうかについて検討した。まず、ユノカル判決は、株主以外の利害関係者、すなわち、債権者、顧客、従業員、また場合によっては地域社会一般に対する影響を考慮することを、明白に認めており、株主以外の利害関係者の利益を考慮することを取締役にも認められたものと解されることから、そのような考え方は、公共的利益の考慮を要求する BC 会社の場合にも親和的なものと考えられる。したがって、ユノカル判決の審査基準に準拠して、BC 会社の企業買収の防衛手段を評価する際に、敵対的企業買収の脅威および当該対応の合理性は BC 会社の目的（ミッション）に合理的に関連したものでなければならないと考えられるであろう。

また、BC 会社の株主は、伝統的な会社と同様に、BC 会社の取締役の選任に関する議決権を有し、また取締役の拡張された義務を強制する権利である派生訴訟の提起権を有していることから、その株主の議決権を妨害することは無効であると解されるべきである。したがって、取締役会が株主の議決権の行使の妨害を主要な目的として行為した場合には、取締役会は、そのような行為について説得力ある正当化を立証する重い責任を負うと判示するブラシウス判決は、経営者の権限との釣り合いを取るための安全弁として株主の議決権が重要であることから、ブラシウス基準に準拠して、その議決権の妨害について取締役は説得力ある正当化の立証を要求されるものと考えられる。

ところで、伝統的な会社の売却の場合において株主価値の最大化を要求するレブロン判決については、BC 会社の取締役が会社の売却の場合にも多数

の利害関係者の利益を考慮することが要求されることになるであろうから、レブロン判決の基準がBC会社の場合には先例とはなりえないであろう。もっとも、伝統的な会社の目的の対象は確かにBC会社の目的の対象とは異なるが、しかし、どちらの会社も各々の目的の最大化を目指す点では異ならない。したがって、伝統的な会社においてレブロン判決が求める株主のための価値の最大化とは対照的に、BC会社の場合には、全ての利害関係者グループのための最善の取引を見出す義務を負うことになるが、全ての関連する利害関係者のための集合的な全体の価値の最大化への方向を目指すことが要求されると考えられる。

最後に、BC会社の合併等の場合における株式買取請求権について、公共的利益の金銭的価値を認めるかどうかについて、その価値の評価の難しさだけでなく、金銭的価値を認めても認めなくても買取請求権者と買収者のどちらにも棚ぼたの利益の問題が生じることが考えられる。BC会社に出資する株主は、その会社のミッションに賛同して低利の配当を認容する株主が想定されていることから、公共的利益の金銭的価値の評価の要素を入れずに、純粋な金銭的方法による場合のほうが、結果的には、客観的で合理的な処理が可能なるものと考えられる。