



買収対象会社取締役に対する責任追及訴訟における  
デラウェア州の判断枠組み：  
Corwin事件最高裁判決を中心に（1）

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2018-04-09 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 古川, 朋雄 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.24729/00000933">https://doi.org/10.24729/00000933</a>

# 買収対象会社取締役に対する責任追及訴訟におけるデラウェア州の判断枠組み —Corwin事件最高裁判決を中心に— (1)

古川 朋雄

はじめに

一. 米国における従前の議論

1. 基本的な判断枠組み
2. 近年の裁判例による調整
3. 小括

二. Corwin事件デラウェア州最高裁判決

1. 事案の概要
2. 判旨
3. Corwin判決の示した判断枠組み
4. 小括 (以上、本号)

三. Corwin判決以降の裁判例

四. 日本法への示唆

おわりに

はじめに

会社が合併などの組織再編行為を行うに際しては、当該行為の要否の判断や相手方の選定、契約締結にいたる交渉などにつき、取締役が主導して行うのが一般的である。これらの各過程において、取締役には会社を取り巻くあらゆる状況を踏まえた専門的かつ複雑な判断を行うことが求められることから、取締役にはある程度広い裁量を認める必要がある。

一方、いわゆる友好的買収においては、買収者との交渉を通じて買収対象会社の取締役が個人的な利益を実現する可能性があり、当該取締役がこの利益を優先することで、本来買収対象会社ひいてはその株主が得られるはずの利益を得られないおそれがあることが指摘されてきた。このような買収対象会社の取締役による潜在的な利益相反のおそれに対処するためには、友好的買収に関する様々な判断をすべて取締役に委ねるのではなく、その過程や行動規範について、通常の業務執行における経営判断と区別して考える必要が生じる。

この問題について、近年の米国、特にデラウェア州においては多くの裁判例が蓄積されており、すでに様々な論者による紹介がなされている<sup>1</sup>。潜在的な利益相反に関する従来の議論は、買収契約における取引保護条項<sup>2</sup>の内容や、競合提案の可能性を探る上で買収対象会社の取締役が行った市場調査が、取締役の信認義務を満たす内容であったかが焦点となり、ここでは取締役の判断について裁判所が介入することの是非や信認義務違反にかかる審査基準の選択が主な論点であった。

しかし2015年にデラウェア州最高裁はCorwin事件において、取締役の信認義務違反に基づく損害賠償請求訴訟において、会社の合併に関する取締役の行動について株主総会が承認を与えていた場合には、経営判断原則によって当該取締役が保護される余地がある旨を示した<sup>3</sup>（以下、同判決を単に「Corwin判決」と記載することがある。）。Corwin判決は、従来の裁判所の判断枠組みを大きく変化させようものとして注目されており、同様の判断により買収対象会社の取締役に対する経営判断原則の適用を認める裁判例も多く見られている。

このようなデラウェア州裁判例の動向は、わが国の友好的買収における潜在的な利益相反への対処に関する議論にも影響しうるものといえる。特に、株主の多数が取締役の行動を承認しているという事実が取締役の義務違反の判断においてどのような影響を与えるかという点については、まだ十分な議論がなされていないように思われ、この点を検討する上で、デラウェア州最高裁の考え方を確認しておくことには一定の意義があろう。もっとも、Corwin判決については目的や射程が明らかでない部分も多く、その解釈について混乱も見られるところである。そこで本稿では、Corwin判決の意義や射程について、その後の裁判例や学説を元に検討することとする。

具体的には、まず一. で、Corwin判決にいたるまでの議論状況を、特にデラウェア州における裁判例の動きを踏まえて整理する。そして二. では、Corwin事件の事案の概要と判旨を確認する。三. では、Corwin判決がその後の裁判例によってどのようにとらえられているかを整理することで、Corwin判決の示した判断枠組みと射程、今後の課題をできる限り明らかにしたい。最後に四. では、合併等において株主の総意を尊重したと評価しうる日本の裁判例を元に、日本と米国の議論の結節点を探ることとする。

## 一. 米国における従前の議論

### 1. 基本的な判断枠組み

#### (1) 問題意識

会社が合併などの組織再編行為を行うに際しては、当該行為の要否の判断や相手方の選定、契約締結にいたる交渉などにつき、取締役が主導して行うのが一般的である。これらの各過

程においては、取締役が会社を取り巻くあらゆる状況を踏まえた専門的かつ複雑な判断を行うことが求められることから、取締役にはある程度広い裁量を認める必要がある。

その一方で、いわゆる友好的買収においては、買収者との交渉を通じて買収対象会社の取締役が個人的な利益を実現する可能性があり、当該取締役がこの利益を優先することで、本来買収対象会社の株主が得られるはずの利益を失うおそれがあることが指摘されてきた。たとえば、ある買収者との間で、買収対象会社の取締役が買収後の会社における地位やこれまでと同等以上の報酬を約束された場合には、当該取締役が他のより良い競合提案よりも当該買収者との取引を優先させるおそれがあるほか、契約交渉が甘くなり、買収対象会社にとって最良の取引条件を得られないおそれがある<sup>4</sup>。また、取締役が個人的な利益を意図的に追求しない場合でも、無意識のうちに自分の利益に合致する選択肢が正しいと信じ込んで行動することで、合理的な判断が下さない可能性があるとも指摘される<sup>5</sup>。

この問題について判例や学説による議論が豊富に蓄積されているデラウェア州では、友好的買収における取締役の信認義務の内容や審査基準について、通常の経営判断の場面とは区別して取り扱うべきとの意識が浸透している。特に、買収対象会社の取締役の信認義務違反が問われた従来の裁判例においては、取締役が買収者と交渉して締結した買収契約の内容や他の買収者の有無に関する調査、株主に対する情報開示の内容などが、取締役の信認義務を満たす内容であったかが争点となり、個々の事案における検討を通じて、取締役の判断に裁判所が介入することは是非や信認義務違反の判断においてどのような審査基準を用いるべきかが議論されてきた。

これらの議論における判例や学説の視点は、本稿の中心的な検討対象であるCorwin判決にも受け継がれていると考えられる。そこで(2)では、これまでのデラウェア州裁判例が、買収対象会社の取締役による信認義務違反の有無を審査するにあたって、どのような判断枠組みを用い、その適用範囲や内容が近年どのように変化しているかを整理することとする。

## (2) 取締役の信認義務違反の審査基準

### ① 経営判断原則

一般に、取締役の経営判断に対しては、いわゆる経営判断原則が適用される。経営判断原則とは、取締役が十分な情報を得た上で、誠実かつ自身の行動が会社の最善の利益に合致すると正当に信じて行った経営判断については、取締役に義務違反がないことが推定され、その結果について当該取締役の責任を問わないとするものである<sup>6</sup>。デラウェア州において、経営判断原則による保護は非常に強固なものであり、適用が認められた場合には、原告がその推定を覆すことは非常に困難である<sup>7</sup>。

買収対象会社の取締役がなした友好的買収に関する判断についても、通常の経営判断と同

様に取締役の裁量を尊重する必要があるため、経営判断原則の対象となりうる<sup>8</sup>。もっとも、友好的買収については、裁判所は認定レベルで厳しい判断を下しているとの見解も見られる<sup>9</sup>。

### ②完全公正性基準

一方、取締役が自らの経営判断について経済的な利害関係を有している場合には、完全公正性基準（entire fairness standard）が適用される。完全公正性基準とは、利害関係のある取締役による忠実義務違反を防ぐために、当該取締役に対して、実行しようとしている判断や取引が公正であることを立証するよう求める厳格な審査基準である。

完全公正性基準が適用される事案としては、取締役が問題となる取引の両側に立つ場合や、取締役会の過半数が当該取引について利害関係を有する者で占められている場合などが挙げられる<sup>10</sup>。すなわち、取締役の信認義務違反を主張する原告が、これらの事実が存在することを立証できれば、経営判断原則の推定は覆され、完全公正性基準による審査が行われることとなる<sup>11</sup>。

### ③Revlon基準

また、事案によっては、経営判断原則と完全公正性基準の中間に位置づけられるUnocal基準やRevlon基準が適用される。これらの審査基準は、当初は敵対的買収に対する防衛策の有効性が問題となる場面において導入された。しかし現在では、友好的買収に対する暫定的差止命令（preliminary injunction）が求められた事案を中心に、買収対象会社の取締役の信認義務違反を審査する基準としても用いられている。

Revlon事件においてデラウェア州最高裁は、会社の解体が避けられない場面においては、取締役の役割は、会社の防衛から、株主の利益のために会社の売却価格を最大化する競売人としての役割に変化すると判示した<sup>12</sup>。この視点に基づいて、当該取締役が自らの信認義務を果たしたかを審査するという基準がRevlon基準と呼ばれる。Revlon基準はその後の様々な裁判例を経て、現在では、取締役が株主の利益のために合理的に入手可能な最善の売却価格を確保する義務を尽くしたかを審査する基準として定式化されている<sup>13</sup>。

Barkan判決においてデラウェア州最高裁は、会社の支配権が移動するような取引が行われる場合について、Revlon基準の適用を認めた<sup>14</sup>。現在ではより具体的に、①会社が積極的に、自社の売却や明確な解体を含む組織再編をはかってオークションを開始する場合、②買収提案を受けた会社が、長期的な戦略を放棄して、代替的な取引を模索する場合、③買収等の取引を受け入れることで、会社の支配権の売却または変動が生じる場合には、Revlon基準が適用されると整理される<sup>15</sup>。

このうち、特に③に該当するか否かについて、従来裁判例には、合併対価の種類を基準

として判断するものがある<sup>16</sup>。すなわち、合併対価が現金のみである場合には、株主は合併後は会社から離脱することになり長期的な利益を得る立場を失うことになるために、Revlon基準が適用され、取締役が株主にとって最高の売却価格を得るために努力したかが審査される。一方、合併対価が株式のみである事案については、合併後の会社に支配株主がいる場合にはRevlon基準が適用されるが<sup>17</sup>、支配株主がいない場合にはRevlon基準は適用されない<sup>18</sup>。また、合併対価が現金と株式の混合である場合には、どちらの割合が大きいかによって、Revlon基準が適用されるか否かが決まる<sup>19</sup>。

Revlon基準が適用された場合には、買収対象会社の取締役が行った行動が、株主にとって合理的に最善の売却価格を提供するためにふさわしいものであったかが審査される。すなわち、買収者との交渉において売却価格を上げるよう努力したか、他の選択肢として、独立企業のまま存続することや競合提案を受け入れる可能性<sup>20</sup>を検討したか、株主に対して十分な情報開示を行ったか<sup>21</sup>などが、裁判所によって審査される。

#### ④Unocal基準

さらにOmnicare判決<sup>22</sup>は、取引保護条項の有効性の審査にあたってはUnocal基準を用いる旨を示した。

Omnicare事件においては、合併契約中に当該合併について株主総会に上程することを義務付ける条項が設けられていたが、fiduciary out条項<sup>23</sup>は設けられていなかった。さらに、買収対象会社の大株主でもある取締役に対して、株主総会において当該合併に賛成することを求める議決権拘束契約が、当該取締役と買収者との間で締結されていた。

デラウェア州最高裁（多数意見）はTime判決<sup>24</sup>を引用して、支配権の移動を伴わない取引であっても<sup>25</sup>、合併契約中の取引保護条項の有効性を審査する基準としては、Unocal基準が適用される旨を示した。Unocal基準が適用されることとなれば、取引保護条項を導入した被告取締役は、取引保護条項を設けなければ当該合併提案を失う可能性があり、他に競合する取引もないこと（必要性の要件）と、本件の取引保護条項が威圧的（coercive）または排他的（preclusive）でなく、会社の方針や効率性に対する危険性に対する対応として合理的な範囲内のものであること（相当性の要件）について、それぞれ立証しなければならない。そして本件では、一連の取引保護条項の存在によって、当初の買収者以外の者による買収は「数学的に不可能」かつ「現実的に達成不可能」となっており、少数株主に当該合併を「既成事実（fait accompli）」として強いるものであるとして、本件取引保護条項は強圧的かつ抑止的であったとした。

米国の友好的買収においては、ほぼ全てにおいて何らかの取引保護条項が設けられているところ、Omnicare判決によって、実務では、競合提案を完全に排除するような強固な取引保

護条項は無効とされるおそれがあることが広く認識された。また同判決は、全ての友好的買収において有効に機能するfiduciary out条項を設けるよう要求したものと解する余地があったため、本判決以後に実施された合併等においてfiduciary out条項の利用が大幅に増加したとされる。

このように、デラウェア州では、友好的買収に関する買収対象会社の取締役による信託義務違反を審査するにあたり、通常の経営判断の場面よりも、裁判例が積極的に厳しい審査を行う判断枠組みが示されていた。すなわち、経営判断原則適用の余地はあるものの、友好的買収については、ほぼ全てで取引保護条項が用いられていること、そして支配権移動を伴う取引が起りやすいことから、実際にはUnocal基準やRevlon基準の対象となる事案が多い仕組みがとられていたといえる。このような判断枠組みに対しては、潜在的な利益相反への対処という観点から、肯定的に評価する見解もある<sup>26</sup>。しかし、次に述べるように、近年では裁判所の姿勢が徐々に変化していると考えられる。

## 2. 近年の裁判例による調整

### (1) Omnicare判決の射程の制限

取引保護条項の審査基準について、学説では、Omnicare判決以前から経営判断原則が望ましいとの主張が有力になされていた<sup>27</sup>。そのため、特にOmnicare判決は、取締役の裁量を重視する論者から以下のような強い批判を受けている<sup>28</sup>。

そもそも、敵対的買収の事案における審査基準であるUnocal基準やRevlon基準を友好的買収の事案に適用することの妥当性について、疑問が呈されている。Omnicare判決の少数意見は、Unocal基準は敵対的買収の事案において自己保身をもくろむ経営者の利益相反を防止するために生み出されたものであるため、そのような利益相反関係のない事案には経営判断原則を用いて審査すべきであると指摘しており<sup>29</sup>、この見解は学説上も一定の支持を受けている<sup>30</sup>。また、実務上の問題として、取引保護条項を用いることで目の前にある買収提案を確実に実現することが認められないとすれば、企業買収の件数が減少する等の悪影響が生じるとの懸念も示されていた<sup>31</sup>。なお、ニューヨーク州<sup>32</sup>やノースカロライナ州<sup>33</sup>の裁判例には、経営判断原則に基づく判断を行うものも存在する。

このような批判を受けて、その後の裁判例ではOmnicare判決を限定的に解釈する傾向がみられる。

たとえば、Orman判決<sup>34</sup>では、取引保護条項の審査基準としてはUnocal基準を用いるとしながらも、合併契約中にfiduciary out条項が設けられていたという点でOmnicare判決とは事案が異なるとした。そして、取引保護条項の相当性の判断においては、本件の合併承認に

は株主総会において少数株主の多数による承認を受けることが不可欠であることを指摘し<sup>35</sup>、大株主でもある取締役が議決権契約を締結した場合であっても、最終的な株主総会で否決される可能性が残されていることから、Omnicare判決が問題としたような競合提案の成立が「数学的に不可能」な状態にはないと判断した。

この判示は、Omnicare判決の射程を実質的に狭く解したものと評価されている<sup>36</sup>。くわえて、Orman判決はUnocal基準における相当性の判断において、取引保護条項が置かれている場合にもなお競合提案が成立する余地を確保すべきこと、そしてその判断においては、当該取引に対する最終的な判断の機会が対象会社の株主に残されているかが重要な要素の一つになることを示したものと見える。

また、Omnicare判決は、合併契約中にfiduciary out条項を置くことを常に要求していると理解する余地があったが、このような理解はOPENLANE判決<sup>37</sup>によって否定された。

OPENLANE判決においてデラウェア州衡平法裁判所は、デラウェア州の判例法上、合併契約にfiduciary out条項が設けられず、かつ、よりよい競合提案がない場合において、裁判所が自動的に取引を禁ずるべきかは明らかにされていないと述べた。第三者からのより良い競合提案を受け入れる可能性を確保するよう求めるOmnicare判決の考えは維持しつつも、その方法についてはfiduciary out条項という形に限らず、取締役にある程度の裁量を認めるものといえる。

Omnicare判決がその後の裁判例によって限定的に解釈されているのは、裁判所が取締役の判断に対する審査を嫌っているためであると指摘される<sup>38</sup>。Unocal基準が適用される場合には、裁判所が取締役の判断の必要性や相当性を審査することとなるが、裁判所には、取締役の判断の合理性は裁判所の審査に服する性質のものではないとの意識が強いために、できる限り介入を避けようとしていると理解するものである<sup>39</sup>。

くわえて、OPENLANE判決は、sign-and-consentと呼ばれる手法がUnocal基準を満たしうる旨を示した点が注目される。

sign-and-consentとは、典型的には対象会社の取締役会が大株主と緊密に連携を取ることができる場合<sup>40</sup>において、合併契約中に、当該契約を締結すると同時もしくは数日以内に、株主総会での承認決議の要件を満たす多数の株主から合併契約に対する同意書(written consent)を取り付けることを取引の成立条件とするものである。この手法はデラウェア州一般会社法228条<sup>41</sup>を根拠とするものであり、買収者にとっては取引が確実に成立する見込みを早期に得ることができる。その反面、契約締結から株主の承認までの間が短くなり、第三者から買収提案を受ける可能性が極めて低くなるのが問題となりうる<sup>42</sup>。しかし、OPENLANE判決は、このような手法が取られた事案についてUnocal基準には抵触しないと判断した<sup>43</sup>。sign-and-consentによる場合は、株主が自由に判断を行うことができ、当該合併



を拒否する余地も一応は残されていたという点が<sup>44</sup>、Omnicare事件との事案の違いである。

このように、Omnicare判決以後の裁判例は、同判決の射程や判示内容をかなり限定的にとらえ、取締役の判断に裁判所が介入する場面が狭くなるよう調整している。もっとも、Omnicare判決の先例としての価値は失われておらず、取引保護条項の有効性判断において、競合提案を受け入れる余地が確保されているか、また株主による最終的な判断機会が確保されているかを審査するという姿勢は、上記の裁判例にも共通している<sup>45</sup>。

## (2) Revlon基準の実質的緩和

Revlon基準に関しては、基準そのものが徐々に柔軟化している。前述の通り、Revlon判決は、会社の解体が避けられない場合には、株主の利益のために売却価格を最大化する義務が取締役に課せられるとしていた。しかし現在では、Revlon基準が取締役に対して求めるのは、合理的に入手可能な最高の価格を確保することであり、取締役の判断が完璧であることを求めるものではないと理解されている<sup>46</sup>。

そして、Revlon基準を満たす方法は一つではなく<sup>47</sup>、どのような方法を選択するかについては、合理性の範囲内において、取締役会の裁量が認められる<sup>48</sup>。友好的買収に関しては、買収対象会社の取締役は信認義務との関係から、合理的に入手可能な最高の価格を得るために努力することが求められる。しかし、競合提案の可能性を検討するにあたって、どのような方法で潜在的買収者を探すかについては、衡平法裁判所は柔軟な姿勢を見せている<sup>49</sup>。すなわち、契約締結前におけるオークションの実施<sup>50</sup>が常に要求されるわけではなく<sup>51</sup>、たとえば合併契約中のgo-shop条項<sup>52</sup>に基づいて、一定期間、買収者を探すためのマーケット・チェックを行う形でも、Revlon基準を満たすことができる<sup>53</sup>。

また、実施するマーケット・チェックの対象についても、緩和と評価しうる動きがある。Netsmart判決は、潜在的買収者の調査を行う際に、財務的買収者<sup>54</sup> (financial buyer) のみを対象とする調査を行い、戦略的買収者<sup>55</sup> (strategic buyer) に対する調査を行わなかった事案において、Revlon義務違反を認めた<sup>56</sup>。本件では、戦略的買収者を調査対象から除くことによって、買収対象会社の取締役が自らの取締役や株主としての地位を守ろうとした点が、判断に影響したものとみられる。

一方、前述のOPENLANE判決は、戦略的買収者のみを対象として1年以上継続的に調査を行っていた事案について、取締役会が、オークションや広範な市場調査、go-shop条項のような、伝統的な価値最大化の手段を取っていない場合に、それでもなお合理的に行動していると裁判所が認めるためには、取締役会が会社の事業について「非の打ち所のない知識(impeccable knowledge)」を有している必要があるとした上で、本件の取締役はこの条件を満たしていたとして、Revlon義務違反を否定した<sup>57</sup>。本件で行われた市場調査はNetsmart事

件とは大きく異なるものであり、また判決中では、小規模閉鎖会社であり取締役が自ら事業を行なっている会社であることが強調されていることから、公開会社には射程が及ばない可能性がある。しかし、あらゆる事案において、全ての買収者を対象にマーケット・チェックを行う必要はない旨を示した点は注目される。

さらに、Revlon基準が適用される場合にも、取締役の行動を裁判所が具体的な審査を行わない例もみられる。C&J判決<sup>58</sup>においてデラウェア州最高裁は、取引と利害関係のない独立の取締役が多数を占める取締役会が、自社の価値に関する十分な情報をもって本件取引を承認したこと、そして株主に対する適切な情報開示がなされており、株主総会が取引の承認について実質的な判断権限を確保していることを理由に、取締役の信認義務違反を否定した。

このようにRevlon基準も当初に比べて柔軟に適用されており、取締役の判断について裁判所が介入する度合いを減じている<sup>59</sup>。その背後には、Unocal基準の適用事案と同様に、取締役の判断を尊重し裁判所による介入を避けようとする意図がうかがわれる。

ただし、株主に対する情報開示は現在でも強く求められる。暫定的差止命令が求められた裁判例では、合併等の承認を行う株主総会の委任状説明書において、契約締結にいたる過程における取締役の行動等につき十分に開示がなされていたかが審査される。とりわけ、当該合併等に関する取締役の利害関係について開示されていない場合には、当該事項を開示するまで手続きが差し止められるおそれが高い<sup>60</sup>。また、そのような利益相反的状况がなくとも、買収者との交渉や取締役会での検討内容、マーケット・チェックの概要など、株主の判断にとって重要な事項は全て開示する必要がある<sup>61</sup>。株主による最終的な判断機会を確保するという観点から、判断の基礎となる情報開示は依然として重要である。

### 3. 小括

デラウェア州では、友好的買収に関する買収対象会社取締役の信認義務違反の判断において、当初は裁判所が自ら積極的に審査を行う姿勢を見せていたが、徐々に裁判所が介入しない方向へと調整を進めてきた。特に近年の裁判例では、Unocal基準やRevlon基準が適用される事案においても、独立取締役や株主の多数が十分な情報に基づいて取締役の判断に承認を与えた場合には、裁判所による介入を避けようとする傾向が顕著である。

このような状況で、2015年にデラウェア州最高裁が下したCorwin判決は、買収対象会社の取締役に対する損害賠償請求訴訟において、株主総会による承認を条件に、経営判断原則による保護の可能性を認める旨を示した。この判決は、従来の裁判所の基本的な判断枠組みを大きく変化させようのものであり、すでに同判決に基づいて買収対象会社の取締役に対する経営判断原則の適用を認める裁判例も多く見られている。

そこで以下では、Corwin判決の示した判断枠組みを確認し、同判決がこれまでの議論とど

のような関係にあり、どのような影響を及ぼすかについて検討を試みる。

## 二. Corwin事件デラウェア州最高裁判決

### 1. 事案の概要

#### (1) 当事者

デラウェア州で設立されたKKR & Co. L. P. (以下「KKR」という。)は、ニューヨークを拠点とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、普通持分をNYSEに上場している。

KKRは取引に伴うリスクに対応するため、2004年に金融関連事業を営むKKR Financial Corp. (以下、「F社」という。)を設立した。F社はマネジメント契約によって、KKRの関連会社であるKKR Financial Advisors LLC (以下、「A社」という。)に日常の業務執行を委ねていた。なお、2005年にF社がIPOを行う際に提出した目論見書 (prospectus) には、KKRとF社の関係やマネジメント契約に関する記載があった。

2007年にF社は、金融関連事業を営むKKR Financial Holdings LLC (以下、「H社」という。)を設立して、F社はその子会社となった。KKRのH社に対する保有割合は1%未満であったが、F社のマネジメント契約はH社に引き継がれたため、投資戦略や資金調達、リスク管理などのH社の日常の業務はA社が担当することとなった。H社の開示によれば、H社には従業員もおらず、独立した施設もなかった。

このマネジメント契約によれば、H社はA社に対して毎年の純資産額に応じたマネジメント料<sup>62</sup>を支払うこと、契約は毎年同じ条件で自動的に更新されること、そしてH社やその株主が契約を解約する際には、約6か月前に通知した上でA社に多額の解約料<sup>63</sup>を支払うことが定められていた。なお、2007年に作成されたH社の設立趣意書には再編の内容とマネジメント契約について記載されていた。

#### (2) 合併交渉と訴訟の経緯

2013年10月、KKRはH社に対して合併の意思を伝えた。そこでH社は取締役12名のうち6名で構成する取引委員会 (transaction committee) を設置し、金融と法律に関するアドバイザーを選任した。

同年12月、KKRはH社取締役会に対して、H社の持分1個に対してKKRの持分0.51個を交換する旨の合併条件を提示した。取引委員会はKKRに対して合併条件の見直しを求めたが、KKRはこの要求を拒絶し、同月13日、取引委員会はKKRの提案に応じることを推奨する旨の意見を表明した。

同月16日、KKRとH社は合併契約を締結した (以下、この契約に基づくKKRとH社の合併

を「本件合併」という。)。合併契約には、解約料条項やKKRの再提案権条項、fiduciary out条項を付したno-shop条項が設けられ、合併の承認に際してはKKRやその関係者を除く社員の過半数による承認を受けるよう要求されていた。

2014年4月30日、H社の社員総会は、KKRやその関係者を除く社員の過半数の賛成によって本件合併を承認した（以下、「本件決議」という。）。そこでH社の普通持分を有する原告は、①H社の取締役12名の信認義務違反、②KKRの支配権を有する社員としての信認義務違反、③KKRやH社による①の教唆および幫助等を主張して、クラス・アクションを提起した。

デラウェア州衡平法裁判所<sup>64</sup>は、①本件には完全公正性基準ではなく経営判断原則が適用される、②KKRがH社の支配権を有することに関する原告の立証は不十分である、③教唆や幫助も①の主張が認められないことから成立しないとして、原告の主張をいずれも退けた。これに対して原告は、例え完全公正性基準が適用されないとしても、本件合併にはRevlon基準が適用されるべきであるとの主張を追加して上訴した。

## 2. 判旨

デラウェア州最高裁判所は、以下のように述べて、原告の主張をいずれも退けた。

### (1) 支配株主の判断について

「KKRが支配権を有する社員にあたるかに関し、原審はその実態に焦点を当てる。すなわち、企業の議決権の多数を持たない者が支配的社員にあたると判断される場合には、衡平法裁判所は当裁判所の説示に沿って、当該社員が実際には持分の多数を持たないまま、取締役会を事実上支配していると考えられるような、潜在的な議決権と経営支配権の組み合わせの存在を求めてきた。」

「原審は「提案された合併の検討にあたってH社の取締役会が自由に独立した判断を行うことをKKRが妨害できたこと、言い換えれば、合併の検討においてKKRの意向に従わない取締役を解任するといった制裁を与える力をKKRが有していたことを、合理的に推測させる事実が証明されていない。」と判示した。

原告は上訴において自身の見解を繰り返すが、原審は正しく法を適用しており、この論点に関する原審の明解な分析を当裁判所が繰り返す理由はない。」

### (2) 適用される審査基準について

「我々は、本件合併についてRevlon基準の適用を否定した衡平法裁判所の判断の適否を掘り下げる必要を、ただ一つの理由により認めない。すなわち、問題にならないからである。

本件合併に完全公正性基準を適用しないとした原審の判断に誤りはないことから、他からの威圧を受けずに、開示に基づいてなされた社員総会決議の効果に関する原審の分析は、例

えRevlon基準が適用されたとしても、結論を決定づけるものといえる。」

「原審は、自身の判断がGantler事件における当裁判所の判断に抵触するおそれに注意したが、結論としては、Gantler判決は、法律上必要な総会決議について、適切な審査基準の選択に関する効果を変更したものではないと判断した。むしろ原審は、Gantler判決を単に「追認(ratification)」という用語の厳密な意味を明確にする意図でなされた判断であると理解している。」

「一部の実務家の疑問を払拭するためにも、当裁判所は理路整然とした原審の判断や先例を受け入れる。これらの判断は、Gantler判決を、「追認」という特定の法律用語の定義に焦点を当てた限定的な判断と理解し、完全公正性基準に服さない取引が、開示を受けた利害関係のない株主の自由意思による決議によって承認された場合に、適用される審査基準は何かという問題に焦点を当てた判決ではないととらえるものである。」

「さらに原告は、十分な開示を受けた威圧のない社員総会決議によって経営判断原則の適用がもたらされるという立場に立てば、Unocal基準とRevlon基準の作用を減じるか、保護なしに社員を取締役の不当な行動にさらすこととなると主張する。しかし、原告は幾つかの事実を無視している。まず、Unocal判決とRevlon判決は主に、株主や衡平法裁判所に対し、重要なM&Aに関する判断について、クロージング前に直ちに差止めという救済手段を与えるために形成されたものである。これらはクロージング後の損害賠償請求訴訟の場面を念頭におくものではなく、そこで示された基準は、取締役の注意義務違反に基づく責任についてVan Gorkom判決が示した重過失基準と適合するものではない。そして、定款による免責の普及により、注意義務違反に基づく責任が認められることはまれである。

2点目として最も重要なのは、この原理は、十分な開示を受けた威圧のない総会決議についてのみ適用されるものであり、取締役の行動について問題となった、議決権を持つ株主にとって重要な事実が開示されなければ、経営判断原則は適用されないという点である。しかし本件では、取締役およびKKRの利害関係や交渉過程に関する客観的な事実は全て完全に開示されている。

最後に、取引に完全公正性基準が適用されない時に、利害関係のない株主が自由かつ十分な情報に基づいて、当該取引が自身に経済的な利益をもたらすかを判断する機会を有していた場合には、我々の法は長年裁判所による後知恵の不明確さとコストを避けてきたという点である。」

「取引を受け入れるか拒絶するかを社員が任意に選択できる場合には、経営判断原則による審査が適切であると推定され、これが会社形態による財産形成を最も円滑にするものである。」

### 3. Corwin判決の示した判断枠組み

#### (1) 適用される審査基準について

原審において原告は、本件合併に関するH社取締役らの信認義務違反を審査する基準として、経営判断原則ではなく完全公正性基準（entire fairness standard）の適用を主張した。その理由は、H社がマネジメント契約に基づいて、KKRの関連会社であるA社に日常の業務執行を委ねていたことから、KKRがH社の支配権を有していたといえること、取締役会の多数が本件合併について利害関係があり独立性がなかったことである。

これに対して被告は、KKRにH社の支配権はなく、取締役会の構成員は独立であり本件合併について利害関係を有していないことを主張した。さらに、仮に取締役らに独立性がないか、本件合併について利害関係を有していたとしても、十分な情報開示を受けた利害関係のない株主によって本件合併が承認されていることから、やはり経営判断原則が適用される旨を主張した。

原審は、デラウェア州の基本的立場として、会社の経営は株主ではなく、取締役によって行われるべき旨を示し<sup>65</sup>、株主が分散する公開会社について株式を対価とする合併が行われる場合には、Revlon基準は適用されないと<sup>66</sup>、経営判断原則の適用が推定されるとした。そして、経営判断原則の推定を覆すためには、支配株主が当該取引の両側に立つことか、当該取引を承認した取締役の少なくとも半数が利害関係を持つか独立でないことのいずれかを証明しなければならないとした。その上で、H社の各取締役について、KKRおよび本件合併との関連性を個別に検討し、原告の主張が不十分であるとして、完全公正性基準の適用を否定した<sup>67</sup>。最高裁も原審の判断を認容している。

#### (2) 株主総会決議のもたらす洗浄効果

デラウェア州では従来より判例・学説において、取締役等の利益相反のおそれがある取引に対し株主が承認を与えた場合、当該取引に関する取締役等の義務違反を審査する基準は、株主の承認の存在によって変化しうることが議論されてきた<sup>68</sup>。

合併契約に基づいてなされた本件決議は、十分な開示を受けた利害関係のない社員の過半数によって本件合併を承認するものである。本判決は、完全公正性基準が適用されない場合について、このような要素を備えた決議には経営判断原則の適用を導く効果がある旨を示しており、株主総会による承認の事実が審査基準の決定にどのような効果を与えるかを理解する上で重要な判決といえる。

本件で特に問題となったのが、Wheelabrator判決<sup>69</sup>とGantler判決<sup>70</sup>の関係である。

Wheelabrator判決において衡平法裁判所は、会社の合併に関する取締役の利益相反が問題となった事案について、利害関係のない株主の多数が十分な情報を元に当該合併を承認した

場合には、経営判断原則が適用される旨を示した。しかし、当該株主総会決議が法律上要求されているものか否かによって取扱いが異なるかについては明示していなかった。その後、Gantler判決においてデラウェア州最高裁は、株式の種類変更（reclassification）に関する定款変更が株主総会で承認された事案につき、当該決議は法律上必要な手続であって取締役会の判断に対する追認には該当しないことを指摘して、株主総会決議の存在を経営判断原則適用の根拠とすることはできないと判示した。そこで、Gantler判決が、株主総会決議が法律上必要とされる場合については、Wheelabrator判決の射程が及ばない旨を示したものと理解する余地が生じた。

両判決の関係をどのように理解するかについては、学説が分かれ、a) Gantler判決は株主総会決議が法律上要求される場合についてWheelabrator判決を変更し、当該決議の存在は審査基準の決定に影響しない旨を示したと解する立場と、b) Gantler判決は単に追認という言葉の用語法を明確化したにすぎず、株主総会決議が審査基準の決定に与える影響について判断したものではないと解する立場が対立していた。中でもLaster判事は自身の論文において、Gantler判決は、Van Gorkom判決以降あいまいであった追認という言葉の意義を明確化する取り組みの中で下された判決であるとしてb)の見解を支持し、利害関係のない株主の多数が十分な開示を受けて取引を承認した場合には、その決議が法律上必要な手続か否かにかかわらず、経営判断原則の適用を認めるべきであると主張していた<sup>71</sup>。

Corwin事件の原審は、上記の議論状況を踏まえて、Gantler判決が株主総会決議と審査基準の関係に言及した部分は傍論にすぎないこと、そしてデラウェア州最高裁がWheelabrator判決を否定する意図があれば、その旨を明示するはずであることを指摘し、b)の見解を支持した。また原審は、判決中で前述のLaster判事の論文を引用し、Gantler判決は株主総会による承認が法律上必要か否かでその効果を区別するものではないと述べる。

最高裁も原審の判断を支持し、Gantler判決はWheelabrator判決を否定したものではないこと、そして完全公正性基準が適用されない場合において、利害関係のない株主が十分な開示を受けて取引を承認する旨を決議した場合には、その決議が法律上必要か否かに関わらず、経営判断原則の適用を導く効果があることを認めた<sup>72</sup>。さらに最高裁は、原告の追加主張に対し、本来Unocal基準やRevlon基準が適用される事案であっても、十分な情報を得た利害関係のない株主の多数による承認があれば、経営判断原則が適用されると述べる。

以上から、Corwin判決は、十分な開示を受けた利害関係のない株主総会において合併が承認された場合につき、買収対象会社の取締役が広く経営判断原則による保護を受ける旨を示したものと理解することが可能である。なお、後述するように、Corwin判決にしたがって経営判断原則の適用が認められた場合には、その後原告による反証は許されない（irrebuttable）と解されていることから、多くの場合において被告取締役による訴訟却下の申し立てが認められるこ

ととなる<sup>73</sup>。本判決が示した上記の効果は「洗淨効果 (cleansing effect)」と呼ばれており、その後の買収対象会社取締役に対する損害賠償請求訴訟に大きな影響をもたらしている。

#### 4. 小括

本件合併はLLCとLLPの合併ではあるが、当事者は株式会社間の合併と同様の主張を行った。デラウェア州最高裁もその意思を尊重する旨を明言し、株式会社に関する判例を踏まえた判断を行っている。このことから、本判決の判示は株式会社についても妥当すると考えられる。

Corwin判決は、支配株主ではない企業との合併において、取締役の信認義務違反に基づく損害賠償が求められた事例について、当該合併を承認する総会決議の存在が審査基準の決定に影響しうることを明らかにした点に重要な意義があり<sup>74</sup>、その後の裁判例にも大きな影響を与えている。次に紹介するように、すでに多くの事案において、損害賠償を求められた被告取締役側が、合併等について株主総会による承認を得ていることを理由として、経営判断原則による保護を求める例がみられており、これらの訴訟では、当該事案における株主総会決議がCorwin判決に基づく洗淨効果をもたらす要件を満たしているかどうかが主な争点となっている。

その一方で、Corwin判決は、裁判所が株主総会決議に期待する役割や、洗淨効果の要件として求められる情報開示の範囲や内容、強圧性的内容などについて不明確な点が残っており、衡平法裁判所の理解は必ずしも一致していない。Corwin判決は、解釈次第で取締役に対する損害賠償請求の余地を過度に狭めてしまう懸念もあることから、これらの点を明確化する必要がある。そこで三. では、Corwin判決以降の裁判例や学説を参考として、Corwin判決の意義や射程を探ることとする。

(本稿は、科学研究費 若手研究 (B) (研究課題番号:15K16957) の助成を受けた研究成果の一部である)

#### 注

- 1 代表的な先行研究として、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』商事法務(2013年)。
- 2 取引保護装置 (deal protection device) とは、「(買収の) 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」と定義される。玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』中央経済社196頁注17(2009年)など。
- 3 Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A. 3d 304 (Del. 2015). 邦語による解説として、拙稿「合併に関する取締役の責任追及訴訟における審査基準の決定」商事2159号66頁。
- 4 William T. Allen, Reiner Kraakman & Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* 443 (3rd ed., 2009), at 533; Edward Rock, Paul Davis, Hideki Kanda &



- Reiner Kraakman, *Fundamental Change*, in *The Anatomy of Corporate Law*, at 184-185 (2nd ed., 2009).
- 5 See Ronald J. Gipson, Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply, 27 Del. J. Corp. L. 37, at 45-46 (2002). 白井・前掲注(1) 38-39頁は、このような認知上のバイアス(cognitive bias)の存在も踏まえれば、友好的買収の場面において買収対象会社の取締役が自らの利益を追求してしまうことは、一部の悪質な取締役のみに該当する話ではないと指摘する。
  - 6 Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. 1984). 邦語による解説として、伊勢田道仁「代表訴訟提起の事前請求が免除される場合と経営判断原則」近藤光男=志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究』商事法務22頁(2007年)。また、American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (1994), § 4.01 (c). 邦語訳として、証券取引法研究会国際部会編『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理: 分析と勧告」の研究』日本証券経済研究所(1994年)。
  - 7 取締役に対する損害賠償請求訴訟においては、経営判断の過程に義務違反があったかは重過失基準によって審査される。Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984); Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858, 873 (1985)。もっとも、ここでいう重過失は、取締役の判断が無謀である(reckless)と評価できるような不注意や無関心がある場合を意味し、不法行為法や刑法における重過失よりも厳しいと指摘される。William T. Allen, Jack B. Jacobs, & Leo E. Strike, Jr., *Realigning the Standard of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of VAN GORKOM and Its Progeny as a Standard of Review Problem*, 96 Nw. U. L. Rev. 449, 453 (2002)。
  - 8 白井・前掲注(1) 354頁注1265は、友好的買収の場面であっても、裁判所の後知恵に基づく誤った判断のリスクや裁判所による介入の脅威が存在することで、買収対象会社の取締役が過度にリスク回避的な判断を下すようになるリスクが存在すると指摘する。
  - 9 この論者は、Van Gorkom判決を友好的買収における経営判断に限って射程が及ぶものと理解し、一般的な経営判断の審査よりも厳格な基準を設けようとしたものと理解する。Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Trans Union Reconsidered*, 98 Yale L. J., 127, at 135-140 (1988)。なお、Technicolor判決(Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A. 2d 345 (Del. 1993))も含めてこの立場による解釈を整理した邦語文献として、白井・前掲注(1) 361頁以下を参照。
  - 10 たとえば、Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701, 710 (Del. 1983)。
  - 11 eBay Domestic Holdings Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1, at 36-37 (Del. Ch. 2010)。
  - 12 Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. 1986)。
  - 13 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務—買収対価の適切性について—」フィナンシャル・レビュー121号139頁(2015年)。
  - 14 Barkan v. Amsted Industries, Inc., 634 A. 2d 1279, 1285 (Del. 1989)。
  - 15 Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc., 650 A. 2d 1270, 1289-1290 (Del. 1994); In re Santa Fe

Pacific Corporation Shareholder Litigation, 669 A. 2d 59, 71 (Del. 1995).

- 16 以下の整理は飯田・前掲注(13)139頁を元にした。
- 17 Paramount Communications, Inc., v. Time Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).
- 18 Paramount Communications, Inc., v. QVC Network, 637 A. 2d 34 (Del. 1994).
- 19 なお、合併対価における現金と株式の割合が半分ずつであったケースについて、Revlon基準の適用を認めた裁判例として、In re Smurfit-Stone Container Corporation Shareholder Litigation, C. A. No. 6164-VCP, 2011 Del. Ch. LEXIS 79 (Del. Ch. 2011)。もっとも、同判決によって、合併対価における現金と株式の割合が等しい場合には常にRevlon基準が適用されるとまでは言い切れない。
- 20 すでに受けている競合提案の検討だけではなく、他の買収者を探すために、合併契約等の締結前にオークションを行うことや、契約締結の前後にマーケット・チェックを行うことなども含まれる。なお、go-shop条項を中心に、マーケット・チェックに関する議論を整理・分析した先行研究として、船津浩司「対抗買収出現機会の確保：アメリカにおける涉獵許容（Go-Shop）条項の活用を参考に（1）（2・完）」民商144巻6号714頁、145巻2号201頁（ともに2011年）。
- 21 もし取締役が買収者との間で、買収後の会社における地位や待遇を保証する旨の約束を交わしていた場合には、その内容を株主に開示しなければ、暫定的差止めの対象となるおそれがある。In re Lear Corporation Shareholder Litigation, 926 A. 2d 94 (Del. Ch. 2007)。また邦語による紹介として、拙稿「取引保護条項の有効性と合併交渉を主導した取締役の利害関係」近藤光男＝志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究【第2巻】』商事法務152頁（2012年）。
- 22 Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A. 2d 914 (Del. 2003)。邦語による解説として、棚橋元「オムニケア判決—取引保護条項の有効性—」野村修也＝中東正文『M&A判例の分析と展開』経済法令研究会259頁（2007年）。
- 23 fiduciary out条項（信認義務違反回避条項などと訳される）とは、対象会社の取締役が負う信認義務との関係で、他の競合提案を検討することが必要となる場合には、当該取締役が合併契約における取引保護条項に違反する行動をとったとしても、その行動を許容する旨を示した条項を指す。
- 24 Time, 571 A. 2d 1140.
- 25 なお、支配権の移動を伴う取引については、Revlon基準が適用されることは前述した。
- 26 Omnicare判決を肯定的に評価するものとして、Brian JM Quinn, Bulletproof Mandatory Rules for Deal Protection, 32 J. Corp. L. 865, (2007)。
- 27 Sean J. Griffith, Deal Protection Provisions in the Last Period of Play, 71 Fordham L. Rev. 1899, 1913 (2003) ; Wayne O. Hanewicz, When Silence Is Golden: Why the Business Judgment Rule Should Apply to No-Shops in Stock-for-Stock Mergers, 28 J. Corp. L. 205,226 (2003) ; Stephen J. Lubben & Alana J. Darnell, Delaware's Duty of Care, 31 Del. J. Corp. L. 589, at 620-23 (2006)。またStrine判事は、「合併契約には最終的に株主の承認が必要となることから、取締役の経営判断と同視できない」としていた。Leo E. Strine, Jr., Categorical Confusion: Deal Protection Measures

- in Stock-for-Stock Merger Agreements, 56 Bus. Law. 919, 933 (2001).
- 28 Steele判事は「Omnicare判決はショウジョウバエよりも短命となるであろう」と揶揄していた。David Marcus, Man of Steele, D&O Advisor, Sept. 2004, at 16. 現在でもOmnicare判決は、経営判断原則に関するSmith v. Van Gorkom判決などと並んで、デラウェア州最高裁判決の中でも最も異論の多い判決として紹介される。Megan W. Shaner, Revisiting Omnicare: What Does Its Status 10 Years Later Tell Us?, 38 J. Corp. L. 865, 867 (2013).
- 29 Omnicare, supra note 22, at 943 n. 102 (Veasey, C. J., dissenting). また少数意見は、仮にUnocal基準を適用したとしても、事実関係からすれば、本件の取引保護条項は多数意見が述べるような強圧的・抑止的なものではなく、むしろ合理的なものであったとも指摘する。
- 30 Wayne O. Hanewicz, When Silence is Golden: Why the Business Judgment Rule Should Apply to No-shops in Stock-for-Stock Merger Agreement, 28 J. Corp. L. 205, at 230-233 (2003).
- 31 企業買収の件数に関しては、2003年に米国で報告された公開会社の合併件数は101件であるが、2004年から2011年までは215件から453件の間を推移しており、否定論者の懸念は現実化していないとの分析が見られる。Shaner, supra note 28, at 873. もっとも、この懸念が現実化していないのは、以下で取り上げるように、実務の進展や衡平法裁判所による調整の影響もあると考えられる。
- 32 In re Bear Stearns Litig., 870 N.Y. S. 2d 709, 734 (N.Y. 2008).
- 33 Ehrenhaus v. Baker, 08 CVS 22632, 2008 NCBC LEXIS 21, at 36, 41-45 (N. C., 2008).
- 34 Orman v. Cullman, C. A. No. 18039, 2004 Del. Ch. LEXIS 150 (Del.Ch. 2004). 邦語による解説として、拙稿「合併交渉において競合取引を排除する旨の議決権契約を締結した取締役の信認義務」商事1853号54頁（2008年）。
- 35 Shaner, supra note 28, at 873は、fiduciary out条項の存在にくわえて、少数株主の多数の承認を受けなければ合併が成立しないという点が、本件のポイントであったと指摘する。
- 36 白井・前掲注（1）400頁。E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments, 153 U. Pa. L. Rev. 1399, 1461 (2005).
- 37 In re OPENLANE, Inc. Shareholders Litigation, C. A. No.6849-VCN, (Del. Ch. 2011). 本件の合併契約には、厳格なno solicitation条項が設けられる一方で、fiduciary out条項は設けられていなかった。同判決を紹介する邦語文献として、拙稿「米国の友好的買収におけるOmnicare判決の今日的意義—近年のデラウェア州裁判例および学説による評価—」大阪府立大学経済研究59巻2 = 4号56頁以下（2014年）を参照。
- 38 Brian JM Quinn, Omnicare: Coercion And The New Unocal Standard, 38 J. Corp. L. 835, at 862 (2013).
- 39 この指摘は、Revlon基準に関しても妥当するものといえる。
- 40 大株主が取締役を兼任している場合や、取締役と株主が十分にコミュニケーションを図ることができる場合などが該当する。

- 41 DGCL § 228 (a). 定款に別段の定めがない限りにおいて、総議決権を有する株主が出席した株主総会において決議を行うのに必要な最低数を超える数の議決権を有する社外株主から、会社に対し、書面によって同意が示された場合には、会社は、総会の開催や事前通知、議決を行うことなく、当該事項を実施することができる（要約）。
- 42 Omnicare判決のいう取引の既成事実化と見なされるおそれがある。Quinn, supra note 38, at 846-847 (2013).
- 43 なお、OPENLANE判決よりも先にsign-and-consentがUnocal基準に抵触しないとされた例として、Transcript of Oral Argument, Optima Int'l of Miami, Inc., C. A. No. 3833-VCL (Del. Ch. 2008).
- 44 もっとも実際には、sign-and-consentが用いられるのは、株主の多数の承認が得られる見込みがある場合である。
- 45 さらに、友好的買収に限らず、Unocal基準に基づく審査においては、独立取締役の役割が重視されているとの指摘もある。片山信弘「取締役の信託義務と審査基準」大阪学院大学法学研究41巻2号10頁（2015年）。なお、Mary Siegel, The Illusions of Enhanced Review of Board Actions, 15 U. Pa. J. Bus. L. 599, 619-621 (2013) によれば、2011年までにUnocal基準が適用された47件の裁判例において、基準を満たすと判断されたものが37件あり、そのうち31件が取締役会の多数を独立取締役が占めていた事案であるとされる。一方、Unocal基準違反が認められた10件のうち、5件は取締役の多数に独立性が認められない事案であった。Id, at 622-623. もちろん、裁判所の判断は各事案における様々な事実関係を踏まえて下されるものであり、このデータのみで、取締役会の多数を独立取締役が占めていればUnocal基準をほぼ無効化できるとは断定できない。ただ、元々はある程度厳格な基準として導入されたUnocal基準が、現在でも取締役にとって大きな脅威になっているとは言いがたいこと、そして多くの裁判例においては独立取締役の存在が意識されていることまでは読み取れようか。
- 46 Paramount v. QVC, 637 A. 2d 34, 41 (Del. 1994) ; Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A. 2d 1361, 1385-86 (Del. 1995).
- 47 Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A. 2d 1279, 1286 (Del. 1989).
- 48 会社によって直面している状況は異なるためである。Lyondell Chemical Co. v. Ryan, 970 A. 2d 235, 243 (Del. 2009).邦語の解説として、藤林大地「会社の売却と取締役の誠実義務」商事1891号42頁（2010年）。
- 49 Guhan Subramanian, Go-shops vs. No-shops in Private Equity Deals, 63 Bus. Law, 729, at 737 (2008).
- 50 Revlon判決の文言からは、オークションが常に要求されると理解する余地があり、この点につきかつて論争があった。一連の学説や裁判例については、白井・前掲注（1）の第2章第3節第3款に詳しい。
- 51 Mills Acquisition Co. v. Macmillan Inc., 559 A. 2d 1261 (Del. 1989). 邦語による解説として、楠本純一郎「企業買収者の差別的取扱いにおける取締役の行為基準」商事1293号33頁（1992年）。

- 52 go-shop条項とは、当初の買収提案に合意した後の一定期間、対象会社に対してより良い条件を提示する他の買収者を積極的に探すことを認める条項を指す。go-shop条項は、買収対象会社の株主が受ける売却価格を最大化しうるものとして2004年以降利用が増加している。C. M. Sautter, *Shopping During Extended Store Hours: From No Shops To Go-Shops*, 73 *Brook. L. Rev.* 525 (2008).
- 53 *In re Topps Company Shareholder Litigation*, 926 A. 2d 58 (Del. Ch. 2007) ; *Lear*, 926 A. 2d 94.
- 54 プライベート・エクイティ・ファンドなど、投資目的で買収を行う者を指す。
- 55 自社の事業拡大などを目的として買収を行う者を指す。
- 56 *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, 924 A. 2d 171 (Del. Ch. 2007). 邦語による解説として、徳本稔「ネッツマート事件」中東正文＝大杉謙一＝石綿学編『M&A判例の分析と展開Ⅱ』経済法令研究会（2010年）286頁。
- 57 *OPENLANE, C. A. No.6849-VCN*. 本判決は、sign-and-consentなどの審査基準としてはUnocal基準を用いるが、取締役による市場調査等についてはRevlon基準を用いている。拙稿・前掲注（37）57頁以下参照。
- 58 *C & J Energy Services, Inc. v. City of Miami General Employees'*, 107 A. 3D 1049 (Del. 2014). 邦語による解説として、拙稿「多数株主の出現を伴う合併における取締役会の裁量」商事2096号42頁（2016年）。ただし、本件ではRevlon基準が適用されるか否かは明言せず、適用されると仮定した上で判断を行なっている。
- 59 この傾向は友好的買収に限られない。Siegel, *supra* note 45, at 629-631によれば、2011年までにRevlon基準が適用された39件の裁判例のうち、基準を満たすと判断されたものは31件であり、適用事案の大多数において、取締役の義務違反が否定されている。片山・前掲注（45）12頁はこの状況を、裁判所が司法の審査の代わりとして、独立取締役や株主、取引市場に監督機能を果たさせている結果と分析する。
- 60 *Lear*, 926 A. 2d 94. 本件では、合併交渉を主導した取締役が、買収者から退職金相当額の経済的利益を保証されていたが、その旨を委任状説明書において説明していなかった。
- 61 *Netsmart*, 924 A. 2d 171, 199. 友好的買収に限らず、デラウェア州では、株主の行為を求める取締役に対して、取締役の管理下にあるすべての重要な情報を十分かつ公正に開示することが要求される。*Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75, 84 (Del. 1992).
- 62 A社に対するマネジメント料は、純資産の12分の1の1.75%にあたる基本料に、インセンティブ報酬と諸経費を加えた額とされた。なお、H社はA社に対しマネジメント料として、2011年に6,050万ドル、2012年に6,580万ドルを支払っている。
- 63 マネジメント契約には、解約料として直近2年間のマネジメント料の平均額の4倍を支払うことが定められていた。原告の主張によれば、2012年12月31日に解約する場合の解約料は約2億5,260万ドルとなる。
- 64 *In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation*, 101 A. 3d 980 (Del. Ch. 2014).

- 65 Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 811 (Del. 1984).
- 66 Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc., 650 A. 2d 1270, 1290 (Del. 1994).
- 67 なお、KKRに支配株主としての信認義務違反があったとする原告の主張については、そもそもH社の持分を1%未満しか持たないKKRが支配株主にあたるかが問題となったが、原審は、KKRがH社取締役の選任権や取締役会の判断に対する拒否権などを持たず、また本件合併に関する取締役会の判断に介入した証拠もないとして、これを否定している。
- 68 支配株主による少数株主の締め出しの場面に関するデラウェア州裁判例の推移を詳細に分析する先行研究として、寺前慎太郎「上場子会社の完全子会社化の場面における支配株主・少数株主間の利害調整 —デラウェア州における判例法理の把握とその分析を中心に—」同志社法学64巻4号115頁（2012年）。
- 69 In re Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation, 663 A.2d 1194 (Del. Ch.1995) . 邦語による紹介として、志谷匡史「取締役の利益相反と株主総会承認決議の効果」近藤光男=志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究』商事法務172頁（2007年）。
- 70 Gantler v. Stephens, 965 A. 2d 695 (Del. 2009).
- 71 J. Travis Laster, The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny, 40 WM. Mitchell L. Rev. 1443 (2014).
- 72 もっとも、後述するように、本判決の射程が完全公正性基準が適用されない事案に限られるかは、その後の裁判例でも判断が分かれる。限定されると解するものとして、City of Miami Gen. Employees v. Comstock, No. CV 9980-CB, 2016 WL 4464156 (Del. Ch. Aug. 24, 2016). 限られないと解するものとして、Larkin v. Shah, No. CV 10918-VCS, 2016 WL 4485447 (Del. Ch. Aug. 25, 2016).
- 73 Singh v. Attenborough, 137 A. 3d 151, 151-152 (Del. 2016).
- 74 なお、本判決は、支配株主の該当性判断において、従来の裁判例に沿う形で実質的支配の判断要素を示した点にも事例的意義が認められる。