



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における議論の整理

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2014-03-26 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	https://doi.org/10.24729/00000963

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における議論の整理－

古川 朋雄

はじめに

一. Omnicare判決の判断枠組みと評価

1. 事案の概要と判旨
2. 学説及び実務の評価

二. 実務及び衡平法裁判所による調整

1. 議決権契約の利用可能性の確保
2. sign-and-consentの許容

三. Omnicare判決の今日的意義

1. 衡平法裁判所による射程の制限
2. fiduciary out条項の必要性
3. 取引保護条項の審査基準

おわりに

はじめに

友好的企業買収に関しては、特定の相手方との交渉中に新たな買収者から競合提案がなされた場合に、買収の対象となった会社（以下「対象会社」という。）の取締役はどう対応すべきかという問題が生じる。我が国においても、当時のUFJグループを巡る裁判所での争い⁽¹⁾を通じて、友好的買収における取引保護条項⁽²⁾の有効性や対象会社の取締役が負うべき義務に関する検討が盛んに行われるようになった⁽³⁾。

友好的買収に関しては、米国において合併契約等に多種多様な取引保護条項を設けるとい実務が浸透しており、その有効性や対象会社取締役の信認義務との関係について、特にデラウェア州に判例の蓄積が見られている。中でもリーディングケースとされる2003年のOmnicare判決⁽⁴⁾においてデラウェア州最高裁は、友好的買収において対象会社取締役は、合併契約締結後に競合提案に対応できるように、取引からの退路を確保しておく必要があるとの見解を示し、合併契約におけるfiduciary out条項⁽⁵⁾の重要性を指摘した。

しかしこの判決に対しては、当初より実務及び学説による批判や懸念が強く示されており、判断内容の妥当性や判決の射程について様々な議論が行われてきた。そして、衡平法裁判所による裁判例にも、同種の事案に対する判断に際して、Omnicare判決の射程を限定的に捉える傾向が見られている。

そこで本稿では、Omnicare判決後の実務・学説の反応と衡平法裁判所の裁判例を整理し、現在、デラウェア州において同判決がどのような意義を有しているのかについて検討を試みる。Omnicare判決は、判決が下された当初から我が国においても注目されており⁽⁶⁾、その意義や射程を再確認することは、我が国における友好的買収に関する議論においても重要な意義を有するものと思われる。以下では、まずOmnicare判決の内容と評価について確認した上で、同判決後の実務上の対応および衡平法裁判所の裁判例を概観し、今日におけるOmnicare判決の意義や射程を検討する。

一. Omnicare判決の判断枠組みと評価

1. 事案の概要と判旨

Omnicare判決の今日的な意義を検討するに当たり、まず同判決がどのような事案において、いかなる判断枠組みを用いたのかを確認しておくこととする。

【事案の概要】

NCS Healthcare, Inc. (以下「N社」という。)は、医薬品の提供サービス等を業とする公開会社である。N社の業績は1999年から2000年にかけて急激に悪化し、N社取締役会は再建支援を求めて、複数の企業と交渉を重ねた。しかし交渉は難航し、2001年4月にN社は債務不履行に陥った。

2001年夏頃、N社はOmnicare, Inc. (以下「O社」という。)との間で交渉を行った。しかしN社の破産手続への移行とその手続における資産譲渡を求めるO社の提案は、N社取締役会の意向に沿わず、また資産譲渡の価格もN社の債務を完済するには満たない額であった。

2002年になってN社は、O社と同様に医薬品の提供サービスを業とするGenesis Health Ventures, Inc. (以下「G社」という。)との合併について協議を開始した。G社の提案は、N社の債権者は全額弁済を受けるか、もしくは合併後の会社が債務を承継することで保護され、またN社の株主には1株につき約1ドルの対価が交付されるというものであった。N社の独立委員会及び取締役会は、債権者及び株主の利益を考慮して、G社が要求していた排他的交渉条項 (exclusively agreement) を受け入れることを決定した。

N社とG社の合併が自社にとって競争上の脅威となることを恐れたO社は、N社に対して、

デューディリジェンスの実施等を条件として、N社の債務を全額弁済すると共に、N社株主に対して1株3ドルの対価を交付する旨の合併提案を行った。しかしN社取締役会は、O社の提案は条件付きであることから撤回される可能性があると考え、確実な成立を見込めるG社との合併を選択した。

G社との合併契約には、N社取締役会に対し、株主にG社との合併を推奨するか否かに関わらず、株主総会にG社との合併案を付議しなければならないこと等が定められ、違反した場合には600万ドルを支払う旨の解約料条項が設定された。この合併契約にはfiduciary out条項は設けられていなかった。さらにG社は、N社の総議決権の過半数を有する2名の大株主（いずれもN社の取締役）との間で、N社株主総会においてG社との合併に賛成するよう求める議決権契約（voting agreement）を締結した。これらの条項により、G社との合併は成立することが確定的な状況となった。

O社は、N社株式を1株3.5ドルで買い付ける旨の公開買付を開始するとともに、合併の差止を求める仮処分の申立てを行った。またN社株主も、取締役の信認義務違反を主張して、クラスアクションを提起した。原審であるデラウェア州衡平法裁判所は、N社の取締役に信認義務違反は認められないと判断したため⁽⁷⁾、各当事者がデラウェア州最高裁に上訴し、手続が併合された。

【判旨】

デラウェア州最高裁判所の判断は3対2に分かれた⁽⁸⁾。多数意見は概ね以下の通り判断し、取締役の信認義務違反を認めた。

友好的な買収において取引保護条項が設けられる場合においても、敵対的買収に対する防衛策の場合と同様に、取締役と株主との間で潜在的な利益相反の関係が成立することから、経営判断原則よりも高度な審査基準（enhanced scrutiny）が用いられるべきである。適用される基準は合併後の支配権変動（change of control）の有無によって異なり、支配権の変動が生じる場合にはRevlon基準⁽⁹⁾が適用されるが、支配権の変動を生じない場合にはUnocal基準⁽¹⁰⁾が適用される。

本件ではUnocal基準が適用される。被告側は、「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、さらに他に競合する取引がないこと」、「本件の取引保護条項が威圧的（coercive）または排他的（preclusive）でなく、かつ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」をそれぞれ立証しなければならない。

支払不能状態にあるN社にとって、取引保護条項を拒否することによってG社との合併を失う可能性があるということは、会社の方針や効率性に対する脅威が存在するといえる。

しかし本件では、取引保護条項や議決権契約によって、G社以外の者による買取は「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ことから、本件取引保護条項は強圧的 (coercive) かつ抑止的 (preclusive) であるといえる。

対象会社取締役は、合併契約締結後によりよい競合提案を受けた場合、株主、特に少数株主の利益を保護するために行動することが、信認義務上求められており、本件のように、特定の買取者との合併成立を確定させてしまうような取引保護条項は、対象会社取締役による適切な信認義務の履行を妨げるため、無効であり、執行することはできない。

2. 学説及び実務の評価

本判決は、対象会社取締役の信認義務の一環として、経営者同士の合意により合併契約が締結された後も、よりよい競合提案を受け入れられるよう取引からの退路を確保しておくことを求めたものといえることができる。本件ではN社が支払不能状態にあったことから、N社取締役会は取引成立の確実性を重視してG社との取引を選択したという事実関係が存在したが、デラウェア州最高裁は、このような事情の下でも、第三者による買取の可能性を完全に排除するような強固な取引保護条項は認められないとした。

このように厳格な判断に至ったのは、デラウェア州最高裁が、友好的買取における潜在的な利益相反に対する対処の必要性を強く認識していたためであると説明される。すなわち、友好的買取においては、対象会社取締役が交渉を通じて合併後の自身の待遇や報酬等について優遇されるように買取者と取引を行うことで⁽¹¹⁾、本来株主に支払われるべき利益の一部を奪う可能性がある⁽¹²⁾。この潜在的な利益相反への対処として、本判決は、裁判所が介入して審査を行うことを選択し、支配権の移動の有無という要素によって、利益相反のおそれが高い事案とそうでない事案を区別しようとしたと理解するものである。

また本判決は、全ての友好的買取につ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り、実務上、本判決以後は同条項の利用が大幅に増加したとされる。

このように本判決は取引保護条項の有効性の審査を厳格に行う旨を示したが、実務及び学説からは多くの批判がなされている⁽¹³⁾。

まず、そもそも敵対的買取の事案における審査基準であるUnocal基準やRevlon基準を友好的買取の事案に適用することがはたして妥当かについて、疑問が呈されている。Omnicare判決の少数意見は、Unocal基準は敵対的買取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本件においては経営判断原則を適用するべきであると指摘しており⁽¹⁴⁾、この見解は学説上も一

定の支持を受けている。また、実務上の問題として、受けた買収提案を確実に成立させるような取引保護条項の利用が認められなくなると、取引の確実性が阻害され、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。

一方、これらの批判に対しては、その全てが当てはまるわけではなく、また本判決には一定の意義が認められると肯定的に評価する見解も見られる。

取引保護条項の審査基準に関しては、Time判決⁽¹⁵⁾以後、支配権移動の生じない友好的買収において、後出の買収提案から取引を守ろうとする取締役の判断は、経営判断原則による保護を受けるとの認識が実務家を中心に広まっており⁽¹⁶⁾、そのような状況において、Omnicare判決がその認識を正し、より高度な審査基準が適用される旨を明確に示したことには意義があったとも評価されている⁽¹⁷⁾。また、企業買収の件数の変化については、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⁽¹⁸⁾、当初の懸念は現実化していないと指摘される⁽¹⁹⁾。もっとも、合併件数への影響が見られなかったのは、経済情勢の変化に加え、次項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による部分が大きいと考えられる。

二. 実務及び衡平法裁判所による調整

Omnicare判決以後、実務ではこの判決に抵触せず取引の確実性を確保するにはどうすればよいか、試行錯誤が繰り返されている。そしてデラウェア州衡平法裁判所もOmnicare判決の射程を限定的に捉え、事案に応じた判断を行うものが見られている。

以下では、3件の衡平法裁判所の判断をもとに、後の裁判例や実務においてOmnicare判決がどのように捉えられているかを概観する。

1. 議決権契約の利用可能性の確保

議決権契約はM&A取引の当事者にとって、取引の確実性を高める有用なツールである。Omnicare判決は、総議決権の過半数を有する株主との間で議決権契約が締結された事案について取引の効力を否定したものの、あらゆる企業買収において議決権契約の利用を禁じたわけではなく、その射程は第三者との買収を完全に排除するような効果が生まれる場合に限定されると解する余地があった。そのため同判決以降は、どのような議決権契約であれば許容されるのかが模索されるようになった。

実務では、議決権契約の相手方となる株主の持分割合を従前より低く押さえる傾向が見られるようになった。Omnicare事件においては、過半数の株主が議決権を拘束されたがゆえにG社との合併成立が既成事実化したと判断されたことから、議決権契約の相手方以外の株

主によって取引を否決できる状況を確認しておけば、取引の効力が否定されることはないと考えられたためである。そこで2004年以降、デラウェア州の弁護士の間では、議決権契約を締結する株主の持分割合が40%程度であれば、Omnicare判決の適用を免れることができるとの認識が広まったとされる⁽²⁰⁾。

また、たとえ議決権契約を締結する株主の持分割合が過半数を超える場合であっても、fiduciary out条項等の利用によって第三者との合併を実現する可能性を確保できるのであれば、取引の有効性が認められる余地があることが、デラウェア州衡平法裁判所によって示された。この判決は、Omnicare判決の射程を限定的に解し、議決権契約の利用可能性を確保した判決として意義があることから、以下でその内容を確認しておくこととする。

Orman v. Cullman⁽²¹⁾

【事案の概要】

創業者一族であるCらが取締役等を兼任し、かつ総議決権の過半数を有しているG社は、S社から三角合併の提案を受けて、合併契約を締結した。当該合併契約にはfiduciary out条項が設けられたが、解約料条項は設けられていなかった。さらにS社は合併契約の締結と並行して、大株主であるCらとの間で議決権契約を締結した。この議決権契約には、合併契約締結後18ヶ月の間、Cらの保有するG社株を売却しないこと、またS社の提案と競合するような合併提案がなされた場合、Cらは株主として、株主総会で反対票を投じるべきことが規定されていた。

Cらは自身の有する普通株式の議決権について、他の一般株主の賛否と同じ割合で行使することを決めた。そのため、S社との合併成立には一般株主の多数の賛同を得る必要があったが、株主総会では株主の99%以上の賛成によって合併は承認された。これに対してG社の少数株主は、G社取締役の信認義務違反等を主張してクラス・アクションを提起し、議決権契約が株主総会での株主の投票を威圧した等と主張した。

【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所は、概ね以下のように述べて原告の主張を退けた。

原告が主張の基礎とするQVC判決⁽²²⁾は、合併契約等において取締役会に信認義務の履行を制限するような行動を強いる趣旨の条項が含まれている限りにおいて、当該合併契約等は無効であると判示したものであり、Omnicare判決も同様の立場に立つ。しかしながら、本件の議決権契約はCらが株主としての立場において締結したものであり、Cらの取締役および役員としての義務を何ら制限するものではない。

本件においては、交渉中にS社側から求められた各条項の導入に応じなければ本件合併提

案を失うおそれがあり、また他に第三者からの競合提案はなかったことから、会社の方針や効率性に対する脅威が存在すると認められる。

そして本件の取引保護条項は、契約の成立に不可欠であり、取引外の理由で株主に影響を与えたわけではない。また第三者を締め出すような取り決めはあったものの、Omnicare事件のように「既成事実」を作り出すほどのものではなく、一般株主には本件合併を拒否する権限も残されていた。それゆえにfiduciary out条項も有効に機能する状態が確保されており、本件の取引保護条項が許されないほど威圧的であったとはいえない。また、S社による合併提案を失うということは、G社株主にとっても相当なプレミアムを失うこととなり、他に競合する提案もなかったことから、S社の合併提案の実現に向けて尽力した取締役会の行動には合理性がある。

【検討】

Orman判決は、Omnicare判決を踏襲して、友好的買取の事案についてUnocal基準を用いて判断を下したものであるが、事案の違いから、本件ではG社の取締役は取締役としての信認義務を果たすことが可能であったと述べた。すなわち、本件の取引保護条項は過度に強圧的なものではなく、もし合併契約の締結後に第三者から競合提案がなされたならば、O社取締役はS社の提案と比較検討して、場合によってはS社との取引から手を引くことも可能であったと判断している。

本件の事案では、合併契約中にfiduciary out条項が設けられていたという点で、Omnicare事件との違いがあり、この点が結論に大きな影響を与えていると評価される。

Omnicare判決はfiduciary out条項がそもそも設けられておらず、第三者との交渉が契約上許容されていない事案であった。この事案においてデラウェア州最高裁は、fiduciary out条項の重要性を指摘して実務に大きな影響を与えたが、当該条項の有効性などについては触れていなかった。一方Orman判決は、対象会社取締役の信認義務違反の有無を判断するにあたり、単に合併契約中にfiduciary out条項を設けるだけでは足りず、競合提案を受けた場合に当該条項が有効に機能しうる状況が確保されていることを重視している。そして本件のCらは、株主としての権利行使は議決権契約によって制約を受けていたものの、取締役としての行動は制限されておらず、適切に自らの信認義務を果たすことが可能であったと判断した。

もっともこの判示は、やや強引であるとも批判される。確かに理論上は株主と取締役は別個の地位ではあるとはいえ、両方を兼ねる者が、株主としては合併に賛成し、取締役としては他の取引との比較検討を誠実に行うということが、実際に期待できるのかは疑問である。取締役でもある株主が特定の買取者と議決権契約を締結した場合は、取締役としての行動にも事実上のバイアスがかかることは十分あり得よう。

それゆえにOrman判決で重要なのは、fiduciary out条項の存在に加え、合併承認には少数株主の多数による賛成が不可欠であった点にあると考えられる⁽²³⁾。すなわち、取締役でもある大株主が議決権契約を締結した場合であっても、本件のように最終的な株主総会での承認手続において少数株主の判断によって否決することができるのであれば、Omnicare事件とは違って、当該取引からの退路は事実上確保されているといえよう。

このように考えれば、Orman判決はOmnicare判決について、議決権契約を含めた一連の取引から総合的に判断して、第三者からの競合提案が成立しうる事実上の余地を確保することを、対象会社取締役に対して求めた判決と捉えたものと解することができる。

Orman判決に対しては、そもそもOmnicare判決の射程を限定的に捉えようとする意図があり、事実関係の違いという論理を用いてその適用を回避した判決であるとの理解が見られる。そして本判決以降、同様のロジックによってOmnicare判決の適用を免れようとする裁判例が見られるようになった。ただしOrman判決は、判断枠組みとしてはOmnicare判決を踏襲していることから、その先例的な意義までも否定したわけではないという点には注意を要する。

2. sign-and-consentの許容

また近年の実務においては、デラウェア州一般会社法228条⁽²⁴⁾を根拠として、合併契約締結から間を置かず株主の多数から合併契約に対する同意書(written consent)を取り付けるという手法が利用されるようになった。この手法はsign-and-consentと呼ばれており、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⁽²⁵⁾において、特定の買収者と合併契約を締結すると同時もしくは数日以内に、承認決議の要件を満たす多数の株主から書面によって承認を取り付けることを、取引の成立条件として合併契約中に定めるというものである。この手法によれば、株主総会を開催することなく、また契約締結とほぼ同時に株主からの承認を得ることができる。

この手法は通常、対象会社取締役が契約締結時において、株主の多数から賛成を得られる確信を持たない場合には利用することができないため、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。

一方、この手法は契約締結から株主の承認までの間が短く、第三者から買収提案を受ける可能性が極めて低くなることから、Omnicare判決のいう取引の既成事実化が行われたと見なされる可能性も指摘される。しかし以下で挙げるように、デラウェア州ではこの手法の適法性を認める衡平法裁判所の裁判例が存在する。

(1) *Optima Int'l of Miami, Inc. v. WCI Steel, Inc.* ⁽²⁶⁾

【事案の概要】

鉄鋼関連業を営むW社は、2名の株主によって議決権の過半数を支配されている閉鎖会社である。2006年3月頃、倒産の危機に瀕したW社は自社の売却を計画し、22の潜在的な買収者に対する意向調査を行い、O社とS社の2社を買収先の候補として入札手付きを開始した。W社の支配権移動に関しては、全米鉄鋼労働者組合（the United Steelworkers Union）が拒否権を有していたことから、両社はその支持を得るために買収価格を引き上げた。この時点でO社の買収価格は1億5000万ドル、S社の買収価格は1億100万ドルとなったが、最終的には、低い価格を提示したS社が組合の支持を受けることとなった。

W社取締役会はS社に対し、取引を進める条件として買収価格を1億4000万ドルに引き上げることを求めた。S社はこの要求を受け入れたが、その代わりとして、契約締結後24時間以内に大株主2名から同意書による承認を受けるよう求めた。W社はこの要求を受け入れてS社と合併契約を締結し、その後24時間以内に大株主2名から同意書を取り付けた。

これに対して、W社の少数株主とO社が、W社取締役会は判例上許容されないロックアップを行った等と主張して、合併の暫定的差止めを申し立てた。

【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所は以下のように述べて、暫定的差止めの申立てを退けた。

本件においてW社取締役会は、買収価格は高いが不成立の可能性があるO社の提案よりも、買収価格は低いが確実な成立が見込めるS社の提案の方が株主にとって望ましいと判断した。そして本件では、取締役が推奨する取引の一部として株主による投票が組み込まれている。この取締役の判断は、W社が倒産の危機に瀕しているという事情も考慮したものである。さらにO社との取引は確実に成立するとは限らない状況にある。そして同意書による株主の投票は、時間が限られているものの、本件取引において法が予定する次の段階にすぎない。

デラウェア州会社法上、取締役による合併契約締結から株主による投票までの期間について、特別に定めた規定はない。また証拠上も、取締役に信認義務違反があったとは認め難い。

【検討】

Optima判決は、デラウェア州においてsign-and-consentの適法性が認められた最初の裁判例である。本判決によって実務家の間には、対象会社の定款で同意書による承認が禁止されておらず、かつ、大株主の持分割合が過半数に到達する場合であれば、交渉中の取引が成立する確実性を事実上確保することができるとの理解が広まったとされる⁽²⁷⁾。

衡平法裁判所は、倒産の危機に瀕した閉鎖会社を買収の対象となった事案について、議決

権契約は締結されておらず、また合併契約にはfiduciary out条項が設けられていたことから、W社株主は、時間的な制約があったものの、自由に意思決定をすることはできたと判断した。本判決も、事案の違いから、Omnicare判決をそのまま当てはめることを避けたものといえる⁽²⁸⁾。

また本件は、倒産の危機に瀕した会社において、取締役会が買収価格よりも取引の確実な成立を優先させた事案であり、この点はOmnicare判決の事案に近い事実関係にあったといえる。Omnicare判決では判断に際してこのような事情は考慮されなかったのに対して、Optima判決は取締役会の判断をある程度尊重する姿勢を示している点が特徴的である⁽²⁹⁾。

(2) In re OPENLANE, Inc. Shareholders Litigation⁽³⁰⁾

【事案の概要】

OPENLANE, Inc. (以下「O社」という。)は、リース済み自動車等の売却 (selling off-lease vehicles) によって収入の90%を得ているデラウェア州の株式会社であり、O社の普通株式はいわゆるピンクシート銘柄であった。O社の株式は、CEOを含む取締役会のメンバー8名がその約60%を保有していた。

O社では、2011年から2012年にかけて深刻な業績悪化が見込まれていた。そこで取締役会は、自社売却の可能性を探るため、特定のストラテジック・バイヤー⁽³¹⁾を対象とする意向調査をM社に依頼した。この調査に対して、複数の会社がO社買収に興味を示したことから、O社はそのうち3社と交渉を重ね、よりよい取引条件の獲得に努めた。

最終的にO社取締役会は全員一致でK社による買収を進めることを決定し、O社とK社は買収契約を締結した。この契約には、買収対価としてK社は現金で2億1000万ドルを支払うこと、厳格なno-solicitation条項⁽³²⁾を設けること、不測の事態に対応するため、K社のために18ヶ月の間2600万ドルを預託すること等が定められたが、fiduciary out条項は設けられなかった。また本件契約には、締結後24時間以内にO社株主の多数から同意書を受けられなかった場合には、いずれの当事者も解約料を支払うことなく契約を解除することができる旨が定められていた。さらにクロージングの条件として、少なくとも75%以上のO社株主から同意書を受けなければ、K社は契約を解除することができる旨が定められていた。

契約締結の翌日にO社は株主の多数から同意書を受領し、K社による買収は承認されることとなった⁽³³⁾。これに対してO社の少数株主であるXらは、取締役会がO社の売却について適切な手続を踏んでおらず、また株主に対して重要な情報を開示していないとして、買収の暫定的差止めを求めて訴訟を提起した。

【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所は、買収者の決定や交渉過程などの審査にはRevlon基準を用い、取引保護条項等の審査にはUnocal基準を用いて、Xの主張をいずれも退けた。

①買収者の決定及び交渉過程について

支配権移動を伴う会社売却取引を開始する場合、取締役会は〔O社の〕株主に対して合理的に得ることのできる最大価格を確保する義務を負う。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。

O社の取締役会は、1年以上の間、特定の会社を対象とした市場調査を行い、そのうち株主価値の向上につながると判断した2社との取引を検討した。O社はM社から、正式なフェアネス・オピニオンを受けてはいないものの、M社から財務分析を受けて、契約締結の判断に必要な情報は入手している。

さらにO社は、取締役会の方針に従うのではなく、実際に取締役会が“経営している (managed-by)” 数少ない会社の一つである。そして本件の事実、取締役会がO社の事業を深く理解していた事を示している。

②取引保護条項の有効性について

本件ではK社による買収は既成事実とはなっていない。買収契約にはno-solicitation条項が設けられていたが、証拠上は、買収取引の一部として株主との議決権契約が締結されていたとは認められない。

本件買収契約は、株主に対して当該取引を押しついたり、他の提案を受け入れる権利を株主から奪ったりはしていない。実際に、もし取締役会による締結後24時間以内に、O社株主の多数が契約に同意していなければ、取締役会は解約料を支払うことなく、契約を解除することが可能であった。

【検討】**①審査基準の適用方法**

本判決は、経営判断原則よりも高度な審査基準を用いたという点では、Omnicare判決における多数意見の考え方を踏襲したものといえる。しかし、一つの事案についてUnocal基準とRevlon基準の両方を用いて判断を行っている点が特徴的である。

もっとも、買収者の決定及び交渉過程についてはRevlon基準を適用し、no-solicitation条項等についてはUnocal基準を適用するという使い分けが、従来の裁判例に沿うものといえる

かは明らかではない。特にOmnicare判決は、支配権移動を生じる場合には、取引保護条項の審査基準としてRevlon基準を用いる旨を明示していることから、少なくともno-solicitation条項等に関する判示部分は、審査基準の使い分けについてOmnicare判決とは異なる考え方を取ったものといえる。

②買収者の決定及び交渉過程の審査

本判決は、まず買収者の決定及び交渉過程について、Omnicare判決を引用した上でRevlon基準を適用する。この場合O社の取締役には、第三者による買収の可能性を探るなどして、株主価値を最大化することが求められる。そして、交渉中に取締役会が行った市場調査等の手続や行動の合理性などが、裁判所によって審査される。もっとも本判決は、Revlon基準を適用した場合には経営判断原則よりも厳しく審査を行う旨を明示してはいるものの、その内容は概ねO社取締役会の判断を尊重するものであり、実際には経営判断原則に近い考え方が取られているとの指摘も見られる。

とりわけ市場調査に関しては、従来の裁判例よりも柔軟な取り扱いがなされているといえる。従来の裁判例では、オークション手続や合併契約締結前後の市場における買収者探し、go-shop条項に従って契約締結後特定の期間に行う市場調査などが、Revlon基準を満たす手段として認められてきた。

一方、本件でO社が行った市場調査は、対象をストラテジック・バイヤーに限定して契約締結の1年以上前から継続的に行われたものであり、従来の典型的な調査方法とは異なっている。これまでも衡平法裁判所はRevlon基準を満たす市場調査の方法を柔軟に解する傾向にあったものの⁽³⁴⁾、調査対象に限定を加えることには否定的であったといえる。しかし本判決は様々な事実関係を元に⁽³⁵⁾、O社取締役会が行った市場調査がRevlon基準を満たすとの判断を下した。特に判決文では、O社取締役会が事業について「非の打ち所のない知識」を有していたという点について多くの言及が見られ、この要素に重点が置かれているようである⁽³⁶⁾。また本件のO社は、公開会社ではあるが規模は小さく、株主構成も取締役らが株式の多数を支配しているなど、閉鎖会社に近い特徴を備えていたことも、判断に影響していると思われる⁽³⁷⁾。

③sign-and-consent等の審査

本判決は、sign-and-consentやno-solicitation条項に関する審査においてUnocal基準を適用し、その有効性を認めた。この判示部分は、Orman判決以降の裁判例の流れを受けて、Omnicare判決の射程を少なくとも制限したものと理解されている⁽³⁸⁾。具体的には、公開会社が買収対象となった事案⁽³⁹⁾についてもsign-and-consentの適法性を認めた点と、必ずし

も全ての友好的買収においてfiduciary out条項を設ける必要はないことを明らかにした点に重要な意義がある。

本件ではfiduciary out条項が設けられていなかったことから、仮に議決権契約が締結されていれば（その内容にもよるが）Omnicare事件と同様の取引構造となり、買収契約の強圧性が肯定される可能性が高くなったものと考えられる⁽⁴⁰⁾。一方、本件で用いられたsign-and-consentも買収契約の相手方との取引を既成事実化する効果を生じるおそれがあることから、本件ではこの手法が議決権契約と同程度に当事者を拘束する効果があるといえるかが問題となった。

衡平法裁判所は、契約締結後24時間以内に株主の多数の承認が得られなければ、解約料を支払うことなく契約を解除することができたこと、そして議決権契約はなかったことから株主は自由に判断を行うことができたこと等を理由として、本件契約の強圧性を否定した。すなわち本判決は、取引保護条項の有効性を検討するにあたっては、当該取引を覆す可能性が確保されていることが重要であることを改めて確認した上で、sign-and-consentは議決権契約とは異なり、第三者との取引に乗り換える余地がまだ確保されていると判断したものといえる⁽⁴¹⁾。

Optima判決およびOPENLANE判決によって、デラウェア州におけるsign-and-consentの適法性が認められたことから、多くの実務家からは、Omnicare判決によって危ぶまれた取引の確実性の確保が可能となったと歓迎されている。

しかし学説には両判決に対し、以下のような批判を加えるものも見られる。すなわち、契約締結後24時間以内という期限の設定は、デラウェア州会社法に規定がないとはいえ、実際に他の買収提案を受け入れるにはあまりに短く、第三者からの買収提案が成立する実質的な可能性を備えているとはいいがたいことから、競合提案の出現及び成立を抑止しているとも評価できる⁽⁴²⁾。また、対象会社株主にとっても短時間での判断を迫られることになり、当該取引を事実上押しつけていると考えることもできる⁽⁴³⁾。そのように考えれば、sign-and-consentは抑止的・強圧的であり、Unocal基準を満たすものとはいえない、というものである。たしかに、第三者による競合提案の余地が事実上なくなるという意味では、議決権契約と同様の効果をもたらすということもでき、さらに株主の検討時間を大幅に奪う結果になるのであるから、この批判には説得力がある。

また本判決は、Omnicare判決があらゆる友好的買収についてfiduciary out条項が不可欠である旨を示したものではないことを明らかにした。

本判決は、Omnicare判決を引用しつつも、「デラウェア州の判例法上、契約にfiduciary out条項が設けられておらず、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」と述べる。そして、契約相手方である

K社が最高額を提示した本件について、Omnicare判決の適用を否定した。ただし本判決は、Omnicare判決の有効性まで否定したのではなく、その先例的価値を認めた上での判断であるといえる。ゆえに、fiduciary out条項を設けない取引が、Omnicare判決に従って無効とされる余地はまだ残されており、本判決によって実務からfiduciary out条項が消え去るということはないであろう。

三. Omnicare判決の今日的意義

1. 衡平法裁判所による射程の制限

上記の通り、Omnicare判決に対しては実務からの批判が強く、学説上もOmnicare判決以前から、友好的買収における取引保護条項の審査基準としては経営判断原則が望ましいとの主張が有力に主張されてきたところである⁽⁴⁴⁾。

そして、他の州の裁判例にはOmnicare判決と異なる立場による判断を行うものも見られている。例えば、ニューヨーク州最高裁は、「取引保護条項は経営判断原則によってのみ審査しうる」との見解を示しており⁽⁴⁵⁾、ノースカロライナ州最高裁も同様の判断を行っている⁽⁴⁶⁾。

さらに二. で確認した通り、デラウェア州においても、衡平法裁判所は事実関係の違いを理由として、Omnicare判決の適用を回避する傾向にある。この裁判例の傾向に対しては、Omnicare判決はもはやその活力を失ったとの評価もある。しかしながら多くの論者は、まだ同判決はその先例的意義を失っておらず、衡平法裁判所の判断とも整合的に理解できると解しており⁽⁴⁷⁾、少なくともデラウェア州においては、現在でも事案によっては、取引保護条項がUnocal基準やRevlon基準に基づく審査を受けて無効と判断されたり、合併等の暫定的差し止めが認められる余地は残されているといえよう。

もっとも、一連の裁判例によってOmnicare判決が適用される事案はきわめて限定されたといえる⁽⁴⁸⁾。まず、Optima判決及びOPENLANE判決により、sign-and-consentによる買収の事案に対するOmnicare判決の適用可能性は排除された。そのため、支配株主が存在する会社の買収において当事者が取引の確実な成立を望むのであれば、多くがこの方法を用いることになるであろう。よってOmnicare判決は事実上、対象会社が定款において同意書による決議を排除している場合、すなわち合併承認の決議を株主総会で行う必要がある場合にのみ適用されることになると思われる⁽⁴⁹⁾。

さらにOmnicare判決を適用するには、合併契約等が締結されてから株主総会決議までの間にある程度の期間があり、第三者からの競合提案を受ける可能性があること⁽⁵⁰⁾、そして対象会社に支配的な株主（もしくはそのグループ）が存在していることが必要になるとも指

摘される⁽⁵¹⁾。適用対象となる事案は対象会社が公開会社である場合が多くなると見られるが⁽⁵²⁾、公開会社が上記の要件を全て満たすような事案は稀であろう。

これほどOmnicare判決の射程が狭められたのは、実務家からの強い批判もさることながら、裁判所が合理性の審査を嫌った結果であると分析される⁽⁵³⁾。すなわち、Omnicare判決が要求したUnocal基準やRevlon基準に基づく審査には、いずれも取締役の行動の合理性について裁判所が審査するという手順が含まれる。しかし裁判所には、合理性の判断は本来、取締役の裁量に委ねられるべきであり、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いため、衡平法裁判所はできる限りOmnicare判決の適用範囲を狭める傾向にあると解される。Unocal基準を適用する場合に、取引保護条項の抑止性・強圧性について過去の裁判例があまり立ち入った判断を行わず、取締役の判断を尊重する傾向にあるのも同様の理由によるものであると理解する見解である⁽⁵⁴⁾。

この見解は、他州の裁判所が取引保護条項の審査に対して経営判断原則を適用していること、OPENLANE判決が実質的に対象会社取締役の判断を尊重するような判示を行っていることから説得的である。そのように解すれば、そもそも取引保護条項の審査基準として、Unocal基準やRevlon基準がふさわしいといえるかという根本的な疑問が生じよう。

これに対して、Omnicare判決を評価する見解からは、強固な取引保護条項が設けられる場合には、株主による最終的な判断権限が損なわれ、取締役に対する規律付けが機能しなくなるおそれがある⁽⁵⁵⁾ことから、裁判所が介入して詳細な審査を行うことには意義があると主張される⁽⁵⁶⁾。この見解はOmnicare判決の多数意見を理論的に説明する上で、説得力のあるものといえる。ただ、一部の論者からはUnocal基準やRevlon基準が時代と共にその脅威を失いつつあるとの指摘が見られるところであり⁽⁵⁷⁾、実際に適切な規律付けが実現されているかはいまだ別の検討が必要と思われる。

2. fiduciary out条項の必要性

Omnicare判決はあらゆる友好的買収においてfiduciary out条項を設けることを要求していると解する余地があった。しかしOPENLANE判決は、契約に同条項がなくともUnocal基準を満たしうることを明らかにした。

もっとも、実務においてfiduciary out条項の存在意義が失われたというわけではない。OPENLANE判決がどの程度の射程を持つのかは現時点では不明確であるため、事案によってはfiduciary out条項のない買収の有効性が否定される懸念はまだ残っている。そのため、fiduciary out条項を導入することにより、事後に裁判所によって取引自体が無効と判断されるリスクを軽減するという意義はある⁽⁵⁸⁾。また、当事者間のリスク分担を考慮した上で、契約条項として第三者との買収交渉を行うことができる旨を明示することの意義はまだ存在

するといえる⁽⁵⁹⁾。

対象会社取締役は第三者からの競合提案に備えて、取引からの退路を確保しておくことが信認義務上望ましいという理解は、程度の差はあるものの一連の裁判例に通じた考え方であると思われる。OPENLANE判決もこの考え方まで否定したわけではなく、必ずしも契約上 fiduciary out 条項という形で示す必要はないことを示したにとどまると解すべきであろう。

3. 取引保護条項の審査基準

上記の通り、取引保護条項の審査基準としては経営判断原則の方が望ましいと考える余地もあるが、少なくともデラウェア州においては、審査基準の決定についてもOmnicare判決が先例として機能する。もっとも、Omnicare判決が示した支配権移動の有無を基準とする使い分けは、それだけでは事案の分類方法としては不十分であり、Unocal基準とRevlon基準をどのように使い分けるかについては再考の余地があるように思われる⁽⁶⁰⁾。

この点についてOPENLANE判決は、取引保護条項の審査基準について独自の使い分けを行っているが、その具体的な基準や意図については明らかではない。私見としては、同判決は、友好的買収の事案における審査基準の適用に際して、従来の支配権移動の有無ではなく、審査対象となった取締役の行動や取引保護条項の性質を元に使い分けを行ったものとも解するように思われる。すなわち、no-shop条項や議決権契約のような、対象会社の選択肢を狭めるような条項には、敵対的買収の防衛策と同様に、その必要性や相当性を審査するUnocal基準を適用する。この審査においては、現在の交渉相手との取引が成立する確実性を増すことが会社の脅威を免れることにつながるか、また取引保護条項が過度に強圧的ではないかといったことが検討される。一方、市場調査の態様や、fiduciary out条項やgo-shop条項のように、現在の交渉相手以外による買収の選択肢を確保する性質を持つ条項については、株主価値の最大化という観点からRevlon基準が適用される。この審査においては、他の取引保護条項との関係から、実際に第三者による買収が成立する余地があるか、また現在の取引からの退路が確保されているかが検討される。このような考え方は、敵対的買収の事案において両基準が生まれた本来の趣旨ともそれなりに整合性がとれるようにも思われる。

OPENLANE判決の示した審査基準の使い分けが、実際にどのような意図で行われたのか、また同判決の用いた手法がデラウェア州でどの程度広まるかについては、今後の判例を待つより他にない。しかしながら、我が国における取引保護条項の有効性判断に際しては、支配権移動の有無だけではなく、審査対象となる行動や条項の性質も加味して審査基準を使い分けるという考え方も成り立ちうるように思われる⁽⁶¹⁾。

おわりに

本稿では、友好的買収における取引保護条項の有効性に関し、米国のリーディングケースとされるOmnicare判決の今日における意義について、デラウェア州衡平法裁判所の裁判例を元に検討を行った。

Omnicare判決は当初実務の混乱を来しかねない判決として、その影響が懸念されたが、判決後10年が経過した現在、まだその懸念は現実化していない。その背景には、実務の進展と衡平法裁判所による射程の制限があり、結果としてOmnicare判決は適用されうる事案が極めて限られることとなった。しかし、対象会社取締役に対して、過度に当事者を拘束するような取引を行うことに警鐘を鳴らし、場合によっては裁判所自らその行動を審査するという強い姿勢を示した点において、いまだOmnicare判決は大きな意義を有している。

我が国において、取引保護条項の有効性が審査された裁判例はまだ多くはないが、今後起こりうる問題としてその対応を考えるに当たり、米国でOmnicare判決がたどった道筋を理解しその理由や効果を検討することは有意義であると考えられる。本稿は米国における議論の整理にとどまるものであるが、この議論をどのように日本法に織り込んでいくべきかは今後の研究課題としたい。

* 本稿は、大阪府立大学若手研究者シーズ育成事業による研究成果の一部である。

注

- (1) 最三小決平成16年8月30日・民集58巻6号1763頁。もっとも本件では、買収提案の対象となった事業の範囲が三井住友側と三菱東京側と異なっているため、両社の買収提案が完全に衝突した事案とは言い切れない部分もある。
- (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)。
- (3) 我が国において非常に詳細な検討を行った先行研究として、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) がある。
- (4) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003)。
- (5) 合併契約中に取引保護条項が設けられていても、対象会社の取締役が負っている信認義務との関係で、他の競合提案を検討することが求められる場合には、取引保護条項の例外として認める旨を示した条項を指す。
- (6) 例えば、伊勢田道仁「M&A契約における取引保護条項の有効性」金沢法学47巻2号59頁 (2005

年)、岩倉正和=大井悠紀「M&A取引契約における被買取会社の株主の利益保護(上)~(下(2))」商事1743号32頁、1745号27頁、1747号30頁、1748号37頁(いずれも2005年)、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)など。これらの文献では、すでにOmnicare判決に対して米国で疑問が呈されている旨が紹介されていた。

- (7) In re NCS Healthcare, Inc., Shareholders Litigation, 825 A.2d 240 (Del. Ch. 2002). デラウェア州衡平法裁判所は、支払い不能状態にあるN社の取締役は株主と債権者の利益のため、よりよい取引を模索する義務があると指摘し、本件では経営判断原則とUnocal基準のいずれを用いても、N社取締役の信認義務違反は認められないと判断した。
- (8) デラウェア州最高裁は通常、裁判官の間で意見が分かれた場合でも、最終的には全員一致となるように努力してきたとされる。Randy J. Holland & David A. Skeel, Jr., Deciding Case Without Controversy, 5 Del. L. Rev. 115, at 118 (2002). そのため、同裁判所の判断が多数意見と少数意見に分かれることは非常に稀であり、過去の例はSmith v. Van Gorkom判決や、William v. Geier判決、Brehm v. Eisner判決など、ごくわずかなものが見られるのみである。Megan W. Shaner, Revisiting Omnicare: What Does Its Status 10 Years Later Tell Us?, 38 J. Corp. L. 865, at 867 (2013). この点からも本判決における判断の困難さが見て取れる。
- (9) Revlon判決によって示された基準であり、支配権移動を伴う取引において取締役に対し、信認義務上、株主価値の最大化を実現することを求める。Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- (10) そもそも敵対的買取に対する防衛策の有効性を審査するための基準であり、取締役の取った対応の必要性和相当性が審査される。Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- (11) 実際の裁判例においても、交渉を主導する取締役が買取者との間で、買取後の個人的利益を約束するといった例が見られる。例えばLear判決においては、対象会社取締役が自身の社内における地位や年金について、あらかじめ買取者と合意を交わしていた。この事案においてデラウェア州衡平法裁判所は、取引の暫定的差し止めを認めている。In re Lear Corp. S'holder Litig., 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)。
- (12) 白井・前掲注(3)は、この問題意識について、わが国では、取締役が株主の利益を図るという規範が実務上確立しているとはいえないことや、社外取締役が少ないという現実を考慮すれば、米国以上に深刻であるといえるかもしれない、と警鐘を鳴らす。
- (13) Steele判事は「本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。Shaner, *supra* note 8, at 867.
- (14) Omnicare, *supra* note 4, 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。
- (15) *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
- (16) 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, at 226 (2003).
- (17) Brian JM Quinn, *Omnicare: Coercion And The New Unocal Standard*, 38 J. Corp. L. 835, at 838 (2013); J.Travis Laster, *Omnicare's Silver Lining*, 38 J. Corp. L. 795, at 796 (2013).
- (18) Michael Benkert, *Unfriendly M&A Deal Activity Through 2011*, FactSet Mergers (Jan. 6, 2012), https://www.mergermetrics.com/marequest?an=dt.getPage&st=1&pg=/pub/rs_20120106.html&Unfriendly_M&A_Deal_Activity_Through_2011&rnd=48863 (detailing the trend of public M&A deals).
- (19) Shaner, *supra* note 8, at 878.
- (20) Steven Davidoff, *The Long Slow Death of Omnicare*, N. Y. Times Dealbook, Aug. 28, 2008, <http://dealbook.nytimes.com/2008/08/28/the-long-slow-death-of-omnicare>.
- (21) *Orman v. Cullman*, 2004 Del. Ch. LEXIS 150 (Del. Ch. 2004). また邦語による紹介として、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」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239頁（2012年）。
- (22) *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).
- (23) Shaner, *supra* note 8, at 873.
- (24) 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）。
- (25) 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。
- (26) *Transcript of Oral Argument, Optima Int'l of Miami, Inc.*, C. A. No. 3833-VCL (Del. Ch. 2008).
- (27) Sean J. Griffith, *The Omnipresent Specter of Omnicare*, 38 J. Corp. L. 753, at 764 (2013).
- (28) もっとも、Optima判決においてLamb判事は、「Omnicare判決が現在でも生き続けているか

- は疑問である」と述べており、Omnicare判決の先例としての価値を認めるOrman判決とは、その前提が異なるのかもしれない。
- (29) Optima判決の考え方は、むしろ経営判断原則の適用を主張したOmnicare判決少数意見に近いとも評価される。Eleonora Gerasimchuk, *Sketching the Limits of Deal Protection Devices: From Omnicare to Wachovia*, 15 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 685, at 718 (2010).
- (30) *In re OPENLANE, Inc. Shareholders Litigation*, C. A. No.6849-VCN, (Del. Ch. 2011).
- (31) 自社の事業戦略において必要な企業の買収等を行う者を指す。
- (32) 対象会社が現在の交渉相手以外の買収者を探すことを禁止する条項を指す。
- (33) ただし同意書が全体の75%に達したのは、本件訴訟提起後であった。
- (34) Guhan Subramanian, *Go-shops vs. No-shops in Private Equity Deals*, 63 *Bus. Law*, 729, at 737 (2008).
- (35) 衡平法裁判所は、手続の合理性については、正式なフェアネス・オピニオンを受けていなくとも、M社による財務分析やアドバイスを通じて、企業価値や潜在的買収者に関する情報は入手していたこと、取締役のうち2名がPEファンドの関係者であり、フィナンシャル・バイヤーがO社買収に興味を持つかどうかはすでに認識していた（魅力がないと考えた）こと、特定の買収者と1年以上交渉を続けてきたこと、そして取締役らが会社の事業について「非の打ち所のない知識」を有していたことを挙げる。また、行動の合理性については、O社が事業上の危機に瀕していたこと、O社が小規模な公開会社であること、O社の株式の多くを有する取締役らは、他の株主と同等もしくはそれ以上に株主価値を高める動機を有していることを挙げる。
- (36) もっとも、その理由や「非の打ち所のない知識」の判断基準、他の要素との関連性などは、本判決からは明らかでない。
- (37) 本判決は、O社取締役会の行動の合理性を判断するにあたり、「会社の規模によって信認義務の核心が変化するわけではないが、小規模会社が取締役会によって経営されており、その取締役会が会社の事業について非の打ち所のない知識を有している場合には、裁判所は判断に際し、会社の規模を考慮することができる。」と述べている。
- (38) Griffith, *supra* note 27, at 767.
- (39) ただし本件のO社は、取締役が自ら実際の経営を行っているという点で、米国の公開会社の中でも珍しい会社であったことから、本判決の判示は必ずしも公開会社一般に妥当するものとはいえない。
- (40) なお本件では、24時間以内の株主からの同意という条件が、時間は短いものの、事実上fiduciary out条項と同じ機能を果たしていたとの評価も見られる。
- (41) ただ、O社の株式は約60%が取締役によって保有されていたことから、取引が覆される実質

的な可能性があったといえるのかは、疑問がないわけではない。

- (42) Quinn, *supra* note 17, at 847.
- (43) Quinn, *supra* note 17, at 846.
- (44) Sean J. Griffith, Deal Protection Provisions in the Last Period of Play, 71 Fordham L. Rev. 1899, at 1913 (2003); Hanewicz, *supra* note 16, at 226; 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」としながらも、取引保護条項の審査にUnocal基準を用いることには否定的な見解を示している。Leo E. Strine, Jr., Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements, 56 Bus. Law. 919, at 933 (2001).
- (45) *In re Bear Stearns Litig.*, 870 N. Y. S. 2d 709, at 734 (N. Y. Sup. Ct. 2008).
- (46) *Ehrenhaus v. Baker*, 08 CVS 22632, 2008 NCBC LEXIS 21, at 36, 41-45 (N.C. Super. Ct. Dec. 5, 2008).
- (47) Griffith, *supra* note 27, at 767.
- (48) Shaner, *supra* note 8, at 886.
- (49) *Id.*
- (50) ちなみに米国では、2009年に行われた買取において、取引の完了に要した時間は平均111.85日であったとの研究結果が報告されている。Jim Mallea, Timing to Close--Tender Offers vs. Mergers, FactSet Mergers (Feb. 24, 2010) https://www.mergermetrics.com/marequest?an=dt.getPage&st=1&pg=/pub/rs_20100224.html&Timing_to_close_Tender_Offers_vs_Mergers&rnd=476844.
- (51) Shaner, *supra* note 8, at 886.
- (52) *Id.*, at 886.
- (53) Quinn, *supra* note 17, at 862.
- (54) *Id.* at 862. なお同文献は、Unocal基準は「高度な」審査基準としての意味合いを大きく減じており、現在有効に機能しているのは強圧性の審査に限られていると述べる。
- (55) 米国では、友好的買取において生じるような潜在的な利益相反関係に対して、裁判所による審査と、最終的な判断権限の行使による株主の監視が重要視されてきたとされる。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* at 79 (1991).
- (56) 白井・前掲注(3) 404頁はこの見解を紹介した上で、「取引保護条項の有効性を判断するにあたりユノカル基準に基づく司法審査を実施していることは、適切であると評価できる」と述べる。
- (57) Quinn, *supra* note 17, at 837. また、現在では実質的に裁判所が介入して審査を行う例は少

- なくなっており、取締役の独立性など一定の要素を満たしておけば、たいていの場合にはUnocal基準やRevlon基準を満たすことができるとの指摘もある。Mary Siegel, *The Illusion of Enhanced Review of Board Actions*, 15 U. Pa. J. Bus. L. 599, at 618, 628 (2013).
- (58) Christina M. Sauttter, *Shopping during Extended Store Hours: From No Shops to Go-Shops*, 73 Brook. L. Rev. 525, at 535 (2008); William T. Allen, *Understanding Fiduciary outs: The What and the Why of an Anomalous Concept*, 55 Bus. Law. 653, at 656 (2000).
- (59) 契約上、fiduciary out条項を設けることにより、取引相手方が取引保護条項の特定履行(specific performance)を求めることを防ぐ効果がある。Allen, *supra* note 58, at 656.
- (60) 白井・前掲注(3) 413頁は、デラウェア州裁判例の理解として、以下の3つの考慮要素に基づいて事案を類型化し、対象会社取締役の行動に介入するレベルを選択していると分析する。その考慮要素とは、a) 対象会社株主と取締役との利益相反性の強弱、b) 取締役に広範な裁量を認めることで株主が享受できる利益の大小、c) 取締役の行為が株主の最終的な判断権限による規律付けの実効性を損ないうる程度の大小である。
- (61) さらに付言すれば、我が国においては、利益相反のおそれが低い事案について、経営判断原則の適用も検討されてよいように思われる。