

米国州会社法における事業再編の展開と SECの関与 (3・完)

清水 真人*

目次

はじめに

- 一. 事業再編における利益相反問題
- 二. 州会社法の規制緩和とその諸問題
 1. 州会社法の規制緩和競争の展開
 2. 州会社法による各手法とその諸問題 (以上、第24号)
 3. Liggett v. Lee事件におけるブランダイズ判事の反対意見
 4. 小括
- 三. SECによる具体的事例の調査 (以上、第25号)
- 四. 州会社法における一般株主保護制度とその問題点
 1. 株主総会における議決権行使
 2. 組織再編行為の差止め
 3. 組織再編行為の無効確認・取消し
 4. 反対株主の株式買取請求権
 - (1) 会社に対する反対の通知
 - (2) 株主総会における反対の議決権行使
 - (3) 会社に対する買取請求・買取価格決定手続
 5. 小括
- 結語 (以上、本号)

* 徳島大学大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部准教授

四. 州会社法における一般株主保護制度とその問題点

本章においては、州会社法における事業再編の場面において株主の利益確保のために州会社法が用意している各制度に対し、SECが本報告書¹において一般投資家保護の観点から如何なる問題があると認識していたか検討する。SECは、事業再編計画を承認する株主総会における議決権行使、組織再編行為の差止めおよび事後的な無効確認・取消しの訴え、反対株主の株式買取請求権の各制度について、当時の州会社法の諸規定および判例²を詳細に分析した上で、これらの制度は一般投資家の利益確保にとって極めて不十分であると結論付けている。

1. 株主総会における議決権行使

州会社法における事業再編が行われることにより株主の権利内容が大きく影響を受ける場合、株主が当該事業再編計画の公平性・公正性を判断するために当該事業再編計画に関する十分な情報提供を受けた上で、当該事業再編計画について決議される株主総会（種類株主総会を含む。）において議決権を行使する機会が保障されなければならない³。しかし、SECは次のような理由から、当時の州会社法は株主に対し事業再編に関する十分な情報提供を行っておらず、かつ議決権行使の機会を十分に保障していないとして、一般投資家の利益確保の観点から極めて不十分であると結論付けている⁴。

第一に、事業再編計画の承認が行われる株主総会開催にあたり、株主に対して発送する招集通知の記載事項について、当時の州会社法は明確な規定を設けていなかったという点である⁵。当時の州会社法は、株主総会の招集手続については各会社の附属定款により定めると規定するのみであり、株主総会

¹ Securities and Exchange Commission, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees: Part VII Management Plans without Aid of Committees (1938).

² 本稿では、本報告書公表時点における法制度や判例のみならず、本報告書公表後から1940年代後半までにおける判例や法改正も含めて検討を行った。

³ SEC, *supra* note 1, at 471.

⁴ *Id.* at 469, 555.

⁵ *Id.* at 469-71, 531, 555, 569, 589.

招集通知への記載事項について統一した規定を設けていなかった。そこで、株主総会招集通知には、貸借対照表やその他の財務情報についてすら開示はなされず、ましてや当該事業再編計画の実行により既存株主の権利にどのような影響が及ぶのか、経営者およびその利害関係者が当該事業再編計画に対して如何なる経済的利害関係を有しているのか、さらに当該事業再編計画に反対する株主に対して株式買取請求権が認められるか否か、認められる場合その行使はどのような手続に従い行うかといった点について、一切記載はなされていなかった⁶。このように、事業再編計画を決議する株主総会の招集通知の記載事項については、實際上、経営者に大幅な裁量が認められていたことになる。

ただし、たとえ州会社法上は株主総会招集通知の記載事項について明文規定がない場合であっても、経営者はコモン・ロー上の情報開示義務に従う必要があると解されていた⁷。しかし、たとえそのような情報開示義務が会社に課せられているとしても、それにより裁判所が、州会社法において明文で規定する場合と比較して、一般株主に対し十分な情報提供がなされるよう判断を下すことは期待できないとSECは指摘している⁸。

第二に、招集通知の発送から株主総会開催までの期間が非常に短く設定されていたという点である⁹。デラウェア州の場合、招集通知の発送から株主総

⁶ *Id.* at 471, 490, 570, 601, 610.

⁷ 例えば、会社の財務状況を大きく変更する社債発行が決議された株主総会に関して株主への通知が問題となった *Citrus Growers' Dev. Ass'n v. Salt River Valley Water Users' Ass'n*, 34 Ariz. 105 (Ariz. 1928). において、アリゾナ州最高裁判所は、州会社法において招集通知の記載事項に関して明文規定が存在しない場合、裁判所には当該通知の有効性について判断する権限はないとしながらも、本件においては株主に対する招集通知において十分な情報提供がなされていると判断した。また、合併計画の承認がなされる株主総会に際しての株主への招集通知の記載事項が問題となった *Cooper v. Central Alloy Steel Corp.*, 43 Ohio App. 455 (Ohio Ct. App., Stark County 1931). において、オハイオ州連邦控訴裁判所は、合併により株主に交付される株式の交換比率等の基本的事項が記載されていることから、たとえ合併に際して株主総会で議論されるべき全ての事項について記載してなかったとしても、株主に対する十分な情報提供はあったと判断した。

⁸ SEC, *supra* note 1, at 472, 569.

⁹ *Id.* at 472-73,

会開催までの期間は、定款変更の場合は10日間¹⁰、合併の場合は20日間¹¹、会社財産全部の譲渡の場合は10日間¹²と定められていた。このように招集通知の発送から株主総会開催までの期間が短く設定されていたのは、たとえ一般株主に十分な時間を与えたとしても、彼らは株主総会における議決権行使に無関心である場合がほとんどであることから、結局そのような時間の確保は無意味であるとの理由に基づいていた¹³。それよりも、招集通知の発送から株主総会開催までの期間を長く設定した場合、ブラックメーラーといった特殊な株主に嫌がらせ訴訟を提起される危険性が高まることになると指摘されていた。また、会社が事業再編に際して発行される証券の適正な引受手続を行うためには、招集通知発送から総会開催までの期間を短くする必要があると言われていた¹⁴。もし招集通知の発送から総会開催までの期間が長くなってしまえば、事業再編に際して、市場の動向に対応しながら証券の発行手続を迅速に行うことが妨げられてしまうからである。

しかし、このように招集通知の発送から総会開催までの期間が非常に短い場合、株主が当該事業再編計画の内容について十分に判断するための時間がほとんど確保できないことになり、その結果、事業再編計画に反対する株主を委任状勧誘により集結させて株主総会で反対の議決権行使を行うことはおろか、事業再編計画の内容について十分に理解しないまま株主総会において議決権を行使するか、または安易に経営者による事業再編計画への賛成の勧誘に応じてしまうことになってしまう¹⁵。また、大規模公開会社においては多数の株主が分散して各地に点在することから、株主総会開催地から遠く離れている株主の場合、株主総会への出席の機会が事実上奪われてしまうこと

¹⁰ Del. Rev. Code (1935) c. 65 § 26.

¹¹ Del. Rev. Code (1935) c. 65 § 59.

¹² Del. Rev. Code (1935) c. 65 § 65.

¹³ John F. Meck & William L. Cary, *Regulation of Corporate Finance and Management under the Public Utility Holding Company Act of 1935*, 52 Harv. L. Rev. 216, 245-46 (1938); Note, 33 Ill. L. Rev. 914, 915.

¹⁴ Henry W. Ballantine & Graham Lee Sterling Jr., *Upsetting Mergers and Consolidations: Alternative Remedies of Dissenting Shareholders in California*, 27 Cal. L. Rev. 644, 647 (1939).

¹⁵ SEC, *supra* note 1, at 473, 531-32, 555, 569.

になる¹⁶。

以上の理由から、SECは本報告書において、株主総会における議決権行使に関する各規定は、州会社法における事業再編の場面で一般株主の利益を十分に確保しておらず、一般投資家保護の観点から極めて不十分であると結論付けている。

2. 組織再編行為の差止め¹⁷

次に、州会社法における事業再編が一般株主にとって不利益となる場合、それにより損害を被る可能性のある株主は、衡平法上の訴えにより、定款変更、合併、会社財産全部の譲渡等の差止めを請求することで、自らの利益を守ることができる。しかし、SECは本報告書において、これらの組織再編行為の差止め制度は一般株主の利益確保にとって極めて不十分であると結論付けている。

第一に、組織再編行為の差止めの要件が非常に厳格であったという点である。当時の州会社法の下で組織再編行為を事前に差止めるためには、株主は(1)当該組織再編行為が制定法上の権限を欠いていること、または制定法上の手続を遵守していないこと¹⁸、若しくは(2)当該組織再編行為が詐欺

¹⁶ *Id.* at 343-44.

¹⁷ 島本英夫「株主の差止請求権—米国法を参酌して—」同法9号32頁(1951)、柴田和史「合併法理の再構成(五)」法協106巻11号95~101頁(1989)

¹⁸例えば、ニュージャージー州会社法に基づき設立された会社がマサチューセッツ州会社法に基づき設立された会社と合併できるか否かが問題となった *William B. Riker & Son Co. v. United Drug Co.*, 79 N.J. Eq. 580 (E. & A. 1912). において、ニュージャージー州控訴裁判所は、会社が合併を行う能力は明白な立法においてのみ備わるものであり、そしてニュージャージー州の立法により授權されている合併能力は明らかにニュージャージー州法に基づいて設立された会社同士の合併に限られることから、本件合併計画はニュージャージー州法に違反するとして、原告の本件合併の差止請求を認めた。また、皮革・木材・帯布の製造販売を目的とする会社が鉄道等の建設と運営、株式および社債当の販売、無体財産権の取引を目的とする会社と合併できるか否かが問題となった *Colgate v. United States Leather Co.*, 75 N. J. Eq. 229, 72 Atl. 126 (1909). において、ニュージャージー州最高裁判所は、ニュージャージー州合併能力授權法は同一または類似の営業を目的とする会社間のみ合併を認めており、本件合併は会社に授權した能力の範囲内のものではないとして、原告の本件合併の差止請求を容認した。これらの判決については、柴田和史「合併法理の再構成(三)」法協105巻4号97~99頁(1988)

的であること、または著しく不公正であることを立証しなければならないとされていた¹⁹。株主が事業再編計画の内容が不公平・不公正であることを理由に組織再編行為を差止めるためには、(2)の要件を立証することが焦点となる。そこで何をどの程度立証すれば(2)の要件を満たすかが問題となり、当該要件を巡って一連の判例が展開された。

まず、定款変更がある種類の株主にとって不公平であることを理由に差止め請求がなされた *Bailey v. Tubine Rayon Corporation* 事件²⁰において、デラウェア州裁判所は、デラウェア法人の多数株主・取締役が会社のために誠実に制定法・定款に従って行動する場合には、それらの行動に対して公正の推定が働くと述べ、当該定款変更が擬制詐欺 (*constructive fraud*) に該当しない場合には差止めは認められないと判示し、原告の請求を認めなかった。

次に、合併の際に株主による差止請求がなされる場合について、主として次の3つの場合が問題とされていた²¹。第一に、合併比率の算定にあたり、合併当事会社の一方がもう一方の当事会社よりも不利な扱いを受け、それにより一方の会社の株主の利益が大きく損なわれる場合である。この点に関して、二つの信託会社の新設合併に際し、原告である株主に交付される株式が合併対価として不十分であるとして訴えが提起された *Colby v. Equitable Title & Trust Co.* 事件²²において、ニューヨーク州最高裁判所は、表面上は本件合併契約は原告株主にとって不利であるように思えると言及しつつも、当事会社の収益性や経済状況も加味して本件合併契約の内容を精査した場合、本件合併計画は原告にとって不公正ではなく衡平法裁判所が少数株主保護のために介入する場合ではないとして、原告の差止請求を認めなかった。

第二に、株式の割当てに際し、ある種類株主が他の種類株主よりも不利益

で検討されている。

¹⁹ SEC, *supra* note 1, at 543-55, 584, 589.

²⁰ *Bailey v. Tubine Rayon Corporation*, 56 F. Supp. 418 (D. Del. 1944). 本判決については、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整 (四)」法協 98 卷 12 号 96~97 頁 (1982) で検討されている。

²¹ Comment, *Statutory Merger and Consolidation of Corporations*, 45 Yale L.J. 105, 117-19 (1935); SEC, *supra* note 1, at 548.

²² *Colby v. Equitable Trust Co.*, 124 A.D. 262 (N.Y. App. Div. 1908).

な扱いを受け、それにより当該種類株主の持分価値が大きく希薄化される場合である。この場合について問題となった *MacFarlane v. North American Cement Corp.* 事件²³においてデラウェア州衡平法裁判所は、合併当事会社の株主総会において全社外株式の3分の2以上の賛成により合併決議が成立した以上、当該合併決議が少数株主にとって詐欺に匹敵する程著しく不公正である場合を除き、合併手続の差止めを認めるべきでないことは明らかであると、原告の請求を認めなかった。また、優先株主の累積未配当利益を排除するために計画された完全子会社との合併に際して既存優先株主に交付される対価が問題となった *Porges v. Vadsco Sales Corp.* 事件²⁴において、デラウェア州裁判所は、多数株主であれ取締役であれ彼らが会社の機関としてなした判断は誠実になされたものであるとの推定を受けると判示し、本件ではこの推定を覆すに足りる事実はないとして、原告の差止請求を認めなかった。このような裁判所の判断に対してSECは、裁判所は大多数の株主が株主総会において組織再編行為について賛成したという事実を過度に重視していると批判している²⁵。

第三に、合併契約により、ある特定種類の株主の権利の縮小または放棄が行われる場合である。この場合について、優先株主の累積未配当利益を排除するために計画された合併の差止めが問題となった *Colgate v. U. S. Leather Company* 事件²⁶において、ニュージャージー州衡平法裁判所は、一般原則としては、個々の株主は互いに受託者ではなく、会社の一員として個々の権利を行使し、自己が利害を有する契約の承認についても他の株主と同等に議決権を行使し、このような契約の承認ないし採択はたとえそれが彼の議決権行使の結果もたらされたものであっても有効であると判示しつつも、利害関係

²³ *MacFarlane v. North American Cement Corp.*, 16 Del. Ch. 172 (Del. Ch. 1928). 本判決については・柴田・前掲注(17)「合併法理の再構成(五)」101~102頁で検討されている。

²⁴ *Porges v. Vadsco Sales Corp.*, 27 Del. Ch. 127 (Del. Ch. 1943). 本判決については、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法協99巻2号81頁(1982)の注4で検討されている。

²⁵ SEC, *supra* note 1, at 554.

²⁶ *Colgate v. United States Leather Co.*, 73 N.J. Eq. 72 (Ch. 1907). 本判決については、神田・前掲注(20)「資本多数決と株主間の利害調整(四)」91頁で検討されている。

を有する取締役ないし多数株主は少数株主を排除して会社資産を自分達だけで分配するようなことはできないという例外があると述べ、結局、本件合併は優先株主にとって不公平であるとして、原告の差止請求を容認した。また、合併に際して原告である普通株主に優先配当権付償還株式が対価として交付された点が問題となった *Outwater v. Public Service Corp of N. J.* 事件²⁷において、ニュージャージー州衡平法裁判所は、株主にとって、社員たる地位が会社解散に至るまで継続するというものは固有の財産権であると言えるとし、続けて、合併における公正という観点からは、株式に対し社債が発行されるときには、このような社債は少なくとも株式の性質である投資の永久性に相応するような性質を備えるべきであり、仮にそうでないとすると、合併は反対株主にその所有する株式を強制的に売却させる手段に過ぎないものになることから、そのような考えは許されないと判示し、本件において少数株主である原告は会社から追い出される事態に直面しているとして原告の差止請求を容認した。

続けて、会社財産全部の譲渡が行われる際にはその対価の相当性が争われる場合が多く、この点について問題となった *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tube Co.* 事件²⁸において、デラウェア州衡平法裁判所は、たとえ会社財産全部の譲渡を行うことにより少数株主および当該会社自体にとって不利益となる場合であっても多数株主が譲渡を決定する権限は絶対的なものであると判断しつつも、その売却条件は当該会社にとって最善の利益となるよう決定されなければならないとし、売却価格が公正であるか否かの判断がなされるまで当該資産譲渡を差止めると判断した²⁹。他方、*Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.* 事件³⁰において、デラウェア州衡平法裁判所は、会

²⁷ *Outwater v. Public Serv. Corp.*, 103 N.J. Eq. 461 (Ch. 1928). 本判決については、柴田和史「合併法理の再構成(四)」法協 105 卷 7 号 914~916 頁(1988)で検討されている。

²⁸ *Allied Chemical & Dye Corp. v. Steel & Tube Co.*, 14 Del. Ch. 1 (Del. Ch. 1923) 本判決については、神田・前掲注(20)「資本多数決と株主間の利害調整(四)」96 頁で検討されている。

²⁹ 最終的に、売却価格は公正であると裁判所は判断した。

³⁰ *Robinson v. Pittsburgh Oil Refining Corp.*, 14 Del. Ch. 193 (Del. Ch. 1924).

社資産の売却価格の妥当性の判断は当該資産の売却の交渉を行った取締役が当該会社にとって最適かつ最善の利益となるようその取引条件を確保していると正直に信じていたとの推定に基づき行われなければならないと判示し、原告による差止請求を認めなかった。

このように裁判所が一定の場合には株主による組織再編行為の差止めを容認しつつも、非常に厳しい要件を課していたのは、当該組織再編に関する取締役会および多数株主の決定は独立当事者間の取引として行われ、そして当事者による意思決定には事業上の合理性が認められるとの理由に基づいていたためである³¹。また、そのような価値判断に加え、裁判所は当該組織再編行為の内容を判断する能力を有していないとの事情も存在していた³²。そこで、組織再編行為の差止めが認められる場合が、以上のように狭く限定されていたのである。

しかし、組織再編行為の差止めを行うために、一般株主がこれらの事実を立証するのは極めて困難であるとSECは指摘している³³。なぜならば、これらの事実を立証するために株主は対象会社に関する様々な情報を入手しなければならないが、一般株主が情報を入手する手段は非常に限られているため、その立証は極めて困難であるからである³⁴。また、これらの手続を行うためには膨大な時間や手間がかかり、そのための費用も負担しなければならず³⁵、さらには法廷において会社側の弁護士と争わなければならない点も一般株主にとって大きな負担となるからである³⁶。これらの点から、一般株主が組織再編行為の差止請求を行うことは費用対効果の観点から割に合わないとしてSECは指摘している³⁷。

³¹ Merrick Dodd Jr., *Fair and Equitable Recapitalizations*, 55 Harv. L. Rev. 780, 790 (1942).

³² SEC, *supra* note 1, at 556.

³³ SECは本報告書において、経営者および支配株主は会社情報を容易に入手できる立場にあることから、これらの者が組織再編行為が会社にとって利益であることを立証すべきであると主張した。SEC, *supra* note 1, at 522.

³⁴ *Id.* at 521.

³⁵ *Id.* at 556.

³⁶ *Id.* at 352.

³⁷ *Id.* at 525.

また、これらの手続は組織再編計画が株主に告知された時点で迅速になされなければならない点も、一般株主にとって大きな障害となると言われていた³⁸。例えば、株主に対して合併計画の告知がなされ、株主総会において合併計画の承認が行われた後に当該合併計画の差止めが請求された *Rankin v. Interstate Equities Corp.* 事件³⁹において、デラウェア州衡平法裁判所は、たとえ本件合併計画が原告株主にとって詐欺的であると評価できるとしても、本件合併手続は最終段階に至っていることから、本件申立てに係る行為が将来においても継続し、かつ本件合併がまだ既成事実となっていない場合を除き、差止請求は認められるべきでないとして、原告株主の請求を認めなかった。また、株主に対する合併計画の告知がなされてから約半年後に当該合併計画に対する差止請求がなされた *Federal United Corp. v. Havender* 事件⁴⁰において、デラウェア州最高裁判所は、本件原告株主の異議の唱え方等の事情に鑑みると、本件申立ては懈怠 (*laches*) に該当し、このような場合、本件合併の瑕疵を主張することはできないとして、原告の差止請求を認めなかった。このように、組織再編行為について株主がその遂行を知ったときから迅速に差止手続を行わなかった場合、裁判所は当該株主に懈怠があるものとして、株主の差止請求を却下すると解されていた⁴¹。

以上より、一般株主が組織再編行為の差止めを行うのは極めて困難であると SEC は結論付けている。

3. 組織再編行為の無効・取消し

株主が事後的に組織再編行為の無効または取消しを主張する場合も、差止めの場合と同様の事実を立証しなければならないと解されていた⁴²。よって、この場合も前述のように一般株主は大きな負担を強いられる状況に置かれて

³⁸ *Id.* at 543, 555.

³⁹ *Rankin v. Interstate Equities Corp.*, 21 Del. Ch. 39 (Del. Ch. 1935).

⁴⁰ *Federal United Corp. v. Havender*, 11 A.2d 331 (Del. 1940). 神田・前掲注 (20)「資本多数決と株主間の利害調整 (四)」67頁の注28を参照。

⁴¹ *Henry Winthrop Ballantine, Ballantine on Corporations* 698 (rev. ed. 1946).

⁴² SEC, *supra* note 1, at 543.

いた。

さらに株主にとって不利な点は、たとえ上記の事実を株主が立証したとしても、裁判所が当該組織再編行為を無効とし、または取り消すことは実際上ありえないと言われていたことである⁴³。その理由は、組織再編が一度実行された場合、当該組織再編が有効であることを前提に、多くの利害関係者が法律関係を構築することになり、そのような場合に当該組織再編を無効にすることによる影響は計り知れないと考えられていたからである。この点に関して、合併により原告が株主である会社の財産が相手方会社に不当に低い価格で詐欺的に移転されたとして合併無効の確認請求がなされた *Jones v. Missouri-Edison Electric Co.* 事件⁴⁴において、第8巡回区連邦控訴裁判所は、本件合併計画が詐欺的であることを認めつつも、本件合併によって新設された会社の株式および社債がすでに証券市場において本件合併と全く無関係の多数の投資家によって購入されており、また合併当事会社の財産も大きく変容していることから、本件合併を無効として原状回復を図ることは、原告が求めている財産的利益の数倍にあたる損失を多方面にもたらすことになると判示して、本件合併は無効であるとの原告株主の主張を認めなかった。このように、たとえ実際に株主が上述のような事実の立証に成功したとしても、組織再編行為自体が無効とされ、または取り消されることは事実上なく、株主が被った損害の賠償だけが認められるというのが株主救済手段の実情であった⁴⁵。

4. 反対株主の株式買取請求権⁴⁶

⁴³ Ballantine, *supra* note 41, at 698.

⁴⁴ *Jones v. Missouri-Edison Electric Co.*, 144 F. 765 (8th Cir. Mo. 1906). 本判決については、柴田・前掲注(17)「合併法理の再構成(五)」97~99頁で検討されている。

⁴⁵ Ballantine, *supra* note 41, at 698.

⁴⁶ 当時の米国における株式買取請求権制度とその後の同制度の展開については、和座一清「アメリカ法に於ける株式買取請求権上の株式評価」金沢大学法文学部論集法経編5号146頁以下(1957)、深見芳文「アメリカ会社法に於ける株式買取請求権制度」法叢64巻5号50頁以下(1958)、島本英夫「株式買取請求権について」同法15巻4号1頁(1964)、伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中法1巻

以上のように、株主総会における議決権行使および組織再編行為の差止め並びに事後的な無効確認・取消しは一般株主保護の観点から極めて不十分であったことから、一般株主が州会社法における事業再編の場面において自らの利益を確保するための手段として、株式買取請求権の行使が重要となる。それにより、たとえ多数株主の賛成により事業再編計画が承認され自らの権利内容が大きく変更される場合であっても、当該株主は事業再編後の会社に留まることを強制されず、かつ当該会社組織からの退出に対する対価の補償を受けることができるからである。しかし、SECは反対株主の株式買取請求権も次のような点から一般株主の利益確保にとって極めて不十分であると評価している⁴⁷。

第一に、会社の基礎的変更が行われる場合であっても、反対株主の株式買取請求権が認められるのは一部の場合に限られていたという点である⁴⁸。例えば、デラウェア州においては、合併の場合には反対株主の株式買取請求権が認められているものの、定款変更や会社財産全部の譲渡の場合には認められていなかった。また、たとえ定款変更の際に反対株主に株式買取請求権を認めていた州であっても、定款変更が行われる全ての場合に認めるのではなく、定款変更が行われる一定の場合にその範囲が限定されていた⁴⁹。さらには、株式買取請求権が認められるか否かを株主総会決議や定款の規定に係らしめている州も存在していた⁵⁰。このように株式買取請求権が認められる場

1号257頁以下(1966)、岸田雅雄「企業結合における公正の確保(二)—アメリカ法を中心として」神戸法学雑誌26巻2号271頁以下(1976)、神田・前掲注(24)「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」243～277頁(1982)、柴田・前掲注(17)「合併法理の再構成(五)」80～94頁を参照。

⁴⁷ SEC, *supra* note 1, at 592.

⁴⁸ *Id.* at 592-98, 610.

⁴⁹例えば、マサチューセッツ州は「事業の性質の変更」に該当する場合に限り反対株主の株式買取請求権を認めており、優先株主の権利内容の変更はこのような事業の性質の変更には含まれないと解されていた。Mass. Gen. Laws (1932) c. 156, § 46.

⁵⁰例えば、ルイジアナ州は議決権株式の80%未満の割合で承認した場合にのみ株式買取請求権を認めていた。La. Laws (1928) Act 250, § 52.また、オハイオ州では定款の規定により株式買取請求権を排除することを認めていた。Ohio Gen. Code (1927) § 8623-72.オハイオ州の規定については、Dodd, *Amendment of Corporate Articles under the New Ohio General Corporation Act*, 4 U. of Cin. L. Rev. 129, 143-44 (1930).を参照。

合が一定範囲に限定されている場合、反対株主に株式買取請求権が認められていない方法を用いて事業再編が行われる可能性があるとしてSECは指摘している⁵¹。それにより、事業再編により株主の権利内容が大幅に変更される場合であっても、反対株主は当該会社組織から退出することができず、その権利内容の大幅な変更を甘受せざるをえなくなってしまう⁵²。

第二に、株式買取請求権を行使するための手続が非常に厳格なため、一般株主による権利行使には様々な困難が伴うという点である⁵³。

株主が株式買取請求権を行使するためには、各州によって若干の違いはあるものの⁵⁴、(1) 総会決議に先立ち当該組織再編に反対の旨の通知を会社に対して行い、(2) 総会において当該組織再編に反対の議決権行使を行い⁵⁵、そして(3) 総会決議終了後に、買取請求をする株式の種類および数を記載した書面により当該会社に対し株式買取請求を行わなければならないとされていた。このように、反対株主による株式買取請求権行使に厳格な手続が要求されていたのは、どの程度の株主が株式買取請求権を行使するかを経営者が事前に把握するためであると説明されていた⁵⁶。しかし、このような目的に照らしても、過度な手続が一般株主に要求されているとSECは指摘している⁵⁷。

(1) 会社に対する反対の通知

はじめに、(1)の要件との関係で、当時の判例ではその有効要件は狭く解釈されていた。例えば、消滅会社の株主である株式買取請求申立人が、本件合併計画を承認する株主総会に出席せず、かつ代理人による反対の議決権行

⁵¹ SEC, *supra* note 1, at 596-97.

⁵² *Id.*

⁵³ *Id.* at 598.

⁵⁴ 反対の議決権行使を要求していない州においては、会社に対する反対の通知を株主総会決議の前に行い、総会決議成立後、会社に対し書面により株式買取請求を行うこととされていた。

⁵⁵ 一部の州は積極的に反対票を投ずべきことを要求していたが、大部分の州は消極的に賛成票を投じなかったことで足りるとしていた。深見・前掲注(46) 52頁

⁵⁶ SEC, *supra* note 1, at 598, 600-01.

⁵⁷ *Id.* at 598.

使もしなかったが、合併承認決議の18日後に存続会社に対し本件合併への反対の通知を行い株式買取請求をした場合に（1）の要件を満たすか否かが問題となった *Stephenson v. Commonwealth & Southern Corporation* 事件⁵⁸において、デラウェア州衡平法裁判所は、デラウェア州会社法の文言から、株主は株主総会における合併承認決議の前に反対の通知を行わなければならない、また当該通知は本件消滅会社に対しなされなければならないと判示し、原告の株式買取請求を認めなかった。

また、定款変更・合併・会社財産全部の譲渡について株主総会で承認が行われる場合において、株主に対し株主総会招集通知で開示される情報が不十分であり、また反対株主が株式買取請求権を行使できる旨の情報開示も州会社法上要求されていなかったことから、一般株主の中には株式買取請求権の存在すら知らない者も少なからず存在するとの指摘もなされていた⁵⁹。これらの事情から、一般株主があらかじめ反対の通知を行うことは極めて困難であり、株式買取請求権を行使できるのは、事実上、株主総会開催前に弁護士やブローカーから助言を受けることのできる一部の者に限られてしまうとSECは指摘している⁶⁰。また、株主総会開催通知の発送から総会開催日までの期間が非常に短い点も株式買取請求権行使を困難ならしめている原因であると指摘されていた⁶¹。

（2）株主総会における反対の議決権行使

次に、（2）の要件との関係でもその有効要件は狭く解釈されていた。すなわち、州会社法の文言上、株主総会において反対の議決権行使が要求されている場合、株主総会に出席せず自ら議決権を行使しなかった場合、または代理人を通じて議決権を行使しなかった場合は、反対の議決権行使という要件

⁵⁸ *Stephenson v. Commonwealth & Southern Corp.*, 18 Del. Ch. 91 (Del. Ch. 1931).

⁵⁹ SEC, *supra* note 1, at 349, 610.

⁶⁰ *Id.* at 601, 610.ただし、これらの専門家は通常、一般株主に対し株式買取請求権について助言を行うことはないと言われていた。SEC, *supra* note 1, at 601-02.

⁶¹ *Id.* at 602.

を満たさないと解するのが一般的であった⁶²。この点について争われたJohnson v. C. Brigham Co.事件⁶³において、メイン州最高司法裁判所は、株主総会に出席せず議決権を行使しなかったことは、反対の議決権行使と同等とは言えないとして、原告の株式買取請求を認めなかった。このことから、事業再編計画に反対している株主であっても、実際に株主総会に出席して反対の議決権行使を行うか、または代理人を通じて反対の議決権行使を行わない限り、(2)の要件を満たすことができないことになる。これにより、株主総会開催地から遠く離れている場所に居住している株主が事業再編に際して反対の議決権行使を行うのは実際上困難であるとSECは指摘している⁶⁴。

このように株主総会への出席が実際上困難な株主は、会社による委任状勧誘が行われる際に反対の議決権行使を委任することで(2)の要件を満たすことができるとも考えられるが、しかし、実際上そのような方法による反対の議決権行使は不可能であるとSECは指摘している。なぜならば、当時は会社が委任状勧誘を行う場合には委任状の用紙に反対の議決権行使の欄が設けられていないのが通常であり、また、たとえ委任状の用紙において反対の議決権行使を指図する旨を株主が特に記載したとしても、会社の指名する代理人がそのような指図に法的に拘束されるか疑問であると言われていたからである⁶⁵。以上より、株主が株主総会において反対の議決権行使を行う場合、株主自ら総会に出席するか、または株主自らの費用で代理人を選任するしか事実上選択肢は存在しなかった。また、無議決権株主は株主総会において議決権を行使することができないことから、(2)の要件を厳格に解釈する場合、そもそも「反対の議決権行使」という要件を満たすことができないと解されていた⁶⁶。

⁶² *Id.* at 599.

⁶³ Johnson v. C. Brigham Co., 126 Me. 108 (Me. 1927).

⁶⁴ SEC, *supra* note 1, at 600.

⁶⁵ *Id.*

⁶⁶ Irving J. Levy, *Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment*, 15 Corn. L. Q. 420, 427-28 (1930); SEC, *supra* note 1, at 599-600. SECは無議決権株主にこそ、株主総会で議決権を行使できない分、厚い保護が与えられるべきであると主張している。

(3) 会社に対する買取請求・買取価格決定手続

さらに、(3)の要件との関係でも、一般株主にとって困難な点が多く存在していると SEC は指摘している。

組織再編計画の株主総会における承認後、または組織再編契約の登録および記録後、若しくは組織再編計画の株主への通知後一定期間内に⁶⁷、反対株主は書面により会社に対し株式の買取請求を行うことで買取株式の評価手続が開始されることになるとされていたが、この手続においても州会社法の規定は一般株主の利益よりも会社側の利益を重視していると SEC は評価している⁶⁸。

はじめに、買取価格の決定については、まずは当事者間の協議により決定すべきものとされており、当該協議が整えば、会社は一定の期間内にその代金を支払わなければならない。その際には、当該買取価格に対する一定の期日経過後の利息も支払われなければならないと州会社法上規定されていた。

次に、当事者間で買取価格につき協議が整わない場合には、当事者からの申立により、裁判所が評価人 (appraiser) を選任する。評価人の人数およびその選任方法については各州会社法によってそれぞれ異なり、デラウェア州では3名の評価人のうち1名を株主が指名し、他の1名は会社が指名し、残りの1名は株主および会社が指名した2名の評価人が協議の上で指名するか、または協議が整わない場合は裁判所が評価人を指名することとされていた。また、株主が評価人を指名してから30日以内に会社が評価人を指名しなかった場合には、大法官が評価人を指名することとされていた⁶⁹。

以上のような指名手続を経て当事者および裁判所により選任された評価人が買取価格を決定することになるが⁷⁰、その際の株式の評価基準については「価格 (Value)」「公正な価格 (Fair Value)」「市場価格 (Market Value)」等、

⁶⁷ デラウェア州をはじめ多くの州ではこの期間は20日以内とされていた。SEC, *supra* note 1, at 603.

⁶⁸ *Id.* at 603-04.

⁶⁹ Del. Rev. Code (1935) c. 65 § 61. 深見・前掲注 (46) 56 頁

⁷⁰ ただし、ごく少数の州では裁判所自身が買取対象株式の価格評価を行うこととされていた。SEC, *supra* note 1, at 604.

各州会社法によって幾つか異なる表現が用いられており、その具体的な中身および算定方法については様々な見解が存在していた⁷¹。この点について、SECは本報告書の範囲を超えるとして、深く立ち入った検討を控えている⁷²。

買取価格の決定手続においては、株式買取請求に係る費用を誰が負担するかが大きな問題となる。株式買取請求に係る費用としては、評価人の報酬に加え、弁護士や会計士等の専門家に対する報酬やその他諸々の費用が含まれる⁷³。これらの費用は通常高額であるため、一般株主がこれらの費用を負担しなければならない場合、株式買取請求権の利用は割に合わなくなり、その利用が大きく妨げられてしまうことになる⁷⁴。この点につき、各州の会社法は様々な立場をとっており、無条件に全ての費用を会社に負担させる州もあれば⁷⁵、会社が当初提示した買取価格よりも高額の買取価格が買取手続において決定された場合にのみ会社が費用を負担すると定める州も存在していた⁷⁶。デラウェア州会社法ではこれらの費用負担につき、「各評価人に対する相当な報酬を含めて評価の費用は、利害関係を有する当事者の申立てに基づいて裁判所がこれを査定し、そして裁判所が衡平と認めるところに従って、当事者の一方あるいは双方が負担しなければならない。」と規定していた⁷⁷。そして、当該規定の具体的な適用を巡って争われた *In re General Realty & Utilities Corp.* 事件⁷⁸において、デラウェア州衡平法裁判所は、たとえ最終の評

⁷¹ James C. Bonbright, *Valuation of Property: A Treatise on the Appraisal of Property for Different Legal Purposes* Vol. II 826-36 (1937); Levy, *supra* note 66, at 436-40; Norman D. Lattin, *Remedies of Dissenting Shareholder under Appraisal Statute*, 45 Harv. L. Rev. 233, 243-44, 258-70 (1931); Benjamin M. Robinson, *Dissenting shareholder: Their Right to Dividend and the Valuation of Their Shares*, 32 Colum. L. Rev. 60, 66-78 (1932); 和座・前掲注(46) 148~167、岸田・前掲注(46) 274~285頁、柴田・前掲注(17)「合併法理の再構成(五)」81~83頁を参照。

⁷² SEC, *supra* note 1, at 605.

⁷³ *Id.* at 606. 柴田・前掲注(17)「合併法理の再構成(五)」83~84頁

⁷⁴ SEC, *supra* note 1, at 606. 深見・前掲注(46) 65~68頁、70~76頁を参照。

⁷⁵ ミズーリ、ニューヨーク、ノースカロライナ、ロードアイランド、サウスカロライナ、ヴァージニアの各州が当時このような規定を有していた。

⁷⁶ アラスカ、フロリダ、ネヴァダ、カリフォルニア、コロンビア特別区、ルイジアナ、メイン、テネシーの各州が当時このような規定を有していた。

⁷⁷ Del. Rev. Code (1935) c. 65 § 61. 深見・前掲注(46) 71頁

⁷⁸ *In re General Realty & Utilities Corp.*, 29 Del. Ch. 480 (Del. Ch. 1947).

価額が会社の申し出た価格を僅かに上回った場合であっても、反対株主に悪意が存在しないかぎり、会社が評価手続にかかる費用を全額負担すべきであると判示した。しかし、他の州において株式買取請求に係る費用の各費目について明文規定がない場合、一般株主自身がこれらの費用を負担しなければならない可能性があると SEC は指摘している⁷⁹。

また株主は、買取手続に係る直接的な費用だけではなく、間接的な費用の負担も強いられることになると SEC は指摘している⁸⁰。例えば、会社法上明文規定が存在しない場合、株式買取請求を行っている間は、当該株主が有する利益配当請求権および議決権は行使できない可能性があると言われていた⁸¹。また裁判所により決定された買取金額に対する利息の支払いについて、州会社法上何ら規定が設けられていない場合は、買取請求が行われている間の投資機会の逸失についても株主がそれを負担しなければならない可能性がある⁸²。これらの間接的な負担から、一般株主が会社との間で買取価格を争うことは全く割に合わず、事実上、一定割合以上の株式を保有する大株主しか買取価格を争うことはできないであろうと SEC は指摘している⁸³。

最後に、反対株主の株式買取請求権が認められている場合、他のコモン・ロー上および衡平法上の救済手段の利用が排除されるかどうかが当時から議論されていた⁸⁴。この点につき、ほとんどの州では株式買取請求権行使によ

⁷⁹ SEC, *supra* note 1, at 607.

⁸⁰ *Id.*

⁸¹ Lattin, *supra* note 71, at 251, 258; Robinson, *supra* note 71, at 62, 66.

⁸² この点につき、In re Janssen Dairy Corp., 2 N.J. Super. 580 (Law Div. 1949)において、ニュージャージー州上級裁判所は、制定法上、株式買取請求に際して株主に対する利息の支払いに関する明文規定は存在せず、また裁判所に利息の支払い請求を命ずる権限も付与されていないとして、消滅会社は申立人に対し買取価格に対する利息を支払う必要はないと判断した。それに対し、Skipwith v. Federal Water & Gas Corp., 185 Misc. 248 (N.Y. Sup. Ct. 1945)において、ニューヨーク州最高裁判所は、デラウェア州会社法 61 条は利息の支払いに関して特に規定していないが、同条に規定する株式買取請求の手続から申立人と会社の利益を衡量した場合、買取価格に対する本件合併の効力発生日以降の利息の支払いを認めるべきであると判断した。深見・前掲注 (46) 58 頁を参照。

⁸³ SEC, *supra* note 1, at 606.

⁸⁴ 株式買取請求権の排他性の問題については、深見・前掲注 (46) 76～84 頁、龍田節

り他の救済手段の行使は妨げられないと考えられていたが、カリフォルニア州⁸⁵およびミシガン州⁸⁶等の少数の州では、株式買取請求権が認められている場合、原則として他の救済手段を利用することはできないとの立場を採用していた。このように株式買取請求権の行使以外の救済手段が認められていない場合、株主は著しく不公正な事業再編計画を嫌々ながら承認し事業再編後の会社に留まるか、または株式買取請求権の行使により一定の対価を受領しつつ会社から退出することを余議なくされることになる。そして、このような場合、事業再編の場面で経営者による少数株主の締出しが、他の救済手段が認められている場合に比べ容易になるとSECは指摘している⁸⁷。

以上より、州会社法における事業再編の場面で反対株主の株式買取請求権は一般株主の利益確保にとって極めて不十分であるとSECは結論付けている。

5. 小括

以上に検討したように、SECは本報告書において州会社法における事業再編の場面で株主保護のために用意された制度である、株主総会における議決権行使、組織再編行為の差止めおよび無効・取消しの訴え、反対株主の株式買取請求権について検討し、これらの制度は一般投資家保護にとって極めて不十分であると結論付けている。このような検討を踏まえた上で、SECは制度改革に関する4つの勧告を行ったことから、本章で検討した内容は、

「合併の公正維持」法叢 82 卷 2・3・4 号 278 頁 (1968)、岸田・前掲注 (46) 285～287 頁、神田・前掲注 (24)「資本多数決と株主間の利害調整 (五・完)」123～129 頁、柴田・前掲注 (17)「合併法理の再構成 (五)」85～86 頁を参照。

⁸⁵ Cal. Civ. Code (1931) § 369, as amended by Laws 1933, c. 533, § 69.カリフォルニア州の当該立法については、Henry Winthrop Ballantine, *Questions of Policy in Drafting a Modern Corporation Law*, 19 Calif. L. Rev. 465,482 (1931).を参照。カリフォルニア州会社法が株式買取請求権の排他性を認めている点につき、龍田教授は、州証券局が強力な事前審査により合併の公正性を実質的に判断しており、公正と判断された合併だけが許可されているからであると指摘している。龍田・前掲注 (84) 279～280 頁

⁸⁶ Mich. Gen. Corp. Act (1931) § § 44, 54. ミシガン州の当該立法については、Norman D. Lattin, *A Reappraisal of Appraisal Statutes*, 38 Mich. L. Rev. 1165, 1166 (1940).を参照。

⁸⁷ SEC, *supra* note 1, at 609-10.

SEC が本報告書で行った勧告の背景を理解する上で重要である。

結語

本稿では SEC が 1930 年代に公表した保護および組織再編委員会に関する調査報告書の検討を通じて、米国州会社法における事業再編の展開とそれに対する SEC の関与について、当時の法的状況および思想的背景にまで掘り下げて検討してきた。SEC は州会社法が緩和され事業再編の自由度が高まったこの時代に、一般投資家保護の観点から州会社法における事業再編に関する調査を行い、当時の資本市場法制、州会社法の諸規定、並びにコーポレート・ガバナンスの状況について詳細な検討を行った上で、本報告書を公表し、①各州による会社法の規制緩和競争の防止⁸⁸、②一般投資家の利益を代表する独立機関の創設⁸⁹、③事業再編が行われる際の情報開示の強化⁹⁰、④事業再編計画への賛成の勧誘を行う際の勧誘者の資格および勧誘内容に対する規制強化⁹¹という 4 つの勧告を行った。本稿では、SEC がこれらの勧告を行なった背景について各章を通じて検討してきた。

第一章では、事業再編における利益相反問題について検討した。州会社法における事業再編が適正に行われるためには、経営者、投資銀行家、弁護士等の専門家が事業再編手続に関与することが必要不可欠である。しかし、これらの専門家と一般投資家との間には潜在的な利益相反関係が存在し、人間性の本質から、これらの者が一般投資家の利益を代表することはできないと考えられた。実際に、事業再編の場面における利益相反問題は深刻であったことが本報告書における各事例から伺い知ることができる。そこで SEC は、一般投資家の利益を代表する独立機関を設置し、当該機関が事業再編計画の策定に関与し、かつ事業再編の手続全体を監督するよう勧告したのである。

第二章では、各州による会社法の規制緩和競争の展開と事業再編の場面に

⁸⁸ *Id.* at 412-13.

⁸⁹ *Id.* at 413-14.

⁹⁰ *Id.* at 414.

⁹¹ *Id.* at 414-15.

における州会社法の濫用について、当時の主要論者の見解を踏まえながら検討した。19世紀末から展開された各州による会社法の規制緩和競争により事業再編の場面において緩い州会社法を用いた様々な金融手法が可能となった。そして、これら緩い州会社法の様々な規定を用いた複雑な金融スキームが事業再編の場面で構築されることにより、事業再編の過程は複雑となり、一般投資家の当該事業再編計画に対する評価が困難になるとの問題が生じた。また、事業再編の過程で株式の水増しが行われると同時に、資本構成の複雑化に伴い証券保有者間で利害対立が生じることになるとの弊害も認識されるようになった。さらに、これらの問題が事業再編の場面における利益相反問題と複雑に絡み合うことにより、会社内部者およびその利害関係者といった少数の人間が株式会社に参加する大多数の人間を支配する社会秩序の出現が懸念されるようになった。そこでSECは、州会社法の規制緩和競争をこれ以上進展させないようにするために、連邦会社法を制定し州際通商に従事する会社に対し一律の規制を課すか、または連邦税法による課税権力行使により州際通商に従事する会社が緩い会社法を有する州へ設立州を変更することを防止するよう勧告したのである。州会社法について管轄権を有しないSECが、本報告書において州会社法の諸規定や各判例に踏み込んで詳細な検討を行った背景には、州会社法のあり方が連邦証券市場規制および連邦倒産法制と密接に関わっているとの認識を有していたためと思われる。

第三章では、SECが本報告書で調査を行った具体的事例について検討した。SECが本報告書で取り上げた具体的事例においては、緩い州会社法の下でどのような形で複雑な事業再編のスキームが構築されるのか、また事業再編計画の内容および事業再編手続全体に対する公的機関による監督が行われていない状況下においてどのように経営者が保身目的または私的利益のために事業再編計画の策定を行うのか、さらには事業再編計画への賛成の勧誘が行われる際にどのようにして虚偽または誤解を招くような情報開示および強圧的な勧誘が行われるかを示している。SECはこれらの事例の検討を行った上で、当時の1933年証券法および1934年証券取引所法の情報開示規定が州会社法

における事業再編にはほとんど適用されないことを問題とし、これらの情報開示規定の適用範囲を州会社法における事業再編の場面にまで拡大するとともに、事業再編計画への勧誘の際の実質審査が公的機関により行われるよう、勧告を行ったのである⁹²。また、本章におけるこれらの事例の検討から、この時代においてすでに、交換買付けを行う際の強圧的な勧誘や、対象会社の支配権獲得後の買収者の行動など、今日において事業再編や敵対的企業買収の場面で問題となるような問題が米国において実際に問題とされ、それらの問題に如何に対処するかが SEC および当時の主要論者により議論されていたことが明らかとなった。

第四章では、州会社法における事業再編の場面において、州会社法が株主保護のために用意している各制度について、SEC が一般投資家保護の観点からどのような問題があると認識していたか検討した。SEC は事業再編計画の承認が行われる株主総会での議決権行使、組織再編行為の差止め、事後的な組織再編行為の無効確認・取消し、反対株主の株式買取請求権の行使について当時の州会社法の規定および判例を詳細に検討した上で、これらの制度は州会社法における事業再編の場面において一般投資家の利益確保にとって極めて不十分であると評価している。これら州会社法が用意している各制度の問題点を踏まえた上で、SEC は制度改革について4つの勧告を行ったのである。

以上のような当時の米国における制度改革の議論は、これからのわが国の資本市場法制・株式会社法制の在り方を考える上で重要な示唆を与えてくれるように思われる。確かに、当時の米国の法制度と現在のわが国の法制度は大きく異なり、またそれぞれの時代における法制度を支える各種制度も全く異なることから、両者を単純に比較することはできない。しかし、SEC が本報告書において有していた問題意識は現在のわが国の法的状況を論じる際にも共有できるように思われる。

⁹² ただし、SEC は州会社法における事業再編の場面において、情報開示規定は二次的な役割を有するに過ぎず、一般投資家の利益を代表する機関が事業再編手続全体および事業再編計画の公平性・公正性を実質的に審査することが投資家保護にとって必要不可欠であると考えていた点に注意する必要がある。SEC, *supra* note 1, at 197.

わが国においても金融危機後の平成9年の商法改正から平成17年の新会社法制定に至るまでの一連の会社法の規制緩和により⁹³、事業再編を行う際の自由度は当時の米国よりも格段に進んでいると評価できるように思われる。これら自由度の高い会社法の各規定が複雑な形で用いられることにより、当時の米国における場合と同様、株主の利益を害するような事業再編が行われる可能性があることは、当時の米国の歴史から学ぶことのできる教訓であろう。米国州会社法型の自由度の高い会社法を採用したわが国においては、米国が経験してきた州会社法の濫用の歴史を認識し、それを踏まえた上で、わが国にとって適切な法制度を構築する必要があるように思われる⁹⁴。また、連邦証券諸法および連邦倒産法を管轄するSECが州会社法の濫用を懸念していたという事実は、わが国においてもこれらの問題を考えるにあたり、会社法制のあり方は資本市場法制および倒産処理法制と密接に関係していることを認識しつつ議論を展開する必要性を示唆しているように思われる。

また、組織再編行為の多様化、組織再編の対価の柔軟化が進展した中、これらの組織再編手続全体の適正性および組織再編計画の公正性・公平性を如何に確保していくかも大きな問題となっている。組織再編の場面においては、わが国においても同様に、経営者、投資銀行家、弁護士といった専門家の関与が必要不可欠でありその要請は益々高まっているが、本報告書において指摘されているように、これらの専門家と一般投資家との間には潜在的な利益相反関係が存在し、これらの者は一般投資家の利益を代表できないと考えられていた事実は歴史的な教訓として受け止める必要があるように思われる。米国において事業再編が行われる際に、現在では特別委員会の役割が強調され、特別委員会の独立性や独立当事者間取引による特別委員会と事業再編当事者との交渉を如何に確保するかが議論されているが⁹⁵、このような議論の

⁹³ 岩原紳作「新会社法の意義と問題点 I 総論」商事1775号6頁(2006)、同「総論—会社法制見直しの経緯と意義」ジュリ1439号13頁(2012)

⁹⁴ 上村達男・金児昭『株式会社はどこへ行くのか』45～46頁、64～65頁、356頁(日本経済新聞出版社、2007)

⁹⁵ Gregory V. Varallo, Srinivas M. Raju & Michael D. Allen, Special Committees: Law and Practice 4-5, 17-25 (2011).

背景には、本稿で検討してきたような深刻な利益相反が問題とされてきたという歴史的事実があることを、われわれは認識する必要があるであろう。そして、事業再編計画の公正性・公平性を確保し、事業再編手続全体の適正性を確保するために、当時の米国において一般投資家の利益を代表する公的機関による監督という方法が構想されていたという事実は、わが国において同様の問題を考える上で参考にすべきと思われる。

最後に、事業再編の場面における情報開示についても、今後わが国において会社法を用いた事業再編により一般株主の権利内容が大きく変更される事態が生ずるならば、当該事業再編により従来からの株主の権利内容がどのように変更されるのか、当該事業再編計画に対して経営者およびその利害関係人がどのような利害関係を有しているのか、株式買取請求権の行使の方法等について詳細な情報開示を行い、株主が自らの利益を保護するための機会を保障する必要があるように思われる。

これらの問題については、現在のわが国の法的状況を踏まえながら、さらに研究を進めていきたいと考えている。

本報告書で SEC が展開した緩い州会社法に対する批判および事業再編手続全体の適正性および事業再編計画の公正性・公平性の確保について、その後米国においてどのように議論が展開され、法制度改革が進展し、そして判例法理が形成されていったかについては、次稿以降で検討していきたい。

※本稿は、平成 19 年・20 年度科学研究補助金（若手研究（B））（課題番号：19730080）による研究成果の一部である。