

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と 少数株主の縮出し

——マサチューセッツ州の判例分析を通じて——

増 田 友 樹

第一章 はじめに

第二章 「正当な事業目的」において考慮される要素

第三章 アメリカの判例の分析

第四章 アメリカ法からの示唆

第五章 おわりに

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と少数株主の縮出し

同志社法学 六七巻七号

二九 (二八七七)

第一章 はじめに

全部取得条項付種類株式や交付金合併を利用して少数株主を締め出そうとする場合に、「正当な事業目的」が必要であるなどとして、締め出す側の目的を特に問題とする見解が従前から主張されてきた。⁽¹⁾

たとえば、笠原武朗は、全部取得条項付種類株式を用いる場合に、「閉鎖的な会社の場合には『正当な事業目的』なく少数株主の『締め出し』を行う場合には決議の取消しという救済を与えるべき」とする。⁽²⁾ また、上村達男は、交付金合併により「少数株主の縮出しが可能になることについては、多数決の濫用法理等の充実強化が必要」と指摘する。⁽³⁾ その上で、「合併承認のための株主総会決議要件としての正当な理由の開示」を要求する。⁽⁴⁾

これに対して、「正当な事業目的」を少数株主の縮出しの実体的要件とは解さないといい見解が有力であるとされる。⁽⁵⁾ すなわち、「正当な事業目的」という要件は、結論ありきで事後的に判断される危険性があり、取引の安全や予見可能性が害されるおそれがあるといったものである。⁽⁶⁾

さらに、組織再編の対価の柔軟化という場面に限れば、たとえば、藤田友敬は、「どことなく濫用防止策が必要といった程度の認識で『正当な事業目的』という新たな実体的要件を持ち込むことは無用の混乱をもたらすだけではないか」と指摘していた。⁽⁷⁾ もっとも、藤田は、別の論文で、全部取得条項付種類株式の場合には「…脱法的な場合に限らず、…『正当な事業目的』といった制約をかける必要がある」としている。⁽⁸⁾ これは、組織再編における少数株主の縮出しの場合と異なり、全部取得条項付種類株式の場合には、「経済的合理性…はまったくもって自明ではない」からだとして⁽⁹⁾。また、田中亘も、少数株主の縮出しを「目的とする組織再編行為が許されないなら、何のたれに對価柔軟化を認めただろうか」と述べる一方⁽¹⁰⁾、閉鎖会社における全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の縮出しについては、慎

重なる姿勢を示している⁽¹¹⁾。平成二六年改正会社法の法制審議会においても、キャッシュ・アウトを用いることで、閉鎖的な会社で容易に少数株主を締め出せることに対する懸念は指摘されていた⁽¹²⁾。以上のことからすれば、学説の現状としては、少数株主の締出しを無制限に認めることには懸念があるものの、しかし、「正当な事業目的」という要件を課すことには抵抗があるといったところであろう。

この「正当な事業目的」という要件について、わが国では、デラウェア州の過去の判例が主に紹介されてきた⁽¹³⁾。ところが、今日のデラウェア州において「正当な事業目的」は要求されておらず、紹介できる事案がそもそも限られる⁽¹⁴⁾。また、デラウェア州以外で「正当な事業目的」が用いられた判例を紹介する研究もあるが、「正当な事業目的」がどういふ文脈で用いられてきたのかは、十分に検討されていないように見受けられる⁽¹⁶⁾。しかし、「正当な事業目的」という要件を課すべきかどうかを検討するには、その内容や性質を正確に理解する必要があるだろう。わが国において批判の強い「正当な事業目的」という要件が、なぜアメリカの一部の州において用いられているのだろうか。

さらに、今後の議論のためには、「正当な事業目的」という要件が必要かどうかという観点からだけでなく、「正当な事業目的」を用いたアメリカの判例が、どういう考慮に基づいて、どのような少数株主を救済しようとしていたのかを確認する必要がある。後で紹介するわが国の学説において考慮されてきた要素は、それらの判例においてどのように考慮されているのだろうか。このような分析は、締め出される少数株主に対する救済の必要性を考える上でも有益だとと思われる。

本稿は、こうした観点から、アメリカ、とりわけマサチューセッツ州の判例を検討することで、少数株主の締出しと「正当な事業目的」に係る議論についての検討材料を提供することを目的とする⁽¹⁷⁾。

以下では、第二章で、わが国において「正当な事業目的」など締め出す側の目的を特に問題とする見解を紹介し、そ

これらの主張がどういう考慮に基づくのかを確認する。第三章では、第二章の検討を踏まえた上で、主にマサチューセッツ州の判例を検討する。マサチューセッツ州は、今もなお「正当な事業目的」を要求する代表的な州であり、デラウェア州とは異なる立場として取り上げられるからである。¹⁹⁾第四章では、第三章の判例の検討から得られる示唆について述べる。第五章は、簡単なまとめである。

第二章 「正当な事業目的」において考慮される要素

本章では、「正当な事業目的」など締め出す側の目的を特に問題とする学説を確認する。これらの学説では、主に、次の三つの要素が考慮されていた。

(一) 株式買取請求権

株式買取請求権は、締め出される少数株主に対する救済手段として不十分であることが指摘される。

柴田和史は、交付金合併の場合に、「…大株主や多数株主の恣意により、少数株主の追い出しが堂々ともしくは容易に行われるようになることについては危惧感を抱いている」とした上で、「…『正当な営業上の目的』の法理をわが国でも採用すべきか否かについて十分な検討を行うべきである…」と述べる。²⁰⁾柴田が結論としてどのように考えているのかは明らかでないが、「株主は、たんにその所有する株式の価値だけについて保護法益を有するのではなく、その投資の形態についても保護法益を有するのである。それゆえに、現金を合併とする通常の合併においては株式買取請求権による救済は十分な救済方法とはいえないのである」とされる。²¹⁾

(二) 閉鎖会社の特殊性

前述した柴田の見解は、閉鎖会社に限定されていたわけではない。これに対して、閉鎖会社において、特に「正当な事業目的」が必要であると主張されることがある。

江頭憲治郎は、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の縮出しについて、「閉鎖型のタイプの会社の内紛に起因する少数株主の縮出しについては、『目的の不当性』から会社法八三一条一項三号が適用にならないかの点を、裁判所は慎重に判断すべきである」と述べる。²³⁾ その理由として、江頭は、「閉鎖型のタイプの会社の株主にとつての株式は、単なる予想キャッシュ・フローの現在価値ではなく、経営者としての報酬を生む源泉であり、かつそうした会社では株主に経営参加に関する明示・目次の約束があることが少なくない等、複雑な事情があるのが通常だからである」とする。²⁴⁾

笠原武朗も「閉鎖会社では、…株式の純粋な経済的価値ではなく株主であること自体に価値がある可能性があり、最終的に裁判所が担保する『公正な価格』では補償として不十分であるおそれが高い」と指摘する。²⁵⁾ その上で、「縮出し」のメリットとして一般に言われることはほとんど（実態としての）公開会社にしか妥当せず、閉鎖会社においては『正当な理由』等を会社Ⅱ多数株主が示すことはそれなりに困難であろうから、この場合の『正当な理由』等は、裁判所にとつても意味のある基準として機能しよう」と述べる。²⁶⁾ もっとも、最後に、「閉鎖会社における『縮出し』の是非は、閉鎖会社における内紛について法がどのような態度を採るかという問題の中で論じられるべき問題」として、「少数株主のイニシアチブで内紛状態を解消する手段を与えるべきかといった立法論」を含めて検討する必要があるとされる。²⁷⁾

(三) 投資の継続性

以上のような見解に加えて、少数株主の会社に対する投資機会を奪うことそれ自体を問題視する見解もある。

たとえば、北村雅史は、金銭を対価とする組織再編について、「従属会社から少数株主を一掃することで企業グループの経営を効率的に行い（少数株主との利害調整コストが不要になる）、それによってグループ全体の企業価値を高めることになっても、それだけでは『正当な事業目的』があるとはいえない」として、「縮出しの文脈では、さらに『従属会社株主から支配会社の株主として引き続き投資機会に参加する立場をも奪うこと』に正当な理由が要求されるはずである」と述べる。²⁸⁾ もっとも、北村は、こうした「正当な事業目的」を実体的要件として課すことには懐疑的で、むしろ、株主総会において少数株主の縮出しが必要である理由を説明するという手続要件にすることを主張する。²⁹⁾

さらに、船津浩司は、「会社の利益」という観点から全部取得条項付種類株式などを利用した少数株主の縮出しを許容する考え方に対して、「会社に利益があることをもって株主の財産の収用を基礎づけることはできない、といった批判が考えられる」とする。その上で、「投資の継続」という観点から、「金銭組織再編を許容することが、対価の種類間の優劣を一切消滅させることまでを含意するわけではないと考えるならば」、投資の継続性は保護に値しないという反論では不十分である可能性を指摘する。³⁰⁾ このような理解を前提に、船津は、全部取得条項付種類株式に係る「対価の相当性」概念（会社法施行規則三三条の二第一項一号・二項）について、「少数株主がこうむるようになる投資の強制換価という不利益に、適切な形（広い意味での対価の額も重要な要素となり得るがそれに限られない）で配慮することを要求する契機」として理解することができると述べて、「もっぱら少数株主を害する意図での縮出しなど、株主がこうむる不利益を正当化する他の事情がまったく存在しない場合等には対価の相当性を否定し…、縮出しの効力そのものを攻撃する余地も生じよう」とする。³¹⁾

(四) まとめ

以上の学説を踏まえると、第三章の検討においては、次の点を確認する必要があるだろう。

第一の点は、締め出される少数株主に対する救済手段として、株式買取請求権がどのように捉えられているかということである。³²⁾ 株式買取請求権を少数株主に対する救済手段として十分だと考えるのであれば、「正当な事業目的」という要件を課して、その取引の効力を否定する必要はない。一方で、株式買取請求権を救済手段として不十分だと考えるのであれば、その理由を確認する必要がある。

第二の点は、「正当な事業目的」という要件を閉鎖会社における少数株主の締出しの場面に限定するかということである。さらに、閉鎖会社の少数株主は、どのような理由で特に保護されなければならないのかも確認する必要がある。

第三の点は、「投資の継続性」という要素がどの程度強調されているのかということである。なぜなら、こうした観点を強調しすぎると、少数株主を締出すことそれ自体を認めるべきでないという結論にもつながるからである。³³⁾

第三章 アメリカの判例の分析

本章では、まず初めに、「正当な事業目的」に関連するマサチューセッツ州の判例を検討する。以下でみるように、これらの判例は、主として、従業員や役員、取締役を兼ねる少数株主の解雇・解任といった、いわゆる支配株主の少数株主に対する抑圧行為の事案であった。³⁴⁾ 本章では、これらの事案も含めてマサチューセッツ州において「正当な事業目的」が用いられた判例を確認した上で、その他の州で、少数株主の締出しに「正当な事業目的」が用いられた判例を検討する。

(一) リーディング・ケースとされる二つの判決

マサチューセッツ州の判例は、閉鎖会社における株主の信認義務の文脈で「正当な事業目的」を用いてきた。次の二つの判決が、そのリーディング・ケースとして位置付けられる。⁽³⁵⁾

・ドナニュー (Donahue) 判決⁽³⁶⁾

△事実▽

Y₁社は、電気版（電気鑄造）印刷物などを取扱う株式会社である。Xは、Y₁社の少数株主であり、Xの夫であるAは、Y₁社の従業員であった。なお、本件訴訟前にAは亡くなっている。Y₂、Y₃、Y₄はY₁社の取締役であり、Y₅は、Y₁社以前の取締役・役員・および支配株主であった。Y₂およびY₃は、Y₅の息子である。

一九五四年に、Y₅は、Y₁社の株式を一株二〇ドルで二〇〇株取得した。また、Aも、Y₁社の株式を一株二〇ドルで五〇株取得した。この当時、Y₁社は合計一〇〇〇株の株式を発行しており、残りの株式について、親会社であるB社が七二五株、Cが二五株を保有していた。その後、一九五五年六月、Y₁社がB社およびCが保有するY₁社株式をすべて買い取ることによって、Y₅がY₁社の支配株主となり、Aは唯一の少数株主になっている。

一九六四年には、Y₃がAにかわって工場責任者となり、一九六五年に、Y₂が、Y₅の後を引き継いで社長になっている。さらに、一九五九年から一九六七年にかけて、Y₅が保有するY₁社株式は、Y₂とY₃およびDにそれぞれ三九株ずつ譲渡された。

一九七〇年七月に開かれた取締役会で、Y₅は、Y₁社の取締役を辞任した。その後、Y₁社が、Y₅が有していたY₁社株式八一株のうち四五株を取得した。また、Y₅が有する残りのY₁社株式三六株もY₂らに譲渡された結果、一九七一年三月に

は、 $Y_2 \sim Y_4$ がそれぞれ五一株ずつ、 X が五〇株を保有していた。⁽³⁷⁾

一九七一年三月、 Y_1 社の臨時株主総会が開催された。 X は、この時に Y_1 社による Y_5 の株式取得を初めて知った。この臨時株主総会の数週間後に、 X が Y_1 社に Y_5 と同じ条件で自己株式を買い取るよう請求したところ、 Y_1 社はそれを拒否した。そこで、 X は、 $Y_2 \sim Y_5$ らが少数株主に対する信託義務に反したとして、当該自己株式取得の取消しおよび Y_5 による売却代金の返還などを求めた。

△判旨▽

本判決は、閉鎖会社における株主の一般的な義務について、次のように述べた。

「…閉鎖会社における株主は、(筆者注…パートナーシップにおいて) 事業を運営する場合に組合員がお互いに負うのと実質的に同じ信託義務をお互いに負う。過去の裁判所の決定において、裁判所は、組合員がお互いに負う義務の基準を『最大限の誠実性および忠実性』として定義してきた。…閉鎖会社における株主は、この厳しい誠実性基準に一致するように経営および株主責任を果たさなければならない。』⁽³⁸⁾

その上で、本件について、具体的に次のように述べた。

「株式を取得される株主が支配グループのメンバーである場合、このテスト(筆者注…最大限の誠実性および忠実性基準)を満たすために、支配株主は、その会社に同一価格で比例した数の株式を会社に売却するための平等な機会をすべての株主にオフアーさせなければならない。会社による取得は、株式を取得される支配グループのメンバーに実質的な利益を与える。もし会社が株式を売却するための機会を少数株主に与えない場合、その利益は少数

株主には入手できない。支配株主は、少数株主に対する厳しい義務に応じて、特別なアドバンテージや株式所有からの不釣り合いな利益を得るために会社の支配権を利用することはできない。³⁹⁾

「閉鎖会社による株式取得についての平等な機会のルールは、すべての株主のためのこれらの利益に平等にアクセスすることを提供する。支配株主が、少数株主にそのような平等な機会を拒否するために会社についての権限を行使したケースにおいて、少数株主は、適切な救済を与えられるべきである。⁴⁰⁾

「明らかに、Y₁社によるY₅の保有する株式の取得は、Y₁ら支配株主がXやXの息子といった少数株主に負う義務に違反したものである。その取得は、会社の資産の一部を株式と引き換えに支配グループのメンバーであるY₅に分配した。XやXの息子は、その会社に株式を売却するための平等な機会を提供されなかった。実際に、平等な機会を得ようとするXらの努力は、会社代表者によって拒絶されている。⁴¹⁾

本判決は、閉鎖会社における株主は、パートナーシップと同様に、お互いに厳格な信認義務（最大限の誠実性および忠実性）を負うことを明らかにした。⁴²⁾ 支配株主は、自身の利益のために会社の支配権を利用することができないとされる。もつとも、本件は、会社による特定の株主からの自己株式の取得が問題となっており、株主間の争いや少数株主の締出しとは関係のないものであった。こうした閉鎖会社における株主の厳格な信認義務について、「正当な事業目的」という要件を用いて修正を加えたのが、次の判決である。

・ウィルクス (Wilkes) 判決⁽⁴³⁾

△事実▽

Y₁社は、不動産の販売や投資を行う株式会社である。Xは、Y₁社の少数株主である。Y₂はAのための遺言執行者、Y₃はY₁社の株主および取締役、Y₄はCが社長を務めていた銀行、Y₅はCのための遺言執行者である。

一九五一年に、Xは、A、Y₃、Bとパートナーシップ契約を締結した。このパートナーシップ契約は、共同で不動産投資を行うために締結されたものである。その後、Xは、このパートナーシップに係る事業をY₁社として法人化した。その際、Xら四人は、それぞれ一〇〇〇ドルを出資し、一〇株ずつ株式を引き受けている。また、Xら四人は、それぞれがY₁社の取締役に就き、同じ活動と責任を負う限りで、会社から等しく給与等を得るものと理解していた。なお、一九五九年、Bは、保有していたY₁社株式をCに売却している。

一九六五年、Y₁社は、自社が保有する物件の一部をAに売却することを決定した。ところが、Xは、Aよりも高い価格で購入してくれるY₁社の別の株主にその物件を販売した。これをきっかけとして、XとAの関係は悪化し始めた。

一九六七年一月、こうした関係の悪化もあり、Xは、自身の保有する株式を売却したいという意図をY₁社に伝えた。これを受けて、一九六七年二月に開催されたY₁社の取締役会で、Xには報酬が支払われないことが決定された。さらに、一九六七年三月に開催された株主総会で、Xは取締役および役員として再任されなかった。そこで、Xが、一九六七年三月以降にY₁社の取締役および役員として受け取ったであろう報酬についての損害賠償を求めた。

△判旨▽

本判決は、閉鎖会社における少数株主の地位の保護について、次のように述べた。

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と少数株主の締出し

同志社法学 六七巻七号

三九 (二八八七)

「支配株主の手中にある少数株主に対する雇用の拒絶は、いくつかの事例において特に有害である。その会社との雇用を保証することは、『少数株主がその会社に資本を投資した基本的な理由』の一つであったらう。…少数株主は、一般的に、投資に係る主なりターンンとして報酬に依存する。なぜなら『閉鎖会社の収益は：大部分が給与やボーナス、退職金で分配されるからである』。…要するに、少数株主の雇用を終わらせて、少数株主を役員や取締役のポジションから引き離すことによつて、支配株主は、会社の事業に参加しようという少数株主の目的を効果的に失敗させ、さらに少数株主に投資の平等なりターンンを拒絶する。」⁴⁴⁾

その上で、ドナヒュー判決で採用された基準について、次のように述べた。

「…我々は、ドナヒュー判決で表明された厳しい誠実性基準の調整されない基準を本件のような事案に適用することが、すべての利害関係者の利益にかなう会社の効率的な運営を不当に妨げるような、閉鎖会社における支配株主の正当な行動に対する制限を課す結果になることを懸念する。支配株主は、少数株主に対する信認義務の概念に對して調整されるべき、会社の『利己的な所有権』と称される一定の権利を明らかに有する。」⁴⁵⁾

「その結果、閉鎖会社の少数株主が、支配株主が少数株主に負う厳しい誠実性義務に違反したことを主張して支配株主に訴訟を起こした場合に、裁判所は、個別の事案において、支配株主によつて行われたその行動を注意深く分析しなければならぬ。支配株主がその行動についての正当な事業目的を示しているかどうか、問われなければならない。これを問うに当たつて、裁判所は、閉鎖会社における支配株主が、その会社の事業方針を作るためのある程度の裁量を有しなければならないという事実を認識する。たとえば、配当や合併、役員の給与、取締役の選任や従業員の解雇については、大きな裁量を有しなければならない。」⁴⁶⁾

「しかしながら、支配株主の行動に関する事業目的が支配株主によって提出されたとき、裁判所は、同じ正当な目的が少数株主の利益をより傷つけない別の行動によって達成されたであろうことを示す機会が少数株主に与えられていると考える。争いを解決することが求められる場合、裁判所は、もしあれば、より損害の少ない代替手段の実行可能性を正当な事業目的との比較で検討しなければならない。」⁴⁷⁾

本判決は、以上のような基準を述べた上で、本件について、具体的に次のように述べた。

「このアプローチを本件に適用すると、Y₁社の支配株主がXが会社の従業員を解雇されること、あるいはXを役員や取締役として再任しないことについての正当な事業目的を示していなかったことは明らかである。∴会社に損害を与えたり、破壊しようとする望ましくない破壊的な性質への正当な対応として支配株主の行動を承認することによって導くであろうXの取締役、役員、従業員としての非行は示されていない。」⁴⁸⁾

本件は、閉鎖会社における株主間の争いから、取締役および役員であった少数株主が、再任されなかったことについての救済を求めた事案である。

本判決は、閉鎖会社の少数株主がその会社に投資する理由として雇用の保証があること、そして、投資に対するリターンは給与等によって分配されることを指摘する。その上で、支配株主は、少数株主を解雇することによって、そうした投資に対するリターンから少数株主を排除できるとする。

他方で、本判決は、ドナヒュー判決で示された厳格な信託義務を支配株主に課すことは、閉鎖会社の支配株主の正当な行動を制限してしまうという懸念を指摘する。したがって、支配株主には合併や役員の給与など会社の事業方針につ

いての一定の裁量が認められるべきであるとして、「正当な事業目的」がある場合には信認義務に反しないとされる。もつとも、「正当な事業目的」が何なのかは、具体的に説明されていない。

このように本判決で示された「正当な事業目的」は、わが国における「正当な事業目的」の理解とは少し異なっている。

第一に、本判決は、閉鎖会社の株主間の争いにおいて「正当な事業目的」という要件を用いる。⁽⁴⁹⁾しかし、わが国では、一部の学説を除いて、必ずしも閉鎖会社に限定して「正当な事業目的」が議論されてきたわけではない。

第二に、本判決は、閉鎖会社における株主間の厳格な信認義務に対して、支配株主に一定の裁量を認めるために「正当な事業目的」という要件を用いる。⁽⁵⁰⁾これに対して、わが国では、むしろ「正当な事業目的」という要件を課すことで、支配株主や経営陣の裁量を制限しようという形で議論が行われてきた。⁽⁵¹⁾

以上のように、ドナヒュー判決およびウィルクス判決によって、閉鎖会社における株主間の厳格な信認義務、そして支配株主の裁量を認めるための「正当な事業目的」が確立された。⁽⁵²⁾

（二） その後の判例の展開

前記二つの判決は、閉鎖会社における株主間の様々な争いの事案に、先例として用いられていく。以下では、それらの事案の事実と判旨を簡単に確認しておこう。

・ハラハン (Halahan) 判決⁽⁵³⁾

△事実▽

X₁とX₂は兄弟であり(以下、「X兄弟」という)、Y₁とY₂も兄弟であった(以下、「Y兄弟」という)。一九七五年七月、X兄弟およびY兄弟の四人は、バーとレストラン事業を営むY₃社を設立した。その際、X₁を除く三人が取締役の地位に就いた。また、Y₃社は、一〇〇株の株式を発行し、二三・七五株をX兄弟およびY兄弟の四人に割り当て、残り五株をY₄に割り当てた。もつとも、Y₄は、議決権の行使についてY₁に委任していた。

その後、X兄弟とY兄弟の仲は険悪なものとなった。そして、Y兄弟は、株主総会で、X兄弟のパートナーとしてのパフォーマンスに不満を持っていることを伝えた。その上で、Y兄弟は、X兄弟を会社の従業員から解雇した。そこで、X兄弟が、Y兄弟らによる解雇に対する救済を求めた。

△判旨▽

「…そのような会社(筆者注…閉鎖会社)において、株主は、互いにおよび少数株主に対して、ジョイント・ベンチャーにおける組合員や参加者としての厳格な信義義務を負う(筆者注…ドナヒュー判決を引用)。…従業員としての報酬がX兄弟がその事業から得ることを期待する主な利益である場合、警告なしにX兄弟を強制的に解雇することは、その基準に達しない。少数株主を会社の役員や従業員から取り除くことは、特に効果的な『スキーズ・アウト』の手段になる(筆者注…ウィルクス判決を引用)。…ウィルクス判決で、裁判所は、支配株主がその行動についての正当な事業目的を示したかどうかを尋ねなければならないことを示す。事実審の争いのない事実においてそのような目的は明らかでない一方で、事前の警告のない強制的な支配権の奪取は明らかである」⁽⁵⁴⁾

本判決は、ウィルクス判決を引用した上で、少数株主の従業員としての報酬が会社収益と結びついていることを指摘する。そのため、従業員であるX兄弟を解雇することは厳格な信認義務に反するとした上で、そのような行為についての「正当な事業目的」は示されていないとした。

・ スミス (Smith) 判決⁽⁵⁵⁾

△事実▽

一九五一年に、Xは、不動産業を営むY₁社を設立した。この時、XとY₂、さらにAとBの四人がY₁社株式をそれぞれ二五株ずつ引き受け、取締役にも就任している。Y₁社の定款および付属定款には、取締役や役員を選任など会社の重要な業務事項については、発行済株式の八〇%の賛成決議によって承認されるまで適法にはならないという規定が設けられていた(以下、「八〇%規定」という)。要するに、この規定は、個々の株主に拒否権を与えるものである。

その後、意見の相違などにより、Y₂とその他の株主との間で不和が生じた。すなわち、Y₂は、Y₁社の収益を自社ビルや設備の修復にあてることを望んでいた。他方で、その他の株主は、配当を行うことを望んでいた。ところが、Y₂が八〇%規定によって配当を拒むことで、理由のない会社収益の蓄積として、Y₁社は、IRS(アメリカ合衆国歳入庁)からペナルティ課税が課されてしまっていた。そこで、一九六七年一月、Xは、Y₂に対してY₁社が課されたペナルティ課税の返還などを求めた。

△判旨▽

「ドナヒュー判決の事案において、裁判所は、閉鎖会社において、支配株主が少数株主からの保護を要求する事

案が生じるかもしれないということを認識していた。本件において、そのような事案が生じている。なぜなら、Y₂は、八〇%規定によつて会社の配当に関する拒否権を行使することができたからである。八〇%規定は、実質的に支配株主と少数株主の通常の役割をひっくり返す効果を有する。その規定のもとでは、少数株主はその場限りでの支配的利益を有するようになる。⁵⁶⁾

「…最も関連するガイダンスは、本質的に、こうした状況における裁判所の介入において、(a)支配株主による行動および(b)そのライバルグループによる行動の理由として提出された事業上の利益の重みをはかるといふ趣旨で、ウィルクス判決においておそらく見出される。」⁵⁷⁾

「配当に関するY₂の拒絶によつて引き起こされたY₁社に対する過去の損害に関して、事実審は、Y₂の行動が合理的なものを超えているという調査によつて正当化された。…Y₂が配当を行うことを拒絶した理由が何であれ、我々は、Y₂が最終的に課されるペナルティ課税の深刻かつ正当化されないリスク、『最大限の誠実性および忠実性』の義務についての合理的な解釈に一致しないリスクを無鉄砲に冒したと考える。」⁵⁸⁾

本件は、支配株主の少数株主に対する行為が問題になった事案ではなく、少数株主が定款に規定された拒否権を利用することで、会社がデッドロックに陥った事案である。本判決は、このような事案についても、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を先例として引用する。そして、少数株主であるY₂の行為は、閉鎖会社の株主が負う義務に反していると考えられた。

・グッディ (Goode) 判決⁵⁹⁾

△事実▽

一九七七年四月、Y₁社の株主であり、死亡したAの遺産管理人にXが任命された。Aの遺産には、Y₁社株式八〇〇株が含まれていた。Y₁社は、漁業産業向けの氷の製造販売を営む株式会社である。Y₂社は、Y₁社の支配株主であった。Y₃らは、Y₁社の株主であり、Y₂社の株主、役員、取締役でもあった。Y₂社およびY₃らは、Y₁社の株式を合計して八一二五株(七一・六%)を保有していた。

一九八二年の定時株主総会で、Xは、Y₁社がXの保有するY₁社株式を買戻すことを要求した。その後、Xは、Y₁社の社長Y₃から、Y₁社取締役の側にXの株式を買戻すことは義務付けられていないが、Xが望む価格条件をY₁社取締役に提示することは構わないという手紙を受け取った。そこで、Xは、支配株主は少数株主が死亡した際にその株主の株式を購入するといった信認義務を負うなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決を引用して閉鎖会社における株主はお互いに厳格な信認義務を負うこと、ウィルクス判決やハラハン判決を引用して少数株主の解雇に関して救済が与えられることを述べた。その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「…株主間や会社と株主との間で契約がない場合、あるいは会社の定款や付属定款に規定がない場合、会社も支配株主も、少数株主が株式を処分しようとした時に少数株主の株式を購入することを義務付けられない。⁶¹⁾」

「…支配株主は、単純にAの株式を購入することを拒絶したにすぎない。この拒絶は契約か会社のガバナンス規

定に違反しておらず、Xに対して支配株主らが負う信認義務に違反するわけでもない。」⁽⁶²⁾

本件は、少数株主の遺産管理人が、株主が死亡したことを理由に会社に対してその株式の取得を要求した事案である。本判決は、ドナヒュー判決やウィルクス判決を引用した上で、支配株主がそのような株式の取得を拒絶したことについての信認義務違反は認められないと述べた。

以上のように、これら三つの判決は、閉鎖会社における株主間の争いが問題になったが、それぞれ全く異なる性質の事案であった。「正当な事業目的」という要件を示したウィルクス判決は、いずれの事案においても引用されているが、「正当な事業目的」の具体的な内容については特に説明されていない。また、ウィルクス判決を引用しても、必ずしも「正当な事業目的」という要件を（明示的に）課すわけではなさそうである。いずれにしても、ドナヒュー判決およびウィルクス判決の示した「正当な事業目的」という要件は、閉鎖会社における株主間の様々な争いに柔軟に対処するために用いられているといえるだろう。⁽⁶³⁾

(三) 少数株主の縮出しの事案への適用

その後、ドナヒュー判決およびウィルクス判決は、少数株主の縮出しが問題になった事案にも先例として用いられていく。⁽⁶⁴⁾以下では、それらの事案の事実と判旨を確認しよう。

・リーダー (Leader) 判決⁽⁸⁶⁾

△事実▽

Y₁社は、科学調査などの事業を営む株式会社であり、一九六七年にY₂、Y₃、Y₄、Y₅、Y₆（以下、「Y₂」らという）の五人によって設立された。Y₂らは、Y₁社の取締役であり、従業員でもあった。Xは、Y₁社の少数株主である。

一九六九年、Y₁社は、一株四ドルで合計七五〇〇〇株の公募を行った。この公募によって、Y₁社の発行済株式総数は五二五〇〇〇株となり、そのうちの四四〇〇〇〇株がY₂らやその家族によって保有されていた。ただし、Y₁社株式は、一九三三年証券法のもとで登録されておらず、株式の譲渡は制限されていた。

一九七九年六月、Y₂らがY₁社の株式をすべて保有しようという議論が行われた。そして、一九八〇年二月、Y₂らは、臨時株主総会を開催する通知を行った。この通知には、Y₁社の資本再構成についての提案が記載されていた。この提案は、現在のY₁社株式四〇〇〇〇株を一株とする株式併合であった。また、端数株式については、一株につき五ドルが支払われるというものであった。

少数株主であるXは、この資本再構成の提案に反対したものの、その提案は可決された。そこで、一九八〇年四月、Xは、Y₁社株式についての公平な市場価格での買取りや、Y₂らは少数株主に対する信認義務に反しており、前記臨時株主総会決議は無効であるなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を踏まえた上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「Y₂は、資本再構成の背後にある主な理由は、すべての一般株主を除去するためではなく、『ひどい株式市場の歴

史』に関連するものであると証言した。Y₂は、Y₁社は上場会社の責任を負う一方で、その地位に見合った利益を享受していないことを指摘する。特に、Y₂は、Y₁社株主のための市場がないことを指摘した。⁶⁶」

「…Xは、『資本再構成についての疑わしい事業目的がより劇的でない別の手段によって達成されたであろう』ことを立証できていない。原審において、Xは、問題となる『事業目的』は、Y₁社株式の購入および販売に関するY₂への直接のテレフォンコールについてのわずらわしさを避けることであつたと主張する。Xは、この問題を避けるために、より劇的でない手段があつたことを主張する。しかしながら、Xの主張は、上場会社としてのY₁社の地位は、制定法上の様々な義務に従うことを会社に要求するが、その株式のための市場を享受できていないという証拠を無視する。我々は、Xが、より劇的でない方法がY₂らの正当な事業目的を実施するために利用できたことを証明できなかったことに同意する。⁶⁷」

本件は、株式併合を用いた少数株主の縮出しが問題になつた事案である。⁶⁸ 本判決は、Y₂社は典型的な閉鎖会社ではなかつたが、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を先例として引用した。⁶⁹ 少数株主の縮出しは、原則として支配株主の信認義務違反に当たるが、支配株主が「正当な事業目的」を示した場合には、信認義務違反に当たらないこととなる。

本判決は、これを踏まえて、Y₂社は上場会社としての利益を享受していないことから、少数株主の縮出しを目的とした株式併合に「正当な事業目的」があるとした。もっとも、この場合に、締め出される少数株主の利益や「正当な事業目的」に関する具体的な説明はされていない。

・ハウス・マイクロウェーブ (House-Microwave) 判決⁽¹⁰⁾

△事実▽

一九五八年に、Y₁とY₂によって雑誌出版事業を営むY₃社が設立された。Y₁とY₂は兄弟(以下、「Y兄弟」という)である。設立時に、Y₃社は、Y₂に四二〇株、Y₁に四一〇株の新株を発行した。Y₃社の当初の目的は、マイクロウェーブ技術についての商業誌(以下、「M誌」という)を発行することであつた。また、Y₂の知人であるAがこの分野に詳しくあつたことから、M誌が売れた場合には、X兄弟は、Aとの間で、Aが株式を保有する別会社にM誌事業を置くことに合意していた。結果としてY₃社の事業はうまくいったことから、一九六二年に、Y兄弟はX社を設立した。X社の株式は、Y₂に三〇〇株、Y₁に一〇〇株、Aに一〇〇株発行された。また、X社の無議決権株式が、Y₁とAに二〇〇株ずつ、Cに七五株発行された。X社が設立された後、Y₃社の業務は、X社のためのスペースの提供や会計に限定された。

その後一九七四年までに、Y₁とY₂は互いに複数の訴訟を起こすほど仲が悪くなつていた。Aは、Y₁とY₂との争いには巻き込まれていなかったが、Y₃社がX社に提供する業務の終了を主張していた。なぜなら、その仕組みは、Aが利益を有するX社からAが利益を有しないY₃社に利益を流出させるものであつたからである。その後も、X社からY₃社に金銭の流出が続いていことから、AはX社に対して株主代表訴訟を起こすことをほめかしていた。そのため、X社にとっては、何らかの方法でY₃社のX社に対する業務提供を終了させる必要があつた。

そこで、X社は、これを達成するための方法として三角合併を採用した。このスキームは、第一に、X社の子会社としてD社を設立し、第二に、D社が存続会社としてY₃社を吸収合併するというものであつた。さらに、Y₁が保有するY₃社株式については現金および手形を対価とし、Y₂が保有するY₃社株式についてはX社の株式を割り当てるといふものであつた。本件は、この三角合併などについて、X社やY₂、Y₃社に対するY₁の反訴という形で争われたものである。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を引用して、支配株主は少数株主や会社に厳格な信認義務を負うことを指摘する。その上で、本件について、次のように述べる。

「 Y_1 と Y_2 の関係は、敵対的かつデッドロックによって特徴づけられる。兄弟がその会社の事業の損失のもとで、将来的にお互いをおそらく妨げるようになるであろう、X社を保有することを避けるための理由があった。その結果、X社と Y_1 は、すべての利害関係者にとって最も利益にかなう効率的運営をX社に可能にさせるために、合併を組成することについての正当な事業目的を有していた。⁷¹」

本件は、対立する少数株主を締め出すために三角合併が用いられた事案である。ここでも、リーダー判決と同様に、ドナヒュー判決およびウィルクス判決が引用されている。本判決は、閉鎖会社における株主間の対立によって会社がデッドロックに陥っていることを指摘し、それを解消するために少数株主を締め出すことは「正当な事業目的」があるとされた。ここでは、デッドロックの解消が会社の利益にかなうとされており、特に少数株主の利益が配慮されているわけではない。閉鎖会社における株主間の争いを柔軟に対処するという目的からすれば、本判決のように「正当な事業目的」を解することもありうるのだろうか。

(四) コギンズ (Coggins) 判決とその後展開

リーダー判決およびハウス・マイクロウェーブ判決の翌年に、少数株主の締出しについて詳細に述べた判決が、次に紹介するコギンズ判決である。

・コギンズ判決⁽⁷²⁾

△事実▽

一九五九年一月、Y₁は、アメリカン・フットボールチームについてのフランチャイズ権を二五〇〇〇ドルで取得した。四ヶ月後、Y₁は、Y₂社を設立して、このフランチャイズ権を出資した。この時、Y₁以外のほか九人が、それぞれY₂社に二五〇〇〇ドルを出資して、一〇〇〇〇株を引き受けている。さらに、一九六〇年七月、Y₂社は一株五ドルで二二〇〇〇株の無議決権株式を発行した。

一九七五年一月、Y₁は、Y₂社の発行済議決権株式一〇〇〇〇株すべてを他の株主から一株一〇二ドルで取得した。これによって、Y₁はY₂社の支配権を手に入れたことから、敵対する取締役を解任し、友好的な取締役を選任した。また、Y₁はこのY₂社株式を取得するために、個人的に銀行から多額の借入れを行っていた。そして、Y₁は、Y₂社の資産を借入の担保に供し、Y₂社の収益をこの借入れの返済に充てるために、無議決権株式を取り除こうと考えた。

そこで、一九七六年一〇月、Y₁は、新しい会社A社を設立した。そして、A社の取締役会とY₂社の取締役会は、次のような合併契約を締結した。⁽⁷³⁾すなわち、A社を存続会社、Y₂社を消滅会社とした上で、Y₁が有するY₂社株式の対価にはA社の株式、無議決権株主には一株一五ドルが対価として支払われるというものであった。

Xは、Y₂社の無議決権株式一〇株を保有する株主であり、Y₂社設立時からのチームのファンであった。Xは、この合併契約が不公平かつ違法であるとして、本件訴訟(クラスアクション)を提起した。

△判旨▽

本判決は、金銭による縮出し合併の審査基準について、次のように述べた。

「…我々は、デラウェア州裁判所と異なり、支配株主が少数株主の持分を取り除こうとする取引を審査することに関して、我々の制定法および判例法のもとでは『事業目的』テストが追加の有用な手段であると考える。この公平取引の概念は、閉鎖会社だけに制限されずに、金銭による縮出し合併についての裁判所の審査にも適用される（筆者注・ハウス・マイクロウェーブ判決を引用）」⁷⁴

「裁判所の審査は、会社の取締役の義務が会社の正当な目的を促進するべきであるという基本的な原理の認識によつて始めるべきである。縮出し合併の結果は、会社の一般株主の持分の除去である。支配株主は、会社の運営および資産を利用するために、過半数から一〇〇%にまで持分を増やす。この持分の移転から利益を得る会社の取締役は、会社の正当な目的がどれほど促進されるのかを示さなければならない。会社の取締役が会社の損失のもとで個人的な利益のために会社を用いる場合、その取締役は信認義務に反している。信認義務の濫用の危険はとりわけ縮出し合併において大きいことから、裁判所は、縮出しが正当な会社の目的を促進するためであることについて納得しなければならぬ。もし一般株主の持分の除去が事業目的の促進であると納得できるのであれば、裁判所は、その状況全体を審査することによつてその取引が公平かどうかを決定することに取りかかるべきである」⁷⁵

その上で、本件について、具体的に次のように述べた。

「Xは、この点で、Y₂社とA社の合併は正当な事業目的でなく、単にY₁の個人的な利益のために企てられたことを十分に主張した。支配株主に会社における『利己的な所有』についての権利を認める一方で、そのような権利は支配株主の少数株主に対する信認義務の概念と調整されなければならない（筆者注・ウィルクス判決を引用）。結果として、Yらは、第一にその合併が正当な事業目的であることの証明を負担し、第二にその状況を総合的に考え

て、その合併が少数株主に公平であることの証明を負担する。⁷⁶」

「原審は、『Yらが、その合併が支配株主の個人的な利益とは無関係に何らかの適法な会社の目的にかなうということを示せなかった…』と判断した。…我々も、このような判断に間違いがないと理解している。前記で述べたアプローチのもとでは、適法な会社の目的とは無関係な取引の公平性の要素をさらに考える必要性はない。⁷⁷」

以上のことを踏まえて、本判決は、次のように結論を述べた。

「Xは、救済される資格を有する。Xは、適切な救済は合併の無効および一九七六年のポジションに当事者を回復することであると主張する。我々は、許容されない締出し合併についての通常の適切な救済は無効であることに同意する。しかしながら、マサチューセッツ州は金銭による締出しを禁止していないことから、多くの第三者は合併の結果に誠実に依存している。原々審は、それらの当事者の期待はひっくり返されるべきではなく、したがって無効よりも損害に対する補償を選択することを決定した。⁷⁸」

本判決は、ハウス・マイクロウェーブ判決を引用して、「正当な事業目的」は、閉鎖会社の株主間の争いだけに限定されるわけではなく、本件のような少数株主の締出しにも適用されるとした。ただし、その後ウィルクス判決が引用されており、判断基準自体は、閉鎖会社における判断基準と特に変わらないようである。

本判決は、合併が「正当な事業目的」で行われたかどうかということと、その合併の取引条件が少数株主にとって公平であるかどうかを区別して検討する。もっとも、この場合の「正当な事業目的」について、本判決は、会社の事業目的を促進するといった説明しかしておらず、それ以上に具体的な内容を説明していない。

本件は、これまでの事案のように会社がデッドロックに陥っていたり、上場コストの負担といった問題があったわけではない。本件は、単純に、Y₁の個人的な借入れを理由に、Y₂社の無議決権株主であるXが締め出されるという事案であった。したがって、少数株主を締め出すことで、企業価値を増加させようという意図は見受けられない。他方で、少数株主であるXは、従業員として報酬を受け取っておらず、経営にも参加していない。このことは、これまでに「正当な事業目的」が用いられてきた事案と大きく異なる点である。Y₂社がアメリカン・フットボールチームを運営し、Xがそのチームのファンであるという特殊な事情が反映されたのかもしれない。いずれにせよ、本判決が、少数株主のどのような利益を保護しようと考えていたのかは明らかでない。

ここまで、リーダー判決、ハウス・マイクロウェーブ判決、コギンズ判決において、少数株主の締出しの場面で「正当な事業目的」という要件がどのように用いられているのかを検討してきた。これらの判決は、すべてドナヒュー判決およびウィルクス判決を引用しており、原則として、少数株主の締出しは、支配株主の少数株主に対する信認義務違反に当たるという立場をとる。その上で、支配株主によって、そのような締出し行為について「正当な事業目的」が示された場合には、信認義務に反しないとしている。

もっとも、これらの判決は、「正当な事業目的」についての具体的な基準を明らかにしていない。これには、「正当な事業目的」という要件が、必ずしも少数株主の締出しの場面に限定されて用いられるわけではないことが関係しているのかもしれない。また、この「正当な事業目的」という要件を用いて、少数株主のどのような利益を保護しようとしているのかも明らかでない。しかし、これらの判決は、少なくとも、少数株主がその会社の持分を有し続けるという「投資の継続性」を強調しておらず、むしろ、会社の利益を促進するという意味での「正当な事業目的」が認められ

るのであれば、そうした支配株主の裁量を認めようという立場をとっているように見受けられる。⁽⁸⁹⁾

本判決以降も、ドナヒュー判決やウィルクス判決、そして「正当な事業目的」は、引き続き様々な事案において用いられていく。⁽⁹⁰⁾ 以下では、それらの事案の事実と判旨を簡単に確認しておこう。⁽⁹¹⁾

・ボダイオ (Boilio) 判決⁽⁹²⁾

△事実▽

A社は、保険の販売や更新サービスを目的として、一九五二年に設立された株式会社である。設立時に、Bは三〇〇株、Xは一〇五株、Cは四五株の株式を引き受けている。A社の定款には、株式の譲渡に制限が課されていること、株式を譲渡する際には最初にA社の取締役にもオファーしなければならないことが記載されていた。

Xは、A社が設立された一九五二年にA社の従業員となっている。Y₁は、一九六〇年にA社の従業員となった。その後、Y₁は、Cから四五株、Bから六〇株を取得した。Y₁が株主となって以降、Y₁とXは同じ給料とボーナスを受け取っている。

一九八一年にBが死亡した際に、Y₁とXは、Bが保有していたA社株式を一一九株ずつ取得した。もともと、Bが保有していた株式のうち二株がBの子供であるY₂を通じて事前にY₁に移転されており、その結果、Y₁がA社の過半数を占める支配株主となった。一九八三年、A社はXに退職を要求した。そこで、Xは、このBからY₁への株式の譲渡が無効であるなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決やウィルクス判決、ハラハン判決を引用しつつ、本件について次のように述べた。

「…我々は、Bの意図だけでなく、Y₁とXの合理的な期待としても、Y₁とXはBの生前・死後において平等な株主であることを望んでいたと推察する。Y₁が株主になって以降、Y₁とXは、同じ給料とボーナスを受け取ってきたという補助裁判官の認定が、当事者が平等な地位の継続を期待していたという結論をさらに支持する。」⁽⁸³⁾

「…BのY₂に対するY₁への二株の移転という指示は、それによってBの死後にY₁を支配株主に仕立てるものであり、明らかに、XがY₁と同じ支配権を有するであろうという正当な期待に反するものであり、株主間で負う忠実および信認義務に反するものである。」⁽⁸⁴⁾

本件では、閉鎖会社における株主間での株式の移転が問題になった。本判決は、「正当な事業目的」という文言を用いずに、株主の間で平等な地位を継続するという正当な期待があったことを指摘して、Y₁およびY₂に信認義務違反があったことを認めている。

・ジマーマン (Zimmerman) 判決⁽⁸⁵⁾

△事実▽

一九七五年、Y₁は、機械の設計や製造を新たに行うために、Xと二人でY₂社を設立した。設立時に、Y₁とXは、それぞれY₂社株式を半分ずつ引き受けた。Xは、機械を販売するA社の株主でもあった。

A社は、Y₂社の製造作業の一部を請け負っていた。ところが、Y₁は、Y₂社からA社に製造コストとして支払われる金

額に疑問を抱いていた。そこで、一九七八年二月から、Y₁は、Y₂社にXの請求額ではなく、Y₁による見積額を支払うように指示した。

さらに、Y₁は、Xに知らせることなく、一九七九年の終わりから機械販売事業を行うためにY₃社を設立していた。Y₃社は、Y₂社の顧客や従業員、機械装置を引き継いで事業を行っていた。そして、Y₃社は、Y₂社にその費用を請求していた。

そこで、Xが、Y₁のこれらの行為がXに対する信託義務に反しているなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を引用した上で、本件について次のように述べた。

「Y₁は、自身の行動についての正当な事業目的を立証しなかった。Y₁が、三年間そのXの見積もりに応じて費用を支払うことに同意していただけでなく、Y₂社にY₃社に対しては同じ作業についてより高い費用を支払わせていたことを考慮すれば、Y₂社がXによって見積もられた費用を支払う資金を欠いていたことから、費用を見積もるための適切な算定に関する争いが『正当な事業上の不一致』であったというY₁の主張もしらじらしい。∴我々は、そのような行為が正当な事業目的にかなうとは理解できない。⁹⁶」

本件は、少数株主が従業員としての地位を解雇されたとか、締め出されたといった事案ではなく、支配株主が自身に有利なように会社の支配権を利用していたという事案である。本判決は、このような事案においてもウィルクス判決を引用して、「正当な事業目的」がなかったとしている。

・ブランク (Blank) 判決⁽⁸⁷⁾

△事実▽

一九八八年、XおよびY₁、Y₂は、メデイカル事業を営む目的で、Y₃社を設立した。一九九〇年に、XはY₃社との間で雇用契約を締結した。その契約には、毎年、どちらかの当事者が一方に契約を終了することを通知するまで、雇用契約が継続することが規定されていた。同時に株式取得契約も締結されており、その契約によれば、一定の条件で、Y₃社が、Xの保有するY₃社株式を簿価で買い取ることができるとされていた。一定の条件の中には、会社からの株主の雇用の終了が含まれていた。

一九九四年一月、Y₃社の社長であったY₁は、Xに雇用を終結することを通知した。さらに株式取得契約によって、Xは、Y₃社に株式を売却することが要求された。そこで、Xが雇用の終結についての差止めや損害賠償を求めて訴訟を提起した。

△判旨▽

「…もしその事業がうまくいくとすれば、閉鎖会社の株主間の関係は、信頼、信用、絶対的な忠誠の一つがあるに違いない。この点において、閉鎖会社は、パートナーシップに似ている。その関係により、閉鎖会社の株主は、パートナーシップがお互いに負うのと同じ会社の運営における信認義務をお互いに負っている。この信認義務は、最大限の誠実性および忠実性の一つである（筆者注…ドナヒュー判決を引用）。閉鎖会社における株主は、厳しい誠実性基準に一致する経営および株主の責任を果たさなければいけない。…しかしながら、雇用の終了あるいは株式の取得についての権利に関する誠実性および忠実性の問題は、前もってすべての株主が雇用の終了および事業か

ら身を引いた、あるいは亡くなった株主からの株式の取得について契約を締結している場合には生じない。⁽⁸⁸⁾」

本件は、従業員でもある少数株主の雇用の終了や株式の取得が問題になった事案である。ただし、これまでの事案とは異なり、雇用の終了や株式の取得に関する契約があらかじめ結ばれていた。本判決は、このような事前の契約が結ばれていたことを指摘して、その場合には信認義務違反が生じないとする。

以上のように、コギンズ判決以降の閉鎖会社における株主間の様々な争いにおいて、必ずドナヒュー判決やウィルクス判決が引用されている。⁽⁸⁹⁾しかし、これまでの事案と同様に、「正当な事業目的」という要件が常に用いられるわけではなく、また、「正当な事業目的」について具体的な基準も説明されていない。

(五) メローラ判決およびガット判決と今日までの展開

以上のような状況において、次にみるメローラ (Merola) 判決以降、投資と雇用の結びつきや株主の合理的な期待に着目する判決が出されていく。また、交付金合併の事案において、コギンズ判決を引用した判決も出されている。以下では、それらの事案の事実と判旨を確認していこう。

・メローラ判決⁽⁹⁰⁾

△事実▽

一九八〇年五月、Y₁は、赤外線熱探知機装置販売事業を営むためにY₂社を設立した。設立時から、Y₁がY₂社の支配株

主であり（発行済株式の六〇％以上を保有）、社長を務めていた。

Xは、一九八〇年終わりに、パートタイム労働者としてY₂社で働き始めた。その後、一九八二年初めに、Xは、Y₁からY₂社の正社員として働くことをオファーされた。この時、Xは、Y₂社に出資した場合には、Y₂社の支配株主や継続的な正社員になれる機会があると考えていた。

そこで、一九八二年三月、Xは、当時勤めていた別の会社を退職し、Y₂社で正社員として働き始めた。さらに、一九八二年三月から六月にかけて、Y₂社株式四一〇〇株を九二二五ドルで購入し、その後、一九八三年終わりまでに、追加で一二二〇株を購入している。

ところが、一九八七年四月に、Xは、Y₁によって解雇された。そこで、Xが、Y₁はXに対する信認義務に反するなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決およびウィルクス判決を引用した上で、本件について具体的に次のように述べる。

「ウィルクス判決と違って、Y₂社がすべての収益を株主に給与の形で分配していたという証拠はない。反対に、株式の価値は、Xが雇用されている間に増加していた。Xが最初に一株二・二五ドルでY₂社株式を購入し、その一年後、Xは、一株五ドル以上で購入した。このことは、雇用の期待とは独立して、投資の価値がある程度増加していることを指し示す。Xは事業の設立者でもなく、Xの株式は事業の設立後に購入されたもので、Xが仕事を維持し続けるために株式を購入しなければならないという証拠はない。」⁽⁹¹⁾

「我々は、支配株主が少数株主に対する信認義務に違反したという状況ではないと判断した。∴Xの雇用の終了

について正当な事業目的は示されていないが、その雇用の終了がY₁の金融上の収益のためであるとか、公共の政策に反するといったものでもない。閉鎖会社において株式を所有することに生じた自由な雇用の終了すべてが、信義義務違反の主張を成功させることに導くわけではない。Xは雇用契約に応じて解雇され、株式について公平に補償された。Xは、ドナヒュー判決の原理のもとでの信認義務違反についての十分な基礎を証明できていない。⁽⁹²⁾

本判決は、会社の収益が給与という形で株主に分配されておらず、雇用と投資が結びついていないことを指摘する。したがって、ウィルクス判決とは異なり、支配株主によって正当な事業目的は示されていないものの、支配株主に信認義務違反はないとされた。⁽⁹³⁾

・ブロディ (Brodie) 判決⁽⁹⁴⁾

〈事実〉

A社は、小型の機械販売やボール・ベアリングなどの金属製品を製造する株式会社である。Xの亡くなった夫であるBは、A社の設立メンバーの一人であり、一九七九年から一九九二年まで社長を務めていた。Y₁は、A社の設立時からの株主であり、取締役である。Y₂は、一九八四年以降、A社の株主であり、取締役である。一九八四年の時点で、B、Y₁、Y₂は、A社の株式をそれぞれ三分の一ずつ保有していた。

一九九二年に、BはA社の社長および取締役に再任されず、Y₂が社長になった。一九九五年に、Bが死亡したことから、Xが遺言執行者になった。そこで、Xは、一九九七年の株主総会で自身を取締役として提案したが、Y₁らによって否決された。また、同時にBが保有していた株式の価値の算定をY₁らに要求していたが行われなかった。そこで、Xは、

YらがXの会社の事業への参加から締め出したとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、ドナヒュー判決およびウィルクス判決などを引用しつつ、これまであまり強調されてこなかった点を指摘する。

「我々は、過去に、明白あるいは暗黙に株主の『合理的な期待』という点からフリーズアウトを検討してきた（筆者注・ボデオ判決およびウィルクス判決を引用）。その他の多くの州でも、裁判所の決定か制定法によって、閉鎖会社における苦しめられた少数株主に救済を与えるかどうかを決定する際に株主の『合理的な期待』をみている。∴我々は、この分析枠組みがフリーズアウト訴訟についての責任および救済の両方の段階で有用であると考え⁹⁶る。」

「たとえば、もし少数株主が会社の雇用について合理的な期待を有しており、その雇用が不当に終わらされた場合、その救済は、復職か給与の支払、あるいはその両方である。同様に、少数株主が会社に収益を共有することについての合理的な期待を有しており、この機会が否定された場合、少数株主は『その結果が支配株主によって不当に搾取された範囲で事業の好ましい結果に参加する資格を得る』。その救済は、少数株主にウインドフォールを与えたり、支配株主を過剰に罰するものであってはいけない。むしろ、それは、『利己的な所有権』と称される支配株主に与えられた権利と少数株主の株式からの収益についての合理的な期待との適切なバランスを調整しようとする試み⁹⁶なければならない。」

本判決は、少数株主に雇用や会社の収益についての「合理的な期待」があつたかどうかに着目することが、閉鎖会社における株主間の紛争を分析する際に有用であることを指摘する。本件でも、ウィルクス判決が引用されているものの、「正当な事業目的」という要件は用いられずに、「合理的な期待」という観点から支配株主と少数株主の利害調整が図られている。

・ガット (Gut) 判決⁹⁷⁾

Y₁社は、Y₂社の親会社であり(持株比率六四%)、グループで金融業を営んでいた(以下、「Y₁社グループ」という)。X₁およびX₂(以下、「Xら」という)は、Y₂社の少数株主である。

Y₂社の子会社であるY₃社は、二〇〇六年以前から財政上の困難に陥っていた。そこで、Y₁社グループの経営者は、Y₁社グループの再建を手伝ってくれる者を探しており、Y₄社がその候補になった。Y₄社は、Y₁社グループを合併し、Y₂社の一般株主には金銭を対価として支払うことを提案した。Xらは、Y₄社から支払われる対価があまりにも不十分であるなどと主張して、この合併の差止めを求めた。

△判旨▽

本判決は、コギンズ判決を引用して、次のように述べる。

「経営判断原則は、取締役会が会社にとって最も利益になるように行動したことを前提とし、その結果、裁判所が、取締役の決定の適法性を評価することを大きく控えることを認める。しかしながら、いくつかの取引は信認義務の濫用の高いリスクを含み、厳しい司法の審査を必要とする(筆者注…コギンズ判決を引用)。本件で問題になつて

いる取引は、いわゆる『縮出し』合併にいくぶん類似している。この場合、支配株主や会社の取締役は、一般株主の持分を取り除くことを選択する。『自己取引および信認義務の濫用の危険は』、本件のような『縮出しの状況において最も大きくなる』。『これらの事案では、裁判官は支配株主の動機や行為を厳しく審査すべきである』。⁹⁸

その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「我々の前にある記録からすれば、Y₁社グループのY₄社との合併が正当な事業目的を提供していることには、説得力がある（そして、原告は真剣に争っていない）。Y₁社グループは、二〇〇四年および二〇〇五年にパフォーマンスの低下を経験し、二〇〇六年度には多くの現金を失い、独立した銀行としてのその将来的なパフォーマンスに重大な懸念がある。その記録は、さらに、Y₁社の取締役がY₁社グループの状況の改善のために、別の金融機関と合併することが必要であるとの結論に至ったことを示す。Y₄社の現在の構造が、合併を実施するためにはY₁社グループの一般株主の縮出しを強制することにも争いはない。したがって、我々は、この手続き段階で利用できる記録を基にすれば、問題となっている合併が正当な事業目的を提供していることに満足している」。⁹⁹

本件は、金銭を対価とする縮出し合併について、その差止めが争われた事案である。本判決は、コギンズ判決を引用して、本件のような取引は、信認義務違反のおそれが高いことを指摘する。したがって、少数株主は合併対価の不十分性を争っているにも関わらず、コギンズ判決の基準に沿って、本件の合併において「正当な事業目的」があったかどうかはまず問題とされている。本判決は、Y₁社グループの事業状況を改善するためには、Y₃社との合併が必要であることや、そのためには少数株主の縮出しが避けられないことを挙げて、「正当な事業目的」があると判断した。

以上のように、メローラ判決を含むそれ以降の判例は、少数株主の投資と雇用・報酬の結びつきや株主の合理的な期待というものに着目する傾向にある。⁽¹⁰⁾ これらの判例は、「正当な事業目的」という要件で支配株主の意図などを問題にするのではなくて、むしろ、少数株主の期待が生じる状況であったか、そうした期待は合理的かどうかということに焦点を当てる。他方で、金銭を対価とする合併が争われたガット判決では、コギンズ判決が引用されて、そのような縮出し合併は信認義務違反のおそれがあるとして、対価の充分性とは別に「正当な事業目的」があつたかどうか審査されていた。少なくとも、少数株主の縮出しの事案では、依然として、「正当な事業目的」という要件で利害調整が図られているといえるだろう。

最後に、マサチューセッツ州以外の事案で少数株主の縮出しにおいて「正当な事業目的」が用いられた事案も確認しておこう。

(六) マサチューセッツ州以外の縮出しの事案

・マットン (Matteson) 判決⁽¹¹⁾

△事実▽

一九四六年、XとYは、強力な家庭用の漂白剤を製造・販売するY₂社を設立した。設立当初は、YがY₂社株式を七六〇〇株、Xが三六〇〇株を保有していた。その後、YはY₂社株式を二七二〇〇株まで買い増した。

Y₂社は、設立後一貫して赤字を計上していた。そこで、赤字を少なくするために、一九四七年終わりに、Y₂社は、事業の再建計画に着手した。なお、その頃には、XはY₂社で働かなくなっていた。

一九四九年四月、Yは、Y₂社を売却するために、A社と交渉を始めた。このA社は、アメリカやカナダで漂白剤の販

売を行っている。交渉の結果、双方が合意した内容は、次の通りであった。A社は、Y₂社の製法や商標を利用できる権利を一九五一年一月まで得る代わりに、A社に一〇〇ドルの対価を支払うというものであった。また、Y₁がA社で働くことや、A社がY₂社の株式をその後すべて取得できるというオプションが盛り込まれていた。

ところが、一九五〇年五月に開催されたY₂社の株主総会で、Xだけがこの契約に反対した。その理由は、Y₁がA社で働いた場合に受け取る金額をすべての株主に分配せよというものであった。しかし、Y₁としてもXの主張を受け入れることは難しかった。他方で、Xがこの提案に同意してくれなければ、A社がすべての株式を取得できるというオプションを達成できないことから、この契約が成立しないことになる。

そこで、Y₁は、新しい会社を設立してY₂社と合併させることで、Xを締め出そうと考えた。そして、同月、Y₁はY₃社を設立し（Yが株式のほとんどを引き受けている）、Y₂社との間で合併契約を結んだ。その契約は、Y₂社の株主に支払われる対価として、合併後のY₃社の普通株式ではなく、期限前償還条件付優先株式を予定していた。この合併契約は、Y₂社の株主の三分の二によって承認された。そこで、Xがこの合併契約は取り消されるべきであるなどとして訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、株主総会で承認された合併について、次のような一般論を述べる。

「合併規定は、二つの会社の取締役が合併の詳細を決める権限を与える。発行される株式の性質に関する制限はない。…たとえば、その合併が事業の何らかの利益からそのような株式の受取人を最終的に追放する結果になったとしても、その規定は、存続会社の期限前償還優先株式の割当てを禁止しない。」⁽¹⁰⁾

「我々は、現行法のもとでは、実際の詐欺を除いて、不公正や信認義務違反について、制定法上の救済が同様に排他的であると考ええる。しかしながら、このことは、制定法上の救済は、会社の行為が承認された株主総会の時点で、そのような不公正あるいは信認義務違反に関する事実が権利の侵害を受けた株主に知られていない限り排他的ではない、という条件が前提にある。」⁽¹⁰⁾

その上で、本判決は、Xが主張した三つの理由のうちの一つについて、次のように述べる。

「…なぜ合併契約が不公正あるいは詐欺を理由に取り消されなければならないかについてXから主張された二つの理由は、Xが合併契約のもとで受け取ることを要求される種類株式に関係があった。要するに、その条件は、XやY₂社の株主は、Y₃社の期限前償還条件付優先株式の代わりにY₂社の株式を手放すというものであった。この交換の効果は、その期限前償還条件付優先株式を買戻すことよって漂白剤事業の収益からXを締出すという、Y₃社の権限におかれていた。」⁽¹⁰⁾

「このような株式の交換契約は、少数株主に対する不公平になりうる。しかし、…Xはその当時株式の交換計画を知っていた。したがって、不公正を理由に衡平法上の救済についての基礎はない。同じ結論は、もしその状況が実際の詐欺を除いて信認義務違反を伴うことによる場合にも導かれる。」⁽¹⁰⁾

「この株式の交換計画が、実際の詐欺の証拠となるかどうかの基礎はない。期限前償還条件付優先株式の特徴は、Y₂社のすべての株主に適用され、A社とのオプション契約を完成させるために必要であった。このオプション契約が、苦境のY₂社にとっての唯一の救済であると考ええるための確かな理由があった。」⁽¹⁰⁾

本判決は、江頭が交付金合併における「正当な事業目的」のリーディング・ケースとして紹介する事案である。⁽¹⁰⁾しかし、本判決は、支配株主に信認義務違反などがあつたとしても、その事実が反対する株主に開示されている場合には、合併の取消しといった衡平法上の救済が与えられないことを指摘しており、これまでみてきた「正当な事業目的」を用いた判例とは異なっているように思われる。マサチューセッツ州の判例によれば、事実が開示されているかどうかは問題でなく、単純に支配株主が、少数株主の縮出し行為について「正当な事業目的」を証明できたかが問題となるにすぎないからである。

それはともかくとして、本判決は、Y₂社を救済するための手段として少数株主を締め出すことにも理由があるとした。⁽¹¹⁾少数株主を締め出すことは、Y₂社がA社の援助を受けるために必要であつたからである。他方で、本判決においても、締め出される少数株主の利益や「投資の継続性」それ自体については、特に言及されていない。

・シュールヴォルフ (Schulwolf) 判決⁽¹²⁾

△事実▽

Xは、Y₁社の少数株主である。Y₂社はA社の一〇〇%子会社であり、Y₁社の取締役であるY₃やY₄がA社の株を保有していた。

A社は、一九七四年初めに、Y₁社の普通株式を一部取得し、一九七四年中頃に、Y₁社の普通株式を公開買付けによって取得した(Y₁社の発行済株式の四五%)。その後、A社が取得した株式は、Y₂社に移転された。

一九七六年一月、次のような株式交換契約および合併契約が締結された。すなわち、A社は、Y₂社の株式全部と引き換えに、Y₅社の普通株式を取得する。Y₁社とY₅社が合併し、Y₁社の残りの株主(Y₁社の発行済株式の五五%)には、Y₅

社の優先株式が対価として支払われるというものであった。これに対して、Xがこの合併の差止めなどを求めた。

△判旨▽

本判決は、締出し合併について、次のように述べる。

「本質的に、Xのポジションは、差止めによる救済が与えられるだろう。なぜなら、Xや同様の状況にあるその他の株主は合併により少ない利益を受取る、あるいは損失を被り、Y₄らは相当な利益を維持するという事実があるからである。つい最近まで、特にニューヨークにおいて、法は、株式買取請求権が『フリーズアウト』の場合でさえも合併に反対する少数株主の排他的な救済であると決定されてきた。しかしながら、少なくとも適切な事業目的を明確に示していない場合において、異なるルールの出現を指摘する最近の判例がある。」⁽¹⁰⁾

「…(筆者注…いくつかの判例を紹介した上で)もし合併についての適切な事業目的があり、詐害、自己取引、価格操作がなく、一般株主に対して与えられた代替手段が公正に決定された公平な価格または株式買取請求権である場合には、一般株主に対する支配株主が負う信託義務の違反はない。」⁽¹¹⁾

その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「Y₁社とY₂社が実施的に関連する事業を営んでおり、経営陣やその他のリソースを一緒にすることや企業内取引を設けることは、両者にさらに利益を与えるであろうことは明白である。これは、合併を保証する適切な事業目的であることは明らかである。これらがさらにA社やY₄らに利益を与えることは、その合併を差し止めるための根拠にならない。これらの目的の観点からすれば、その合併は差し止められない。なぜなら、一般株主は、もしその合

併が承認されても、将来の利益を共有しないからである。このことは、そのような合併の通常の結果である。」⁽¹²⁾

本判決は、「正当な事業目的」に加えて、さらに株式買取請求権もある場合には、支配株主の信託義務違反は生じないとした。このことからすれば、株式買取請求権だけでは、締め出される少数株主の保護としては、不十分であると考
えられているのだろう。

その上で、本判決は、本件の合併は会社に利益をうむものであり、「正当な事業目的」が認められるとする。ここでは、「正当な事業目的」が「経済的に合理性が認められるかどうか」といったニュアンスで用いられている。また、締め出される株主が将来の会社の利益を共有しないとしても、そのことは合併の結果にすぎないとされる。このことから、本判決が少数株主の「投資の継続性」を特に重要視していないことがわかるだろう。

・タンザー・エコノミック・アソシエイツ (Tanzer Economic Associates) 判決⁽¹³⁾

△事実▽

A社やその子会社であるY₁社は、ニューヨーク証券取引所に上場されているY₂社の株式を一九六〇年以降市場で取得していた。一九七五年には、その持株比率は、Y₂社の発行済株式の六一%までに達していた。そこで、Y₁社は、Y₂社の残りの株式を取得するために公開買付けを行った。Y₁社は、もしこの公開買付けによって、Y₁社がY₂社の株式を合計九〇%以上保有することになった場合、Y₂社をY₁社に合併させることをアナウンスしていた。この合併においてY₂社の株主に支払われる対価は、金銭であった。結果として、Y₁社は、Y₂社株式を九〇%以上保有することとなった。そこで、Y₂社の少数株主であるXが、その合併の差止めなどを求めた。

△判旨▽

本判決は、一般論として、次のように述べる。

「何が合併の事業目的で、なぜその目的は示されなければならないのか？この『なぜ』は、簡単に答えることができる。制定法上の要件についての正確な遵守は、それでもなお、人間の巧妙さにより、不公正な取引のためのデイベイスになりうる。その買収が更なる正当化なしに、権限についての露骨な強奪以上に何も説明しない場合には、それ自体、詐欺的行為の暴露サインの一つになるだろう。詐欺的行為とは、コモロー上の詐欺、または秘匿といった意味での欺罔、あるいはある種のごまかしになるだろう。その投資家の自己利益を超える、正当な事業目的の存在は、裁判所の衡平法上の介入を正当化するであろう『略奪』や『搾取』を否定する結果となる。⁽¹⁴⁾」

その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「…差止めの救済を適用することにおいて、この合併によって提供されうる正当な事業目的がないことを示す負担を負うXは、合併がその権限についての露骨な強奪の疑いをかきたてることに関しての事業上の合理性が不足していることを示していなかった。その子会社であるY社を通じてコントロールするであろうA社とY社とは、食品の流通・製造事業において提携する。独占禁止法の懸念を除けば、合併が単なる連携行為から生じるシナジーやアドバンテージの結果になることは明らかである。⁽¹⁵⁾」

本判決は、合併の目的が示さなければならぬ理由について、制定法を遵守しているだけでは、その合併が不公正なものになりうると述べる。ただし、少数株主の縮出しを目的とした合併だけでなく、一般的な合併すべてにおいて、そ

の目的が示されなければならない。もし、合併についての正当な理由が示されていなければ、それは何らかの詐欺的行為のサインになるとされている。「正当な事業目的」が何かということについては具体的に説明されていないが、おそらく合併について事業上の合理性があるかどうかといった程度のものであろう。

本判決は、本件の合併が当事者に利益をもたらすこと、そして、Xが合併に「正当な事業目的」がないことを示していないとして、合併の差止めを認めなかった。

・ ガバート (Gahrt) 判決⁽¹⁶⁾ へ事実▽

一九六八年に、XとXの父であるY₁、Xの兄弟であるY₂とY₃、そしてY₄の五人は、老人ホームを営むことを目的として、Y₅社を設立した。この時、Y₅社は五〇〇株の株式を発行しており、Xは一〇〇株を引き受けている。

五人の株主は取締役も務めていたが、一九七〇年に、Xが別の事業に従事することから、Y₅社の取締役を辞任した。このXの株式をその他の株主が買取ることを検討したが、結局合意にはいたらなかった。そこで、Y₁らは、新たにY₆社を設立した上で、Y₅社とY₆社を合併させ、対価としてY₆社の株式ではなく、社債を用いた(以下、これを「本件合併」という)。これによって、XだけがY₆社の株主になれないこととなる。

その後、一九七二年七月、Y₅社の臨時株主総会で本件合併が承認された。そこで、Xは、本件合併の有効性を争った。なお、本件は、連邦第七巡回控訴裁判所が、インディアナ州最高裁判所に意見確認(certification)を行ったものである。

△判旨▽

本判決は、少数株主の締出しに係る「正当な事業目的」および株式買取請求権との関係について、次のように述べる。

「……この問題は、適法な合併に反対する者がその株式の価値を回復するための別の手段に頼ることができるかどうかではなく、むしろ、支配株主が会社の目的を持たずに合併を強いることができるかどうかである。正当な事業目的のない、少数株主を締め出す結果になる合併は、一般的に、『フリーズアウト』あるいは『スクイーズアウト』として言及される。それは、事業から少数株主を締め出したり、議決権や会社資産への権利を比較的重要でないものに減少させるために、制定法上の株主の多数決や取締役会に与えられた会社支配権の利用として定義される。さらに、それは、会社のその他の事業目的に関係しない変化に株主を押し込むという目的を含蓄する。」¹⁷⁾

「そのようなフリーズアウト取引の形式は様々で、合併や統合に限定されないけれども、政策的な考慮は一般的に同じである。その難しさは、関連する政策との識別ではなく、株主利益の最大化と取扱いの平等という相反する政策の調和にある。他方で、少数株主の利益や期待についての十分な保護を提供する必要性があり、一方で、近代取引によって要求される十分な会社の柔軟性を認める必要性がある。」¹⁸⁾

「全員一致の株主の賛成よりも少ない賛成で合併を認めて、少数株主には株式について適切に評価された価値を受け取ることを提供する制定法上の規定は、これらの政策の間で試みられた妥協を表しており、いくつかの裁判所は、株式買取請求権の利用が衡平法上の救済を除外する十分な救済であるとしてきた。しかし、たとえ株式買取請求権が、少数株主がおそらく会社における投資利益を受取るという意味で十分な救済であったとしても、会社の柔軟性を優先する政策は、支配株主の利益のために少数株主を締め出す—それによって会社に利益は生じない—ことを認めることによって促進されない。」¹⁹⁾

「その結果、我々は、誠実な合併手続きにおいて、反対者や議決権のない株主は、衡平の実現のために制定法によつて規定される手段に限定されるとする。しかし、会社の利益を促進するために意図された目的として解釈できる正当な事業目的がない、合併が少数株主の持分を除去する、あるいは減少させるであろう合併は、事実上の解散として、異議を唱えられることができる。」⁽¹⁹⁾

本判決は、少数株主を締め出すような合併は制定法上禁止されているわけではないものの、「正当な事業目的」がない場合には、そのような締出しについて衡平法上の救済が与えられるとした。この「正当な事業目的」については、会社の利益を促進する目的といった抽象的な場面が念頭に置かれている。

さらに、本判決は、株式買取請求権について、少数株主が投資利益を受け取るという意味では十分であるが、それだけでは少数株主の締出しを正当化できないことを述べる。こうした見解は、わが国において、柴田和史が主張していた見解と同様である。もつとも、本判決は、少数株主に投資利益以外にどういった保護されるべき利益があるのかについては、特に触れていない。⁽²⁰⁾

・アルパート (Alpert) 判決⁽²¹⁾ △事実▽

A組合は、オフィスビルの取得を目的とするLLPである。このA組合が購入したオフィスビルは、B社によつて所有されていた。このB社は、Y₁とY₂が取締役兼役員を務めており、B社の発行済株式のうち約三分の二がY₁とY₂、その親族によつて保有されていた。Xは、このB社の発行済株式のうち二六%を保有する株主である。

一九八〇年三月以降、A組合は、Y₂やXが保有するB社株式を取得する計画を進めていた。そこで、A組合は、この株式の購入者としてY₃社を設立している。一九八〇年一〇月、A組合の組合員は、B社とY₃社が合併する計画（B社が存続会社）を承認した。この合併は、B社の株主に支払う対価を金銭とする交付金合併であり、そのことは、B社の株主に送付された参考書類に記載されていた。一九八〇年一月、本件合併契約はB社の株主総会で承認された。そこで、Xは、本件合併の取消しを求めて訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、株式買取請求権と少数株主の縮出しを目的とした合併について、次のように述べる。

「一般的に、合併およびオフアされた『キャッシュ・アウト』価格に反対する株主についての救済は、株式買取請求権によって株式の公平な価値を得ることである。これは、支配株主に望み通りの合併を進めることを認める一方で、少数株主がその会社を支配する者によって課される不公平な価格で売却を強いられることを防止する。株式買取請求権の遂行は、一般的に、反対する株主に排他的な救済を提供する。しかしながら、合併が違法、あるいは株主にとって許害的な場合、衡平法上の救済についての行動が正当化される例外がある。」⁽²⁾

「…縮出し合併の審査において、裁判所の審査の本質は、全体として、その取引がすべての関連するものにとつて『公平』かどうかを決定しなければならない。このコンセプトは、二つの主要要素を持つ。すなわち、支配株主は、『少数株主にとって公平な一連の取引』に従っていないなければならない。そして、支配株主は、少数株主の株式について公平な価格を提供していなければならない。」⁽³⁾

「公平な取引および公平な価格だけで、その合併が容認されるわけではない。前述したように、すべての株主を

平等に取り扱うという受任者の義務がある。：しかしながら、縮出し合併において、少数株主は異なる方法で取り扱われるという事実が残っている。少数株主は選取肢を持たないが、株式を金銭と引き換えに引き渡す一方で、支配株主は、存続会社の持分に参加し続けることが許される。明らかに、支配株主の行為は、信認義務に反するように見えるだろう。」⁽¹⁶⁾

「縮出し合併の文脈では、少数株主の異なる取扱いは—縮出し—、一般的な会社の利益の促進に関連する時に正当化されるだろう。その利益は大きなものである必要はないが、会社のためでなければならぬ。たとえば、合併の唯一の目的が配当利益を有する株式の数の減少である場合—会社の資本や収益を増加させる、あるいは経営構造を改善させることと反対に—、『独立した会社の利益』は存在しないだろう。こうした目的のすべては、究極的に、残存株主個人の厚生を増加させようとするものである。適切な会社の目的と不適切な目的を区別するものは、前者について、少数株主の縮出しが会社にある程度一般的な収益を与える目的を促進するというものである。」⁽¹⁷⁾

その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「…少なくとも、必要なビルの修復を行うために追加の資本を引き付けることは、Xの縮出しを正当化するには十分である。追加の外部資本が要求されたということは、誠実な信念であるという証拠になる。さらに、この記録は、この資本はもしXの持分が除去されなければ入手できなかったであろう結論を支持する。したがって、Xを縮め出す合併の承認は、出資の獲得についての一般的な会社の利益を促進するという誠実な事業目的によって支持される。」⁽¹⁷⁾

本判決は、合併の場合に、少数株主の救済手段として必ずしも株式買取請求権に限られるわけではないことを指摘する。⁽¹²⁾ その理由として、少数株主は締め出される一方で、支配株主は存続会社の持分を有し続けることが挙げられる。こうした「投資の継続性」を根拠にする点は、わが国の学説においても見られた。さらに、本判決は、このような縮出し合併の場合には、支配株主の信託義務違反が生じうることを指摘する。ただし、この縮出し合併について、会社の利益を促進するという目的がある場合には、少数株主の縮出しが認められるとする。⁽¹³⁾ 本件では、所有するピルの修復を行うための追加の資本を受け入れる目的で少数株主を締め出すことには、「誠実な事業目的」があるとされた。このように「投資の継続性」を指摘する本判決であっても、会社の利益を促進する場合には、少数株主の縮出しが認められている。

・ケリー (Kelly) 判決⁽¹⁴⁾

△事実▽

Y₁社は、鉄鋼産業向けに鋳型を販売する事業を営む株式会社である。Xは、Y₁社が一九六七年に設立されてからの少数株主であった。Xは、Y₁社のほかに、A社の株式を一〇〇%保有していた。A社は、Y₁社と同様の事業を営んでおり、競争相手であった。

一九八六年、Y₂は、Y₁社の発行済株式総数の八〇%を取得した。その当時、Y₂は、XがA社の株式を保有していることや、Y₁社の日々の事業の運営には関与していないことを漠然と知っていた。なお、Xは、Y₁社の顧客リストや営業秘密を受け取っていない。

一九八七年、Y₂は新たな株式の発行を取締役に要求した。この新株発行は、XのY₁社株の保有割合を二〇%から約四%に低下させるものであった。最終的に、この新株発行は株主総会で承認されたが、Xは反対していた。

一九九七年、Y₂は、さらに株式併合を行うことを決定した。これによって、Xは端数株式を保有することとなり、Y₁社から締め出されることになる。そこで、Xがこの株式併合の差止めなどを求めて訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、株式併合における審査基準について、次のように述べる。

「…問題は、株式併合の適法性を決定する際に適用する法的基準がどのようなものである。デラウェア州の裁判所は、ビジネス法の分野でのその専門性について広く有名であり、尊重されてきた。しかしながら、株式併合に適用するための適切な法的テストについての分析にかかる出発点は、オハイオ州最高裁判所のクロスビー（Crosby）判決である。」⁽¹²⁾

「…オハイオ州最高裁判所は、少数株主に対する支配株主の信認義務違反を評価する際に事業目的のルールを採用することを意図していた。株式併合について事業目的のルールを採用することは、さらにクロスビー判決で与えられた二つの基本的な問題を取り扱う。第一に、事業目的のルールを採用することは、少数株主を支配株主による不公平あるいは抑圧的な行為から保護する。第二に、事業目的のルールは、潜在的に少数株主を差別する効果を有するにも関わらず、会社の成功を確保するために必要な事業活動として正当化することのできる取引を行う会社や支配株主の能力を不当に制限しない。」⁽¹³⁾

「事業目的のルールを課すことは、少数株主の利益を保護するためにも必要である。公平テスト（筆者注…デラウェア州裁判所が採用する基準）は、会社が制定法上の形式に従い、株式の公平な価値を少数株主に提供する限り、気まぐれな思い付き以上でないことを理由とする少数株主の締め出しを閉鎖会社の支配株主に認めるだろう。」⁽¹⁴⁾

「株式併合に事業目的のルールを課すことは、その会社に最も利益となる支配株主の決定を不当に制限することなく、少数株主の利益を保護する。」⁽¹³⁾

その上で、本件について、具体的に次のように述べる。

「Y₂は、事業目的テストを満たすことを望んで二つの主張を行った。第一に、Y₂は、XがY₁社と直接競合する製造事業を保有していることから、Xの少数株主の持分を除外する正当な事業目的を有していたと主張する。第二に、Y₂は、XがY₁社を上回るアドバンテージを得るために製造事業で利用する会計帳簿、顧客リスト、価格情報やそのほかの情報にアクセスするための権利に基づいた少数株主の利益を除外するために正当な事業目的を有していたと主張する。」⁽¹⁴⁾

「本件における法および事実両方の調査は、Y₁社が少数株主の利益を除外することに正当な事業目的を示していないということを明らかにした。∴Xが競合会社の株主であるという単なる事実は、会社の会計帳簿へのアクセスを禁止することを正当化するためには不十分な理由であり、会社における少数株主の持分を除外することは言うまでもない。」⁽¹⁵⁾

本判決は、少数株主に対する支配株主の信託義務を審査する場合に「正当な事業目的」が要求されること（事業目的ルール）を述べたうえで、それは、本件のような株式併合にも適用されると述べる。デラウェア州の審査基準では株式の公平な価値しか保護されないと指摘されていることからすれば、本判決は、株式に反映されない価値を保護する必要があると考えているようである。もともと、XはY₁社の従業員や役員でなく、経営に参加していたわけでもないことか

ら、どのような利益を保護する必要があったのかは明らかでない。

本判決は、支配株主が、少数株主が競合企業の支配株主であることや会社の情報にアクセスすることを排除するために株式併合を用いたことについて、それだけでは「正当な事業目的」があるとはいえないとした。

・バーター (Bareit) 判決¹⁷⁾

△事実▽

Y₁社は、一九九三年にAによって設立された、ゴルフ場を運営する株式会社である。Y₂は、Y₁社の株主および取締役、Y₃はY₁社の株主であった。Xは、Y₁社の無議決権株主であった。

Xは、一九九四年以降、Y₁社に対して計三五〇万ドルの貸付けを行ってきた。もともと、Y₁社はこの貸付けを返済することが困難な状況であった。そこで、Xは、Y₁社の議決権を与えるようY₂と交渉していたが、合意には至らなかった。そこで、Xは、一九九八年一月、この貸付けに設定されていた担保権の実行を申し立てた。

一九九八年四月、Y₁社は、Xからの借入金を返済するために新たに銀行から資金調達を行おうとしていた。しかし、銀行は、Xを含めたすべての株主の保証がなければ、貸付けはできないとしていた。Xは、もちろん、そのような保証を拒んでいた。

そこで、Y₂は、Y₁社が資金調達できるように、Xを締め出す合併を計画した。その計画は、Y₂が支配するB社とY₁社を合併させて、Xやその他のY₁社の株主は、金銭を対価として受け取るというものであった。一九九一年三月、Xは反対していたものの、Y₂およびY₃によって、その合併は承認された。Xは、この合併の取消などを求めて訴訟を提起した。

△判旨▽

本判決は、少数株主を締め出す合併について、次のように述べる。

「我々の最高裁判所は、支配株主の利益のために事業を継続することを唯一の目的として少数株主を締め出すことが少数株主に対する支配株主の信託義務に違反するとした。その結果、合併についてのいくつかの独立した合理性が提供されなければならない。」⁽¹³⁾

さらに、デラウェア州のウエインバーガー判決を紹介しつつ、本件について、具体的に次のように述べる。

「原審は、サイド・デイル（筆者注：X以外の締め出される株主には、ゴルフ場を優先的に利用できるというオフアーがされていた）が詐害的であったり、Xにとって根本的に不公正ではないとした。前述の考慮からすれば、我々も同意する。」⁽¹⁴⁾

「第一に、Y₁は、合併についての独立した事業上の正当化、具体的には、消滅会社（筆者注：Y₁社）がXに支払うための借入れができるように金融機関にとってより魅力的になるであろうということを提供した。」⁽¹⁵⁾

「第二に、我々の記録の審査からは議論することを必要としないが、原審は、サイド・デイルが合併計画が採用された後のみ行われたと結論付けた。したがって、そのことは、合併とは切り離された取引として考えられるし、その結果、そのことは合併に重要でない。」⁽¹⁶⁾

「原審が結論付けたように、合併の条件はXにとって金銭的に不公正であろう。しかしながら、金銭的な不公正は、詐害や根本的な不公正と同じではない。…合併の金銭的な不公正は、原審が計画していた株式買取請求権において扱われるであろう。その行為は争われていないし、その結果我々の問題ではない。これらの事実のもとでは、合併

が承認された後に合意された前記のサイド・デールは、Xに詐害や根本的な不正をするとはいえない。したがって、我々は、これを基礎とした合併の差止めまたは取消しを認めない原審の決定を是認する。⁽¹⁰⁾

本件は、無議決権株主であるXが金銭を対価とする合併によって締め出された事案である。これに対して、本判決は、少数株主を締め出すことだけを目的とする合併は、支配株主の少数株主に対する信認義務違反になるとした上で、合併についての合理性を要求する。その上で、本件では、金融機関からの借入れを行うためにXを締め出す必要があったことが認められた。他方で、締め出される少数株主であるXの利益というのは、特に触れられていない。⁽¹¹⁾

以上のように、マサチューセッツ州以外で少数株主の締め出しが問題になった判決をみてきたが、これらの判決は、基本的には、少数株主を締め出す組織再編などは支配株主の信認義務違反になるとした上で、「正当な事業目的」がある場合には、そのような組織再編も認められるとする。こうした立場は、マサチューセッツ州の判例と同様のもといえるだろう。しかし、この場合の「正当な事業目的」が具体的にどのようなものが説明されているとはいえない。いくつかの裁判所は、会社の利益を促進する目的といった説明を行うものの、抽象的な基準に過ぎないだろう。また、株式買取請求権だけでは不十分であると指摘する判例もあったが、その場合に、どのような少数株主の利益が保護されるべきなのかも説明されていない。⁽¹²⁾

第四章 アメリカ法からの示唆

本章では、第三章で検討してきた判例を整理し、そこから得られる示唆について述べる。

(一) 「正当な事業目的」のわかりにくさ

マサチューセッツ州の判例における「正当な事業目的」という要件は、閉鎖会社における株主間の様々な紛争に用いられており、少数株主の締出しの事案に限定されていたわけではなかった⁽¹⁶⁾。また、それらの判例は、閉鎖会社における株主が互いに厳格な信認義務を負うことを前提に、支配株主の経営上の裁量を認めようという考慮から、「正当な事業目的」という要件を用いてきた。この場合の「正当な事業目的」の内容は、個別の事情や状況によって大きく変わる。こうしたことからすれば、「正当な事業目的」という要件は、明確な基準のもとで用いられるよりも、ある程度わかりにくい概念として用いられることになるだろう⁽¹⁶⁾。そのほうが、閉鎖会社における株主間の内部紛争に柔軟に対処することができるからである。

実際の事案(マサチューセッツ州以外の事案も含めて)においても、「正当な事業目的」の具体的な内容や基準が明らかになされているとは言い難い。「正当な事業目的」は、「会社の利益を促進する」や「例外的な事情がある」、「会社にとってその行為は必要である」といった程度の意味でしかないように見受けられる。さらに、マサチューセッツ州の判例の中には、リーディング・ケースであるウィルクス判決を引用しながらも、「正当な事業目的」という要件を用いないものも多く、ボダイオ判決やブロディ判決は、少数株主の合理的な期待に着目して事案の解決を図ろうとしていた⁽¹⁷⁾。

これに対して、わが国では、閉鎖会社における株主間の紛争全般に対処するための概念として「正当な事業目的」を

用いようというのではなく、少数株主の縮出しの場面においてのみ、「正当な事業目的」を用いる目的で議論されてきた。また、わが国の法制度は、マサチューセッツ州の判例のように、少数株主の縮出しを支配株主の信認義務違反と捉えておらず、基本的には、少数株主の縮出しを幅広く認めている。こうした状況で、「正当な事業目的」という要件を課すことで、締め出す側の裁量を一定程度制限することが議論されてきた。そのため、この場合の「正当な事業目的」には、明確な基準が期待され、その基準が曖昧では、締め出す側の裁量が過度に制限されるのではないかといった懸念があった。

以上のことを踏まえると、アメリカとわが国における「正当な事業目的」に期待される役割は異なっており、わが国において、必ずしも「正当な事業目的」という要件を用いる必要はないのかもしれない。今後、マサチューセッツ州の判例において「正当な事業目的」の具体的な基準が明らかにされるとは考えにくい。むしろ、「正当な事業目的」を用いる判例が、どのような考慮に基づいていたのかといったことを議論するほうが望ましいであろう。

(二) 少数株主の「投資の継続性」

アメリカの少数株主の縮出しの判例において、「投資の継続性」は強調されてこなかった¹⁶⁾。また、「投資の継続性」を唯一強調したアルパート判決も、少数株主の縮出しを一切認めないという立場をとっておらず、会社の利益を促進する場合には認められるとしていた。このような考え方は、わが国における「投資の継続性」を強調する見解とは少し異なっている。たとえば、第二章でみたように、北村雅史は、少数株主を締め出すことで企業価値を高めるだけでは、「正当な事業目的」とはいえないと述べている。

もともと、この「投資の継続性」を強調して少数株主の縮出しに係る議論を展開することには、それほど意味がない

ように思われる。なぜなら、アルパート判決のように、会社の利益を促進する場合に少数株主の縮出しが認められるのであれば、「投資の継続性」それ自体を問題にするまでもなく、その縮出しが会社の利益を促進するものかどうかを議論すればよいからである。反対に、「投資の継続性」を問題にするのであれば、会社の利益が促進されるかどうかは問題にならない。締め出される株主には、会社の利益が促進されるかどうかは関係ないからである。むしろ、このような観点を強調するのであれば、上場会社であろうと閉鎖会社であろうと、少数株主の縮出しを認めるべきではないという立場が素直であろう。⁽¹⁰⁾

さらに、この「投資の継続性」の意味も、必ずしも明らかでない。たとえば、スーパーを一店舗運営するA社を消滅会社、野菜や果物等の卸売りを全国的に営むB社を存続会社とする合併を想定しよう。A社の株主には、B社の株式が交付されるとする。また、B社の売上はA社の売上の百倍以上で、A社の事業はB社の主要な事業にならないとする。この場合に、A社の株主に「投資の継続性」はあるといえるのだろうか。少なくとも、この合併によって、A社の株主にとって、A社は相当異なる投資対象になったことは確かだろう。存続会社であるB社の企業価値の一部にA社が含まれているという意味では「投資の継続性」はあるのかもしれないが、そうだとすれば、そうした企業価値は金銭によって補償することができるともいえる。

以上のことからすれば、「投資の継続性」という観点から議論を展開するよりも、会社の利益が促進される場合や締め出される少数株主の保護されるべき利益がどういったものかという点に焦点を当てて、議論を展開するほうが建設的であろう。

(三) 会社の利益が促進される場合

本稿で紹介したアメリカの少数株主の縮出しに関する判例は、主として、組織再編等による少数株主の縮出し行為が会社の利益を促進するために行われていたのであれば、支配株主の信義義務違反は生じないとする。具体的には、上場コストの削減（リーダー判決）や企業の再建（ガット判決、マットソン判決）、あるいは合併の事業上の必要性（シユールヴォルフ判決、タンザー・エコノミック・アソシエイツ判決、アルパート判決、バーター判決）が認められれば、締め出される少数株主の利益は特に問題とならず、「正当な事業目的」が認められている。また、ハウス・マイクロウエーブ判決では、会社のデッドロックを解消するための少数株主の縮出しについて、「正当な事業目的」があると認められていた。

この「会社の利益が促進される場合」もまた明確な基準とは言い難いが、これらの判決を踏まえれば、少なくとも経済合理性が認められる少数株主の縮出し行為までもが禁止されるわけではなさそうである。反対に、これらの判決のもとでは、少数株主の縮出しだけを目的として全部取得条項付種類株式や株式併合を用いたり、あるいはペーパー・カンパニーを用いて、交付金合併を行った場合などは、その効力が否定されることになるだろう。こうした観点は、第一章で紹介した藤田友敬の見解と同様であろう。藤田が組織再編時の対価の柔軟化とは反対に、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の縮出しの場合に「正当な事業目的」を要求していたのは、この場合には経済合理性が明らかでないからである。アメリカで「正当な事業目的」を用いた判例は、わが国の一部の学説のように、支配株主の少数株主を締め出そうとする意図を問題にしたり、組織再編などの合理性・必要性だけでなく、少数株主を締め出すことを正当化する理由も要求する立場とは少し異なっているといえる。

(四) 締め出される少数株主の保護されるべき利益

他方で、締め出される少数株主の保護されるべき利益とは具体的にどのようなものか。わが国では、第二章でみたように、江頭憲治郎が、閉鎖会社における少数株主の経営者としての報酬や経営参加といったものを考慮する必要があることを指摘していた。中東正文も同様の指摘を行っており、少数株主の締出しの場合には、株主としての地位だけでなく、従業員や役員、取締役としての地位も奪われるということが念頭におかれている⁽¹⁵⁾。

ところが、本稿で紹介したアメリカの少数株主の締出しに関する判例では、これらの点は問題になっていなかった。こうした少数株主の利益は特に説明されておらず、どのように考えられているのかは明らかでない。また、コギンズ判決やケリー判決では、少数株主は会社の取締役や従業員でなく、経営にも参加していなかったが、「正当な事業目的」がなかったと判断されている。アメリカの少数株主の締出しの判例は、必ずしも閉鎖会社の少数株主の雇用や報酬を保護することを念頭において、「正当な事業目的」を用いるわけではないことを確認しておくべきだろう。むしろ、どちらかといえば、締め出される少数株主の利益よりも、先に述べたように、締出し行為についての事業上の合理性や必要性に注意が向けられている。

ただし、支配株主の少数株主に対する抑圧行為の事案も含めると、それらの判例は、一般的には、少数株主としての投資と従業員（場合によっては役員・取締役）としての雇用・報酬が密接に結びついているかどうかを考慮していた。閉鎖会社では、会社の収益は、株主に対する配当という形ではなく、従業員などに対する報酬によって分配されることが多いからである。

アメリカの学説においても、閉鎖会社の少数株主の報酬や経営参加というものをある程度保護すべきだという見解が一般的だと思われる。こうした主張は、主に、株式買取請求権との関係で行われてきた。

たとえば、ポーレンベルグ (Vorenberg) は、閉鎖会社の場合、株主は従業員などその他の関係性を有していることを指摘する⁽¹⁵⁾。そのため、株式買取請求権だけでは、締め出される少数株主の救済方法として不適切であると⁽¹⁶⁾する。モル (Moll) も、閉鎖会社における株主の投資として、会社の収益だけでなく、雇用や経営参加といったものが含まれると⁽¹⁶⁾する。ガバート判決やケリー判決も、株式買取請求権だけでは株式の投資価値しか保護されないと⁽¹⁶⁾して、それ以外の救済手段もありうることを指摘していた。

わが国においても、閉鎖会社の少数株主の多くは、会社の収益を配当だけではなく、従業員や場合によっては役員・取締役としての報酬から受け取っていると思われる。これらを株式の価値に含んで株式価格を算定することもありえないことではないが、現実的には、株式買取請求権でこれらをすべて補償することは難しい⁽¹⁶⁾。そのため、わが国においても、株式買取請求権だけでは、必ずしも締め出される少数株主の保護としては十分でないのかもしれない。ただし、こうした考慮が必要になってくるのは、基本的には閉鎖会社であろう⁽¹⁷⁾。

(五) 少数株主の雇用や報酬をどこまで保護すべきか

もつとも、わが国において締め出される少数株主の保護が十分でないとしても、少数株主の雇用や報酬をどこまで保護すべきか、そして、それらを少数株主の締出しの効力を否定する形で保護すべきかは、別途検討する必要がある。

アメリカでは、期間の定めのない雇用契約について、いずれの当事者もいつでも自由に解約することができるという随意的雇用 (employment at will) の原則が採用されてきた⁽¹⁸⁾。この原則によれば、たとえ少数株主が従業員であったとしても、この随意的雇用の原則に基づいて、解雇が自由に認められる。このような労働法上の規律が、会社法上の規律と異なる結果を導く可能性は、これまでにも指摘されていた⁽¹⁹⁾。ウィルクス判決やメローラ判決も、単に従業員である少

数株主を保護するのではなく、株式の所有と雇用や報酬が結びついている場合にのみ、会社法上の救済を与えるという立場を明らかにしている。

これに対して、わが国では、アメリカのように解雇が自由に認められるわけではない。いわゆる解雇権濫用法理によって、解雇の合理性は厳格に審査される⁽¹⁰⁾。そのため、少数株主の雇用それ自体は、アメリカと異なり、労働法である程度保護されているともいえるだろう。

また、少数株主が取締役である場合のその報酬についても、具体的な報酬請求権が確定している場合であれば、会社法三三九条によって、取締役は、会社に対して解任によって生じた損害賠償を請求することができる。これに対して、報酬についての株主総会決議や取締役会決議がない場合には、取締役による報酬の支払請求は、原則として判例で認められていないようである⁽¹¹⁾。もつとも、こうした取締役の報酬・退職慰労金についての利益の要保護性については、わが国でも十分に議論されておらず、とりわけ締め出される少数株主との関係で論じられてきたわけでもない。したがって、これらを踏まえてもなお、締め出される少数株主の保護が不十分だといえるのであれば、締出しの効力自体を否定するということもありうる。

(六) 契約による自衛可能性

なお、締め出される少数株主の保護が不十分だとしても、株主は事前に契約や定款によって自衛できるといった指摘がされる。この考え方によれば、裁判所による救済に頼る必要はないことから、少数株主の締出しにも制限を課す必要はない⁽¹²⁾。たとえば、ブランク判決も、株主間で事前に契約が締結されていた場合には、その契約内容を尊重していた。

他方で、少数株主が、締め出されることを想定して、事前の契約にすべて織り込むことは事実上困難であるといった

指摘もされている。⁽¹⁶⁾ また、事前に契約で決めてしまうことが、少数株主の機会主義的な行動を誘発し、会社をデッドロックに導くかもしれない。⁽¹⁶⁾ スミス判決は、まさにそのような事案であった。

クラーク (Clark) も、閉鎖会社の場合、株主間の関係は時間の経過とともに変わっていくことから、個人的な確執も生じやすいことを指摘する。⁽¹⁶⁾ そのため、クラークは、裁判所が閉鎖会社におけるフリーズアウトにおいて柔軟に対応する必要性を指摘する。⁽¹⁶⁾

以上のことからすれば、株主間で事前に契約を結ぶことは困難であり、また、そのことが望ましいともいえない。裁判所が事後的に何らかの介入をする必要性は、あるといえるだろう。

(七) まとめ

最後に、本章のこれまでの検討を簡単にまとめることで、議論の枠組みを示しておこう。

組織再編や全部取得条項付種類株式、株式併合を用いた少数株主の縮出しにおいて、考慮されるべき要素は、大きく二つある。すなわち、会社の利益の促進と締め出される少数株主の雇用や報酬といった利益の保護である。

少数株主の縮出しの効力を否定するかどうかは、これらをどれだけ重視するかによる。少なくとも、少数株主の縮出しを幅広く認めるのが国の法制度のもとでは、会社の利益の促進が認められる場合には、少数株主の縮出しの効力が否定されるべきではないように思われる。したがって、ペーパー・カンパニーを用いるなど濫用的な組織再編による少数株主の縮出しの場合を除くと、通常の組織再編の一環としての少数株主の縮出しは特に問題にならないだろう。これに対して、全部取得条項付種類株式や株式併合の場合には、その縮出しについての合理性や必要性がより厳格に問われることとなる。

もつとも、会社の利益の促進が認められないとしても、その縮出しの効力を否定するかどうかについては、いくつかの立場が考えられる。

第一の立場は、この場合には、もはや少数株主の縮出しは認められないというものである。この立場であれば、締め出される少数株主がどういふ者であるかといったことは、考慮されない。これは、本稿で紹介したアメリカの判例に近い立場である。

第二の立場は、締め出される少数株主の雇用や報酬といった利益が害されている場合にのみ、少数株主の縮出しの効力を否定しようというものである。この立場であれば、単に株式を所有しているだけで経営に全く関与していない株主などは、縮出しの効力の否定という形での救済を得られないこととなる。

第三の立場は、締め出される少数株主の雇用や報酬は、その他の法ルールによって保護されるべき（あるいは十分に保護されている）で、少数株主の縮出しの効力の否定という形で保護される必要はないというものである。この立場であれば、たとえ締め出される株主が経営に積極的に関与していた場合でも、縮出しの効力の否定という形での救済は得られないこととなる。

第五章 おわりに

本稿では、少数株主の縮出しと「正当な事業目的」に係る議論についての検討材料を提供することを目的として、アメリカの判例において、「正当な事業目的」という要件がどういふ文脈で、どのような少数株主の利益を保護するために用いられてきたのかということを検討してきた。

アメリカ（マサチューセッツ州）の判例における「正当な事業目的」は、明確な基準で用いられてきたわけではなく、支配株主に一定の裁量を認めるための曖昧な概念として用いられてきた。これは、閉鎖会社の株主間の様々な紛争に柔軟に対処するためだといえるだろう。

また、少数株主の締出しにおいて「正当な事業目的」を用いた判例は、アルパート判決を除いて、特に少数株主の「投資の継続性」を強調していなかった。わが国では、この観点から議論を展開する学説もあるが、少なくとも、アメリカの判例は、そうした立場から締め出される少数株主の保護を説明してきたわけではない。また、「会社の利益が促進される場合」には、少数株主の締出しが認められており、この場合に、少数株主を締め出すことを正当化するさらなる理由や支配株主の少数株主を締め出す意図は、問題にされていないかった。さらに、それらの判例は、少数株主が従業員や経営者として会社の運営に積極的に関与しているかどうか、特に考慮していないように見受けられる。

ただし、支配株主の少数株主に対する抑圧行為の判例も含めると、締め出される少数株主の雇用や報酬といったものが保護されるべき利益として考慮されていた。もっとも、わが国において、これらの利益をどこまで保護すべきか、そして、少数株主の締出しの効力の否定という形で保護すべきかどうかは、さらなる検討を要するだろう。

(1) 論者によって若干異なる表現が用いられるものの、近時の文献では、「正当な事業目的」という用語が一般的に用いられている（伊藤靖史ほか『会社法（第三版）』（有斐閣、二〇一五年）三八五頁Column 9-10（田中亘）、船津浩司「キャッシュ・アウト―全部取得条項付種類株式・株式併合」神田秀樹編『論点詳解平成二六年改正会社法』（商事法務、二〇一五年）一七八頁（初出：二〇一五年）など）。本稿でも、「正当な事業目的」という用語を用いる。

(2) 笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』（商事法務、二〇〇七年）二四八頁、同「少数株主の締出し」森淳二郎・上村達男編『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、二〇〇六年）一三四頁（以下、後者の文献を「笠

原論点」と引用する。

- (3) 上村達男「会社の設立・組織再編」商事法務一六八七号(二〇〇四年)二三頁。
- (4) 上村・前掲注(3)二三頁。
- (5) 船津・前掲注(1)一七八頁参照。
- (6) 三苫裕ほか「ゴイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論(上)」金融・商事判例一四〇五号(二〇二二年)八頁。
なお、上場会社における少数株主の締出しが前提にされている。
- (7) 藤田友敬「企業組織再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト二二六七号(二〇〇四年)一〇九頁。
- (8) 藤田友敬「組織再編」商事法務一七七五号(二〇〇六年)五七頁。なお、藤田は、平成二六年会社法改正に係る法制審議会において、締出しの場合の正当な対価の補償や開示事項に関する規制を整えば、「正当な事業目的」の役割は減っていくと述べており、現時点でどのように考えているのかは明らかでない。会社法制部会第七回議事録三二頁参照。
- (9) 藤田・前掲注(8)五七頁。
- (10) 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室三〇四号(二〇〇六年)八一頁。
- (11) 伊藤ほか・前掲注(1)三八五頁Column 9-10〔田中亘〕。
- (12) 齊藤真紀「キャッシュ・アウト」ジュリスト二四三九号(二〇二二年)五七頁。
- (13) 江頭憲治郎「結合企業法の立法と解釈」(有斐閣、一九九五年)二六五頁注八、柴田和史「現金交付合併と正当な営業上の目的の法理に関する一試論」柴田和史・野田博編『会社法の現代的課題』(法政大学現代法研究所二〇〇四年)三二頁以下、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法学協会雑誌九九巻二号(一九八二年)九〇頁以下。
- (14) 江頭・前掲注(13)二六五頁注八、中東正文「閉鎖会社における少数株主の締め出しと除名」中京法学三〇巻四号(一九九六年)四七頁。
- (15) 現在では、「完全な公正」基準が用いられている。西本強「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点(Ⅱ)」商事法務一七九四号(二〇〇七年)四五頁、矢崎淳司「アメリカにおけるキャッシュ・アウト」藤田勝利先生古稀記念『グローバル化の中の会社法改正』(法律文化社、二〇一四年)二二五頁。
- (16) 大塚章男「スタイクアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル二号(二〇〇七年)一五頁。大塚は、合併以外に取締役側が支配権を維持するための新株発行においても「正当な事業目的」という要件が課されてきたとする。しかし、後でみるように、マサチューセツ

ツ州の判例は、より広い場面で「正当な事業目的」という要件を用いる。

(17) したがって、本稿では、どうい場合場合に会社法八三二条一項三号の「著しく不当な決議」に当たるとか、どうい場合に会社法八二八条の組織再編の無効原因にあたるのかといった検討は行わない。

(18) 中東・前掲注(14) 四七頁参照。また、第三章で紹介する判例も参照。

(19) Mary Siegel, *Fiduciary Duty Myths in Close Corporate Law*, 29 *Del. J. Corp. L.* 377, 380 (2004).

(20) 柴田・前掲注(13) 一三頁。

(21) 柴田・前掲注(13) 一四頁。

(22) 柴田・前掲注(13) 四二頁。また、岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」森本滋先生還暦記念「企業法の課題と展望」(商事法務、二〇〇九年 九一、一二二頁は、少数株主の締め出しの場面において、株式買取請求権では少数株主への補償としては限界があると指摘し、少数株主の締め出しに関する規律を全体として再検討する必要があると述べる。

(23) 江頭憲治郎「株式会社法」(第六版)(有斐閣、二〇一五年) 一五九頁注三六。なお、江頭憲治郎ほか「『会社法の現代化に関する要綱試案』をめぐって」商事法務一六八五号(二〇〇四年) 二二頁(江頭憲治郎発言)も参照。

(24) 江頭・前掲注(23) 二五九頁注三六。

(25) 笠原論点・前掲注(2) 一三四頁。

(26) 笠原論点・前掲注(2) 一三四頁。

(27) 笠原論点・前掲注(2) 一三五頁。

(28) 北村雅史「企業結合の形成過程」森本滋編著「企業結合法の総合的研究」(商事法務、二〇〇九年) 一四頁以下(「初出：二〇〇八年」)。

(29) 北村・前掲注(28) 二二頁。

(30) 船津・前掲注(1) 一八〇頁。

(31) 船津・前掲注(1) 一八三頁。なお、船津は、一八三頁注三二で「少数株主を害する意図での締め出し」について、「買取者が私的便益の引出しのためだけに行う少数株主の排除など考えられようか」とするが、具体的にどのような場合を想定しているのかは明らかでない。

(32) 本稿では、株式の価格決定の申立て(会社法一二二条、一七九条の八、一八二条の五)も含めた意味で、株式買取請求権という用語を用いる。

(33) なお、これらの見解の他に、弥永真生は、株式以外の財産を対価とする組織再編行為について、平成二六年会社法改正により導入された特別支配

株主の株式等売渡請求とのバランスを理由に、「株主総会の特別決議によって、少数派株主を追い出す結果になるような組織再編行為が認められるのは、その組織再編行為に正当な事業上の目的があるということ以外には正当化できない」とする（弥永真生『リーガルマインド会社法（第一四版）』（有斐閣、二〇一五年）三七四頁注二）。

本稿では「正当な事業目的」との関係で少数株主の締出しについて検討する論文を紹介したが、少数株主の締出しについて検討した論文は、他にも数多くある。伊藤靖史「少数株主の締出しに関する規制のあり方について」同志社法学五六巻四号（二〇〇四年）六五頁、齊藤真紀「ドイツにおける少数株主の締め出し規整（一）〜（二・完）」法学論叢一五五巻五号（二〇〇四年）一頁、一五五巻六号（二〇〇四年）三八頁、久保寛展「少数株主の締出しの正当性と権利濫用」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』（商事法務、二〇〇九年）一三三頁、玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任―少数株主の締出しを中心に―」川村正幸先生退職記念『会社法・金融法の新展開』（中央経済社、二〇〇九年）二九七頁、玉井利幸「全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の締出しの効力を争う訴訟―公正な価格と株主平等の原則―」南山法学三四巻三四号（二〇一一年）八七頁、松尾健一「イギリス会社法における少数株主の締出し制度の生成と展開」同志社法学六一巻一・二号（二〇〇九年）三〇七頁、伊藤吉洋「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（一）〜（三・完）」法学七六巻二号（二〇一二年）一一四頁、七六巻三号（二〇一二年）二五四頁、七七巻二号（二〇一三年）二二二頁など。

- (34) アメリカにおける支配株主の抑圧行為については、たとえば、小林俊明「米国閉鎖会社における少数株主抑圧に関する救済理論（一）〜（三・未完）」愛知大学法学部法経論集一九三号（二〇一二年）一三九頁、一九五号（二〇一三年）五五頁、二〇一二年（二〇一五年）五五頁参照。
- (35) René Reich-Graede, *Symposium: Fiduciary Duties in the Closely Held Firm 35 Years After Wilkes v. Springfield Nursing Home*, 33 W. New Eng. L. Rev. 247, 248 (2011), Charles W. Murdock, *The Evolution of Effective Remedies for Minority Shareholders and Its Impact Upon Valuation of Minority Shares*, 65 Notre Dame L. Rev. 425, 436 (1990).
- (36) Donahue v. Rodd Electrotype Co., 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975).
- (37) その項には、Aは死亡した。
- (38) 328 N.E.2d at 515.
- (39) *Id.* at 518.
- (40) *Id.* at 519.
- (41) *Id.* at 520.

- (42) なお、閉鎖会社の株主にパートナーシップと同様の信託義務を課すことについては、批判もあつた。Charles R O'Kelly, Jr., *Filling Gaps in The Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis*, 87 *Nw. U. L. Rev.* 216, 250-51 (1992).
- (43) *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 323 N.E.2d 657 (Mass. 1976).
- (44) *Id.* at 662.
- (45) *Id.* at 663.
- (46) *Id.*
- (47) *Id.*
- (48) *Id.* at 663-64.
- (49) 中東・前掲注(14)五六頁は、「正当な事業目的」は閉鎖会社において特に有用であることを指摘する。
- (50) Arthur R. Pinto, *Protection of Close Corporation Minority Shareholders in the United States*, 62 *Am. J. Comp. L. Supp.* 361, 371-72 (2014).
- (51) これら以外にも、ウィルクス判決は、支配株主が「正当な事業目的」を立証したとしても、それに対して、少数株主はその目的を達成するためにより劇的でない手段があることを証明せざるとしてゐる。もともと、少数株主がより劇的でない手段があることを証明した事案は見当たらない。
- (52) ヌナピエー判決およびウィルクス判決の判示は、その他の州でも広く用いられているようである。David C. Crago, *Fiduciary Duties and Reasonable Expectations: Cash-Out Mergers in Close Corporations*, 49 *Orla. L. Rev.* 1, 9 (1996).
- (53) *Halahan v. Halom Corp.*, 385 N.E.2d 1033 (Mass. App. Ct. 1979).
- (54) *Id.* at 1034.
- (55) *Smith v. Atlantic Properties, Inc.*, 422 N.E.2d 798 (Mass. App. Ct. 1981).
- (56) *Id.* at 801-02.
- (57) *Id.* at 802-03.
- (58) *Id.* at 803.
- (59) *Goode v. Ryan*, 489 N.E.2d 1001 (Mass. 1986).
- (60) 被告は、Y1社・Y2社を含めて一人名づゑる。本件では、Y1社およびY2社を除いた被告を「Y3」としう。
- (61) 489. N.E.2d. at 1004.

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と少数株主の締出し

同志社法学 六七巻七号

九七 (二九四五)

- (62) *Id.* at 1005.
- (63) 紹介した事案の他に、少数株主が支配株主に対する過大な給与の支払いが事実上の配当に当たると主張して、支配株主に損害賠償を求めた事案がある (Bessette v. Bessette, 434 N.E.2d 206 (Mass. 1982))。
- (64) Crago, *supra* note 52, at 147. ドナヒュー判決およびウィルクス判決で示された基準が、何の議論もなしに、少数株主の縮出しに適用されたと指摘する。
- (65) Leader v. Hycor, Inc., 479 N.E.2d 173 (Mass. 1985).
- (66) *Id.* at 178.
- (67) *Id.* at 178.
- (68) 中東・前掲注 (14) 四八頁。
- (69) Siegel, *supra* note 19, at 397.
- (70) Horison House-Microwave, Inc. v. Bazzzy, 486 N.E.2d 70 (Mass. App. Ct. 1985).
- (71) *Id.* at 76-77.
- (72) Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 492 N.E.2d 1112 (Mass. 1986).
- (73) Y₂社とA社の取締役は、同じ構成員であった。
- (74) 492 N.E.2d at 1117.
- (75) *Id.* at 1118.
- (76) *Id.* at 1118-19.
- (77) *Id.* at 1119.
- (78) *Id.*
- (79) 少数株主の利益を切り捨てて、会社にとって最も利益になることを認めるという意味では、ウィルクス判決が示した「正当な事業目的」テストとテラウエア州の「完全な公平」テストは共通していると考えられる。Siegel, *supra* note 19, at 421.
- (80) ドナヒュー判決およびウィルクス判決で示された信託義務は、様々な事案に用いられて、様々な救済方法を提供していることが指摘されている。
Id. at 402.

- (18) なお、ロキンス判決の直前にも、閉鎖会社における株主間の争いにおいて「正当な事業目的」が用いられた事案がある (Donahue v. Draper, 491 N.E.2d 260 (Mass. App. Ct. 1986)).
- (32) Bodio v. Ellis, 513 N.E.2d 684 (Mass. 1987).
- (33) *Id.* at 688.
- (34) *Id.* at 689.
- (35) Zimmerman v. Bogoff, 524 N.E.2d 849 (Mass. 1988).
- (36) *Id.* at 854.
- (37) Blank v. Chelmsford OB/GYN, P.C., 649 N.E.2d 1102 (Mass. 1995).
- (38) *Id.* at 1105.
- (39) その他の事案として、Evangeliata v. Holland, 537 N.E.2d 589 (Mass. App. Ct. 1989) では、閉鎖会社における株式の買取価格が争われたが、株主間契約によつて事前に定められた買取価格が裁判所によつて認められた。また、Crowley v. Communications For Hosps, Inc., 573 N.E.2d 996 (Mass. App. Ct. 1991) では、支配株主による過大な給与の支払いや配当の拒絶、株式の買戻しなどが問題になり、「正当な事業目的」が示されていないと判断されたことである。
- (6) Merola v. Exergen Corp., 668 N.E.2d 351 (Mass. 1996).
- (7) *Id.* at 354.
- (8) *Id.* at 354-55.
- (9) Siegel, *supra* note 19, at 394.
- (10) Brodie v. Jordan, 857 N.E.2d 1076 (Mass. 2006).
- (11) *Id.* at 1079-80.
- (12) *Id.* at 1080.
- (13) Gut v. Macdonough, No. WOCV-2007-01083-C, 2007 Mass. Super. LEXIS 382 (Mass. Super. Ct. 2007).
- (14) *Id.* at *37.
- (15) *Id.* at *38-39.

- (10) ただし、依然として「正当な事業目的」も閉鎖会社における株主間の争いにおいて用いられている。See, *Ohren v. Pearson*, 868 N.E.2d 118 (Mass. 2007). *Pointer v. Castellani*, 918 N.E.2d 805 (Mass. 2009), *Sehnark Associates, Inc. v. Ehrlich*, 5 N.E.3d 923 (Mass. 2014). また、*Yaki v. Anesthesiology Assos of Taunton, Inc.*, 744 N.E.2d 651 (Mass. App. Ct. 2001) では、メローラ判決が引用された、株式の所有と雇用が結びついている場合には、支配株主の信託義務違反が認められつつある。
- (11) *Matteson v. Ziebarth*, 242 P.2d 1025 (Wash. 1952).
- (12) *Id.* at 1031.
- (13) *Id.* at 1033.
- (14) *Id.* at 1034.
- (15) *Id.*
- (16) *Id.*
- (17) 江頭・前掲注(12) 二三五頁注八。
- (18) *James Vorenberg, Exclusiveness of The Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 Harv. L. Rev. 1189, 1196 (1964) は、本件において、裁判所は明らかに原告の会社に対する非協力的な姿勢に影響を受けていたことを指摘する。
- (19) *Schulwolf v. Cerro Corp.*, 380 N.Y.S. 2d 957 (1976).
- (20) *Id.* at 960.
- (21) *Id.* at 962.
- (22) *Id.*
- (23) *Tanzer Economic Assn. V. Umbersal Food Specialties Inc.*, 383 N.Y.S.2d 472 (1976).
- (24) *Id.* at 482.
- (25) *Id.* at 482-83.
- (26) *Gabhart v. Gabhart*, 370 N.E.2d 345 (Ind. 1977).
- (27) *Id.* at 353.
- (28) *Id.* at 353-54.

- (119) *Id.* at 354.
- (120) *Id.* at 356.
- (121) なお後の *Fleming v. International Pizza Supply Corp.*, 640 N.E.2d 1077 (Ind. App. Ct. 1994) においても、少数株主に株式買取請求権が与えられてくる場合でも、支配株主の信託義務違反が別途問題になるとされている。
- (122) *Alpert v. 28 Williams St. Corp.*, 473 N.E.2d 19 (N.Y. 1984).
- (123) *Id.* at 25.
- (124) *Id.* at 26.
- (125) *Id.* at 27-28.
- (126) *Id.* at 28.
- (127) *Id.* at 29.
- (128) なお、柴田和史「合併法理の再構成（五）」法学教会雑誌一〇六巻一一号（一九八九年）一二五頁は、ニューヨーク州の合併法理においては、原則として「少数株主は所有する株式について現金による保証を受ければ十分であり、およそ存続会社または新設会社の株式を求める権利は認められなく」として、合併の差止めや無効確認は例外として位置付けられるとする。
- (129) *Pinho, supra* note 50, at 369.
- (130) *Kelly v. The Wellsville Foundry Inc.*, No. 99-CO-27, 2000 Ohio App. LEXIS 6287 (7th Dist. Dec. 6, 2000).
- (131) *Id.* at *10.
- (132) *Id.* at *13-14.
- (133) *Id.* at *14.
- (134) *Id.* at *15.
- (135) *Id.* at *16-17.
- (136) *Id.* at *19-20.
- (137) *Barter v. Diocardo*, 771 A.2d 835 (Pa. Super. Ct. 2001).
- (138) *Id.* at 839-40.

(139) *Id.* at 840.

(140) *Id.*

(141) *Id.* at 840-41.

(142) *Id.* at 841.

(143) ペンシルベニア州では、本判決でも引用される、少数株主の締出しが争われたリーディング・ケースとして、*In re Jones & Laughlin Steel Corp.*, 412 A.2d 1099 (Pa. 1980) がある。この事案では、少数株主の締出しにおいて「正当な事業目的」が必要かどうかと争った点については、特に争われていない。ただし、許害的あるいは不公正な合併の場合には、事前の差止めが認められるとされた。

(144) なお、大塚・前掲注(16)三七頁は、「正当な事業目的」を用いる州として、ニュージャージー州のベルコピッツ判決 (*Berkowitz v. PowerMate Corp.*, 342 A.2d 566 (N.J. Super. Ct. Ch. Div. 1975)) を挙げるが、この事案において、裁判所は、そうした「正当な事業目的」を今のところ示す必要はないとしている。なぜなら、本件では、そもそも株主に支払われる対価が不十分であったからである。したがって、この判決を引用することは、ミスリーディングだと思われる。

本文中で紹介した事案以外に、合併の目的が問題になった事案はいくつかある。

Bryan v. Brock & Blevins Co., 490 F.2d 563 (5th Cir. 1974) では、従業員でもあった少数株主を締め出すために合併が行われたことについて、「事業目的」なしに合併が行われたと判断された。

他方、*Grimes v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, No. 74-59, 1974 U.S. Dist. LEXIS 7612 (N.D. July, 15, 1974) では、少数株主を締め出すために行われた合併について、事業上の理由があったと判断されている。

(145) 柴田・前掲注(128)一一二頁は、「正当な事業目的」を要求したデラウェア州の判例についても、その前提にあるのは、「固有の合併法理ではなく、大株主の忠実義務の理論である」と指摘する。

(146) *Victor Brudney & Marvin Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 *Yale L.J.* 1354, 1356-19 (1978) では、閉鎖会社において許容することのできるフリーズアウトと許容できないフリーズアウトを区別するにあたって、「正当な事業目的」を基準として用いることは困難であると指摘されている。

(147) 現在では、このような少数株主の合理的な期待に着目して少数株主の保護を図る州が多数派とされる。小林・前掲注(34)愛知大学法学部法経論集一九三号(二〇二二年)一六六頁。

(148) 柴田・前掲注(128)一一七頁は、「アメリカの合併法理においては合併に際し株主が株主であり続けることが確保されるべきだ」という考え方は認められていないと指摘する。

(149) William J. Harmon, Note, *Corporate Freezeouts: A New Limitation Imposed by the "Entire Fairness" Standard*, 1978 U. Ill. L.F. 686, 696 (1978).

(150) 日本の実務家も同様のことを指摘している。シンポジウム「企業結合法の総合的研究」私法七一号(二〇〇九年)一三七～三八頁〔石綿学発言〕では、トヨタ自動車と豊田通商を一〇〇%子会社化する例が挙げられ、この場合には、豊田通商の株主にとってもはや投資の延長線上とは考えられないこと、投資家は金銭を交付されれば、それを元手に自身が望む会社の株式を自由に購入できることを理由に、対価として株式のほうが金銭よりも望ましいわけではないことが指摘されている。

(151) 中東・前掲注(14)五九頁。

(152) 中東・前掲注(14)五九頁。

(153) Vorenberg, *supra* note 108, at 1203.

(154) *Id.* at 1204. 中東・前掲注(14)五九頁。Nancy Gantlock & Charles Rudy, Comment, *Protection of Minority Shareholders from Freezeouts through Merger*, 22 *WANE L. REV.* 1421, 1448 (1976). Mark K. Kessler, *Elimination of Minority Interests by Cash Merger: Two Recent Cases*, 30 *BUS. LAW.* 699, 705 (1975). 中東・前掲注(14)五九頁。

(155) Douglas K. Moll, *Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective*, 53 *VAND. L. REV.* 749, 796 (2000).

(156) 久保田安彦「株式価値の評価」田中巨編著『数字でわかる会社法』(有斐閣、二〇一三年)二二頁、江頭憲治郎「譲渡制限株式の評価」別冊ジュリスト二〇五号(判例百選〔第二版〕)(二〇一一年)四五頁参照。株式価値の評価にあたって、DCF方式や配当還元方式だけでなく、純資産法を併用することもありうるが、その場合でも、従業員や役員として受け取っていた報酬は株式価格に反映されないだろう。六戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』(有斐閣、一九九〇年)四二三頁、森淳二郎「閉鎖会社における支配の維持と投下資本の回収」法律時報五六卷一一号(一九八四年)二六頁以下も参照。役員報酬を株式価値に含めて算定した事案もあるが(千葉地決平成三年九月二六日判例時報一四二二号一四〇頁)、こうした方法がどこまで一般的に用いられるかは明らかでない。

(157) ドイツでは、株式会社社に認められている少数株主の縮出しを可能にする制度は、有限会社には認められていないようである。したがって、有限会社において少数株主の縮出しを行おうとする場合には、ドイツ法上従来から存在した制度(編入や譲渡解散など)を用いることとなる。伊藤・前掲

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と少数株主の縮出し

同志社法学 六七巻七号 一〇三(二九五)

アメリカにおける「正当な事業目的」の形成・展開と少数株主の締出し

同志社法学 六七巻七号

一〇四 (二九五二)

注(33) 六八〜六九頁、九六頁。

(158) 中窪裕也『アメリカ労働法〔第二版〕』(弘文堂、二〇一〇年)三〇五頁。

(159) Douglas K. Moll, *Shareholder Oppression v. Employment at Will in The Close Corporation: The Investment Model Solution*, 1999 U. Ill. L. Rev. 517, 518 (1999).

(160) 土田道夫『労働法概説〔第三版〕』(弘文堂、二〇一四年)二六六頁。

(161) 伊藤靖史「取締役報酬の『不支給・低額決定』について」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』(商事法務、二〇〇九年)三二〇頁。江頭・前掲注(23)四五九頁以下も参照。

(162) 伊藤・前掲注(16)三三六頁。

(163) Crago, *supra* note 52, at 23.

(164) Pinto, *supra* note 50, at 383.

(165) 宍戸・前掲注(15)四二七頁。

(166) ROBERT G. CLARK, *CORPORATE LAW*, 528 (Aspen, 1986).

(167) *Id.* at 529.