

《判例研究》

アメリカ法判例研究会 第4回

「*In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010).
〔支配株主による非上場化取引に係る審査基準の検討—締出し公開買付に係る審査基準—〕」

永江 亘

△事実の概要▽

CONSOL Energy, Inc 社（以下、「X社」という）は、デラウェア州法に準拠して設立されたエネルギー事業会社である。X社は、自己の保有する天然ガス事業について、2005年6月に Spin-Off（会社分割）を行い、新たに CNX Gas Corporation 社（以下、「Y社」という）が設立された。当該 Spin-Off にあたり、X・Y社間では以下のような取り決めが交わされた。即ち、① X社がY社株式を50%以上保有している限り、Y社はX社がY社株式を売却することを制約することができず、② X社のY社株式の保有割合が80%以下になるような新株発行を行ってはならない、とするものである。

その後Y社株式はニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場した。とはいえ、2010年4月26日時点でY社の株式は、X社とその役員及びY社役員によって発行済株式総数の83・5%が保有されていた。また、残りの少数派株式のうち、87%は25の機関投資家によって保有されており、その中でも「Rowe Price Associates, Inc 社（以下、「T社」という）及びその関連グループは、発行済株式総数の6・3%、少数派株式の約37%を保有しており、少数派株主のうちでは最も多くの株式を保有していた。

2008年1月、X社はX社株式を対価としたTOB（公開買付）を計画し、これを公表した。当該提案は、少

数派株主がY社株式1株につきX社普通株式を0・4425株取得するといふものであった。当該交換レートは、X社株式の価値に鑑み、Y社株式を1株当たり33・70ドルとして評価したものであったが、T社を含め機関投資家が当該買収に応じない旨を表明したため、X社は同買収提案を撤回した。

2009年9月、X社は再びY社の少数派株式の取得を企図し、今度はT社との直接交渉を試みた。当該交渉の担当者らは、Y社株式1株当たり40・42・5ドル相当の評価で交渉にあつてはいたが、交渉の途上であつた2010年4月にX社がY社の競合会社が保有する資産を買収することを表明し、X社はこのことからY社との交渉上有利な地位を得た。これにより、X社とT社は、Y社株式1株当たり38・25ドルとする現金対価の買収に合意し、これを受けてX社は2010年4月28日に同価格での公開買付（以下、「本件公開買付」という）の実施を公表した。

当該公表では、同価格が競合他社の買収前のY社株式の市場価格に45・83%、T社との合意の公表前の市場価格に24・19%のプレミアムを付したものであることが示された。また、本件公開買付が成功した場合には、X社がY社を略式合併（Short Form Merger）で吸収し、公開買付に応募しなかつた残りの株主に対しては、本件公開買付と同価格で株式を買取る旨が公表された。

これを受けて、Y社は特別委員会を組織した。しかし、組織された当初、当該特別委員会には本件公開買付を巡るX社との独立した交渉権や、他の潜在的買収者への接触等の権限が与えられておらず、単に様式14D-9（公開買付に係る買収対象会社の意見表明書）を作成するための本件公開買付価格の評価及びこれに必要な専門家との契約の権限が与えられているにすぎなかつた。その後、特別委員会が本件公開買付価格について否定的な見解を示したため、Y社取締役会はX社との交渉権限を追加して特別委員会に与えたが、他の潜在的買収者への接触等の権限は最後まで与えられなかつた。

X社との交渉権限の付与を受け、特別委員会は本件公開買付価格を増額するようにX社へ要求したが、X社はこ

れに應じなかった。そこで特別委員会は、様式 1AD9 に以下のことを記載し、SEC に提出した。即ち、① Y 社取締役会が特別委員会に対して、本件買収に係る権限を限定的にししか付与しなかったこと、② T 社との合意により、X 社は少数派株主のうちの過半数という、判例法理で求められる条件を容易に克服しうる状況を得て、本件公開買付価格の増額の必要性を大幅に減少させたこと、③ T 社が X 社との合意に至ったのは、T 社が別途 X 社の株式を 6・51% 保有していたためであり、価格への合意に至るまでのインセンティブ構造が他の少数派株主とは異なっていること、④ T 社との価格の合意に至るまでの過程に、特別委員会は何らの関与もしていないこと、⑤ 委員会が X 社の本件公開買付に係る価格決定過程の在り方、及び X 社が買付価格に関する交渉に一切応じないことに懸念を抱いていることである。

これを受けて、少数株主らは本件取引の価格が不十分であるとして、本件公開買付の暫定的差止命令を求めて提訴したのが本件である。

△判旨▽

1、暫定的差止命令を得るために、原告は以下の事項を示す必要がある。即ち、① 審理手続きにおける利益が存在することの合理的可能性、② 暫定的差止命令を得られないことより緊急且つ回復不能な損害が生じる恐れのあること、③ 負担のバランスが申立人の利益の点で重要であることが示される必要がある。

2、原告は、本件公開買付が完全公正基準の下で審査されるべきであると主張する。このような主張は、支配株主による締出し取引に用いられる適切な審査基準という、デラウェア州法にとって重要な問題を含んでいる。

デラウェア州法は、締出し取引の態様によって異なる審査基準を用いている。即ち、独立当事者間取引においては、Lynch 基準の下で完全公正性が検証されるが、公開買付の後に行われる略式合併においては、Siliconix 基準の

下で検証される。当裁判所は、以下の点で Siliconix 基準の議論の前提に疑問を呈する。

第一は、合併と公開買付の法規則が異なる点であり、即ち公開買付への意見表明をする対象会社取締役会の行動を規律するための明白な基準が一般事業会社法に存在しないことである。この点につき、Pure Resources 事件判決において説明される通り、法規則が異なっていることは、異なった信認義務基準を用いることを十分に正当化できていない。また、学会も概ねこのような基準レベルの乖離には批判的であるといえる。

第二に、縮出し取引の文脈でしばしば引用される、Solomon 事件判決が説示する、公開買付では公正な価格を提供する義務は存在しないというルールである。同事件で Allen 判事は、「情報開示や強圧性といった、価格形成に係る信認義務違反の有効な主張がなければ、公開買付の買付価格が不十分であるという主張は、争いうるものではない」として、原告の主張が不十分であることを示した。そして、アラウエア州最高裁も「本件のごとく全体的に任意の取引である公開買付の事件では、裁判所は株主が特定の価格を取得するための何らかの権利を課すことはない」としている。しかし、Allen 判事も最高裁も、同事件において支配株主による縮出し取引の一環として位置づけられる公開買付についての検討を行ったわけではない。即ち、同事件判決は略式合併を後置せず、少数派株主に對して株式を保有する権利を認めていたことを前提として示されたものである。学会においても、同事件判決が示したルールは、事実関係の相違から、Siliconix 基準の基礎として理解されていない。同様の理解は、わが裁判所の中にも見出すことができる。例えば、Lewis 事件判決において、Hartnett 判事は、公開買付を行う当事者には、「株主に対してある一定以上の金額での申し込みを行う義務はない」としながらも、「当該会社は、当初縮出し非上場化取引 (Going Private Freeze Out) を提案していたが、その提案を撤回し、裁判所に対して縮出し取引を行わないことを保障していた」ことを指摘する。そして、「公正な価格を支払う義務」を否定するルール (Solomon ルール) は、「縮出しを伴わない公開買付」に適用されると示した。

Silicomix 基準に関連する判決は、Solomon 事件判決が示す法理が、同事件と異なった事実関係である縮出し取引を後置する公開買付の場合にも適用されると推測している。しかし、同事件判決は、単に支配株主による縮出し取引について言及していないだけなのである。即ち、同事件判決は、支配株主が公開買付において一般的に信認義務を負わないことを示したのではなく、また縮出し取引を後置する二段階取引に対して完全公正基準の適用可能性を排除することを示したのではない。従って、問題はどのような取引構造によって支配株主が二段階取引の両当事者の地位に立たないと理解されるのかという点にある。

この点、Pure Resources 事件判決は、以下のように示してこの問題を検討し、Lynch 基準と Silicomix 基準の調和を図ることに努めた。即ち、同事件判決では、①少数派株主の過半数が当該買付へ応募し、②支配株主が90%以上の株式を取得した際には、確実に253条の合併（略式合併）²を行い、前置される公開買付と同額で買取ることとを約定し、そして③支配株主が回復しがたい脅威を与えない場合には、当該買付は強圧的ではないと理解するべきであることが示された。また、支配株主は対象会社取締役会会の独立取締役に対して、（最低限）専門家の雇用、少数株主に対する意見表明、及び情報開示といった権限を与えなければならないとも示したのである。このような判示は、二段階縮出し取引に対して一定の基準を設けたものとして評価できる。

また、同事件を担当したStine判事は、3年後のCox Communications 事件において、再びLynch 基準と Silicomix 基準の関係について検討した。即ち、同事件判決では、①独立取締役によって構成される特別委員会によって交渉され、かつ推奨される取引であって、②少数派株主のうちの過半数の同意がある場合、独立当事者関係を肯定し、従って支配株主が取引における一方当事者の地位にしか立たないため、完全公正基準は適用されず、経営判断原則が適用されると示したのである。このような理解を前提にすれば、合併の場合と同様に、両要件を具備しない公開買付についても、完全公正基準の下での審査がなされうると解する余地が生ずる。

従って、当裁判所は Lynch・Pure Resources・Cox Communications 事件判決で示された基準をどのように選択するかという問題には、デラウェア州法の基礎的な問題が含まれていると判断し、またこの問題はデラウェア州最高裁にしか解決できないと考える。そして、この問題についてデラウェア州最高裁が判断する機会を得るまでは、Cox Communications 事件判決で示された基準（以下、「Cox 基準」という）こそが、整合的で、適切な基準であると当裁判所は判断する。

3、2、に述べた、公開買付に係る審査基準の考察を前提に本件を検討した場合、本件公開買付は Cox 基準で示された要請を満たしたとは言えない。まず、本件の特別委員会は本件公開買付への応募を少数派株主に対して推奨しておらず、また特別委員会自体が十分な権限を付与されていたとは言えないのである。

続いて、支配株主が存在する場合においても、取締役の権限は、なおデラウェア州法の中心的な地位を占めているのである。即ち、支配株主は彼らが選任した取締役の権限を奪い取ることができる権限を有しているのではなく、DGCL（デラウェア州一般事業会社法）が決議を要求しない限りにおいては、支配株主も他の株主と同様に注意・忠実義務の下で行われる取締役の経営判断に服するのである。

この原則を本件に適用した場合、公開買付を行った支配株主は、子会社取締役会の権限を制限ないしは奪い取ることではできないこととなる。子会社取締役会は、直接又は特別委員会を通じて間接的に、支配株主の公開買付に対して対抗的な措置を取ることが可能である。しかし、このことは特別委員会がそのような権限を行使しなければならぬということを意味しているのではない。問題は、特別委員会が少数派株主にとって、合理的に最善な取引条件を引き出す義務を満たしているかにある。ここで、本件特別委員会は、第三者との取引において取締役会が通常有するであろう権限を有していない。この事実は、Cox 基準の下では支配株主が完全公正基準の下で審査されるべき背景を有していることを示している。

最後に、原告は少数派株主のうちの過半数の応募という基準の下での、T社の地位について疑問を投げかける。Pure Resources 事件判決では、買付への応募が約定された株式の所有者は、同基準の少数派株主という地位から除外されている。なぜなら、「応募合意は、純粹に同社の株式を保有している場合に比べ、保有者に重大なインセンティブの変化をもたらすためである。」

T社はX社株式を6・5%、Y社株式を6・3%保有していたのである。即ち、Y社株式が安値で取得された場合には、X社株式を保有する利益を手にできたのであり、Y社株式が高値で取得された場合には、Y社株式を保有していた利益を享受することができたのである。従って、T社はY社株式の対価について、他の株主とは異なったインセンティブを有していたのであり、これを少数派株主の算定の中に組み込むことには疑問が生ずる。

4、原告は、公正性に係る主張に加えて、情報開示について以下の通り主張する。即ち、①X社は2008年から2010年にかけての交渉に係る情報を開示していない、②少数派株主のうち、T社を除いた主要な株主が、T社と同様の合意に至っているかについて言及していない、③X社が示したEBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization、財務指標の一つ)分析に基づく開示情報は、投資銀行が提供する分析と異なっている、

④Y社の雇用したアドバイザーの用いたEBITDAは誤りを含んでいる、⑤様式14D-9に、Y社からアドバイザーに支払われた報酬及び当該アドバイザーとX社の利益相反関係に係る情報を開示していないというものである。当裁判所は、①につき、原告はこの問題を証拠調べ手続きにおいて検証できるのであるが、主張のうち何が重大な情報であるかを特定していない、②につき、原告が主張する契約を証拠調べで特定できるのであれば、結論は異なってくると考えられ、③につき、原告の主張に関する情報はX社の提出した様式14D-9において示されており、④につき、原告は評価上における不誠実(Bad Faith)及び不適切な手法選択についてのいかなる証拠も示しておらず、⑤につき、原告は当該専門家が現在または将来においてX社に対して何らかの金融サービスを提供しているかを特

定していないものと判断する。従って、当裁判所は原告の情報開示に係る請求については、利益のないものと判断する。

5、回復不能な損害及び負担のバランスについて、既に述べたとおり、当裁判所は本件公開買付が少数派株主のうちの過半数という条件を満たしているかに疑念を抱いており、本件特別委員会が Pure Resources 基準で示される権限を有していたかにも疑問を持っている。他方で、本件公開買付は、後置される略式合併において本件公開買付と同額での買取りが保障されていることから、構造的に強圧的であるとは言えない。当裁判所は取引上生じる差止めリスクに対する Pure Resources 基準の判断枠組みのうちの利益の部分について、さらにきめ細かい検討を余儀なくされる。

この点、当裁判所が Cox 基準を適用することによって、問題は単純化される。即ち、公開買付に反対する原告は、審理手続きの後に行われるかもしれない金銭賠償が、十分な救済とならないことを示さなければならぬ。被告らが買付価格の公正性の立証に失敗した場合には金銭賠償が行われるが、X社はその資力に問題がない。従って、原告は回復不能な損害という点について、何ら有効に示していないのであり、今後金銭賠償が与えられる余地が存在するといえる。

6、以上から、当裁判所は暫定的差止命令の請求に係る原告の主張を却下する。

△解説▽

1、米国において、少数派株主を締出す取引 (Freeze Out Deal) を行うためには、合併 (Long Form Merger) を用いる方法 (Merger Freeze Out; 以下「MFO」という) と、公開買付を前置してその後略式合併を用いる方法 (Ten-

der Offer Freeze Out; 以下「TFOF」という)がある。締出しを伴う取引では、少数派株主は強制的に自己の投資を遮断され、保有する株式を買取られるため、保護が必要となる。米国では、比較的早い段階から少数派株主への保護の必要性が認識されており、裁判所は取締役の義務基準を高次なものとすることで、またSECは規則301aを制定して情報開示規定を設けることによってこれに対応している。本判決は、原告が公開買付の暫定的差止命令を求めるとい形で、TFOFに適用される審査基準が争点となった事件であり、完全公正基準の適用を回避するための諸要素について検討を行った事件として意義を有する。本稿では、事実認定に基づく部分を省略して、審査基準を中心に検討することとする。

2、まず、MFOに係る基準についての初期の判例は、大要以下のように示している。即ち、Weinberger事件判決³以降、支配株主が行う合併には完全公正基準が適用されることとされてきたが、同事件判決の示した、公正な手続き(*Fair Dealing*)及び公正価格(*Fair Price*)の解釈を巡り、多くの議論が蓄積されてきた。これらを踏まえ、Lynch事件判決では、特別委員会の果たす役割が示され、拒否権を持つ特別委員会の承認によって、完全公正基準を適用するにあつての立証責任を原告が負担することが示された⁴。また、Rosenblum事件判決においては、少数派株主のうちの過半数の承認(いわゆる、Majority Of the Minority condition; 以下「MOM」という)を得ることによつて、Lynch基準と同様に立証責任の転換がなされる旨が示された⁵。これら、MFOにおける審査基準についての初期の判例は、特別委員会の承認かMOMを満たすことによつて立証責任を原告に転換するというものであり、審査基準を変更するという対応をしていない。

一方、TFOFにおいてはSolomon事件判決において、純粹に公開買付それ自体には公正価格を保障する義務は存在しないことが示され、またSiliconix基準によつて構造的に強圧的ではない公開買付に後置される略式合併には完全公正基準が適用されず、株主の救済は専ら株式買取請求権に限られる旨が示された。Solomon事件判決以

前には、TOFOに対しても、完全公正基準が適用されるとの理解も見られたとの指摘もなされるが、同事件判決以降、公開買付を独立の行為として扱い、価格保障義務を認めないとする判決が続いたことから、支配株主が子会社を吸収する際には、公開買付と略式合併という別個の行為を一連に用いることで、完全公正基準の適用を回避しながら締出し取引を行うことが可能となると理解され（以下、このようなSiliconix基準を支持する論者の理解を「Siliconix Line」という）、両判決以降ではTOFOが用いられることが多い。

ところが、経済行為としては同じ結果を伴う一連の行為に異なつた審査基準が適用されることに關して、学会・実務家からはさまざまな議論が巻き起こる。まず、Siliconix Lineを支持する論者は、大要以下のような主張を行う。即ち、①テラウエア州会社法は、合併に際しては対象会社取締役が義務を課すが、公開買付に際しては義務を課す規定を持っていない、⁸ ②少数派株主は、公開買付規制を通じて十分に価格・開示の面で保護を受けており、⁹ ③少数派株主は、強圧性がない買付が保障されているのであれば、十分に自己判断を行える環境を有しているといふものである。他方で、Siliconix Lineの否定論者は以下のような指摘をする。即ち、①公開買付を伴う敵対的買収の局面で、テラウエア州裁判所は既に対象会社取締役に義務を課しており、信認義務の存否に法規定の存在を持ち出すことは均衡を失する、¹¹ ②実証的に、TOFOにおける少数派株主はMFOによる締出しよりも少ない対価を取得しているが、これは公開買付規制だけによつて締出しにおける価格保障がなされていないことを示している、¹² ③支配株主による締出し取引は、通常の取引とは異なり、会社の本質的価値と市場価値との乖離が取引を開始する契機となるのであり、支配株主は少数派株主が持ちえない情報、つまり少数派株主との情報の非対称性を利用して取引を行うのであり、価格決定メカニズムの中に非公開情報が含まれているといえるため、効率性市場仮説の理論は一定限度制約されるというものである。¹³

そして、このような否定論者は、新たな基準を提唱する。その第一は、TOFOにもMFOと同様に完全公正基

準を適用し、基準を統一するべきであると主張するものである。このような基準提案に対しては、完全公正基準の適用事例が増えることよつて、価格決定に対して裁判所が介入する頻度が増すことから、価格決定にかかるコストが増大し、全ての取引に完全公正基準を適用することよつて効率的な取引であつても不必要に価格決定のコストが増大するという点が批判的に指摘されている。¹⁴ さらに、Allen 判事は、基準の統一にあたり、一定条件の下で経営判断原則の下で審査する方向に修正することが望ましいと指摘する。¹⁵

このような Siliconix Line に批判的理解を示しながら、完全公正基準の下で基準を統一することに対して批判的な理解を示す論者は、第二の類型として、MFOとTOFOの審査基準を統一するに当たり、独立当事者関係が認められる場合には、経営判断原則を適用することを提唱する。ここで問題となるのが、独立当事者関係が認められる一定条件とは何かという点であるが、この点、TOFOの場合には、特別委員会の承認を条件とする理解と、¹⁶ MFO・TOFO共に、特別委員会の承認及びMOMを条件とする理解¹⁷が存在する。即ち、合併における審査基準はLynch基準によつて、拒否権を含めた交渉に係る全権限を有している特別委員会による承認を得ていること、又はMOMを得ていることによつて、完全公正基準における立証責任が原告である少数派株主に転嫁されると示されているが、上述した第二類型のうち、特別委員会の承認のみを条件とする見解を提唱する論者は、TOFOにLynch基準を修正して適用するべきであると主張するのである。これとは異なり、合併も含めた基準の変更を提唱する論者は、独立当事者間関係の構築によつて経営判断原則の下で審査がなされることを前提に、権限を有している特別委員会の承認及びMOMを独立当事者間関係の要素として位置づける。

後者の論者の代表であるGunan Subramanian教授は、提唱するアプローチの要素である特別委員会の承認及びMOMについて、それぞれの持つ機能と問題点を大要以下のように分析する。まず、権限を有した特別委員会の承認を要求することは、少数派株主と支配株主の間の情報の非対称性を補完する機能を持つと共に、他の潜在的買収者

を搜索することができるという機能を持つが、他方で特別委員会の構成員である独立取締役に対しては、敵対的買収の際と同様のエージェンシー問題が生じる可能性があると指摘する。即ち、敵対的買収の局面では、エージェンシー問題への配慮から、高次の司法審査基準を採用しながら、同様の問題を生じる買収の場面で特別委員会の承認に過度に依存することを批判するのである。また、MOMの獲得は、株主による最終的な同意確認を取ると共に、MOMに至るまでの時間的余裕から他の買収を誘発することができると指摘する。但し、MOMを獲得する際には、少数派株主に対して十分な情報開示が必要であるとし、現状の公開買付規制の下ではこれが十分に確保されておらず、非公開情報を有する支配株主が機会主義的な行動をとることを十分に抑制できていないという問題点も指摘する。

そして、これらの要素は、エージェンシー問題へのチェック機能をMOMによって満たし、情報の取得・分析を特別委員会によって行うというものであり、相互に補完関係にあるという。従って、これらの両要素を満たした場合には、独立当事者間関係取引であることを認めて、経営判断原則を適用するとすれば、支配株主に両要素を充足するインセンティブを与えることができるため、非効率なMFO・TOFOを抑止できるとする。また、完全公正基準を適用する事例の減少に伴って、司法審査コストも減少するため、価格決定にかかるコストが抑制できると指摘する。

3、以上のような学会の議論を踏まえ、米国ではMFO・TOFOに係る審査基準について、判例の方向性が変化する。その第一が、本件判旨に示したPure Resources基準であり、第二が同じく本件判旨に示したCox基準である。これらは、前者が特別委員会の承認・MOM・公開買付と同額での買取価格の保障を完全公正基準の適用回避の条件としており、後者が特別委員会の承認・MOMを条件としており、いずれもSiliconix Lineへの批判を受けて、基準の調和を図っている。とりわけ、Cox基準はMFOにおける審査基準について、両条件を満たした場合

に、経営判断原則を適用する旨を明らかにした点で、従来のMFOに係る審査基準を大きく変容させたといえる。本判決は、Solomon事件判決が独立当事者間取引を想定して言及している¹⁸のであり、支配株主による縮出しという特殊事情を考慮した判断ではないと説示する。加えてLewis事件判決を引用し、裁判所が公開買付に信義義務基準を適用しないとしたSolomon基準は、「縮出しを伴わない公開買付」に適用されると示したのである。従って、本判決はTFOOに係るSiliconix Line¹⁹について、Solomon基準がその前提として機能しないことを示して、実務界の理解を否定したのであり、最高裁の判断を仰ぐとしながらも、Cox基準の採用が望ましいことを示唆してTFOOに適用している点で、従来混乱していた縮出し取引に係る基準の統一化に裁判所が乗り出していることを示す一例と位置づけることができるように思われる。また、独立当事者間関係の認定にあたっては、事実認定レベルの判断として、応募の合意がある少数派株主をMOMの計算から除外するなど、独立当事者間関係認定の一要素であるMOMについて、利害関係人の範囲を実態的に判断した判例としても位置付けられている。^{20, 21}

1 括弧内筆者注。

2 括弧内筆者注。

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

4 Kahn v. Lynch Communication Systems, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

5 Rosenblatt v. Gelly Oil, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

6 Bradley R. Aronson et al., *Delaware's Going Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, 58 Bus. Law. 519, 520 (2003).

7 E.g., *In re Life Tech., Inc. Shareholders Litigation*, 1998 WL 1812280 (Del. Ch. Nov.24, 1998).

8 *In re Siliconix Shareholders Litigation*, No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787, at 7 (Del. Ch. June 19, 2001).

9 Jon E. Abramczyk et al., *Going-Private "Dilemma"?*-*Not in Delaware*, 58 Bus. Law. 1351 (2003); A.C. Pritchard, *Tender Offers by Controlling Share-*

- holders : *The Spector of Coercion and Fair Price*, 1 Berkley Bus. L.J. 83, 101 (2004).
- 10 See, Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 Yale L.J. 2, 6 (2005).
- 11 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk et al, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory, Evidence, and Policy*, 54 Stan. L. Rev. 887, 940-44 (2002).
- 12 See, eg., Guhan Subramanian, *supra* note 10, 25.
- 13 See, *id.* at 27-29.
- 14 See, *Id.* at 23-24.
- 15 William T. Allen et al., *Function over Form : A Reassessment of Standards of Review in Delaware in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287, 1306-09 (2001).
- 16 E.g., Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U.Pa.L.Rev.785, 838-840.
- 17 E.g., Subramanian, *supra* note 10, at 48-63.
- 18 *Lewis v. Fuqua Industries, Inc.*, 1982 WL 8783 (Del. Ch. Feb. 16, 1982).
- 19 上の点、Cox基準はMPOに対する基準であるので、MOMについて株主総会の承認とされているが、本件判決でT.O.F.O.におけるMOMが公開買付への応募と修正される点は注意された。
- 20 C. Stephen Bigler Richards, *Revisiting the Role And Need for Special Committees*, 1902 PLI/Corp. 201-24 (2011).
- 21 なお本件に関する文献として、小松卓也「少数株主擁護のために公開買付に係る審査基準」商事法務1943号54頁。

※本稿は、平成二十三年度科研費・研究活動スタート支援・課題番号(二三八三〇〇一七)の成果の一部である。