

# MandA契約における取引保護条項の有効性(坂井 勇教授 退官記念論文集)

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 伊勢田, 道仁 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2297/4442">http://hdl.handle.net/2297/4442</a>

# M & A 契約における取引保護条項の有効性

伊勢田 道仁

## 目次

### 第一 序論

- (1) 取引保護条項の意義
- (2) 取引保護条項の法的问题点
- (3) 本稿の検討対象

### 第二 アメリカ法の研究

- 一 デラウェア州における判例の展開
  - (1) 独占交渉権付与条項
  - (2) ロックアップ条項
  - (3) 解約金条項
- 二 学説の状況

- (1) 信認義務違反の審査基準
  - (2) 契約離脱条件の効用
  - (3) 契約法と会社法の緊張関係
- 三 小括

### 第三 日本法への示唆

- 一 会社法原理との抵触
- 二 取締役の善管注意義務違反

(1) 審査基準

(2) 考慮すべき要素

(3) 契約相手方との関係における効力

#### 第四 結語

### 第一 序論

#### (1) 取引保護条項の意義

近年におけるM&Aの特徴は、企業が規制緩和の利点を獲得すること、すなわち、競争市場における優位性を獲得するため戦略的な企業結合を目指すことにあると指摘されている。<sup>(1)</sup>このような状況においては、二当事会社間で友好的に開始されたM&A交渉が、第三買収者の出現により、突如、競合的買収に変化することが起り得る。<sup>(2)</sup>たとえば合併の場合には、交渉開始から合併契約の締結を経て株主総会の承認に至るまで数ヶ月を要するのが通常であるが、この期間中、当該合併計画は競合的買収を行おうとする第三者に対して無防備となる。<sup>(3)</sup>このとき、正式な合併契約の締結に先立ち、当事会社間の基本合意書等(本稿では「M&A契約」という)の中に盛り込まれ、合併計画の実現を確実にするための方策として利用されるものが取引保護条項(deal protection provision; deal protection device)である。

M&A取引の先進国であるアメリカにおいて一般的に用いられている取引保護条項としては、以下のものが挙げられる。(i)他の者と一定期間M&A交渉をしないという独占交渉権付与条項(no-shop)もしくはno-talk)、(ii)一定の条件が成就したときに資産や株式の優先購入権を特定の買収者に与えることでM&A取引の成立を確実なものとするロックアップ条項(lock-up agreement)、(iii)M&A取引が不成功に終わった場合に対象会社から交渉相手

方に対して現金が支払われる解約金条項(termination fee; break-up fee)。

これらの取引保護条項の存在により、第三者による買収コストは著しく高まるから、当事会社は当初のM&A計画を妨げられることなく進めることができる。とりわけ、買い手の側からすれば、第三者による買収が成功すればその取引によって達成しようとしていたビジネス上の計画が頓挫してしまうし、交渉に要した時間も労力も無駄になるから、このような条項を契約中に盛り込むことを売り手に要求するインセンティブがある。第三者からより有利な条件を引き出すための「当て馬」として利用されることを避けたいという意味もあるだろう。また、売り手の側からは、現在の交渉相手を望ましいと考える場合にはその機会を逃さないようにすることができ、取引保護条項を受け入れる代償として買収価格の引上げを要求することもできる。さらに、会社の将来について確実な予測を示すことは、有能な従業員の流出を食い止め、取引先・債権者から信頼を得ることに役立つのである。<sup>(4)</sup>

## (2) 取引保護条項の法的問題点

わが国のM&A実務においても、合併契約書といった法定文書以外に当事会社間で交される基本合意書等の中に取引保護条項がおかれることは珍しくない。しかし従来わが国では交渉の途中で競合的買付者が現れることは稀であり、取引保護条項の法的効力が問題とされることはなかった。ところが、平成一六年七月二七日東京地裁により出されたUFJグループと三菱東京フィナンシャル・グループの統合交渉を差し止める仮処分決定は、M&A交渉における法的リスク管理の重要性を実務界に認識させることになった。周知のように、この仮処分決定は東京高裁により覆され、その後最高裁も、UFJグループと三菱東京フィナンシャル・グループとの統合交渉に先立ちUFJグループ三社と住友信託との間で締結されていた独占交渉権付与条項の法的拘束力を認めつつも、住友信託の損害は仮処分を認めなければ回復できないほど著しいものではなく、事後の損害賠償による回復も十分可能であると

判示して、結果的に仮処分を認めなかった。<sup>(5)</sup>

M & Aに関する基本合意書の締結後、一方当事会社にとって状況の変化が生じた場合には、当該会社が第三者と新たなM & A交渉を行うことも禁止されないという本事件の結末がたとえ経済的視点からみて妥当であるとしても、これを伝統的な法理論から説明することは容易ではない。とりわけ、独占交渉権付与条項を含む基本合意書の有効性に関しては、本事件の裁判所間において見解の相違がみられる。まず、東京地裁が判示したように、独占交渉権付与条項を含む基本合意書は、たとえ中間的合意であるとしても、それが正常なプロセスを経て代表取締役により締結された以上契約としての効力を生じ、両当事会社はそれに拘束されるというのがわが国の契約法による当然の帰結といえる。<sup>(7)</sup>これに対して、東京高裁は両当事会社間の信頼関係がすでに破壊されていることを理由に当該条項の法的拘束力は失われたと判示したのであるが、この理由付けに対しては批判が強く、結局、最高裁は基本合意書における独占交渉権付与条項の有効性を一応認めている。ただし、それは仮処分事件において疎明されたものに過ぎないため、本案訴訟においては当該条項の法的効力が改めて問われることになるものと思われる。<sup>(9)</sup>

この事件からわかるように、M & Aという複雑でダイナミックな会社間取引の過程において締結された契約に対して法的分析を試みる場合、契約法的観点のみでは柔軟で明快な結論を導くことは難しい。契約自由の名の下に会社・株主の利益を無視した不当な取引保護条項が締結される虞もある。そこで、取引保護条項の法的効力を検討するにあたっては、契約法的観点のみならず、会社法的観点を導入する必要性が認められる。<sup>(10)</sup>会社法的観点からは、当該契約条項の内容自体に加えて、締結行為について取締役の経営判断の妥当性をも問題とすることができる。たとえば、これらの取引保護条項は特定の買収者に会社を売却することに利害関係を有する取締役によって締結されることがある。また、そのような利害関係がないとしても、取締役の経営判断が誤っている結果、特定の相手方の取引保護条項の締結が会社の最善の利益に反している場合も考えられる。このように、会社法的観点を導入する

ことよって初めて、代表取締役により締結された取引保護条項であっても、会社・株主の利益保護を重視すべきケースにおいては、会社に対する拘束力を制限することが法理論的に可能となるのである。

### (3) 本稿の検討対象

本稿の中心的な関心は、M & A 契約における独占交渉権条項をはじめとする取引保護条項の有効性について、会社法的な観点から検討することにある。取引保護条項が有効であることを前提として契約違反の場合に当事者に認められるべき救済の問題、すなわち差止請求権の有無および損害賠償請求権の認められる範囲については、「契約を破る自由」の議論とも関連する興味深いテーマではあるけれども、本稿では取り扱わない。<sup>(11)</sup>

実際に用いられている取引保護条項にはさまざまのものがあろうが、会社がM & A交渉の過程において特定の相手方との取引成立を目的として締結する方策という点では共通しており、また、複数の条項が同時に使用されるケースも多くみられることから、本稿ではこれらの取引保護条項を一括して考察の対象とする。

また、M & A 契約における取引保護条項の有効性を比較法的に考察するにあたっては、豊富な経験を有するアメリカ(デラウェア州)の判例法を参考にすることが有益である。そこで、本稿ではこれらの判例について詳しい検討を行うことにするが、上述のU F Jグループ事件においては、契約相手方(A)から、取引保護条項違反を理由として買収対象会社(B)と新たな買収者(C)の統合交渉を差し止める請求が起されたのに対して、アメリカにおいては、買収対象会社の株主である(C)から、先行する取引保護条項の締結が取締役の信認義務に違反することを理由に、契約相手方(A)に対する買収対象会社(B)の契約履行の差止請求が提起されるケースが多いことに留意しておく必要がある。

以下では、まずこの問題をめぐるアメリカ法の現状をみた後に、わが国での取引保護条項の有効性に関する解釈

論を提示したい。

## 第二 アメリカ法の研究

### 一 デラウェア州における判例の展開

#### (1) 独占交渉権付与条項

M & A 契約における対象会社が特定の相手方に独占的交渉を認めるため自己の行動に制約を設ける約束としては、ノーショップ条項とノートーク条項の二種類がある。ノーショップ条項が対象会社の経営陣が新たな買収者を自ら勧誘することを禁じる(したがって相手からの申込みは受けてもよい)ものであるのに対して、ノートーク条項は対象会社の経営陣が新たな買収者に機密情報の提供を禁じる<sup>(12)</sup>ことにより事実上交渉を不可能とするものである。このようなノーショップ条項またはノートーク条項は、経営判断に際して十分な関連情報を得なければならぬという取締役の注意義務に違反するか否かという観点から問題とされる。そして、最近のデラウェア州裁判所においては、かかる条項自体を取締役の注意義務に反するものとして絶対的に無効とみなす立場と、M & A 交渉過程の全体からみて取締役会が十分な関連情報を得た後に当該条項に合意したと認められる場合には経営判断原則を適用し、これらの条項の内容審査に立ち入らないとする立場との対立がみられる。

#### ① 取締役の信認義務に違反して無効とする立場

当初の買収者との間で、かかる条項を含むM & A 契約を締結するかどうかは、当事者の契約自由の観点からは当

然認められるべきものであるが、他方、かかる条項により新たな買収者との交渉を全面的に禁じてしまうことは、より高い買収価格を得る機会を失わせることで対象会社の株主の利益を害する結果となるため法的有効性に疑問が残る。このような観点から、ノートーク条項またはノーショップ条項はその性質上取締役の信認義務に違反して無効とする判決が見られる。

すなわち、フェルプス・ドッジ対キプロス・アマックス事件(一九九九)<sup>(13)</sup>では、キプロス・アマックス社とアサルコ社の合併合意書の中に相互的ノートーク条項が含まれていた。被告会社の株主であるフェルプス・ドッジ社は、これら条項の履行の仮差止命令(preliminary injunction)を求めた。デラウェア州衡平法裁判所チャンドラー判事は、ノートーク条項に関して、同州会社法の下で取締役は合理的に入手可能なすべての重要情報を得た上で経営判断を行わなければならない注意義務を負っていることから、新たな買収者との交渉を全面的に禁じる条項を締結することは「法的観点からすると故意に目を閉ざすことに等しい(legal equivalent of willful blindness)」<sup>(14)</sup>ものとして無効であり、本案認容の可能性はあるとした。しかし、結論的には仮差止命令の要件である回復不能の損害(irreparable injury)が認められないとして原告の請求は棄却されている。

また、ACE対キャピタルRE事件(一九九九)<sup>(15)</sup>においては、被告会社キャピタルREの取締役会が、原告ACE社との間で締結されていた合併合意契約を破棄し、より有利な条件であると思われる新たな買収者による提案を受け入れようとしたのに対して、原告が合併合意書中のノートーク条項を根拠に一方的緊急差止命令(temporary restraining order)を求めた。本件で問題とされたノートーク条項は、被告会社に対して新たな買収者からの申出を勧誘し、開始し、または促進することを禁じ、さらに、一定の条件が満足された場合を除き、新たな買収提案について第三者との交渉に参加することもしくは機密情報を提供することを禁じていた。当該一定条件の中には、被告会社の取締役会が、社外の弁護士による意見書に基づいて、その第三者と交渉をしないことがデラウェア州会社法

の下で株主に対する取締役の信認義務違反となる可能性が高いと判断した場合を含んでいた。<sup>(16)</sup> デラウェア州衡平法裁判所シュートライン判事は、ノートーク条項の有効性を判断する基準として、(i)対象会社の取締役が信認義務に違反していることを当初の買収者が認識していたかまたは認識すべきであったかどうか、(ii)司法審査が求められた時点において当該取引が未了であるかすでに完了しているかどうか、(iii)取締役による信認義務違反が本質的に重要な政策目標に関連しているかどうか、が問題になるとしている。<sup>(17)</sup> そして、本件の原告ACE社は熟練した契約当事者であることから、取締役の判断を社外弁護士の見解に全面的に委ねてしまうような条項が信認義務に違反し、かつ、注意義務にも違反することを認識できたはずであること、合併取引は未だ完了していないこと、および、デラウェア州の法政策においては会社の基礎的変更に伴う株主の利益が第三者の契約上の利益に優先すると考えられることから、当該ノートーク条項は無効であると判示して原告の申立てを棄却した。

## ② 経営判断原則の適用があるとする立場

一方で、ノートーク条項の内容のみを司法審査の対象とするのではなく、当該条項を締結するに至った当該M&A交渉過程の全体からみて、取締役会が事前に十分な関連情報を収集していると評価できる場合には、いわゆる経営判断原則(business judgment rule)<sup>(18)</sup>を適用して、取締役の信認義務違反を否定する立場も現れている。

IXCコミュニケーションズ社株主代表訴訟事件(一九九九)<sup>(19)</sup>は以下のような事案である。一九九九年五月、IXC社はCBI社との間で合併契約を締結した。同契約中には相互的ノートーク条項が含まれていたが、例外的に当事者双方がより好条件の第三者による提案を考慮することは許されていた。IXC社の株主である原告は、合併交渉過程において同社取締役に信認義務違反があったと主張して、株主総会における合併承認決議および当該ノートーク条項の履行を禁止する仮差止命令を求めた。デラウェア州衡平法裁判所ステイール判事は、ノーションシップ条項を含む合併契約締結の事実はそれ自体が取締役の信認義務違反を示すものであるという原告の主張を退け、合併

交渉過程における取締役の信認義務違反の有無を判断する適切な基準は経営判断原則であると述べた。そして、合併契約が締結される以前の六ヶ月間、対象会社の取締役会が投資銀行を通じて買い手を探していた事実があること、本件ノートーク条項が契約離脱条件を含んでいること、および、交渉の当初は競合する申出もなく、最終局面でノートーク条項が締結されたことから、当該ノートーク条項は取締役の注意義務に違反したとはいえず、経営判断原則による推定を覆すようなその他の事実も認定できないと判示して、原告の請求を棄却した。

また、ウイスコンシン州投資委員会対バートレット事件(二〇〇〇)<sup>(20)</sup>においても同様の判断が示されている。メドコ社の株主である原告は、同社がK P社との合併にあたりノートーク及びノーションシップ条項を合意したことが同社取締役会の信認義務違反であると主張して、当該合併の仮差止命令を求めた。ステイール判事は、上記IXC事件判決におけると同様に、当該条項の有効性審査にあたっては経営判断原則による推定が働くという立場を示した。そして、原告の主張からはメドコ社取締役会がK P社との合併にあたり重要な関連情報を得ることを怠っていたと認めることはできず、むしろ、同社取締役会は、K P社との合併交渉以前に、経済的により有利な企業結合を模索するため市場調査を行い、熟練した投資銀行の助言を受けて積極的に会社の売却先を探していたことが認定できるとした。その結果、他の有力な売却先が見つからなかったことからK P社との合併は唯一の選択肢であったと考えられ、ノートーク及びノーションシップ条項に合意したことにより、メドコ社取締役会がその信認義務に違反したということはできない、と判示した。

## (2) ロックアップ条項

ロックアップ条項は、一定の条件が成就したとき、会社の資産や株式の優先購入権を特定の買収者に与えること  
でM&A取引の成立を確実なものにするために用いられるものであり、買収者に有利な価格で対象会社の特定資産

購入権を与えるものを資産ロックアップ(asset lock-up)、買収者に有利な価格で対象会社の株式購入権を与えるものを株式ロックアップ(stock lock-up)という。また、取締役会に対して好ましい買収者として株主への推薦を義務付ける条項(recommendation agreement)や議決権拘束契約(voting agreement)もこれに含まれる。さらに文脈によつては、独占交渉権付与条項や解約金条項をも含めてロックアップ条項と呼ぶこともある。

デラウェア州において、ロックアップ条項の有効性が問題とされた裁判例については、当該M&A取引によつて対象会社の支配権が特定の買収者に移動する事案か否かによつて分類することができる。

#### ①会社支配権の移動を生じる事案

デラウェア州の裁判所は、ロックアップ条項の利用それ自体は違法ではないとする。しかし、会社支配権の移動を伴う事案では取締役と株主の利益の対立が著しいことから、経営判断原則は適用されず、取締役会の行動が株主価値の最大化に合致するか否かという基準による厳密な司法審査が行われる結果、具体的事実関係において取締役の信認義務違反が認められ取引保護条項の履行が差し止められることがある。

すなわち、レブロン対マックアンドリュース事件(一九八六)<sup>(21)</sup>においては、敵対的公開買付に直面したレブロン社の取締役会が友好的第三者との間で締結したロックアップ条項およびノーショップ条項の差止が求められた。本件では、同社の株式の四〇パーセントを取得する者が生じた場合、同社の事業部門を有利な価格で購入しうるオプションが友好的第三者に与えられていた(資産ロックアップ)。デラウェア州最高裁は、これらのロックアップ条項自体は、会社支配権の争奪をめぐる買付者を買付競争に引き込み会社の競売市場を形成することにより結果として株主の利益を増大する効果が認められることから違法ではないと述べたが、さらに続けて取締役の信認義務違反の有無を審査している。従来であれば修正された経営判断原則(本稿では「ユノカル基準」という)<sup>(22)</sup>の適用が問題となるケースであったが、デラウェア州最高裁は買収者が買付額を十分に引き上げた時点でレブロン社の解体(break-

E)は不可避であることが明らかとなり、この事実はユノカル事件判決で示された取締役会の義務を大きく変更することになるとして、次のように判示した。

「(ここに至つて)不十分な買収提案による会社の政策、効率性、あるいは株主の利益に対する脅威はもはや存在しない。買収防衛策に関するすべての問題は実質的に議論の意味を失う。取締役の役割は会社という砦の番人から、会社の売却にあたって株主のために最高の価格を得る責務をもった競売人へと変化したのである。<sup>(23)</sup>」

売却の運命が決定的となった会社の取締役は、もはや株主以外の会社関係者の利益を考慮することは原則として許されず、あらゆる防衛行動が株主価値の増進に直接役立つことを証明しなければ信認義務違反を免れないことになる。会社が企業としての独立性を保ち、ゴイング・コンサーンとして継続することを前提としている場合には、取締役はその行動にあたって、会社に関係する様々な者の利益を考慮するべきであるが、会社の売却が決定的になった時点においては、原則として株主以外の会社関係者の利益を考慮する必要はないからである。同最高裁は、取締役会が買収防衛策を決定する際に株主以外の会社関係者の利益を考慮することができるのは、それが株主について生じる利益に合理的に関連する場合のみであるとする。そして、本件においてそのように考慮すべき利益は存在しないから、レブロン社の取締役にはロックアップ条項などの防衛措置をとることにより買収競争を終結させた点において信認義務違反があり、その結果、ロックアップ条項およびノーショップ条項の履行差止が認められた。

この取締役による株主価値最大化義務(本稿では「レブロン基準」<sup>(24)</sup>)というは、その後、パラマウント対QVC事件(一九九三)<sup>(25)</sup>において、対象会社が解体・解散する事案だけに限定されず、対象会社の支配権の移動が生じうるあらゆる事案について適用されると判示され、その射程範囲は拡大された。本件の事案概要は以下のとおりである。一九九三年、パラマウント社はバイアコム社との合併計画を発表した。この合併計画によると、パラマウント社はバイアコム社に吸収合併され、パラマウント社の株主はバイアコム社の株式と現金を受け取ることになっていた。

また、両社間で締結された合併合意書には、パラマウント社取締役<sup>(1)</sup>に他の買収者との交渉を禁じるノーショップ条項、合併が成就しなかった場合の違約金条項、およびバイアコム社以外の者がパラマウント社を買収した場合にバイアコム社に対して有利な条件で株式購入権を与える条項が含まれていた(株式ロックアップ)。その後、敵対的買収者であるQVC社が現れて、パラマウント社の株式に対して公開買付を開始したため、バイアコム社も対抗して公開買付を行う事態になった。このとき、パラマウント社の取締役会は同社の株主に対してバイアコム社よりも高い買付価格を推奨する一方で、QVC社の公開買付は資金面で不安があることを根拠にQVC社との交渉はほとんど実施しなかった。QVC社を含むパラマウント社の一部株主が本件取引保護条項の無効およびその履行差止を求めて提訴した。原審は、当該ロックアップ条項自体は違法ではないけれども、競合する公開買付を妨げるような措置を講ずることは取締役の信認義務に違反するとして、原告の差止請求を認めた。デラウェア州最高裁も次のように判示して原審の結論を支持した。

「本件の事案では、パラマウント社の議決権株式は当初一般株主により過半数が所有されていた。すなわち、同社の支配権は、単独の人物・機関・団体ではなく、相互に連携のない流動的な株主に帰属していたのである。パラマウント社とバイアコム社の合併が実現すれば、これらの一般株主は存続会社において少数派の地位に甘んじることになる。．．．ひとたび会社の支配権が移動してしまうと、株主には二度と支配権プレミアムを享受する機会はない。したがって、パラマウント社の株主には支配権プレミアムまたはそれを補償するための救済措置が与えられるべきである。こうした支配権の変動・売却がなされる状況では、存続会社の少数派となる株主に対して特段の救済措置が与えられていない限り、取締役は株主のために合理的に得ることのできる最大の価値を実現するため最大限の努力をしなければならず、そのために信認義務を果たさねばならない。」<sup>(26)</sup>

本件において合併合意書に定められた株式購入権付与条項はバイアコム社にとって法外に有利なものであり、ま

た、解約金条項の存在はパラマウント社を他の買収者にとって著しく魅力のないものとしており、さらに、ノーシヨップ条項はパラマウント社買収の意図を表明したQVC社と交渉することを禁じていた。同最高裁は、これらの取引保護条項は、たとえ抽象的にみたととき有効であるとしても、デラウェア州会社法の下で確定的に有効とされ取締役の信認義務を制限するものではなく、上述のように、パラマウント社の取締役には株主価値を最大化する義務を履行する必要があるから、このような義務と抵触する限りにおいて本件取引保護条項は無効かつ履行不能(Invalid and unenforceable)であると結論している。<sup>(27)</sup>

## ② 会社支配権の移動を生じない事案

これに対して、会社支配権の移動を生じない戦略的M & Aの事案においては、取引保護条項に対してレブロン基準とは異なる審査基準が適用されるはずであるが、最近になってデラウェア州最高裁判所は、三対二という僅差の判決で、その審査基準が一般的に敵対的企業買収の事案において用いられるユノカル基準であることを明らかにした。

すなわち、オムニケアー対NCS事件(二〇〇三)<sup>(28)</sup>では、財務状況が悪化し支払不能に陥っていたNCS社が、ジェネシス社とオムニケアー社との競合的買収の対象となった。NCS社は、当初ジェネシス社との間で合併に合意したが、その後オムニケアー社と再交渉を行い、後者の買収提案をより好条件であると認め、ジェネシス社との合併合意を破棄しようとした。しかし、ジェネシス社との間の合併合意書には、(i)取締役会による推薦の有無にかかわらずジェネシス社との合併案を株主総会に提出すること、(ii)より好条件の合併提案がなされない限りジェネシス社以外の者に対して機密情報を提供しないこと、(iii)上記の条件に違反した場合は解約金として六〇〇万ドルの支払いをすること、が定められていたことに加え、二名の支配株主がジェネシス社との合併に賛成する議決権拘束契約を締結していたため、ジェネシス社とNCS社の合併は事実上不可避の状況であった。そこで、オムニケアー

社を含むNCS社の少数株主が合併差止を求めた。デラウェア州最高裁判所の多数意見は、以下のように判示して、差止請求を棄却した衡平法裁判所の判断を破棄し、原審に差し戻した。

「すでに締結されている合併取引を保護することに対する取締役会の利益、合併を承認するか否かを最終的に決定する株主の議決権、および合併契約が締結された後も引き続き信認義務を果すべき取締役会の責務、の三者間には本質的な対立がみられる。これらの競合する要素のために、取引保護条項の締結を承認した取締役会が、制定法により与えられた権限の範囲内で信認義務に合致するように行動したか否かをまずもって審査することが必要とされる。・・・したがって、会社支配権の移動を伴わないケースにおいても、当初の合併合意を実現するため取締役会によって承認された取引保護条項に対しては、ユニカル基準による厳格な司法審査が適用される。」<sup>(29)</sup>

このように同最高裁多数意見は、会社支配権の移動を伴わない事案における取引保護条項の有効性の審査基準としてユニカル基準を採用し、NCS社取締役が、会社の政策および効率性に対する脅威が存在すると合理的に信じたと、及び、その防衛策が存在する脅威に関連して相当性を有していること、を証明しなければならないとした。そして、NCS社取締役会の採用した取引保護条項が、同社株主の議決権行使を侵害かつ強要するものであり、ジエネシス社との契約機会を逸するという脅威に関連して相当性を欠くものとなっていることを認定し、その履行は法的に強制できないと述べた。さらに、NCS社の取締役会は少数株主に対する継続的な信認義務を果たすために、契約交渉過程において契約離脱条件の挿入をジエネシス社に要求すべきであり、適切な契約離脱条件を欠く本件取引保護条項はそれ自体無効であると判示した。

しかしながら、多数意見の立場に対しては、ビージー長官およびスティーブル判事が以下のような少数意見を述べている。<sup>(31)</sup>すなわち、裁判所は、独立した取締役会が実行可能な手段について十分な情報を得ていたかどうか、また、彼らが誠実性をもって行動したかどうかを審査するにあたり、買収交渉過程全体を考慮すべきである。かりにユニ

カル基準を適用するとしても、NCS社取締役会は同社の債権者に対する支払約束をオムニケアー社から得られなかったのであるから、ジェネシス社の申出が唯一の選択肢だったのであり、彼らにとって可能である限り最高の取引を得たのである。そもそも本件取引保護条項は、NCS社の政策および効率性に対する脅威を有する敵対的買収からの防衛策として採用されたのではなく、ジェネシス社との合併が唯一の選択肢であり、それらの条項がなければNCS社とその株主及び債権者が救済できなかったために採用されたものである。適切な契約離脱条件を欠く取引保護条項を無効とする多数意見の立場は、デラウェア州において先例を見出すことのできない新たなルールを創出するものであり、取締役会の判断に対して後知恵による司法審査を裁判所に認めるものである。したがって、多数意見は明らかな誤りであるから、狭く解釈され、特殊な事案にかかわる先例とみなされるべきである、という。

### (3) 解約金条項

解約金条項とは、交渉の開始されたM&A取引が不成就に終わった際に、一方当事会社から他方当事会社に対して、あらかじめ定められた金額の支払いをする約束である。M&A取引における当事会社の損失額を証明することは困難であることが多いので、両当事会社は万一契約不履行があった場合に備えて、事前に回復されるべき損害額を合意しておくのである。かかる条項は敵対的企業買収の事案において潜在的な競合買収者を遠ざける防衛策のひとつとして用いられ、「サメよけ条項(shark repellent)」と呼ばれることもある。そこで、従来のデラウェア州の判例では、ユノカル基準またはレブロン基準による司法審査の対象になるものと考えられていた。

これに対して、敵対的企業買収でない事案における解約金条項を「損害賠償額の予定(liquidated damage)」であるとみなし、従来とは異なる審査基準を導入したのが、デラウェア州高位裁判所(Superior Court)におけるカイザー対マーゴックス事件(一九九六)<sup>32</sup>である。本件は、原告カイザー社がM&A交渉の相手方である被告マーゴ

ックス社に対して、契約違反による損害賠償を請求したものである。両社間で交されたレター・オブ・インテント（契約予備書面）では、マーゴオックス社が一二〇日以内にカイザー社以外の第三者と交渉した場合、または、当該M&A取引が取締役会若しくは株主総会で不承認となった場合には、マーゴオックス社は解約金三〇万ドルをカイザー社に支払うことになっていた。マーゴオックス社は、レター・オブ・インテントは契約ではないし、仮に契約であるとしても取締役の信認義務違反によるもので無効である、または本件解約金額は不相当に高額であり効力を有しないと抗弁した。デラウェア州高位裁判所のハーリー判事は、レター・オブ・インテントが契約であることを認め、信認義務違反の抗弁については衡平法裁判所の専属管轄に属するとして退けた上で、本件解約金条項が損害賠償額の予定として効力を有するか否かを検討した。そして、損害賠償額の予定条項は損害額が予見困難でありかつ合意された金額が合理的である場合にのみ効力を有するとした先例<sup>(33)</sup>を引用し、本件においては原告の機会喪失費用を含む損害額の算定は困難であること、約定された金額は買付総額の四・八パーセントにすぎず、一般的には解約金額が買収総額の一パーセントから五パーセントであれば合理的範囲内であると考えられていることから、当該解約金条項は有効であると判示し、被告に支払を命じた。

その後、デラウェア州の衡平法裁判所および最高裁判所も、敵対的企業買収でない事案において、解約金条項を損害賠償額の予定とみるアプローチを採用した。すなわち、ブラゼン対ベル・アトランティック事件<sup>(35)</sup>（一九九七）において原告は、合併当事会社が相互に締結した多額の解約金条項が正当な損害賠償額の予定ではなく、潜在的な買収の申出を予防し（排除効果）、同社の株主を合併に賛成することを強要するものであり（強要効果）、取締役の信認義務違反にあたる主張して、合併差止を求めるクラス・アクションを提起した。デラウェア州最高裁判所は、本件の解約金条項の法的性質は損害賠償額の予定であるとした上で、次のように判示して原告の差止請求を棄却した。まず、第一の排除効果については、当該解約金条項が当事会社の双方に適用されていること、解約金の額はべ

ル・アトランティック社の時価総額の二パーセントにすぎず、従来同州の裁判例において有効であるとされている範囲内にあることを理由に、損害賠償額の予定としての相当性を失わない、とされた。また、第二の強要効果については、問題の違約金額は法外というほど高額ではなく、合併不承認の議決権行使をした場合に会社の解約金支払が現実化するということを株主が知っているという単なる事実だけでは株主に対する強要があったとはいえない、とされた。

このように、現在のデラウェア州裁判所は、M&A契約中に定められた解約金条項について、解約金額が損害賠償額の予定として相当性・妥当性を有しているかどうかという観点から審査を行っている。そして、解約金条項で定められた具体的な適用条件・金額が、潜在的第三者による買収の申出を事実上排除するものではなく、株主に一定の議決権行使を強要するようなものではない場合には、当該解約金条項は正当な損害賠償額の予定として有効と認められる。

## 二 学説の状況

### (1) 信認義務違反の審査基準

前節において見たように、デラウェア州の裁判所は、取引保護条項の締結が取締役の信認義務違反に該当するか否かについて、経営判断原則、ユノカル基準、レブロン基準、などの様々な司法審査基準を用いて判断している。これに対してアメリカの学説は、レブロン基準が適用されるケースは格別として、それ以外の会社支配権の移動を伴わないケースについて各種の取引保護条項に共通する審査基準を見出そうとしているが、現在のところ、取引保護条項の締結行為を評価すべき審査基準については、取引保護条項の法的性質をどのように考えるかにより見解の

対立がみられる。

まず、実務家の間では、取引保護条項の有効性を判断するにあたって、ユニカル基準によるべきであるとする見解が強い。<sup>(36)</sup> 取引保護条項には、本質的に、敵対的企業買収において対象企業の現経営陣により採用される防衛策と同様の潜在的な利益相反が含まれていることをその理由とする。<sup>(37)</sup> すなわち、取締役による取引保護条項の締結は、それがなければ承認しなかったはずのM&A取引の承認を株主が強要されることになり、株主の決定権限を不当に侵害し、制定法により認められた取締役会と株主総会との権限配分を脅かすことになるという。<sup>(38)</sup> そして論者は、ユニカル基準に含まれる合理的行動テスト(reasonable behavior)を適用するための指針として以下の三点をあげる。まず、裁判所は、取引保護条項の内容が競争制限的性質を有している場合にはその締結を正当化するだけの経済的理由を要求すべきであり、また、当該条項が取締役会の行動を拘束する期間があまりにも長い場合には通常それを無効とすべきである。<sup>(39)</sup> つぎに、裁判所は取締役が市場を効率的に点検し十分な関連情報に基づき会社にとって最善の選択肢である取引相手を選択したか否かを判断するために、対象会社の取締役会により行われた市場調査を審査対象とすべきである。<sup>(40)</sup> さらに、契約離脱条件の適用範囲を考慮すべきであり、とくに広範な条件が付与されている場合には、対象会社の取締役会が事前の市場調査を十分に行っておらず、会社にとってより好条件の取引が存在する可能性を認識していたことが疑われる。<sup>(41)</sup> このような立場は、前述のACE対キャピタルRE事件を担当したデラウェア州衡平法裁判所シユトライン判事によっても支持されている。<sup>(42)</sup>

これに対して、取引保護条項の有効性に関する審査基準としては、友好的第三者への身売りのケース等それ自体が買収防衛策であることが明白な限定的状況を除いて、通常の経営判断原則が適用されるべきだとする見解がある。<sup>(43)</sup> 取引保護条項は、対象会社の利益ではなく主として買収者の利益を保護するものであること、買収者のイニシアチブにより締結されることが多く対象会社により一方的に採用されるものでないこと、買収者を取り込むために

用いられるものであり排除するためのものではないこと、敵対的買収の脅威が生じる前に締結され防衛効果は副次的なものに止まることから、敵対的企業買収の事案における防衛策とは重要な点において異なっているとされる。<sup>(44)</sup> また、取引保護条項の有効性の審査に関して裁判所は謙抑的な姿勢をとることが適切な役割であるという制度的観点もその理由とされている。<sup>(45)</sup>

その他、学説の中にはいずれの審査基準にも難点があるとして合併契約締結のプロセスに注目して司法審査を行うべきであるとする見解<sup>(46)</sup>、一定の明確な数値基準(bright line test)によるべきであるとする見解<sup>(47)</sup>、取引保護条項の有効性は法的問題ではなく事実問題であるから共通の審査基準を見出すことはできないとする見解<sup>(48)</sup>、等がみられる。

二〇〇四年四月、前述のオムニケアー事件判決において、デラウェア州最高裁判所は、取引保護条項は本質的に買収防衛策としての性質を有しており、その有効性の審査基準はユニカル基準であるという立場を採用した。このようにデラウェア州最高裁がその立場を鮮明にしたことは、適切な司法審査基準を追求する学説の帰趨にも多大な影響を与えるものと思われる。しかしながら、同判決には審査基準として経営判断原則の適用を主張する有力な少数意見が付されており、学説にも多数意見を厳しく批判する見解がみられることから、<sup>(49)</sup> 今後の展開はなお予断を許さない。<sup>(50)</sup>

なお、解約金条項に関しては、前述のブラゼン対ベル・アトランティック事件において、裁判所は、同条項が取締役の信認義務違反となるかどうかを問題とせず、損害賠償額の予定として相当かどうかの有効性の審査基準であるとしている。学説の多数は、M & A 事案に関しては原則として会社法アプローチが優先されるべきであるという立場から、この判例に対しては批判的であり、特殊な事案にかかわる先例とみたり、<sup>(51)</sup> あるいは、合併当事者がその合意内容を契約の形にした場合には契約法原理による審査が行われ、そうでない場合には会社法原理による審査が

行われるという単純な事実を示したものに過ぎないと評価する。<sup>(52)</sup>しかし、ある論者は、解約金条項は会社法と契約法の双方に関係するものであるから、かかる条項が有効とされ差止を受けないためには、契約法原理および会社法原理の基準がともに満たされている必要があることを判示したものであると主張している。<sup>(53)</sup>すなわち、会社法における審査基準からみて、定められた解約金額が過剰なものであるときは、その条項は履行不能となるが、契約法上はその他の点において依然効力を有しており、対象会社による不履行の場合には、契約相手方は通常認められる範囲においてその損害を回復しうる、とされる。<sup>(54)</sup>

## (2) 契約離脱条件の効用

デラウェア州判例の検討からわかるように、取引保護条項の有効性が裁判所によりどの程度認められるかについては、現在においても不透明な部分が多い。そこで、アメリカのM&A実務においては、取引保護条項の中に取締役としての信認義務に基づき必要のある場合には新たな買収者との交渉を認めるという解除条件を設けることにより、この問題に対応してきた。一般的に、契約離脱条件(Fiduciary-out)と呼ばれるものである。<sup>(55)</sup>このような契約離脱条件が普及した理由は、前述のレブロン事件判決に対する実務的な反応であったことが指摘されている。すなわち、第一の買収提案に対して取締役会が取引保護条項を含むM&A契約を締結したにもかかわらず、その契約を破棄して、より有利な条件を申し出た新たな買収者との交渉を行い第二のM&A契約を締結した場合には、たとえ第一の契約相手方に対して損害賠償金を支払ったとしても、会社と株主にはトータルで利益が出ることになる。問題は、取締役会による第一のM&A契約締結が妥当であったか否か(すなわち会社に対する損害賠償責任を負うか否か)であるが、従来はこのようなケースでは経営判断原則が適用されるため、取締役が個人責任を問われることはなかった。しかし、レブロン事件判決以後、会社支配権の移動を生じる事案においては経営判断原則ではなく厳し

い司法審査基準が適用されることになったため、実務上の安全策として取引保護条項の中に契約離脱条件を挿入し、あらかじめ信認義務違反の疑いを免れることを狙ったのである。しかしながら、契約離脱条件の具体的内容によつては、取締役の信認義務違反を免れる効果が認められない場合もある。<sup>(56)</sup>

### (3) 契約法と会社法の緊張関係

取引保護条項の締結行為が取締役の信認義務に違反する場合には、株主の利益を優先して当該条項を無効とすべきか、または、契約相手方の利益を優先して当該条項を有効とすべきか、というジレンマに直面することになる。デラウェア州の裁判所は、このジレンマを株主の利益を優先させることで解決している。すなわち、同州最高裁は、前述の QVC 事件判決及びオムニケア事件判決において、取締役の信認義務に違反する取引保護条項は「無効かつ履行不能 (invalid and unenforceable)」であるとし、契約相手方からの仮差止命令及び損害賠償請求を認めなかつた。<sup>(57)</sup> このような立場による場合、取締役の信認義務に違反する取引保護条項は法的効力をまったく認められず、契約相手方にはなんらの救済が与えられないことになる。<sup>(58)</sup>

このような裁判所の立場に対しては、会社法原理にウエイトを置きすぎている一方で、重要な契約原理を軽視するものであるとして学説により強い批判がなされている。<sup>(59)</sup> すなわち、「無効かつ履行不能」という文言の契約法的価値の重要性が十分に認識されていないこと、<sup>(60)</sup> また、その後会社法原理と契約法原理を切り離して株主の利益を維持しながら契約相手方の契約上の権利をも無視しない立場をとつたとみられる判例が現れていること、<sup>(61)</sup> さらに、デラウェア州一般事業会社法が改正され株主総会に M & A 交渉における競合的提案に関して情報を得てそれを検討するための権利が与えられたこと、<sup>(62)</sup> などが指摘されている。そして、先のジレンマに対する新たな解決策として論者は以下のような提案をしている。M & A 契約に含まれた取引保護条項が取締役の信認義務に違反しているとき株主

はそれを差し止めることができるが、同時に契約相手方の契約上の権利は否定されず、当初のM&A契約が対象会社の取締役会によって破棄され、またはそれが株主により差し止められたときは、契約相手方は対象企業に債務不履行による損害賠償を請求することができる。<sup>(63)</sup> 取締役の信認義務に違反する取引保護条項を履行不能にすることにより、株主の利益が保護されることは当然であるが、第一の買収者にも損害賠償請求権が認められる結果、第二の買収者はそのコストを含めたより好条件を出さなければならぬから、その提案のインセンティブを弱めることになる。また、第一の買収者は取引保護条項の効力により回収できることを知っているから、買収交渉のためのコストの支払をためらわなくなる。したがって、この新たな解決策は第一の買収者にとっても有利である。このように、現在のデラウェア州裁判所の立場が株主の利益のみを重視するものであるのに対して、新たな解決策は、M&A契約当事者双方の利益を保護するばかりでなく、取締役に信認義務を遵守させ、慎重に契約相手方を選択させること<sup>(64)</sup>によって、M&A契約に対する信頼性を高めることにも役立つ、というのである。

### 三 小括

以上、アメリカ法の研究から明らかになった事項を簡単にまとめておく。

第一に、取引保護条項の有効性に関しては、その内容を問題とする契約法アプローチのみならず、むしろ、具体的事案における当該条項の締結が取締役の信認義務に違反するかどうかという会社法アプローチから問題とされていることがデラウェア州会社法における顕著な特徴といえる。これは、英米法においてコモン・ローおよびエクイティという二つの法体系が存在しており、一般的に、M&A契約という会社法上の問題に関してはエクイティが優先すると考えられていることに起因する。

第二に、デラウェア州判例法にみられる取引保護条項の有効性に関する審査基準は以下の通りである。まず、独占交渉権付与条項に関しては、現在のところ、それ自体が取締役の情報を得るべき注意義務に違反する性質を有しており信任義務違反として無効とする立場と、交渉プロセス全体を観察して取締役が十分な情報を得ていると認められる場合には経営判断原則により信認義務違反は否定されるという立場が対立している。つぎに、ロックアップ条項に関しては、それ自体は違法とされてはいない。しかし、会社支配権の移動を伴うケースにおいては、レプロン基準の適用により取締役の行動に大幅な制限が加えられるため、かかるロックアップ条項の締結が取締役の信認義務違反とされ、結果的に無効かつ履行不能とされることが多い。また、会社支配権の移動を伴わないケースにおいて、デラウェア州最高裁は、取引保護条項は敵対的企業買収における防衛策としての性質を有していることから、ユノカル基準による司法審査が適用されるという立場を採用した。ただし、通常の経営判断原則が用いられるべきであるという有力な少数意見が付されており、また、学説においても取引保護条項を防衛策とみるべきかどうかについては対立があるため、今後の展開は予断を許さない状況である。実務的には適切な契約離脱条件が付加されているかどうか、取締役の信認義務違反の有無を判断する上で重要性を増しつつある。以上に対して、解約金条項について、デラウェア州の裁判所は、取締役の信認義務違反となるかどうかという会社法アプローチではなく、それが損害賠償額の予定として相当であるかどうかという契約法アプローチを採用していることが注目される。

第三に、信認義務に違反する取引保護条項の法的効力について、デラウェア州の裁判所では無効かつ履行不能とする立場が確立しており、差止請求や損害賠償請求といった契約相手方の救済は認められない。しかし、このような裁判所の硬直的立場に対しては学説から強い批判がなされており、契約法アプローチを取り入れて、会社・株主の利益と契約相手方の利益とを調和させようとする提案もなされている。

### 第三 日本法への示唆

#### 一 会社法原理との抵触

序論において述べたように、わが国において取引保護条項の有効性を考察する際には、契約法的観点ばかりではなく、会社法的観点からも考察する必要性が認められる。

まず、その内容が株主固有の議決権を侵害するような取引保護条項については、会社法原理に抵触して無効と考えられる。たとえば、取引保護条項として損害賠償額の予定の範囲を超える法外な解約金の支払が約定されており、株主が株主総会において当該M&A取引を承認しなければ会社に多大な損失が生じることが避けられないような場合には、当該条項は株主の自由な議決権行使を制限するものとして無効と考えられる。

また、株主平等原則に違反する内容の取引保護条項も、同様に無効である。法律により認められていない権利内容の種類株式を交渉相手方に与える条項などがこれに該当する。

さらに、現行商法が定めている機関相互の権限配分に抵触する内容を定めた取引保護条項についても、無効と考えられる。取締役会および代表取締役に与えられている権限を越えて、会社および株主の利益に重大な影響を与える契約を締結することは許されないからである。たとえば、M&A取引が不成功の場合において交渉相手方に会社の一部営業を譲渡する、または、特に有利な条件で新株予約権を与えるというロックアップ条項については、わが国ではいずれの場合にも株主総会の特別決議が必要であるから、たとえ取締役会のみで承認し代表取締役が当該条項を含むM&A契約を締結したとしても、それは法定の代表権限を逸脱する行為として会社を拘束しない。<sup>(65)</sup>したがっ

て、株主総会による追認がなされない限り、会社は、当該ロックアップ条項の履行を拒むことが出来るし、また、損害賠償責任を負うこともない。

## 二 取締役の善管注意義務違反

つぎに問題となるのは、ある取引保護条項の内容が上述のような会社法原理に違反していないとしても、具体的な状況の下で当該取引保護条項を締結したことが誤った判断であり、代表取締役または決議に参加した取締役の行為が会社に対する善管注意義務違反と評価されるケースである。M&A交渉にあたり取締役はその善管注意義務を尽くして職務を遂行しなければならないことは当然であるが、具体的にどのようなケースが善管注意義務に違反するのかが検討されなければならない。

### (1) 審査基準

取引保護条項の締結に関する取締役の行為が一種の経営判断であるとするならば、経営判断原則の適用可能性を検討する余地がある。近年では、わが国でも経営判断原則を採用したと思われる判決が現れているからである。

初期の代表的判例である野村證券事件<sup>66</sup>第一審判決においては、取締役が善管注意義務を尽くしたというための前提条件としては、経営判断の前提となった事実認識についての不注意な誤りがなかったこと、意思決定の過程が通常の企業人として著しく不合理でなかったこと、のみが要求されている。この判例は、アメリカ法における経営判断原則の定式に従い、経営判断に至るプロセスにのみ注目し、判断内容の是非については原則的に立入らないという形で同原則を定式化したものといえよう。しかしながら、その後の判例には、経営判断に至るプロセスの適正さ

を重視しつつ、同時に、判断内容についても経営裁量の範囲を逸脱したものであるかどうか、という観点から審査を行っているものが相当数ある。<sup>67)</sup>

しかしながら、わが国における経営判断原則をどのように理解するとしても、M&A契約における取引保護条項の締結行為に対してこの法理を適用することには慎重でなければならぬと考える。なぜならば、第一に、わが国の経営判断原則は取締役の損害賠償責任が追及されている事案において生成してきたものであり、アメリカ法のよりに取締役の行動審査のための一般的基準として認知されているわけではない。第二に、わが国の経営判断原則は、いまだ形成途上であり明確な適用要件・効果が示されていない。第三に、アメリカ法の研究から明らかのように、取引保護条項の締結は潜在的な敵対的買収の防衛手段としての性質を有している可能性が高く、通常の経営判断原則を適用することは妥当でないとと思われるからである。

したがって、わが国において取引保護条項の締結に関して取締役の善管注意義務違反の有無を問題とする際には、現在のところ、定式化された審査基準を提示することは困難であり、取引保護条項の種類に応じて、種々の要素を考慮に入れつつ、ケース毎に柔軟な判断をするほかないのである。

## (2) 考慮すべき要素

そこで以下では、取引保護条項の種類に応じて、取締役の善管注意義務違反の認定にあたり考慮すべき諸要素を検討する。

### ① 独占交渉権付与条項の場合

会社の命運を左右するM&A契約を締結するにあたり、事前に利用可能な関連情報を十分に収集して、それに基づき慎重な検討を行うべきことは取締役の基本的な善管注意義務である。独占交渉権の付与はM&A交渉の過程で

候補をひとつに絞り込むための方策であるから、そこに至るまでに専門家の意見等を参考としながら他の有力な選  
択肢を十分に検討したか否かが最も重要な要素となる。

また、独占交渉権付与条項が不必要に長期間にわたり第三者との交渉を禁じている場合には、状況の変化に応じ  
て適時の情報を収集すべき取締役の善管注意義務に違反する可能性が高い。このとき、契約離脱条件が付されてい  
るかどうかは、当該独占交渉権付与条項の効力に相当の影響を与えられると思われる。

当該 M & A 取引によって会社に支配権の移動が生じる場合には取締役会の裁量権の範囲は相当に狭くなるものと  
考えられ、より好条件を示した買収候補者がいるにもかかわらず別の買収候補者を交渉相手として選択した場合に  
は、特に合理的理由の存在が必要となる。

さらに、取引保護条項の締結にあたって、被買収会社の取締役の数名が新会社におけるポストを約束されていた  
り、個人的に金銭を受領していたり、将来の顧問契約を約束されている等の事情が存在する場合には判断の公正さ  
が疑われ、当該独占交渉権の付与は被買収会社の株主の利益に合致しない可能性が高いと思われる。

## ② ロックアップ条項の場合

わが国においては、停止条件付きで営業資産を譲渡するという契約(資産ロックアップ)または第三者に対して特  
に有利な条件による新株予約権を発行するためには(株式ロックアップ)、いずれの場合にも株主総会の特別決議が  
必要となるので、これらの方策が利用される可能性はほとんどないが、将来的には、取締役会による特定候補者の  
株主総会への推薦契約など、現行法の枠内において、特定の相手方との M & A 取引の成立を確実なものとするため  
の新たな方策が考案される可能性はある。<sup>(68)</sup>

このようなロックアップ条項の策定が取締役の善管注意義務違反にあたるか否かを判断する際には、取締役が個  
人的に利害関係を有していないこと、及び、外部の専門家の意見を十分に考慮して情報収集を尽くしていることが

重要であるが、それらに加えて、その条項が株主に対して当該M&A取引を強制的に承認させる効果を有していないか、若しくは株主の議決権を侵害していないか、という観点からの慎重な審査が求められる。

また、当該M&A取引によって会社に支配権の移動が生じる場合には取締役会の裁量権の範囲は相当に狭くなるものと考えられ、当初のロックアップ条項を含んだ基本契約締結以後に、より好条件を提示する新たな買収者が現れた場合には、特段の事情がない限り、取締役は改めて交渉を行わなければならない。したがって、適切な契約離脱条件が挿入されていることは、当該ロックアップ条項の締結が取締役の善管注意義務に違反するものであるか否かを判断する上で不可欠の要素となる。

### ③ 解約金条項の場合

結果的にM&A計画が達成されなかった場合であっても、契約相手方は交渉のために相当の費用と労力をかけていることが通常であり、その具体的な損失額を正確に算出することには相当の困難がともなうから、何らかの理由でM&A計画が解消された場合に備えて、これらの費用と労力を回収するために十分な損害賠償金額を予定しておくことは合理性があるものと考えられる。<sup>(69)</sup>したがって、損害賠償額の予定としての相当性を失わない限りにおいて解約金条項は有効である。しかし前述のように、約定された金額がM&A契約の解消に伴い通常生じる損害額を超えており、事実上、株主が総会における反対票を投じることを躊躇するほどに高額であるときには、当該解約金条項は株主の議決権を侵害するものとして無効である。損害賠償額の予定として相当性が認められる解約金額の範囲については、将来の事案の蓄積に待つほかはないけれども、デラウェア州判例法において買収総額の一〜五パーセントとされていることはわが国においても一応の目安となり得るであろう。

なお、解約金条項自体が損害賠償額の予定としての相当性を有しており有効であるとしても、それが潜在的な競合的買収者を排除する目的で利用された場合や、利害関係のある取締役によって締結された場合など、具体的事案

において取締役の善管注意義務違反とされる可能性が残ることは当然である。

(3) 契約相手方との関係における効力

具体的事案において、ある取引保護条項の締結行為が取締役の善管注意義務違反と認定される場合は、これにより会社に回復すべからざる損害を生じる虞あるときには株主による差止請求の原因となり得るし、また、結果的に会社に損害が生じたときには代表取締役または取締役会決議において賛成した取締役の全員が損害賠償責任を負うことは明らかである(ただし、責任保険や責任免除など、取締役が金銭賠償責任を免れる手段が準備されていることに注意せよ)。さらに、契約相手方との関係において当該条項の効力をどのように扱うべきかが問題となる。これは会社・株主の利益と取引安全の調整問題である。

①会社代表制度と取引の安全

取締役会の決議およびそれに基づく代表取締役の行為が誤りであり会社に対する善管注意義務違反と評価される場合、少なくとも取引保護条項を含むM&A契約の締結という会社の重大な決定に関しては、アメリカ法と同様に会社・株主の利益を重視して当該取引保護条項を無効と解する余地もないわけではない。しかしながら、わが国の商法においては会社代表制度が存在しており、代表取締役の会社代表権の範囲は取引安全のため包括的なものとして一般的に理解されている。また、会社法原理に抵触する内容のものでない限り、M&A契約の締結行為自体は会社代表権の範囲内と考えることができる。したがって、ある具体的事実関係の下で取引保護条項を含むM&A契約を締結することが善管注意義務に違反するものとしても、代表取締役がその会社代表権の範囲内において行為している以上、当該条項は契約相手方との関係において有効とみるべきである。

このように善管注意義務に違反して締結された取引保護条項も有効であると解する場合、解約金条項について

は、相当な範囲の金額である限り、一旦支払債務が履行されてしまうと、後述のように相手方が保護に値しないときであつても、会社からの返還請求を認めることが困難となるが、これは現行法上いたしかたのない結論といえよう。営業の一部譲渡等については、株主総会の特別決議が必要となっており、その限りで会社の利益は守られていると考えられる。

## ② 契約相手方の悪意・重過失

ところで、取締役の善管注意義務に違反して締結された取引保護条項を契約相手方との関係において有効と解すとしても、それが善管注意義務に違反するものであるということを知っている契約相手方まで保護されることは衡平の見地からみて妥当ではない。したがって、悪意の契約相手方が取引保護条項の履行または損害賠償を請求することは信義則違反として許されないものと考えられる。しかし、通常、ある取引保護条項が取締役の善管注意義務に違反して締結されたことを契約相手方が知っていた事実を証明するのは容易ではない。そこで、M&A交渉の具体的状況に鑑みて、契約相手方が取締役の善管注意義務違反の事実を当然に知り得たはずであると認定できる場合には、契約相手方には悪意と同視しうる重過失があると評価すべきである。<sup>(73)</sup> 契約相手方が大企業であり、M&A取引に熟達した専門家集団にサポートされているような場合には、このような意味での重過失が認められるケースが多いであろう。

このように、取引保護条項の履行または損害賠償の請求が制限されるリスクを契約相手方に負わせることは、M&A交渉にあたり、要求される契約保護条項の内容をおのずと妥当な範囲に留め、また、契約離脱条件の挿入に依るなど、契約相手方に対して、買収対象会社およびその株主の利益に配慮するためのインセンティブを与えることになる。

## 第四 結語

本稿においては、M & A 契約における取引保護条項の有効性について検討してきた。重要なことは、M & A 交渉における当事会社間の契約自由を尊重しながらも、会社・株主の利益を無視した不当な取引保護条項が締結されることのないように法的チェックを及ぼすことである。

以下に本稿で明らかになったことを簡単にまとめて結びとしたい。

第一に、取引保護条項の有効性を考察するにあたっては、契約法的観点のみでは柔軟かつ明快な結論が得られないため、会社法的観点を導入する必要性が認められる。会社法的観点からは、当該取引保護条項の内容が会社法原理に抵触するかどうか、また、同条項の締結行為が取締役の善管注意義務違反となるかどうか、という角度からの分析が可能となる。

第二に、株主の自由な議決権行使、株主平等原則、機関相互の権限配分等の会社法原理に抵触する内容を定めた取引保護条項は無効である。また、取引保護条項の内容自体が無効といえない場合にも、具体的状況において取引保護条項を締結したことが取締役の善管注意義務違反となる場合がある。本稿では、善管注意義務違反となるかどうかの審査基準として、いわゆる経営判断原則を用いることは妥当ではなく、個々の事案ごとに柔軟に判断すべきであることを提言するとともに、取引保護条項の種類に応じて考慮されるべき諸要素を明らかにした。

第三に、善管注意義務に違反する取引保護条項も、代表取締役により締結されたものである限り、契約相手方に対しては有効であると解される。ただし、取締役の善管注意義務について契約相手方に悪意または重過失が認められる場合には、そのような契約相手方による履行請求または損害賠償請求は信義則違反として許されない。

今後の検討課題としては、取引保護条項の法的性質との関連において、具体的にどのようなケースが取締役の善

管注意義務に違反するといえるのか、とりわけ会社支配権の移動が生じる事案における取締役の行動基準について  
解明していく必要があると思われる。

- (1) これに対して、一九八〇年代にアメリカで生じたM&Aは企業支配権の取得を目的とするものであり、経営者の地位保持が許されるか否かが中心的な論点であった。
- (2) わが国でも、一九九九年六月、IDC(国際デジタル通信)とNTTとの合併が合意に至る前に、ケーブル&ワイヤレス社による敵対的買収提案がなされた。IDC経営陣は当初NTTによる買収を希望していたようであるが、結局、ケーブル&ワイヤレス社による買収によって幕を閉じた。
- (3) 合併契約書を締結した後であっても、第三者による新たな合併提案や公開買付が生じて合併に必要な株主総会の承認が得られなくなり、当初の計画が挫折する可能性がある。営業譲渡、会社分割、株式交換・株式移転など他のM&A取引の場合にも、この事情は基本的に同じである。
- (4) See, Bainbridge, *Exclusive Merger Agreements and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquisitions*, 75 *Minn. L. Rev.* 239 (1990).
- (5) 最(三)判平成一六年八月三〇日金融商事判例一一九九号六一九頁。
- (6) 平成一六年六月一八日金融庁がUFJホールディングスとUFJ銀行に対して検査忌避行為等に対する行政処分を發動し、なお刑事告発の可能性もあったことから、UFJグループは資本の自力調達ができなくなり、信託銀行の営業譲渡による収益のみでは国際業務を担うために必要な自己資本比率の維持が困難となったことが白紙撤回の背景にあるとされる。日本経済新聞社編「UFJ三菱東京統合——スーパーメガバンク誕生の舞台裏」(二〇〇四)参照。
- (7) 東京地決平成一六年七月二七日金融商事判例一一九九号九頁。
- (8) 東京高決平成一六年八月一日金融商事判例一一九九号八一九頁。
- (9) その後、住友信託銀行による差止請求訴訟の提起が報じられている。日経新聞平成一六年一〇月二八日付朝刊第一面。
- (10) この点を指摘するものとして、手塚裕之「M&A契約における独占権付与とその限界——米国判例からみたUFJグループ統合交渉差止仮処分決定の問題点——」商事法務一七〇八号一二頁(二〇〇四)。
- (11) この問題については、樋口範雄「契約を破る自由——契約違反に対する救済」アメリカ契約法・第3章(一九九四)を参

照。

- (12) 通常、M&A交渉は買収予定者との間で秘密保持契約を締結し、相互に一定の機密情報を開示することにより行われる。
- (13) Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co., 1999 Del. Ch. LEXIS 202 (Del. Ch. 1999).
- (14) *Id.* at 2.
- (15) ACE Ltd. v. Capital Re Corp., 747 A. 2d 95 (Del. Ch. 1999). 本件の邦語による紹介として、梅津昭彦「合併契約における No-take 条項の有効性」商事法務一六二七号五四頁がある。
- (16) 契約離脱条件 (fiduciary-out) と呼ばれる解除条件である。詳細は、後述の第二・二(二)参照。
- (17) Regan, Great Expectations? A Contract Law Analysis for Preclusive Corporate Lock-Ups 21 *Cardozo L. Rev.* 1 (1999) (見解を採用したものである。ACE, 747 A. 2d at 105-10.)
- (18) デラウェア州における経営判断原則は、原告株主が、取締役が事前に利用可能な情報を十分に収集せず、または、取締役が取引の両側に立っており、または、悪意であったことはいずれかの事実の証明に成功しない限り、取締役のなした経営判断は適法なものと推定され、裁判所は判断内容に対する司法審査を行わないとするものである。See, *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805 (Del. 1984).
- (19) *In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. 1999).
- (20) *State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett*, 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. 2000).
- (21) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del. 1986). 本件の邦語による解説として、吉井敦子「敵対的公開買付での取締役の責務の変化」岸田＝近藤＝黒沼編著・アメリカ商事法判例研究一〇八一―一三三頁(二〇〇〇)がある。
- (22) デラウェア州最高裁が *Unocal Corp. v. Mesa petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (1985) 事件において明らかにした法理である。敵対的企業買収の事案においては、取締役会と会社の利益の潜在的な対立が生じているので、取締役会が講じた防衛策の司法審査にあたり通常の経営判断原則を適用することは妥当ではない。そこで、経営判断原則の保護を受けるためには、まず取締役側において、敵対的買収により会社の政策および効率性に脅威が生じていたと信じる合理的な根拠があったこと、および、採用された防衛策がその脅威との関連において相当性を有していることを証明する必要があるとされる。
- (23) *Revlon*, 506 A. 2d at 182.
- (24) *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A. 2d 34 (Del. 1993). 本件の邦語による解説として、中山秀

木「競合する企業買収を阻止する契約の適否」岸田Ⅱ近藤Ⅱ黒沼編著・アメリカ商事法判例研究五八一六四頁(二〇〇〇)がある。

(25) レブロン事件判決によれば、会社支配権の移動が生じる場合、取締役が負うべき義務の内容は株主価値を最大化させることであり、具体的には会社の競売において最も高い申出価格に応じることであるとされていた。しかし、QVC判決では「合理的に入手し得る最大の価値を追求すべき義務」であると修正され、いずれの買収提案が株主にとって有利であるかを判断するにあたって買付者の申出価格のみを考慮することに制限されず、戦略的合併がもたらす将来的価値をまったく無視することを要求されるものではないとされている。Id. at 44.

(26) Id. at 43.

(27) Id. at 48.

(28) Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A. 2d 914 (Del. 2003).

(29) Id. at 930-931.

(30) ユノカル基準を適用するにあたり、従来デラウェア州の裁判所は、申出価格、買収計画の実行可能性、買収の資金計画、取締役会による市場調査の有無など種々の要素を考慮してきたが、Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. 1995)事件以降は、株主の議決権行使を妨害し強要するような防衛策のみが同基準の下で相当性を欠くとしている。

(31) Omnicare, 818 A. 2d at 939-948.

(32) Kysor Industrial Corp. v. Margaux, Inc., 674 A. 2d 889 (Del. Super. 1996).

(33) Donegal Mut. Ins. Co. v. Tri-Plex Alarm Systems, Del. Super., 622 A. 2d 1086, 1089 (1992).

(34) ただし、最近のアメリカの実務においては、解約金額を取引額の二〜三パーセントとするのがやや保守的に見て相場であると考えられる。岡崎誠一「M & Aの交渉と取締役の経営判断」下——米国における売り手の実務を中心に——「商事法務」一五六六号二二頁(二〇〇〇)一七頁。

(35) Brazen v. Bell Atlantic Corp., 695 A. 2d 43 (Del. 1997). 本件の邦語による解説として、正井章彦「合併契約における解約金規定の有効性」岸田Ⅱ近藤Ⅱ黒沼編著・アメリカ商事法判例研究一七三—一七九頁(二〇〇〇)がある。

(36) Lebovitch & Morrison, Calling A Duck A Duck: Determining The Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equals Transactions, 2001 Colum. Bus. L. Rev. 1 (2001).

(37) Id. at 8.

- (38) Id., at 15.
- (39) Id., at 53-56.
- (40) Id., at 56-60.
- (41) Id., at 60-61.
- (42) Strine, Jr., Categorical Confusion : Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements, 56 Bus. Law. 919 (2001).
- (43) Hanewicz, When Silence is Golden : Why The Business Judgment Rule Should Apply to No-shops in Stock-for-Stock Merger Agreement, 28 Iowa J. Corp. L. 205 (2003); Note, Deal Protection or Deal Preclusion? A Business Judgment Rule Approach to M&A Lockups, 81 Tex. L. Rev. 345 (2002).
- (44) Hanewicz, id., at 214.
- (45) Id., at 215.
- (46) Varallo & Raju, A Process Based Model for Analyzing Deal Protection Measures, 55 Bus. Law. 1609 (2000).
- (47) Notes & Comments, Clearly Defining Preclusive Corporate Lock-Ups : A Bright-Line Test for Lock-up Provisions in Delaware, 75 Wash. L. Rev. 1267 (2000).
- (48) Comment, Look Who's Talking : Exploring No-talk Provisions in Merger Agreements, 70 U. Cin. L. Rev. 1369 (2002).
- (49) 本件事案について拘束されるべき先例はなく、裁判所は友好的合併合意書に含まれた取引保護条項に適用されるべき新たな法理を創出すべきであったし、また、多数意見の立場は対象会社の取締役会から交渉戦略と交換可能なカードを奪う結果、株主利益を害するかもしれない。Griffith, The Costs and Benefits of Precommitment : An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare, 29 Iowa J. Corp. L. 569 (2004).
- (50) 同最高裁判官の構成変更に伴う、近い将来の判例変更を予想する見解もある。Knight, Merger Agreements Post-Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.: How The Delaware Supreme Court Pulled The Plug on "Mathematical Lockups", 31 N. Ky. L. Rev. 29, 56 (2004).
- (51) 事案の特殊性から最高裁は原告の損害賠償額の子定という主張への対応を迫られ、他の買収事案で使われている分析手法を借用したに過ぎないという見方がある。Pitlosian, Brazen v. Bell Atlantic Corp. : Cause for Concern?, 72 Tul. L. Rev. 1903, at 1911 (1998).

(52) Comment, Merger Terminations After Bell Atlantic: Applying A Liquidated Damages Analysis to Termination Fee

Provisions, 70 U. Colo. L. Rev. 341, at 384 (1998).

(53) Sneirson, Merger Agreements, Termination Fees, and The Contract-Corporate Tension, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 573 (2002).

(54) *Id.*, at 624.

(55) Allen, Understanding Fiduciary Outs: The What and The Why of An Anomalous Concept, 55 Bus. Law. 653 (2000).

(56) 前出のAUCI対キャピタルRE事件を参照。

(57) QVC, 637 A. 2d at 50-51; *Omnicare*, 818 A. 2d at 939.

(58) ただし、QVC判決をこのように解釈すべきではなく、契約相手方の損害賠償請求権は認められるとする見解もある。Sneirson, *supra* note 53, at 613-618.

(59) Taylor, "A Delicate Interplay": Resolving The Contract And Corporate Law Tension in Mergers, 74 Tul. L. Rev. 561 (1999).

(60) *Id.*, at 606-612.

(61) *Id.*, at 617-622. 前述のように、デラウェア州には解約金条項の有効性に関して、会社法的な信認義務アプローチではなく、契約法的な損害賠償額の予定アプローチをとった判例がある。

(62) *Id.*, at 622-623. 一九九七年に改正されたデラウェア州一般事業会社法二五一条(c)項は、「契約書の規定により、もはや取締役会がその合併相手を推薦するか否かにかかわらず、株主総会に当該合併案を提出することを要求することができる」と定めている。

(63) *Id.*, at 623; See, also, Sneirson, *supra* note 53, at 626-627.

(64) *Id.*, at 623-628.

(65) この場合、理論的には会社代表権を基本代理権とする民法第一一〇条の表見代理の成立を問題としうるが、専門家同士の取引であるM&A事案において交渉相手方に「正当の理由」が認められるケースは稀であろう。

(66) 東京地判平成五年九月一六日判時一四六九号二五頁。

(67) たとえば、東京地判平成八年二月八日資料版商事法務二四四号一一一頁、名古屋地判平成九年一月二〇日判時一六〇〇号一四四頁。

- (68) 住友信託との仮処分事件の直後、U F Jホールディングスは三菱フィナンシャル・グループから統合を前提として資本支援策を受け入れ、U F J銀行の優先株主となった三菱東京に対し、統合計画が成就しなかった場合に、議決権のある優先株への転換権や増資額の三割増での売渡権を与えた。これらは本稿にいうロックアップ条項に該当する可能性が高いと思われる。日経新聞平成一六年一月二日付朝刊第七面参照。
- (69) 民法四二〇条は、契約当事者が合意により損害賠償額を予定し、その合意の内容どおりに拘束されることを認めている。
- (70) 商法第二七二条。本条の法令違反には善管注意義務違反の場合も含まれるとするのが判例・通説である。
- (71) 商法第二六六条第二項。
- (72) 河本一郎・現代会社法(新訂第九版) 四六五頁参照。
- (73) 鈴木竹雄「株式会社と取引の安全」商法研究Ⅱ所収六二頁参照。

【謝辞】平成一六年一月六日、筆者は名古屋大学現代企業法研究会において本テーマに関する研究報告を行ったが、同研究会における議論が本稿をまとめるにあたって非常に参考となった。当日、貴重な御意見を頂いた参加者の方々にこの場を借りて御礼申し上げる。