

June 2021

Follow @Paul_Hastings



日本企業に指針となる 2020 年以降のデラウェア会社法重要判例の動向

By 新井敏之

COVID-19 により、デラウェア州では破綻取引に関する訴訟が殺到した一方、パンデミックと無関係の別の発展もみられた。前者には、パンデミックが合併契約に与える影響について、デラウェア州裁判所のした判断が、また後者には合併公表後の株式買取請求訴訟とプロキシーステートメントに関する情報開示関連の請求の進展がある。

取締役監督責任（director oversight claims）はその評価が定式化されたとはいいがたい。また、ESG 問題は、日本企業も含め訴訟や企業の意思決定にますます影響すると予想される。

I. COVID-19 が合併契約に与える影響

- パンデミック下で再交渉された取引、解除された合併、そして破綻した取引に関して訴訟が増加した。その核心は、（1）パンデミックの影響が重大な悪影響（MAE）を構成するかどうか、（2）企業のパンデミックへの対応が通常の事業過程からの逸脱を構成するかどうか、との点にあった。
- そのなかでも、2020年11月30日の AB Stable VII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC 事件判決¹が注目に値する。同判決では、合併取引交渉過程の売主が COVID-19 に対応して事業を大幅に改革したことが、署名から締結までの間その事業が「過去の慣行に沿った通常の事業過程に従って」（in the ordinary course of business consistent with past practice in all material respects）行われるべしという誓約条項（covenant）違反に当たるか争われた。裁判所はこの違反を認め、これを理由に、クロージングの停止条件が不成就であると判示した。今後の実務に対して、予め通常の事業過程（ordinary course of business）の関連規定を置くべき必要性や、MAE 条項との適用関係などに関連して示唆に富む内容である。なお、本件契約書では、「自然災害」（natural disaster）または「災難」（calamity）に起因する会社への影響が「重大な悪影響」（material adverse effect）には当たらないという内容の規定があり、MAE は認定されなかった。この点も契約書の規定のドラフティングポイントとして考慮すべきである。

II. 企業買収公表後の株式買取請求訴訟（appraisal litigation）をめぐる進展

- これまで、デラウェア州裁判所とデラウェア州議会は、買収価格と企業価値評価額の差を利用した株式買取請求（appraisal arbitrage）の取り扱いに関心を向けてきた。
- いわゆる appraisal arbitrage とは、一般に、公開企業の合併等重要な取引関連情報の公表後に、市場の情報格差を活用する専門化された投資戦略を採用するヘッジファンドなどの投資家が、当該企業（買収対象会社）の株式を買い集め、その後株式買取請求権を訴訟上行使して利ざやを稼ぐ方法である。
- 近年、複数の最高裁判例²において、裁判所は、買収取引価格はシナジー効果を控除すれば、公開企業の市場価値の最良の証拠を示すとの認識を示してきた。また、被告企業が判決前の法定利息を避ける目的で株式の市場価値と判断する金額を前払いするようになったこともかかるビジネスモデルに疑

問を惹起した。結果的に、投資家にとって、公開会社における appraisal arbitrage は沈静化したと考えられてきた。

- しかし、最近のデラウェア州最高裁の判決は、こうした動きを覆す可能性がある。すなわち、2020年10月23日の *In re Solera Ins. Coverage Appeals* 判決³では、株式買取請求 (appraisal claims) は一般的な D&O 保険に規定される「証券取引違反」 (securities violation) としてカバーされず、存続会社が権利濫用などを理由に当該株式買取請求を争う場合には、保険では負担されず当該存続会社が自前で係争コストを負担する必要があると判示した。そのため、そのリスクを避けるために買取請求に応じる対応が検討されつつあり、また会社に対して係争コストがかかることを示唆して濫用的な株式買取請求をほのめかすファンド側の請求例も出始めている。その結果、株式買取請求は再度勢いを得つつある。今後、新たな形態の保険や法改正による問題解決のための動向が注目される。

III. プロキシーステートメントの情報開示をめぐる賠償請求 (disclosure claims) の進展

- 近時の裁判例において、合併承認のためのプロキシーステートメントについてディスクロージャーの不足・不備にかかる請求が認められる傾向にある。例えば、2020年11月30日の *City of Warren Gen. Empls. Ret. Sys. v. Roche* 事件判決⁴では、合併対象会社の CEO に対し、プロキシーステートメントでの情報開示をめぐる損害賠償請求の審理が許容された。注目すべきは、もし本件の開示請求が取締役会のメンバーに対して行われていたとすれば、かかる審理は認められなかったであろうと思われる点である。例外はあるが、デラウェア州の会社の定款では、取締役は善管注意義務の違反に対する金銭的責任を免除されている。CEO に対する証拠開示に関する損害賠償の裁判が認められたのは、このような免除がオフィサーには及ばないためであると考えられる。CEO 等のオフィサーの責任追及が盛んになれば、免責に関しての立法的な解決や、定款で注意義務違反からの限定的な免責を認めるなどする工夫も検討されることになるだろう。

IV. 連邦裁判所にのみ 1933 年法の請求を提起できるとする連邦管轄選択条項 (federal forum provisions) の適法認定

- 1933年証券法 (Securities Act of 1933; the 1933 Act) は、同法に基づく訴えについて、州裁判所と連邦裁判所の双方に裁判管轄 (concurrent jurisdiction) を認め、被告が州裁判所に提出された当該訴訟を連邦裁判所に移送することを禁止していた。その後、連邦議会が 1998年に証券訴訟統一基準法 (Securities Litigation Uniform Standards Act; SLUSA) を制定して以降は、SLUSA が 1933年法に基づく州裁判所の集団訴訟請求の排除を認めているかどうかについて意見が分かれていたところ、2018年の *Cyan v. Beaver Cty Empls. Ret. Fund* 連邦最高裁判決⁵において、SLUSA は排除をしていないとの判断が下された。
- その後、州裁判所に提起される 1933年法上の排除不可能なクラスアクションの数は激増し、また、実質的に同一内容の訴訟が連邦裁判所にも提起され、矛盾重複した判断が生じるリスクが懸念されていた。そこで、かなりのデラウェア州企業は、株主原告が連邦裁判所にのみ 1933年法の請求を提起することを義務付ける連邦管轄選択条項 (federal forum provisions) を採用して対応を取っていた。そして、2020年、*Salzberg v. Sciabacucchi* 最高裁判決⁶は、かかる条項がデラウェア州一般会社法 (Delaware General Corporation Law) の下では文言上有効であり執行可能 (facially valid and enforceable) であると判示した。

V. 取締役の監督義務違反の主張 (director oversight claims) の困難性

- 取締役が会社運営を監督する義務を果たしているかどうかを問う、いわゆる Caremark クレームは、裁判所が従来、会社法上最も主張・立証が困難なもの (possibly the most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff might hope to win a judgment) と位置づけていたところ、同クレームの棄却を覆した 2019年の *Marchand v. Barnhill* 事件最高裁判決⁷以降、監督不履行の法理が劇的に拡大したことを示唆する多くの考察記事が執筆されてきた。もっとも同判決以後の裁判例において、必ずしも監督不履行の認定が増加傾向とは言えない。複数の裁判例⁸が登場したが、判示において、同クレームの主張・立証の困難さを確認する点は従来と変わりなく、取締役は少なくとも会社の重大なリスクに対しては効果的な監督システムの導入を試みなければならないという、

Marchand 判決の知見が確認されるにとどまっている。同判決の射程距離を判断するにはまだ時間がかりそうである。

VI. ESG 問題

- デラウェア州法は、株主の利益のためにデラウェア州の企業を経営する際に、取締役が会社の核心的ステークホルダー、とりわけ株主に対する忠実を価値として重視することを伝統的な立場として尊重している (stewardship for owners)。反面、環境・社会・ガバナンスの観点からの適切性 (Environmental, Societal and Governance; ESG) を求める声が高まる昨今、デラウェア州の裁判所にはまだ持ち込まれていないガバナンスのトレンドの 1 つに、ボードルームにおける ESG に関する考慮事項の普及がある。この問題は、2021 年に進展する可能性がある。
- 事実、原告による ESG に基づく法的請求はすでに始まっており、企業の取締役会が組織の掲げるダイバーシティ&インクルージョンの理想を実現できなかったと主張する裁判が、デラウェア州以外の裁判所には提起され始めている。この問題については日本のコーポレートガバナンスについても同様に配慮が必要である。
- また、訴訟リスクを別にしても、取締役が組織の ESG 目標をどのように策定し、達成するか、より焦点が当てられることが予想される。カリフォルニア州とナスダックは、取締役会の多様性と ESG 情報開示に関する要件を拡大しているほか (東京証券取引所も 3 月 27 日コーポレートガバナンスコードの改訂に関して同様の対応を示すに至った。)、アクティビスト株主や機関投資家が企業とのコミュニケーションにおいて ESG のテーマを取り上げることが多くなっている。中でも気候変動がコーポレートガバナンスの指針として重要になるだろう (東証の動きもそれに従うものである)。

以上

◇ ◇ ◇

本稿の内容についてご質問等がございましたら、担当者までお気軽にお問い合わせください



新井敏之
81.3.6229.6010
toshiyukiarai@paulhastings.com

¹ [AB Stable VII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC, 2020 WL 7024929 \(Del. Ch. Nov. 30, 2020\).](#)

² *DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value P'rs, L.P.*, 172 A.3d 346 (Del. 2017) and *Verition P'rs Master Fund Ltd. V. Aruba Networks, Inc.*, 210 A.3d 128 (Del. 2019).

³ *In re Solera Ins. Coverage Appeals*, 2017 WL 57839 (Del. Oct. 23, 2020).

⁴ [City of Warren Gen. Emples. Ret. Sys. v. Roche, 2020 Del. Ch. LEXIS 352 \(Del. Ch. Nov. 30, 2020\).](#)

⁵ *Cyan, Inc. v. Beaver Cty. Emples. Ret. Fund*, 138 S. Ct. 1061 (2018).

⁶ [Salzberg v. Sciabacucchi, 227 A.3d 102 \(Del. 2020\).](#)

⁷ [Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 \(Del. 2019\).](#)

⁸ *Owens v. Mayleben*, 2020 WL 748023 (Del. Ch. Feb. 13, 2020), *In re GoPro, Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 2020 WL 2036602 (Del. Ch. Apr. 28, 2020), *In re TrueCar, Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 2020 WL 5816761 (Del. Ch. Sept. 30, 2020), [Paul Hastings LLP](#)

Stay Current is published solely for the interests of friends and clients of Paul Hastings LLP and should in no way be relied upon or construed as legal advice. The views expressed in this publication reflect those of the authors and not necessarily the views of Paul Hastings. For specific information on recent developments or particular factual situations, the opinion of legal counsel should be sought. These materials may be considered ATTORNEY ADVERTISING in some jurisdictions. Paul Hastings is a limited liability partnership. Copyright © 2021 Paul Hastings LLP.

2020), *In re MetLife Inc. Deriv. Litig.*, 2020 WL 4746635 (Del. Ch. Aug. 17, 2020), and *Richardson v. Clark*, 2020 WL 7861335 (Del. Ch. Dec. 31, 2020).