

# 米国上場企業のM&Aをめぐる クラス・アクションの状況

小野美恵 東 ニューヨーク州弁護士  
弁護士・ニューヨーク州弁護士

## 一 はじめに

米国で、上場企業のM&Aをめぐる訴訟が急増している。特に株主がクラスを形成する集団訴訟（クラス・アクション）の増加が顕著である。最近の調査によると、二〇一二年に公表された上場企業を対象とする一億ドル以上のM&Aは、九三%が訴訟の対象となつた（図表1）。一件のディールに対し提起された訴訟の件数は平均四・八件であつた（注一）。

典型的なシナリオでは、上場企業がM&Aを公表すると、同日あるいは数日中に、複数の原告側法律事務所が、対象会社の取締役会の信認義務違反について調査を開始した旨のプレス・リリースを発表する。調査の対象は、価格の公正性および取締役会が取引を検討し承認したプロセスである。その後数日から数週間以内に、

複数のクラス・アクションが米国各地の裁判所に提起される。

## M&Aのクラス・アクションは短期決戦になれる可能性が高い。

多くの被告企業は、ディールを計画どおり成功させなければならぬといふプレッシャーの下、長い時間をかけて実質的な争点を論じるよりは、和解による早期解決を選択する。その結果、ほとんどのケースはディールのクロージング前に和解により終了する。冒頭の調査によると、訴訟提起から和解までの日数は平均四二日のことである（注二）。多くの場合、和解の条件として開示事項の追加、ディール・プロテクション条項の変更、株式の買取り等が合意される。

二〇〇八年から二〇〇九年のM&A取引は景気後退の影響を受け大幅に減少したが、M&Aに対するクラス・アクションの提訴率は上昇しなつた。その後の米国経済の回復に伴いM&A取引は復活の兆しをみせつつあり、同時に提訴率が高いレベルを維持していることから、二〇一〇年にかけてM&Aをめぐる訴訟の件数は増加

るケースが増えている。米国の上場企業を買収のターゲットとする日本企業は、潜在的な訴訟の可能性を分析し理解した上で交渉に臨むことが求められている。本稿は、米国のM&Aに関与する可能性のある日本企業のために、米国のM&Aをめぐる訴訟の最新の動向を紹介する。

## 二 M&Aをめぐるクラス・アクションの最近の動向

### 1 米国の上場企業のM&Aはほとんどがクラス・アクションの対象となつている

冒頭の調査によると、二〇〇七年に公表された上場企業を対象とする五億ドル以上のM&Aは、約五三%がクラス・アクションの対象となつていた。その後提訴率は急激に上昇し、二〇〇八年に七二%、二〇〇九年に九二%、二〇一〇年に九五%、二〇一一年および二〇一二年に九六%となつてている（図表2）。

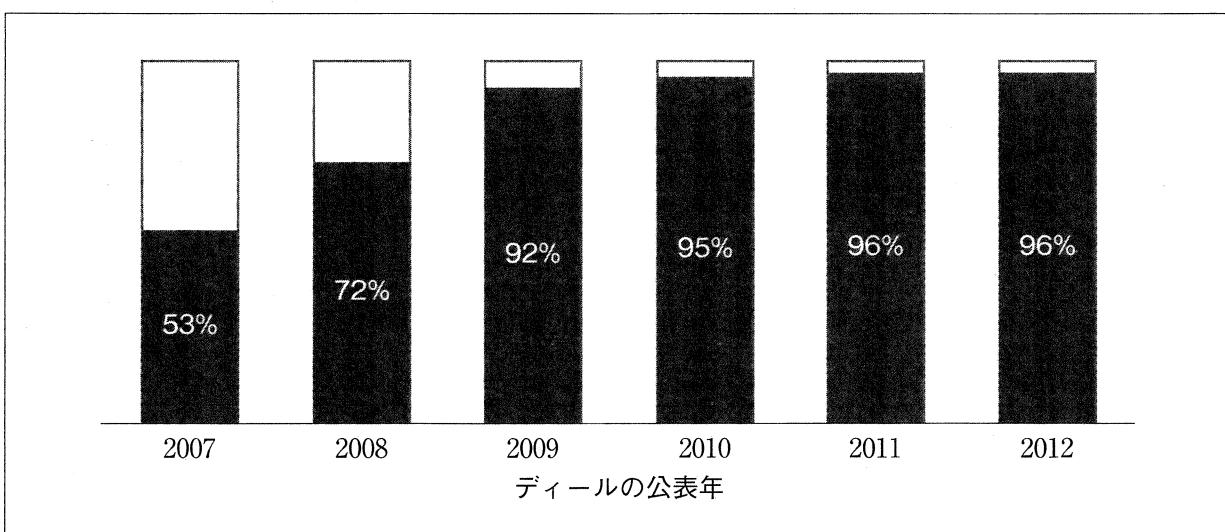
二〇〇八年から二〇〇九年のM&A取引は景気後退の影響を受け大幅に減少したが、M&Aに対するクラス・アクションの提訴率は上昇しなつた。その後の米国経済の回復に伴いM&A取引は復活の兆しをみせつつあり、同時に提訴率が高いレベルを維持していることから、二〇一〇年にかけてM&Aをめぐる訴訟の件数は増加し、現在も高い水準にとどまっている（注三）。

〔図表1〕 1億ドル以上のM&amp;A案件に対するクラス・アクションの概要

	ディールの公表年			
	2009	2010	2011	2012
提訴された訴訟の数	349	792	742	602
提訴率	86%	90%	93%	93%
M & A案件1件当たりの訴訟の数	4.3	4.9	5.3	4.8
公表から訴訟提起までの平均日数	14	16	17	14

出典：Cornerstone Research, Robert M. Daines & Olga Koumrian, *Shareholder Litigation Involving Mergers and Acquisitions – February 2013 Update*, at 1.

〔図表2〕 5億ドル以上のM&amp;A案件に対する提訴率



出典：Cornerstone Research, Robert M. Daines & Olga Koumrian, *Shareholder Litigation Involving Mergers and Acquisitions – February 2013 Update*, at 1.

別の調査でも、一億ドル以上の上場企業を対象とするM&Aについて、二〇〇七年に三八・七%、二〇〇八年に四八・一%、二〇〇九年に八四・九%、二〇一〇年に八七・三%、二〇一一年に九二・一%という提訴率が算出されており、増加トレンドを裏づけている（注四）。

## 2 M&A取引一件当たりの提訴数も増加している

M&A取引一件に対し提起されるクラス・アクションの数も増加している。二〇〇七年に公表された五億ドル以上の公開M&Aでは、一件当たり二・八件のクラス・アクションが提起されていたが、二〇一二年は五・四件へと増えている（注五）。

別の調査でも、一億ドル以上の上場企業を対象とするM&A取引について、二〇〇七年に三・一件、二〇〇八年に二・八件、二〇〇九年に四・六件、二〇一〇年に四・七件、二〇一一年に五・〇件という提訴数が算出されている（注六）。

特定のディールにクラス・アクションが集中するケースもある。二〇〇八年のロシュによる米国企業ジエネテックの買収では、三〇以上の訴訟が提起された。その他にも、二〇〇七年から二〇一一年にかけ、少なくとも一五件のM&Aに対しそれぞれ一五件から二九件の訴訟が提起されたことが報告されている（注七）。

## 二 クラス・アクションでは何が主張されているか

### 1 会社法に基づく信認義務違反

#### (1) 何が主張されているか

##### ① 取締役の信認義務違反

伝統的に、M&Aの有効性を争う訴訟では、企業の設立準拠地の会社法に基づき、対象会社のマネジメントおよび取締役による信認義務違反が主張してきた。多くの場合、信認義務違反訴訟は株主によるクラス・アクションとして提起されるが、株主が会社を代理して経営陣の責任を追及する代表訴訟のケースもある。日本企業も、米国企業を対象とする取引に買収者あるいはその他の立場で関与する場合、相手方の勘案して、M&A取引を交渉し遂行することが求められる。

##### ② レブロン・デューティー

M&Aの交渉において会社の支配権の移動が確実になると、対象会社の取締役は、会社を維持存続させる義務から解放され、代わりに会社の競売者として、株主の短期的・経済的利益、すなわち、買収価格を最大化させる義務を負う（レブロン・デューティー）（注八）。会社債権者、従業員等の株主以外の利害関係人への配慮は、株主価値の向上に寄与しない限り根拠とな

らない。

レブロン・デューティーに基づき、取引条件の決定過程で十分な競争に基づくオークションが行われなかつた、デイール・プロテクション条項によりビッダーの参入が妨げられた、エグゼクティブの留任または退職条件の設定に利益相反があつた等が主張される。

##### ③ エンタイア・フェアネス

さらに、支配株主によるスクイーズ・アウトおよびマネジメント・バイアウト等、潜在的な利益相反のおそれがある取引では、より厳しいエンタイア・フェアネスが適用され得る。エンタイア・フェアネスでは公正な取引および公正な価格の立証が求められる。公正な取引として取引がいつどのように開始され、構成され、交渉され、取締役に開示され、取締役および株主によって承認されたかが問われる。公正な価格では資産、市場価値、収益、将来の予測等の会社株式の価値に影響を及ぼす合併の経済的条件が問われる（注九）。エンタイア・フェアネスが適用される場合、立証責任は原告から被告に転換される。

米国では、一般に内部関係の法理（internal affairs doctrine）が採用されており、株主と会社経営者との間の紛争は、会社の内部事項として会社の設立準拠法に基づき決定される。その結果、会社法に基づく取締役および経営陣の信認義務違反訴訟は、多くの上場企業の設立地であるデラウエア州衡平法裁判所（Delaware Court of Chancery）で争われてきた。

一〇〇一年から一〇〇七年にかけ、M&Aクラス・アクションに批判的なデラウエア州衡平法裁判所を原告側代理人が避ける傾向がみられたが、最近はデラウエア州への提訴率が回復しつつある。同時に、他州の裁判所でディスカバリーを早期に開始させ、被告企業にプレッ

少し古いデータであるが、エンタイア・フェアネスが適用されたケースでは約四割弱で株主に支払う対価の増額、取引の差止めおよびガバナンス体制の変更等の実質的救済が認められたが、レブロン・デューティーが適用されたケースでは実質的救済はほとんど認められなかつたとの調査がある（注一〇）。

##### ④ 不十分な開示

信認義務違反訴訟では、株主が十分な情報に基づき議決権を行使するための情報が開示されなかつた旨も争われる。対象となるのは、会社がM&Aを決定した手続、取締役会の行動の理由、業績予想およびファイナンシャル・アドバイザーのフェアネス・オピニオン等である。

##### (2) どの裁判所に提訴されているか

エンタイア・フェアネスに基づき、対象会社の経営陣が自らの保有する種類株式のためにプラミアムを交渉した、会社資産を取得するためのサイド・ディールを交渉していた、支配株主が不当な条件で少数株主を締め出した、ファインシヤル・アドバイザリーが利益相反状況にあつた等が主張される。

## 商事法務No.1996

シャーをかける等の目的で州外の訴訟を先行させる戦術がとられることがある。その結果、M & Aに対する会社法上の信認義務違反訴訟は、デラウエア州かそれ以外かという選一ではなく、デラウエア州に加え、その他各地の州または連邦裁判所に複数のクラス・アクションが提起されるというケースが過半数である（注一二）。

各州の原告団は、各地の裁判所において、被告企業と提訴地とのミニマム・コンタクトに基づき管轄を主張する。本社所在地、重要な営業拠点の存在、取締役の所在地、株式が取引される市場の所在地、M & A取引の交渉が行われた場所、株主総会の開催予定地、クロージング予定地、重要な証人の所在地そして合併契約書中の管轄の定め等は管轄の根拠として主張され得る（注一二）。

### (3) 各州に訴訟が複数係属する傾向

信認義務違反を中心とするクラス・アクションが各州の裁判所に提起されると、被告企業はまず手続の併合を試みる。しかし、各地の原告団と訴訟の一本化に合意するのは実際には困難だろう。そこで被告企業は裁判所に訴訟の棄却または停止を申し立てることになる。

各州の裁判所に争点の共通する訴訟が複数係属した場合、各州の裁判官は非公式に連絡を取り合い、訴訟の併合について合意を試みているようであるが、見解が対立した場合に手続の移送または併合を強制できる最終判断権者は存在

しない。たとえば、二〇〇七年のベースボール・カード会社のToppsの買収では、買収計画の公表の翌日にニューヨーク州地方裁判所に第一訴訟が提起され、その翌日に設立準備地であるデラウエア州衡平法裁判所に訴訟が提起された。被告企業は、ニューヨーク州およびデラウエア州両方の裁判所に対し、それぞれの訴訟の棄却または停止を求めたが、当初はいずれの裁判所も譲らず、弁論期日の直前にニューヨーク州裁判所が手続の停止に同意し、デラウエア州の裁判所が株主投票の延期を決定するまで二つの裁判所で訴訟が並行した（注一三）。

裁判所が係属する訴訟を棄却または停止するかの判断では、訴訟で争われている事項と裁判地とのつながり、被告会社の設立準備法に加え、いずれの訴訟が一番早く提起されたか(first to file)、また早く進行しているかが考慮される。訴訟への一番乗りが有効に働くのは原告側代理人による性急な訴訟提起の一因であり、「ファイリング・オリンピック」とも表現されている。

近年、多くの州で同時に訴訟が進行する事態に対し批判が高まっている。その理由として、被告企業の訴訟の負担が増す、司法資源の浪費である、各州で矛盾した判決が出されるおそれがある、原告側代理人によるフォーラム・ショッピングを誘発する、和解または判決後の手続も困難になる等が指摘されている。

### (4) 会社による提訴地を制限する試み

レブロン訴訟の一〇一〇年三月の決定で、デラウエア州衡平法裁判所は、取締役および株主が有益と認める場合、会社の内部事項に関する訴訟の専属管轄を定款に定め得る旨を示唆した（注一四）。これを受け、相当数の企業が専属管轄の定めを導入したが、定款の変更は株主の承認を要するため、取締役会の決議で変更できる附属定款（bylaw）に定める例が多数であった。しかし、二〇一二年にこれらの専属管轄の無効を主張する訴訟が多数提起され、特に附属定款を変更していた企業が対象となつた。これらの訴訟の影響で専属管轄の条項を再度削除した企業も多数あつた。

## 2 一九三四年証券取引所法に基づく重要な事実の虚偽記載

### (1) 委任状説明書における虚偽記載訴訟

一九三四年証券取引所法（以下「取引所法」という）一四条(a)項およびルール一四a-九は、委任状説明書、委任状書式、株主総会招集通知またはその他のコミュニケーションにおける重要な事実の虚偽記載、ミスリーディングな記載または不記載を禁止する。またルール一四a-三により、M & A取引を承認する株主総会のために委任状を勧誘する場合、一定の情報を委任状説明書で開示しなければならない。近年、これらの条項に基づき、取引に関する重要な事実の虚偽記載または不開示を主張する訴訟

が提起されている。多くの場合、被告は対象会社および経営陣の両方である。

前述の会社法上の信認義務違反訴訟は取締役によるM&Aの取引条件の交渉および決定の内容を争うものであるが、取引所法に基づく訴訟ではM&Aに関する開示をいかに準備すべきであつたかが問われる。会社および経営陣が株主に、重要な事実を不正確あるいはミスリーディングに開示した、あるいは開示しなかつた旨が

主張され、理論上は取締役の行動の正当性を正面から争うものではない。しかし、実際の訴訟では、会社法に基づく信認義務違反訴訟と同様に、コーポレート・ガバナンスおよび経営陣による会社経営が問われている（注一五）。ルール一四a-九の構成要素は、判例法により詳細に確立されている（注一六）。原告は、委任状の勧誘において、①被告が事実を虚偽またはミスリーディングに記載し、あるいは開示せず、②当該事実が重要であり、③過失または故意に基づき、④委任状の勧説がM&A取引を遂行する上で不可欠なリンク（essential link）であることを立証しなければならない。以下、各要素を補足する。

#### ① 虚偽記載または不開示

取引所法一四条(a)項は、勧説がなされた時点および状況下に照らし、虚偽またはミスリーディングな記載を行い、あるいは不記載を行うことを禁止する。ルール一〇b-五に基づく詐欺防止条項と同様に、本条に基づく記載または

不記載は、意見または評価ではなく、事実に関するべき事実と意見の両方を含む。たとえば、合併の条件が株主に「高く」、「公正な」価格を提供するものである旨の記載は、取締役の行動の根拠を示し、かつ取締役が本当にそのように考えていた旨を示すことから事実に関するとされた（注一七）。

#### ② 重要性

ルール一四a-九にいう重要性は、合理的な投資家が議決権の行使において重要な実質的な可能性がある場合である（注一八）。原告は当時の状況を総合的に勘案し、開示されなかつた事が合理的な株主による検討において実際に重要であったこと、すなわち、合理的な投資家が、開示されなかつた事実が開示されたとすれば入手可能な情報の全体像（total mix）を大きく変えたとみなしたであるう旨の実質的可能性を証明しなければならない。

#### ③ 過失または故意

ルール一〇b-五に基づく詐欺主張と異なり、ルール一四a-九訴訟は詐欺に限定されないため、過失が有責性の根拠である。欺罔の意図（scienter）等の特別な意図は要求されない。ただし、主観的要件として、一定の状況下で過失を超えた欺罔の意図まで要求されるかについて、米国連邦裁判所は一度判断を留保しており、なお議論の余地がある（注一九）。

#### ① 原告の範囲

ルール一〇b-五訴訟の原告は、証券の売主または買主である（Birnbaum rule）（注二一）。市場の傍観者が後から「知つていれば購入していなかった」と主張することは認められない。

#### ④ 委任状勧説とM&A取引の遂行との不可欠なリンク（essential link）

因果関係の証明は、原告が委任状の勧説自体が取引の遂行にとって不可欠なリンクであつた旨を示せば足りる（注二〇）。一方、法律または定款によりM&A取引を承認するための株主投票が不要であった場合は、委任状の勧説が不可欠なリンクであつたとはいえず、因果関係は認められない。

#### ② 株式の発行を伴う取引に対する証券詐欺訴訟

株式交換、合併およびエクスチエンジ・オファー等、対価として買収者の株式が交付される取引では、取引所法一〇条(b)項およびルール一〇b-五に基づく重要な事実の不実記載または不開示が主張される可能性がある。

ルール一〇b-五違反を主張する原告は、①被告が重要な事実を不実またはミスリーディングに記載し、あるいは開示せず、②欺罔の意図に基づき、③不実記載または不開示を信頼して株式を購入または売却し（取引の因果関係）、④経済的損害の因果関係があることを立証しなければならない。以下、いくつかの要素を補足する。

#### ① 原告の範囲

ルール一〇b-五訴訟の原告は、証券の売主または買主である（Birnbaum rule）（注二一）。市場の傍観者が後から「知つていれば購入していなかった」と主張することは認められない。

## 商事法務No.1996

## (2) 欺罔の意図

ルール一〇b-五訴訟の核心である。原告は、被告が原告を欺罔し、操り、だます意図があつたことを証明しなくてはならない。被告がある事實を認識していたにもかかわらず、適切な開示をしなかつたという思慮不足 (reckless) が欺罔の意図を満たすかがしばしば問題となる。思慮不足が認められるためには、非常に不合理な不開示であつて、単純な過失にとどまらず、通常の注意基準からの極端な逸脱であり、被告が知つていていたかまたは行為者が知つていていたかなどに明らかな、買主または売主をミスリードする危険性が求められる。思慮不足の認定基準は各裁判所によつて異なる。

## (3) 取引の因果関係

原告が不実記載を信頼し、購入または売却の決定において重要な要素と考えたことである。不開示の場合、開示されなかつた事実が、合理的投資家が意思決定をするに当たつて重要とみなしたであろうという意味で重要なことが求められる。市場取引における信頼の証明は困難である。特にクラス・アクションでは信頼の程度は原告ごとに異なる。そこで、判例は、信頼の代替物として、市場に対する詐欺理論を採用した。市場に対する詐欺理論の下では、効率的な価格形成を前提に、不実記載または不開示により市場価格が影響を受けた場合、投資家の市場価格への信頼を裏切つたとして、信頼要件が推定される。被告は、不実記載と原告の行為

との結びつきを否定し、あるいは、市場は正確な情報を反映していなかったと主張するか、または市場の効率性を否定することによって市場に対する詐欺理論の適用を免れようとする。

## (4) 損害の因果関係

取引の因果関係に加えて、被告の行為と原告の損害との間の因果関係の立証が求められる。原告は、不実記載または不開示がなければ、市場価格は下落せず、損害も生じなかつたであろうという直接的な因果関係を証明しなければならない。

## (3) 公開買付けにおけるウイリアムズ・アクト

## 違反の主張

取引所法一三条(d)項、一四条(d)項および一四条(e)項はウイリアムズ・アクトにより取引所法に追加された。ウイリアムズ・アクトは、現金による公開買付けにおいて、株主が公開買付者の適格性および意図について十分な情報を提供されないまま応募を強いられるこの防止目的一とする。

取引所法一三条(d)項は公開会社の株式を5%超取得した者に開示および通知を義務づけることで公開買付けを間接的に規律する。同条に基づく訴訟は、開示の四要素、すなわち、買付者の①支配の意図、②資金源、③身元およびバッケグラウンドならびに④他者との買付グループとしての協調行為のいずれかを対象とする。ただし一般に、同条に基づく訴訟は、対象会社の株主によるクラス・アクションというよりは、

むしろ競合的買付けまたは敵対的公開買付けの場面で提起されている。

取引所法一四条(d)項は、開示を超えた株主の実体的な保護を定める。たとえば、公開買付けの条件において同一種類の株式を有する株主は平等に取り扱われなければならない。これは、公開買付けは同一クラス内の全株主を平等な条件で対象としなければならないこと（オール・ホルダーズ・ルール）およびすべての株主は支払われた最高の価格を受け取らなければならないこと（ベスト・プライス・ルール）を含む。

その結果、株主間の差別および大株主への特別な対価は禁止される。ベスト・プライス訴訟では、特別な対価の支払いが、公開買付けの一部としてなされたか、あるいは別個独立の取引として行われたかが問題となる（注二二）。

取引所法一四条(e)項は、株主に、公開買付けにおける虚偽記載または同条が定める公開買付けの実体的ルールの違反に基づく訴訟の提起を認める。証券を実際に購入した者に原告が限られるルール一〇b-五と異なり、取引所法一四条(e)項は一般的な詐欺防止条項であり、公開買付けにおける詐欺的行為を主張する限り、公開買付けに応じなかつた株主でも訴訟提起し得る。取引所法一四条(e)項に基づく訴訟では、(i)重要な事実に関する、(ii)開示または不開示が、(iii)故意または無思慮 (reckless) に基づき行われたことの証明が原告に求められる。

## 商事法務No.1996

(4) どの裁判所に提訴されているか  
取引所法上の詐欺防止条項に関する訴訟は各種のクラス・アクション制限法により州裁判所の管轄が制限されており、ほとんどが連邦裁判所に係属する。

連邦地方裁判所は、争点が共通する訴訟が複数係属した場合、各訴訟を移送により一つの手続に集約する。移送の条件として、手続の集約が当事者および証人の便宜に資し、公正で効率的な訴訟進行を促進することが求められる。移送の判断は、連邦裁判官七名で構成される委員会(MDL Panel)によって行われる。

### (5) 立法による証券訴訟の制限

一九八〇年代後半から一九九〇年代にかけての米国は、主に新規上場企業やハイテク企業を対象に、株価が下落するとただちにクラス・アクションが提訴されるという状況であった。これに対し、連邦議会はさまざま立法で濫訴を制限してきた。一九九五年民事証券訴訟改革法(以下「PSLRA」という)は、訴状において原告がミスリードイングと主張する表示を特定し、さらに、被告が欺罔の意図に基づいて行動していた旨を強く推定させる事実を示すことを原告に義務づけた。また、PSLRAは代表原告(lead plaintiff)の指名手続も新たに定めた。一九九八年証券統一基準法(以下「SLUSA」という)は証券取引所等で全国的に取引されている一定の対象証券(covered securities)に関する証券詐欺クラス・アクションの大半について

州裁判所への提訴を禁止し、連邦裁判所のみに提訴できるものとした。ただしSLUSAは、M&Aにおける株主権の行使に関するコミュニケーションを従来どおり各州の管轄に委ねている。これはデラウエア・カーブ・アウトとして知られ、M&Aにおける取締役の信認義務違反訴訟は、連邦法ではなく、従来どおり各会社の設立準拠州の会社法に基づき判断される(多くの場合はデラウエア州)。さらに、その後制定された二〇〇五年クラス・アクション公正法は、大規模クラス・アクションにおける連邦裁判所の管轄を拡大した。

以上の立法により、詐欺防止条項に基づく証券クラス・アクションはほとんどが連邦裁判所の管轄とされ、州裁判所への提訴は、会社法に基づく信認義務違反訴訟、非公開株式に関するローカルな訴訟、原告の数が五〇名(SLUSAの対象証券の場合)あるいは一〇〇名以下の小規模な訴訟等に限定されることとなつた(注二三)。

### 四 訴訟のプロセス

#### 1 訴訟提起のタイミングと代表カウンセルの指名

M&Aが公表されると、原告側代理人は、代表カウンセルとして指名されるべく、できるだけ早く州裁判所へ訴訟を提起する(race to file)。

スピードを優先させるため、訴状の記載は包括的あるいは定型的になる傾向がある。

冒頭の調査によると、二〇一二年に公表された一億ドル以上のM&A取引について、公表から訴訟が提起されるまでの日数は平均一四日とある。二〇一〇年から二〇一一年にかけて早い訴訟提起が行われた州として、イリノイ、ワシントン、フロリダ、ジョージア、ミネソタ等が挙げられている。一方、デラウエア州および連邦裁判所への提訴はより長い日数を要する傾向にある。また公表から四週間以上経過して提起される訴訟も一定割合存在する(注二四)。

デラウエア州衡平法裁判所は、原則として、代表カウンセルの指名を原告団間の協議に委ねている。しかし、協議がまとまらず、その間に他州の手続が進行するというデメリットがある。二〇〇〇年のICIとWorldComの合併で、デラウエア州衡平法裁判所は、代表カウンセルを合意できなかつた約一二の原告団に対し決定による介入を余儀なくされた。同決定によると、代表カウンセルの選出は、訴状の質、原告が訴訟の結果に対し有する経済的利害関係の割合、訴訟遂行への熱意、意欲および情熱に基づき決定される。訴訟への一番乗りが有利に働く可能性は明確に否定された(注二五)。

さらに、最近のデルモンテ訴訟でデラウエア州衡平法裁判所は、代表カウンセルの指名のため、各原告団の弁護士に、非公開で訴訟運営計

画の提出を命じた。同計画には、担当予定弁護士の詳細、各フェーズごとのタスク予想、所要時間および費用の予想、訴訟の目的および戦略、考えられる結果および報酬の予想等が詳細に記載された（注二六）。

## 2 M&A訴訟では何が起るか

M&Aクラス・アクションの主導者は原告側の法律事務所である。M&Aが公表されると、原告側の法律事務所は、ただちにプレス・リースを行い、クラス・アクションを提起する。その目的は、原告団の代表カウンセルとしての指名である。多くの株主は和解が成立するまで手続に関与しない。

被告となつた対象会社および買収会社は、訴訟の開始を合理的に予測した時点で、将来の訴訟に関連すると思われる資料を保存しなければならない（litigation hold）。証拠保存義務の違反に対しては厳しい制裁が科せられる。証拠保存義務に適切に対応するため、また、弁護士・依頼者間の秘匿特権を利用するため、早い段階で弁護士が選任される。

被告は、訴状の送達後ただちに、訴状に答弁（answer）すなわち訴えの棄却（motion to dismiss）を求めるかの選択を迫られる。管轄の有無を争うか、あるいは特定の訴訟の停止を求めるかも、早い段階で決断する。また、裁判所に略式判決（summary judgment）による請求の棄却を求めることが考えられる。これに対し、原告は、

M&A取引の差止めを求め、あるいは早期にデイスカバリーを開始するよう申し立てる。連邦裁判所は、PSLRAに基づき、訴答段階で積極的に証券詐欺訴訟を棄却してきた。しかし、州裁判所での信認義務違反訴訟では、訴状が形式的に請求原因事実を述べている限り、訴答段階での棄却は一般に難しい。

多くの場合、デイスカバリーの負担を回避するため、またデイールを予定どおりクローズするため、被告は和解に応じる。和解の成立がクラス・アクションの承認前である場合、和解のためのクラスの承認が行われる。クラス・メンバーの範囲を確定し後訴を制限するためである。

以上が典型的なシナリオであるが、一方で、最近は和解が成立せず、クロージング後も訴訟が継続するケースがみられる。

訴訟が継続した場合、デイスカバリーが開始する。まず、当事者間協議により、それぞれの主張を整理し、証拠の範囲について合意し、各ステップの日程を定める。並行して和解も試みられる。当事者間協議の結果を受け、裁判所は、ディスカバリーの日程を定める（scheduling order）。デイスカバリーでは、まず、各当事者の証拠（証人、書類、鑑定人）、損害額の計算根拠、加入している保険契約の内容等を開示する。そして、開示内容に基づき、各当事者が、電子メール、データ、書類等の証拠の提出を要求（request for production）、質問に対する宣誓

の下での回答を求め（interrogatories）、宣誓の下弁護士が証人尋問を行う（deposition）。争いのない事実についての認否も行われる。原則、デイスカバリーは当事者間の合意に基づき進められ、裁判所は介入しない。

デイスカバリーが完了すると、クラス・アクションとしての承認が審理される。承認された場合、トライアルとなるが、M&Aに対するクラス・アクションがトライアルまで進む例は少なくとも現時点ではほとんど知られていない。

## 五 訴訟の結果

### 1 高い和解率

冒頭の調査によると、二〇一二年に公表された一億ドル以上のM&Aのうち訴訟の結果が確認できた一八二件を分析すると、六四%が和解で終了し、三三%が原告により取り下げられ、三%が裁判所によつて棄却された（注二七）。別の調査によると、一九九九年および二〇〇〇年にデラウェア州衡平法裁判所に提訴されたM&A訴訟は、二八%が和解により終了し、六一%が棄却され、一一%は調査時点で訴訟が続行していたとのことである（注二八）。母集団が異なるため単純な比較はできないが、和解率が一〇年間で増加したことはほぼ間違いないだろう。

二〇一〇年から二〇一一年に公表された取引に対する訴訟において、和解の成立日が確認で

## 商事法務No.1996

きた二〇二二件のうち、九六%がM&Aのクロージング前に和解している。多くの和解は、原告によるM&Aの差止申立てにかかるヒアリングの直前か、あるいは株主投票の直前に成立している（注二九）。

### 2 和解の条件

冒頭の調査によると、二〇一二年に公表されたM&A取引に対する訴訟のうち、和解の結果が判明した六七件を分析すると、開示内容を追加するのみの和解が八一%、株式の買取請求に関する合意が九%、デイール・ターミネーシヨン・ファイーの減額が六%、株主に支払う対価の増額が一%とのことであった。二〇一一年と二〇一二年を通じて最大となつた和解額は、バイライン運営会社キンダー・モルガンによるエル・パソの買収で合意された一・一億ドルである（注三〇）。

別の調査によると、一九九九年および二〇〇〇年にデラウエア州衡平法裁判所に提訴されたM&A訴訟では、追加開示のみの和解は一〇%、代理人の報酬が合意されたのみの和解が一二%、株主に支払う対価の増額以外の実質的救済が認められた和解は二七%、株主に支払う対価の増額が行われた和解は五二%とのことであつた（注三一）。これも単純な比較はできないが、M&A関連訴訟で株主に金銭が追加的に支払われる割合は低下しているというべきだろ

う。

特に注意すべきは、支配株主による取引、種類株式、コントロール・プレミアム等により生

### 3 原告側代理人の報酬

二〇一二年に公表されたM&A取引に対する訴訟のうち、原告側代理人の報酬額が公表されたのは二七件である（多くの場合、公表額は当事者間で合意された最大額であり、実際に裁判所が承認した金額とは異なる）。公表された二七件の平均額は七一・五万ドルであり、最大はアメリカグループ訴訟における三九〇万ドルであった（注三二）。

### 六 リスクに対応するための実務的なヒント

以上の高い提訴率および和解率からすると、M&Aを検討する企業は、早い段階からクラス・アクションのリスクを十分に織り込んでおく必要がある。第一に、取締役会が株主価値を最大化するための信認義務を十分に尽くした旨を最大限証明するべく備える。他の売却手段、相手方または対価を十分に検討し、検討の過程を明確かつ詳細に記録する。特に米国の上場企業と交渉する日本企業は、相手方が株主価値を

和解額が高額になる傾向から、M&Aの検討では訴訟のコストを考慮に入れる必要がある。また、訴訟に要する時間を取引実行のためのタイム・スケジュールに織り込んでおくべきだろう。

さらに、訴訟の発生を想定し、社内担当者および報告体制を整備し、意思決定手続および文書化のプロセスを明確に定めておくことが求められる。

社内文書の保存方針は明確に定め、ディスカバリのリクエストに一貫した機械的な対応ができるようにしておく。また社内文書の作成でも、ディスクバリの可能性を常に意識し、重要な文書は、弁護士・依頼者間の秘匿特権によって保護されるようにする。

じる利益相反への疑いである。特別委員会の設置や外部専門家の意見書は有利な証拠であるが、それだけで十分な防御になるとは限らない。

取引および交渉の過程は、できるだけ早期かつ明確に株主に開示する。

弁護士、ファイナンシャル・アドバイザー、I T専門家等の外部専門家をリストアップし、問題が発生した場合にただちに連絡を取ることも重要である。

## 七 今後予想される展開

スカバリーのリクエストに対応し、ブリーフィングを行わなければならない。ディスクバリーのルールが州ごとに異なる場合や早期に和解が成立しない場合は、被告の負担は倍増する。

## 2 立法を求める動き

### (1) 連邦レベル

企業は連邦議会に対応を求めている。第一に主張されているのは提訴地の制限である。複数の訴訟係属を防止するため、PSLRAおよびSLUSAのデラウエア・カーブアウト条項を改正し、M&Aに関するクラス・アクションをすべて被告企業の設立準拠州に提起させる」とが主張されている（注三五）。前記のストライン裁判官も、最近の論文で、設立準拠州に管轄を集約させるための実体的な提言を発表している（注三六）。

経済の回復に伴い、米国のM&A取引は復活の兆しをみせていて、本稿が、米国でのM&Aに関心を寄せる日本企業にとって参考となれば幸いである。

（注一） Cornerstone Research, Robert M. Daines & Olga Kounrian, *Shareholder Litigation Involving Mergers and Acquisitions – February 2013 Update*, at 1 (hereinafter “*Shareholder Litigation involving M&A*”).

（注11） *Shareholder Litigation involving M&A*, *supra* note 1 at 5.

（注11） Cornerstone Research, Robert M. Daines & Olga Kounrian, *Recent Developments in Shareholder Litigation Involving Mergers and Acquisitions - March 2012 Update*, at 2 (hereinafter “*Recent Developments*”).

（注四） Matthew D. Cain & Steven M. Davidoff, *A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation* (Jan. 2013), at 35, available at <http://ssrn.com/abstract=1984758> (hereinafter “*A Great Game*”).

企業は各州にも対応を求めている。各州に複数提起された訴訟に統一的に対応するための公

的なシステムの導入である。クラス・アクション活動が盛んな州の間で、連邦のMDL Panelに類似した訴訟移送の決定権を持つ組織を導入するとの主張であるが、各州の足並みをそろえるためには大きな困難が伴うだろう（注三八）。

## 八 まとめ

企業による反論

企業はM&Aクラス・アクションへの反論を開始している。米国商工会議所を始めとする各種団体および企業等が、クラス・アクションの現状を、「訴訟を通じたゆすり」、「防御のために時間と費用を費やすよりはただちに和解に応じるだろう」という予想の下に提起された訴訟」として、「原告側代理人はM&A取引を人質に、『訴訟税』を徴収し、合併により生じる経済的利益を株主から代理人へ移転させていた」と非難している（注三四）。

ニューヨーク市弁護士会の証券訴訟委員会も、複数の並行訴訟による上場企業の負担および司法資源の浪費に対する懸念を表明している。デラウエア州衡平法裁判所は、濫用的訴訟を繰り返し批判し、原告側代表カウンセルの交代を命じ、さらに報酬を減額している。

提起された訴訟が実体的な裏づけのないものであったとしても、M&Aを計画している企業にとって負担は重い。特に、複数の裁判所に訴訟が係属した場合、各地の法廷に出頭し、ディ

また、デラウエア・カーブ・アウトを廃止し、州裁判所への提訴を一切禁止するべきとの意見もある。この場合、デラウエア州会社法に基づく信認義務違反訴訟は連邦裁判所に提訴されることになり、各クラス・アクション制限法の制約を受けることになる（注三七）。

さらに、連邦裁判所に訴訟が複数係属した場合、被告企業の設立地の連邦裁判所にただちに訴訟を移送する」とも主張されている。

### (2) 州レベル

企業は各州にも対応を求めている。各州に複数提起された訴訟に統一的に対応するための公

- Shareholder Litigation involving M&A, supra note 1 at 1.*
- (社長) *A Great Game, supra note 4 at 35.*
- (社長) *Recent Developments, supra note 3 at 3.*
- (社長) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.,* 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986).
- (社長) *Weinberger v. UOP, Inc.,* 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).
- (社長) Robert B. Thompson & Randall S. Thompson, *The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions*, 57 *Vanderbilt Law Review*, 133 (2004), at 195 (hereinafter “*The New Look of Shareholder Litigation*”).
- (社長) *Shareholder Litigation involving M&A, supra note 1 at 3.*
- (社長) *In the Matter of The Tops Co., Inc. Shareholder Litigation*, 19 Misc.3d 1103(A), at 3-4 (Sup. Ct. NY County 2007).
- (社長) Association of the Bar of the City of New York, Committee on Securities Litigation, *Coordinating Related Securities Litigation: A Position Paper* (Apr. 2008) at 5-7.
- (社長) *In re Revlon, Inc. Shareholders Litigation,,* 990 A.2d 940, 960 (Del. Ch. 2010).
- (社長) *The New Look of Shareholder Litigation, supra* note 10 at 144.
- (社長) *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375, 383-85 (1970); *In re Westinghouse Securities Litigation*, 832 F. Supp. 989, 1000 (W.D. Pa. 1993); *In re Browning-Ferris Industries Shareholders Derivative Litigation*, 830 F. Supp. 361, 365 (S.D. Tex.
- 1993).
- (社長) *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1092 (1991).
- (社長) *TSC Industries v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).
- (社長) *Virginia Bankshares*, 501 U.S. at 1090; *TSC Industries*, 426 U.S. at 444.
- (社長) *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375, 385 (1970).
- (社長) *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461, 463 (2d Cir. 1952).
- (社長) *Epstein v. MCA, Inc.*, 50 F.3d 644 (9th Cir. 1995), *rev’d on other grounds sub nom. Matsushita Electric Industrial Co. v. Epstein*, 516 U.S. 367 (1996).
- (社長) Jennifer J. Johnson, *Securities Class Actions in State Court*, 80 University of Cincinnati Law review 349 (2012), at 361 (hereinafter “*Securities Class Actions in State Court*”).
- (社長) *Recent Developments, supra* note 3 at 8.
- (社長) *TCW Technology Limited Partnership v. Intermedia Communications, Inc.* No. 18336, 2000 WL 1654504, at 3 (Del. Ch. Oct. 17, 2000).
- (社長) *In Re Del Monte Foods Co. Shareholders Litigation*, 2010 WL 5550677, at 3 (Del. Ch. Dec. 31, 2010).
- (社長) *Shareholder Litigation involving M&A, supra* note 1 at 5.
- (社長) *The New Look of Shareholder Litigation, supra* note 10 at 177.
- (社長) *Recent Developments, supra* note 3 at 10.
- (社長) *Shareholder Litigation involving M&A, supra* note 1 at 9.
- (社長) *Corwin v. MAP Pharmaceuticals Inc.*, C.A. No. 8267-CS (Del. Ch. Feb. 20, 2013) (order denying motion to expedite).
- (社長) *Andrew J. Pincus, The Trial Lawyers’ New Merger Tax*, at 1, U.S. Chamber Institute for Legal reform (Oct. 2012) (hereinafter “*The Trial Lawyers’ New Merger Tax*”).
- (社長) *The Trial Lawyers’ New Merger Tax, supra* note 34 at 9.
- (社長) Leo E. Strine Jr., Lawrence A. Hamermesh & Matthew C. Jennejohn, *Putting Stockholders First, Not the First-Filed Complaint*, Discussion Paper No. 740, Harvard Law School (Jan. 2013).
- (社長) *Securities Class Actions in State Court, supra* note 23 at 385.
- (社長) *Securities Class Actions in State Court, supra* note 23 at 386.