

# 敵対的企業買収防衛策に関する一考察

東京大学大学院法学政治学研究科修士課程基礎法学専攻  
比較法文化専修コース 高島 さや香

## 目次

0 . はじめに .....	1
1 . 1 . 防衛策否定派 .....	2
1 . 2 . 防衛策肯定派 .....	3
1 . 2 . 1 . 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在 .....	4
1 . 2 . 2 . 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差 .....	4
1 . 2 . 3 . ステークホルダーの利益考慮 .....	5
2 . 防衛策正当化事由の検討 .....	6
2 . 1 . 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在 .....	6
2 . 2 . 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差 .....	7
2 . 3 . ステークホルダーの利益考慮 .....	8
2 . 4 . 正当化される防衛策—ポイズン・ピル .....	8
3 . アメリカ法 .....	10
3 . 1 . 裁判所のアプローチの基本的特徴 .....	10
3 . 1 . 1 . 取締役会が防衛策を講じる一般的権限 .....	10
3 . 1 . 2 . 審査基準 .....	11
3 . 1 . 3 . 小括 .....	12
3 . 2 . 各正当化事由に関する裁判所の判断 .....	12
3 . 2 . 1 . 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在 .....	12
3 . 2 . 2 . 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差 .....	13
3 . 2 . 3 . ステークホルダーの利益考慮 .....	14
3 . 2 . 4 . 小括 .....	15
3 . 3 . ポイズン・ピル .....	15
3 . 3 . 1 . ポイズン・ピルの適法性 .....	15
3 . 3 . 2 . ポイズン・ピルの限界 .....	17
3 . 3 . 3 . 小括 .....	19
4 . おわりに .....	20

## 0 . はじめに

近年、日本において敵対的企業買収に対する防衛策の議論が活発化している<sup>1</sup>。その背景には、株主相互保有構造の崩壊による安定株主の減少、証券市場のグローバル化、投資ファンドの増加などの経営環境の変動のほか、株式交換制度の創設、種類株式制の柔軟化、産業活力再生法や会社法現代化改正による合併等対価の柔軟化など<sup>2</sup>により、敵対的企業買収が日本でも現実化<sup>3</sup>してきたことが存在する。また一方で、平成 13 年商法改正の中で、新株予約権や種類株式を活用したポイズン・ピル<sup>4</sup>など防衛策の選択肢が広がったことにも起因しているといえる。

敵対的買収に関しては、「敵対的」という文言からどうしても悪いイメージがつきまとい、それゆえ一方の敵対的買収防衛策を無限定によいものと捉えがちになる。しかし、敵対的買収というのは、買収対象会社の経営者の同意を得ないで行う買収という意味に過ぎない。そして、経営者が望まないからといって株主やその他ステークホルダーにとっても望まぬ買収とは限らない。株主やステークホルダーの利益を生む買収も、当然のことながらそこには含まれているのである。防衛策を無制限に是とすることは、結果としてよい買収を妨げる可能性もおおいに存在するのである。

以上確認したうえで、本稿においては防衛策の是非につき検討したいと考えている。そこで、まず、1 章において防衛策の是非に関する議論の概要をまとめたのち、2 章において防衛策肯定派が主張する防衛策正当化の根拠につき検討を加える。そして 3 章において、豊富な経験により形作られてきたアメリカの判例実務を考察していきたいと考えている。そして最後に、日本において防衛策を導入する際、注意すべき点につき言及して終わりにしたいと考えている。

---

<sup>1</sup> 2004 年 9 月、経済産業省においても「企業価値研究会」が立ち上げられ、敵対的企業買収防衛策に関する議論が開始された。(経済産業省 HP)

<sup>2</sup> 武井一浩 = 太田洋 = 中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(2004) 1 頁。

<sup>3</sup> 例えば、2003 年 12 月、米国系投資ファンドが、ユシロ化学工業とソトーに対して敵対的な公開買付けを開始し、会社経営陣側と経営権をめぐる熾烈な攻防戦を展開した事件があげられる。この攻防戦の過程では、会社経営陣側により大幅増配や MBO による非公開化などの対抗策が講じられた。(同書 1 頁。)

<sup>4</sup> 実際に活用された事案として、平成 16 年 9 月に採用された UFJ-MTFG のポイズン・ピルが記憶に新しい。(UFJ の HP)

## 1 . 防衛策の是非に関する議論

敵対的企業買収防衛策に関しては、様々な視点からその是非が争われている。まず、本章において、防衛策否定派、肯定派の論拠につき整理しておきたい<sup>5</sup>。

防衛策の是非と一言で言ってもそもそも防衛策の内容は様々である。しかし本稿で論じる防衛策というのは取締役会が株主の同意なく講じる防衛策に限る。したがって、ここでいう防衛策否定派とは、取締役会に防衛策を講じる権限を与えることを否定する見解を指し、防衛策肯定派とは取締役会に防衛策を講じる権限を与えるべきとする見解を指す。

### 1 . 1 . 防衛策否定派

防衛策否定派の議論は、会社の目的は株主の利益最大化にあることを前提としている<sup>6</sup>。その上で、学説の大多数が取締役会に防衛措置を採る権限を与えることに慎重なのは、取締役・株主間に利益相反の問題があるからである。つまり、買収が成功すると、ほとんどの場合、取締役はその地位を失う。このため、株主利益にかなう買収提案であっても、自己の地位を維持させるために拒否するという危険が存在するというのである<sup>7</sup>。

さらに買収提案があった際に、株主の利益を害するだけでなく、「事前」の観点からも株主が不利益を被る恐れがあると主張する。つまり、敵対的買収は、会社外部からの経営陣への監視機能を果たすものであるのに<sup>8</sup>、取締役会にその拒否権を与えてしまうと経営者を規律づけるものがなくなってしまうというのである。

この考え方は、効率的市場仮説<sup>9</sup>に基礎を置いており、買収者が現状の株価よりもプレミ

---

<sup>5</sup> アメリカにおける議論に関して、以下の文献は非常によくまとめられている。森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(株)商事法務(2004)、片山信弘「敵対的企業買収における取締役の行為基準(一)(二)(三)」海上保安大学校研究報告 45-1、45-2、46-1(1999-2000)

<sup>6</sup> 伝統的会社モデルは、株主は会社の所有者であり、所有と経営が分離されている状況において、経営者は株主に対する「受託者」としての地位にあるものとする。よって、経営者は、所有者である株主の利益を図るべく会社運営をなさねばならないとする。

また、会社契約モデルは、会社を契約の連鎖としてとらえ、会社は、株主、経営者、債権者、従業員などの利害関係人の様々な連鎖する契約によって構成される法的擬制の一形態として機能するものと理解する。このモデルにおいては、株主は様々な契約の中のひとつの契約の一当事者にすぎないこととなる。ただ、株主は確定された請求権を有する債権者や従業員等の後で最後に支払われるという剰余権者であるという特徴を有しており、会社の利益最大化に強い動機を有する。そこで、株主は会社の経営に関する決定権たる議決権を獲得するとともに、経営者が株主の最善の利益において行為するよう信義義務を課して自己の保護になるように取引することができると解されている。(片山・前掲書(二)36頁)

<sup>7</sup> Jennifer Arlen, Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention, and Unforeseen Contingencies, 69 U. Chi. L. Rev. 917, 922

<sup>8</sup> Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv L Rev 1161, 1169-1174

<sup>9</sup> 効率的市場の仮定には以下2つ効果が含まれていることが指摘されている。新情報は株式価格に反映

アムを付して敵対的買収をかけるのは、対象会社が非効率な経営を行っており、かつ買収者が買収後に当該資産をより効率的に管理・運営する能力を有していることの証左である。よって敵対的買収が完遂されことで企業経営の効率性が達成される。また、「事前」の観点からも、取締役会は、非効率な経営を行っていれば株価が下落し、買収の脅威にさらされるため、効率的経営を行うよう努力し、ひいては株価の上昇につながるとする<sup>10</sup>。したがって、防衛策を認めるということは、これらの機能を失わせることにつながることを主張するのである。

## 1.2. 防衛策肯定派

防衛策肯定派は、以上のような防衛策否定派の論拠に対し、利益相反の問題に対しては、独立取締役や投資銀行等利害関係のない第三者にチェックさせればよいと反論する<sup>11</sup>。さらに、経営の効率化に関してはストック・オプションを付与する等、取締役に株主に近いインセンティブを与えることで解決できると反論する<sup>12</sup>。さらに、そもそも前提自体が間違っていると主張する。株価は、会社の価値を正確に反映したものではなく、投機的効果を反映したものにすぎないため、現経営者の業務執行に対する監督機能としての適切な指針たりえない。そして、実際には、非効率な経営を行っている会社よりも効率的経営を行っている会社を買収の対象となる場合が多く、その際の目的は効率性を求めてというよりも買収側の規模拡大であることが多い。つまり、否定派が仮定するような買収も存在するが、そうでないタイプの買収も多数存在すると述べる<sup>13</sup>。

その上で、以下のような要因から積極的に取締役に防衛策を付与すべきであるとする。

---

させるために市場を通じてすばやく拡がるという効果と、市場価格は会社資産の価値を将来の支払いの合理的期待に基づいて正確に反映するという効果である。(片山・前掲書(二)21頁)

<sup>10</sup> Easterbrook & Fischel, supra note 8, at 1168-1174

<sup>11</sup> しかし、これに対しては不十分であるとの再反論がなされている。独立取締役とはいっても、自分と同類のトップ・エグゼクティブである経営者の判断によってしまう可能性は高いし、投資銀行に関しても、依頼者である経営者の意図に沿ったものとなりがちであるというのである。(Jeffrey N. Gordon, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections, 69 U. Chi. L. Rev. 1233, at 1242; Lucian Arye Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 U. Chi. L. Rev. 973, at 1006)

<sup>12</sup> 本来株主が得べき利益が経営者の手に渡ってしまうとの再反論もなされている。(森田・前掲書 215頁)

<sup>13</sup> 武井一浩「企業買収防衛戦略の必要性和正当性 近時の状況と日本企業の特殊性を踏まえて」武井一浩=太田洋=中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(2004)5頁においては、敵対的買収が行われる動機としてグリーン・メール等、M&A形、裁定取引型が上げられている。

## 1.2.1. 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在

効率性を求めた買収ばかりでないことは上述したとおりであるが、さらに、買収側が積極的に買収対象会社の利益を自らに移転することのみを目的とした買収も存在することが主張されている。例えば、株式を買い集めた上で会社の日常業務への妨害を行ったり、経営支配を通じた害悪行為・反社会的行為の実行その他、会社に対する有形・無形の圧力を通じて、高値で保有株式を買い取らせることを目論むグリーン・メール<sup>14</sup>があげられる。また、買収後会社の資産を切り売りして投機的に儲けることを主な目的として行われる「解体型買収」<sup>15</sup>も存在する<sup>16</sup>。

さらに、二段階買収などの強圧的買収が存在する。二段階買収とは、第一ステップで、過半数なり3分の2まで対象会社株式を取得した上で、第二ステップで、残余の株式を無償同然の対価で取得する行為である<sup>17</sup>。二段階買収は、株主を「囚人のジレンマ」に陥れる効果を有する。つまり、自分以外の株主が買収提案に応じることで第一ステップの買収が成功してしまうことにより、第二ステップにおいて自らの保有株式をさらに低価で買い上げられる可能性を否定しきれないため、たとえ株主の大多数が買収価格は不十分であると考えていても、安全策を取り、第一ステップにおいて保有株式を売却してしまうのである。

以上のような買収を阻止するためにも防衛策が必要と主張されるのである。

## 1.2.2. 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差

第二に、株主より取締役の方が会社運営に密接にかかわっているため、豊富な情報を有しており、買収対象会社の本来的価値について適切に判断でき、買収提案が妥当なものを判断する者として適当であるとする<sup>18</sup>。言い換えれば、会社の本来的な価値につき不十分な情報しか持たずに株主が買収提案に応じてしまうことにより企業価値を減少させる買収が成功してしまうことを避けるため防衛策が必要であるというのである。さらに、「事前」の観点からも、防衛策を認めない場合、経営が近視眼的になるという問題が指摘される<sup>19</sup>。

---

<sup>14</sup> 同書 11-14 頁。

<sup>15</sup> 同書 14 頁。

<sup>16</sup> もちろん、不振企業を買収して経営の非効率を改善するために行うリストラクチャリングの一環として買収対象会社を分割するという行為は正当な行為である。しかし、市場が効率的でないとの前提の下、株価時価総額が会社の実質的資産価値を下回っている場合、会社資産を切り売りすれば確実に利益が上がるため、その利益を狙って買収が行われる可能性があり、このような買収は社会的に望ましい買収とは言いがたいであろう。なぜならば、このような買収は、本来であれば事業を継続していくことで現株主やステークホルダーが得る予定であったより多くの利益を失わせしめ、買収者により少ない利益を発生させるにすぎないからである。

<sup>17</sup> 武井・前掲書 15-16 頁。

<sup>18</sup> この点に関して、取締役会が情報を株主に公開することにより情報格差は是正されると再反論されるが、実際は営業秘密の開示を伴うため十分には行えないといえるであろう。

<sup>19</sup> 武井・前掲書 24 頁。

つまり、取締役会は、長期的視野に基づく事業計画を立てたいが、そのような計画の価値を株主に認識させることができないため、株価が過小評価されて敵対的買収の標的になりやすい。そのため、長期的に企業価値を増大させなくても短期的に利益を上げるような経営に走りがちになるというのである。

また、取締役会に拒否権を与えることにより交渉力が強化され、株主のために高いプレミアムを引き出すことができる一方、株主は分散しているために交渉ができない点も主張される。この点に関しては、先述した「囚人のジレンマ」ともリンクしてくる問題である。

### 1.2.3. ステークホルダーの利益考慮

防衛策肯定派の中には、そもそも株主利益だけが考慮すべき要素ではないと主張する者も多数存在する<sup>20</sup>。まず、否定派の議論において、株主利益最大化が株主＝会社の所有者という企業観の下に主張されているとすれば、それは変化している会社所有の性質を無視した議論であるとする<sup>21</sup>。従業員、債権者、顧客、地域社会等ステークホルダーは会社の繁栄に寄与している一方、敵対的買収が実現すると非常に大きな損害を被る恐れがある<sup>22</sup>。一方、現代公開会社の多くの株主は、利益配当やキャピタルゲイン等の金銭上の利益にしか関心がなく会社とのつながりは希薄なものとなっている。このような現状においては、株主の利益最大化に一致することが会社の最終目標でなければならないとの本来的理由は存在しないというのである。そして、ステークホルダーを含めた会社全体の利益にならない買収に対しては、株主の判断に任せておくことはできないとし、総合的判断をなし得るであろう取締役会が拒否権を発動できるようにするため、防衛策が必要であるとするのである。

---

<sup>20</sup> 例えば、ポイズン・ピルの案出者である Lipton 弁護士もその一人である。マーティン・リプトン、〔訳〕手塚裕之・太田洋「ポイズン・ピル、投票、そして教授達 再論”Pills, Polls, and Professors Redux”」参照。

<sup>21</sup> 徳本穰著『敵対的企業買収の法理論』（財）九州大学出版会（2000）134頁。

<sup>22</sup> Bebchuk, *supra* note 11, at 1021.

## 2. 防衛策正当化事由の検討

以上、防衛策否定派の伝統的主張、そして、それに対する防衛策肯定派の反論および主張につき見てきた。本章においては、防衛策肯定派により主張される防衛策正当化根拠につき検討してみたいと考える<sup>23</sup>。

### 2.1. 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在

会社の利益にならない買収を避けるために防衛策が必要であるとする主張に対しては、このような買収への対応は防衛策によらなくても可能であるとの反論がなされている。例えば、グリーン・メール対策としては、わが国においても証券取引法 164 条において短期売買差益返還義務が規定されているし、刑法上の脅迫罪や商法 295 条の利益供与罪での対応も可能かもしれない<sup>24</sup><sup>25</sup>。アメリカにおけるグリーン・メイラー対抗規定やグリーン・メール対策税制<sup>26</sup>のように真っ向から規制する方法も存在するであろう。しかし、「解体型買収」に関しては、不振企業を買収して経営の非効率を改善するために行うリストラクチャリングの一環として買収対象会社を分割するという正当な行為との区別が困難な事例も多く、真っ向から規制するというのは困難なようにも思える。ただし、グリーン・メイラーや解体型買収者であることは、買収が仕掛けられた際、たいていの場合特定されるというのが実状のようである。したがって、防衛策によらずとも正面からこれらの買収を規制するという方法で十分といえるのかもしれない。もっとも、以上のような特別な買収者であることが疑われるものの、明確ではない場合には特別に緊急避難的に防衛策を講じることを認めるとすることも可能なようにも思われる。

また、二段階買付のような強圧的買収は、日本においては交付金合併が行えない<sup>27</sup>ためなしえないという反論もなされることがある。しかし、強圧的とは言えないまでも、「囚人のジレンマ」を生じさせる買収は二段階買付に限らず、どこにでも存在する。たとえば、買収後は上場廃止される可能性があるとか、買収者との間の取引によって、被買収会社が搾取される恐れがあるといった理由により、買収成功時の少数派株式の価値が、買付価格よ

---

<sup>23</sup> 経済理論的見地から綿密な分析を行った文献として、田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚え書き」(未発表)が存在する。本稿の検討は本論文に示唆を得たところが大きい。

<sup>24</sup> 武井・前掲書 12 頁。

<sup>25</sup> これらの対応では不十分である旨の再反論もなされている。例えば、短期売買差益返還義務は 6 ヶ月株式を保有し続けなければ容易にすり抜けられる義務である。

<sup>26</sup> 武井一浩 = 太田洋 = 中山龍太郎「企業買収防衛策の法的論点と実務上の諸問題 一連の商法改正と日本型ポイズン・ピルの導入を視野に入れて」武井一浩 = 太田洋 = 中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(2004) 45 頁。

<sup>27</sup> もっとも会社法の現代化により、この点改正される見込みである。

りも低くなるという予想（懸念）を株主が抱いている場合にはいつでもこのような問題は発生する<sup>28</sup>。強圧的であるということそのものももちろん問題であるが、「囚人のジレンマ」により株主が本来的には望まない買収が成功してしまう、ここに真の問題があると考えられる。以上のように考えると、このような弊害を除去する範囲で防衛策を講じることを認めえるのではないだろうか。

## 2.2. 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差

取締役会が株主よりも企業価値につき十分な認識持ち、買収提案に対し適切な判断を下せるという根拠は確かに納得がいく。しかし、一方で取締役が私益に基づき判断を下す危険が存在しえることも忘れてはいけないであろう。防衛策を是とするか否かは「情報優位にある取締役の的確な判断」と「取締役が私益を優先させることの回避」のどちらがより重要かという判断になってくるように思われる。しかし、この点に関しては、個々の企業の取締役会の信頼度によって判断は異なってくるように思われる。つまり、信頼できる取締役会であれば、その取締役会の情報優位性を重視し、その判断を信用し従った方がよい結果が導かれる可能性は高く、逆に取締役会に不信感を抱いている場合であれば、私益の問題を回避することを重視し、株主が自ら買収提案に応じるか否かを決めた方がよいということになる。

以上のように考えると、株主は、取締役の情報優位性の存在も私益の問題の存在も知っているのであるから、どちらを重視するべきか、株主自身が両方を天秤にかけ、その会社の状況にあわせて決断すればよいということになるのではないだろうか。もちろん、個々の買収事案の結果を見れば、株主の判断が結果として間違いであったということはいくらでもありえるであろう。しかし、全体を通して見たとき、一律に防衛策を認めるよりは、望ましい結果が導きえるのではないかと考える<sup>29</sup>。

取締役会に拒否権を与えることにより交渉力が強化され、株主のために高いプレミアムを引き出すことができるとの根拠については納得がいく。さらに、この点は、株主が分散していることに起因する「囚人のジレンマ」（2.1. で詳細述べた通りである）とあわせ防衛策を認める根拠となりえると考えられる。ただし、最終的な株主の意思決定を阻害しない

---

<sup>28</sup> 田中亘・前掲書 6 頁は、さらに以下のように続ける。「わが国では、従来、交付金合併は行えないと解する説が多かったために、二段階買付が実際に問題になることはなかったが、その半面、買収後に少数派株主が残存したときに、買収者の行動に対して強い法的規範が課されてきたわけでもない。たとえば、支配株主の忠実義務はいまだ承認されていないし、支配株主に対する少数派株主の代表訴訟提起権も認められていない。わが国では、少数派株主の利益保護は、もっぱら支配株主の評判（reputation）維持の考慮によってはかられてきたといつてよいと思う。そこでもし、買収者が、わが国ではまだよい評判を確立していない者であったり、逆に、容赦なく子会社を搾取するという評判が確立している者であったりした場合には、少数派として残ったときには何をされるか分からないという株主の不安は、予め公表された合併価格で締め出されると分かっているときよりも、むしろいっそう深刻である可能性がある。」

<sup>29</sup> 田中亘・前掲書 11-19 頁における経済的検討を参考としている。



範囲での防衛策に限定されると考えられ、そのような方向での防衛策については後(2.4.)で検討したいと考えている。

### 2.3. ステークホルダーの利益考慮

このような肯定派の議論には様々な反論がなされている。まず、たとえステークホルダーの利益も考慮されるべきだとしても、その適任者が取締役会とは言えない、との主張である。そもそも、ステークホルダーの利益そのものが不均一であるため、取締役会が適切に判断することができるかは疑問であるし、取締役会にはそれらを適切に判断するインセンティブもない。さらに、取締役会の判断が適切か否かを判断する基準もより曖昧なものとなる。したがって、ステークホルダーの利益という言葉を用いつつ、私益のために買収提案を拒否することがより容易になってしまうだけである<sup>30</sup>。また、従業員や債権者は契約や他の法律で保護されるべき存在であり、実際に保護されていると考えられる。

確かに、従来の伝統的会社モデルに固執して、現実と乖離した議論をなすことは避けるべきであるが<sup>31</sup>、以上のような反論を考えると、ステークホルダーの利益を考慮することを防衛策の正当化事由として認めるにはまだまだ疑問が残されているといえよう。

### 2.4. 正当化される防衛策 ポイズン・ピル

以上、各々の正当化事由につき考察を試みてきた中で、「囚人のジレンマ」により株主が望まない買収が成功してしまうという弊害が存在するところに、防衛策を正当化する根拠が見出しえるのではないかと述べてきた。

以上を防衛策の正当化根拠とするのであれば、もちろん認められる防衛策もその弊害を除去する範囲においてということになる。

では、「囚人のジレンマ」は、いかにすれば解消されるであろうか。もっとも簡明な方法は、買収の是非を株主総会決議にかけることであろう。つまり、他の株主がいかに行動するかが分からないまま買収提案に応じるか否かを決しなければならず、反対株主は賛成株主より不利に扱われる不安から「囚人のジレンマ」は発生するのであるから、そのようなバイアスのない状態(賛成しても反対しても平等に扱われることが保障されている状態)で意思を表明する場を設ければよい<sup>32</sup>。

そして、買収の是非を株主総会決議にかけるのと同様の効果を有する防衛策が存在する。

<sup>30</sup> 矢崎淳司「アメリカ法における会社支配と株主の権利に関する一考察 株主保護の観点からみた敵対的企業買収における取締役の行為規制の問題点」大阪市立大学法学雑誌 43-4 (1997) 709 頁以降参照。

<sup>31</sup> 徳本・前掲書も伝統的会社理論の方が間違っている可能性を示唆している。

<sup>32</sup> 田中亘・前掲書 8 頁。

ポイズン・ピルである。

ポイズン・ピルの典型的な仕組みは以下の通りである<sup>33</sup>。買収を試みる者が対象会社の株式を特定の割合以上（典型的には15～20%）取得した場合において、対象会社の株主に市場価格より著しく廉価な価格で対象会社あるいは買収後の会社の株式を取得する権利を付しておくことで、買収者が持分の希釈化を恐れて敵対的買収を思いとどまる、という効果を期待するものである。こうした仕組みにおいては、取締役会の決議により、予約権を消却できるものとされているのが通常である。そこで買収者は対象会社の取締役会と交渉する。さらに、買収者としては、予め、新株予約権が消却されることを条件にした公開買付をかけた上で、被買収会社の株主総会において、自分の指名する候補者を新取締役にするために委任状闘争（proxy contest）を仕掛けるという手段をとりうる。株主は、現経営陣の指名する候補者と、買収者の指名する候補者のいずれかに投票することを通じて、間接的に、買収に対する賛否を表明することができる<sup>34</sup>。

つまり、以上のようなポイズン・ピルは、委任状闘争という場が存在することにより、「囚人のジレンマ」を解消し、株主が望まない買収を成功させることを回避できる一方、株主の多数が買収提案に賛成する場合は、委任状闘争の場において買収者が指名する取締役候補者への交代が認められ、新取締役会により新株予約権が消却されるため、株主が望む買収を排除する結果とはならない。また、ポイズン・ピルはそれが消却されるまでの間、取締役会に拒否権を与えることで交渉力を強化し、高いプレミアムを買収者から引き出す効果も期待できる。

以上のように、「囚人のジレンマ」から生じる、株主が望まない買収の成功という問題を除去すること、さらに取締役会の交渉力強化を根拠とするのであれば、まさに望ましい防衛策といえるのではないだろうか。

---

<sup>33</sup> 武井 = 太田 = 中山・前掲書 54 頁。

<sup>34</sup> 田中亘・前掲書 8 - 9 頁。

### 3 . アメリカ法

以上、主に主張される3つの防衛策正当化事由につき検討してきた。ここで、敵対的買収防衛策に関する経験豊富なアメリカ、特にデラウェア州<sup>35</sup>においては、実際にいかなる司法判断がなされてきたのか検討していきたいと考える<sup>36</sup>。

#### 3 . 1 . 裁判所のアプローチの基本的特徴

まず、デラウェア州における裁判所のアプローチの基本的特徴につき、Unocal 判決を取り上げ検討していく。Unocal 判決<sup>37</sup>の事実概要は以下の通りである。

Mesa 社（以下 M 社）は、Unocal 社（以下 U 社）の社外株式に対して二段階公開買付<sup>38</sup>を開始した。U 社の取締役会（過半数が社外取締役）は、投資銀行やその他の専門家の意見も参考にした上で、M 社の公開買付は不当なものであると判断、買付申込価格を上回る金額の社債を発行し、それを対価とする自社株買いの公開買付で対抗した。その際、M 社をその対象から除外したため、M 社が予備的差止命令を求めて提訴したのが本件である。

##### 3 . 1 . 1 . 取締役会が防衛策を講じる一般的権限

そもそも取締役会に防衛策を講じる権限があるのかという根本的問題に関し、裁判所は、まず、取締役会はデラウェア州一般会社法 141 条(a)項<sup>39</sup>により広く権限を与えられている旨確認する。そして、「取締役会の行為権限は、株主を含む会社という企業体を、その発生

---

<sup>35</sup> ニューヨーク証券取引所に上場する会社の 40%以上、フォーチュン 500 社の 50%以上がデラウェア州で設立されており、デラウェア州の会社法は米国の会社法の分野においてきわめて重要な地位を占めている。(田中信・後掲書[1]393頁)

<sup>36</sup> アメリカの判例につき、松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩 = 太田洋 = 中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(2004)、品川知久「米国における敵対的買収の防衛策と取締役の責任(上)(中)(下)」商事法務 No.1228、1229、1231(1990)、田中信隆「敵対的テイクオーバーに対する防衛策のデラウェア州に基づくルールと戦略[1]~[12]」国際商事法務 Vo.28, No.4~Vo.29, No.6(2000-2001)、片山・前掲書は非常によくまとめられており、大変参考になる。

<sup>37</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (1985)。本判決の邦語による評釈として岸田雅雄 = 近藤光男 = 黒沼悦郎編著『アメリカ商事判例研究』(社)商事法務研究(2001)155頁。

<sup>38</sup> M 社は、第一段階の公開買付において、発行済株式の 37%を一株あたり 54 ドルで取得し、第二段階の公開買付において、残りの株式を劣後的な証券と交換で取得する意思を表明していた。

<sup>39</sup> (a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.

源が何であれ合理的に認識される害悪から護るというその基本的な義務に由来する...したがって、会社の根本的な変化の問題を含むところのコーポレートガバナンスという幅広いコンテキストにおいて、取締役会は受動的な機関ではないとわれわれは確信する」と述べ、デラウェア州法の下では、取締役会は防衛策を講じる一般的権限を有するものと判断している<sup>40</sup>。

しかし、いかなる防衛策も無条件に認められるわけではなく、個々の防衛策の採用が制定法に違反しないかは別途判断されることとなる。さらに、制定法の権限内と認められた防衛策であっても、いついかなる場合でもその採用が適法とされるわけではなく、個別の状況に鑑みて、防衛策の実施が、取締役会の fiduciary duty に反しないかを判断されることとなる。

本件においては、講じられた防衛策は制定法によっても認められたものとされ、fiduciary duty にも違反しないとされたわけであるが、その fiduciary duty 違反の有無の審査基準につき詳細を考察していきたい。

### 3.1.2. 審査基準

まず、上述した通り、防衛策を講じる権限が取締役に認められるのであるから、取締役の fiduciary duty 違反の有無の判断に際しては、他の業務と同様、経営判断原則が適用されることを裁判所は確認している。つまり、経営上の決定を行うにあたって、取締役は情報に基づき、誠実に、会社にとって最良の利益であると信じたうえで行動したものと推定<sup>41</sup>される。

しかし、裁判所は「取締役会が会社や株主の利益よりも自らの利益を優先させるという、あまねく知られる危険が存するため、経営判断原則による保護を与えるに当たっては、裁判所の審査によって高度の義務が課されることになる」とする。

そして、その「高度の義務」の内容を、裁判所は以下のように示した。第一に「取締役会は、会社の政策および効率性に対する脅威が存在すると信じるに足る合理的根拠を有することを示すこと」が要求される。そして、その立証に当たっては、「誠実に行動し合理的調査を行ったと示すことにより」満足され、「社外取締役の多数から成る取締役会の承認によって、実質的にその証明は補強される」とされている。第二に「採用された防衛策が発生している脅威との関係で相当なものであること」が要求されている（以上2つの要件を

---

<sup>40</sup> アメリカにおいて、取締役の防衛策を講じる権限が司法上認められるに至った背景を考察するものとして、松井・前掲書（特に199、200頁）が非常に参考となる。簡単にまとめると、「1980年代以降、明らかに破壊的な効果を伴う敵対的企業買収がみられるようになった」こと、以上のような状況において「立法府、および行政府による対応が、きわめて不十分であった」ことの2点が上げられている。

<sup>41</sup> このような推定の基礎には、会社の業務を取り扱うのにもっとも適した地位にあるのは取締役会であり、一方で裁判所は複雑な会社の意思決定をよりよくなしうる立場にない以上、事後的に取締役会の決定に介入し、自らの判断に代えることは避けるべきである等の考え方がある。

指して Unocal 基準という)。

以上のように、会社支配権が争われる場面においては防衛措置の採用が取締役の利益と密接に関わるため、まず、取締役の利益衝突を考慮した方法で経営判断原則が適用されている。このような形で適用される経営判断原則は、取締役の裁量権を最大限に尊重する「経営判断原則」と、主に取締役の自己取引に適用される厳格な「本質的公正の基準 (standard of intrinsic fairness)」<sup>42</sup>との中間的基準であるともいえ、「中間的基準 (intermediate standard)」又は「より高められた基準 (enhanced standard)」とも呼ばれる。

### 3.1.3. 小括

以上のように、デラウェア州においては一般に取締役会が防衛策を講じる権限を認めた上で、防衛策の仕組みが制定法上違法とされないかという点および取締役会の fiduciary duty の観点から、採り得る防衛策の限界を提示するという形をとっている。その中において、防衛策をとらなかった場合に起こりうる弊害を「脅威」という観点から認定し、その脅威に「相当」な範囲でのみ防衛策を認めるという基準を打ち立てている。まさに、真っ向から防衛策の是非を検討するという姿勢をとっているのである。

## 3.2. 各正当化事由に関する裁判所の判断

では、ここから前章であげた正当化事由をデラウェア州裁判所が防衛策を講じる根拠として認めているのかにつき考察していく。

### 3.2.1. 会社の利益にならない買収、強圧的買収の存在

まずは強圧的買収等の存在が防衛策を正当化する根拠になると捉えているのかにつき、先に考察した Unocal 判決を例にとり、検討していく。

まず、裁判所は採用された防衛策の是非を検討するに当たり、当該企業買収の性質について考慮すべき旨述べている。そして、Unocal 事件はまさに二段階公開買付の例であったが、裁判所は「株主は残りの株主となることを恐れて、最初に公開買付に応じることとなるので、M社の公開買付は強制的な申し出である。また、M社はグリーン・メイラーとし

---

<sup>42</sup> 「取締役は手続きの公正と価格の公正を証明しなければならない。前者においては、問題となっている取引がどの時期に設定されたか、どのように始められ、組み立てられ、交渉され、取締役らに明かされたか、どのようにして取締役や株主の承認が得られたかが問われる。後者においては、会社の資産、市場価格、収益、将来の見通し等、株式の価格に関する諸要素が勘案される。この両者は総合的に考慮される。」 (Weinberger v. UPO, Inc., 457 A.2d 701,711 (Del. 1983))

て知られていた」として脅威を認定している。さらに、本件防衛策の内容は、株主の買収に応じるか否かという決定権限を妨げるものではなく、上記のような脅威に対し、第一段階の申し出に株主が殺到しないようにと採られた策であり「脅威から見て相当である」とし合理的な手段であると認定している。つまり、強圧的な買収の存在を防衛策を講じる根拠として認めているといえる。

### 3.2.2. 取締役会と株主の情報量および交渉力の格差

続いて、取締役会と株主の情報格差の点につき Time 判決を題材としながら検討したい。

#### (1) Time 判決<sup>43</sup>の事実概要

Time 社（以下 T 社）は業務拡大のため、合併相手として最適と考える Warner 社（以下 W 社）と株式交換による新設合併を行うことで合意していた<sup>44</sup>。ところが、Paramount 社（以下 P 社）が T 社の社外株式の全部を買い付ける旨発表した。これに対し、T 社の取締役らは P 社の申し出価格は不十分であり、W 社の合併のほうが有利であると判断すると同時に、同社の株主が W 社との合併による長期的な利益を理解せず、P 社の買付に応じることを恐れていた。そこで、T 社は P 社の申し出を拒否するとともに、株主の同意を必要とする W 社との合併という方法をとることをやめ、T 社が W 社を現金と株式で買収する方法へと変更した。これに対し、P 社および T 社の株主が T 社の W 社株式の公開買付の差止めを請求した事案である。

#### (2) 判旨および考察

裁判所は Unocal 基準を適用し、その第一要件に関し、「T 社の取締役会は同社の株主が W 社との企業結合がもたらす戦略的な利益を知らずに、または誤解して P 社の申し出に応じることを心配し、また P 社の申し出の条件が不確実性をもたらすものと判断した。よって、T 社の取締役会が P 社の申し出は会社の政策や効率性に脅威になると決定したことは、誠実性に欠け自己の地位保全や自己利益の動機に支配されていたという結論を取ることでできない。」と判断している。つまり、株主が情報不十分なゆえに敵対的買収に応じることを「脅威」と認定し、このような場合に取締役会が防衛措置をとることを認めているのである。さらに、第二の要件について「取締役は、会社の戦略を維持する根拠がないのではない限り、慎重に考えた会社の計画を短期の株主の利益のために放棄する義務を負わない。」とまで述べている。まさに、裁判所は、取締役会の情報優位性および長期的企業価値を追

<sup>43</sup> Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. Supr., 1989)。本判決の邦語による評釈として岸田 = 近藤 = 黒沼・前掲書 126 頁。

<sup>44</sup> 本合併においては、T 社が最高執行役員の承継について支配するという会社支配権条項と、W 社に有利に株式交換比率を決めるという合意がなされていた。

及することの重要性を肯定し、それを尊重する態度をとっているといえよう。

### 3.2.3. ステークホルダーの利益考慮

ステークホルダーの利益の考慮に関しては、先に紹介した Unocal 判決において、取締役が買収の性質を分析する際に考慮すべきものの例として「株主以外の構成要素 - 債権者、顧客、従業員、そして地域共同体一般すら含むかもしれない - への影響」があげられており、基本的には考慮してよいものとされている。しかし、株主利益との関係において、裁判所がどう捉えているかはこの文言だけではわからない。そこで、この点につき、詳細を以下、Revlon 判決に従い考察していく。

#### (1) Revlon 判決<sup>45</sup> の事実概要

Revlon 社(以下 R 社)は Pantry 社(以下 P 社)による敵対的公開買付の脅威から、取締役会においていくつかの防衛手段を採用した。P 社による公開買付けが開始されたが、R 社はそれを拒絶すると同時に友好的第三者である Forstmann(以下 F)らによる LBO に同意した。ところがその中に、以前、防衛策として発行されていた社債に付されていた社債の追加発行制限を定める契約の破棄が含まれていたことから、社債の市場価格は下落し、社債権者からの提訴の恐れが生じた。そのため F は社債の価値を支えることと交換に lock-up option、no-shop 条項、違約金条項等を要求し、R 社の取締役会はこれに同意した。これに対し、P 社の支配株主がこれらの措置の差止めを請求した事案である。

#### (2) 判旨および考察

裁判所は、まず、ステークホルダーの利益と株主の利益との関係につき、「取締役会が会社買収に対する防衛策を決定する場合、株主以外の構成要素の利益を考慮することができるが、それは株主について生ずる利益に合理的に関連する範囲においてである。」と述べている。

さらに、「P 社が買付額を引き上げた時点で R 社の取締役にとっては、解体が明らかとなった。ここに至っては、取締役会の責務は Unocal 事件のものとは異なってくる。もはや会社の政策や効率性に対する脅威にはもはや直面せず、取締役の義務は会社の存続を維持することから株主の利益のために会社の売却価格を最大化することに変更された。すなわち、取締役の役割は、株主のために最高価格を得る責任ある競売人へ変わった」とし、一定の場合<sup>46</sup>においては株主の利益(=売却価格の最大化)のみを考慮すべき旨を述べている。

<sup>45</sup> Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. Supr., 1986)。本判決の邦語による評釈として岸田 = 近藤 = 黒沼・前掲書 108 頁。

<sup>46</sup> いかなる場合に取締役会の義務が Revlon 義務へと変化するのか「解体」という文言のみではわからな

そして、本件においては、社債権者の利益に配慮した上で、友好的第三者への売却を決定しているが、「社債の内容は契約で定まり、リスクを承知したうえの引受であることから、配慮は不要である。」と述べている。

裁判所は、第一に優先すべきは株主利益であり、それを害さない限り、もしくは株主利益の向上に資する限りでステークホルダーの利益を考慮することを認めているようである。

### 3.2.4. 小括

以上をまとめると、裁判所は以下のような態度をとっているといえるのではないだろうか。最終目標は株主利益の最大化である。それを達成するに当たり、株主の利益を害する買収が提案されたとき、および株主が情報不十分により判断を誤る可能性が高いときには、(株主の意に反する場合であっても)取締役会が講じた防衛策を適切な対処とみなす。

## 3.3. ポイズン・ピル

続いて、アメリカにおいてポイズン・ピルがどのように取り扱われているのかについても考察していきたいと考える。なお、ポイズン・ピルとは俗称であり、アメリカでは正式には Rights plan と呼ばれているため、以下 Rights plan と記述することもある。

### 3.3.1. ポイズン・ピルの適法性

まず、3.1.1. で記述したとおり、防衛策を講じる一般的な権限がデラウェア州法上認められていることが確認されたわけではあるが、ポイズン・ピルという防衛策の仕組みはアメリカにおいて適法とされているのであろうか。以下、ポイズン・ピルの適法性に関して判断した Moran 判決を題材に考察していきたい。

#### (1) Moran 判決<sup>47</sup>の事実概要

Household 社(以下 H 社)の取締役会は、同社が敵対的企業買収の対象会社になりやす

---

い。その後、本文でとりあげた Time 判決、Paramount Communication, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A. 2d 34 (Del Supr., 1994)、Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp. 651 A.2d 1361 (Del. 1995)等において徐々に明らかにされつつあるものの、各判例の方向性は統一されているとはいいがたく、議論は混迷を極めていようである。

<sup>47</sup> Moran v. Household International, Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. Supr. 1985)。本判決の邦語による評釈として岸田=近藤=黒沼・前掲書 95 頁。



いことを懸念し Rights Plan<sup>48</sup>（ポイズン・ピル）を採用した。

これに対し、H社の取締役の一人であり、最大株主である Moran（以下 M）が Plan の有効性を争って提訴したものである。

## （２）判旨および考察

裁判所は、Rights Plan の採用がそもそも取締役会の権限の範疇に入るのか否かに関して以下２つの観点から判断を下している。

まず、取締役会に Rights Plan を採用する権限を法が与えているのかについて、裁判所は、「立法者がデラウェア州一般会社法 157 条<sup>49</sup>を採用するに当たり、その利用を会社の資金調達目的で予約権を発行する場合に限定することを意図したという証拠がない限り、立法者が付していない限定を当該条文に付すことはできない」として、防衛目的で新株予約権を発行することは 157 条に反しないことを示した。

また、M が「157 条は仮装の権利の発行を授権してはいないところ、本件買受権は行使されるように策定されておらず、経済価値を有しない仮装の権利である」と主張したのに対し、裁判所は「仮装の権利ではない」とし、Rights Plan のような新株予約権の発行を認めている。

さらに「会社の事業および業務の運営に関するデラウェア州法 141 条（a）項によって与えられた取締役会固有の権能は、Rights Plan を創設する権限をも取締役会に付与するものである。」と判示した。

敵対的公開買付の申込をうけるという株主の権利を侵害するか否かという観点につき、「取締役を全員解任し予約権を消却することの同意について委任状勧誘を行う等の方法により、Rights Plan を回避することができる。」また、「公開買付に直面し、予約権の消却を求められた取締役会は、他の防衛策を採用する取締役と同様の fiduciary duty 基準（Unocal 基準）によりその行動を判断されるのであり、恣意的に消却を拒絶することはできない。」よって「株主の権利を侵害するものではない」と結論づけている。

ポイズン・ピルの適法性を判断するに当たり、裁判所は最終的には株主が自由な意思の

---

<sup>48</sup> 本 Rights Plan は、H社の30%の株式に対する公開買付がなされた場合、H社の株式の20%が一人もしくはグループにより取得された場合に、H社の株主に、1株につき1予約権を付与する内容となっていた。両場合において普通株主には新たに発行される優先株の100分の1株を100ドルで購入する権利が付与されることとされており、第一の場合においては、取締役会は1予約権につき50セントで消却することができるが、第二の場合においては消却できないと定められていた。また、予約権が行使されないまま、会社の吸収合併または新設合併が行われると、予約権の保有者は買収者の200ドル相当の普通株式を100ドルで購入する権利を行使することができることとされていた。

<sup>49</sup> Subject to any provisions in the certificate of incorporation, every corporation may create and issue, whether or not in connection with the issue and sale of any shares of stock or other securities of the corporation, rights or options entitling the holders thereof to purchase from the corporation any shares of its capital stock of any class or classes, such rights or options to be evidenced by or in such instrument or instruments as shall be approved by the board of directors.

下買収提案に応じるか否かを決することができる仕組みであるという点に注目しつつ判断しているものと思われる。

さらに、Rights Plan は他の防衛策に比して、会社の価値構造に害を与えるものではないことも裁判所は強調している。

さらに、経営判断原則の適用について、裁判所は、Rights Plan に関して、将来の脅威に備えて事前に防衛策が採用されており、特定の脅威に対する対抗策として防衛策が講じられたケースとは異なることを指摘した上で、「不測の敵対的買収に備えて事前に計画することは、公開買付の圧力の下で、経営者が合理的判断を失敗する危険を減らすことができる。よって、事前の防衛措置は経営判断の原則を適用することがより適しているといえる」と強調している。ただし、前述した通り、「公開買付に直面し、予約権の消却を求められた取締役会は、他の防衛策を採用する取締役と同様の fiduciary duty 基準により、その行動を判断されるのであり、恣意的に消却を拒絶することはできない」旨も同時に強調している。つまり、有事の際（具体的な企業買収に直面した際）に再度審査されることを前提に、平時における Rights Plan の採用は一般的に認められると考えているようである。

### 3.3.2. ポイズン・ピルの限界

以上のように Moran 判決によってポイズン・ピルはその有効性を認められた。これにより、ポイズン・ピルは司法上も認められた、敵対的買収に対する効果的な防衛策として機能することとなった。

しかし、買収者は、公開買付を行う際に委任状勧誘も同時に行うことにより、攻撃的な企業買収を展開することが可能となる。このような買収者の戦略が功を奏し、買収者から指名された者が新たに取締役に選任されれば、その者は既存のポイズン・ピルを消却することにより買収者の目的を達成することが可能になる。

そこで、登場したのがポイズン・ピルを採用した取締役またはその同意によって後継者として選任された取締役しかその消却ができないとする dead hand 条項<sup>50</sup>付きポイズン・ピルや、slow hand 条項（消却遅延条項）<sup>51</sup>付きポイズン・ピルである<sup>52</sup>。これらの条項を付

---

<sup>50</sup> dead hand 条項の変種として、no hand 条項というものも存在する。典型的には、ポイズン・ピルを採用した取締役会のメンバーが対象会社の取締役会の過半数を占めなくなった場合にはいかなる取締役会もポイズン・ピルの残存期間中その消却ができなくなる旨定めた条項である。太田洋＝中山龍太郎「米国におけるポイズン・ピルの『進化』とその最新実務」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』（2004）113 頁。

<sup>51</sup> dead hand 条項や no hand 条項に、ポイズン・ピルの消却が制限される期間を所定の期間内に限定する旨の定めが付されたものをいう。（同書 114 頁）

<sup>52</sup> dead hand ポイズン・ピルについてのアメリカでの判例動向を詳細に記述したものとして、矢崎淳司「アメリカにおけるデッドハンド・ポイズンピル」法学協会雑誌 48-4（2002）が非常に参考となる。

すことにより、委任状勧誘に勝利した買収者側の候補者が新取締役役に選任されたとしても、ポイズン・ピルの消却ができず、買収者の目的達成が阻止されるのである。これらの条項は、株主の議決権行使を歪める点と（新たに選ばれた）取締役の権限を制限する点で、問題があり、その適法性について裁判所の判断が注目されていた。以下、dead hand 条項につき争われた Toll Brothers 判決を題材として裁判所の判断につき考察していきたいと考える。

#### （１）Toll Brothers 判決<sup>53</sup>の事実概要

Toll Brothers 社（以下 T 社）は、敵対的買収の横行する業界内において、その脅威に常にさらされていることを憂慮し、同社の現取締役のみがポイズン・ピルを消却できるとする dead hand 条項を含むポイズン・ピルを採用した。これに対し、同社の株主である James Carmody（以下 C）がこれを無効であるとして訴えを提起したという事案である。

#### （２）判旨および考察

まず制定法の観点から、裁判所は、「dead hand 条項は、ポイズン・ピルを消却できる取締役とできない取締役にクラスを分断し、取締役間で消却に関する議決権に差異を設けることになり、このように取締役の制定法上の経営権限を妨げることは、…デラウェア州一般会社法 141 条（d）項<sup>54</sup>に違反する。」と述べた。

さらに「dead hand 条項の存在のため、新任取締役はポイズン・ピルを消却することができず、それゆえ企業結合を行う権限が奪われている。したがって、dead hand 条項は、同法 141 条（a）項によって付与されている、取締役の営業および業務に関する経営権限を不当に侵害するものである」と述べ、dead hand 条項の違法性を認定した。つまり、141 条（a）項を理由に認められたポイズン・ピルであったが、同条項によりその限界も示されるかたちとなった。

また、fiduciary duty の観点から、裁判所は、「企業買収に対する防衛措置の有効性は

---

<sup>53</sup> Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A. 2d 1180 (Del. Ch. 1998)

<sup>54</sup> (d) The directors of any corporation organized under this chapter may, by the certificate of incorporation or by an initial bylaw, or by a bylaw adopted by a vote of the stockholders, be divided into 1, 2 or 3 classes; the term of office of those of the first class to expire at the annual meeting next ensuing; of the second class 1 year thereafter; of the third class 2 years thereafter; and at each annual election held after such classification and election, directors shall be chosen for a full term, as the case may be, to succeed those whose terms expire. The certificate of incorporation may confer upon holders of any class or series of stock the right to elect 1 or more directors who shall serve for such term, and have such voting powers as shall be stated in the certificate of incorporation. The terms of office and voting powers of the directors elected in the manner so provided in the certificate of incorporation may be greater than or less than those of any other director or class of directors. If the certificate of incorporation provides that directors elected by the holders of a class or series of stock shall have more or less than 1 vote per director on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of directors shall refer to a majority or other proportion of the votes of such directors.

通常 Unocal および Unitrin 基準<sup>55</sup>に基づき判断されるが、株主の議決権行使を妨害する意図で採用された防衛措置については、より厳格な Blasius 基準<sup>56</sup>に基づき判断され、『強力な正当性事由』がなければ支持されない。本件において T 社の株主は、企業買収を受け入れようとする取締役を望んだとしても、現取締役を選任することを強いられるであろう。このような株主の議決権を侵害するいかなる行為も正当化することは到底不可能である。」

「Unitrin 基準の下では、防衛手段が強圧的であるか排斥的である場合には、均衡を欠いているとされるが、本件 dead hand 条項は、株主に現取締役を選任することを強いることにより株主の議決権を奪っており、強圧的と認定される。また、新任取締役がポイズン・ピルを消却できないということは委任状闘争も実際上不可能にしており、排斥的防衛手段と認定される。よって、Unocal 基準の下では、防衛手段として相当性を欠いており不合理である。」

以上のことから、裁判所は、株主の議決権を非常に重視しており、ポイズン・ピルは株主の議決権行使を妨げない範囲において認められるものであることが確認される。

### 3.3.3. 小括

デラウェア州の判例上、他の防衛策に比して害の少ないものであること、取締役会に考える時間を与えるものであること等のポイズン・ピルの特徴を捉え、その採用については全面的に認めているようである。ただし、具体的な買収提案に直面した際に、株主がその買収を受け入れるか否かを決定する権限を侵すものであってはならず、また、取締役がポイズン・ピルの消却を恣意的に拒むことができぬよう、有事の際に再度審査されなければならないことを条件とした上で、認めていると考えられる。

---

<sup>55</sup> Unitrin, Inc., v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. Supr., 1995)

<sup>56</sup> 防衛措置が株主の議決権行使を妨げることを主要ないし唯一の目的とする場合には、そのような防衛措置を取らざるを得なかった「強力な正当化事由 (compelling justification)」を証明する責任を取締役会の側に課すという基準。Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1988)

## 4 . おわりに

本稿においては、1章で防衛策の是非につきなされている議論をまとめた上で、そこから抽出された防衛策正当化事由につき2章で検討した。さらに、買収防衛策に関する経験豊富なアメリカに示唆を得るべく、3章においてはアメリカ（デラウェア州）の司法上の取り扱いについて、各正当化事由を以下に捉えているかという視点およびポイズン・ピルの有効性につきいかに判断しているかという視点から考察してきた。

敵対的企業買収防衛策の是非の議論においては、より広く、より深くそしてより精緻な議論をしなければならないであろうし、また議論のみならず実証研究も重要となってくるであろう。それらを抜きにして、ここで防衛策の是非につき最終的見解を述べることは時期尚早といわざるを得ない。しかし、あえてこの段階で意見を述べるとすれば、2章で検討したとおり、「囚人のジレンマ」から生じる問題は放置すべきでなく、ここに防衛策を正当化する根拠が存在するのではないかと考える。そして、本事由を根拠とした場合、ポイズン・ピルのような防衛策に関しては、認めてもよいのではないかと考える。

しかし、ポイズン・ピルを導入するに際しては注意しなければならない点がある。デラウェア州の判例においても述べられていた点であるが、株主の最終決定権を奪うようなものであってはならないこと、そして、具体的買収に直面したときには適切に消却されねばならないことの2点である。そして、第2の点を考える際、日本においてはさらに注意しなければならない点がある。アメリカにおいては、ポイズン・ピルの消却に際して（有事に際して）の取締役会の行動を判断する基準が、司法上確立されているが、日本においては、いかなる基準で判断されるのか、その基準はまだ明確になっていない。

日本においては、買収の対象となった会社の取締役会による対抗措置の問題は、新株発行の一形態である第三者割当増資をめぐる商法第280条の10所定の「著しく不公正な方法による株式の発行」（以下、不公正発行とする）との関連において主に論じられてきた<sup>57</sup>。そして、日本の裁判所は、不公正発行の判断にあたって、いわゆる主要目的のルールと呼ばれる考え方を採用することにより対処している<sup>58</sup>。主要目的のルールとは、取締役会が新株発行を決定した種々の動機のうち、自派での議決権の過半数を保有する等の不当目的達成動機が他の動機に優越する場合に新株発行の差止めを認め、他の場合には認めないとするルールである<sup>59</sup>。そして、主要目的の認定にあたっては、主として会社に資金調達の実必要性があったか否かという要素のみが考慮の対象とされている。つまり、資金調達の必要性さえあれば不当目的とは認められず、差止めは認められないというのが現状である。

しかし、ポイズン・ピルの消却が適切になされているかを判断せねばならない場面にお

---

<sup>57</sup> 徳本・前掲書 15 頁以降。

<sup>58</sup> デラウェア州においても主要目的のルールが採用されている時期があった。（松井・前掲書 189 頁以降）

<sup>59</sup> 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法（第二版）』574 頁。

いては、資金調達の実必要性の有無を問うような本基準では判断できない。やはり取締役の防衛行動を真正面から判断する審査基準が必要となろう。適切な消却がなされることはポイズン・ピルの要とも言え、それを担保するものなしには、ポイズン・ピルの導入を認めることはできないのではないかと考える。

また、このような基準は、ポイズン・ピルのみならず、あらゆる防衛策を判断するものとして必要になってくるであろう。以上の状況を考えると、日本においても早急な審査基準の整備が望まれる。

もっとも、本基準の内容をいかなるものにすべきかは、まさに本稿で検討してきた防衛策を正当化する根拠は何であるのかにかかってくるといえるであろう。この点の議論は今後より綿密に、実証研究を伴うかたちでなされなければならないということは前述した通りである。筆者においても、本稿で終わることなく、より精緻な検討を行っていきたいと考えている。

以上、今後の課題を示したところで、本稿を締め括りたいと考える。