

# アメリカにおけるポイズンピルをめぐる近時の動向

矢崎 淳 司

## 目次

- 一 はじめに
- 二 アメリカにおけるポイズンピルの展開
  - 1 ポイズンピルの有効性に関する法的基準
  - 2 デッドハンド・ポイズンピルの登場
- 三 セレクティカ事件判決 (Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.)
  - 1 事実の概要
  - 2 判示事項
  - 3 検討
- 四 イーベイ事件判決 (eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark)
  - 1 事実の概要
  - 2 判示事項
  - 3 検討
- 五 おわりに

アメリカにおけるポイズンピルをめぐる近時の動向

(都法五十三―二)

六九

## 一 はじめに

アメリカでは、一九八〇年代中頃において企業買収が加速するのに伴い、様々な買収防衛策が生み出されることになった。<sup>(1)</sup> ポイズンピルは、M & Aを扱うローファームとして名高きWachtel, Lipton, Rosen & Katzのマーティン・リプトン (Martin Lipton) が一九八四年に考案した買収防衛策であり、<sup>(2)</sup> 買収を試みる者が対象会社の株式を特定割合以上 (典型的には、一五パーセントから二〇パーセント) 取得した場合において、対象会社の株主に市場価格よりも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与することにより、対象会社を敵対的買収の対象として魅力に乏しいものとし、買収者の意図を阻止することを目的とするものである。<sup>(3)</sup>

ポイズンピルは、一般的に対象会社の取締役会の判断のみで導入ことができ、対象会社の株主の承認は要求されないことから、他の買収防衛策よりも効果的であるとされる。<sup>(4)</sup> また、その有効性が概ね各州の裁判所において認められていることもあって、アメリカではポイズンピルが買収防衛策として広く採用されることになった。さらに、近年では、従来のポイズンピルよりも買収防衛策としての機能が強められたデッドハンド・ポイズンピルが登場し、その有効性がデラウェア州裁判所で争われることになった。<sup>(5)</sup>

このように、従来アメリカでは、ポイズンピルが敵対的買収に対する買収防衛策として位置づけられ、利用されてきたが、敵対的買収が問題となるのは専ら公開会社であり、これまでアメリカにおいてポイズンピルの有効性が争われた事例も公開会社に関するものであった。ところが、最近アメリカでは、敵対的買収でない場面においてポイズンピルが導入された事例が登場し、その有効性が争われることになった。<sup>(6)</sup>

ポイズンピルは、登場後も現在に至るまで発展を続けているが、そもそも公開会社における買収防衛策として生み出されたものであり、その有効性に関する法的基準についても、買収防衛策全般に潜在する利益相反の問題を考慮したうえで裁判所により構築されてきたという経緯がある。<sup>(7)</sup> このような経緯をふまえると、敵対的買収でない場面に於いてポイズンピル導入の有効性が問題となった最近の事例は、デッドハンド・ポイズンピルに次ぐ新たなポイズンピルの動向として興味深いものであり、検討が必要であるように思われる。

以下では、二においてデッドハンド・ポイズンピルが登場するまでのアメリカにおけるポイズンピルの展開を概観したうえで、三および四において敵対的買収でない場面におけるポイズンピルの事例とその判断基準について検討する。

- (1) 代表的な買収防衛策としては、買収者がその意欲をなくすような条項を基本定款 (articles of incorporation) 等に予め挿入しておくシャーク・リペラント (shark repellent)、対象会社と友好関係にある会社 (以下「ホワイトナイト (white knight)」という) が敵対的買収者と競合して買収を試みる場合には、ホワイトナイトに対して便宜を図る旨の対象会社およびホワイトナイト間の取引であるロック・アップ (lock-up)、買収者にとって魅力的な対象会社の財産であるクラウンジュエル (crown jewel) を売却して買収者の意欲を失わせるなどの方法がある。See Robert W. Hamilton, CORPORATIONS INCLUDING PARTNERSHIPS AND LIMITED PARTNERSHIPS: CASES AND MATERIALS, at 1142-1143 (5th ed. 1994).
- (2) Babatunde M. Ammashau, *Poison Pill: Corporate Anti-Takeover Defensive Plan and the Directors' Responsibilities in responding to Takeover Bids*, 18 S. U. L. Rev. 171, 176 (1991).
- (3) Kenneth J. Blalock & Robert G. Wray, *Legal Developments: Poison Pills*, M&A Law, Jul/Aug. 1997, at 12; see also F. Dean Copeland, *Advance Planning and Structural Defenses for Financial Institutions*, in FINANCIAL INSTITUTIONS MERGERS AND ACQUISITIONS 1997, at 685, 703 (PLI Corp. Law & Practice Course Handbook Series No. B47179, 1997).
- (4) See Arther Fleischer, Jr. & Alexander R. Sussman, TAKEOVER DEFENSE [1] §5.01 [B] [2], at 5-9.  
スタガード・ボード (staggered board) も敵対的買収に対する有効な防衛手段となりうるが、これを採用するためには基

本定款の変更が要求されるため、株主の承認を得なければならぬ。Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS*, at 736-37 (2d ed. 1995).

(5) テッドハンド・ポイズンピルについては、拙著『敵対的買収防衛策をめぐる法規制』（多賀出版、二〇〇七年）八三〜一二二頁参照。

(6) セレクティカ事件判決およびイーベイ事件判決に関しては、以下を適宜参照した。Joseph M. Grieco, *The Ever-Evolving Poison Pill: The Pill in Asset Protection and Closely-Held Corporation Cases*, 36 Del. J. Corp. L.625 (2011).

(7) 拙著・前掲注(5) 七五〜七六頁参照。

## 二 アメリカにおけるポイズンピルの展開

### 1 ポイズンピルの有効性に関する法的基準

ポイズンピルの有効性に関するリーディングケースであるモラン事件判決<sup>(8)</sup>では、将来の敵対的買収に備えて導入されたフリップ・アウト型<sup>(9)</sup>のポイズンピルの有効性が認められた。同判決以降、ポイズンピルはその有効性が概ね認められるようになり、その有効性に関しては、主にデラウェア州裁判所がその判断基準を構築してきた。

ポイズンピルは買収防衛策のひとつであり、買収防衛策は対象会社の取締役の利益と株主の利益とが先鋭に衝突する状況においてとられるものであるため、その是非を判断する際には、買収防衛策の導入が取締役の信義義務に違反しないかという観点からの検討が不可欠である。アメリカでは、敵対的買収に対する買収防衛策の有効性に関する法的基準として「中間的基準 (intermediate standard)」ないしは「高められた経営判断原則 (enhanced

business judgment rule)』と呼ばれる基準がデラウェア州裁判所により構築されてきた。この基準は、対象会社の取締役が経営上の理由から買収防衛策をとることに経営判断原則が適用されることを前提にしつつ、買収防衛策の導入が取締役の個人的な利益と密接に関わることを考慮した方法で経営判断原則を適用するものであり、ポイズンピルの有効性を判断する際にも用いられる<sup>(10)</sup>。ポイズンピルの有効性が争われた事例で問題になった基準には、ユニカル／ユニトリン基準とブラシウス基準がある。

#### ユニカル／ユニトリン基準

ユニカル事件判決<sup>(11)</sup>は、敵対的買収に対する買収防衛策については、その導入が取締役の個人的な利益と密接に関わるという特殊性を考慮したうえで経営判断原則を適用すべきことを最初に示した判決であり、敵対的買収における買収防衛策が経営判断原則により保護されるためには、取締役会の側で①敵対的なオファーにより、会社の経営方針や効率性に対する脅威が惹起されたと信じるに足る合理的な根拠があること(第一要件)、②買収防衛策がかかる脅威に対して相当なものであること(第二要件)の二点を証明しなければならぬとするものである<sup>(12)</sup>。このユニカル基準の第二要件である買収防衛策の相当性につき、近年のデラウェア州最高裁判所判決であるユニトリン事件判決<sup>(13)</sup>では、買収防衛策が株主に経営陣の選択を押しついたり( coercive)、経営陣が好ましくないと判断した買付者を排除したりする( preclusive)ものでなければ導入された買収防衛策は支持されると述べ、ユニカル基準の第二要件に関する裁判所の解釈を明確に示した<sup>(14)</sup>。以上のユニカル事件判決およびユニトリン事件判決で示された基準は、ユニカル／ユニトリン基準と呼ばれ、ポイズンピルの導入および消却の場面における信認義務違反の有無を審査する際にこの基準が用いられる。

## ブラシウス基準

ポイズンピルが買取防衛策としてとられている場合、買取者が目的を達成するためには、①対象会社の取締役会にポイズンピルの消却を命ずる裁判を得るか、または②株主総会における議決権行使に関して株主に委任状の提出を呼びかけたり(proxy solicitation)、総会に代わる株主の同意が得られるよう株主に働きかけることにより(consent solicitation)、対象会社の取締役会を交替させた後に買取者側の新取締役にポイズンピルを消却させなければならぬ。後者の場合には、対象会社の取締役会が買取者側の株主に対する委任状ないし総会に代わる株主の同意の勧誘を妨げようとするのが考えられるが、かかる対象会社の取締役会の行為は株主の議決権行使を妨げるものとして許されないのではないかが問題となる。この点につき、ブラシウス事件判決<sup>16)</sup>では、買取防衛策が株主の議決権行使を妨げることが主要ないし唯一の目的とする場合には、そのような買取防衛策をと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が示された(ブラシウス基準<sup>17)</sup>)。

## 2 デッドハンド・ポイズンピルの登場

ポイズンピルは、敵対的買取に対する効果的な買取防衛策として機能し、敵対的な買取者の公開買付けの効果が生じるのを遅らせたり、買取そのものを阻止することが可能である。しかし、近年アメリカでは、デッドハンド・ポイズンピルと呼ばれる買取防衛策としての機能をさらに強化させた新たなポイズンピルが登場し、その有効性が問題となった<sup>18)</sup>。デッドハンド・ポイズンピルは、ポイズンピルの消却期限内に対象会社の現取締役(controlling

directors)ないしその後継者のみがポイズンピルの消却をなしえ、それ以外の者の消却を認めないもの（以下「デッドハンド条項」という）と、その特徴が弱められた条項が設けられるものがある。後者の例としては、特別多数の議決権行使により選任された取締役のみがポイズンピルの消却をなしうるとするものと、限定された期間内だけ現取締役およびその後継者のみがポイズンピルの消却をなしうるとするもの（ノー・ハンド条項）がある<sup>(19)</sup>。

デッドハンド・ポイズンピルは、ポイズンピルの消却権限を持つ取締役（現取締役）とポイズンピルの消却権限を持たない取締役（買取者側）によって将来選任されるであろう取締役」という二種類の取締役を生み出す結果となり、現取締役会が将来の取締役会の裁量権に制約を加えることにつながるという批判<sup>(20)</sup>や、取締役会のポイズンピルの消却権限に重大な制限が課されており、このような状況のもとでは、対象会社の株主が買取者側によって新たに任命される取締役会の方を支持しようと考えたとしても、現取締役会のために議決権行使をするよう「強いられる」結果となり、株主の議決権行使を侵害することになるため、デッドハンド・ポイズンピルが何らかの利益を株主にもたらすとした場合でも正当化できないという批判があった<sup>(21)</sup>。

デッドハンド・ポイズンピルに関して、デラウェア州裁判所は、トール・ブラザーズ事件判決<sup>(22)</sup>においてデッドハンド条項の効力を認めず、クイックターソン事件判決<sup>(23)</sup>においてノー・ハンド条項の効力を認めなかった。デラウェア州の会社法では、取締役会の権限に何らかの制約を課す場合には基本定款にその旨を明示することが要求されており<sup>(24)</sup>、デッドハンド・ポイズンピルは、将来の取締役会がポイズンピルを消却することに對して制約を加えることになるため、その導入にあたっては基本定款にその旨の記載が必要となるが、いずれの事例においてもデッドハンド・ポイズンピルの導入を基本定款に明示していなかったため、裁判所はその効力が認められないと判示した。

これらの判決は、アメリカの経済界や法曹界に大きな影響を及ぼし、デッドハンド・ポイズンピルをすでに採用

していた会社には注意を喚起し、これから採用する予定のあった会社には再考を促す結果となった。<sup>(25)</sup> トール・ブラザース事件判決およびクイックターン事件判決以降は、デッドハンド・ポイズンビルが買取防衛策として利用されることはなくなり、ポイズンビルの今後の展開にも影響を与えることになったように思われる。

- (8) *Morvin v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).  
 デラウェア州最高裁判所は、対象会社の取締役会には本件におけるポイズンビルを導入する制定法上の根拠があるとしたうえで、ユノカル基準に基づいてポイズンビルの有効性につき分析し、信義義務違反も認められないとして、本件におけるポイズンビルは有効であるとの結論を下した。裁判所は、対象会社の取締役会により導入されたポイズンビルが株主の議決権を妨げることがあつてはならず、ポイズンビルを含めた買取防衛策が委任状の勧誘に及ぼす効果は最小限のものでなければならぬとも述べており、ポイズンビルが有効とされるためには株主の議決権行使が妨げられないことを基礎的条件としている点が注目される。 *Id.* at 1351-57.
- (9) フリップ・アウト型のポイズンビルは、買取者が対象会社の支配権を獲得しうる多数の株式を取得した後に対象会社を消滅会社とする合併を行ったような場合、対象会社の株主に対し、当該時点での市場価格よりも著しく廉価な価格で買取者の会社の株式を取得する権利を与えるものである。これに対し、買取者の持分が対象会社の社外株式の一定割合を超えた場合、対象会社の株主に対し、当該時点での市場価格よりも著しく廉価な価格で対象会社の株式を取得する権利を与えるものを、フリップ・イン型のポイズンビルという。拙著・前掲注(5)七八頁。
- (10) ポイズンビルの有効性に関する法的基準については、拙著・前掲注(5)八〇〜八二頁参照。
- (11) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- (12) *Id.* at 955.
- (13) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- (14) *Id.* at 1367, 1388-91.
- (15) 定款に別段の定めのないときには、特定の議事の採択に必要な数の株式を保有する株主の書面の同意 (consent) が得られれば、株主総会を開催することなしに会社運営を行うことができる。買取者は、このような総会に代わる株主の同意を得て取締役を交替させれば、合併の目的を達成することができる。総会に代わる株主の同意の詳細につき、Del. Code Ann.



- tit. 8, § 228 を参照。
- (16) *Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A. 2d 651(Del. Ch. 1988).
- (17) *Id.* at 659-63.
- (18) 買取者は対象会社の現取締役会のメンバーを交替させて会社支配権を獲得しようとして、公開買付けを行う際に委任状ないし総会に代わる株主の同意の勧誘 (consent or proxy solicitation) も同時に行うことにより、公開買付けのみを行う場合よりも攻撃的な企業買収を展開することが可能になる。このような買取者の戦略が功を奏し、買取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取者の目的を達成することが可能になる。このような買取者の戦略に対しては、従来のポイズンピルでは買取防衛策としての威力は減退する結果となるため、対象会社は新たな条項をポイズンピルに加えることにより買取者に対抗するようになった。これがデッドハンド・ポイズンピルが登場した背景である。拙著・前掲注(5) 八三頁。
- (19) John Eofson, *Should Dead Hand Poison Pills Be Sent to an Early Grave?*, 25 Sec. Reg. L. J. 303, 309(1997); Xueqing Linda Ji, *A New Look at Dead Hand Poison Pills: Are They per se Invalid After Toll Brothers and Quickturn?*, 44 St. Louis Univ. L. J. 223, 234(2000).
- (20) Meredith M. Brown & William D. Regner, *Shareholder Rights Plans: Recent Taxopharmological Developments*, 11 No. 10 INSIGHTS 2, 3(1997).
- (21) Eofson, *supra* note 19, at 343.
- (22) *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A. 2d 1180(Del. Ch. 1998).
- (23) *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A. 2d 1281(Del. 1998).
- (24) Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a), (d)(1991).
- (25) トール・ブラザーズ事件判決およびクイックターン事件判決の概要および影響については、拙著・前掲注(5) 九四〇―一〇〇一、一〇六―一〇七頁参照。

### 三 セレクティカ事件判決 (Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.)<sup>(26)</sup>

#### 1 事実の概要

セレクティカ社は、契約管理および販売計画システム (sales configuration system) の企業用ソフトウェア (enterprise software solution) を提供するデラウェア会社であり、二〇〇〇年三月にナスダックに上場した。同社は、七名の大株主が同社株式の過半数を、二五名未満の株主が同社株式の約三分の二を所有しており、特定の株主に株式が集中している。トリロジー社も企業用ソフトウェアを専門とするデラウェア会社であるが、非上場会社であり、創立者が八五パーセントを超える同社株式を保有している。トリロジー社にはウェルサータ社という子会社があり、技術開発事業 (technology powered business) を展開している。トリロジー社とウェルサータ社は、セレクティカ社株式を共有していた。<sup>(27)</sup>

セレクティカ社は上場以後、年次利益 (annual profit) を生じさせることがない状態が続いており、株価も上場当初の三〇ドルから一ドルを下回るようになっていた。同社株式の時価総額 (market capitalization) は、二〇〇九年三月末で二三〇〇万ドルであったが、純利益 (net income) をプラスにすることができない状態が続いたことから、将来に繰り越される純営業損失 (net operating loss)<sup>(28)</sup> (以下「NOL」という) が一六〇〇〇万ドルに膨れ上がるこゝとが見積もられた。NOLは、実現・累積した (realized and accumulated) 会社の欠損金 (tax loss) であり、二年間の繰戻し (carried backward) と二〇年間の繰越し (carried forward) が認められ、税制上の優遇を受けることができる

価値ある資産である<sup>(29)</sup>。ところが、このようなNOLによる税制上の優遇を会社は常に享受できるわけではなく、内国歳入法 (Internal Revenue Code) 三八二条は、会社支配の変更 (ownership change) が生じた場合にNOLの繰越しを制限するものとしている。同条が適用されることになる「会社支配の変更」とは、当該会社の社外株式を五パーセント以上保有するか獲得することになった株主が、三年間の間に、その株式保有割合を五〇パーセント超とする場合をいう<sup>(30)</sup>。同条が規定する会社支配の変更が生じると、税制上の優遇が受けられなくなるため、かかる株主の變動を防止する目的でセレクティカ社が採用したボイズンビル (一般的にNOLボイズンビルと呼ばれる) の有効性が争われたのが本件である。

セレクティカ社とトリロジー社は、契約管理および販売計画システムという比較的狭い業界内で競合しており、二〇〇四年以降、トリロジー社側がセレクティカ社を特許権侵害で訴えたり、トリロジー社がセレクティカ社を現金で買収しようとして失敗したりするなど、両社は複雑で敵対的な関係にあった。二〇〇六年一〇月にトリロジー社がセレクティカ社に対して提起した特許権訴訟は、セレクティカ社が一〇〇〇万ドルの現金を一括で支払ったうえで、七五〇万ドルを以後三か月おきに四回支払うという条件で、二〇〇七年一〇月に和解がなされた<sup>(31)</sup>。

ステイールパートナーズは、二〇〇六年以降セレクティカ社の株主となり、現在では同社における最大の株主となっている。ステイールパートナーズの戦略は、収益力がある事業を有するものの窮してしまった会社を救済するため、大きなNOLを有する小規模会社に投資してその節税効果を得ることにあつた<sup>(32)</sup>。セレクティカ社は、ステイールパートナーズに促される形で、内国歳入法三八二条により同社のNOLの繰越しが制限されることがないかどうかについて税務の専門家による詳細な分析を複数回行った。二〇〇八年六月には、ステイールパートナーズを含む株主の支持を受けたロイド・セムス (Lloyd Sears) がセレクティカ社の取締役指名され、二〇〇八年七月初旬に

は、取締役会は当時のCEOを解任し、販売促進事業における経営陣のポストを消滅させるなどして会社のリストラを行った。また、同月下旬には、同社を買収したい旨の複数の申し入れがあったことに促され、会社の戦略的選択肢の評価および同社が売却される場合に助言を行う投資銀行を選定している旨が、同社取締役会によって発表された。<sup>(33)</sup>

二〇〇八年七月一五日、トリロジー社はセレクトティカ社に対して買収を提案し、①二〇〇七年一〇月の和解金の残額七一〇万ドルを帳消しにし、セレクトティカ社の販売促進事業の全財産を取得する、または②上記残額を帳消しにすることに加えて六〇〇万ドルの現金を支払うことと引き換えに、セレクトティカ社の全営業 (entire operations) を取得する、という二つの選択肢を示したが、セレクトティカ社はいずれの提案も拒否し、何らの対案も示さなかった。

二〇〇八年一〇月九日、トリロジー社は二回目の買収を提案し、和解金の残額七一〇万ドルを帳消しにするこゝとに加えて現金を一〇〇〇万ドル支払うことと引き換えに、セレクトティカ社の全財産を取得することを提案したが、これも拒否された。同時に、トリロジー社はセレクトティカ社株式を市場で購入し始めたが、セレクトティカ社は当時このことに気付かなかった。同年一月一〇日、トリロジー社は、同社がセレクトティカ社の社外株式の五パーセント超を購入した旨をセレクトティカ社に対して通知し、スケジュール一三Dの申立てがなされた一月一三日の段階では、同社側の保有割合が五・一パーセントになっていた。<sup>(34)</sup>

これを受けてセレクトティカ社が内国歳入法三八二条に関する分析を行ったところ、過去三年間の株式保有割合の増加は累計で四〇パーセントに達していることが判明した。セレクトティカ社は二〇〇八年一月一六日に取締役会を開催し、セレクトティカ社が二〇〇三年から採用しているポイズンピルを修正するかどうかを検討した。その結果、

五パーセントを保有する株主が出現することを防ぎ、同社が有するNOLの価値の毀損を防ぐために、トリガーの基準を一五パーセントから四・九九パーセントに変更することが決定された（以下では、変更されたポイズンピルを「NOLポイズンピル」という）。ただし、NOLポイズンピルは、既に五パーセントを保有している株主に対しては直ちに発動されず、かかる株主は追加的に〇・五パーセントまでは株式を取得することが認められる<sup>(35)</sup>。セレクトティカ社は翌一七日にNOLポイズンピルを導入した旨をトリロジー社側に連絡し、トリロジー社は直ちに対応策の検討に入った<sup>(36)</sup>。

二〇〇八年二月一八日および翌一九日、トリロジー社はセレクトティカ社の株式を買い増した結果、その株式所有割合が六・七パーセントとなり、NOLポイズンピル発動の要件となる「取得者(acquiring person)」となった。NOLポイズンピルでは、トリガーとなる事実が生じた後の一〇日間を待機期間とし、セレクトティカ社の取締役会が同社のNOLに対して危険を及ぼさないと判断すれば、トリロジー社を例外的に扱うことでNOLポイズンピルを発動させないことができる。セレクトティカ社はトリロジー社に対してさらなる株式の買い増しを行わないよう合意することを繰り返し求めたが、同年二月二六日、トリロジー社はかかる合意はできない旨を伝えた。セレクトティカ社は、支配権の変更が生じた場合には少なくとも一六〇〇万ドルのNOLに対して危険が及ぶことや、トリロジー社の行動は多くの点において会社に対する大変な脅威となるものであることから、トリロジー社によって提起された脅威に対する措置としてNOLポイズンピルは相当であると判断したものの、二月二九日の夕方にトリロジー社に再考を促すメールを送った<sup>(37)</sup>。

これに対し、翌日、トリロジー社はかかる申し出には合意できない旨の返答をしたため、セレクトティカ社は、二〇〇九年一月二日に同社のNOLポイズンピルを発動した。その結果、トリロジー社側の株式所有割合は六・七

パーセントから三・三パーセントに低下することになった。セレクトイカ社は、NOLポイズンピルの発動の決定と同時に、二〇一二年一月二日に失効するNOLポイズンピルを再度導入することも決定した。裁判では、NOLポイズンピルの導入・発動・再度の導入に関して、その有効性が争われた。<sup>(38)</sup>

## 2 判示事項

デラウェア州最高裁判所は、取締役会がNOLポイズンピルを導入した点についてユノカル基準を適用した。その理由として、第一に、ユノカル基準の二段階における分析が様々な事実関係に柔軟に適用でき、有益であること、第二に、NOLポイズンピルの主たる目的は、NOLの財産的価値の毀損を防ぐことにあり、敵対的買収に対抗することではないものの、ポイズンピルは本質的に買収防衛策として機能するものであるから、NOLポイズンピルについてもその主たる目的如何に関らずユノカル基準にもとづいた分析がなされるべきことをあげている。<sup>(39)</sup> 以下では、ユノカル基準の要件ごとに裁判所の判示事項についてみていくことにする。

### ① 第一要件について

ユノカル基準の第一段階で問題となる「会社の経営方針や効率性に対する脅威が惹起されたと信じるに足る合理的な根拠」があるかどうかについては、最高裁判所は衡平法裁判所の判断を支持し、第一段階で問題となる「脅威」が存在すると判示した。最高裁判所がそのように判断した理由としては、第一に、NOLポイズンピルの導入が決定されたセレクトイカ社の二〇〇八年一月一六日の取締役会において、NOLポイズンピルの採否をめぐって二時間半以上にもわたり議論がなされ、その際に専門家の意見を十分に聞いたうえで「NOLは維持する価値の

ある財産であり、その保護は重要な会社の目的である。」との判断をしているため、専門家を信頼して行動した取締役は免責されると規定するデラウェア会社法一四一条(e)項(Del. Code Ann. tit.8, § 141(e))が適用されると考えられること、第二に、トリロジー社の株式保有割合は一か月少して五パーセントを超え、その勢いが止まらなかったため、一月一六日の取締役会でトリガーを二五パーセントから四・九九パーセントに変更し、四・九九パーセント超の既存株主が〇・五パーセント持株比率を増加させた場合にはNOLボイズンビルが発動されることを急遽決定しており、これには相当な理由があると判断したことがある。<sup>40)</sup>

衡平法裁判所は、セレクトティカ社の取締役会が、NOLは維持する価値のある財産であり、トリロジー社の行為はNOLが毀損される深刻な脅威を提起したと結論づけたのには相当な理由があると判示し、さらにNOLボイズンビルのトリガーが四・九九パーセントであるのは、税法上の規制という外部要因からそのように決定されたにすぎず、セレクトティカ社の取締役会が独自に設定した基準でもなければ裁判所が設定した基準でもないため、この点に疑義を差し挟むことはしないと判示した<sup>41)</sup>が、最高裁判所は、衡平法裁判所がそのように判断したのは明らかな誤りとはいえないとし、結論的には、衡平法裁判所と同様、ユノカル基準の第一要件をみたしているとした。

## ②第二要件について

ユノカル基準の第二段階で問題となるのは、当該脅威に対抗してとられた取締役会の防衛策が排他的(Preclusive)または強圧的(coercive)<sup>42)</sup>であったかどうかということと、防衛策が当該脅威に対して相当なものであったかどうかということである。ユノカル基準の第二段階の基準の分析につき最高裁判所は、五パーセントのボイズンビルでは委任状合戦(proxy fight)が現実味を帯びるわけではないことを理由に、排他的なものではないと判示した<sup>43)</sup>。本件では、NOLボイズンビルの強圧性に関しては何ら主張されておらず、排他性および相当性が問題となった。以下で

は、排他性および相当性に関する裁判所の判示事項についてみていくことにする。

### (排他性)

トリロジー社側は、第一に、対抗者(challenger)が十分な信用を得るのでなければ委任状合戦で勝利することはできないのに、四・九九パーセントのトリガーではかかる信用を得るのが難しいこと、第二に、委任状合戦を通じて取締役会を刷新したいと思う投資家がいちとして、当該投資家は、委任状合戦の全費用を負担する一方で持株割合に応じた収益しか受け取れないため、委任状合戦が経済的に魅力的ではなくならないという問題があり、上限で五パーセントしか所有権が認められないとなると、この問題がさらに悪化することを主張した<sup>(44)</sup>。

これに対し、デラウェア州最高裁判所は、モラン事件判決(トリガーは本件とは異なり二〇パーセントであった)を引合いにだし、ポイズンピルが委任状合戦を行おうとする意欲を一定の限度で削ぐことは認めつつも、ポイズンピルによって個々の株主の議決権行使が制限されるものではないこと、セレクトィカ社のNOLポイズンピルの五パーセントのトリガーは、デラウェア州裁判所で支持されてきた従来のポイズンピルとNOLポイズンピルを区別するものではなく、五パーセント未満の株主がセレクトィカ社で委任状合戦を行って勝つ現実的な見込みはないという証拠は何らないことから、排他性は認められないと判示した<sup>(45)</sup>。

衡平法裁判所は、NOLポイズンピルが排他的であると判断されるためには所定の事実関係の下で委任状合戦で勝利することが現実的に不可能とならねばならないとしたうえで、本件NOLポイズンピルの導入および再度の導入は排他性の基準をみたしていないと結論づけたが、これに対してトリロジー社は、四・九九パーセントを所有する株主が委任状合戦で現実的に勝利できた場合であっても、かかる者が取締役会においてポイズンピルを排除するの



に必要な支配権を現実獲得できるかどうかという観点から排他性の問題を捉えるべきである旨を主張した。セレクティカ社はスタガード・ボードを採用していたため、委任状合戦を仕掛ける者が支配権を獲得するためには二回委任状合戦に勝つ必要があり、四・九九パーセントのトリガーとスタガード・ボードの組み合わせにより、トリロジー社が取締役会において支配権を獲得することは現実的に不可能になってしまおうというのが同社の主張である。すなわち、四・九九パーセントのトリガーとスタガード・ボードとが合わさって排他的となる旨を主張した。<sup>(47)</sup>

しかし、最高裁判所は、第一に、スタガード・ボードは制定法上認められており、買取防衛策としても機能する一方で様々な事業目的のために採用されていること、第二に、買取防衛策の組み合わせにより買取者が取締役会の支配権を獲得することが難しくなるという事実があるからといって、かかる防衛策が排他的であることにはならないこと、第三に、ポイズンピルは株主の公開買付け受諾機会を奪うものではなく、委任状合戦に重大な制約を加えるものでもないため、排他的であるとはいえないことを理由に、スタガード・ボードとポイズンピルとの組み合わせは排他的ではないと結論づけた。<sup>(48)</sup>

### (相当性)

次に相当性に関してであるが、防衛策が相互に関連しあっている場合には、それらを全体的に一つの行為とみて提起された脅威に対して相当性を有するかどうかを審査することになる。<sup>(49)</sup>

トリロジー社は、二〇〇八年二月一九日、NOLポイズンピルのトリガーが発動されるのに十分な数の株式を故意に購入し、両者の複雑な関係に一定の時間的制約を設けて事業の方向性に関する両者の話し合いを加速させようとした。トリロジー社は、セレクティカ社の競争者・債権者・株主という三つの顔があり、二〇〇七年には特許

をめぐる両社の従前の争いについて和解がなされたが、その内容には、知的所有権の相互ライセンス、セレクトイカ社が特定の製品で得た収入から四半期ごとにトリロジ社に対して支払いをすることが含まれていた。トリロジ社は故意にトリガーを引き起こしたが、これに対してセレクトイカ社の取締役会が「○営業日内に何も行動を起こさなければ、トリロジ社が所有しない株式は「フリップ・イン」の結果、極めて廉価な普通株式となってしまうことになる。それを防ぐためには、トリロジ社が所有しない株式を新たに発行された普通株式に交換するか、またはトリロジ社を「取得者」扱いたくないことを保証するかということになるが、セレクトイカ社の取締役会は、トリロジ社を「取得者」扱いたくないことを保証するのと引き換えに、スタンドスタイルに合意し同社のNOL毀損の脅威を無くすことを迫った。トリロジ社はこれを拒否し、セレクトイカ社が同社株式を買戻すこと、重要な顧客とのライセンス契約を終了すること、知的所有権を譲渡すること、トリロジ社に何百億ドルもの金銭を支払うことを要求した。<sup>(50)</sup>

このような事実を前提としながら、最高裁判所は、第一に、セレクトイカ社の取締役会にはNOLポイズンピルを実施する以外の選択肢はなかったこと、第二に、長期にわたる競争者であるトリロジ社は、同社の要求にセレクトイカ社が従わない場合には意図的に会社財産を毀損するおそれがあったことに言及しつつ、NOLポイズンピルは「相当性」の範囲内のものであるとした。<sup>(51)</sup>

### ③結論

本件のポイズンピルがユノカル基準の二つの要件をみたすことを理由に、衡平法裁判所および最高裁判所ともに、セレクトイカ社のNOLポイズンピルは有効であるとした。

### 3 検討

セレクトイカ事件判決は、ユノカル基準を適用したうえで、会社財産を保護するためにポイズンピルを利用できることと、特定の状況下ではトリガーの割合が非常に低くてもポイズンピルを発動できることを認めており、非常に画期的な判決であるといえる。

#### ① 敵対的買収ではない場面でのポイズンピルの利用

本件では、衡平法裁判所および最高裁判所ともにユノカル基準を適用し、NOLポイズンピルの有効性を肯定した。この点について、衡平法裁判所は、デラウェア州裁判所がこれまで検討してきたのは、敵対的買収の場面でのポイズンピルについてだけであり、NOLを保護するためにポイズンピルを導入することはポイズンピル本来の利用途的からは外れている旨を指摘する<sup>(52)</sup>。また、衡平法裁判所は、NOLポイズンピルの主要な目的は、敵対的買収に対抗することではなく、NOLという潜在的価値のある会社財産が毀損することを防ぐことにあり、大きなNOLを有する会社が敵対的買収にさらされる危険は通常ないとも指摘する<sup>(53)</sup>。最高裁判所も、ポイズンピル本来の効用および本件NOLポイズンピルの特殊性について、衡平法裁判所と同様の認識を示している<sup>(54)</sup>。

このように、衡平法裁判所および最高裁判所とも、NOLポイズンピルが会社財産保護という従来とは異なる目的で利用されており、本来のポイズンピルの利用目的とは異なる点は認めながらも、結論としては、本件のNOLポイズンピルは有効であることを認めた。ただし、NOLの価値は、当該会社の将来の収益という不確定要素に依存するものであり、NOLの存続期間（二〇年）内に会社が収益をあげることができなければ、NOLの価値は無

価値となるため<sup>(56)</sup> このようなNOLが保護に値する財産といえるかについては疑問も生じるところではある。

しかし、衡平法裁判所は、NOLが経済的価値を有する財産であつて取締役会がNOL保護の対策をとつたことには合理的理由があるとする専門家の証言をもとに、NOLが重要な会社財産であることを認め、その価値が毀損されることを防ぐためにポイズンピルを使用することを認めた<sup>(56)</sup>。最高裁判所もこのことを前提に、NOLポイズンピルの有効性をユノカル基準によりながら検討している。

以上のことからすると、デラウェア州裁判所は、会社財産の保護を非常に重要であると考えているように思われる<sup>(57)</sup>。また、本件のNOLポイズンピルが、内国歳入法三八二条の適用を回避するという限定された目的のために導入されたという特殊性を考えると、本件のNOLポイズンピルを有効としたデラウェア州裁判所の判断が不当であるとはいえないであろう。

## ② 非常に低いトリガーの割合

次に注目されるのは、本件で問題となつたNOLポイズンピルのトリガーが、それまでセレクトイカ社が有していたポイズンピルのトリガーである一五パーセントを大幅に下回る四・九九パーセントであり、一般的なポイズンピルのトリガー（一五パーセントから二〇パーセント）と比べると著しく低い点である。

衡平法裁判所および最高裁判所ともに、非常に低いトリガーを有する本件のNOLポイズンピルを有効であると認めたが、その大きな理由としては、セレクトイカ社がNOLポイズンピルのトリガーを支持する専門家の証言を裁判で提出した点があげられる。本件の最高裁判所の判旨で引用されたコーツ教授は、おおよそ五パーセントのトリガーのあるNOLポイズンピルを有する五〇社以上の公開会社（いくつかは大規模で有名な会社であり、フォーチュン一〇〇〇社に含まれる会社もある）を対象とした調査を行った結果、本件のNOLのような財産を有する会

社では、トリガーが五パーセントのポイズンピルを導入する慣行があること、このようなトリガーを有するポイズンピルは内国歳入法三八二条の適用を回避するという限定された目的のために採用されたものであることを確認している。また、株主に対する助言を行うリスクメトリックス・グループ (RiskMetrics Group) が、会社のNOLを守るという特定の目的のために採用されたのであれば、五パーセント未満のトリガーを有するポイズンピルであっても支持するようになった旨を衡平法裁判所が言及した点を最高裁判所は指摘する。また、ハーキンス氏の<sup>(59)</sup>分析によると、二〇〇八年一月三十一日までの三年間で行われた委任状合戦のうち、一五件が社外株の五・四九パーセント未満を所有する者によってなされ、そのうちの十件では委任状合戦に勝利して取締役会での議席を得ており、取締役会での議席を得た十件のうちの五件は、会社がスタガード・ボードを採用していたことである。<sup>(60)</sup>

このように、セレクトイカ社は、専門家の意見を十分に聞いたうえでNOLポイズンピルを導入したため、裁判所は、デラウェア会社法一四一条(e)項により同社の取締役には信認義務違反がなく、本件のNOLポイズンピルの有効性を認めたものと思われる。ただし、四・九九パーセントという低いトリガーが認められた点については、本件特有の事実関係および状況下において相当であると判断されたにすぎず、最高裁判所が「NOLの有無に関係なく会社のポイズンピルのトリガーを四・九九パーセントにすることが相当であると一般的に承認されたと解釈すべきではない」と判示している点には注意を要する。<sup>(61)</sup>

### ③ ユノカル基準の適用

ユノカル基準は、敵対的買収に対する防衛策の有効性を判断するための基準であり、本件が敵対的買収でない場面においてポイズンピルが導入された事例であることを考えると、そもそも本件においてユノカル基準を適用するのが妥当であったのかということも問題となろう。この点、最高裁判所は、NOLポイズンピルの主たる目的は、

NO Lの財産的価値の毀損を防ぐことにあり、敵対的買収に対抗することではないものの、ポイズンピルは本質的に買収防衛策として機能するため、ユノカル基準によるのが妥当であると判示した<sup>(62)</sup>。

本件のNO Lポイズンピルは敵対的買収に対抗してとられた措置ではないから、以上のような最高裁判所の理由づけは説得力に欠けるようにも思われる。しかし、本件のセレクトイカ社とトリロジー社は、その経営方針や企業文化などの点において正反対の会社であり、収益性を重視するトリロジー社がセレクトイカ社の買収を狙っていたものの、それに対してセレクトイカ社は難色を示しており、そのような経緯の中でセレクトイカ社のNO Lを保護するために本件のポイズンピルが導入されたという経緯がある。

このような事実関係からすると、本件のNO Lポイズンピルが導入された時点においても、トリロジー社がセレクトイカ社に対して敵対的買収を仕掛ける可能性は潜在していたと捉えることも可能であろうと思われる。本件ポイズンピルの有効性を判断するにあたってユノカル基準を適用しても特段の違和感はないように思われる。ポイズンピルは本質的に買収防衛策として機能するため、ユノカル基準によるのが妥当と最高裁判所が判断した背景には、以上のような本件特有の事実関係が影響したのではなからうかと推測される。

(26) *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*, 2010 WL 703062 (Del. Ch. Feb. 26, 2010), *aff'd*, 5 A.3d 586 (Del. 2010).

(27) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.), at \*2. なお、セレクトイカ事件判決における事実の概要については、デラウェア州衡平法裁判所のものでラウエア州最高裁判所が引用しているため、本稿では衡平法裁判所のものを参照した。本件に関する邦語文献として、木村万暁「エリザベス・キャンティ・ブラウン「NO Lポイズンピルの発動とデラウェア州裁判所の判断」*Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*」『MARR』一九〇号三八頁（二〇一〇年八月号）がある。

(28) セレクトイカ事件判決で用いられた会計・税務用語の訳語については、新井清光編『英和・和英 会計経理ハンディ辞

- 典〔第2版〕(中央経済社、二〇〇〇年)を主に参照した。
- (29) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.), at \*1. NOLは偶発資産 (contingent asset) であり、NOLの存続期間(二〇年間)に会社が利益を実現できない場合には無価値となる。 *Id.*
- (30) *Id.*「会社支配の変更」があったかどうかを決定するために、内国歳入法三八二条は、「当該会社の社外株式を五パーセント以上保有するか獲得することになった株主」に関する取引を調べることとしている。
- (31) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.), at \*2.
- (32) *Id.* at \*3. スティールパートナーズは、二〇〇八年一月、セレクトイカ社に対する持分比率を二四・九パーセントまで高める旨を同社の取締役会に通知した(セレクトイカ社が二〇〇三年に採用したポイズンピルのトリガーは一五パーセントに設定されていた)。二〇〇八年には一回にわたり、スティールパートナーズの社長であるジャック・ハワードが、NOLを取り扱った経験を理由にセレクトイカ社の取締役の座を与えるよう働きかけたものの、拒絶されている。
- (33) *Id.* at \*3, \*4. 投資銀行にはNeedham & Companyが選定され、同等の公開会社との合併、ゴーイング・プライベート、現金による他社の買収、自社株の取得 (stock repurchase) などについて検討がなされた。
- (34) *Id.* at \*5.
- (35) かかる既存株主であっても〇・五パーセントを超えて株式を取得する場合には、NOLポイズンピルが発動されることになる。
- (36) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.), at \*6, \*7.
- (37) *Id.* at \*8, \*10.
- (38) *Id.* at \*10, \*11.
- (39) *Versata Enterprises Inc. v. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586, 599 (Del. 2010). セレクトイカ事件判決では、最高裁判所および衡平法裁判所とも「フランス基準」については言及していない。
- (40) *Id.* at 600.
- (41) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.), at \*24.
- (42) 強圧性・排他性および相当性に関する裁判例としては、ユニトリン事件判決とツール・ブラザーズ事件判決が参考になる。ユニトリン事件判決では、強圧的または排他的であれば、買取防衛策は相当性を有するものではなく、経営陣が支持する案を株主が選択せざるを得ないようにすることを狙った対応は、強圧性があると判示された (*Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1387 (Del. 1995))。ツール・ブラザーズ事件判決では、買取者が委任状合戦において勝利し

社支配権を獲得することを現実にするような買収防衛策は「排他的」であると判示された (*Carmody v. Toll Bros., Inc.*, 723 A. 2d 1180, 1195 (Del. Ch.1988))。

- (43) *Selectica*, 5 A. 3d 586, 604.  
 (44) *Id.* at 601-02.  
 (45) *Id.* at 602.  
 (46) セレクティカ社は、専門家の証言を訴訟において提出しており、裁判所はこれを採用して本件のNOLボイスンビルが排他的なものではないと判示した。セレクティカ社が提出した専門家の証言については、本稿三三の検討の箇所述べる。  
 (47) *Id.* at 603-04.  
 (48) *Id.* at 604.  
 (49) *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A. 2d 1361, 1387 (Del. 1995).  
 (50) *Id.* at 605-06.  
 (51) *Id.* at 606.  
 (52) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch.2010), at \*15.  
 (53) *Id.*  
 (54) *Selectica*, 5 A. 3d 586, at 599-600.  
 (55) *Selectica*, 2010 WL 703062 (Del. Ch. 2010), at \*1.  
 (56) *Id.* at \*15.  
 (57) このような裁判所の態度は、会社財産保護のための会社の行為の方が、企業買収に対する防衛策よりも敬意が払われるべきことを示唆しているところを指摘もある。See Grieco, *supra* note 6, at 640.  
 (58) コーツ教授 (Professor John C. Coates IV) は、ハーバード大学教授であり、M & Aを含む会社法、証券取引法などの領域において著名な学識者である。  
 (59) ハーキンス氏 (Peter C. Hanks) は、D F キング社 (D. F. King & Co., Inc.) の社長兼CEOである。同社は、M & Aや委任状合戦などについて企業にアドバイスをを行っている。  
 (60) *Selectica*, 5 A. 3d 586, at 602-03.  
 (61) *Id.* at 607.  
 (62) *Id.* at 599.



## 四 イーベイ事件判決 (eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark)<sup>(63)</sup>

### 1 事実の概要

クレイグスリスト社は、クレイグ・ニューマーク (Craig Newmark) (以下「クレイグ」という) を創設者とする会社で、アメリカにおいて最も利用されているオンライン広告のウェブサイトを有している<sup>(64)</sup>。同社は「コミュニティ・サービス・アプローチ (community service approach)」により事業を行っており、収益を重視した事業は行っていない<sup>(65)</sup>。同社は小規模閉鎖会社であり、従業員は約三四名で、同社株式を有する者は、クレイグ、ジム (Jim)、ノールトン (Knowlton) の三名しかおらず、各々が取締役会に議席を有していた。同社は連邦証券法の情報開示義務 (reporting requirements) が課される会社ではなく、詳細なサイトメトリックスのような内部の事業データを機密情報としていた。同社の事業の核は広告であり、これ以外の事業に進出することもなく、同社のジムおよびクレイグはコミュニティ・サービス・アプローチこそが同社の事業の核であると信じて業務に動しんでおり、同社サイトから収益を得ることは重視していなかった。同社は、収益最大化や業界における競争力・市場占有率のチェックにさほど大きな労力を払わなかったにも関わらず、継続的な成功を収めていた<sup>(66)</sup>。

イーベイ社は、オンラインのオークションサイトから始まった会社であり、今ではアメリカにおいて最大のオークションおよびショッピングサイトを営んでいる。同社は、収益と市場占有率を最大化することを目的とした利益追求型の会社であり、同社サイトを利用した者から手数料を徴収し、これが同社の主要な収益源となっていた。同

社は、他のオンライン会社を買取することによって製品およびサービスの提供を拡大する路線を取り、大規模な経営陣と世界各地に配属された一万六千人の従業員を有し、同社の株式はナスダックで取引されていた。同社の提供する製品やサービスからの収益に重点を置く事業目的は、クレイグスリスト社のものとは大いに異なっていた。<sup>(67)</sup>

イーベイ社は、二〇〇四年一月、新たな収益獲得機会を求めてオンライン広告業に公式に参入することになった。これに対して、同時期、クレイグスリスト社の内部では、三人の株主のうちの一人であるノールトンと他の二人の株主との間で危機的状况が生じていた。<sup>(68)</sup>

二〇〇二年、ノールトンは、クレイグスリスト社のサイトからもっと収益を得ることを要求し始めたが、ジムとクレイグはこれを拒否した。ノールトンは、二〇〇三年七月、ジムとクレイグが自分の主張を容れないのであれば、自分が保有する株式を売りに出す旨の手紙を送り、同年末にはノールトンが積極的に自分の保有する株式を売却し始めた。二〇〇四年初め、ノールトンの株式が売りに出ていることを知ったイーベイ社は直ちにノールトンに接触し、ジムとクレイグも交えて交渉を行った。イーベイ社は、ノールトンが保有する株式だけではなく、ジムとクレイグが保有する株式も取得する機会を狙っていたが、これが理由で交渉は一時決裂したため、最終的にはイーベイ社がノールトンの保有する二八・四パーセントの株式を取得し、少数株主の立場となることに同意することで話がついた。<sup>(69)</sup>

イーベイ社は、ノールトンに株式の対価である一六〇〇万ドルを支払っただけでなく、ジムとクレイグに対して各々八〇〇万ドルを支払ったうえで、二〇〇四年八月一〇日に株式取得を完了した。それ以降、クレイグスリスト社の株主は、クレイグ（四二・六パーセント）、ジム（二九パーセント）、イーベイ社（二八・四パーセント）の三名となり、クレイグスリスト社に対するイーベイ社の投資に関する条件については、二〇〇四年八月九日付の書

面でその内容が定められ、クレイグスリスト社の新たな定款では、累積投票により三名の取締役を選任することが規定された。累積投票が認められたことで、イーベイ社は二八・四パーセントの持分しか所有しないにも関わらず、三名の取締役のうち一名を選任することが可能となった。<sup>(70)</sup>

また、株主間契約書(Shareholders' Agreement)(以下「契約書」という)が締結され、イーベイ社はクレイグスリスト社の情報を秘密情報として扱うこと(契約書四・三条)、イーベイ社は会社定款の修正および授權株式数の増減などを含めた特定の会社の行為について同意する権利を有すること(契約書四・六条(a)項)、クレイグ、ジム、イーベイ社によって保有されるクレイグスリスト社株式に付される様々な譲渡制限(契約書一・一条)、イーベイ社はクレイグスリスト社と競合する活動をするのを妨げられないが、そのことから生じる結果についてはイーベイ社が責任を負う(契約書八・三条(e)項参照)<sup>(71)</sup>といった内容の条項が含まれていた<sup>(72)</sup>。さらに、三名の取締役のうち二名は、ジムおよびクレイグが指名することとされた<sup>(73)</sup>。

イーベイ社の創設者であるオメディア(Omidyar)がクレイグスリスト社の取締役として初めて出席した同社の取締役会が二〇〇五年二月一日に開催され、同年三月二八日に第二回目の取締役会が開催されたが、これらの取締役会において両社の期待するものが一致しないことが明らかとなり、イーベイ社とクレイグスリスト社の関係が損なわれることになった。イーベイ社はクレイグスリスト社を買収したがっており、イーベイ社の役員のお多くは買収が不可避であると考えていたのである。<sup>(74)</sup>

イーベイ社は、クレイグスリスト社が国際的な広告業界への参入に同伴しないのであれば、単独で国際的なオンライン広告事業に参入しようとしており、その際にクレイグスリスト社の秘密情報(secret sauce)を利用したいと考えていた。しかし、両者の期待するものは大きく隔たっていたため、ジムとクレイグはイーベイ社の提案のほと

んども実施しなかった。ジムとクレイグは、両者合わせてクレイグスリスト社を支配できる株式を有し、三名の取締役会の二議席を占めていたため、イーベイ社が取締役会の残る一議席を獲得することを通じてクレイグスリスト社に対して影響力を及ぼすことには限界があった。<sup>(75)</sup>

二〇〇五年三月、イーベイ社はキジジ (Kijiji) と名付けられたサイトを立ち上げた。このサイトは、クレイグスリスト社のサイトと外観上は異なるものの、広範な項目にわたる無料広告サービスを提供していた。このサイトは、クレイグスリスト社の秘密情報を利用して作成されており、イーベイ社は、同サイトを立ち上げた後もサイト拡張のためにクレイグスリスト社の秘密情報を利用したり、それを組織内部で伝達したりしていた。また、イーベイ社はスクレイピング (scraping) と呼ばれる手法を用いてクレイグスリスト社のウェブサイトからデータを得ていた。ジムとクレイグはこれらのイーベイ社の行為について何も気付かなかった。<sup>(76)</sup>

二〇〇七年六月一九日、イーベイ社は同年六月二九日にキジジをアメリカで開始する予定である旨をクレイグスリスト社のジムに告げた。しかし、キジジをアメリカで開始することは、イーベイ社が競合する活動を行うことに該当するため、全米五〇州内の二二〇都市でキジジのサイトが立ち上がった同年六月二九日に、クレイグスリスト社は株主契約書八・三条 (e) 項の通知をイーベイ社に送付した。また、同年七月一二日には、クレイグスリスト社のジムが同社とイーベイ社との関係を終了させたい旨のメールを送った。イーベイ社は関係終了の要求をやり取りと拒絶したが、ジムとクレイグは、イーベイ社がキジジのサイトを拡張するためにクレイグスリスト社のデータを利用したことを疑い、イーベイ社を取締役会から追い出し、イーベイ社がクレイグスリスト社の株式を追加購入することを制限する措置を検討し始めた。<sup>(77)</sup>

ジムとクレイグは、半年間を費やし、スタガード・ボードの導入、ボイズンピルの導入、クレイグスリスト社に

有利となるよう同社株主に優先買取権 (first refusal right) を付与したうえで行われる新株発行 (クレイグスリスト社株式の五株と交換に一株の新株を付与する) について丹念に検討したが、その検討過程はイーベイ社に知られないよう注意が払われた。二〇〇七年一二月末にはこれらの措置の詳細に関する最終決定がなされ、二〇〇八年一月一日にはジムとクレイグは取締役および支配株主としてこれらの措置を承認し、翌一月二日にこれらの措置が実施された。一月三日には、イーベイ社に対して報告がなされた。<sup>(78)</sup>

クレイグスリスト社の導入したポイズンピルは、二つのトリガーを有するものであった。第一のトリガーは既存の三人の株主 (ジム、クレイグ、イーベイ社) に適用され、いずれかの株主の所有割合が〇・〇一パーセント増加すれば発動され、第二のトリガーは、同社の社外株式の一五パーセント以上を有する者 (ジム、クレイグ、イーベイ社を除く) が現れた場合に発動されるという内容である。<sup>(79)</sup> イーベイ社は、ジムとクレイグがこれらの措置を承認したことが取締役および支配株主としての信認義務に違反するなどとして、デラウェア州衡平法裁判所に訴えを提起した。

## 2 判示事項

デラウェア州衡平法裁判所は、ジムとクレイグがイーベイ社に対して取締役および支配株主としての信認義務を負うとしたうえで、<sup>(80)</sup> イーベイ社の主張は二〇〇八年一月にとられた措置がジムとクレイグの信認義務に違反しているというものであることから、この点について判断する旨をまず述べている。<sup>(81)</sup>

次に、二〇〇八年にとられた一連の措置を審査する基準は何かについての検討に移り、第一に、スタガード・ポー

ドの導入については、本件の特殊な事情を考慮すると買取防衛策とみることはできないため、ユノカル基準は適用されず、通常の経営判断原則が適用される。第二に、ポイズンピルの導入については、本件のポイズンピルは企業買取に対する買取防衛策として導入されたものではないものの、一般的にポイズンピルは適切に利用されれば株主価値を高めることができる反面、不適切に利用されれば株主の犠牲のもとに経営陣を防御し買取者を阻止する効果があるから、本質的に買取防衛策であるといえ、本件のポイズンピルにもユノカル基準が適用される。第三に、新株発行については、ジムおよびクレイクが利益相反の立場に立つことから、本質的公正さの基準 (online fairness review) が適用されるとした。<sup>(82)</sup>

衡平法裁判所は結論として、スタガード・ボードに関しては信認義務違反が認められないが、ポイズンピルおよび新株発行に関しては信認義務違反が認められると判示した。以下では、本稿との関係から、ポイズンピルに限定して裁判所の判示事項を述べることにする。

衡平法裁判所は、一般論として、第一に、高められた審査 (enhanced scrutiny)<sup>(83)</sup> により取締役の行為が判断される場合、取締役は、適切な会社の目的および当該目的との関係で取締役の行為が相当とされる正当な根拠を示さなければならぬこと、第二に、デラウェア州最高裁判所は、構造的に強圧性を有するオファーから対象会社の株主を守るためにポイズンピルを利用することを認めたが、個々の事例において取締役会がどの程度ポイズンピルによる保護を与えることができるかは依然として訴訟で問題とされていること<sup>(84)</sup>、第三に、ポイズンピルが不適切に利用されると株主の犠牲のもとに現経営陣を資することになり、取締役が主観的に善意であったとしても不適切にポイズンピルを利用する不安は遍在することから<sup>(85)</sup>、ユノカル基準は、ポイズンピルに排他性または強圧性がないことと相当性の範囲内であるといった客観的な基準により判断していることを述べる<sup>(86)</sup>。

衡平法裁判所は、ポイズンビルが問題となった多くの事例は公開会社に関するものであり、本件のように限られた株主しかいない閉鎖会社で採用されたポイズンビルに言及したデラウェア州裁判所の判決はこれまで例がなく、その点において本件が特殊であると指摘する<sup>(87)</sup>。衡平法裁判所が本件の特殊性として重要視しているのは、ジムとクレイグは支配株主であり、公開会社の株主のように、その所有する株式が分散しているのでもなければ、敵対的買収に対して脆弱な株主でもない点である。ジムとクレイグは支配株主であり、自分たちが望めば自分たちの価値を最大化することもできたはずであるから、クレイグスリスト社の他の株主であるイーベイ社がその価値を最大化することを排除するためにポイズンビルを利用したとはいえないし、少数株主であるイーベイ社がその所有する株式を第三者に売却したとしてもジムとクレイグの取締役会における議席が失われることはないことを考えれば、取締役会における議席を守るためにポイズンビルを利用したともいえないからである。この点において、本件は、強圧性・排他性の問題や取締役の利益相反の問題が生じうる公開会社のポイズンビルの事例と比較すると特殊性がある<sup>(88)</sup>というのである。

しかし、衡平法裁判所は、以上のような特殊性があるからといってユノカル基準を適用できないというわけではなく、同基準の革新性・信頼性や、信認義務は公開会社・閉鎖会社を問わず問題となることを理由に、本件のポイズンビルが適切であるかどうかを判断するためにユノカル基準を適用するものとした<sup>(89)</sup>。そこで、次に、ジムとクレイグが会社に対する相当な脅威を認識していたかどうか（ユノカル基準の第一要件）と、本件のポイズンビルが脅威に対して相当なものであるかどうか（ユノカル基準の第二要件）が問題となった。

①第一要件について

ジムとクレイグは、会社の文化を守るための防衛策を支持したデラウェア州最高裁判所のタイム判決(Paramount

Communications, Inc. v. Time Inc.)<sup>(90)</sup>をよりどころとしながら、自分たちが死んだ場合、イーベイ社が自分たちの相続人から株式を取得して会社支配を獲得し、ウェブサイトを金銭化してクレイグスリスト社の企業文化および同社の「社会貢献という使命」を破壊しようとするおそれがあり、このような将来起こりうる好ましくない事態を阻止するためにポイズンピルを導入したと主張した<sup>(91)</sup>。これに対し、衡平法裁判所は、タイム判決は会社の文化を守ることを唯一の目的とする防衛策を有効であると判示したのではなく、クレイグスリスト社が本件のポイズンピルを導入するにあたっては、ユニカル基準の第一要件である「脅威」は認められないと判示した<sup>(92)</sup>。

その理由として、第一に、株主価値が最終的に高められるとして株主の利益とは異なる要素 (non-stockholder consideration) を考慮できるとしても、クレイグスリスト社の文化が株主価値を高める点が証明されなかったこと、第二に、将来においてイーベイ社のような会社に支配されたくないという単なる嫌悪感からポイズンピルを導入しており、会社の適切な目的追求のために善意であったとはいえず、ポイズンピルの導入はイーベイ社がクレイグスリスト社と競合したことに對する懲罰的な措置と考えられること、第三に、ジムとクレイグが社会貢献を望む一方で、本件ではクレイグスリスト社に対する投資から収益をあげることに注目する株主もおり、ジムとクレイグが選択した会社形態は営利企業としてのデラウェア会社であることを考えれば、株主の利益のために会社価値を高めるべきと考えられることをあげている<sup>(93)</sup>。

## ②第二要件について

衡平法裁判所は、クレイグスリスト社のポイズンピルは、ユニカル基準の第二要件である相当性の範囲外であるとも判示した。本件のポイズンピルが導入された目的は、イーベイ社がその所有するクレイグスリスト社株式の一部または全部を将来売却した場合にクレイグスリスト社の文化を守るためであるが、ジムとクレイグが支配株主で



ある限り、イーベイ社がクレイグスリスト社株式の一部または全部を売却するかどうかに関わらず、クレイグスリスト社の文化を維持することは可能であるから、本件ポイズンビルと同社の文化を守るという目的との間には相当な関連性があるとはいえず、相当性の範囲外と考えられるからである。<sup>(94)</sup>

### ③ 結論

本件のポイズンビルがユニカル基準の二つの要件をみたさないことを理由に、衡平法裁判所はジムとクレイグが導入したポイズンビルを無効であるとした。

## 3 検討

イーベイ事件判決では、クレイグスリスト社の取締役会が会社の文化を守るために導入したポイズンビルの効力が争われた。クレイグスリスト社は、同社の株式を有する者がジムとクレイグに加えてイーベイ社の三名だけであり、三名の取締役のうち二名はジムとクレイグであるという、典型的な小規模閉鎖会社である。

デラウェア州衡平法裁判所は、クレイグスリスト社が同社の文化を守るために導入したポイズンビルの効力を認めなかったが、裁判所の判示事項を読む限り、その結論自体は妥当であるように思われる。問題はどのような結論に至った理論構成である。衡平法裁判所は、ユニカル基準を適用したうえで、本件のポイズンビルがユニカル基準の二つの要件をみたさないことを理由に、同社のポイズンビルを無効であるとしたが、ユニカル基準は専ら公開会社において敵対的買収が問題となる場合に適用される基準であることを考えると、本件に同基準を適用するのが妥当であったかが問われなければならないように思われる。以下では、この点につき検討する。<sup>(95)</sup>

## ① ユノカル基準の根拠

ユノカル基準は、元々は「中間的基準 (intermediate standard)」ないしは「高められた経営判断原則 (enhanced business judgment rule)」として発達してきたものである。買取防衛策がとられる状況では、取締役会が会社および株主の利益のためではなく、自己の利益を優先させて行動するのではないかという利益相反の問題に対処するために、高められた審査が必要とされたのである。<sup>96)</sup>

しかし、典型的な閉鎖会社の場合は、株主と取締役会のメンバーが一致するため、株主の利益と取締役の利益も一致し、株主の利益を犠牲にして取締役が自己の利益のために行動する可能性はなくなる。このように、典型的な閉鎖会社の場合は、潜在的な利益相反の可能性がないのであるから、高められた審査基準が必要とされることは論理的になくなり、ユノカル基準以外の基準によって問題となった取締役会の行動が判断されるべきではないかということが問題となる。

## ② 閉鎖会社にユノカル基準が適用されなかった事例

デラウェア州裁判所は、閉鎖会社の事例であるストラウド事件判決 (Stroud v. Grace)<sup>(97)</sup> においてユノカル基準の適用を否定した。ストラウド事件は、ミリケン社 (Milliken Enterprises, Inc.) の取締役会が同社の附属定款および設立定款の修正を推奨し、それが後に株主による議決権行使によって承認されたが、かかる取締役会の判断を少数株主であるストラウド一派が争った事例である。<sup>(98)</sup> ミリケン社の二〇〇名の株主のほとんどは、同社の設立者の子孫であり、一〇名の取締役のうちの三名 (Roger Milliken, Chief Executive Officer, Gerrish Milliken, a retired Vice President, Minot Milliken, Vice President) (以下「経営陣」という) が同社の議決権株式の五〇パーセント超を所有しており、<sup>(99)</sup> クレイグスリスト社と支配構造の点で類似性が認められる。

最高裁判所は、ユニカル基準が適用される典型的な場面は、取締役会が会社に対する脅威を認識して防衛策をとる場合であつて、ストラウド事件にユニカル基準は適用されなかったとした衡平法裁判所の判断を支持した。最高裁判所は、取締役会が会社の支配を欠いていることがユニカル基準適用の前提要件であり、取締役会が会社を支配している状況下では、かかる脅威の存在は認識できない旨を述べている。<sup>(10)</sup> さらに、最高裁判所は、「会社の政策および効率性に対する何らの危険が存在しないのにユニカル基準を適用したデラウェア州裁判所の先例はなく、本件においても争われている取締役会の行為を承認する株主の有効な議決権行使があつたということができるとし、本件の経営陣は「事実上および法律上会社を支配していた」のであり、「ユニカル基準で問題となる脅威はなく、取締役会の判断は経営判断原則により分析するのが適切である」と判示した。<sup>(10)</sup>

③ 本件のポイズンピルにユニカル基準を適用することの是非

クレイグスリスト社は、本件のポイズンピルの導入と同じ日にスタガード・ボードを導入したが、衡平法裁判所は、スタガード・ボードの有効性を判断するにあたり、通常の経営判断原則を適用した。これに対して、ポイズンピルの有効性を判断するにあつては、ユニカル基準を適用している。クレイグスリスト社は、イーベイ社に対抗して同社の文化を守るために、ポイズンピルやスタガード・ボードを導入したことを考えると、両社の有効性判断基準は同一であつてもよかつたように思われるが、衡平法裁判所は、ポイズンピルが主に買収防衛策として利用されるという理由から、ポイズンピルに関してはユニカル基準を適用した。<sup>(10)</sup>

しかし、次に述べる理由から、本件のポイズンピルの有効性を判断するにあつては、ユニカル基準を適用するのではなく、通常の経営判断原則を適用すべきであつたように思われる。

## (従来のポイズンピルの事例との相違)

デラウェア州衡平法裁判所は、イーベイ事件の事実関係は、従来裁判で争われたポイズンピルのものと同様ではないことを認めている<sup>(104)</sup>。

従来のポイズンピルの事例は、株式が広範に分散している公開会社においてその有効性が争われたものであり、株主がポイズンピルの実施によって権利を奪われるのではないかということが争点となった。また、従来のポイズンピルの事例は、敵対的買収の場面で問題となっており、このような場面では、経営陣が株主利益の最大化よりも自己保身のために行動する危険があるため、高められた基準が必要とされる。

しかし、本件は、イーベイ社がクレイグスリスト社に対して敵対的買収を仕掛けたという事実はなく、またクレイグスリスト社は小規模閉鎖会社であるという点において、これまで裁判で争われてきたポイズンピルの事実関係とは異なっている。

## (排他性・強圧性の欠如)

取締役会の行為が排他的であると判断されるのは、その行為がなされることによって委任状合戦が「現実的に達成不可能」になってしまう場合である<sup>(105)</sup>。しかし、ある会社が一握りの所有者によって支配されている場合には、他の所有者が株式を取得したり委任状を獲得したりすることは、取締役会の行為いかに関わらずとも「現実的に達成不可能」なのであって、排他性のテストを取締役会の行動に適用する必要はないように思われる。クレイグスリスト社には三名の株主がいるだけであり、また同社の支配株主の間には適切な議決権契約もあるのであるから、少数株主であるイーベイ社が委任状合戦に勝利することは不可能であろう。

また、ほとんどの閉鎖会社の場合、取締役会の行為が強圧的であるかどうかを検討することも不要である。強圧的である行為とは、経営陣が支持する選択肢を受け入れるような圧力が株主にかかるものをいうが、クレイグスリ<sup>(106)</sup>スト社のような多くの閉鎖会社では、経営陣と株主は同一であるため、経営陣が自らに圧力をかけようとしているかどうかということ我问うこと自体奇妙であろう。

#### (ストラウド事件との類似性)

イーベイ事件では、ジムとクレイグが議決権契約を通じて株式の五〇パーセントよりも大きな割合を支配しており、ストラウド事件と支配構造の点で類似性を有している。ストラウド事件判決においてデラウェア州最高裁判所は、問題となった取締役会の行為の有効性を判断する際に、ユニカル基準を適用するのではなく、経営判断原則を適用すべきであると判示しており、類似の本件においても経営判断原則が適用されるべきだったように思われる。

以上のように、本件においては、従来のポイズンピルの事例とは異なり、高められた基準が要求される理由が存在しない。それにも関わらず、裁判所はそのような相違を無視し、ユニカル基準を適用した。しかし、本件が従来のポイズンピルの事案とは異なることを考えると、単にポイズンピルの有効性が争われているからというだけで、クレイグスリスト社のポイズンピルにユニカル基準を機械的に適用するのではなく、経営判断原則を適用したうえで、問題となった取締役会の行為の有効性について判断すべきであったように思われる。

- (63) *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1(Del. Ch. 2010).
- (64) *Id.* at 7.
- (65) ほとんど全ての広告は無料で同社のサイトに掲載でき、同社は自社サイトの広告スペースを第三者に売ることもなく、同社はそのサービスについて広告・営業することもなかった。同社の収益は、特定都市におけるオンライン求人広告およびニューヨーク市におけるアパートメントのリストに対する手数料のみから成り立っていた。*Id.* at 8.
- (66) *Id.*
- (67) *Id.* at 8. 事業戦略や企業文化などの点において、両社は全く正反対の会社であり、裁判所がいうように油と水 (Oil and Water) のような関係にあった。
- (68) *Id.* at 9.
- (69) *Id.* at 9-10.
- (70) *Id.* at 11.
- (71) 契約書八・三条 (e) 項では、イーベイ社がアメリカでオンライン求人広告サイトを立ち上げた場合、クレイグスリス社はイーベイ社が競合する活動をしている旨を通知することができ、九〇日以内にイーベイ社が是正しなかったときには、イーベイ社の同意権、新株発行に対する優先権、およびジムとクレイグの将来の新株株式に対する優先買取権 (first refusal right) は失われるとされている。*Id.* at 13.
- (72) *Id.* at 11-13.
- (73) シムとクレイグの間で締結された議決権行使契約 (Jim-Craig Voting Agreement) では、取締役選任の際の議決権行使に關して、シムとクレイグは各々が指名する者を取締役として一名ずつ選ぶことができ、三名の取締役のうちの二名は、シムとクレイグの指名する者に対して割り当てられることとされていた。残る一名の取締役の選任については、議決権行使契約では何も定められていなかったが、クレイグスリス社が累積投票制度を採用していることから (スタガード・ボードは当時の時点で採用されていなかった)、イーベイ社に対して割り当てられることになる。
- (74) *Id.* at 14-16.
- (75) *Id.* at 16.
- (76) *Id.* at 17-18.
- (77) *Id.* at 18-20.
- (78) *Id.* at 21-22. シムとクレイグが考案したイーベイ社に対する措置は、ポイズンピルの他に、スタガード・ボードの導入

新株発行があり、判旨ではこれらについても検討されている。本稿では、表題との関係もあり、ポイズンピルに関する部分に限定して判旨を紹介することにする。

(79) *Id.* at 23-24.

(80) ニラウエア会社法においては、取締役は株主に対して信認義務を負う (*Mills Acquisition Co. v. Mcmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989))。同様に支配株主は株主に対して信認義務を負う (*Ironhoe Partners v. Neumont Mining Corp.*, 555 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987))。本件のジムおよびクレイグは、それぞれ単独ではクレイグスリスト社の過半数の株式を有してはいないが、両者の保有する株式を合わせると同社の株式の過半数となり、支配集団を形成していると考えられることから、支配株主として扱われる (*Dubroff v. Wren Holdings, LLC*, 2009 WL 1478697, at \*3 (Del. Ch. May 22, 2009))。 *eBay*, 16 A.3d at 25-26.

(81) 本件においてイーベイ社は、株主間契約書の違反については主張していないため、取締役および支配株主の信認義務違反について裁判所が判断することとなった。もし、イーベイ社が契約書八・三条違反について主張していたとすると、同条がコーポレート・ガバナンスや会社の資本構造を変更することを明示的に禁じる内容ではないこと等を理由に、八・三条違反は問題とならないと裁判所は判断したものと思われる。 *Id.* at 26-27.

(82) *Id.* at 28. それぞれの基準の関係については、拙著・前掲注(5)二七～二八頁参照。なお、“entire fairness review”は、“intrinsic fairness standard”よりも表記がなめ。

(83) 高められた審査 (enhanced scrutiny) とは、本稿二一で言及した「中間的基準 (intermediate standard)」ないしは「高められた経営判断原則 (enhanced business judgment rule)」と呼ばれる基準のことであり、対象会社の取締役が経営上の理由から買取防衛策をとることも経営判断原則が適用されることを前提にしつつ、買取防衛策の導入が取締役の個人的な利益と密接に関わることを考慮した方法で経営判断原則を適用するものである。

(84) *eBay*, 16 A.3d at 28-29. モラン事件判決(本稿二一注(8)参照)において、デラウェア州最高裁判所は、構造的に強圧性を有するオファァーから対象会社の株主を守るためにポイズンピルを利用することを認めた。

(85) *Id.* at 29-30.

(86) *Id.* at 30.

(87) *Id.* at 30-1. 閉鎖会社においてポイズンピルが導入されない理論的な理由は見当たらないものの、実際に閉鎖会社においてポイズンピルが導入されることはほとんどなく、その理由として、閉鎖会社における株式所有は分散しておらず敵対的買取に対して脆弱であるとはいえないこと、敵対的買取が起こった場合においてポイズンピルのように強力な防衛策

をさる権限を株主が取締役会に譲渡しようとは考えなごうごを指摘する専門家めごる。 See, e. g., Lou R. Kling & Eileen T. Nugent, NEGOTIATED ACQUISITIONS OF COMPANIES, SUBSIDIARIES AND DIVISIONS, §16.06 n. 1(2010).

- (88) *eBay*, 16 A. 3d at 31.
- (89) *Id.* at 31.
- (90) *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A. 2d 1140(Del. 1989). タイム事件判決については、拙著・前掲注(15) 三二〜三三頁参照。なお、同事件判決が出されたのは、一九八九年七月二四日であるが、一九九〇年二月二六日に意見 (opinion) が付られ、同年三月三〇日に改訂 (revised) されたごる。
- (91) *eBay*, 16 A. 3d at 32.
- (92) *Id.* at 34.
- (93) *Id.* at 33-34.
- (94) *Id.* at 35.
- (95) See Gheco, *supra* note 6, at 648-52.
- (96) 本稿二一参照。
- (97) *Stroud v. Grace*, 1990 WL 176803 (Del. Ch. Nov.1, 1990), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 606 A. 2d 75 (Del. 1992).
- (98) *Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75, at 78, 81 (Del. 1992).
- (99) *Id.* at 83.
- (100) *Stroud v. Grace*, 1990 WL 176803, at \*8.
- (101) *Stroud v. Grace*, 606 A. 2d 75, at 83.
- (102) *Id.*
- (103) *eBay*, 16 A. 3d at 28.
- (104) *Id.* at 31.
- (105) *Univin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1387 (Del. 1995).
- (106) *Id.*



## 五 おわりに

デラウェア州裁判所は、買収防衛策の有効性判断基準としてユノカル基準を生み出した。その後、ポイズンピルが生み出され、その有効性が概ね認められるようになる。買収防衛策としての機能が従来のポイズンピルよりも強化されたデッドハンド・ポイズンピルと呼ばれる新たなバリエーションが登場することになった。しかし、デラウェア州裁判所は、トール・ブラザーズ事件判決およびクイックターン事件判決においてその有効性を否定し、デッドハンド・ポイズンピルが普及することはなかった。<sup>(10)</sup>

しかし、ポイズンピルをめぐる動向はそれで終焉を迎えたわけではなく、現在も進行中といった状況にあり、従来とは異なった展開がみられる。一九八〇年代には、LBO (Leveraged Buyout) と呼ばれるハイイールド債により資金調達された公開買付けが流行し、それが二段階買付けの強圧性の問題をもたらしたが、現在ではそのような公開買付け自体が後退したことに伴い、二段階買付けの強圧性の問題も収まった状態にあるといわれる。<sup>(10)</sup>

このような中、デラウェア州裁判所は、セレクトイカ事件判決において、会社財産を守るためにトリガーとなる株式総数に占める割合を低くするポイズンピルを認めた一方で、イーベイ事件判決において、会社の文化を守るために閉鎖会社がポイズンピルを利用することを認めなかった。いずれの判決も、敵対的買収でない場面においてもユノカル基準を適用できることを前提としながら、問題となったポイズンピルの有効性が判断されることになった。

ユノカル基準は、敵対的買収に対する買収防衛策の有効性判断基準として発展してきたものであり、対象会社の取締役が先鋭な利益相反の危険にさらされることを前提とした基準である。また、ポイズンピルは、本来、敵対的

買取に対する買取防衛策として発展してきたものである。そのような経緯に鑑みれば、敵対的買取でない場面においてもポイズンピルにユニカル基準を機械的に適用するべきではない。特に、イーベイ事件のように、取締役が支配株主でもあるような閉鎖会社においては、ユニカル基準が適用される前提を欠いており、この点に関する裁判所の判示事項は不適切である。今後は、ユニカル基準が買取防衛策としてのポイズンピルに適用されてきた基準であることと、閉鎖会社においては同基準を適用する前提を欠くことを十分にふまえたうえで、今日の会社の必要性に応じた基準の作成が望まれるところである。

(107) 両判決は、ポイズンピルの普及に厳しい制約を課すことになった。See Brian J. McTear, *Has the evolution of the Poison Pill come to an end?—Carnody v. Toll Brothers, Inc.; Mentor Graphics, Inc. v. Quickturn Design Systems, Inc.*, 24 Del. J. Corp. L. 881, 909 (1999).

(108) See Ronald J. Gilson, *UNOCAL Fifteen Years Later (And What We Can Do About It)*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 511-12 (2001). このように会社をめぐる状況が変化してくると、ポイズンピルの導入を正当化する会社の目的に関して、従来とは異なる新たな会社の目的が認められるかどうかという点に裁判所は注意を払うようになってきているのではないかという指摘がある。Griceo, *supra* note 6, at 637.