
論 説

アメリカ法における 定款による敵対的買収防衛 (3)

今 泉 邦 子

- I 敵対的企業買収の手法とその優劣
- II 敵対的な公開買付に対する対象会社の対応
 - 1. 初期の買収防衛策
 - 2. Shark repellent provisions
 - 3. 基本定款と付属定款
 - 4. Shark repellent provisions の例
- III Shark repellent provisions に対する評価
 - 1. 抑止力 (deterrent) に関する分析 (以上, 40 卷 2 号)
 - 2. Contractarian と経験的分析 (以上, 41 卷 3・4 号)
 - 3. 取締役の信認義務との関係 (以上, 本号)

III Shark repellent provisions に対する評価

[承前]

3. 取締役の信認義務との関係

(1) **Delaware General Corporation Law** と定款の変更等の権限と手続

(1)-1 基本定款の規定の追加, 変更および廃止

Shark repellent provisions を基本定款に規定する行為は, 会社法が授権的性質を有している場合, 基本定款規定の追加, 変更および廃止 (以下, 「変更等」とする。) の手続が遵守されていれば有効だと論じられている。アメリカ

の州会社法一般において、基本定款の変更等の手続は、取締役会による承認、株主総会の承認決議および州の当局への届け出である¹⁾。

アメリカで最も影響力のある Delaware General Corporation Law (以下、DGCL とする。) においては、基本定款に規定すべき事項につき DGCL § 102(a) が、規定することが認められる事項および認められない事項に関する方針につき DGCL § 102(b)(1) が定めている。まず、Delaware 州の制定法、または判例法もしくは DGCL で間接的に示されている公序に反する事項を基本定款に定めてはならない。任意規定を変更する定款規定を設けることは認められる。付属定款に規定すべき事項または規定することが許されている事項は基本定款と同じであり、Delaware 州の制定法、または判例法もしくは DGCL で間接的に示されている公序に反する事項を定めてはならない。したがって付属定款に規定すべき事項または規定することが認められている事項を基本定款に規定することも認められる²⁾。また、定款の規定によって会社、取締役、株主等の権限を制限してよい旨も、同条項が規定している。

基本定款の変更等の手続は、会社が資本を受領する前と後とは異なる。会社が出資を受領する前は、DGCL § 241 により基本定款を柔軟な手続で変更等を行うことが認められている。会社設立時においては、DGCL § 103(d) に基づく別段の定めがないかぎり、会社が基本定款を届け出た日に成立すると DGCL § 106 が定める。会社が出資を受領した後の基本定款変更等の方法について、DGCL § 242(b)(1) が定める。同条は、原則として、基本定款の変更には、取締役会決議、株主総会開催通知、および発行済株式に係る総議決権の過半数による議決の 3 段階の手続を要件としている³⁾。変更等後の定款が効力を発生する時期は州当局への届け出時である⁴⁾。

(1)-2 付属定款の変更等

① アメリカの州会社法一般において、付属定款は会社設立手続の中で作成され、その後、付属定款の変更等を行う権限は、主として株主にあり、基本定款の変更等の手続と異なり、取締役会の承認および取締役会が手続を開

始することを要しない。同時に、制定法または基本定款に基づき、取締役にも変更等の権限が付与されている。取締役が付属定款の変更等を行う権限を有する場合であっても、さらに株主の承認を必要とするか否かに関する立法は州によって大きく異なる。しかし、多くの州において、基本定款に別段の定めがないかぎり、取締役が付属定款の変更等を行う権限を有する。また、多くの州において、株主のみが変更等を行う権限を有する事項がある。たとえば取締役会の規模および構成である。なお、株主が付属定款の変更等を行った箇所につき変更等を行う権限を、株主のみに付与する州法が多い⁵⁾。

② DGCLにおいて付属定款に規定することが認められる事項は、会社の業務執行ならびに会社の権利および権限または株主・取締役・執行役・従業員の権利もしくは権限である。これらは会社の事業に関連する事項であるが、法または基本定款に反してはならない⁶⁾。基本定款には、会社の実態の概略が広範に記載されるので、付属定款には、会社はその活動の便宜のために独自に制定する規則が記載される。DGCLは制定当時から、付属定款にはこのような目的があると解するのが衡平法裁判所の立場である。Gow v. Consol. Coppermines Corp.⁷⁾は1967年改正前の規定による。基本定款と矛盾する付属定款の規定を基本定款の規定で読み替える旨の典型的な規定と異なり、1967年改正前の規定は、付属定款においてのみ、取締役の人数の規定が可能であり、この事項に関する基本定款は付属定款に従う旨を規定していた。その後、Gow v. Consol. Coppermines Corp.はDGCL § 141(b)によって廃止されたが、基本定款と付属定款の一般的な役割分担は裁判上、維持されている⁸⁾。基本定款は州当局への提出が必要な文書であるのに対して、付属定款は私的な書面である。株主への付議を要せずにと取締役が変更する権限を有する範囲で、容易に変更が可能であり、そのことが株主の利益につながると説明されている⁹⁾。

③ 付属定款の変更等の手続も、会社が資本を受領する前と後とは異なる。会社が出資を受領する前は、incorporatorまたは取締役が自由に付属定款の規定の変更等をする権限を有する¹⁰⁾。

会社が出資を受領した後に付属定款の変更等をする権限は、その事項につき議決権を有する株主にある。基本定款による授權がある場合には、取締役が付属定款の変更等をする権限を有する。取締役が有効に定款規定を変更できると合意しているからである¹¹⁾。取締役がその権限に基づき付属定款を変更する行為には、経営判断原則が適用されるため、信認義務違反がないとの推定が働くとする先例がある¹²⁾。

ただし、付属定款の変更等の権限に関して、取締役と株主との関係は微妙であり、不明な部分がある。取締役が変更等の権限を有する場合であっても、付属定款の変更等に関する株主の権限が制限されてはならないことを、1974年改正後のDGCL § 109(a)が明示している¹³⁾。Rogers v. Hillは、取締役が権限に基づき変更等をした付属定款を、株主は変更等をしてよいと解している¹⁴⁾。Delaware州裁判所は、株主の同意なく、株主の有する権利をおそらく縮減または剝奪する結果となる付属定款の変更等を取締役会が行うことができないとする、いわゆる既得権理論 (vested rights doctrine) を拒絶している¹⁵⁾。

しかし、多くの州が、株主の権限に基づき変更等がされた付属定款を、取締役には変更等をする権限があるか否かという問題に関して、株主のみが変更等を行いうると解しているが¹⁶⁾、Delaware州裁判所は明確な答えを示していない¹⁷⁾。そして、この問題は、基本定款に別段の定めがないかぎり、取締役会によるpoison pillつまりライツプランの実行を制限する規定を付属定款に設ける提案を株主が行えるかという議論に影響を与える¹⁸⁾ ¹⁹⁾。

(1)-3 取締役会の有する経営権と株主の有する付属定款変更権限

DGCL § 141(a)が取締役会に授權している経営権の範囲のうち、付属定款で制限できる範囲はどこまでかという学術上の議論がある。取締役会が行為する手続を統制する付属定款および取締役会の委員会を介した行為を規制する付属定款が、制定法によって許容されることに異論がないと、衡平法裁判所は解している²⁰⁾。

DGCL § 141(a) が取締役会に授権している経営権と DGCL § 109 が株主に付与する付属定款変更権限との関係について、Delaware 州最高裁判所が、CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan で判断を示している²¹⁾。付属定款が common law または命令 (precept) に違反するか否かの問題を、裁判手続において特定の事実への付属定款の適用に関連して審査する場合、裁判所は付属定款を有効だと推定し、かつ可能であれば法と矛盾しないように解釈を行う²²⁾との立場を示した。その上で、会社が委任状勧誘の費用を償還する義務を負う旨の付属定款規定を設けることを株主が提案し、その提案が認められるか否かの問題について次のように論じた。付属定款の変更等をする権限に関して、§ 109 に基づき株主の有する法定の権限と、§ 141(a) に基づき取締役会が会社の経営に関して有する権限とでは、重複する範囲もあるが完全には一致しないと解する立場であることを明らかにした上で、本件の株主提案は、株主提案を行った者が負担した委任状勧誘費用の同人への償還が信認義務違反となる場合にも取締役会が費用償還を拒否できなくする可能性があるため無効であるとした。ただし fiduciary out 条項が付されているかぎり、信認義務違反となる場合に費用償還が行われないので、本件のような付属定款規定を適法に設けることができるとした²³⁾。なお CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan に応じて、DGCL § 112(6) が新設された²⁴⁾。

(1)-4 敵対的買収防衛と定款変更

敵対的買収防衛の効果がある shark repellent provisions を、基本定款に設ける場合と付属定款に設ける場合とでは、そのための手続が異なるため、shark repellent provisions の効力または取締役による定款変更等を争う原告は、それぞれの場合に応じて異なる攻撃方法をとる。以下、shark repellent provisions を基本定款に設けた場合に関する事件と、shark repellent provisions を取締役会の承認のみに基づき付属定款に設ける行為が問題となった事件を取り上げる。なお、基本定款または付属定款の変更等によって導入さ

れた shark repellent provisions の効力，およびそれに関連する取締役の行為を審査する基準として，当初は経営判断原則が用いられた。しかし，Delaware 州最高裁判所が，経営判断原則 (business judgement rule) とも完全公正基準 (entire fairness test) とも異なる審査基準を示した後は，shark repellent provisions およびその他の方法による敵対的買収防衛策についても，同様に Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.²⁵⁾ が示した審査基準が広く適用されている²⁶⁾。

(2) **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.** 事件以前の審査基準：経営判断原則

(2)-1 付属定款変更による買収防衛に関する Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan

Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan²⁷⁾ では，Land of Lincoln Savings and Loan (以下，Lincoln とする。) 取締役会の同意なく同社株式の約 10% を原告被上訴人が取得したことから，会社の買収および清算の脅威を感じた Lincoln 取締役会が行った付属定款変更が問題となった。この付属定款変更後の付属定款 9 条は，付属定款変更等の目的を明示して招集された適法な株主総会において，当該議案に議決権の行使が可能な議決権総数の 2/3 によって会社の付属定款の変更等ができる旨を規定し，変更後の付属定款 3 条は，取締役解任の目的を明示して招集された適法な株主総会において，発行済株式の 75% の承認によって，正当事由ある場合に限り，取締役を解任することができる旨の規定となった。同 9 条が変更されていなければ，株主提案が株主総会で可決されるための要件は行使可能な議決権総数の過半数であった。しかし変更後の同 9 条の要件では，累積投票制度導入を内容とする原告被上訴人による株主提案が可決要件を満たすことができなかった。そこで，取締役会による同 9 条変更は株主の承認なく利己の目的をもって行われ，少数派株主が支持する取締役を選任することを妨害していることから，Illinois 法によれば，信認義務違反により無効であることを宣言する判決 (declaratory judgment) と，累積投票制度を設けることを内容とする原告被上訴人による株主提案が有効であることを宣言する判決を原告被上訴人が求めた。

取締役会による付属定款変更行為が信認義務に違反するか否かを審査するにあたり、第7巡回区裁判所は、Illinois州 common lawにおける経営判断原則の内容、および取締役の経営判断が経営判断原則によって保護されるためには、取締役の行為が会社の利益を唯一の目的とする場合に限定されるかについて、その判断を示した。

まず Illinois州 common lawにおける経営判断原則として、Delaware州法を参照する *Shlensky v. Wringley*²⁸⁾ を引用する *Lower v. Lanark Mutual Fire Insurance Co.*²⁹⁾ を採用し、実質的に Delaware州 common law を適用することを示した。これは、適用すべき Illinois州の法理を決定する際、機械的に最新の Illinois州最高裁判所の先例に従う必要はないとする先例 *Warner v. Gregory*³⁰⁾ を根拠とするものである³¹⁾。よって、買収防衛行為が取締役自身の利益を図ることを唯一の目的としていないかぎり、本件被告上訴人である Lincoln 取締役が経営判断原則によって保護されるとした。そして、Lincoln 取締役達が、原告被上訴人による脅威が重大であると合理的に信じたこと、その脅威が実現した場合には Lincoln とその株主達に損害が生じること、被告取締役達による定款変更は、弁護士の助言に基づいて複数の選択肢を検討した後に、主としてその脅威からの防衛を目的としたこと、および取締役達の行為は合理的な経営判断の行使であったことを認めた³²⁾。

上訴審において、原告被上訴人は、Illinois州 common lawにおける経営判断原則によって取締役達が保護を受けるためには、取締役の行為が会社の利益の防衛を唯一の目的としていること、つまり利益相反があるため会社の最善の利益を図れない地位になかったこと、ないし最善の注意、技量および判断力を会社の事業経営に関して発揮したことが要件であると、*Shlensky v. South Parkway Building Corp.*³³⁾ を根拠として主張していた。この点に関して、原審は Delaware州 common law を参照した *Panter v. Marshall Field Co.*³⁴⁾ に依拠して、会社の利益を保護することが取締役による定款変更の唯一の目的か否かについては判断せずに、経営判断原則が適用できると判示したため、Delaware州 common lawにおける経営判断原則とは異なる Illinois

州 common law における経営判断原則が示される可能性があったため、争点となった。

さらに、本件において第7巡回区裁判所は、敵対的買収を受けた場合の対象会社取締役の義務および義務違反の審査基準について次のように述べている。会社を買収されまたは清算される脅威があると誠実に判断した場合、取締役には対抗すべき義務がある。取締役がそのような脅威に対抗すべきだと誠実に判断したとしても、もし買収を防いだとすれば、取締役が同時に支配権を維持する目的を有していたと解すべきか、つまり利益相反があったと解すべきかという点に関して、利益相反が明らかに買収防衛の唯一または主たる目的でないかぎり、取締役の行為は経営判断原則の適用を受けるとした。

敵対的買収を受けた対象会社の取締役の信認義務および経営判断原則について Illinois 州最高裁判所の先例がないこと、そのような範囲で Illinois 州裁判所は他の法域の法理を承認してきたこと、このような法理は Illinois 州以外の圧倒的多数の法域で支持されていること、Illinois 州最高裁判所も *Panter v. Marshall Field Co.* の示す法理を採用すると予想されること等を根拠とする³⁵⁾。

結論として、第7巡回区裁判所は、原審の判断を認容して、Lincoln 取締役会による付属定款変更を有効であるとした。

(2)-2 Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan に対する評価

Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan は、取締役が買収の脅威があると判断した場合に抵抗することが忠実義務の内容だと判示している³⁶⁾。忠実義務に基づく抵抗という考え方は、同判決以前から認められていた³⁷⁾。この考え方に疑問を呈する事例もあるが、その後、買収防衛行為の審査基準として長く維持されている *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* も、株主または会社の方針および効率性に対する脅威を非友好的買収が有すると判断した場合に対抗することが、取締役の注意義務および忠実義務の内容だと支持している³⁸⁾。

Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan は、買収の脅威に対して取締役が防衛行為をとった場合、その行為に信認義務違反があったか否かを裁判所が審査する際、取締役を経営判断原則によって保護する当時の判例の多数派の立場である³⁹⁾。したがって、取締役達は、最初、立証責任を負わず、取締役が十分な情報に基づかずに行なったこと、取締役が不誠実であったこと、または取締役の行為の主たる目的または唯一の目的は失職回避という自己の利益のためであったことについて原告被上訴人が立証責任を負うことになる。原告被上訴人がこれらの事実を立証した場合には、取締役がその判断の公正性を立証する責任を負う。

しかし、このような審査基準によった場合、原告が取締役の主観的意図に関する証拠を提出しなければならず、困難な状況に立たされる。事実、多くの企業買収事件において、原告が経営判断原則による推定を覆せないとする議論がある⁴⁰⁾。したがって、Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan の先例となった Panter v. Marshall Field & Co.⁴¹⁾および Treadway Cos. v. Care Corp.⁴²⁾の法理に従えば、裁判所が取締役による買収防衛行為の合理性または実質的な公正性を審査しないため、取締役が職に留まることに執着し、会社および株主にとって利益のある企業買収を阻止してしまう結果となる問題点が指摘されている⁴³⁾。

(2)-3 取締役によるその他の買収防衛策に関する Unocal v. Mesa Petroleum 以前の審査基準

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 以前の Delaware 州最高裁判所の事例として、Bennett v. Propp⁴⁴⁾および Cheff v. Mathes⁴⁵⁾がしばしば引用される。

Bennett v. Propp では、まず Noma Lite 社が American Screw 社に買収されることを恐れた Noma Lite 社取締役 Sadscca が、無権限で大量の自社株買いを行い、そのことに気づいた同社取締役達が自社株購入の決済資金を他から借入れることを承認したことが信認義務に違反するかが問題となった。Delaware 州最高裁判所は、Sadscca 以外の取締役達が借入れを承認したこと

は会社の損害を回避する目的で会社の最善の利益のためであり、信認義務違反ではないとしたが、Sadscca およびその行為に気づきながらも制止しなかった取締役1名は会社の目的以外の目的、つまり支配権維持の目的で会社の資金を使用したことが不適切であり、信認義務違反だとした。また、会社支配権への脅威に対抗して会社の資金で自社株買いをする取締役は会社と利益相反する立場にあるため、自社株買いが主として会社の利益のためであることを取締役が立証する責任を負うと判示している⁴⁶⁾。

Cheff v. Mathes では、Holland Furnace Company社の発行済株式の17.5%を取得した者が同社の支配権を取得した場合には、同社が清算されるか、または販売方法を変更させられるとの助言を受けた取締役会が脅威を感じ、ストック・オプションのための自社株買いだと称して、自社株を割増金を払って買い戻した行為が問題となった。Delaware州最高裁判所は、「会社に対する脅威があったこと」、「取締役達による自社株買いが会社の目的のためであったこと」につき取締役達が立証責任 (burden of demonstrating) を負うとした。そして、これらの立証として「誠実 (good faith)」と「合理的な調査 (reasonable investigation)」を取締役達が証明したと認めた。さらに、取締役会が独立取締役で構成され、合理的な調査が行われたことを理由に、経営判断の実質を審査しなかった⁴⁷⁾。

これらの判例は、「対抗策が脅威に対して合理的である」という1要件を除き、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. が示した審査基準をすでに示していた。脅威が存在することの証明は容易であるため、「脅威との均衡」要件が、その後の裁判において、特に問題となっていった⁴⁸⁾。

(2)-4 経営判断原則を審査基準とすることへの評価

上記(2)以下に示した通り、1980年代中頃まで、取締役が会社における失職回避という利益相反を主たる動機として防衛をしたと原告が立証した場合を除き、取締役による買収防衛策は、経営判断原則によって保護された。この審査基準によれば、敵対的買収提案者が現職の経営陣の実施する事業方針

とは若干異なる経営を行う可能性があることを経営陣が立証すれば、いかなる種類のいかなる規模の買収防衛策をも認める結論となった。敵対的買収提案者が対象会社の支配権を取得後に経営を変更するのは常なので、取締役が自己の利益のみを動機として買収防衛を行ったことのみを重視する審査基準では、経営者が適切な記録を残さずに慌てて行為をしたときのみ買収防衛策を是認しないことになった。したがって、適切な対価による買収提案を受ける株主の利益を保護する基準としては、適切な基準ではないと考えられる。

この点に関して Delaware 州最高裁判所が傑出した基準を示した⁴⁹⁾。

(3) 敵対的買収防衛策導入行為に関する審査基準

(3)-1 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. の概要

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.⁵⁰⁾は、Mesa による強圧的 2 段階公開買付けに対して、Unocal 取締役会がその決議に基づき実施した自社株式を対象とした公開買付けを、信認義務違反ではないと判示し、原審が認めた予備的差止 (preliminary injunction) を無効とした事例である。Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. は、支配権移転の可能性がある取引に関連する原則を示し、その原則は、その後の多くの Delaware 州判例法理の基礎となった⁵¹⁾。主として、次のような法理を明らかにしている。

① 会社の基礎の変更を含む、会社支配権移転を生じる可能性ある取引が行われる場合に、取締役会は積極的に行うべき権限を有する。その権限は、株主を含む会社を、その原因が何かにかかわらず、脅威から保護すべき基本的な義務に由来する⁵²⁾。つまり、たとえば会社の基礎の変更も含む、企業統治の幅広い状況において、取締役会は消極的に状況を静観すべき立場にはない⁵³⁾。

② 会社支配権移転を生じる可能性のある状況において、取締役がとった行為の信認義務違反を審査する基準として経営判断原則を適用してよい⁵⁴⁾。経営判断原則とは、十分な情報に基づき、誠実に、かつ正直に会社の最善の利益のためだと信じて、取締役が経営判断を行ったと推定する法理であ

る⁵⁵⁾。そのひとつの特徴は、取締役会の判断が常識的な (rational) 事業目的で行われたかぎり、裁判所が代替して判断をしないことである⁵⁶⁾。

公開買付けが差し迫った場合、取締役会は、その公開買付けが会社およびその株主の最善の利益に適うかを決定する義務を負う。その義務の履行は、取締役会が会社およびその株主に対して負う他の義務と同様に、経営判断として裁判所に尊重される領域に属する^{57) 58)}。

③ しかしながら、本件のように、会社支配権に対する脅威を会社の資金を使って取り去ろうとする場合には、会社およびその株主の利益よりも、取締役が自己の利益を優先させるおそれ、つまり利益相反があり、客観的な経営判断が困難だと考えられる⁵⁹⁾。したがって、経営判断原則が適用される前に、潜在的に利益相反がある取締役は、「ある者が株式を所有することにより、会社の方針および効率性に対する脅威があると信じる合理的な根拠」を、「誠実性」と「合理的な調査を行ったこと」を示して証明しなければならない⁶⁰⁾。社外独立取締役が過半数を構成する取締役会が、誠実に合理的調査に基づき、そのような脅威を認めたことが示された場合には、その証明力が高くなる^{61) 62)}。

④ 会社およびその株主の最善の利益のために行うべき取締役の注意義務は、第三者または一部の株主が会社に脅威を与えている場合であっても、その履行が求められている⁶³⁾。ただし、会社に対する脅威を察知した場合に、いかなる手段をとることも許されるわけではない。取締役が職を保持することを唯一または主たる目的として行為する場合⁶⁴⁾、および一見適法であっても不衡平な行為は許されない⁶⁵⁾。

経営判断原則による保護を受けるためには、裁判所による第1段階の審査において、公開買付けを妨害するための買収防衛策が、会社およびその株主の利益に関する誠実な懸念に基づき、すべての状況に照らしても詐欺またはその他の不正行為に基づくものでないことを取締役が証明することが、*Cheff v. Mathes* で確立されかつ本件でも示されている立証責任分配の基準である⁶⁶⁾。さらに、第2段階の審査において、買収防衛策が会社に対する脅威と

合理的な均衡が保たれていることが要求される。取締役が会社に対する脅威を分析する際、公開買付けの性質および会社に対する効果が重要である。具体的には、買付価格、公開買付けの性質および時期、違法性、株主以外の会社構成員（債権者、顧客、従業員およびおそらく一般社会）、公開買付け不成立の可能性、ならびに公開買付けの対価となる証券の適切性を分析することになる⁶⁷⁾。

⑤ 買収防衛策が会社に対する脅威と合理的な均衡を保つべきことを公開買付けに関する法理として要請することは、吸収合併に関する法理である公正性の概念、つまり少数派株主が吸収合併前に有していた株式の価値と実質的に等しいものを受け取るべき法理と整合的である⁶⁸⁾。ここでいう少数派株主とは、2段階公開買付けにおける第2段階の吸収合併において、Unocal株式を敵対的買収提案者である Mesa にジャンク・ボンドを対価に取得される者達である⁶⁹⁾。なお、近年、買収防衛策が洗練され多様化し、買収防衛的定款変更 (defensive charter amendments), Crown Jewel, White Knight, Pac Man, および Golden Parachute といった手段が出現し、司法的にも容認されている⁷⁰⁾。

⑥ 証拠の優越によって、取締役による判断が、主として、職に留まる目的のためであること、または詐欺、誇張、誠実性の欠如、情報不足など、その他信認義務違反を原因とすることが証明されないかぎり、裁判所が取締役に代わって判断を示すことはない⁷¹⁾。

なお、このような対象会社取締役の敵対的買収防衛行為に関する信認義務違反の審査基準 (intermediate scrutiny, Unocal standard または enhanced scrutiny 等と呼ばれる。以下、Unocal 基準とする。) が適用される場合の効果として、信認義務違反の主張が訴答手続において棄却されない⁷²⁾。また、買収の脅威がない状況下での取締役の行為は、たとえ買収防衛の性質を有するとしても、利益相反がないため、経営判断原則によって審査される^{73) 74)}。

また、本件で大いに議論の対象となった、敵対的買収提案者である Mesa 以外の者から自社株を発行者が取得する差別的な公開買付けは、Delaware

州最高裁判所が司法的に容認した買収防衛策であったが、SECが all-holder rule および best price rule⁷⁵⁾を設けたため、その後実行できなくなった⁷⁶⁾。

(3)-2 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. に対する評価

① 経営判断原則と利益相反取引のそれぞれに関する裁判所の審査基準の中間的な基準 (intermediate scrutiny) としていわれている Unocal 基準は、敵対的買収から自社を防衛するために取締役がとった積極的な行為に関する審査基準である。これは、たとえば自社株式に対する公開買付けを不適切だとして取締役会が拒絶することのように、公開買付けを受けたことに対する取締役の受動的な行為には経営判断原則が審査基準となることを明らかにした Pogostin v. Rice⁷⁷⁾とも区別される。

② Unocal 基準は、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 以降に、取締役による買収防衛行為の審査基準を示した Delaware 州最高裁判所判決である、Moran v. Household International, Inc.⁷⁸⁾および Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.⁷⁹⁾とも区別されている。

Moran v. Household International, Inc. において、Delaware 州最高裁判所は、株主の承認を得ずに取締役会が poison pill を導入することを認め、対象会社の支配権に対する特定の買収提案等の脅威が生じる前に、予防的に取締役が行った買収防衛行為に関する審査基準を示している。Unocal 基準は、買収提案が実際になされた後、つまり特定の買収提案等の脅威が生じた後に、rights の償還をしないという取締役の判断に関する審査基準を示している⁸⁰⁾。

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. は、対象会社取締役会が対象会社を敵対的買収提案者以外の第三者へ売却することを決定した後の行為に関する審査基準であり、Unocal 基準は、対象会社取締役会が対象会社の支配権を維持することを前提とした行為に関する審査基準である⁸¹⁾。

なお、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. は、取締役が買収の脅威があると判断した場合に積極的に行為することが注意義務および忠実義務の内容であり、その義務を果たしたと裁判所が判断した場合に、経営判断原則が適

用されることを示したと解する立場がある⁸²⁾。事実として、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d at 955 n.10において、対象会社およびその株主にとって不適切で非友好的な公開買付けに対して、取締役は受け身であるべきだとする学説を引用して⁸³⁾、そのような立場を Delaware 州法に採用しえないと明示している。

③ 対象会社が感知した脅威に比例したよい敵対的買収防衛策かまたは比例しない悪い買収防衛策かに関して裁判所が審査することを明らかにしたと同時に、その審査基準として、Delaware 州最高裁判所は、対象会社が買収防衛策を導入する際に、独立取締役 (independent directors) が決定権を持っていたかに着目する。Smith v. Van Gorkom⁸⁴⁾、Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.⁸⁵⁾および Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.⁸⁶⁾を想起すればわかるように、もし取締役会がその役割を放棄し、経営陣に任せきりにしたと判断されれば、裁判所が介入をするであろう。このような審査基準によれば、だれが最初に決定すべきかが不明だという問題がある。しかし、敵対的公開買付けまたは競合する公開買付けに対する態度を対象会社が決定するにあたり、独立取締役が、経営陣にとって単なる助言者ではなく、実際に対象会社における決定権を有していれば、同州裁判所がその判断を尊重することが明らかになった⁸⁷⁾。

(4) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 以降の判例法の生成

Unocal 基準は、その後の判例によって、threat, proportionality, preclusion, coercion, および取締役会の利益相反または取締役の行為に関して変容したといわれている⁸⁸⁾。

(4)-1 Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.⁸⁹⁾: 2段階審査基準の変容

① Delaware 州最高裁判所が Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. および Moran v. Household International, Inc. で示した2段階の審査基準のうちの

第2段階の審査基準 (proportionality test) の内容を、その後、Delaware 州衡平法裁判所が明らかにしていった。ただし、その過程で、支配権移転の脅威に対する積極的な行為を決定する権限および責任の所在を取締役会と裁判所とに分配することを Delaware 州最高裁判所が示していたが、衡平法裁判所は、そのような決定権限を取締役会と株主との間で分配する審査基準へと修正した。ある敵対的公開買付けが、市場価値を上回る価値の対価を提示するため強圧的ではないが、対象会社の実質的価値 (intrinsic value) を低く評価する場合、つまり実質的な強圧 (substantive coercion) がある場合、取締役は、交渉のための、またはよりよい買収提案を探すための時間を稼ぐために poison pill を利用してよいが、交渉および調査のための時間をとったにもかかわらず、rights の償還を拒み、その結果、対象会社株主に取締役の提案を強要し、かつ敵対的公開買付けに応じられなくすることは許されないという法理である。AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co., City Capital Assocs. v. Interco, Inc. および Grand Metro. Pub. Ltd. Co. v. Pillsbury Co.⁹⁰⁾ で生成された法理である。Delaware 州最高裁判所の示した基準を衡平法裁判所が修正した理由は、脅威と敵対的買収防衛行為の均衡を直接評価して取り締まる役割を裁判所が担当できないからだと考えられる⁹¹⁾。大法官 Allen は、この法理を Time-Warner 事件においても同様に適用した⁹²⁾。敵対的公開買付けの対象会社経営陣は、株主の承認を得ずに、敵対的買収防衛の効果も併せ持つ事業の売却または企業買収 (acquisition) を行ってよいが、poison pill を利用する等して、敵対的公開買付けに応じるか否かを株主が決定する能力 (ability) を奪ってはならない趣旨である。

しかし Delaware 州最高裁判所は、理由を明らかにせずに、衡平法裁判所が Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 以降生成してきた審査基準を拒否した⁹³⁾。Unocal 基準に関する Delaware 州最高裁判所の立場は、Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.⁹⁴⁾ で明示される⁹⁵⁾。

② 2段階の審査基準で構成される Unocal 基準は、第1段階の審査基準に収れんし、取締役会が合理的な調査を行った後に誠実に行為したことにつ

き立証責任を果たせば、非友好的買収提案者に対して「発動した rights の償還に応じられない」、つまり「買収には応じられない」と言うこと (just say no defense) が認められるとする解釈 (just say no approach) がある。実際、Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.⁹⁶⁾が、Unocal 基準の第 2 段階の審査基準に関して、脅威と買収防衛策の均衡を評価するよりも、むしろ、just say no approach に近い立場をとっている⁹⁷⁾。

しかし、Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.が just say no approach を採用したと考えない立場もある。取締役が買収提案者による買収をより困難にしたにすぎず、不可能にはしていない場合、取締役は Unocal 基準の第 2 段階の審査基準に違反していないとの判断を示したが、これを明らかな just say no approach と受け取れないからである。また、Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. が、Unocal 基準の第 2 段階の審査基準を変化させ、買収防衛策が対象会社の買収を完全に不可能にする効果を持つかを審査基準としたと解釈する立場もある。ただし、Chesapeake Corp. v. Shore⁹⁸⁾は脅威との均衡基準をとっている⁹⁹⁾。

実際に、just say no defense を Delaware 州最高裁判所が明示的に認めた例はない。不適切な公開買付けであることを理由として、または適切な公開買付けを受けたが対象会社の独立性を維持することを理由として、対象会社の取締役が買収を拒絶することを、適法な経営判断として認める趣旨の判例 GAF Corp. v. Union Carbide Corp.¹⁰⁰⁾がある。この法理は Gantler v. Stephens¹⁰¹⁾にも引き継がれ、対象会社の取締役が買収を拒絶する行為は敵対的買収防衛行為ではないため、Unocal 基準ではなく経営判断原則が審査基準となるが、取締役が会社支配権維持および失職回避の動機で買収提案を拒絶する行為は、経営判断原則ではなく、完全公正基準が審査基準になる¹⁰²⁾。

(4)-2 Unitrin, Inc. v. American General Corp¹⁰³⁾

① Unitrin, Inc. v. American General Corp. は、Unocal 基準の第 2 段階の審査基準 (proportionality test) を変更し、裁判所の役割は、買収防衛策が dra-

conian (common lawにおいて coercive, preclusive を含む意味。)であるか否かを決定することにあるとした¹⁰⁴⁾。Draconian でないならば、買収防衛策は合理的な範囲内であればよいとした¹⁰⁵⁾。そして、AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.¹⁰⁶⁾と同様に、株主が株式を提出せざるを得ない状況を作ったとすれば coercive だとする。「合理性」要件の意味を Delaware 州最高裁判所自身は明確にせず、対象会社が導入した普通株式の repurchase program という買収防衛策の合理性を、差戻後に衡平法裁判所が判断する際に考慮すべき3要素を示すにとどまった。その3要素は、(i) 取締役会が、通常、支配権移転とは無関係の経営判断を行う場合と同様の法的に認められた方法によって導入を決定したか、(ii) 敵対的公開買付けに対する防衛行為の程度が、その敵対的公開買付けによる脅威の程度に限定または対応しているか、(iii) 対象会社取締役会が、全株主の利害が完全には一致しないことを理解して、流動性を好む株主に流動性を与えたかである¹⁰⁷⁾。

結局、買収防衛策が draconian ではなく、かつ合理的だと認められる範囲にあるかぎり、裁判所が取締役に代わって判断をしてはならないとしている。

なお、poison pill が draconian か否かを判断する基準について、次のように述べている。Poison pill ないし rights 償還を拒否することは、常に公開買付けを妨害する効果があるが、対象会社取締役を、買収提案が対象会社株主の最善の利益に適うと、十分な情報に基づき注意義務違反なく判断して poison pill ないし rights 償還を行うと期待できる取締役候補者と入れ替えるために、買収提案者が委任状争奪戦を実施することが可能であれば、poison pill は draconian ではないとの立場である¹⁰⁸⁾。したがって、Delaware 州最高裁判所は、会社の支配権争奪を、公開買付けよりも委任状争奪戦によって決定した方がよいとする立場だと理解されている¹⁰⁹⁾。しかし、SEC は、逆に、委任状争奪戦よりも公開買付けによって支配権争奪を決すべきだとする考えから、Rule 19c-4 を設けた¹¹⁰⁾。

② Unitrin, Inc. v. American General Corp. は、「脅威」要件について、株主が対象会社の長期計画を誤解する可能性のみで認めた¹¹¹⁾。

③ Unitrin, Inc. v. American General Corp. では、poison pill, advance notice bylaw および普通株式の repurchase program が買収防衛策として採用された。多くの事例と同様に Delaware 最高裁判所は、Unitrin 取締役会の過半数が社外独立取締役 (outside independent director) であることから、Unocal 基準の第 1 段階の審査基準による審査において、脅威に関する取締役会の判断を尊重した¹¹²⁾。

(5) 基本定款変更と敵対的買収防衛策 : **Unocal** 基準の適用が争われた事例

(5)-1 Williams v. Geier¹¹³⁾

Williams v. Geier では、敵対的買収防衛の効果を含めた複数の効果および目的を併せ持つ資本の再構成 (recapitalization plan) を実施するために、tenure voting¹¹⁴⁾に関する規定を基本定款 (certificate of incorporation) に設ける定款変更の有効性を、個人少数派株主達が争った。この基本定款変更は、特定の敵対的買収の脅威への対応策ではなく、敵対的買収を受ける可能性への対応策としての買収防衛策の効果があることが、委任状勧誘書類で株主に説明の上、提案されている。また、この資本の再構成は、多数派株主にも少数派株主にも適用されるが、多数派株主である創業者一族による支配権維持の効果も有していた¹¹⁵⁾。

衡平法裁判所は、Unocal 基準を適用して、本件基本定款変更を行った取締役の信認義務違反の審査を行い、定款変更を有効だとした。上诉人は Unocal 基準よりも厳しい Blasius 基準¹¹⁶⁾の適用を求めて上訴したが、Delaware 州最高裁判所は Unocal 基準も Blasius 基準も適用しなかった¹¹⁷⁾。

Blasius 基準によれば、株主の特権である取締役選任権 (electorate) を取締役が剝奪する行為自体は無効ではないが、そのような行為をせざるを得ない事由を取締役が立証すべき重い責任を負う (compelling justification standard)¹¹⁸⁾。その責任が重すぎるため、Stroud v. Grace¹¹⁹⁾が Blasius 基準の適用範囲を、株主による取締役選任権行使に干渉またはこれを妨害することを取締役が主たる目的とし、かつ株主が完全に公正な議決行使をする能力を与えられな

かった場合に限定した。本件では、上訴人は、取締役の行為の主たる目的が株主総会における議決権行使の妨害にあったことを立証できなかったことから、Blasius 基準が適用されなかった¹²⁰⁾。

Unocal 基準は、株主の承認を得ずに、取締役会が感知した脅威に一方的に反応して買収防衛策を導入する場合にのみ適用される¹²¹⁾。しかし、本件における基本定款変更は、効力要件として、第1に取締役会の承認が、第2に株主の承認を要するため、取締役会の一方的な行為ではないと判示した¹²²⁾。

そして、Delaware 州最高裁判所は、本件では、基本定款変更ないし資本再構成計画を株主に取締役が推薦する行為および株主による承認に関して、取締役の利益相反および独立性が伝統的な基準¹²³⁾によって審査されるとした¹²⁴⁾。

したがって、第1に、DGCL § 242(b)(1) の定める手続に従って、基本定款変更および資本再構成の承認を得るために株主に推薦した取締役会の行為は経営判断原則の適用を受けるため、取締役会の行為は利益相反なく (independently), 注意義務を尽くし (with due care), 誠実に (in good faith), 株主の最善の利益だと信じて行われた (in the honest belief that its actions were in the stockholders' best interests) との推定を受ける¹²⁵⁾。上訴人が取締役の信認義務違反または自己保身行為を立証した場合には、経営判断原則による推定が覆り、取締役の行為が株主にとって完全に公正であったことを立証する責任を取締役が負う。しかし、上訴人が経営判断原則による推定を覆すことができなかった¹²⁶⁾。

第2に、法定の手続 (DGCL § 242) に従ってなされた、基本定款変更を承認する株主による決議の有効性が問題となる。法定の組織変更を行う場合、法定の手続を遵守した、完全に公正な開示に基づく株主の承認があったこと、および取締役による信認義務の履行が、裁判所による審査の対象となる。このような審査基準を満たした株主の決議が有効だと認められる¹²⁷⁾。

本件において株主の承認を要する理由は、法定の組織変更 (organic, statutory change) の要件としてである。そのような場合、Stroud v. Grace¹²⁸⁾ の示した

審査基準に従い、株主による承認の有効性に依存する当事者が、株主が完全に情報を得ていたこと、および当該取引に関する重要な事実が完全に開示されたことを立証する責任を負う¹²⁹⁾。

したがって、本件で必要とされている株主の承認は、取消可能な (voidable) 取締役の行った利益相反取引を有効にするための株主の承認と区別される¹³⁰⁾。ただし、株主の承認があれば、取締役の忠実義務違反を一切主張できなくなるとの判断を Delaware 州裁判所が示したことはない。かえって、株主の承認があっても、忠実義務違反の主張を認めることを示す事例がある^{131) 132)}。したがって、取締役による利益相反取引の効力要件としての株主の承認決議は、利害関係のない株主の過半数によることを要するとした *Fliegler v. Lawrence*¹³³⁾ は、本件には適用されない。本件は、取締役会の構成員に独立性が認められ、かつ利益相反取引の承認決議とは異なるからである¹³⁴⁾。

Delaware 州最高裁判所の先例によれば、適切で十分な情報に基づく株主の議決があった場合、または取締役会の行為に詐欺・毀損 (waste)・改ざん (manipulative)・全株主による承認のないその他の違反行為がない場合、取締役会が承認した基本定款および付属定款変更が効力を生じる¹³⁵⁾。

なお、支配株主が少数派株主に対する信認義務違反を犯さないかぎり、その定款変更によって支配株主が利益を得ることが瑕疵とはならない。支配株主は自己の経済的利益の観点から議決権を行使してよいし、通常の本社の行為を通じて利益を得てよいので、本件定款変更決議において多数派株主が議決権を剝奪されるべきではないとの判断を維持した¹³⁶⁾。

また、多数派株主にとって利益となる取引を承認する場合に、少数派株主の過半数による承認を DGCL は要件としていない¹³⁷⁾。確かに、完全公正基準が裁判所の審査基準となる親子会社間の取引において、通常、被告が完全な公正 (entire fairness) を立証する責任を負うが、少数派株主の過半数の承認がある場合には、通常、原告が取引の不公正 (unfairness) を立証する責任を負うことになる¹³⁸⁾。しかし、少数派株主の過半数による承認がないからといって、親子会社間の取引の無効が推定されるわけではない。本件では完全

な公正が問題となっていないため、少数派株主の過半数による承認の有無も関係がない¹³⁹⁾。

株主による決議に対して許容できない程度の強圧 (coercion) を経営陣が行ったことを理由に、または重要なすべての情報を株主に適切に伝えなかったことを理由に、その決議を不合理な決議だとして無効とする先例がある¹⁴⁰⁾。不正な強圧とは、取締役会またはその他の第三者が、自分の提案する取引の利点以外の理由で、その取引を株主達に承認させようとする場合に認定されることがある¹⁴¹⁾。ただし、特定の株主決議が無効と判断されるかは、具体的事実次第である¹⁴²⁾。

同時に、Delaware 州法において、株主の承認を得ることを取締役会が義務づけられている場合または株主の承認を得ることを取締役会が選択した場合、取締役会が管理している関連情報を完全に公正に開示すべき義務を取締役会が負っていることに異論はない¹⁴³⁾。株主による決議に際して、理性的な株主が議決権行使前に知る必要がある重要な事実を開示すべきだとする先例がある¹⁴⁴⁾。

本件では、取締役会が提案している資本再構成ないし基本定款変更が株主総会で承認されない場合には上場廃止の可能性があること、および資本再構成ないし基本定款変更を支配株主が支持しているため株主総会で承認されることが事実上確実であると、委任状勧誘書類に開示されていたことを、取締役会による強圧と解するか、または必要な開示であったかが問題となった。この点につき、Delaware 州最高裁判所は必要な開示であり、強圧性がないと判断した¹⁴⁵⁾。

さらに支配株主が持株比率に比例しない利益を株主による決議の結果から得ていることが、多数派株主の少数派株主に対する忠実義務違反にあたることを理由に、多数派株主が完全な公正を立証する責任を負う¹⁴⁶⁾と上訴人が主張した。その点につき、本件では、取締役会が独立取締役で構成され、必要な注意を払い、かつ開示義務違反もないため、経営判断原則による推定が覆らず、その結果、多数派株主が絶対的公正を立証する責任を負わないとさ

れた¹⁴⁷⁾。

注

- 1) Ronald J. Gilson, The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, 34 *Stanford Law Rev.* 775, 805–806, n. 117.
- 2) Folk on the Delaware General Corporation Law—Welch, Saunders, Land, and Voss, § 102.09 (6th ed. 2019-1 Supp. 2013–2014).
- 3) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 242.03.
- 4) DGCL § 103(c). State ex rel. Radio Corp. of Am. v. Benson, 128 A. 107, 108 (Del. 1924).
- 5) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 1 THE LAW OF CORPORATIONS § 3:12 at 215–217 (3d 2010) and 2018–2019 Cumulative Supplement to Vol. 1 § 3:12.
- 6) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.
- 7) Gow v. Consol. Coppermines Corp., 165 A. 136, 140–142 (Del. Ch. 1933).
- 8) Hollinger Int'l, Inc. v. Black, 844 A.2d 1022, 1078 (Del. Ch. 2004), *aff'd*, 872 A.2d 559 (Del. 2005); Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.02.
- 9) ERNEST L. FOLK, III, THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 109 (1st ed. 1972).
- 10) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.1.
- 11) Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 958 (Del. Ch. 2013). Cf. Strougo v. Hollander, 111 A.3d 590, 598 (Del. Ch. 2015).
- 12) Am. Int'l Rent A Car, Inc. v. Cross, C.A. No. 7583, slip op. at 7 (Del. Ch. May 9, 1984).
- 13) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.3.
- 14) Rodgers v. Hill, 289 U.S. 582, 588–589 (1933).
- 15) Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 955; Kidsco Inc. v. Dinsmore, 674 A.2d 483, 492 (Del. Ch. 1995); Roven v. Cotter, 547 A.2d 603, 608 (Del. Ch. 1988), *aff'd mem.*, 670 A.2d 1338 (Del. 1995). Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.03.
- 16) 805 Ill. Comp. Stat. Ann. § 5/2.25 (West 2004); Rogers v. Hill, 289 U.S. 582(1933); Gow v. Consolidated Coppermines Corp., 165 A. 136, 140 (Del. Ch. 1933); Cal. Corp. Code § 204 (West 1990).
- 17) Gen. DataComm Indus., Inc. v. Wisconsin Inv. Bd, 731 A.2d 818, 821 n. 1 (Del. Ch. 1999) は, Centaur Partners, IV v. National Intergroup, Inc., 582 A.2d 923, 929 (Del. 1990) において, 株主の承認した付属定款を取締役が廃止してよいとする立場を Delaware 州最高裁判所がとる可能性を示しているが, 学説は対立していると注

記している。判例に賛成する学説は、Lawrence Hamermesh, *Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?*, 73 Tul. L. Rev. 409, 467–479 (1998), 反対する学説は、R. Franklin Balotti & Jesse A. Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, § 1.11 at 1–16 (1998) である。

- 18) 関連する判例として、DGCLに近い内容のOklahoma州会社法に関するInt'l Bhd. of Teamsters Gen. Fund v. Fleming Cos., 975 P.2d 907, 908 (Okla. 1999), *aff'd* mem., 173 F.3d 863 (10th Cir. 1999) および In re Nat'l Intergroup, Inc. Rights Plan Litig., C.A. Nos. 11484 & 11511, slip op. at 16 (Del. Ch. July 3, 1990) がある。
- 19) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.03; COX & HAZEN, *supra* note 5 § 3:12 at 217.
- 20) CA, Inc. v. AFSCME Empl. Pension Plan, 953 A.2d 227 (Del. 2008).
- 21) *Id.*
- 22) CA, Inc. v. AFSCME Empl. Pension Plan, 953 A.2d at 238; Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus., 501 A.2d 401, 407 (Del. 1985).
- 23) CA, Inc. v. AFSCME Empl. Pension Plan, 953 A.2d at 239–240.
- 24) Welch *et al.*, *supra* note 2 § 109.05; COX & HAZEN, *supra* note 5 § 3:12 and 2018–2019 Cumulative Supplement to Vol. 1 § 3:12.
- 25) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- 26) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 4 THE LAW OF CORPORATIONS § 23.6 at 150–151; Mark J. Loewenstein, *Unocal revisited: No tiger in the tank*, 27 Iowa J. Corp. L. 1 (2001).
- 27) Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan, 749 F.2d 374 (1984).
- 28) Shlensky v. Wringley, 95 Ill. App. 2d 173, 237 N.E.2d 776 (1968).
- 29) Lower v. Lanark Mutual Fire Insurance Co., 114 Ill. App. 3d 462, 448 N.E.2d 946, 944, 70 Ill. Dec. 62 (1983).
- 30) Warner v. Gregory, 415 F.2d 1345 (7th Cir. 1969).
- 31) Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan, 749 F.2d at 377.
- 32) *Id.* at 378.
- 33) Shlensky v. South Parkway Building Corp., 19 Ill. 2d 268, 278, 166 N.E.2d 793, 799 (1960) (quoting Dixmoor Golf Club, Inc. v. Evans, 325 Ill. 612, 616, 156 N.E. 785, 787 (1927)).
- 34) Panter v. Marshall Field Co., 646 F.2d 271 (7th Cir. 1981) certiorari denied, 454 U.S. 1902, 102 S. Ct. 658, 70 L. Ed. 2d 631.
- 35) Treco, Inc. v. Land of Lincoln Sav. & Loan, 749 F.2d at 378–379.
- 36) *Id.* at 378.
- 37) Treadway Co. v. Care Corp., 638 F.2d 357, 381 (2d Cir. 1980); Heit v. Baird, 567

- F.2d 1157, 1161 (1st Cir. 1977); *Turner Broadcasting Sys., Inc. v. CBS, Inc.*, 627 F. Supp. 901, 908 (N.D. Ga. 1985); *Panter v. Marshall Field & Co.*, 486 F. Supp. 1168, 1194–1195 (N.D. Ill. 1980), *aff'd.*, 646 F.2d 271 (7th Cir.), *cert. denied*, 454 U.S. 1092 (1981); Note, *supra* note 30, at 1968 & n.29 (citing also *Northwest Indus. v. B.F. Goodrich Co.*, 301 F. Supp. 706, 712 (N.D. Ill. 1969); *Gerdes v. Reynolds*, 28 N.Y.S.2d 622 (Sup. Ct. 1941).
- 38) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985); Steven G. Bradbury, *Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third Generation Business Judgment Rule*, 87 Mich. L. Rev. 276, 282–283 (1988).
- 39) *Crouse-Hinds Co. v. InterNorth, Inc.*, 634 F.2d 690 (2d Cir. 1980) (applying New York law); *Horwitz v. Southwest Forest Indus.*, 604 F. Supp. 1130 (D. Nev. 1985) (applying Nevada law); *Enterra Corp. v. SGS Assocs.*, 600 F. Supp. 678 (E.D. Pa. 1985) (applying Pennsylvania law).
- 40) Thomas J. McCord, *Limiting Defensive Actions in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decision Making*, 21 Harv. J. on Legis. 489, 498 (1984); Patrick D. Walsh, *Defensive Tactics and the Fiduciary Obligations of the Target Board*, 7 J. Corp. Law. 579, 594 (1982).
- 41) *Panter v. Marshall Field & Co.*, 646 F.2d 271 (7th Cir.), *cert. denied*, 454 U.S. 1092 (1981).
- 42) *Treadway Cos. v. Care Corp.*, 638 F.2d 357 (2d Cir. 1980).
- 43) James Farinaro, *Target Directors' Fiduciary Duties: An Initial Reasonableness Burden*, 61 Notre Dame L. Rev. 722, 726–727 (1986); Note, *The Misapplication of the Business Judgment Rule in Contests for Corporate Control*, 76 NW. U.L. Rev. 980, 987–996 (1982).
- 44) *Bennett v. Propp*, 187 A.2d 405 (Del. 1962).
- 45) *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 (Del. 1964).
- 46) *Bennett v. Propp*, 187 A.2d at 409.
- 47) *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d at 556.
- 48) Loewenstein, *supra* note 26 at 8–11.
- 49) *COX & HAZEN*, *supra* note 26 § 23:6 at 150–153.
- 50) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946.
- 51) DAVID A. DREXLER, LEWIS S. BLACK JR. & A. GILCHRIST SPARKS III, 1 DELAWARE CORPORATION LAW AND PRACTICE § 15.14 at LexisNexis.
- 52) *Panter v. Marshall Field & Co.*, 646 F.2d at 297; *Crouse-Hinds Co. v. Internorth, Inc.*, 634 F.2d 690, 704 (2d Cir. 1980); *Heit v. Baird*, 567 F.2d 1157, 1161 (1st Cir. 1977); *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d at 556; *Martin v. American Potash & Chemical*

- Corp., 92 A.2d at 302; Kaplan v. Goldsamt, 380 A.2d at 568–569; Kors v. Carey, 158 A.2d at 141; Northwest Industries, Inc. v. B.F. Goodrich Co., 301 F. Supp. 706, 712 (M.D. Ill. 1969).
- 53) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 954.
 - 54) Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619, 627 (Del. 1984).
 - 55) Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).
 - 56) Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).
 - 57) Johnson v. Trueblood, 629 F.2d 287, 292–293 (3d Cir. 1980).
 - 58) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 954.
 - 59) Bennett v. Propp, 187 A.2d at 409.
 - 60) Cheff v. Mathes, 199 A.2d at 554–555.
 - 61) Aronson v. Lewis, 473 A.2d at 812, 815; Puma v. Marriott, 283 A.2d 693, 695 (Del. Ch. 1971); Panter v. Marshall Field & Co., 646 F.2d at 295.
 - 62) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 955.
 - 63) Guth v. Loft, Inc., 23 Del. Ch. 255, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).
 - 64) Cheff v. Mathes, 199 A.2d at 556; Kors v. Carey, 158 A.2d at 140.
 - 65) Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).
 - 66) Cheff v. Mathes, 199 A.2d at 554–555.
 - 67) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 955–956.
 - 68) Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 33 Del. Ch. 293, 93 A.2d 107, 114 (Del. 1952).
Rosenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929, 940 (Del. 1985).
 - 69) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 956–957.
 - 70) *Id.* at 956–957.
 - 71) *Id.* at 958.
 - 72) Grobow v. Perot, 539 A.2d 180, 187 (Del. 1988).
 - 73) *Id.*
 - 74) Loewenstein, *supra* note 26 at 7–8.
 - 75) Securities Exchange Act Rule 13e-4, Rule 14d-10, Rel. No. 23421 (1986).
 - 76) THERESE MAYNARD, MERGERS AND ACQUISITIONS 540 (3d ed. 2013).
 - 77) Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619 (Del. 1984).
 - 78) Moran v. Household Int’l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).
 - 79) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
 - 80) Ronald J. Gilson, Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It), 26 Del. J. Corp. L. 491, 497 (2001).
 - 81) DREXLER ET AL, *supra* note 51 § 15.14.
 - 82) Bradbury, *supra* note 38 at 282–283.

- 83) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, 36 *Bus. Law.* 1733, 1750 (1981).
- 84) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985).
- 85) *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1279 (Del. 1988).
- 86) *Paramount Communications Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 46 (Del. 1993).
- 87) Gilson, *supra* note 80 at 497–492 and 513; THERESE MAYNARD, *MERGERS AND ACQUISITIONS* 540 (3d ed. 2013); Loewenstein, *supra* note 26 at 2–3.
- 88) *COX & HAZEN*, *supra* note 26 § 23:6 at 160–163.
- 89) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 946, 954 (Del. 1985).
- 90) *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986); *City Capital Assocs. v. Interco, Inc.*, 551 A.2d 787 (Del. Ch. 1988); *Grand Metro. Pub. Ltd. Co. v. Pillsbury Co.*, 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988).
- 91) Gilson, *supra* note 80 at 497; Ronald J. Gilson & Rainier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review*, *Bus. Law.* 247 at 266 (1989).
- 92) *Paramout Communications, Inc. v. Time, Inc.*, No. 10,866, 1989 Del. Ch. LEXIS 77, at 88 (Del. Ch. July 14, 1989) reprinted in 15 *Del. J. Corp. L.* 700, 749 (1990).
- 93) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140, 1153 (Del. 1990).
- 94) *Unitrin, Inc. v. American Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- 95) Gilson, *supra* note 80 at 497–500.
- 96) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d at 954.
- 97) Marcel Kahan, *Paramount or Paradox: The Delaware Supreme Court's Takeover Jurisprudence*, 19 *J. Corp. L.* 583 (1994); *COX & HAZEN*, *supra* note 26 § 23:6 at 155.
- 98) *Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A.2d 293, 342–343 (Del. Ch. 2000).
- 99) *COX & HAZEN*, *supra* note 26 § 23:6 n. 16 and accompanying text.
- 100) *GAF Corp. v. Union Carbide Corp.*, 624 F. Supp. 1016 (S.D.N.Y. 1985).
- 101) *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009).
- 102) William E. Knepper & Dan A. Bailey, 1 *LIABILITY OF COPORATE OFFICER AND DEREKTORS* § 14.06 *Takeover Defenses* (8th ed. 2018).
- 103) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, 1388 (Del. 1995).
- 104) *Id.* at 1387.
- 105) *Id.* at 1388.
- 106) *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A.2d 103.
- 107) *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d at 1389; *Shamrock Holdings*,

- Inc. v. Polaroid Corp., 559 A.2d 278, 290–291 (Del. Ch. 1989); Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 956. Cf. Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140, 1154 (Del. 1990).
- 108) Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d at 1388–1389.
- 109) Gilson, *supra* note 80 at 500–501.
- 110) Gilson, *supra* note 80 at n.42 and accompanying text.
- 111) Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d at 1384–1385.
- 112) *Id.* at 1375; Loewenstein, *supra* note 26 at 13.
- 113) Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 1996).
- 114) 基準日における普通株式の株主が1株10議決権を取得するが、株式の売買または移転が行われると、取得者が3年間保有するまでは、その株式は1株1議決権となる制度。
- 115) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1373.
- 116) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).
- 117) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1371, 1376.
- 118) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d at 661.
- 119) Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 92 (Del 1992).
- 120) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1376.
- 121) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d at 954–955.
- 122) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1377, 1379, 1381.
- 123) Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (citing Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971)); Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548, 554.
- 124) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1377.
- 125) Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812; Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 82–83.
- 126) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1376–1378.
- 127) Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 83 (Del. 1992); Williams v. Geier, 671 A.2d at 1379.
- 128) Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 83.
- 129) Yiannatsis v. Stephanis, 653 A.2d 275, 280 (Del. 1995); Bershady, 535 A.2d at 846; Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 893 (Del. 1985); Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 703 (Del. 1983); Michelson v. Duncan, 407 A.2d 211, 224 (Del. 1979); Gottlieb v. Heyden Chem. Corp., 33 Del. Ch. 177, 91 A.2d 57, 58–59 (Del. 1952); Saxe v. Brady, 40 Del. Ch. 474, 184 A.2d 602, 610 (Del. Ch. 1962); Gerlach v. Gilham, 37 Del. Ch. 244, 139 A.2d 591, 593 (Del. Ch. 1958).
- 130) Williams v. Geier, 671 A.2d at 1379 n.23; DGCL § 144.
- 131) Oberly v. Kirby, 592 A.2d 445, 467 (Del. 1991); Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1170 (Del. 1995); In re Wheelabrator Technologies, Inc. Share-

- holders Litig., 663 A.2d 1194, 1202 (Del. Ch. 1995); *In re Santa Fe Pac. Corp. Shareholder Litig.*, 669 A.2d 59, 67 (Del. 1995).
- 132) なお、忠実義務に関する法理は、Delaware 州と American Law Inst., 1 Principles of Corporate Governance pt. 5, § 5.01 et seq., at 199–382 (1994) とでは、いくつかの点で異なっている。John F. Johnston & Frederick H. Alexander, *The Effect of Disinterested Director Approval of Conflict Transactions under the ALI Corporate Governance Project—A Practitioner’s Perspective*, 48 Bus. Law. 1393 (1993); CHARLES HANSEN, *A GUIDE TO THE AMERICAN LAW INSTITUTE CORPORATE GOVERNANCE PROJECT*, 43–55 (1995).
- 133) *Fliegler v. Lawrence*, 361 A.2d 218 (Del. 1976).
- 134) *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1381.
- 135) *Keenan v. Eshleman*, 23 Del. Ch. 234, 2 A.2d 904, 909 (Del. 1938); *Stroud v. Grace*, 606 A.2d at 83, 84, 92.
- 136) *Stroud v. Grace*, 606 A.2d at 83–84; *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 958; *Bershad*, 535 A.2d at 845; *Ringling Bros.-Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling*, 29 Del. Ch. 610, 53 A.2d 441, 447 (Del. 1947); *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1380–1381.
- 137) *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, 937 (Del. 1985).
- 138) *Id.* at 937; *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1116–1117 (Del. 1994).
- 139) *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1381–1382.
- 140) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d at 1154; *Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc.*, 517 A.2d 271, 278–279 (Del. Ch. 1986).
- 141) *Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp.*, 537 A.2d 1051, 1061 (Del. Ch. 1987); *AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co.*, 519 A.2d at 112–115.
- 142) *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1382–1383.
- 143) *Stroud v. Milliken Enters., Inc.*, 552 A.2d 476, 480 (Del. 1989) (quoting *Lacos*, 517 A.2d at 279).
- 144) e.g., *Sonesta Int’l Hotels Corp. v. Wellington Assocs.*, 2d Cir., 483 F.2d 247, 254 (1973); *Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp.*, 537 A.2d 1051, 1061–1062 (Del. Ch. 1987).
- 145) *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1383–1384.
- 146) *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d at 1162–1163.
- 147) *Williams v. Geier*, 671 A.2d at 1384.

〔付 記〕 本研究は 2018 年度南山大学パツへ研究奨励金 I-A による成果である。