

## 買収防衛策を巡る米国機関投資家の見方

神山 哲也

### 要 約

1. ニッポン放送を巡るライブドアとフジテレビジョンによる買収合戦以来、企業が採用し得る買収防衛策を巡る議論が関心を集めている。議論のポイントは、防衛策の適法性だけでなく、その合理性や市場の支持を得られるような防衛策のあり方にも及んでいる。
2. 米国では、機関投資家が司法判断より厳格なスタンスで防衛策を規律付けている。例えば、議決権行使ガイドラインにおいて、ライツプランに様々な条件を付したり、期差任期や複数議決権株式に反対する姿勢を明確にしたりしている。
3. また、ライツプラン等の防衛策を否定する手段として、株主提案も広く活用されている。ここ数年、ライツプランの消却を求める株主提案が急増おり、これを受けてライツプランを消却する企業が増えている。
4. 米国機関投資家の中には、我が国における昨今の買収合戦や防衛策の導入について否定的に見る向きが多いようであるが、我が国においても、防衛策の適法性・合理性を担保するためのインフラは整備されつつある。今後は、機関投資家の役割の増大と、防衛側企業のアカウンタビリティの向上が求められよう。

### I. 我が国の状況

我が国では、2005 年前半に繰り上げられたライブドアとフジテレビジョンによるニッポン放送を巡る争奪戦以来、企業が採用し得る買収防衛策が関心を集めている。ニッポン放送のフジテレビジョンに対する新株予約権の発行が、商法における「著しく不公正な方法」にあたるとして、東京地方裁判所及び東京高等裁判所において差し止めが認められたことを受け、どのような買収防衛策であれば適法とされるのか、ということが企業にとって焦眉の課題となったのである。

我が国における買収防衛策に関する議論が進展する中で、論点は、買収防衛策の適法性

だけでなく、買収防衛策の合理性や市場の支持を得られるか否か、という点をも含むようになった。これは、敵対的企業買収並びに買収防衛策で我が国より先行している米国の経験を踏まえた結果、買収防衛策の適法性を担保するだけでは足りず、合理性があり、市場の支持を得られるようなものでなければならない、との認識が広まったためである。

経済産業省と法務省が 2005 年 5 月に発表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」では、買収防衛策を、株主総会の承認を得て導入するもの、取締役会の決議で導入するもの、の二つに分け、それぞれについて、適法性の観点と、合理性と市場の支持の観点から求められる工夫や措置を記述している。（図表 1 参

照)

適法性の観点が主に司法判断による買収防衛策の規律付けだとすれば、合理性・市場の支持の観点は機関投資家による買収防衛策の規律付けと言えよう。我が国においては、古くは稲毛屋・忠実屋事件から、最近のニッポ

ン放送を巡るライブドアとフジテレビジョンの争奪戦に至るまで、買収防衛策の規律付けは司法判断に依るところが大きく、機関投資家の役割はさほど大きくなかった。これは、我が国における株式持合いの慣行や、企業は株主のものという考え方が希薄だったことな

図表 1 買収防衛策に関する指針等

<p><b>経済産業省・法務省</b></p> <p><b>「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 買収防衛策の三原則                     <ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則</li> <li>● 事前開示・株主意思の原則</li> <li>● 必要性・相当性の原則</li> </ul> </li> <li>● 株主総会の承認を得て導入する防衛策                     <ul style="list-style-type: none"> <li>● 適法性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒基本的に問題なし</li> </ul> </li> <li>● 合理性の向上、市場の支持の獲得                             <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒デッドハンド型の排除</li> <li>⇒サンセット条項の採用</li> <li>⇒拒否権付株式・複数議決権株式の採用には慎重であるべき</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>● 取締役会の決議で導入する防衛策                     <ul style="list-style-type: none"> <li>● 適法性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒株主の意思により消却できる条項</li> <li>⇒買収者以外の株主を差別しない</li> <li>⇒取締役会の濫用を排除する措置</li> </ul> </li> <li>● 合理性の向上、市場の支持の獲得                             <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒客観的な買収防衛策廃止条項</li> <li>⇒独立社外者の判断を尊重</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>
<p><b>東京証券取引所</b></p> <p><b>「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主・投資者に対して十分な適時開示が行われること                     <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒防衛策導入の目的、発動・解除・維持の条件、発動時に株主・投資者に与える影響等</li> </ul> </li> <li>● 防衛策の発動・解除・維持の条件が不透明でないこと</li> <li>● 買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないこと                     <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒新株予約権を利用した防衛策を導入する際、導入時の株主だけに予約権を付与しない</li> </ul> </li> <li>● 株主の意思表示が機能しない防衛策でないこと                     <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒デッドハンド型の防衛策は原則として不適當</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>厚生年金基金連合会</b></p> <p><b>「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 平時におけるライツプランの導入                     <ul style="list-style-type: none"> <li>● 長期的な株主価値向上に資するものであることについての十分な説明</li> <li>● 株主総会の承認</li> <li>● 有事における発動、解除及び維持について、第三者によるチェックが行われ、具体的な条件が定められていること</li> <li>● 期間が限定され(2~3年)、更新には株主総会の承認を求める</li> </ul> </li> <li>● 黄金株、複数議決権株式、デッドハンド型の防衛策には原則として反対</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所作成

どにより、そもそも機関投資家が投資対象企業に対する議決権行使等の働きかけに積極的でなかったためと考えられる。

しかし、株式持合いの解消及びそれに伴う外国人株主比率の増加や、企業は株主のものという考え方の広まりを受け、機関投資家による投資対象企業に対するガバナンス行動も活発になってきており、敵対的企業買収に対する考え方も、それが企業価値を高めるものであれば認めるべきというものに変容してきている。それに伴い、適法な買収防衛策であっても、企業価値を高め得る買収をも締め出してしまうものについては、機関投資家による規律付けが必要であるとの認識も徐々に広まってきた。

そこで、以下では、ライツプランを中心に米国における買収防衛策を概観した上で、米国機関投資家に対するインタビュー結果を交えつつ、彼らが買収防衛策をどのように見ているか、ということについて見ていくこととする。

## II. 米国における買収防衛策

### 1. ライツプランの導入

米国において最も一般的な買収防衛策はライツプラン（俗称ポイズン・ピル）であり、S&P500 構成企業の約 6 割が導入していると言われている。ライツプランとは、典型的には 15%~20% で設定されるトリガー水準以上の株式が買収者によって買い占められた場合、買収者以外の株主に対して自動的に新株を発行することにより、買収者の保有分を希薄化する、というものである。

ライツプランの導入は、全株主に、将来議決権付株式を取得することができる権利（ライツ）を株主割当の形態で付与することによって行われる。ライツの付与は、付属定款を根拠に行われる。また、ライツプラン導入に際しては、ライツプランの詳細について定め

たライツ契約をライツ・エージェント<sup>1</sup>と締結する。ライツ・エージェントは、買収者が現れた場合、ライツ証券を株主に郵送するなど、ライツプランの実務を受託する。

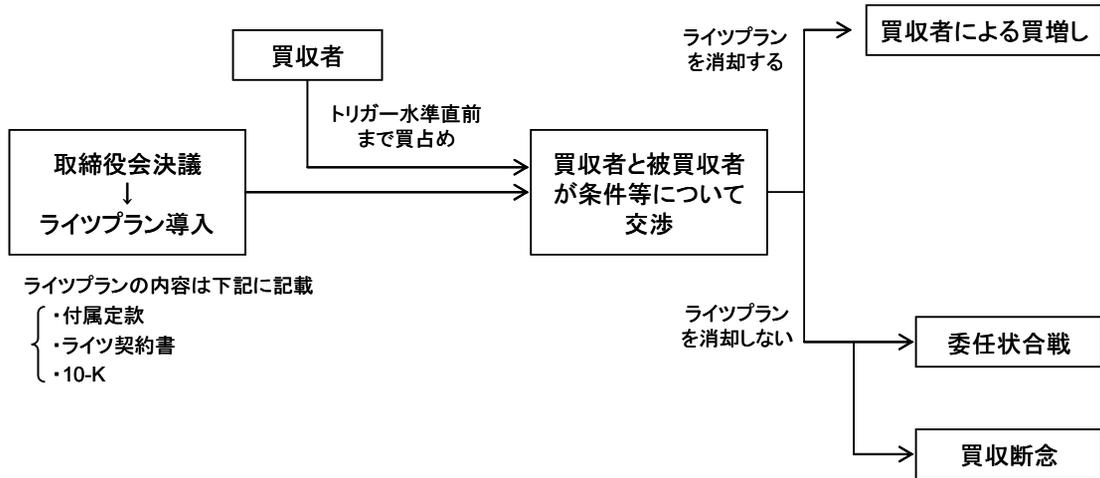
### 2. ライツプランの発動

ライツプランの目的は、実際に発動することにより買収者の持分を希薄化させることではない。実際、米国で発動された事例は、手違いで発動された一例のみと言われている。ライツプランの真の狙いは、買収者にトリガー水準の手前で立ち止まらせることにより、被買収企業に買収者と交渉する途を確保することにある。例えば、買収者は被買収企業の株式をトリガー水準直前まで買い占めた上で、それ以上を買い進めることができるよう、ライツプランの消却を求めて被買収企業と交渉するのである。その結果、被買収企業の取締役会がライツプランの消却を決定した場合、買収者は持分を希薄化されることなく、被買収企業の株式を買い増すことができるようになる。逆に、被買収企業の取締役会がライツプランを消却しないことを決定した場合、若しくは次の定時株主総会<sup>2</sup>までに交渉が妥結に至らなかった場合、買収者は買収を断念するか、委任状合戦に持ち込むかの選択をすることになる。委任状合戦となった場合、買収者は、ターゲット会社の取締役を交代させ、新たに送り込んだ取締役にライツプランを消却させた上で、ターゲット会社の株式を買い増すことになる。（図表 2 参照）

### 3. 期差任期

期差任期とは、定款の規定で取締役会を複数のクラス（典型的には三つ）に分け、それぞれのクラスに異なった任期を定めることにより、一回の株主総会で過半数の取締役を入れ替えることを不可能にするものである。ライツプランを導入している企業の多くが期差任期を併用していると言われている<sup>3</sup>。

図表2 ライツプランの流れ



(出所) 野村資本市場研究所作成

期差任期は、一次的には、経営の継続性を保つためのものであるが、買収防衛策としての機能も有する。例えば、買収者が取締役を交代させるべく委任状合戦を仕掛けてきた場合、被買収企業は取締役を三つのクラスに分けておけば、一回の株主総会で 1/3 の取締役しか交代させられないため、買収者の意に沿う取締役が被買収企業の取締役会の過半数を占めるようになるには、2 年以上の期間を要することとなる。これにより、被買収企業は、買収者と条件面での交渉をしたり、自らの経営方針の優位性を株主に示す時間を作ったりすることができるわけである。

なお、ライツプランの消却を目的とする委任状合戦への対抗策として、ライツプランを導入した取締役でないことを消却することができないとするデッドハンド条項を設ける場合もあるが、これはデラウェア州やニューヨーク州等の判例上違法とされているため、近年では導入することが難しくなっている。

ライツプランと期差任期以外の買収防衛策としては、複数議決権株式、公正価格条項、ゴールデン・パラシュートなどがある。(図表 3 参照)

### III. 司法判断の推移

米国企業の買収防衛策の適法性が争点となった判例においては、1980 年代まではビジネス・ジャッジメント・ルールが直截的に適用され、比較的広範に取締役会の裁量が認められてきた。即ち、買収防衛策の採用が、相当な注意を以って、誠実に、取締役会の権限の範囲内で行われたものであれば、取締役会に認められる裁量の範囲内とされてきたのである。その背景としては、80 年代までの敵対的企業買収の多くが、被買収企業に株式を高値で買い戻すことを求めるグリーンメイヤーや、買収を二段階に分け、二段階目の買付条件を株主に不利にすることによって売り急がせる二段階買収など、被買収企業の株主利益を毀損する恐れのあるものであったことが考えられる。

しかし、80 年代に入ると、敵対的企業買収を行う主体の中心が、従来のいわゆる「乗っ取り屋」から事業会社等になり、司法判断も取締役会の裁量をより制限するものへと移行した。転換点となったのが、我が国でも良く知られているユノカル判決 (1985 年)<sup>4</sup>で

図表 3 買収防衛策の種類

<p><b>ライツプラン(ポイズン・ピル)</b></p> <p>買収者が一定割合(15%~20%)以上の株式を買い占めたことをトリガー事項とし、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の保有分を希薄化する</p>
<p><b>期差任期</b></p> <p>取締役を複数のクラスに分けることにより、一回の株主総会で取締役会の過半数の入れ替えをできなくする</p>
<p><b>複数議決権株式</b></p> <p>特定の株主(創業者等)が複数の議決権を有する株式を保有する</p>
<p><b>公正価格条項</b></p> <p>買収者が支払うべき価格(買収開始前一定期間の平均株価等)を事前に定め、その価格以下での買収に対して加重した株主総会の決議要件を定める</p>
<p><b>ゴールデン・パラシュート</b></p> <p>買収によって役員が退職する際に、多額の退職金を設定しておくことにより、買収コストを高める従業員を対象とする場合はティン・パラシュートという</p>
<p><b>白地株式</b></p> <p>議決権、配当、その他の株主権の内容について、株式の発行後に取締役会が決定することができる株式</p>
<p><b>取締役解任制限</b></p> <p>取締役の解任に加重した株主総会の決議要件等を定める</p>

(出所) 野村資本市場研究所作成

ある。同判決において、デラウェア州最高裁判所は、買収防衛策の採用にビジネス・ジャッジメント・ルールを適用するためには、当該買収防衛策が買収による脅威との関係で合理的なものでなければならぬと判示し、その立証責任を被買収企業側に課した。その後、ユノカル判決に示された基準は、多くのデラウェア州裁判所の判例で適用されている。

他方、ハウスホールド判決(1985年)<sup>5</sup>において、デラウェア州最高裁判所は、買収の脅威との関係で合理的なものであること等の条件を満たせば、取締役会の裁量でライツプランを導入<sup>6</sup>できると判示した。結果、前記のような典型的なライツプランについては、その強制消却や無効確認を求める訴訟が極め

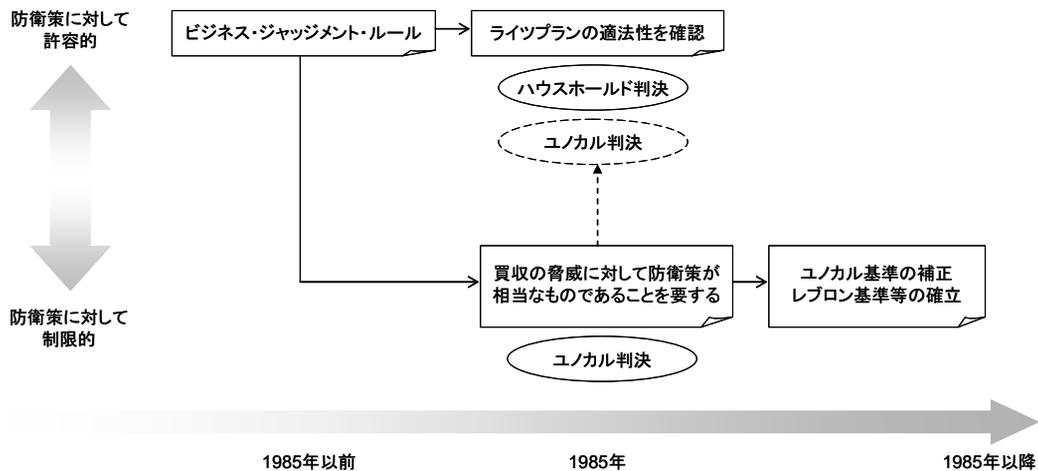
て困難になったとされている。

このように、米国における買収防衛策を巡る司法判断の大きな流れは、単純化すると、防衛側の取締役会の裁量を比較的広範に認めるものから、取締役会の裁量のある程度制限するものへと移行した一方、ライツプランの導入については、いわば「お墨付き」を防衛側の取締役会に与えたと言えよう。(図表4参照)

#### IV. 機関投資家による規律付け

米国では、上記のような司法判断に加え、機関投資家の監視も買収防衛策の規律付けに大きな役割を果たしている。以下では、年金

図表 4 司法判断の推移



(注) レブロン基準：会社が競売状態にあるとされた場合、取締役売却価格の最大化義務を課す  
(出所) 野村資本市場研究所作成

基金、投信運用会社、ヘッジファンドに対して行ったインタビュー結果を中心に、彼らが買収防衛策をどのように見ているか、ということについて論じることとする。

### 1. 機関投資家の属性による相違

買収防衛策に対する基本的なスタンスは、機関投資家の属性によって若干異なるようである。いかなる属性の機関投資家も、買収防衛策については原則反対であるのだが、相対的には、投資の時間軸の長短によってスタンスは異なっており、より長期の投資を行う機関投資家の方が、買収防衛策に対して寛容であるようだ。(図表 5 参照)

買収防衛策に比較的寛容なのは年金基金であり、我々がインタビューを行った中でも、買収防衛策が企業価値を高めることがある、と明確に述べていたのは年金基金だけであった。年金基金のこのようなスタンスは、次頁図表 6 におけるカルパースの議決権行使ガイドラインにおいて「企業はグリーンメールには対抗すべき」とされているところに表れていると言えよう。

逆に、最も買収防衛策について否定的なのはヘッジファンドであった。我々がインタビューしたヘッジファンドのマネージャーは何れも、買収防衛策が株主利益に資することはあり得ない、との考えを表していた。また、あるヘッジファンドのマネージャーは、ある日本企業による持株会社の設立を買収防衛策とみなし、発表の翌日に売却したと言う。ヘッジファンドについて注意を要するのは、彼らが基本的には議決権を行使しない、という点である。その理由として、基本的に企業のファンダメンタルズは見ないことや、敢えて名義書換えの手間をかけようとはしないことが挙げられる。ただし、運用手法によっては、議決権行使はしなくとも、投資先企業の取締役会にインフォーマルな形で働きかけることはあり、経営の効率化や、増配等を要求するとのことであった。

投信運用会社の買収防衛策に対するスタンスは、年金基金とヘッジファンドの中間に位置するものと思われる。基本的には、投信運用会社のファンドマネージャーも、ヘッジファンドのマネージャー同様、買収防衛策につ

図表 5 機関投資家の属性によるスタンスの相違



(出所) 野村資本市場研究所作成

いては否定的であったが、投信運用会社の場合、議決権行使ガイドラインにおいて条件付きで買収防衛策に賛成するケースがほとんどである（下記参照）。

なお、ほとんどの投信運用会社は、社内に2～3名からなる議決権行使担当チームを置き、全てのファンドの組入れ銘柄について、そのチームが議決権行使の判断を下し、重要案件については議決権行使委員会で審議する、という体制を採っている。しかし、我々がインタビューをした中には、案件によってはファンドマネージャー自身が判断し、買収防衛策について議案になった場合は自分に回してもらうようにしている、という投信ファンドマネージャーもいた。

## 2. 議決権行使ガイドライン

図表 6 は、主要な投信運用会社や年金基金等の議決権行使ガイドラインから抜粋したものである。概して言えば、機関投資家は、司法判断にあるような適法性の観点に加え、合理性や株主価値といった観点から、より厳格な基準を買収防衛策に関して設定している。

まず、買収防衛策全般については、無条件で反対はしないものの、基本的に否定的に捉えていると言えよう。その上で、買収防衛策の導入に際して株主の承認を得ることなどの

条件を課している。

ライツプランについては、多くの機関投資家が最も詳細に規定している部分である。何れも、どのような条件を満たせばライツプランを支持するか、ということについて述べている。多く見られる条件としては、株主総会の承認を得るべき、トリガー水準が一定水準以上であるべき、期間を一定の年限内にするべき、といったものがある。また、ライツプランの導入や延長について株主総会決議を要求する株主提案には賛成する旨を規定している機関投資家も多い。

期差任期について、米国の機関投資家は、極めて否定的に見ているようである。その根拠としては、ライツプランなど他の買収防衛策と併用されると自由市場にとって大きな障害になることや、取締役が毎年選任されることによって取締役会の株主へのアカウンタビリティを向上させられることなどが挙げられる。また、期差任期の解消を求める株主提案に賛成する旨を規定している機関投資家も多い。

複数議決権株式も、期差任期と同様、極めて否定的に見られているようである。その根拠としては、普通の株主の権利を希薄化し、経営陣等の保身に繋がる可能性が高いことが挙げられる。

図表 6 機関投資家の議決権行使ガイドライン

	防衛策全般	ライツプラン	期差任期	複数議決権株式	公正価格条項	ゴールデンパラシュート
CalPERS	グリーンメールには反対すべき	株主の承認を得るべき	反対	—	—	—
TIAA-CREF	株主の承認を得るべき 期限を3年以内に設定すべき	株主への潜在的利益について事前に説明するべき	反対 特にライツプランと併用する場合	反対	賛成	—
AFL-CIO	全ての案件をケースバイケースで判断すべき グリーンメールには反対すべき	3年に一度は株主の承認を得るべき 株主承認を要求する株主提案には賛成	否定的 他の防衛策との併用等を考慮	原則反対 株主の権限を制限し、経営陣の保身ににつながる	二段階TOBへの防御効果を考慮して判断	株主の承認があれば賛成
フィデリティ	原則反対	総会決議を経ない導入・延長には反対 サンセット条項を要求 株主承認を要求する株主提案には賛成	反対 期差任期の解消を要求する株主提案には賛成	反対	原則反対 他の防衛策を併用せず、過去2年間の株価のみを考慮する場合は賛成	反対 特に、給与の3年分を超えるものは反対
バンガード	経営支配権を巡る市場は不適正な人為的障壁なく機能するべき	導入後1年以内に株主の承認を得るべき 期間は3~5年、トリガー水準は15~20%であるべき	反対 期差任期の解消を要求する株主提案には賛成	反対	—	給与の3年分を超えるものは株主の承認を得るべき
パトナム	原則反対	ケースバイケース 株主承認を要求する株主提案には賛成	反対 期差任期の解消を要求する株主提案には賛成	反対	ケースバイケース	—
キャピタルリサーチ	—	ライツプランの消却や、株主承認を要求する株主提案には賛成	期差任期の解消を要求する株主提案には賛成	—	—	経営陣の退職手当に株主承認を求める提案には賛成

(注) カルパースはコーポレート・ガバナンス原則より

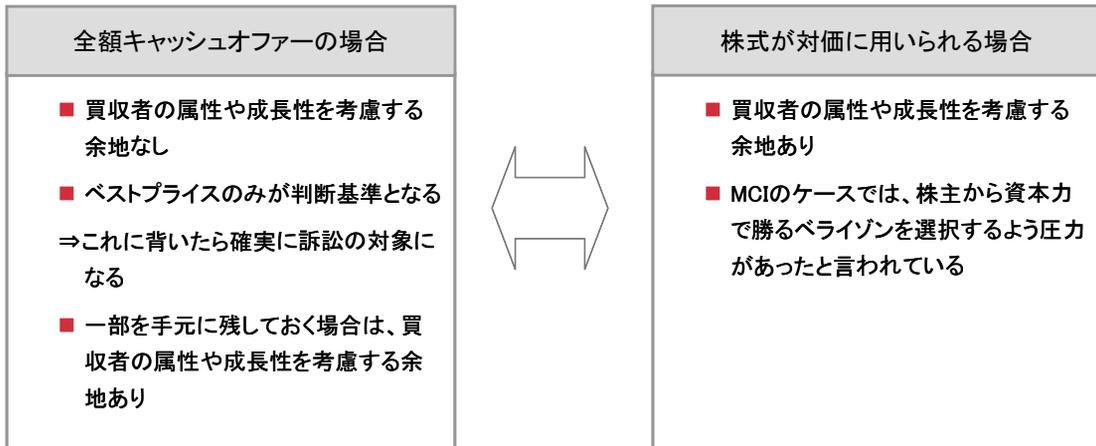
(出所) 野村資本市場研究所作成

他方、公正価格条項については、他の買収防衛策との比較で言えば、総じて寛容に見ているようである。その根拠としては、二段階買収への防御効果があることや、最終的な判断が株主に委ねられていることが挙げられよう。

### 3. 買収者の属性による判断の相違

議決権行使ガイドラインには記載されていないが、買収者の属性も機関投資家の判断に影響を与えることがある。この論点については、二つの場合が考えられる。一つは、買収者の提示する対価が全額キャッシュの場合であり、もう一つは、株式が対価に用いられる場合である。(図表7参照)

図表 7 買収者の属性による相違



(出所) 野村資本市場研究所作成

全額キャッシュのオファーの場合、買収者の属性や成長性などを考慮する余地はなく、ベストプライスのみが判断基準になる。そのため、米国では、全額キャッシュのオファーがなされた場合、明らかにベストプライスでない価格で売却する機関投資家はおらず、故に、それが理由で訴訟を提起された事例もないようである。しかし、持分の一部を手元に残しておく場合は、必ずしも当てはまらないものと思われる。

一方、買収対価に株式が用いられる場合には、買収者の属性や成長性等を考慮する余地はある。例えば、MCI（長距離通信二位、旧ワールドコム）を巡るペライゾン・コミュニケーションズ（地域通信一位）とクエスト（地域通信四位）の争奪戦では、クエストの株式を含む提示額がペライゾンを上回っていたが、最終的にはクエストの業績先行きに懸念を持つ MCI 株主の圧力もあり、クエストが撤退した。

なお、ニッポン放送を巡るライブドアとフジテレビジョンの争奪戦において、ニッポン放送の市場価格が TOB 価格を上回っていたにも関わらず、フジテレビの TOB に応じた機関投資家がいたことについては、米国では確実に訴訟の対象になる、といった否定的な

意見が多かった。一方、売却した主体が受託者責任を負う機関投資家であるか否かによって、対応が異なって然るべきだとする意見もあった。

#### 4. 株主提案

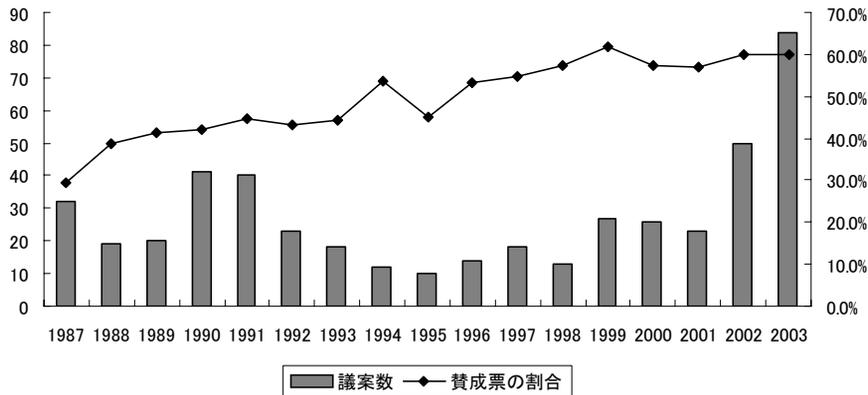
ライツプランへの対抗策としては、委任状合戦に持ち込むか、無効等を求めて訴訟を提起する方法があり、後者は極めて困難になっていることは前記の通りである。もう一つ、ライツプランを否定する手段として、株主提案の活用がある。提案の内容としては、現行のライツプランの消却若しくは将来の導入時に株主総会決議を要求するものが典型的である。前記の通り、このような株主提案に賛成する旨を議決権行使ガイドラインに規定している機関投資家も多い。

ライツプランに係る株主提案には、取締役会に対して拘束力を持たないものと、拘束力を有するものがある。

##### 1) 拘束力を持たない株主提案

ライツプランに係る株主提案のほとんどは、取締役会に対して拘束力を持たないかたちで行われる。ここ数年、このような株主提案が急増しており、また、株主総会で可決される

図表 8 ライツプランに係る株主提案の議案数と賛成票の割合



(注) IRRC の調査対象企業ベース  
(出所) IRRC

ケースも増えてきている（図表 8 参照）。これを受け、ライツプランを消却する企業も増えており、S&P500 の構成企業では、この 3 年間で、7 件（02 年）、13 件（03 年）、10 件（04 年 8 月まで）のライツプラン廃止事例があるとされている。拘束力を持たないものであるため、提案が株主総会で承認されたからといって、取締役会はそれに拘束されるわけではない。しかし、企業側は、取締役の任免権を有する株主総会の総意を無視することに抵抗感を感じ、ライツプランを消却しているものと考えられる。議決権行使コンサルティング会社の ISS（Institutional Shareholder Services）が、ライツプランの消却を求める株主提案を無視する取締役会に対して再任拒否を呼びかけていることも、ライツプラン消却の動きを後押ししていると言えよう。

また、このような株主提案への対応として、ライツプランの消却以外にも、サンセット条項を導入し、ライツプランの是非について定期的に株主総会で見直すこととしたり、TIDE（Three year, Independent Director, Evaluation）条項を導入し、3 年ごとに独立取締役がライツプランの延長の是非を評価することとする企業も増えており、このような修正を加えたライツプランは、全体の 3 割を

超えるとも言われている。

近年では、ヒューレット・パッカートの 2003 年 4 月の株主総会において、ライツプランの消却と将来導入時の株主総会決議を求める株主提案が提出・可決された。同社はこれを受け、①株主総会の 3 ヶ月前にライツプランを予定より 8 年繰り上げて消却したこと、②将来導入時の株主総会決議については適正に検討すること、を発表した。

また、農業バイオテクノロジー会社のモンサントは、ライツプランを導入していなかったが、2004 年の株主総会で、将来ライツプランを導入する場合は株主の承認を得ることを求める株主提案が提出・可決された。これを受け同社は、①株主総会の承認を得た場合、②取締役会が受託者責任に基づき早急にライツプランを導入する必要があると判断した場合、将来ライツプランを導入するとした。

モンサントの掲げた二点目は、俗に「シャドー・ピル」と呼ばれるものである。ライツプランは、取締役会の一方的行為として導入することができるため、今までライツプランを導入していない企業やライツプランを一旦消却した企業であっても、必要に応じていつでもライツプランを導入できる。つまり、表向きにはライツプランを導入していないが、

陰に（シャドー）隠してライツプラン（ポイズン・ピル）を持っている、というわけである。

前記の通り、近年ライツプランを消却する企業が増えているが、それらの企業も未来永劫ライツプランを導入しないとしているわけではないので、モンサントのように表明はしていなくとも、将来必要とあらばライツプランをいつでも導入することができる。我々がインタビューした M&A 専門弁護士も「ライツプランは取締役会決議で導入できるため、米国の買収者は、今日ターゲット会社にライツプランがなくとも、明日自分が買収するときにはライツプランが導入されている可能性があることを認識している」と述べていた。

このような企業の動きを受け、最近では、消却後一年以内に限り、取締役会によるライツプランの再導入を認めることを打ち出す機関投資家が増えていると言われている。

## 2) 拘束力を有する株主提案

他方、取締役会に対して拘束力を有するライツプランに係る株主提案は、付属定款の改正提案のかたちを取る。取締役会に対して拘束力を持たない株主提案は、それに従う企業が増えているとはいえ、依然として無視されることも多いため、より強力な手段として 90 年代半ばより用いられるようになった。

このような株主提案の件数は少なく、2000 年以降では 2000 年に 4 件、2001 年に 1 件提出されたのみとなっている。その理由は、このような付属定款の改正提案が取締役に認められる裁量を狭めるものであり、州の会社法上違法とされる可能性があるからである。判例は州によってまちまちであり、例えば、オクラホマ州では、ライツプランの消却を求める付属定款の改正提案が適法と認められたが、ペンシルバニア州では、ライツプランに係る全ての権限を特別委員会に委任することを求める付属定款の改正提案が違法とされた。

米国企業の多くが根拠法としているデラウェア州法においては、ライツプランの消却等を求める付属定款の改正提案の適法性が裁判で争われた事例はないとされている。しかし、取締役会の裁量を比較的広範に認めている同州の会社法上、このような株主提案は認められないとする意見が大勢を占めているようである。

なお、近年では、投資顧問のプロビデンス・キャピタルが、ライツプランの消却を求める株主提案が可決され、取締役会が 180 日以内にそれに従わない場合、再任される資格を失うことを内容とする付属定款の改正を投資先企業 2 社に対して提案している。その後、この 2 社はライツプランを消却し、訴訟には至らなかったが、このような取締役の任命に係る付属定款の改正（Director Nomination By-Law Amendment）は、ライツプランの消却を直接求めるものと異なり、株主総会の専権事項である取締役の選任に係るものであるため、デラウェア州法上も適法とされるのではないかとする有力な見解もある。

## IV. 我が国への示唆

以上見てきたように、米国においては機関投資家が、長期的な企業価値の向上という観点から、企業の買収防衛策を規律付けている。我が国においても、厚生年金基金連合会が 2005 年 4 月に「企業買収防衛策に関する議決権行使の判断基準」を策定しているが（図表 1 参照）、機関投資家によるこのような動きは、我が国では、まだ緒に就いたばかりである。米国機関投資家による詳細な議決権行使ガイドラインの設定、個別事案に応じた対応、株主提案の活用などは、我が国でも参考になるものであろう。

この度、我々が米国機関投資家に対して行ったインタビューでは、我が国における買収防衛策を巡る動きに関する辛辣な意見も数多

く出た。例えば、日本の企業は上場する意味を考へるべきとする意見や、株主不在の買収合戦や買収防衛策の導入を危惧する意見などがあった。これらの意見が正確な情報に裏打ちされたものであるか否かは措くとして、多くの米国機関投資家が、我が国における買収合戦や防衛策の導入について否定的な見方をしているのは確かなようである。

冒頭で述べたように、我が国においても、判例の蓄積や各種ガイドライン等によって、買収防衛策の適法性・合理性を担保するルールないしスタンダードは着々と整備されつつある。今後は、機関投資家の規律付けによる買収防衛策の更なる合理化や、企業が買収防衛策を長期的な経営戦略と関連付け、株主に対して明瞭な説明を行うことが求められよう。

<sup>1</sup> 通常は銀行がライツ・エージェントになる。

<sup>2</sup> 米国企業の多くは、株主の臨時株主総会招集権を制限している。

<sup>3</sup> ライツプランの考案者であるマーティン・リプトン弁護士も、ライツプランと期差任期の併用が買収防衛上有効であるとしている。

<sup>4</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, 493 A. 2d 946 (Del. Supr. 1985)

<sup>5</sup> *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A. 2d 1346 (Del. Supr. 1985)

<sup>6</sup> なお、同判決では、実際に敵対的買収が生じた場合、取締役会はライツプランを消却するか否かの判断を迫られ、そこで司法審査を受けることになるとされた。