

レブロン判決 敵対的買収防衛策の適法性の基準

弁護士 坂田 均

1. レブロン判決

今回は、米国の敵対的買収に関する代表的な判例を紹介したい。

レブロン判決 (Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. Sct. Delaware, 506 A.2d 173, March 13, 1986) は、敵対的買収の防衛策の適法性の基準を明らかにしたものとして、ユノカル判決 (Unocal Corporation v. Mesa Petroleum, Sct. Delaware, 493 A.2d 946, June 10, 1985) とともに重要な判例である。ライブドアによるニッポン放送株 TOB にみられるように、日本でも敵対的買収が企業買収の手法として行われるようになったが、敵対的買収に対抗する防衛策の適法性の基準はまだ確立されていない。そこで、本判決を今後の検討の参考として紹介したい。

2. 事実の概要

Jun/85 Pantry Pride 社 (PP 社) 会長 Ronald O. Perelman は、Revlon 社 (R 社) Michel C. Bergerac と面談し、PP 社による R 社の友好的買収について話し合った。Bergerac は \$40-50 の提案が R 社の価値 (intrinsic Value) からして安すぎるとして、この提案を拒否した。

8/19 R 社の取締役会は、差し迫る敵対的な公開買付について協議した。

R 社の投資銀行である Lazard Freres 社は、①取締役に対して 1 株あたりの価値が \$45 は極めて不適當 (grossly inadequate) であり、②PP 社の計画は、ジャンクボンドを資金源とした R 社資産の分割や資産売却を目的とする買収 (bust-up) であることを説明した。

また、専門家の意見によると、この取引によって、PP 社は 1 株あたり \$60-70 の代金を受けることができ、R 社は会社全体としては株あたり \$50 半ばの価値で売却されるであろうとした。

そこで、R 社の特別顧問である Martin Lipton は、当該取締役会において、第 1 に、発行済み株式 3000 万株のうち 500 万株を上限として株式を買い戻すこと、第 2 に、

Note Purchase Rights Plan (R 社の株式が 20% 以上獲得された場合、株主は、その普通株式を、1 株あたり \$65 の社債 (年率 12%) と交換することができること、買収者にはこの権利は与えられないこと、20% 獲得される前であれば、取締役会は当該権利を 1 権利あたり 10cents で消却することができる) を提案し、満場一致で承認された。

8/23 PP 社 \$47.50 の Cash tender offer を提案。

8/26 R 社の取締役会は、株主に上記提案を拒否するようアドバイスした。

8/29 R 社の取締役会は、防衛策として、株主に
対し、普通株式について 1000 万株を上限
として、1 株あたり \$ 47.50 の新社債 (償
還期 1995 年、利率 11.75%) および 1 株
\$100 の累積的優先転換株式の 1/10 を \$9 で
交換するとの offer を提案した。これに対し、発行済み株式の 80% に相当する 3300 万株の申し込みがあり、1000 万株全部について按分比率で交換した。新社債には、R 社は社外取締役の承認がない限り、新たな負債を追わないこと、資産を売らないこと、配当しないことの約定 (Covenants) が付
されていた。

9/27 PP 社は、\$50 を提案。

10/1 PP 社は、\$53 を提案。

10/3 R 社の取締役会は、別に交渉を進めていた Forstmann 社および投資グループ Adler & Shaykin の提案を受けて、Forstmann 社による Leveraged Buyout の提案 (1 株あたり \$56 で買収し、R 社の経営陣には新会社の株式を R 社のゴールデンパラシュートとして取得させる) を承認した。R 社は、Rights を消却し、社外取締役は上記 Covenants を放棄することとした (但し、この段階では取締役会は明確に決議していない)。

Forstmann 社の計画は、R 社の Norcliff Thayer と Reheis の部門を American Home Products に \$335 million で売却し、合併前に、化粧品と香水部門を Adler & Shaykin に \$905 million で売却するというものであった。これらの取引は、Forstmann 社もしくはその他の R 社買収者に適用されるとされていた。

10/7 PP 社は、Rights を消却すること、上記 Covenants を放棄すること、3 名の取締役

を派遣することを条件として、\$56.25の買付価格を提案。

10/8 合併およびCovenantsの放棄が発表されると、社債の市場価格は、\$100から\$87.50迄下落した。

10/9 PP社、Forstmann社、R社は、3社で会談した。

その際、PP社は、Forstmann社はR社の財務に関する特定の情報を秘密にしており、同じ条件で交渉が行われていないと主張した。

10/12 Forstmann社は、新たに\$57.25のCash tender offerを行った。条件としては、他の買収者がR社の発行済み株式の40%を獲得したときは、Vision Care およびNational Health Laboratories部門を\$525 million（専門家の評価では\$100-175 million程度実際の価値を下回っている）で買収する（lock-up option）こと、10/3の合意のとおりRightsの消却とCovenantsを放棄すること、Forstmann社の提案が拒否されるか第三者がR社の19.9%の株式が取得されたときのために\$25 millionを解約金としてエスクローすること、また、これらと引き換えにForstmann社は市場で暴落した社債の価格を、別に新たな社債と交換することで発行価格近くの価格を保持することを提案した。

R社の取締役会は、この提案を、第1に、PP社の提案よりも高額であること、第2に、社債権者を保護すること、第3に、Forstmann社の財政基盤が安定していることを理由に、全会一致で承認した。

10/22 PP社は、\$58を提案。

3. PP社がとった法的措置

8/22 Rights Plan に対し、Injunctive relief求めた。

10/14 上記Lock-up に対しInjunctionを求めた。

10/22 再度Lock-up に対しInjunctionを求めた。

4. 裁判所の判断の概要

(1) 防衛策が適法であるための要件

取締役の業務執行に関しては、経営判断の法理（the business judgment rule）が適用され、その判断は適法なものと推定される。

If the business judgment rule applies, there is a "presumption that in making a business decision the

directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company." *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d at 812.

しかしながら、買収に対する対抗手段を実行する場合、取締役は、会社や株主の利益よりも自己の利益を優先する可能性があり、潜在的に利益相反状況にある。そこで、ユノカル判決では、一定の立証責任を取締役に課している。

This potential for conflict places upon the directors the burden of proving that they had reasonable grounds for believing there was a danger to corporate policy and effectiveness, a burden satisfied by a showing of good faith and reasonable investigation. *Id.* at 955. In addition, the directors must analyze the nature of the takeover and its effect on the corporation in order to ensure balance -- that the responsive action taken is reasonable in relation to the threat posed. *Id.*

従って、取締役は、敵対的買収策が会社の政策や効率に対して脅威であること、並びに防衛策がその脅威との関連で合理的であることを立証する必要がある。なお、脅威であることは誠実且つ合理的な調査の立証があれば認められる。

(2) R社の防衛策の適法性（1）

R社が採用したthe Rights Planは、いわゆる「ポイズンピル」と呼ばれる防衛策である。

R社の投資銀行は取締役会で、PP社の提案する1株あり\$45の買い取り価格は、極端に低い価格であること、ジャンクボンドを資金源としたR社資産の分割や資産売却を目的とする買収(bust-up)で、PP社自身の利益を目的としていることを説明していた(informed)。

この点から、R社取締役会によるthe Rights Planを採用決議は、誠実且つ合理的な調査に基づくものであり、取締役の忠実義務にも合致していたとした。To that extent the board acted in good faith and upon reasonable investigation. Under the circumstances it cannot be said that the Rights Plan as employed was unreasonable, considering the threat posed. Indeed, the Plan was a factor in causing Pantry Pride to raise its bids from a low of \$ 42 to an eventual high of \$ 58. At the time of its adoption the Rights Plan afforded a measure of protection consistent with the directors' fiduciary duty in facing a takeover threat perceived as detrimental to corporate interests.

(3) R社の防衛策の適法性（2）

R社が採用した第2の防衛策は、Forstmann社とのlock-up optionおよびこれらと引き換えにした社債の価格の保持である。

この敵対的買収の防衛策に関しては、裁判所は、PP社の新提案によって、R社取締役の忠実義務の内容に以下のような変更があったと述べている。

However, when Pantry Pride increased its offer to \$ 50 per share, and then to \$ 53, it became apparent to all that the break-up of the company was inevitable. The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the Unocal standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid.

そして、Forstmann社の提案したlock-up optionに関して、取締役の負うべき忠実義務の内容を明らかにして、以下のように結論づけた。

This brings us to the lock-up with Forstmann and its emphasis on shoring up the sagging market value of the Notes in the face of threatened litigation by their holders. Such a focus was inconsistent with the changed concept of the directors' responsibilities at this stage of the developments.

Selective dealing to fend off a hostile but determined bidder was no longer a proper objective. Instead, obtaining the highest price for the benefit of the stockholders should have been the central theme guiding director action. Under such circumstances we must conclude that the merger agreement with Forstmann was unreasonable in relation to the threat posed.

5. ニッポン放送保全抗告高裁決定

ニッポン放送保全抗告事件で、東京高裁（平成17年3月23日決定）は、経営権の支配維持を主要目的とする新株予約権の発行は、「著しく不公正なる方法」（商法280条の39第4項、280条の10）にあたるが、株主全体の利益の保護という観点から当該発行を正当化する特段の事情がある場合には例外的に許されるとした。そのうえで、敵対的買収者が、いわゆるグリーンメーラーであるとき、焦土化経営を行う目的があるとき、買収会社資産の担保化を目的として

いるときなどを、濫用目的をもった株式取得として捉え、「濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。」とした。

レブロン判決基準によれば、上記濫用目的類型に対する防衛策が対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、その脅威との関連で合理的であることは異論がないであろう。しかしながら、買収対象企業が防衛策を変更し、ホワイトナイト企業に対し会社を売却するときにはこの基準は当てはまらず、取締役の忠実義務の内容が変更されると解すべきであろう。その場合、取締役は、株主の利益にとってもっとも価値のある取引を選択しなければならない。

以上