

## 合併契約の保護（２・完）

—— ディールプロテクションの有効性について ——

玉井利幸

### 目 次

- I. はじめに
- II. ディールプロテクションの概要
- III. ディールプロテクションに関するデラウェア会社法の状況  
(以上56巻2・3合併号)
- IV. 合併完成の確実性とディールプロテクションの強度
- V. ディールプロテクションの有効性
- VI. 終わりに (以上本号)

### IV. 合併完成の確実性とディールプロテクションの強度

どのような内容のディールプロテクションを用いるかによって、合併完成の確実性は異なる。合併完成の確実性がどの程度かによって、ディールプロテクションの強度を測ることができる。このパートでは、ディールプロテクションがどのようなメカニズムで合併完成の確実性を高めているか、そのメカニズムに着目してディールプロテクションの強度を考えることにする。

合併完成には、(1)取締役が合併契約を締結し、それが株主総会に付されること、(2)株主総会の承認を受けること、の二つが必要である。そのため、合併完成の確実性を高めるには、(1)取締役により当初の合併契約が株主総会に付される可能性を高めることと、(2)それが株主総会で承認を得る可能性を高めること、の二つの可能性を高めなければならない。このように、ディールプロテクションの問題は、取締役の側の問題と株主の側の問題に分けて考えることができ

る<sup>74)</sup>。

#### A. 取締役による当初の合併契約の維持

当初の合併契約が株主総会の決議に付されることを確実にするには、取締役が途中で当初の合併契約を解約しないようにする必要がある。

標的会社の取締役が当初の合併契約を解約したいと思う理由は、いくつか考えられる。まず、合併契約締結後に、予想していなかった事情の変化があった場合が考えられる。例えば、経済環境や合併相手の財務状況が大きく変化したため、第一ビッドと合併しても当初想定していた合併の効果（シナジーの発生等）を実現することが困難になった場合が考えられる。この場合、当初の合併契約はその魅力を失っているため、合併の当事会社が解約したいと思うのは当然である<sup>75)</sup>。このような事態にそなえ、合併契約後にどのような事情の変化があれば当初の合併契約を解約できるかを予め定めておくのが通常である。そのような取決めは重大な不利益変化条項（material adverse change clause：MAC条項）と呼ばれる。MAC条項については別の機会に論じる予定であるので、本稿では扱わない。

次に、第三者から新たに第一ビッドよりも有利なオファーを受けた場合が考えられる。この場合も、当初の合併契約を解約して新たなビッドからの提案に応じた方が標的会社の利益を高める可能性が高いので、標的会社の取締役は当初の合併契約を解約したいと思うはずである。本稿では、このような、標的会社が第三者から新たなオファーを受けた場合を考える。

---

74) 取締役の側の問題と株主の側の問題は、採用するディールプロテクションによって、関連する場合もあるし、独立している場合もある。実際には、この二つの問題に明確に分けるのは困難な場合もある。例えば、巨額な解約料は株主の合併に関する議決権行使の判断に影響を与えるし、取締役の行動にも影響を与える。しかし、明確に分けることができる場合もある。例えば、ノーショップ条項は取締役の行動に影響を与えるだけで、株主の議決権行使の判断には影響を与えない。

75) 一方の当事会社が合併の実行を望む場合もある。例えば、*In re IBP S'holders Litig. v. Tyson Foods, Inc.*, 789 A.2d 14 (Del. 2001).

標的会社の取締役が当初の合併契約を解約しないようにするためには、第三者からのオファーを受け入れる可能性を低くすればよい。そのために、いくつかの理論的な可能性が考えられる(適法かどうかは別である。それは次のパートで考える)。まず、第三者からのオファーがなされる可能性を低くする(オファーの発生数自体を下げる)ことが考えられる。そのためには、合併の対象としての標的会社の魅力を低下させればよい。そのための手段として、例えば、解約料を高く設定して、第二ビッドが標的会社を獲得した場合に、標的会社から流出する財産を多くすることが考えられる。さらに、合併に関する拒否権の付いた種類株式を第一ビッドに与え、この種類株式の消却額を高く設定して、種類株式を消却した場合に標的会社から流出する財産を多くすることも考えられる<sup>76)</sup>。このように、第二ビッドが標的会社を獲得するためのコストを上昇させ、第二ビッドが標的会社を獲得したいと思わなくなるようにすれば、標的会社へのオファーは減少するはずである。

次に、標的会社の取締役が第三者による新たなオファーを受け入れる可能性を低くすることが考えられる。例えば、ノートク条項、ノーショップ条項のように、標的会社の取締役の権能を制約し、新たな買収者と自由に交渉できないようにするのである。また、合併に関する拒否権の付いた種類株式を第一ビッドに与えて、合併に関する取締役の意思決定の自由を第一ビッドに譲り渡してしまうことも考えられる。

さらに、端的に、標的会社の取締役による当初の合併契約の解約自体をできないようにして、必ず株主総会に付さなければならないようにすることが考えられる<sup>77)</sup>。例えば、合併契約の推奨の取決めのように、標的会社の取締役が

---

76) UFJグループの事件ではこのようなメカニズムが用いられた。UFJ銀行が三菱東京FGに発行した優先株式では、UFJ銀行がこの優先株式を三菱東京FGから買い戻すには30%増しの9100億円を払う必要があった。詳細については、「週刊エコノミスト」2004年11月16日号19-21頁を参照。

77) デラウェア会社法では、1998年の改正により取締役が推奨しない合併契約であっても、取締役がその合併契約を株主総会に必ず付すことを義務づける条項を合併契約書に含めることが可能となった(2003年改正前の8 Del.C. § 251(c))。しかし、このような条項を合併契約に含めることを認めていた§ 251(c)の第二文は2003年の

当初の合併契約を株主総会に付し、株主に推奨するという取決めを結ぶことも考えられる。この場合、標的会社の取締役は当初の合併契約を承認するための株主総会を招集し、当初の合併契約に賛成票を投じることを株主に推奨することになる。

## B. 株主総会での承認

株主総会で合併契約が承認される可能性を高める方法として、いくつかの方法が考えられる。まず、株主総会で合併賛成の票を投じるように予め議決権契約を結んでおくことが考えられる。支配株主がいる場合や、複数の大株主が合併に賛成している場合は効果的である。合併承認に必要な議決権数の議決権契約が結ばれていれば、合併契約が株主総会に付されさえすれば合併は完成する。

次に、当初の合併契約に反対の票を投じると、株主が不利益を被るようにして、賛成の議決を事実上強制することが考えられる。例えば、過大な解約料を取り決め、株主が合併に反対した場合は多大な会社財産が流出するようにして、合併に反対した場合には株主が不利益を被るようによって、賛成議決を強制するのである。

## C. 合併完成の確実性とディールプロテクションの強度

以上の手法の組み合わせ方によって合併完成の確実性は異なってくる。例えば、以下のような効果をもつディールプロテクションのパッケージをつくることができる<sup>78)</sup>。

---

改正によって削除されたため、標的会社の取締役が当初の合併契約を株主総会に付すことを義務づける取決めは現在も有効であるかどうか不明確になった。§ 251(c)の当該部分が削除されたことから考えると、適切な回避条項 (fiduciary out) を設けている場合は別として、取締役会の推奨しない合併契約であっても必ず株主総会に付すことを義務づけるような、標的会社の取締役の将来の行動を過剰に制約する取決めは認められないだろう。

78) もちろん、ディールプロテクションの強度は連続的であり、本文で述べた三つの類型は典型的なものを例示しているにすぎない。

**(1) 絶対的なディールプロテクションのパッケージ****(Absolute Deal Protection : ADP)**

ディールプロテクション採用の時点で、将来の合併の完成を確実にしているような、絶対的なディールプロテクションのパッケージ（以下ではADPと略記する）である。例えば、標的会社の取締役が合併契約を必ず株主総会に付すという取決めと、合併承認に必要な議決権数の議決権契約の組み合わせが考えられる<sup>79)</sup>。この場合は、取締役と株主の多数派が、ディールプロテクション採用時に合併完成を確実にしてしまっている。しかし、支配株主や少数の大株主が存在している場合などでないと、合併承認に必要な議決権数の議決権契約を結ぶことは困難であるため、絶対的なディールプロテクションのパッケージが作れる場合は少ないだろう。株式保有が分散している会社の場合は、標的会社の取締役が合併契約を必ず株主総会に付すという取決めと、過大な解約料のように株主の合併賛成の議決を強制するような取決めを組み合わせることによって、ディールプロテクションのパッケージに絶対性を持たせることになるだろう。

**(2) 強力なディールプロテクションのパッケージ****(Strong Deal Protection : SDP)**

合併が完成するかどうかを株主総会時の株主の意思に委ねるようなディールプロテクションのパッケージ（以下ではSDPと略記する）である。取締役の将来の選択肢は残っていないが、合併の賛否は株主の自由な判断に委ねている。例えば、議決権契約もなく、過大な解約料など株主の判断を歪める取決めはない（そのため、株主が合併契約を否決するのも自由である）が、取締役は当初の合併契約を株主総会に付す義務を負う場合である。この場合、標的会社の取締役は第一ビッダーとの合併契約を株主総会に付さねばならないため取締役の行動は制約されてしまうが、株主の合併に関する賛否の判断は制約しない。株主総会で議決が行われるまで合併が完成するかどうか分からないが、不確実性

79) Omnicare 事件で用いられたディールプロテクションである。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 924-26 (Del. 2003).

をもたらすのは株主総会での株主の判断のみである。

### (3) 弱いディールプロテクションのパッケージ

#### (Weak Deal Protection : WDP)

取締役が第一ビッドととの合併を解約するかどうかについての選択肢を残しておくとともに、株主も株主総会に提案された合併契約に自由に賛否を表明できるようなディールプロテクションのパッケージ(以下ではWDPと略記する)である。取締役は、合併契約締結後に第二ビッドが出現した場合は、第一ビッドととの合併契約を解約して第二ビッドとの買収に応じてもよいし、そのまま第一ビッドととの合併契約を株主総会に付して株主の判断に委ねてもよい。この場合は、そもそも当初の合併契約が株主総会に付されるかどうかとも不確実である。一番不確実性が大きく、合併完成の確実性は低い。その代わり、合併契約締結後の取締役の選択肢は一番多い。

このように、ディールプロテクションがどれだけ合併完成の確実性を高めるかは、個々のディールプロテクションをどのように組み合わせてディールプロテクションのパッケージを作るかによって異なる。ノートク条項、ノーショップ条項、合併契約の推奨、解約料、ストックオプション、株主の議決権契約など、性質の異なる個々のディールプロテクションをどのように組み合わせるかによって、ディールプロテクションの強度は異なる。合併完成の確実性は、これらの取決めを累積的な、パッケージとしての効果に依存している。

さらに、ディールプロテクションを含んだ合併契約の条項は、全体として、全体のバランスのなかでデザインされる。合併交渉によって、どのような条項をどう盛り込むかで合併対価の額が決まる<sup>80)</sup>。例えば、強固なディールプロ

80) 例えば、IXC事件でSteele判事は、解約料それ自体を合併契約から取り出して個別に評価することは非常に困難であり、解約料の公正性は合併当事会社双方のギブアンドテイクという合併契約全体のバランスの中で判断される必要があると述べている。In re IXC Communications, Inc. S'holders Litig., Nos. 17324, 17334, 1999 Del. Ch. LEXIS 210, \*28-29 (Del. Ch. Oct. 27, 1999).

テクションが用いられていて合併完成の確実性が高ければ、合併が完成しないリスクが下がる分、合併対価も高くなるはずである。このように、個々のディールプロテクションに対して価格がつくのではなく、全てのディールプロテクションを含んだ合併契約全体に対して合併対価が定められるのであれば、ディールプロテクションはパッケージとして評価されるべきである。

そのため、ディールプロテクションの有効性を考える際も、個々のディールプロテクションごとに個別に有効性を考えるのではなく、合併完成の確実性を高めるために用いられているディールプロテクション全体をパッケージとして考えて、パッケージとしてのディールプロテクションの有効性を考えるべきである。個別に、例えば解約料は損害賠償額の予定の問題として、ストックロックアップは新株予約権発行の問題として、拒否権付種類株式は新株発行の問題として、株主の議決権契約は議決権契約の有効性の問題としてというように、個々のディールプロテクションの取決めごとに個別に判断するべきではない。そうではなく、ある合併契約を保護するために用いられている様々なディールプロテクションは、ディールプロテクション全部を一体として考え、パッケージとしてのディールプロテクションの有効性を考えるべきである<sup>81)</sup>。

## V. ディールプロテクションの有効性

IVで述べたように、当初の合併契約の完成の確実性を高めるには、(1)取締役が当初の合併契約を解約せずに株主総会まで維持する可能性を高めることと、(2)株主総会の承認を得る可能性を高めることの二つが必要である。ディールプロテクションはこれら二つの可能性を高めるために用いられる。ディールプロテクションの有効性を考える場合にも、取締役の側の問題と株主の側の問題に

---

81) デラウェア最高裁判所も、ディールプロテクションの有効性は個々のディールプロテクションごとに個別に判断されるべきではなく、ディールプロテクション全体がパッケージとして判断されるべきであると考えている。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 934, 936, 939 (Del. 2003) を参照。

分けて考えることができる。

### A. 取締役の側の問題

取締役の側の問題は、さらに二つに分けて考えることができる。まず、合併に関する株主の意思決定に対する影響力の行使という問題である。第一ビッダーとの合併完成を確実にするために、第一ビッダーとの合併契約を承認するように株主の議決を強制するような手段を用いることは許されるべきであろうか。株主総会での株主の賛成を事実上強制し、株主の判断を歪めてよいのか（合併契約についての株主の判断の自由が確保されているかどうか）という問題である。

もう一つは、取締役は自分自身の将来の行動を制約することができるべきかという問題である（取締役のプレコミットメントの可否である）。標的会社の取締役は、ディールプロテクション付与時に合併相手を第一ビッダーに完全に決めてしまい、第二ビッダーの受け入れ可能性を排除してしまって、株主総会までその決定を維持することができるべきであろうか。それとも、途中で第一ビッダーとの合併契約を解約して、第二ビッダーのオファーを受け入れることができるように、効果的な回避条項(fiduciary out)を設けておくべきだろうか。

#### 1. 取締役による株主の意思決定への影響力の行使

取締役は、合併に関する株主の判断の自由を奪うようなディールプロテクションを用いるべきではない。合併の完成に株主の承認を必要とするのは、会社法上の要請（会社法783条等）である。株主の議決権は株主の基本的な権利である。合併は会社の基礎的変更であり、株主の議決が最も重要とされる場面である。どんなにばかげた不合理な判断であっても、取締役でなく、株主の判断を尊重するというのが会社法のポリシーである。真の合併の価値は誰にも分からないのだから、株主に決めさせるということなのである。条文の趣旨から、取締役は株主の議決権行使の判断を不当に歪めるような強制力を用いることは許されないと考えるべきである。従って、合併に関する株主の議決権行使



の判断を歪めるようなディールプロテクションは認められるべきではない。

合併の場合には、敵対的買収に対する防衛策についてなされた議論は妥当しないだろう。敵対的買収に対する防衛策に関する議論では、敵対的な買収提案を受け入れるかどうかの判断を誰が行うべきかについて、株主が判断すべきであるという立場（いわば株主至上主義）と、取締役が判断すべきという立場（いわば取締役至上主義）の対立がある。取締役の方が株主よりも会社の内部情報や買収相手についての情報を豊富にもっており、会社の価値や買収計画の価値を正確に判断しうる立場にあり、またその判断能力も株主よりも優れているので、株主が買収の可否を決定するよりも、取締役が買収の可否を決定する方が望ましいという議論がなされることがある。株主が誤った選択をする可能性があるので、敵対的買収に応じるかどうかについて株主の選択を尊重するよりも取締役の判断を優先させた方が望ましいというのである。敵対的買収の場合、敵対的買収を受け入れるかどうかについての最終的な決定を株主が行うか取締役が行うかについてポリシーの対立が起こりうるのは、法文上明確な決定権者が定められていないからである。しかし、合併の場合は、会社法上明文で株主が最終的な決定を行う権限があることが定められている。会社法783条等を任意法規と読むのでない限り、合併に関する株主の意思決定の自由を奪うような強力なディールプロテクションは認められないだろう。

標的会社の株主の議決権行使の判断を歪めているかどうかという会社の内部事情によって、対外的な、相手方のある契約的なディールプロテクション<sup>82)</sup>の効力が影響を受けるのはおかしいように思えるかもしれない。会社の内部関係が、ディールプロテクションの有効性という会社の外部関係に影響を与えるとする、第一ビッドの予測可能性を奪い、契約上の期待を裏切ってしまうようにも思えるからである。しかし、合併の承認に株主総会の議決が必要というのは条文上の要請なので、標的会社の株主の議決権を尊重しなければなら

82) 解約料、ノーショップ条項などのように、ディールプロテクションの多くは合併の相手方の合意を必要とする、相手方のある契約的なものである。ポイズンピルのように、標的会社のみで採用できるものは少ない。

いというのは、合併の相手方もディールプロテクション採用時に分かっているまたは分かっているべきことである。そのため、株主の議決権行使の判断を歪めているか否かがディールプロテクションの効力に影響を与えても、合併相手方の契約上の期待を不当に侵害することはない考えることができる。

では、株主の合併に関する判断を歪めはしないものの、取締役の将来の行動を予め決定してしまうようなディールプロテクションは認められるべきか。それとも、効果的な回避条項 (fiduciary out) によって、将来の選択肢が残されているべきか。

## 2. 取締役の将来の行動の自由度：プレコミットメントの可否

どの会社を合併相手として選び合併契約を締結するか、さらに、その合併契約を解約せずに株主総会に付すかは、取締役が決定することである。株主には合併相手についての選択権はない。取締役が選んだ相手に賛否を表明するだけである。

取締役は、その権能を会社と株主の利益のために行使しなければならないのであるから、会社と株主の利益に最も資すると考える合併相手を選ぶべきである。取締役は、最も高い利益をもたらしてくれそうな合併相手を選び、価値を最大化しうる方法で交渉して合併契約を締結し、株主総会にかけべきである。では、ディールプロテクション付与時に、効果的な回避条項 (fiduciary out) を設けておき、第二ビッドからのオファーを受け入れられるようにして、将来の選択肢を残しておくのと、ディールプロテクション付与時に第一ビッドを確定的に決定することのどちらが、会社と株主の利益に適用可能性が高いだろうか<sup>83)</sup>。

83) 注15でも述べたように、本来なら、まず、どのようなポリシーが望ましかを明らかにした上で、そのようなポリシーを反映することのできるドクトリナルなルールを考えるべきである。取締役の採用するディールプロテクションは、(1)標的会社の株主、(2)合併相手方、(3)社会全体、に影響を与える。ポリシーレベルでは、標的会社の取締役の行いという行為はこの3つの側面から考慮されるべきである。しかし、

将来第二ビッドナーが出現し、標的公司に新たにオファーを行うかどうかはディールプロテクション付与時に明確ではない。不確実性が存在している。将来第二ビッドナーが新たにオファーを行う可能性は皆無とはいえないのだから、標的公司の取締役は将来の可能性を手放してしまわないで残しておくべきかもしれない。通常は第二ビッドナーの方が外形上はよりよいオファーをするはずであるから（そうでなければわざわざ第二ビッドナーはオファーをしないはずである）、第二ビッドナーのオファーを受け入れる可能性を残しておいた方が会社と株主の利益に資する可能性が高いようにも思える<sup>84)</sup>。

逆に、将来の不確実性を積極的に利用すべきようにも思える。将来第二ビッドナーが標的公司に新たにオファーを行うかどうかはディールプロテクション付与時に明確ではなく、将来の不確実性が存在している。このような不確実性は、標的公司と第一ビッドナーの双方に存在する。もし前述のような強力なディールプロテクション（SDP）を採用することができれば、このような不確実性を標的公司と第一ビッドナーで取引できるかもしれない。標的公司と第一ビッドナーの間で標的公司の将来の選択肢を売買するのである<sup>85)</sup>。SDPを採用すれば、合併完成の確実性をより高めることができる。合併完成の確実性に応じて第一ビッドナーがオファーの額を変更することができるとすれば、SDPを採用することで合併不成功のリスクが減るので、第一ビッドナーから高いオファーを引き出せるかもしれない。その代わりに、標的公司は第二ビッドナーのオファーを受け入れるという選択肢をあきらめなければならない。逆に、前述のような弱い

---

紙幅の都合上、本稿ではポリシーについての検討は行わず、ドクトリナルな問題だけを取り扱う。

84) Omnicare 事件の多数意見はこのような立場である。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 936-39 (Del. 2003).

85) Omnicare 事件の少数意見を書いた Veasey 元首席判事は、このような取引こそ標的公司の取締役の行うべきことであり、裁判所は取締役の判断を尊重すべきであるとする。Omnicare, 818 A.2d at 940, 942, 945. さらに、デラウェア裁判所のディールプロテクションに対するポリシーについて、玉井利幸「会社法の自由化と事後的な制約 - デラウェア会社法を中心に - (3・完)」一橋法学 4 巻 1 号 (2005年) 149-53頁も参照。

ディールプロテクション (WDP) を採用して、将来第二ビッドターのオファーを受け入れる可能性を残しておく、合併完成の確実性は下がるので、オファーの額は低くなるかもしれない。その代わり、標的会社の将来の選択肢は残る。合併完成の確実性に依じて第一ビッドターがオファーの額を変更することができるなら、リスクとリターンを均衡させることができるので、SDPの採用が認められるルールでもWDPしか採用できないルールでも差がないように思える。しかし、合併完成の確実性に依じて第一ビッドターがオファーの額を変更することができるという仮定が常に成り立つかどうかは疑問がないわけではない。

不確実性の取引以外にも、SDPの採用が認められた方がよい場合もあるかもしれない。合併完成の確実性が低いと、合併当事会社間の関係特殊的な投資を抑制してしまうかもしれないからである。合併契約締結後、合併の完成を待っている時期を逃す投資もある。ハイテク業界など、変化の激しい業界では、投資のタイミングの遅れが致命的な場合もある。SDPを採用することができ、合併完成の確実性を高めることができれば、合併契約締結から合併完成までの間の関係特殊的な投資が促進され、合併完成後の企業価値がより高まるかもしれない。SDPを用いることによって、合併後の会社の価値を高めることができるのなら、SDPを採用することは標的会社とその株主の利益に合う場合もありうる。WDPしか認めないルールは過剰な制約であるかもしれない<sup>86)</sup>。

---

86) 第二ビッドター (と第二ビッドターで代表される社会全体) の観点からすると、標的会社の取締役はWDPしか採用できないとするルールには問題があるだろう。

社会全体の観点からは、WDPしか認められないルールはメリットとデメリットがある。メリットとしては、標的会社の資産の最適利用者に、標的会社が獲得される可能性が高い点があげられる。SDPも採用することが可能なルールの場合には、第二ビッドターが標的会社の資産の最適利用者であったとしても、標的会社と第一ビッドターの間でSDPが採用されていれば、第二ビッドターが標的会社を獲得するのは困難になる。SDPのために標的会社が最適利用者に獲得される可能性が低下してしまう。一方、WDPしか認められないルールだと、標的会社が最適利用者である第二ビッドターに渡る可能性が高まる。

しかし、デメリットもある。社会的な観点からすると、WDPしか認められないルールは、第一ビッドターが買収対象をサーチするインセンティブを考えると、問題

SDPが認められるべき場合もあるように思う<sup>87)</sup>。

### 3. ディールプロテクションの有効性

このように考えると、SDPを一切認めないというルールは望ましいルールではないかもしれない。SDPを認める余地のあるルールの方が望ましいだろう。このようなルールを実現するために、いくつかの構成が考えられる。

まず、権限踰越（民法110条）を用いる方法である。将来の可能性を残しておく方が標的公司とその株主の利益に合う可能性が高いと仮定して、SDPを採用して将来の可能性を手放してしまうことは、原則として標的公司とその株

---

がある。第一ビッド者がコストを費やして買収対象を探し出したとしても、標的公司を第二ビッド者に攫われてしまう可能性がより高いからである。確かに、標的公司を第二ビッド者に攫われた場合に備えて、標的公司と第一ビッド者の間で第一ビッド者がそれまでに費やした費用を填補するための解約料などが定められる。しかし、解約料や金銭的な損害賠償では填補しきれない損害があるかもしれない。一番大きな損害は、第一ビッド者のライバル会社（第二ビッド者）に標的公司を奪われて、第二ビッド者が競争上の優位を得ることである。第一ビッド者が標的公司と合併していたなら得られたはずのシナジーゲインも第二ビッド者にみすみす奪われてしまうことになる。WDPしか認められないルールの場合、ライバル会社は第一ビッド者が標的公司にオファーするのを待って、それにフリーライドしてより有利なオファーを行い、標的公司を獲得できる。第二ビッド者は第一ビッド者のオファーを参考にしてあまりコストをかけずに標的公司にオファーを行うことができるので、第一ビッド者よりも有利なオファーを提示するのは容易である。合併の完成の確実性が高くないと、第一ビッド者の買収対象をサーチするインセンティブが下がり、社会的に望ましい買収の発生する水準が下がる可能性がある。買収対象をサーチするインセンティブを考えると、SDPも認められるルールの方が望ましい。

87) 但し、ルールの運用面を考えると、WDPしか認められないルールの方が望ましいかもしれない。まず、合併の当事者にとって、WDPしか認められないルールの方が、SDPも認められるルールよりも事前の予測可能性は高い。適切な回避条項（fiduciary out）を設けておけば、用いたディールプロテクションが事後的に無効とされる可能性が少ないからである。さらに、裁判所の判断もWDPしか認められないルールの方が容易である。WDPしか認められないルールの下では、裁判所は、回避条項がどれくらい効果的かだけを判断すればよい。それに対し、SDPも採用可能なルールの下では、裁判所はSDPの効力を認めるかどうかを判断するために、SDPが標的公司とその株主の利益を高めるかどうかという実体的な判断も行わなければならない。そのため、取締役の判断のメリットや判断形成過程も審査の対象としなければならない。裁判所の判断は困難になる。ルールの運用のコストはWDPしか認められないルールの方が少ない。

主の利益に反すると考えるのである。取締役は会社と株主の利益のためにその権限を行使しなければならないのであり、取締役の権限は会社と株主の利益を向上させるために与えられているとすれば、取締役には会社と株主の利益に反する行為を行う権限はないと考えることができる<sup>88)</sup>。取締役がSDPを採用して将来の可能性を手放してしまうことは会社と株主の利益に適わないとすると、取締役がSDPを採用することは取締役の権限の範囲を超えていると考えることができる。このように考えると、もし取締役がSDPを採用して第一ビッダーを確定的に選択し、将来の選択肢を捨ててしまったなら、それは原則として権限踰越となり、そのようなディールプロテクションの効果は会社に及ばないと考えることができる。ただし、前述のように、SDPを採用することが会社と株主の利益に適う場合もありうるので、そのような場合は「正当な理由」(民法110条)があると考え、例外的にSDPの効力を認めるのである。SDPを採用することが標的会社とその株主の利益に適うかどうかは、正当な理由の有無の判断という形で行われることになる。

正当な理由の有無を判断する際には、標的会社と相手方(第一ビッダー)の事情を総合的に考慮すべきである。正当な理由の有無を判断する際には、以下のような要素を考えるべきであろう。標的会社側の事情としては、取締役が将来の不確実性を減らすための合理的な行動をとったかどうか、例えば、十分に情報を収集したか、市場で合併相手を勧誘したかどうかといったことや、ディールプロテクション採用時の状況<sup>89)</sup>、例えば、ディールプロテクション採用時に競合するオファーがあったかどうかなどが考慮されるべきである。第一ビッダー(相手方)の事情としては、例えば、ディールプロテクションが付与される時の状況が考慮されるべきである。標的会社に別の会社から競合するオ

---

88) あるいは、SDPを採用して将来の選択肢を譲り渡してしまうことは取締役の善管注意義務違反であると考え、善管注意義務違反という会社の内部的な義務に違反するディールプロテクションを結ぶ権限は取締役にない、と構成することもできるかもしれない。

89) 前注36も参照。

ファーがなされているのに、SDPの付与を強固に求めている場合などには、正当の理由が認められる可能性は低くなるだろう。

また、心裡留保（民法93条）を用いた構成も可能かもしれない。この場合も、権限踰越の構成の場合と同様に、標的会社の取締役がSDPを採用して将来の選択肢を手放してしまうのは原則として標的会社とその株主の利益にならないと仮定する。標的会社の取締役は、将来の選択肢を残しておくためにWDPを用いる方が会社と株主の利益に適い、SDPを用いることは利益に適わないと思っていたが、SDPを用いたと考えるのである。標的会社の取締役がSDPを用いた場合、そのSDPは原則として有効であるが、取締役の真意（SDPの採用は株主の利益にならないことを認識している）を合併の相手方が知っているまたは知ることができた場合には、相手方はSDPの有効性を主張できないとすることによって、SDPの効力が認められる場合を限定するのである。

権限踰越の構成と心裡留保の構成では、原則と例外が逆になっている。権限踰越の構成では、原則としてSDPの効力は認められないが、心裡留保の構成では原則としてSDPの効力が認められることになる<sup>90)</sup>。SDPの効力が認められる可能性が高くなればなるほど取締役の裁量は大きくなるはずである。取締役の裁量が大きくなればなるほど、取締役がその裁量を濫用する危険が高くなるとすれば、取締役の裁量の幅が小さい権限踰越の構成の方が標的会社とその株主には望ましいだろう<sup>91)</sup>。

さらに、ディールプロテクションの有効性を判断するために、会社法的な構成を用いることも考えられるかもしれない。SDPを採用すると、取締役の将

---

90) ただし、SDPを採用することは標的会社とその株主のためにならないということが一般に認識されている事柄であるとするれば、合併の相手方は通常は取締役の真意を知ることができることになる。もしそうだとすると、相手方が取締役の真意を知ることができればSDPの有効性を主張できないので、採用されたSDPの効力が認められる場面は非常に限定されることになる。

91) さらに、心裡留保の構成の場合、標的会社の側で相手方が取締役の内心を知っていたまたは知ることができたということを証明しなければならないので、標的会社にとって不利である。

来の可能性を手放すことになり、第二ビッドターの登場など将来の事情の変化に対応できなくなってしまうので、SDPの採用は取締役の善管注意義務に違反し、SDPの効力は否定されると考えるのである<sup>92)</sup>。SDPの効力は取締役の善管注意義務違反の有無により決定されることにするのである。ただ、この構成の場合、善管注意義務違反という標的会社の取締役の内部義務違反が、ディールプロテクションという外部的な関係の効力に直接影響を与えるのは何故かを説明するのが難しいように思う。ディールプロテクションの多くは、解約料やノーショップ条項などのように、合併の相手方の合意が必要な契約的なものである。このような契約的なディールプロテクションの場合、会社の内部的義務違反の有無が、標的会社と第一ビッドターとの間の契約的な取決めの効力に直接影響を与えるのはおかしいように思う<sup>93)</sup>。ディールプロテクションは標的会社と第一ビッドターとの間で結ばれた、会社の外部的な関係であるのだから、その効力を判断する際も、会社の内部的な義務違反を持ち出して構成するよりも、会社の外部関係を規律する枠組み、すなわち契約法的な枠組みを用いた構成の方が自然であるように思う。

92) デラウエア法の場合は、例えば、「…ディールプロテクションは、信認義務違反の産物として、無効である」(前注73を参照)という文言や、ディールプロテクションを含む「合併契約と議決権契約は、…取締役の信認義務に反する。その限りにおいて、…それらは無効であり執行不能である」(Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 939 (Del. 2003), quoting Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 51 (Del. 1994))という文言から読み取れるように、標的会社の取締役の信認義務違反という会社内部の義務違反が直接会社外部の契約関係に影響を与えるという構成になっている。しかし、デラウエア会社法のように制定法 (law) と衡平法 (equity) で構成される法体系を持たない我が国においては、信認義務違反 (すなわち衡平法上の違反) の効果を直接外部の契約関係に及ぼすことは困難なように思う。我が国の法体系の下では、例えば、内部義務違反の結果結ばれたディールプロテクションは公序良俗に反し無効であるというように、内部義務違反が外部関係である契約関係の効力に影響を与えるには何らかの媒介となる概念が必要なのではないか。

93) ただし、本稿のようにディールプロテクションをパッケージとしてとらえず、個々のディールプロテクションごとに個別に効力を考えるのであれば不都合はないだろう。ディールプロテクションの効力は個別に、例えば解約料は損害賠償額の予定の問題としてその有効性を考え、取締役の善管注意義務違反は取締役の責任の有無を判断する場合にだけ問題にするのであれば、不都合はない。



## B. 株主側の問題

取締役が提案した合併契約の可否を最終的に判断するのは株主である。株主の承認がなければ合併は完成しない。株主による合併の可否の判断については、二つの問題がある。まず、株主が、合併の可否について自由な判断ができるかどうか、すなわち取締役の強制を受けて選択を歪められていないかどうかが問題である。歪められている場合については既に述べた。もう一つは、株主が合併に賛否を示すタイミングである。株主総会で株主が合併の賛否を判断するというのは、会社法が予定している通常の事態なので問題ない。では、株主総会の前に合併の賛否を表明しておくことはできるか。例えば、合併承認に必要な議決権数をもつ株主が、株主総会で合併に賛成の票を投じるという議決権契約を予め結んでおくことは認められるべきだろうか。

標的会社の取締役により株主の合併に関する判断が歪められておらず、株主が自由に合併についての賛成・反対を選択できるとした場合、合併の賛否の表明は必ず株主総会時に行わなければならないのだろうか。それとも、株主総会が開催される前に賛成・反対を選択してしまうことも認められるべきであろうか。取締役に脅迫されたり買収されたのでない限り、株主総会開催前に議決権契約を締結する時点で、合併に賛成か否かを確定的に選択することができるべきである。この場合、株主の意思決定が株主総会ではなく、議決権契約締結時に前倒しされただけである。株主は、議決権契約を結ぶ時点で、第二ビッドターのオファーを受け入れる可能性をあきらめた（あきらめた方が有利と判断した）のである。

ただし、支配株主の信認義務など、支配株主に何らかの特別な義務を課す場合は別である。支配株主が少数株主に対して信認義務を負っており、株主総会時の議決権行使に制約を受けるなら、議決権契約締結時にも同様な制約を受けべきである<sup>94)</sup>。少数株主に対する信認義務などの特別な義務が支配株主に

---

94) 同様に、支配株主が議決権契約によって合併に賛成の意思決定を表明した場合に、もしその意思表示が株主総会での議決権の行使という形で行われたとしたなら、会

課されないのであれば、議決権契約を締結する際にも支配株主は拘束を受けないと考えるべきである。議決権契約締結時に合併に賛成する場合も、株主総会で賛成する場合も、賛成の表明をするタイミングが異なるだけであると考え、同様な取扱いがされるべきである。

### C. まとめ：ディールプロテクションの有効性の判断方法

以上述べたように、合併完成の確実性を高めるために用いられているディールプロテクションは、個々のディールプロテクションごとに個別に判断するのではなく、全体としてパッケージとして考えるべきである。

ディールプロテクションの有効性の判断は以下のように二段階に行うべきである。まず、第一段階として、問題となっているディールプロテクションが、取締役の選んだ合併相手との合併を強制していないか、すなわち合併に関する標的会社の株主の判断を歪めていないかどうかを問題とすべきである。合併という会社の基礎的な変更に関する株主の意思は最大限尊重されるべきであるので(会社法783条等参照)、株主の判断を歪めている場合には、そのようなディールプロテクションの効力は認めるべきではない。株主の判断を歪めていないなら、次の段階に進むことになる。

第二段階では、問題となっているディールプロテクションによって標的会社の取締役の将来の自由がどの程度制約されているかを問題とすべきである。例えば、第二ビッドの登場など将来の事情の変化に対応できるように効果的な回避条項 (fiduciary out) が設けられていない場合は、取締役の将来の自由は非常に限られることになる。標的会社の取締役が自分の将来の行動を過度に制約するようなディールプロテクションを採用すると、将来の事情の変化に応じて行動することができなくなってしまい、会社と株主の利益を損なう危険がある。そのため、そのような強力なディールプロテクションを採用することは原

---

社法831条1項3号により決議が取り消されるであろう場合には、そのような議決権契約の効力は認められるべきではないだろう。

則として取締役の権限を超えていると考えて、そのようなディールプロテクションの効力は原則として否定されるべきである。しかし、標的会社の取締役の将来の選択肢を限定するような強力なディールプロテクションを採用することによって、標的会社とその株主の利益を向上させる可能性もありうるので、「正当な理由」（民法110条）がある場合には、そのような強力なディールプロテクションの効力も認められるべきである。「正当な理由」の有無の判断は、標的会社の事情と第一ビッドターの事情を総合的に考慮して行うべきである。

## VI. 終わりに

近年、我が国のM&A市場は大きく変化した。国内のM&A取引における外資系企業や外資系ファンドの占める割合が上昇し、日本企業による日本企業の敵対的買収も現実のものとなった。我が国のM&A市場はアメリカのような競争的な市場になったといえる。アメリカでは、UFJグループの事件のように、標的会社の獲得を目指して複数の会社が争うことは珍しくない。我が国でも、今後標的会社の奪い合いは珍しくなくなるだろう。そうなれば、当初の合併契約の完成の確実性を高め、新たな買収者の介入を防ぐために、ディールプロテクションが用いられる場面が増えるだろう。ディールプロテクションが用いられる場面が増えれば、その有効性をめぐり裁判で争われる機会が増えるだろう。ディールプロテクションについての研究を一層深める必要があるはずである。

本稿はそのささやかな一歩として、ディールプロテクションの有効性を判断するための枠組みについて検討してきた。本稿の特色は、ディールプロテクションが合併完成の確実性を高めるメカニズムに着目して、その有効性を判断する枠組みを考えたことにある。本稿での考察は以下のようにまとめることができる。

合併完成の確実性を高めるために用いられるディールプロテクションには性質の異なる様々なものがあるが、それらの有効性を判断するためには、個々の

ディールプロテクションごとに個別に考えるのではなく、用いられている全てのディールプロテクションを包括的に捉え、パッケージとして考えるべきである。

ディールプロテクションは、標的公司と第一ビッドターの合併完成の確実性を高めるために用いられる。合併の完成には、取締役が合併契約を作成し、それが株主総会で株主の承認を受けることが必要である。標的公司と第一ビッドターの合併完成の確実性を高めるには、標的公司の取締役が当初の合併契約を途中で解約せずに株主総会にかける可能性を高めることと、株主総会で株主の承認を得る可能性を高めることの二つが必要である。ディールプロテクションには様々な種類のものがあるが、それらはこの二つの可能性のうちのどちらかあるいは両方を高めることを意図している。そのため、本稿では取締役の側の問題と株主側の問題に分けて考えた。

ディールプロテクションの有効性は段階的に判断すべきである。まず、問題となっているディールプロテクションによって、株主の合併に関する意思決定の自由が損なわれていないかどうかを検討すべきである。標的公司の株主が提案された合併の賛否を最終的に決定するというのが会社法の基本思想である。そのため、株主の合併に関する意思決定を歪めるようなディールプロテクションの効力は認められるべきではない。問題となっているディールプロテクションが株主の意思決定を歪めていないなら、次の段階に進むことになる。

第二段階では、問題となっているディールプロテクションが標的公司の取締役の将来の自由を過度に制約しているかどうかを検討すべきである。取締役の権限は会社と株主の利益を向上させるために用いなければならない。合併相手を第一ビッドターに固定してしまい、将来第二ビッドターから有利なオファーを受けたとしてもそれを受け入れることを妨げるような強力なディールプロテクション(SDP)を用いると、会社と株主の利益を損なう危険があるので、そのようなディールプロテクションを採用することは原則として取締役の権限の範囲外であると考えべきである。従って、標的公司の取締役の将来の行動を過度に制限してしまうようなディールプロテクションを採用すれば、それは権限

踰越であり、「正当な理由」（民法110条）がある場合を除いて、そのようなディールプロテクションの効力は原則として否定されるべきである。しかし、SDPを用いることで標的会社の株主の利益を高める可能性もありうるので、SDPの採用が認められるべき場合もありうる。そのため、例外的にSDPを採用することも認められるべきである。SDPの採用が認められるかどうかは、「正当な理由」の有無の判断という形で行われるべきであり、その判断では標的会社の側の事情と第一ビッド者の側の事情が総合的に考慮されるべきである。

このように、本稿はディールプロテクションの有効性に関する判断方法について考えたドクトリナルなものである。どのようなディールプロテクションが認められるかは、標的会社の株主だけでなく、合併の相手方（第一ビッド者）や第二ビッド者（社会全体）の利益にも影響を与えるので、ポリシーについての考察が不可欠である。しかし、今回は紙面の都合上、ディールプロテクションに関するポリシーについて述べることができなかった。機会があればポリシーについても論じたい。

本稿は、財団法人学術振興野村基金による研究助成の成果の一部である。

脱稿後に、岩倉正和・大井悠紀「M&A取引における被買収会社の株主の利益保護〔上〕〔中〕〔下1〕〔下2〕」商事法務1743号（2005年）32-41頁，同1745号（2005年）27-38号，同1747号（2005年）30-41頁，同1748号（2005年）37-44頁に接した。