

# 米国：新型コロナウイルスパンデミック状況下の ポイズンピルの導入

Adoption of Poison Pill in Response to the Novel Coronavirus Pandemic

田村 優（長島・大野・常松法律事務所）

## I はじめに

新型コロナウイルスの世界的な大流行は、企業活動に深刻な影響を与えている。とりわけ 2020 年 3 月頃よりあらゆる地域・産業において上場企業の株価が大幅に下落しており、株式市場は不安定な状況にある。米国では、このような世界的な株安の状況を利用して、潤沢な資金を有するアクティビスト投資家等が安価で株式を買い集めるのではないかという懸念が広がっている。かかる背景事情の下、米国では、敵対的買収防衛策の一つであるポイズンピル（又はライツプラン）を導入する上場企業が増えており、2020 年 2 月 15 日から 4 月 12 日の間に新たにポイズンピルを導入した Russell 3000 の企業は 27 社に上る<sup>1</sup>。

## II 米国におけるポイズンピル

ポイズンピルとは、敵対的買収をしようとする者やアクティビスト投資家等（以下「敵対的買収者」）による株式の買い集めに対する対抗措置の一つである。典型例は、ポイズンピルを導入しようとする企業（以下「対象企業」）が、敵対的買収者を除くすべての株主に対して、敵対的買収者が一定割合の株式を取得すること等を行使条件（以下「トリガー事由」）として、対象企業の株式を安価で追加取得できる権利を付与するものである<sup>2</sup>。敵対的買収者以外の株主が安価で対象企業の株式を追加取得した場合、結果として敵対的買収者の株式所有割合が相対的に減少する（希釈化する）ため、敵対的買収者がトリガー事由に定める割合を上回る買付けを行うのを抑止する機能がある<sup>3</sup>。

また、税務上、一定の期間内に支配権の変動が生じた企業は、支配権の移転前に生じた純営業損失（net operating loss（以下「NOL」））を将来の営業利益から控除することが制限されるため<sup>4</sup>、ポイズンピルは、当該支配権の変動を防止して税務上の利益を確保するために導入されることもある<sup>5</sup>。基本的な設計は通常のポイズンピルと同様であるが、このような目的のポイズンピルを NOL ポイズンピル（又は NOL ライツプラン）と呼んでいる。NOL ポイズンピルは、NOL の生じる企業が増えた 2008～2009 年の経済危機時に増加した<sup>6</sup>。

ポイズンピルは、上記のとおり、(a)企業価値を毀損しうる敵対的買収や企業にとって好ましくないアクティビズムを抑制する機能、又は(b)支配権の変動を防止して税務上の利益（NOL の

繰越控除)を確保する機能を有するが、その一方で、①プレミアムを付して行われる株主にとって好ましい敵対的買収を阻害する可能性、②ポイズンピル導入による株価下落の可能性、③株主が経営に影響を与えるために行う正当な買い増し行為を阻害する可能性などが指摘されており、株主や後述する議決権行使助言会社がネガティブな反応を示す場合が多い。

そのため、米国では、2000年代前半以降、ポイズンピルを導入している上場企業(とりわけ大企業)は少なくなっている(2019年12月31日時点で、何らかの形でポイズンピルを導入しているS&P500の企業は、わずかに8社であった。) <sup>8</sup>。但し、有事の際に直ちにポイズンピルを導入することが出来るように必要書類の準備等を予め行なっている企業は多い(このような状態をpoison pill “on the shelf”と呼んでいる。) <sup>9</sup>。

### Ⅲ 取締役の信託義務

デラウェア州法では、取締役会は、株主総会の決議を経ることなく、ポイズンピルを導入することができる。しかしながら、上記のとおり、ポイズンピルの導入に関し、必ずしも株主と取締役の利害が一致するわけではないことから、取締役の信託義務(fiduciary duty)の検討においては、経営判断原則(business judgment rule)よりも厳格な審査(enhanced scrutiny)が適用され、①企業の方針や効率性に対する脅威(threat)が存在し、②その脅威に対抗するために合理的な範囲(range of reasonableness)内の措置であることが要求される(ユノカル(Unocal)基準<sup>10</sup>) <sup>11</sup>。なお、デラウェア州の裁判所は、具体的な敵対的買収の脅威が存在しない平時(clear day)にポイズンピルを導入する場合であっても、上記厳格な審査のもと適法性を判断している <sup>12</sup>。

### Ⅳ 議決権行使助言会社

Institutional Shareholder Service (ISS) や Glass Lewis & Co. (Glass Lewis) などの議決権行使助言会社は、ポイズンピルの導入を決議した取締役の選任議案、又は、ポイズンピルに関して株主総会の承認を求める場合には当該議案の賛否について助言をし、機関投資家の多くがそれに従って議決権を行使するため、事実上の影響力を有している。両社は、基本的にポイズンピルの導入に関して懐疑的な立場を採っており、取締役会決議のみで導入されるポイズンピルについては、大要、①ポイズンピルの存続期間が短期間であること、及び②株主の利益を害する特定の脅威に対抗する目的など正当な導入根拠があり、個別具体的な事情に基づき相当なものであることを要求している<sup>13</sup>。そのため、実務上、ポイズンピルの存続期間を1年以下とし、トリガー事由に定める割合を10%~20%とすることが多かった<sup>14</sup>。なお、NOLポイズンプランでは、その性質上、トリガー事由は5%を若干下回る値で設定するのが典型的である<sup>15</sup>。なぜなら、NOLの繰延控除が制限される「支配権の変動」は、大要、株式所有割合5%以上の株主らの所有割合について3年の期間中に50%超の変動があった場合とされ、ここでいう「支配権の

変動」を防止するため、5%以上となる買付けを防ぐ必要があるためである<sup>16</sup>。

## V 新型コロナウイルスパンデミック状況下のポイズンピルの導入

新型コロナウイルスパンデミック状況下のポイズンピルの導入にあたっては、基本的に、従前と同様の議論が当てはまるが、このような状況は、上場企業にとってポイズンピルの導入について再度の見直しを行う機会になっていると思われる。この点に関し、ISSは、2020年4月8日、新型コロナウイルスのパンデミック状況下のポイズンピルの導入について新たにガイダンスを公表し、パンデミックによる深刻な株価の下落は、存続期間を短期間（1年以内）とするポイズンピル導入の正当化根拠となり得る旨、一定の理解を示しており<sup>17</sup>、Glass Lewisも、2020年4月9日に類似のガイダンスを公表している<sup>18</sup>。但し、ISS及びGlass Lewisいずれも、ポイズンピルの導入に懐疑的な従前のスタンスを維持しているものと考えられ、これらの賛同を得るためには、単にパンデミックによる株式市場の混乱という理由のみではなく、対象企業の個別具体的な状況を加味した上で、導入の是非を慎重に検討する必要があると思われる<sup>19</sup>。実際に、パンデミック影響下の2020年2月15日から4月12日の間に新たにポイズンピルを導入した事例は、以下のような類型である<sup>20</sup>。

- ① 株式の買い集めが行われるなど経営権に対する具体的な脅威が実際に生じたことを踏まえてポイズンピルを導入した事例（13件）
- ② NOL ポイズンプランを導入した事例（3件）
- ③ 株価指数の下落以上に株式時価総額が著しく（50%以上）減少したという事実を踏まえて予防的にポイズンピルを導入した事例（10件）

なお、③については、S&P500に含まれる大企業は1社（後述のThe Williams Companies, Incの事例）のみで、小中規模の上場企業が多くなっている。とりわけ、これらのうち6社は、株価の下落により時価総額が10億ドルを下回った企業であり、Hart-Scott-Rodino Act (HSR) 上の届出義務（日本の独占禁止法上の株式取得の届出に相当する）の基準が影響している可能性がある。すなわち、HSR上、取引額9400万ドル以上の非受動的投資（non-passive investment）には、事前届出義務が課されており、当局のクリアランスを取得しなければならないところ、時価総額9億4000万ドル未満の企業の場合、この事前届出なしに10%の支配権を新たに取得されてしまうおそれがあるためである<sup>21</sup>。

個別の例としては、The Williams Companies, Inc.が2020年3月20日に導入したポイズンピルが、トリガー事由を（通常の10%～20%ではなく）5%とかなり低く設定しており<sup>22</sup>、注目に値する。この点、Glass Lewisは、市場の混乱により当該企業の株価が極度に過小評価されている等の個別具体的な状況に鑑み、当該ポイズンピルの決議をした取締役の選任議案に反対する旨の推奨はしない立場をとっており<sup>23</sup>、また、株価がその企業の本来的な価値よりも大幅に下

落している場合には、本来の価値に比して安価に支配権に影響を及ぼす株式取得が可能となってしまうため、トリガー事由として通常より低い割合を設定することも正当化しうるとの見解もある<sup>24</sup>。しかしながら、ISSは、当該ポイズンピルのトリガー事由が不当に低く設定されていることを指摘し、これに反対の立場を採っていることに留意する必要がある<sup>25</sup>。

## VI おわりに

本稿は、米国におけるポイズンピルの導入に関するものであり、日本の買収防衛策の具体的な手法とはやや異なるが、基本的な考え方や新型コロナウイルスの世界的な大流行による株式市場の混乱という状況は、日本にも共通すると思われる。今後の米国における裁判所の判断や議論の動向が注目される。

---

<sup>1</sup> Ethan Klingsberg, Paul Tiger & Elizabeth Bieber (April 24, 2020) “A Look at the Data Behind Recent Poison Pill Adoptions” Harvard Law School Forum on Corporate Governance (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日)

<sup>2</sup> Practical Law Corporate & Securities and Scott Towers, Ballard Spahr LLP “Poison Pills: Defending Against Takeovers/Stockholder Activism and Protecting NOLs” Thomson Reuters Practical Law (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日)

<sup>3</sup> 前注 2

<sup>4</sup> Internal Revenue Code, Section 382

<sup>5</sup> 前注 2

<sup>6</sup> Gail Weinstein, Philip Richter, and Warren S. de Wied (April 9, 2020) “A Turn Back to “Poison Pills” in Response to the Coronavirus Pandemic” Harvard Law School Forum on Corporate Governance (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日)

<sup>7</sup> 前注 2

<sup>8</sup> 前注 6

<sup>9</sup> Mark D. Gerstein, Tiffany F. Champion, and Joshua C. Reisman (April 8, 2020) “Proactively Adopting a Poison Pill in Response to the COVID-19 Crisis” Harvard Law School Forum on Corporate Governance (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日)

<sup>10</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)

<sup>11</sup> Paul Shim, James Langston, and Charles Allen (April 5, 2020) “Rewriting the Poison Pill Prescription: Consider Active Defenses During COVID-19” Harvard Law School Forum on Corporate Governance (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日)

<sup>12</sup> 前注 11。また、Beth Berg, Kai Liekefett and Derek Zaba (March 26, 2020) “Sidley Austin: Should Boards Adopt a Poison Pill in the Coronavirus Crisis?” CorpGov.com (最終閲覧 2020 年 4 月 24 日) 参照。

<sup>13</sup> 前注 1 及び 6。詳細は、ISS 及び Glass Lewis が公表しているガイドライン (ISS, United States Proxy Voting Guidelines (2020) 及び Glass Lewis: Policy Guidelines) も参照されたい。

<sup>14</sup> 前注 6

<sup>15</sup> 前注 2

<sup>16</sup> 前注 2

<sup>17</sup> ISS Global Policy Board (April 8, 2020) “Impacts of the COVID-19 Pandemic ISS Policy Guidance”

---

<sup>18</sup> Aaron Bertinetti (April 8, 2020) “Glass Lewis, Poison Pills and Coronavirus: Understanding Glass Lewis' Contextual Policy Approach”

<sup>19</sup> 前注 1

<sup>20</sup> 前注 1

<sup>21</sup> 前注 1

<sup>22</sup> The Williams Companies, Inc. (March 20, 2020) “Williams Adopts Limited Duration Stockholder Rights Agreement” Press Releases (最終閱覽 2020 年 4 月 24 日)

<sup>23</sup> Practical Law Corporate & Securities “COVID-19 Issues in Public M&A Transactions Checklist” Thomson Reuters Practical Law (最終閱覽 2020 年 4 月 24 日)

<sup>24</sup> 前注 6

<sup>25</sup> 前注 1