

買収防衛策と法律問題

大和総研 資本市場調査本部
常務理事 吉川 満

(1) 米国型ポイズン・ピルを合法と前提すると、
サッポロ・ホールディングの買収防衛策は合法？

旧防衛策から新防衛策へ

旧防衛策・・・株主総会の決議通さず
しかし、『会社は株主のもの』というのが、
現在は多数説

∴旧防衛策は手続き上瑕疵がある可能性が高い
現に、スティーラーも手続き上の瑕疵を批判

旧防衛策のいきさつ

平成18年2月17日

取締役会で旧防衛策を導入
株主総会の決議は経ず

平成18年3月30日

防衛策の平成19年4月30日までの維持を決定
手続きは取締役会限り
新任取締役全員の賛成は得た
株主総会は経ず

従って、旧防衛策は違法と考えられる。

株主総会の決定

旧買収防衛策を廃止

新買収防衛策の導入

新買収防衛策

大規模買付ルール

- ①大規模買付者が取締役会に対して大規模買付行為に関する必要かつ十分な情報を事前に提供し、かつ
- ②当社取締役会のための一定の評価期間が経過した後、大規模買付行為を開始する、というものである。

大規模買付ルールの内容

- ①大規模買付者及びそのグループ
- ②大規模買付行為の目的及び内容
- ③当社株式の取得対価の算定根拠
- ④当社および当社グループの経営に参画した後に想定している経営者候補、経営方針、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用策等
- ⑤当社および当社グループの取引先、顧客、従業員等のステークホルダーと、当社および当社グループとの関係に関し、大規模買付行為完了後に予定する変更の有無及びその内容

取締役会による評価期間

当社取締役会は大規模買付者が当初取締役会に対し本必要情報の届出を完了した後、60日以内の必要な期間を取締役会による評価の為の期間として設定する。

大規模買付者が大規模買付ルールを 遵守した場合

当社取締役会は、仮に当該大規模買付行為に反対だとしても、当該買付提案についての反対意見を表明したり、代替案を提示する事により、当社株主の皆様を説得するに留め、原則として大規模買付に対する対抗措置は取りません。

濫用目的とは？

濫用目的によるものとは、例えば、大規模買付者が、

- ①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ 株価を吊り上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買取を行っている場合

- ②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移転させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合

- ③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買取者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合
- ④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、あるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機を狙って、株式の高値売り抜けをする目的で株式買取を行っている場合
- ⑤買付者の提示する当社株式の買取方法が、最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付等の株式買付を行う場合(いわゆる強圧的二段階買収)、などを想定しています。

大規模買付者が大規模買付ルールを 遵守しない場合

大規模買付者により、大規模買付ルールが遵守されなかった場合には、具体的な買付方法の如何にかかわらず、当社取締役会は、当社及び当社株主全体の利益を守ることを目的として、新株予約権の発行等、会社法その他の法律及び当社定款が認める対抗措置を取り、大規模買付行為に対抗する場合があります。大規模買付者が大規模買付ルールを遵守したか否かおよび対抗措置の発動の適否は、外部専門家等の意見も参考にし、また独立委員会の勧告を最大限尊重し、当社取締役会が決定します。

具体的にいかなる措置を講じるかについては、その時点で最も適切と当社取締役会が判断したものを選択することとします。具体的対抗措置として、株主割当により新株予約権を発行する場合の概要は別紙1に記載の通りですが、実際に新株予約権を発行する場合には、議決権割合が一定割合以上の特定株主グループに属さないことを新株予約権の行使条件とするなど、対抗措置としての効果を勘案した行使期間および行使条件を設けることがあります。なお、当社は平成18年11月30日、新株予約権の発行について発行登録を行い、同年12月8日にその効力が発生しております。

サッポロ・ホールディングスの 新買収防衛策は合法

- 米国で認められている典型的なポイズン・ピルと同様、新株予約権を使って、公開買付者、もしくは大量株式保有者の権利を認めるスキームである。
- ニレコスキームのように、予め新株予約権を付与するのでない、いわゆる事前警告型であるので、市場で後から株式を取得するものの、権利を害する事はない。
- 従って、法的効果に疑問があった、旧買収防衛策を廃止して、新買収防衛策を導入した措置は合法と考えられる。

(2) そもそもポイズン・ピルは合法と考えるべきか、
違法と考えるべきか。

米国型ポイズン・ピルは、
そもそも合法と考えるべきか

ポイズン・ピル合法論

代表 米国、ドイツ

ポイズン・ピル違法論

代表 イギリス、フランス

ポイズン・ピル合法論の代表的な論者

経済産業省、法務省

- 防衛策を認めた方が合理的な事がある。
- 日本の証券取引法は、米国法を継承したもの。
- 「経営判断の原則」

ポイズン・ピル違法論の代表的な論者

イギリス、フランス

- 株主が株を買い増す権利を制限するのはおかしい。
- 「経営判断の原則」以前の、株主の権利に関する原則

ポイズン・ピル合法論が、 日本では圧倒的に優勢

- 経済産業省と法務省が企業価値研究会で、民間を呼び込んで議論を行った。
- ポイズン・ピル合法論が圧倒的な優勢だった。
- 司法は独立とは言え、論調からみて、司法も経済産業省、法務省の立場を支援すると思われる。

(3) グリーンメールの検討も忘れるな！

買収対象会社はMBOをしてはいけない！

買収対象会社が大規模買付者から、買収対象会社株を買えば、結果的にグリーンメールに協力することになる可能性がある。

グリーンメール・グリーンメイラー

A社が、ターゲットとするB社の株を買い集めて株価を引き上げ、その後でB社もしくはB社関係者が買い集めた株式を転売する行為がグリーンメール。

その行為を行って違法な利益を得る者がグリーンメイラーである。

米国では、グリーンメールは株主利益を奪うことになるので、強圧的買収として違法行為とされている。

買収対象会社がMBOをすれば、 大規模買付者のグリーンメール行為を 幫助することになる！

買収対象会社は大規模買付者と無関係な者からは、会社株を取得できるが、実際には無関係である事の立証は難しいと思われる。

従って、大規模買付者が買収対象会社のMBOを当てにして儲ける事を禁止する必要がある。実際に、MBOに応じる投資家が大規模買付者と無関係である事を立証するのが難しいなら、買収対象会社にMBOを禁止するのも一法である。