

買収防衛策は適法 - 伝家の宝刀の抜き方 -

経営戦略研究部
鈴木裕

株主割当新株予約権を用いた買収防衛策の有効性をどう判断するか

6月下旬の株主総会では、200社以上が事前警告型買収防衛策を採用した。

ブルドックソースとスティール・パートナーズの間で争われた買収防衛策は適法であるとの判断が東京地方裁判所で下され、東京高裁でも判断の結果は維持された。

買収防衛策の内容として、敵対的買収者に経済的損失が生じないように配慮されていることが望ましい。

導入手続きとしては、買収防衛策について少なくとも特別決議があれば適法との判断を得やすくなると思われる。

1 進む買収防衛策導入

買収防衛策の手段として、新株予約権を使う事例は少なくない。以前も、ニッポン放送やサントレホンなどで活用されたし、最も新しい事案であるブルドックソースでもそうだ。

これまでの新株予約権を利用した買収防衛策は、第三者割当によるものだったが、ブルドックソースでは、差別的行使条件を付けた新株予約権を株主に割当する方法が用いられた点で特徴的だ。本稿では、従来型の第三者割当による方法と最近の株主割当による方法の概要を紹介し、株主割当による方法が司法の場でどのように判断されたかを、いくつかの論点に絞って整理する。

本年6月の株主総会では200社を超える会社が事前警告型買収防衛策を導入したが、その導入方法や内容には、それぞれ小さからぬ相違も見られる。新株予約権の株主割当による買収防衛策は、一応適法であるとの判断がブルドックソース事件で下されたが、それが全ての会社の買収防衛策に妥当するかは疑問も無くはない。現在明らかになっている司法判断を下敷きにして、どの程度の買収防衛策であれば、適法とされ得るかを考察する一助としたい。

2 新株予約権を活用した買収防衛策の2類型

買収防衛策として新株予約権を用いる場合、予約権を誰に与えるかによって大きく2種類に分けられる。一つは第三者に割当てる類型であり、もう一つは株主全員に割当てる類型だ。従来の買収防衛策は前者であったが、ブルドックソースのケースは後者に該当する。それぞれの

法的規制についてその概要は次の通りである。

(ア) 新株予約権第三者割当型

第三者に新株予約権を付与するには、有利発行となる場合とそうでない場合とで、決定機関が異なる。公開会社の場合は、有利発行でなければ、取締役会で決定するが、有利発行となる場合には、株主総会の特別決議を要する。そして有利発行に該当しないとしても、不公正発行であれば、差止め事由となる。

新株予約権第三者割当型は、これまでもたびたび用いられてきたが、その運用を適切であったとは言いがたく、割当に反対する株主からの差止め請求がたびたび認容されている。事例としては、ニッポン放送¹やサンテレホン、TRN コーポレーションがある。後二者は、買収防衛策として新株予約権が用いられたというわけではないが、結果的には支配構造に変動を来たす可能性はあったという事例だ。

サンテレホン、TRN コーポレーションでは、有利発行に該当するにも関わらず、株主総会特別決議を経ていない違法があったために、発行差止めが認容された。

ニッポン放送では、有利発行にはあたらないので特別決議の有無は問題とならなかった。しかし、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面で、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的としている場合には、不公正発行として原則として差止め事由となると判断された。そして例外的に、買収者側がグリーンメーラーや企業の破壊を目論むような者と認められる場合には防衛策として容認されることもあり得るが、ニッポン放送の件におけるライブドアはこれには該当しないとされた。

(イ) 新株予約権株主割当型

新株予約権を株主全員に無償で割当てるとは、取締役設置会社であれば取締役会の決定事項である。しかし、この場合にも、法令定款に違反したり、不公正な方法によるものであったりすれば、差止め事由となる。法令違反の内容としては株主平等に反することが争点となるし、不公正発行としては、経営者の保身目的での新株予約権発行が特に問題となる。

現在導入が進んでいる事前警告型買収防衛策は、株主割当型であり、ブルドックソースの買収防衛策もこの類型であった。スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド(オフショア)、エル・ピー(以下、スティール・パートナーズ)がブルドックソースと争ったケースでは、スティール・パートナーズのみが行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権を株主全員に割り当てたので、従来の第三者割当型とは異なる。

ブルドックソースは、スティール・パートナーズの TOB に反対の意見を表明すると共に、買

¹ 2006年7月31日付け経営戦略情報「買収防衛策としての第三者割当」

収防衛策として同社普通株式を保有する株主に 1 株当たり 3 個の新株予約権割当てを行なった。スティール・パートナーズはこの差止め仮処分を請求したが、6 月 28 日に東京地方裁判所²は、却下し、東京高等裁判所³への特別抗告も 7 月 9 日に棄却された。

3 買収防衛策の争点

地裁の決定と高裁の決定は、スティール・パートナーズの差止め請求を認めなかった結論は共通しているが、その理由付けには少なからぬ相違がある。地裁の決定では、株主の多数意思に基づく買収防衛策であり、買収者に損失を生じず、株主の意思決定が著しく不合理でないならば、適法であるという判断だった。それに対して高裁では買収者の属性や買収の経緯等を総合的に考慮して、防衛策の必要性和相当性を相対的に判断するというものだった。多くの論点を含んだ決定であり、本稿ではそれを網羅的に拾い上げることはできない。以下、買収防衛策の内容として、買収者に損失が出ないようなスキームでなければならないか、買収防衛策の導入・発動にあたって株主総会の関与はどの程度であるべきか、の 2 点について、地裁と高裁の決定文から導き出される規範を考察する。もっとも今回の決定は、ブルドックスースの新株予約権発行の適否を判断しているのであって、他社のケースにどれほど適用できるは、なお慎重な検討が必要だ。

(ア) 買収者損失が生じる買収防衛策は認められるか

買収者には権利行使できない新株予約権が付与されるので、買収者の持分は相対的に減少して、経済的な損失を受ける。持分の維持は、公開会社の株主に保証される利益ではないので、持分比率が減少したとしても原則的には甘受しなければならない。しかし、経済的利益が損なわれる場合には、その補償が問題となる。株主を経済的に平等に扱っていないならば、株主平等原則に反してしまい、違法とされる恐れが強くなるし、買収防衛策の適法性判断にも影響を与える。

ブルドックスースは、スティール・パートナーズに付与した新株予約権を当初の TOB 価格である 1584 円を基準として計算した価格 (396 円 = 1584 ÷ 4) で買い戻すので、スティール・パートナーズには経済的損失は発生せず株主平等に反しないと主張した。この点について、地裁と高裁の判断は微妙に異なり、高裁は買収者にある程度の損失を生じさせても、相当性の範囲内にあると考えているように見受けられる。

新株予約権を使う買収防衛策では、敵対的買収者に付与した予約権の行使を認めないことで、持分比率を強制的に引き下げる効果を得るが、行使されない予約権を与えられた買収者に生じ

² 平成 19 年 (ヨ) 第 20081 号株主総会決議禁止等仮処分命令申立事件

³ 平成 19 年 (ラ) 第 917 号株主総会決議禁止等仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件

る経済的損失をどのように扱うかで対応が分かれる。ブルドックスソースの場合には、行使できない新株予約権をブルドックスソースが買い戻すとしているが、これまでに導入された買収防衛策では、買収者に付与した新株予約権をどのようにするか、明確にしていないものが多く、行使を認めないのみならず、経済的な損失を生じさせるスキームであるとも見える。そのような防衛策であると、地裁の規範では、株主平等に反する恐れが強い。高裁の決定に従っても、平等原則違反にはなり得るだろうが、「過度ないし不合理」でない程度の不利益であれば、適法とされる余地が残されている点で大きな相違がある。高裁の決定では、「濫用的買収者に対する差別的取扱は無限定なものであってはならず」ともいっていることから、買収者に生じる損失に全く配慮を欠くような場合には、差止め事由となるかもしれない。

高裁決定	地裁決定
<p>「… 抗告人関係者に過度ないし不合理に財産的損害を与えないように配慮されているから、株主間の上記差別的とりあつかいについても合理的なもの…」</p> <p>「本件の経緯に照らしてみると、本件においては、この価格よりも低額であったとしても買収策としての相当性を欠くものではないとの評価も考えられる。」</p>	<p>「… 債権者関係者の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されていると一応認められる…」</p>

(イ) 買収防衛策と株主総会の関与のあり方

買収防衛策の導入手続きは、会社によってまちまちであるが、現在は何らかの形で株主総会の承認を得る場合が多くなっている⁴。買収防衛策の承認について、多くの会社は普通決議としているが、ブルドックスソースでは、特別決議をもって発動の承認を得ている。この点で、ブルドックスソース以外の会社での買収防衛策の効力はどうなるのか問題だが、地裁も高裁も特別決議を得ずに実施される買収防衛策については明確に言っていない。

高裁決定	地裁決定
<p>「… 本件新株予約権無償割当はやむを得ない手段であり、手続き的な観点からも少なくとも株主総会の特別決議を経て導入されたものであること、…などを考慮すると、本件新株予約権無償割当は相当性を有する対抗策であるというべきである。」</p>	<p>「… 特定の株主が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、少なくとも株主総会の特別決議に基づき当該新株予約権無償割当てが行われ場合…株主平等原則や会社法 278 条 2 項の規定に違反するものではない…」</p>

いずれも「少なくとも」特別決議があるので、ブルドックスソースの件では適法な防衛策であるとの判断に傾く。多くの会社で実施された普通決議によって導入した買収防衛策については、認めないとまでは言っていないが、認めるとも読めない。普通決議での買収防衛策については、今後の判断を待つということになるだろう。高裁の決定では、買収防衛策の相当性を評価する多く

⁴ 2007年6月18日付け経営戦略情報「事前警告型買収防衛策の導入手続きの多様性」

の要素の一つとして特別決議が掲げられており、特別決議を欠くことは相当性を認めない方向に作用するだろうが、不可欠な要件であると言えぬかは疑問が残る。それに対して地裁の決定では、特別決議と経済的不利益への補償があれば、原則的に適法との判断であり、高裁決定よりも特別決議の存在を重視しているようだ。

4 高裁決定の特徴

地裁の決定と高裁の決定で最も大きな違いは、スティール・パートナーズがグリーンメーラーなど濫用的買収者に該当するかどうかという点だ。地裁は、濫用的買収者とは言えないが、それは差止めの要否の判断に影響しないとした。濫用的買収者であろうと無かろうと買収防衛策の標的になるということだ。一方高裁はスティール・パートナーズを濫用的買収者と判断して、株主として差別的な取扱いを受けることがあってもやむを得ないものであると判示した。

高裁の決定は、濫用的買収者に対しては、必要性・相当性の範囲内で、差別的な取扱いをし、買収行為を阻むことができるとしている。つまり濫用的な買収者に対しては、ある程度経済的な損失を強いる買収防衛策も可能との判断のようだ。しかし、濫用的買収者であるかどうか不明である場合や、濫用的でない場合にどのような防衛策が可能かは、今後の実務の積み重ねを待たなければならない。濫用的買収者とは言いにくい、例えば同業者がシナジー効果の追求を目的として敵対的買収を実施してきた場合に、少なくとも特別決議があれば買収防衛策を用いることは認められるのか、実務的には大きな課題となるだろう。

スティール・パートナーズを濫用的買収者であると認定した理由として、受託運用者として委託者への信認義務の観点から利益追求に専心することが求められており、会社資産の売却など解体的な手法による資金回収を実施する動機があるということ、また大量の株式を保有しながら、ブルドックソースの経営に顧慮を払うことが無く、信義誠実に欠けるということなどをあげている。しかし、大量の資金を運用する受託運用者は、当然投資収益の追求を目的としているし、通常は投資先会社の経営に参画する意図を有さないものであるから、その属性をもって濫用的買収者であることを基礎付けることにはやや疑問を感じる。

5 その他の問題点

ブルドックソースの株価は、7月上旬から乱高下している。これは、新株予約権が割当てられた後に新株が発行されるのかどうか、TOB 価格が維持されるのかどうか不明な中で取引がされているからだ。新株予約権割当が有効であれば、権利落ちするはずだが、差止め請求が認容されれば権利落ちは生じない。地裁・高裁の判断が待たれた最中に権利確定日を迎えたために、果たして権利落ちの無い1株分を取引しているのか、権利落ち後の4分の1株分を取引しているのか不明なままに売買が行われた。7月5日の値幅制限は、290円～1679円とされ、実際寄り付きは500円で、1370円まで上昇した局面もあった。その後は、買収防衛策が司法判

断によって支持されたことを受けて、急激に下落している。スティール・パートナーズはTOBを継続するのか、また引き上げ後の1700円のTOB価格をどうするかは今のところあきらかにしていないが、継続するとしても価格は4分の1程度に下げられるだろうと予想できる。とすればその価格に向けて下落を続けるのは当然だ。

買収防衛策の帰趨が不透明な中で、株式の取引を行う場合に、売買を停止するべきか、あるいはそのような事態であるからこそ、投資家の資金回収の機会を守るために売買を継続するべきか、ここにも難しい問題をはらんでいる。

6 今後の課題

ポイズンピルの本国である米国でも発動事例が無い⁵といわれているが、日本では導入後早々と発動されてしまった。アクティビズム・ファンドが影響力を強化するために、株式の買い増しをしようとするを買収防衛策が発動されるということになれば、日本ではアクティビズム・ファンドが行動できないということになりかねない。そうすると、ファンドが資金を引き上げることも考えられる。個々の会社では、不当な株主の関与を予防できるようになったとしても、株式市場への投資量が全体として減少することになりかねない⁶。

⁵ 経済産業省企業価値研究会の論点整理（2005年4月22日）に「米国では手違いで発動された一件のみしか発動した実績はない」と記されている。

⁶ 2007年7月2日付け経営戦略情報「買収防衛策へ司法判断-海外メディアはどう報じたか-」