

ブルドック防衛策の「適法性」

～特別決議の意味と少数株主ガバナンス～

経営戦略研究所
藤島裕三

- 2007年上半期に話題となった経済ニュースを、ガバナンスの視点から回顧する。第五回目はブルドックソース株主総会における買収防衛策の導入を取り上げる。
- 同社の防衛策は「適法」として確定する見通しである。ただし、特別決議に決定的な効力を認めるのではなく、個人株主の支持を得たことに注目すべきだろう。
- 資本市場の恩恵を受けるためには、純投資家に報いる経営をしなければならない。上場企業は少数株主ガバナンスの下、防衛策を構築することが強く望まれる。

6月24日開催の株主総会において、ブルドックソースは買収防衛策の導入を決定した。TOBを仕掛けていた投資ファンド、スティー爾・パートナーズ・ジャパンに対抗するもの。同社は特別決議による成立を目指していたが、結果的には80%以上の圧倒的多数で可決された。

成立要件を特別決議としたのは、法廷闘争に持ち込まれるのを見越して、「適法性」を高めておくため。同社の株主構成(3月末)は、金融機関と事業法人で約54%を占めるが、スティー爾が約10%を保有するため、2/3の承認を得るためには約34%の個人株主が鍵を握っていた。

総会当日の議決権行使比率は9割超に達した模様で、総株式数の7~8割が賛成したことになる。個人株主も単純計算で20~25%は支持した筈であり、スティー爾と欠席株主を別にすれば満場一致に近い。その後、地裁・高裁でもスティー爾の訴えは退けられている(補論参照)。

少なくとも現状、ブルドックの防衛策は「適法」として確定する見通しである。それでは一般論として、同社スキームは「適法性」を備えているか。他社のケースで、同様の防衛策を、同様の手続で導入すれば勝てるのか。ポイントは「特別決議」が決定的な意味を持つかにある。

会社法は「著しく不公正な方法により」実施される新株および新株予約権の発行について、株主による差止請求を認めている。これは「不公正発行」と呼ばれ、「特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者を支持することを主要な目的とする」ものとされる(1999年東京地裁)。

ただし「特定の株主の支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らか」な場合には、「発行を正当化する特段の事情」があると(2005年東京地裁)。よって「企業価値を毀損」する濫用的な買収者に対する防衛策は、不公正発行に相当せず「適法」ということになる。

それでは「企業価値を毀損」するかどうかは、誰がどのように判断するのか。論理的に考えれば、経営者とも買収者とも利害関係がなく、独立性の高い「少数株主」ということになる。少数株主は純投資家であり、価値全体を表象する株価を通じて、企業に関わっているからである。

したがって、支配株主や関係株主を含めた多数決に拠る株主総会は、「企業価値」の判断において本来は馴染まない筈である。防衛策の導入および発動を決定する機関は、少数株主の視点から検討を尽くすため、独立性を伴った社外取締役が過半数を占める、取締役会でなければならない。

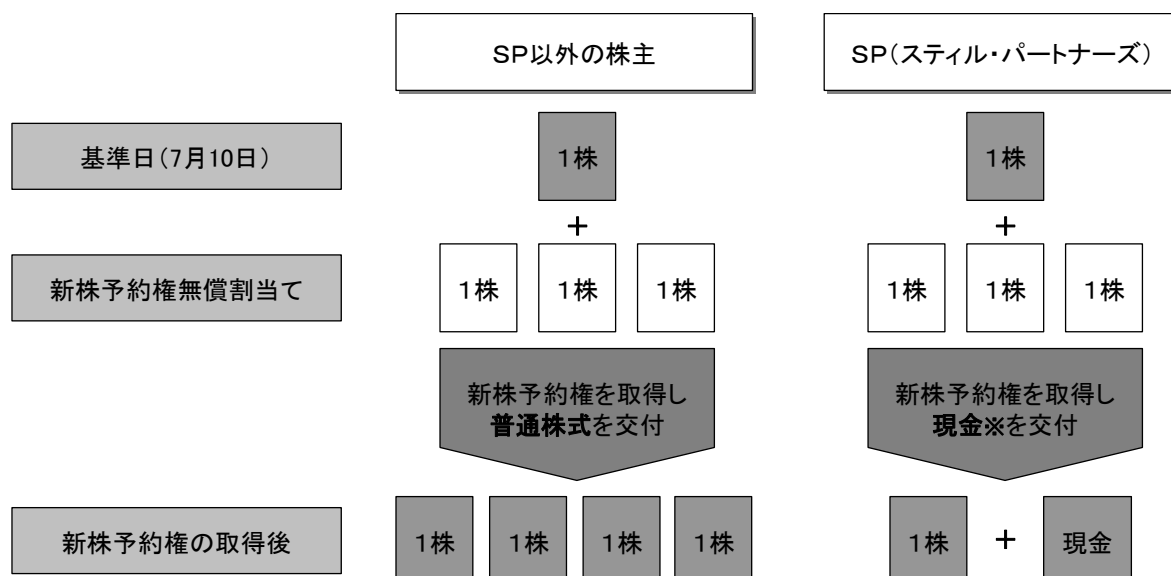
もともと、過半数の独立取締役を求めることは、わが国ガバナンスの実態を鑑みると、ハードルが高過ぎるだろう。現実的な次善の策として、総会決議による手続は許容されるのではないか。具体的な決議要件については、少数株主の割合によってケースバイケースに判断すべきである。

支配株主や関係株主がほとんど存在しなければ、普通決議で足りるかもしれない。少数株主が劣位にあるなら、さらに高い条件を課すべきだろう。ブルドックの場合についても、特別決議そのものに効力を認めるのではなく、個人株主の支持を得たことを重要視するのが適切と考える。

そもそも株式上場とは、効率経営で純投資家に報いることを約束する代わりに、資金調達やM&Aなど資本市場の恩恵を受ける機会を得る、ということではないか。上場企業は少数株主ガバナンスに服すべき立場を十分に自覚した上、防衛策の具体的内容を設計することが強く望まれる。

—以上

図表：ブルドックソースの買収防衛策（2007年6月発表）



※現金：1株につき396円(当初のTOB価格1,584円の1/4)

投資家向け説明資料より作成

(補論) 少数株主ガバナンスの視点による、地裁および高裁判決の一考察

スティー爾・パートナーズ・ジャパンが求めていた、ブルドックソースの新株予約権に関する発行差止の仮処分に対して、東京地裁は6月28日に申請却下、東京高裁は7月9日に抗告棄却とした。以下、それぞれの判決内容について、少数株主ガバナンスの観点から、若干の考察を試みる。

地裁判決は、株主平等原則と不公正発行という、2つの論点で構成される。全体に「特別決議」に依存した論理となっており、少数株主の権利を守る意識が十分に表れているとは言い難い。

①株主平等原則に違反するかについて

株主総会の特別決議に基づいていること、買収者に適正な対価が交付されることから、違反しないと結論付けている。このロジックはケース次第で、経営陣が株式持ち合いをバックに、意に沿わない株主を排除(スクイズ・アウト)するため、会社資産を流用することを正当化しかねない。

②不公正発行に該当するかについて

買収者が濫用的かの判断は原則、株主総会に委ねられるべきとし、特別決議を得ている本件は該当しないと示した。多数決原理に拠る株主総会を「原則」とすることには問題がある。総会決議は判断材料に止めるのが相当で、その意味を吟味した上で司法は独自に判断するべきと思われる。

これに対して**高裁判決**は、論点こそ地裁と同じ2つだが、ロジックの組み立て方は大きく異なる。積極的に「濫用的」を判断した姿勢は評価できるが、その結論については批判もあるだろう。

①株主平等原則に違反するかについて

企業価値の毀損を防ぐ目的であれば、株主間に差別的な取り扱いをしても許されるとした。本判決において現金対価は、判断を補強する材料に止まると解釈できる。防衛策の効果を高めると同時に、それ自体が企業価値を毀損することを防ぐ、妥当性の高い論理と評価できるかもしれない。

②不公正発行に該当するかについて

抗告人は投資ファンドという性格上、濫用的買収者と認めるのが相当と断じている。司法が独自に不公正発行かを判断すること自体は適切なスタンスだと考えられるが、「投資ファンド=濫用的」との図式については、果たして少数株主の価値観に沿ったものであるか疑問が少なくない。

株式会社においては所有と経営の分離、そして監督と執行の分離が根本原則である。M&Aにより所有を握った者は、執行サイドに関与する必要はなく、監督を通じて企業価値を増大する途もある。この「ガバナンスのM&A」を否定する趣旨なら、高裁の判旨は適切とは言い切れない。

—以上