

ブルドック買収防衛策に 最高裁判断

経営戦略研究部
鈴木裕

ブルドックソースの買収防衛策は適法との最高裁判断

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裁・東京高裁に続き最高裁でも下された。

買収防衛策の必要性については、株主の意思に基礎を置くと判示され、手段の相当性の判断要素として、敵対的買収者への経済的補償が考慮される。

ブルドックソースの買収防衛策は適法とされたが、他社の防衛策については、なお慎重な検討が必要であろう。

1 買収防衛策への最高裁判断

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)は、ブルドックソース株式会社(以下、ブルドック)が買収防衛策¹としてスティール・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ことは、株主平等の原則に反し、著しく不公正な方法によるものであると主張して、これを仮に差し止めることを求めていた。6月28日に東京地方裁判所は、この請求を却下し、東京高等裁判所への即時抗告も7月9日に棄却された。スティール・パートナーズは、特別抗告と許可抗告をしたが、昨日8月7日の最高裁はこれを棄却した²。

本稿では、ブルドックの買収防衛策に対する最高裁判断の枠組みを示すと共に、残された実務的課題について簡単に言及する。

なお、最高裁決定文の引用での「抗告人」とはスティール・パートナーズのことであり、「相手方」とはブルドックのことである。

¹ 敵対的買収が既に実施された場合には、「買収対応策」と呼ぶべきであるとの指摘もあるが、本稿ではこの場合も含めて防衛策と呼ぶ。

² <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20070807163246.pdf>

2 地裁・高裁判断との主な相違

新株予約権を株主全員に無償で割当てすることは、取締役会設置会社であれば取締役会の決定事項である。しかし、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。

最高裁も、この2点について判断を下し、いずれにも該当しないとしてスティール・パートナーズの請求を退けた。地裁・高裁・最高裁の決定は、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、理由付けにやや相違が見られる。地裁・高裁の決定の概要については、別稿³を参照されたい。

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して、濫用的買収者に該当するスティール・パートナーズは、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。最高裁では、「抗告人関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」としている点で高裁とは異なるアプローチであるといえよう。

最高裁は、株主総会の決議を尊重する地裁決定と同様の枠組みであると考えられる。しかし、株主の意思を確認する方法として、地裁が「…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…。」として、特別決議に大きな意味を与えたのに対して、最高裁は「議決権総数の約 83.4%の賛成」として普通決議や特別決議といった法的決議要件の充足ではなく、事実として大多数の賛成ということを提示している点で大きな違いがある。

以下、買収防衛策の内容として、いくつかの問題を最高裁決定に則して検討するが、まず、株主平等原則との関係で、買収防衛策の導入・発動にあたって株主の関与はどの程度であるべきか、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、の2点について考察する。次にブルドックの新株予約権無償割当てが不公正発行となるか、そして、スティール・パートナーズへの金員交付の問題について検討する。

3 株主平等原則と買収防衛策

株主平等は、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならない

とする会社法上の原則であるが、この趣旨は新株予約権無償割当ての場合についても及ぶ。とすれば、買収防衛策として活用される新株予約権は、全ての株主に割当てられるが、差別的行使条件がついているのでこの原則に抵触しそうだ。

最高裁決定においては、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。」との規範を定立している。

つまり、

〔 〕 企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害される

〔 〕 当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない

のであれば、差別的取扱いがあったとしても、株主平等原則の趣旨に反するものではないということだ。

では、この〔 〕〔 〕を誰が判断するか。〔 〕については、株主の意思が尊重され、実際上は株主意思確認の手段として株主総会決議の問題となり、前記 買収防衛策の導入・発動にあたって株主の関与はどの程度であるべきか、が検討されるべきだ。そして〔 〕に関係して、防衛策の相当性として、裁判所が考慮する事項の一つとして前記 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が問題となる。

(ア) 防衛策の必要性と株主の意思

防衛策の必要性の判断主体について最高裁決定は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである」として買収防衛策の必要性は、株主の意思に基礎が置かれるべきであるとした。

そのような株主による判断は、

- ・ 株主総会の手続が適正を欠くものでない
- ・ 判断の前提とされた事実の存否や内容に判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない

のであれば、尊重されるべきであるとした。

ブルドックは、適正な株主総会での決議を経ており手続きの適正に欠けるところは無い。ま

³ 7月11日付け経営戦略情報「買収防衛策は適法-伝家の宝刀の抜き方」

た、判断の正当性を失わせる重大な瑕疵の存在しないことを基礎付ける事実として、「抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれる」ことを最高裁決定は、指摘している。十分な説明をしていないように見えるスティール・パートナーズが経営支配権を取得すれば、企業価値や株主共同の利益が害されると株主が判断するのも無理は無いということである。

株主の意思確認の方法としては、「議決権総数の約 83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものということができる。」という事実を摘示している。株主自身により判断されるべきとしてはいるが、地裁・高裁決定で言及された「特別決議」を意図的に避けたと思える言い回しになっている。これが、最高裁は、普通決議でも買収防衛策の導入・発動を認めるといつているのか、難しいところだ。「約 83.4%」や「抗告人関係者以外のほとんどの既存株主は」といつているところからすれば、事実として大多数の株主が認めているということに意味を見出していると読めそうだが、なお検討すべきところである。

(イ) 防衛策の相当性と敵対的買収者への補償

最高裁決定は、〔 〕の問題である買収防衛策の相当性を基礎付ける事実として、スティール・パートナーズは、経済的な損失を受けないことを指摘している。すなわち、「抗告人関係者は、本件取得条項に基づき抗告人関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ…」 「…上記対価は、抗告人関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。」したがって、「本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。」と判断している。

ここでは、高裁の「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。」との見解の適否は検討されていない。交付する金員の価額をいかに算定すべきかの基準を示したというよりは、ブルドックによる新株予約権買戻し価格の算定方法について相当性を欠くものではないと判断したに留まると読むべきであろう。

4 不公正発行にあたるか

新株予約権無償割当も不公正発行規制に服するとして、「株主に割り当てられる新株予約権

の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべき」との規範を最高裁決定は示している。ここでは、新株予約権無償割当てについて、取締役らの「支配権維持目的」と「株主共同利益維持」のバランスが問題となる。「専ら」支配権維持目的で、新株予約権無償割当てが行われる場合には不公正発行となるという判断だ。そして、「本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らかである。」として、企業価値のき損を防ぐための株主意思に基づく買収防衛策なのであるから、不公正な方法には当たらないということである。

買収防衛策の導入や実施や当たっては、企業価値や株主共同の利益の維持を明確に示しておくことが望ましいといえよう。

5 敵対的買収者への金員交付

スティール・パートナーズに割当てられた新株予約権をブルドックが買い戻すことについては、利益供与や会社財産の浪費に当たるのではないかと疑問も呈された。スティール・パートナーズの新株予約権を、対価を払ってブルドックが購入することは、逆にスティール・パートナーズに対してのみ特別の利益を与えており、この点で株主平等原則に反するのではないかという問題を生じる。

この点に関する最高裁の判断は、「相手方が本件取得条項に基づき抗告人関係者の有する本件新株予約権を取得する場合に、相手方は抗告人関係者に対して多額の金員を交付することになり、それ自体、相手方の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、上記のとおり、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主は、抗告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものといえ、この判断も尊重されるべきである。」というものである。大多数の株主は自分たちが損することを自ら認めたのだから、問題ないということであろう。

6 今後の課題

(ア) 買収防衛策における敵対的買収者の経済的損失

本稿の3(イ)と5の論点である敵対的買収者への金員交付の是非は、買収防衛策の有すべ

き性質の根幹に関わってくる。買収防衛策は、敵対的買収者が損失を被るスキームでなければ、その期待される機能を発揮できないはずだ。防衛策発動によって手痛い損害を被る恐れがあるからこそ、買収の強行を断念するようになるからだ。買収者に損失を生じる防衛策が発動されれば、敵対的買収者以外の株主にとっては、買収者の持分希薄化の効果として、自己の持分が増加する。したがって、買収防衛策が発動される時点で、自らが株主でありつづけることが一般株主の合理的な選択になる。すなわち、敵対的買収に応じることは無くなるので敵対的買収は成立しようがなくなり、結果的に買収防衛策が発動されることも無い。

買収防衛策が、一種の立ち退き料を払うことが必須とされ、敵対的買収者に金銭的損失が生じないことが確保されるならば、むしろ買収者を利するスキームとなりかねない。最高裁の決定では買収者への金銭的補償が、防衛策の相当性を支える一つの材料になっているが、買収者への損失発生を一切許さないものであるとしたら疑問である。

(イ) 他の会社の買収防衛策の適否

ブルドックとは異なり他社の買収防衛策は、特別決議を経ていないものや、買収者に生じる経済的損失の補償規定を設けていないものが少なくない。これら他社の買収防衛策の適否は、今回の最高裁決定からは直接判断することはできない。ブルドックは、どちらも満たしていたので、裁判所は満たされていない場合について判断する必要が無かったからだ。

買収防衛策は、会社法に明文の根拠が無く、どのような手続きを経て導入すべきか、未だ明らかではないが、最高裁決定が、株主の意思に大きな意味を与えていることは確かだ。取締役会のみでの防衛策導入・発動については、慎重に考えざるを得ないのではないだろうか。

買収者への適正な対価交付については、既に述べたような問題がある。防衛策の根幹に関わるが、今後の実務の積み重ねを待たなければならない。