

企業価値研究会の 買収防衛策報告書案

経営戦略研究部
鈴木 裕

買収防衛策の発動・内容に関する新方針が明らかに

- 経済産業省の企業価値研究会が、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」をとりまとめたとの報道があった。
- 同研究会が2005年に公表した買収防衛策に指針では、主に導入時の手続き等に焦点をあてていたのに対して、今回の検討では、発動時の手続きや、防衛策の内容を主な対象としている。
- 防衛策発動を株主総会に諮る場合の決議要件や、買収者への金員交付の要否について、実務を変える提言となる可能性がある。

買収防衛策に関する新方針

経済産業省の企業価値研究会は、敵対的買収防衛策のあり方に関する「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」のとりまとめ作業を行っている。新聞報道等では、「とりまとめ」と記載されているものの、実際は現在とりまとめの最終段階であり、正式な公表は6月末ごろになるようだ。本稿では、企業価値研究会で検討されている「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」の5月19日付案¹（以下、「報告書（案）」）に基づいて、その内容を紹介しつつ、若干のコメントを加える。

「報告書（案）」では、企業が防衛策を発動する際の要件を示しており、これまで不明確だった幾つかの事項について、方向性を示す内容となっている。同研究会は2005年にも買収防衛策の導入に関する指針を作成しており、会社の実務に大きな影響を与えた。「報告書（案）」では、買収防衛策の詳細につき、有識者による入念な解釈が示されており、成案となれば、実務上重視すべき指針となるものと思われる。

¹ <http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g80523b03j.pdf>



買収防衛策の本来の在り方

「報告書（案）」では、買収防衛策の本来のあり方として、次の2点を指摘している。

- ・ 買収者に対して金員等の交付を行うべきではない。
- ・ 買収される会社の取締役には規律ある行動が求められる。

本来の買収防衛策とは、「報告書（案）」によれば「時間・情報や交渉機会の確保」を目的としたものである。しかし、買収防衛策に関する過去の司法判断のほとんどが、「買収を最終的に止めること」を目的としている点で、「報告書（案）」が扱う買収防衛策と、裁判例で現れた買収防衛策とでは、目的が異なるので、司法判断とのずれはあり得る。

買収防衛策発動の決定機関と決議要件

「報告書（案）」が検討対象としている買収防衛策は、いわば時間稼ぎのツールであるので、発動されることは原則的には無いのだが、買収者が手続きを遵守しない場合や、企業価値を損なうと判断される場合には、発動もありえる。では、買収防衛策を発動する場合、取締役会が決定するのか、株主総会が決定するのか、「報告書（案）」では次のように整理されている。

買収者が合理的と認められる範囲の手続きを遵守しない場合	「取締役会が...これを発動することが認められる場合がある。」
「株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらす濫用的買収」の場合	「取締役会は買収防衛策を発動し得る」
買収者が手続きを遵守し、「買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうか」という実質的判断に基づいて...発動する場合	「実質的に取締役の選解任を行える程度の株主による賛成の意思表示が最低限必要と考えられる。」

つまり、会社が定めた買収ルールを買収者が守らず、会社側が買収条件の交渉等を十分に行えないような場合や明らかな濫用事例の場合には、取締役会で発動できるが、実質的な判断が必要となる場合には、取締役選解任と同様の扱いによるとしている。取締役選解任は会社法上普通決議²の方法であるから、定足数は3分の1を下回る割合を設定することはできず、決議要件は過半数を上回る割合となる。買収防衛策発動を株主総会が決する場合には、出席議決権の過半数で決定するというのが、「報告書（案）」の提言である。買収防衛策の発動を取締役選解任に準じて考えるべき理由としては、「会社法上、株主総会決議事項を除き、会社経営に関する重要事項は、取締役会（取締役会設置会社の場合）により決定されるが、株主は、取締役の選解任を通じて会社の経営や統治のあり方を決定することを勧告する」からだ。

買収防衛策が普通決議で発動可能という考え方は、これまで明白には記されることはなかった。

² 取締役選任解任は、定足数の引き下げに下限があるので厳密には普通決議ではなく、特殊普通決議と呼ばれることがある。

ブルドックソースの事件で、株主の意思を確認する方法として、東京地裁（2007年6月28日）³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…。」としたのに対して、最高裁（2007年8月7日）⁴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示している。最高裁決定は、「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たのである。これが、普通決議でも買収防衛策の導入・発動を認めるといっているのか、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」といっ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、過半数程度では不十分だということも明言しているわけでもない。

株主共同の利益に反する買収提案であれば、普通決議で防衛策発動が可能であるという考え方を明示した点で、「報告書（案）」は、防衛策発動のハードルを下げるものと言えそうだ。

適正対価交付の要否

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株主がいなくなるので敵対的買収は成立しない。結果的に買収防衛策が発動されることも無くなり、敵対的買収の失敗という事実が残る。

適正な対価を交付する買収防衛策では、抑止力にならないし、濫用的な買収者をも呼び寄せる、グリーンメーラーへの招待状ともなりかねないのである。

「報告書（案）」では、この点について次のように整理している。

「濫用的買収に対して買収防衛策を発動する場合」	「正当防衛に類する形で行われたものと考えられるため、このような場合に買収者に対して金員等の交付を行う必要はない。」
「買収者と被買収者の提案内容を比較した上で、実質判断に基づいて買収防衛策を発動する場合」	「買収者にとっての『損害回避可能性』がある場合であれば、金員等の交付を行う必要はない。」

³ <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20070702153919.pdf>

⁴ <http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20070807163246.pdf>

買収者は、買収を撤回・中止することによって、発動による希釈化の損害を回避できる可能性があったにも拘らず、買収を強行しようとしたのだから、損をしてもいわば自業自得だということだろう。

ブルドック事件で最高裁は、買収防衛策が適法であるための相当性を評価するのに、「抗告人関係者（敵対的買収者）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。最高裁判断では、適正対価の交付が買収防衛策の相当性を支える一つの要素とされたが、これが必須であるかは不明であった。「報告書（案）」は、これを必須の要件ではないと位置づけた点に大きな意味があるといえるだろう。

最高裁判断を受ける形で、会社としては、買収防衛策を議題にあげる際に、その内容として例えば「本新株予約権の取得に関する事項（非適格者からの当該本新株予約権の取得及びその対価としての当社株式、新株予約権、社債、金銭等の交付に関する事項等を含みます。）については、必要に応じ、本新株予約権無償割当て決議において定めることがあります。」との条項を掲げる例がよく見られるようになったのだが、「報告書（案）」によればこれは不要な条項と言うことになるだろう。もちろん、この条項があるからといって、違法である訳ではない。ただ、仮に買収防衛策が発動し、敵対的買収者に付与した新株予約権をどのように扱うか問題となれば、最高裁判断を重視するか、企業価値研究会の提言内容に従うか、判断しなければならない。

「報告書（案）」の影響

ブルドック事件以後、発動時に株主総会決議を経ることができるとする買収防衛策が増えているが、株主総会で何をどう決議するのか明確な規定があるわけではないし、どういう場合に取締役会と特別委員会（第三者委員会）のみで発動されるのかも不透明なままであった。

そのような中で企業価値研究会の検討内容が明らかになったことにより、買収防衛策の発動手続きや内容について進むべき方向性が示されたのであるから、実務の不透明感を減ずることは期待できよう。株主総会のシーズンにあえて大きく報道されたことも、利用者の便宜になると前向きにとらえるべきであろう。

しかし、発動は取締役会決議また株主総会普通決議で、しかも買収者に金銭補償を与えなくても適法だとなれば、買収防衛策発動のハードルが一気に引き下げられたと理解されはしないか危惧が無いわけではない。もっとも、「報告書（案）」は、「取締役会は、株主共同の利益の確保・

向上に適わない利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、あるいは、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない。」「取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、買収提案に対する取締役会の評価等について、株主に対する説明責任を果たさなければならない。」など、取締役の判断が適正に行われることが、防衛策発動の根本に置かれていることを繰り返し述べている。このような取締役の適正な判断に期待して、買収防衛策の在り方が示されるのだということを忘れてはならない。