

2008年7月9日 全5頁

買収防衛策新報告書と裁判事例

経営戦略研究部
鈴木裕

経済産業省が発表した買収防衛策新報告書とこれまでの裁判例

[要約]

- 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。
- 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、これまでの裁判所の判断との関係を整理した。

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」（以下、「報告書」）をとりまとめ、6月末に公表した¹。

「報告書」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、会社実務に大きな影響を与えた。「報告書」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、実務上重視すべきガイドラインとなるものと思われる。

買収防衛策の本来の在り方

「報告書」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。

- ・買収者に対する金員等の交付を行うべきではない。
- ・被買収者の取締役には責任と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」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

¹ <http://www.meti.go.jp/report/data/g80630aj.html>。

買収防衛策の発動により買収を最終的に止めることを目的とした事例に関するものであり、そこで用いられた買収防衛策は、時間・情報や交渉機会の確保を目的とするものとは異なる」としている。つまり、「報告書」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ということである。

買収防衛策発動の3類型

このような買収防衛策の目的の相違を踏まえて、「株主意思の原則との関係や買収者に対する金員等の交付について、過去の裁判例との関係で考え方を整理する」ことがこの「報告書」の中心的なテーマである。

「報告書」では、買収防衛策が「事案ごとの個別性が強い」ことから、「その目的及びその行使の態様等に注目して」次のような3類型に分けて検討している。

図表1 「報告書」における買収防衛策発動の3類型

株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合	日本技術開発事件東京地裁決定
買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合	
(a) 株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収に対して発動する場合	ニッポン放送事件東京高裁決定
(b) 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判断に基づいて発動する場合	ブルドックソース事件最高裁決定

出所：「報告書」をもとに大和総研経営戦略研究部作成

買収防衛策の発動と株主の意思

「報告書」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」では図表1の3類型のそれぞれについて、整理している。

まず、の類型、「買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合」については、次の通りだ。

図表2 に該当する場合の「報告書」の考え方と裁判例

「報告書」の考え方	裁判例（抜粋）
買収防衛策の恣意的な運用がなされないことを前提として、「株主が買収の是非を適切に判断するための時間や情報を確保する場合や、被買収者の取締役会が、株主のために、買収者との交渉を通じてより良い買収条件を引き出すための交渉機会を確保する場合においては、当該取締役会が買収防衛策を導入し、さらに、合理的と認められる範囲の手続に反して一時停止しない買収者に対し、これを発動することが認められうる。」	「経営支配権を争う敵対的買収者が現れた場合…取締役会としての意見を表明するとともに、株主に対し代替案を提示することは、提出を求める資料の内容と検討期間が合理的なものである限り、取締役会にとってその権限を濫用するものとはいえない。」 「取締役会としては、…合理的な要求に応じない買収者に対しては…必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存するというべきである。」

出所：「報告書」および平成17年7月29日東京地裁決定をもとに大和総研経営戦略研究部作成

つまり、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うる」ということである。

(a)の類型「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」の場合は、買収防衛策の発動が差し止められたライブドア事件を引用しつつ、次のような考え方が示された。

図表3 (a)に該当する場合の「報告書」の考え方と裁判例

「報告書」の考え方	裁判例（要旨）
「株主共同の利益を毀損することが明白であると認められるような濫用的買収に対しては、株主共同の利益を保護する観点から、取締役会は、取締役会限りの判断により買収防衛策を発動することが認められる。」	敵対的買収者が、(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収を行っている場合（グリーンメイラー）、(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譲させるなど、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収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会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合には、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許される。

出所：「報告書」および平成 17 年 03 月 23 日東京高裁決定をもとに大和総研経営戦略研究部作成

裁判例では、濫用的な買収であることが明らかな事例の場合には、取締役会で発動できるということであり、その例としてグリーンメーカーなど 4 例を示しており、「報告書」この考え方に依拠しているといえるだろう。

これに対して、(b)の類型「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」場合には、総会決議をもって、株主の合理的意思と考えるとして、取締役会ではなく株主総会を買収防衛策発動の決定機関としているようである。

図表4 (b)に該当する場合の「報告書」の考え方と裁判例

「報告書」の考え方	裁判例（抜粋）
「株主総会における株主による賛成の意思表示は、買収防衛策の発動が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情と考え得る」。注書きとして、「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、株主による会社の経営や統治の在り方の一つの決定方法は、取締役の選解任を通じてであることを勘案すると、買収防衛策の導入又は発動についていわゆる勧告的決議により株主総会で議決権の過半数の賛成を得たという場合についても、当該買収防衛策が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情としては考慮され得る。」	「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」「本件議案は議決権総数の約 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である」といえることができる。」

出所：「報告書」および平成 19 年 8 月 7 日最高裁決定をもとに大和総研経営戦略研究部作成

つまり、買収提案の内容について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ことが可能との考え方を示している。取締役選解任議案は、会社法上定足数の下限を 3 分の 1 としており、決議要件は過半数を上回る割合となる。

買収防衛策が普通決議（あるいは特殊普通決議）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。ブルドックソース事件で、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）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）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。

株主共同の利益に反する恐れのある買収提案であれば、議決権の過半が賛成する普通決議に類する方法で防衛策発動が可能な場合があり得るという考え方を示した点で、「報告書」は、防衛策発動のハードルを下げるものと言えるのではないだろうか。

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。

図表5 買収防衛策の発動による敵対的買収者へ金員交付の是非

図表1における類型	「報告書」の考え方
	「買収者が合理的な手続に反し、買収の是非に関する判断を株主が適切に行うための時間・情報や交渉機会の確保を認めないような場合には、買収防衛策の発動にあたり、金員等の交付を行う必要はない。」
(a)	「いわば正当防衛に類する形で買収防衛策の発動が行われるものと考えられるため、買収者に対して金員等の交付を行う必要はない。」
(b)	「買収者は、取締役の選解任等を巡り株主総会等の場で買収防衛策の発動を争い、そこで自らの提案が自分以外の株主の多数の支持を得られないときに、買収者に買収を撤回・中止する時間が残っていること等によって、買収防衛策の発動による持株比率の希釈化という損害を回避できる可能性（買収者にとっての「損害回避可能性」）が必要である。そして、買収者にとって、このようなプロセスが保証されている場合には、買収者に対して金員等の交付を行う必要はないと考えられる。」

出所：「報告書」をもとに大和総研経営戦略研究部作成

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」での (b)では、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えることができる。」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」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、買収防衛策を株主総会の議題にあげる際に、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し、総会の議題にしない場合でも同様の条項を含んでいることがあるが、「報告書」によればこれは不要な条項と言うことになる。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」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。

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」は、「取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず、株主以外の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、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、できるだけ事実に基づいて、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。また、「特別委員会を設置し、実際の買収局面においてその勧告内容を最大限尊重しなければならないとするとしても、取締役会は、その勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負い、それが合理的であることを株主に対して説明する責任を負うことに留意すべき」として、取締役会が最終的な責任を負うべきとしている。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。