

2008 年上半期ガバナンス回顧

2008 年 7 月 25 日 全 4 頁

# 日ハウズ株主総会で株主提案が否決

経営戦略研究所  
藤島 裕三

買収防衛策の発動を巡って、買収側と会社側の間で議論が応酬された。

## [要約]

- 6 月 26 日の日ハウズ株主総会で、防衛策不発動を求めた原弘産の株主提案は僅差で否決された。これを受けて原弘産は、2 月 18 日付の買収提案に基づく T O B 実施を見送ると発表した。
- 5 度にわたる質問・回答の応酬を通じて双方が議論を尽くしたプロセスは、企業支配権の争奪戦における「望ましい在り方」を考える上で、示唆に富んでいる。
- 株主を納得させるだけの正当性を備えた買収提案の前には、防衛策は無力であるし、また無力であるべきである。買収の成否は株主の判断に委ねられることが望ましい。

買収防衛策の不発動  
など求める株主提案  
が否決

6 月 26 日、日本ハウズイング（以下、日ハウズ）の株主総会において、同社の大株主である原弘産が 100% 子会社の井上産業を通じて実施していた、買収防衛策の不発動などを求める株主提案が否決された。原弘産は 2 月 18 日、日ハウズに買収を提案しており、7 月上旬から T O B（株式公開買い付け）を開始する予定だった。これを受けて原弘産は同買収提案に基づく T O B 実施を見送る旨、発表した。

原弘産による株主提案の具体的な内容は、次の 4 件。買収防衛策の導入・発動を株主総会の決議事項とするよう定款を変更する。取締役会が恣意的に運用できないよう買収防衛策を変更する。原弘産に対しては買収防衛策を不発動とする。社外取締役と同社社長と経営企画室長を選任する。なお日ハウズ側は、とについては趣旨に異存がないとして、カテリーナ・イノウエによる別の株主提案と同様、会社提案として取り上げている（図表 1）。

～ のうち可決されたのは、を会社提案とした第 4 号議案のみとなった。特に注目を集めたのはを内容とする第 6 号議案だったが、45.19% 対 54.81% という僅差で否決された。一方、原弘産に対する防衛策発動の委任を諮った会社提案（第 5 号議案）は、これも 54.73 対 45.26% の僅差によって可決されている。微妙な票数とはいえ株主の総意が日ハウズを支持したことで、同社買収を巡る攻防は会社側の勝利で一応の決着を見るに至った。

マンション管理大手  
にデベロッパーが買  
収提案

日ハウズはマンション管理で国内シェア第 2 位、開発業者の支配下でない独立系としてはトップである（5 月 13 日付の日ハウズ説明資料より）。前 2008 年 3 月期の決算によると、売上構成の大部分を占めるマンション管理を中心とした管理系事業は堅調に推移した一方で、売上の約 2 割である開発建設事業（オフィスビル、ショッピングセンター、住宅など）については減収減益となっている。

この日ハウズをマンション開発（デベロッパー）の原弘産が買収する目的は、日ハウズの豊富な契約先ストックを活用することによって、中古マンションの再販や建替えなどの新規事業を展開することにある。また、両社の開発建設事業を原弘産に統合した上で、日ハウズは管理系事業に特化することも提案している（3月3日付の原弘産説明資料より）。

原弘産は2006年9月に日ハウズの大株主である井上投資を買収すると共に、自らも資本市場において同社株式を積極的に買い進めた。なお、日ハウズ筆頭株主のランドマークは、合人社計画研究所（以下、合人社）の関係会社である。合人社は独立系のマンション管理会社としては日ハウズに次ぐ規模で、事業上、原弘産とは「密接な取引関係」にあるという（3月5日付の日ハウズ質問書より）。

原弘産の買収提案に対して日ハウズは反対表明

前述の通り、原弘産による買収提案が発表されたのは2月18日である。過去3ヶ月間の平均株価に対して40%超のプレミアムを付した金額を提示して、7月上旬からのTOB実施に日ハウズ側の賛同を求めた（同日付の原弘産買い付け説明書より）。日ハウズは株主意思の確認を発動条件とする買収防衛策を導入しているため、これを踏まえて原弘産は買付期間を定時株主総会の開催後に設定したものと考えられる。

本買収提案に対して日ハウズ取締役会は5月13日、「企業価値を著しく毀損」するものと反対を表明した。デベロッパーの傘下に入ることによって管理会社としての独立性を損ない、「企業価値の源泉」である独自の事業モデルが崩壊すること、また原弘産の財務状況が脆弱で顧客や取引先の信頼が得られないこと、などを理由として挙げている（同日付の日ハウズ取締役会意見書より）。

また日ハウズは反対表明の同日、「当社の成長戦略」と題した中期経営計画を発表した。管理系事業は独立系の強みを活かす一方、開発建設事業については撤退することによって、集中と選択を加速する内容となっている。同社は既に「順次縮小を進めていた」としており、独自の経営判断だったことを強調するが、株主の目を意識して改革を早めた面もあるのではないかと見られる。

双方による議論の応酬を経て日ハウズ側が勝利

原弘産による株主提案および、日ハウズによる反対表明を受けて、両社は委任状争奪戦に突入した。原弘産は日ハウズに株主名簿閲覧謄写を請求、これが拒否されると同仮処分を司法に申し立て、東京高裁によって主張が認められた。なお日ハウズは決定の同日、原弘産に対して株主名簿を開示している（詳細は6月16日付経営戦略研究情報「東京高裁が株主名簿閲覧謄写請求を認容」を参照）。

双方による主張の応酬を踏まえて、買収の可否は株主総会に委ねられた。日ハウズ大株主のカテリーナ・イノウエは原弘産支持を表明しており、主な大株主のベースで推測しただけでも、原弘産支持は約4割に達する見通しであった（図表2）。それにも関わらず株主提案（第6・7号議案）が否決されたのは、外国人など機関投資家、創業家以外の個人投資家から支持を受けられなかった結果なのかもしれない。

買収提案そのものの適否については日ハウズ株主が判断するべきことで、本稿では論評を控える。しかし5度にわたる質問・回答の応酬（買収側から会社側への質問、大株主から双方への質問も含む）を通じて、双方が株主に支持を訴えて議論を尽くし、その結果として買収側の主張が退けられたという一連の経緯（図表3）は、企業支配権の争奪戦における「望ましい在り方」を考える上で、示唆に富んでいる。

株主意に基づく防衛策の運用プロセスを提示

わが国企業が導入している買収防衛策(事前警告型ライツプラン)はほとんど、20%以上の株式買付を対象にルール遵守を課している。しかし、20%寸前まで株式を買い進めた敵対的買収者が、広く一般株主に対してその主張を訴えることには、何の問題もない。換言すれば、一般株主を納得させるだけの正当性を備えた買収提案の前には、防衛策は無効であるし、また無効であるべきである。

日ハウズの防衛策は株主意の確認をトリガーとする設計だったが、取締役会限りで発動できるスキームであっても、不発動を求める株主提案が実施されれば、同様だと考えられる。防衛策を巡る近時の議論として、株主総会における防衛策発動の意思表示は、株主の合理的意思を示すと理解されるようである。そうであるならば逆に、会社側が総会決議に反して防衛策発動を強行した場合は、資本市場はもちろん司法の支持を得ることも難しいのではないかと。

買収防衛策は本来、相手が「濫用的買収者」である場合に発動が許される構成で、そのため敵対的買収者は「濫用的」と判断されないようルールに従う。ルール遵守の買収者に対しては原則、防衛策発動の是非も含めた買収の成否を、一般株主の判断に委ねることが望ましい。その際、株主が適切に判断するためには、双方による透明・公平な議論の応酬が担保される必要がある。防衛策を適切に運用するプロセスを検討する際、今回のケースはひとつの指針となるかもしれない。

図表 1 日ハウズ株主総会における会社提案・株主提案の内容および可否

	会社提案	株主提案	可否
第1号議案 剰余金処分の件	<b>普通株式1株につき期末12円</b> -年間24円(前期実績:14.25円)		可決
第2号議案 定款一部変更の件(1)	<b>取締役解任決議の決議要件緩和</b> -防衛策の株主意確認は普通決議 -取締役解任決議要件は特別決議 -定款変更でアンバランスを是正	(カテリーナ・イノウエ) -規定間でバランスを失っている -経営陣による保身を助長させる	可決
第3号議案 定款一部変更の件(2)	<b>防衛策にかかる定款規定の新設</b> -株主意の形成・反映方法を検討 -法的に明確な形で反映するべきか -定款変更で導入・改正を総会決議に	(原弘産および井上産業) -総会の投票透明性確保の必要 -総会検査役が選任できない -決議取消訴訟を提起できない	否決
第4号議案 当社株式の大量取得行為に関する対応策(買収防衛策)導入の件	<b>平成19年買収防衛策の変更</b> -「合理的」「不合理に」など文言追加 -株主意の確認を株主総会に限定 -原弘産買付提案にも遡及して適用	(原弘産および井上産業) -恣意的な運用が行われる恐れ -防衛策の法的根拠が不明確	可決
第5号議案 当社買収防衛策に基づく原弘産グループに対する対抗措置の発動を当社取締役会に委任する件	<b>取締役会判断による対抗措置発動</b> -当社の企業価値を著しく毀損する -株主による反対意思を確認したい -原弘産の経済的損失発生も想定 -ただし提案撤回で損失回避は可能		可決
第6号議案 買収防衛策に基づく株式会社原弘産らに対する対抗措置不発動の件		(原弘産および井上産業) <b>原弘産に対抗措置を不発動</b> -株主意確認を行わない恐れ -提案は株主共同の利益に資する	否決
第7号議案 取締役2名選任の件		(原弘産および井上産業) <b>適切なガバナンス体制を構築</b> -原将昭(原弘産 代表取締役) -高井康男(同 経営企画室長)	否決

日ハウズの株主総会招集通知およびニュースリリースよりD I R経営戦略研究所作成

図表2 日ハウズの大株主（2008年3月31日現在）

	大株主名	出資比率
1	株式会社 ランドマーク	12.55%
2	小佐野投資 株式会社	11.31%
3	株式会社 カテリーナ・イノウエ	10.85%
4	株式会社 原弘産	10.09%
5	株式会社 カテリーナ・ファイナンス	7.55%
6	井上投資 株式会社	6.13%
7	三菱UFJ信託銀行 株式会社	4.99%
8	日本ハウズイング従業員持株会	3.63%
9	小佐野 台	3.03%
10	永井 枝美	2.35%

日ハウズの株主総会招集通知よりD I R 経営戦略研究所作成

図表3 買収提案から株主総会までの日ハウズと原弘産の間における議論の応酬

	日ハウズ	原弘産
2/18		買付説明書を提出
3/6	質問書を送付	
3/14	追加質問書を送付	
3/19		回答書を提出
3/24		質問書を送付
4/1	回答書を提出	
	質問書を送付	
4/10		株主提案（4項目）を実施
4/11		株主名簿の閲覧謄写を請求
4/16	株主名簿閲覧謄写を拒否	回答書を提出（留保質問あり）
4/18	留保質問の回答要請書を送付	
4/22		留保質問の回答書を提出
4/23		株主名簿閲覧謄写の仮処分を申請
4/24	取締役会検討期間の開始	
5/13	取締役会が反対を表明 「当社の成長戦略」を発表	
5/16		東京地裁が仮処分申請を却下
5/27	カテリーナ・イノウエが双方に質問書を送付	
	取締役会検討期間の終了	
5/30		回答書を提出（非公表）
6/4	回答書を提出	回答書を公表
6/6	カテリーナ・イノウエが原弘産支持を表明	
	株主総会招集通知の発送	
6/12	株主名簿を開示	東京高裁が仮処分請求を認容
	T O B に関する質問書を送付	
6/13	社員が反対意見を表明	
6/18		回答書を提出
6/27	日ハウズ株主総会において株主提案が否決	

日ハウズおよび原弘産のニュースリリースよりD I R 経営戦略研究所作成