

2008 年下半期ガバナンス回顧

2009 年 1 月 8 日 全 3 頁

# 企業価値研が防衛策報告書を発表

経営戦略研究所  
藤島 裕三

内外のコンセンサスを得つつあり、実務における影響力は確実に高まろう。

## [要約]

- 2008 年 6 月 30 日、経済産業省の企業価値研究会は、買収防衛策の発動に関する報告書を公表した。なお導入については、2005 年に発表した指針において提言されている。
- 今回の報告書では特に「金銭対価の交付」と「総会決議の偏重」に対して警鐘を鳴らしている。また全体を通して、取締役による行動の在り方を問い直す内容となっている。
- 過去の裁判例に即していない部分もあり、提言内容を批判する向きも存する。しかし、報告書は内外のコンセンサスを得つつあり、実務における影響力は確実に高まろう。

## 買収防衛策の発動に ついて報告

2008 年 6 月 30 日、経済産業省の企業価値研究会は「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）を公表した。報告書は防衛策の「『発動』の適法性やその判断のあり方」（第 27 回議事要旨）を表わすと位置付けられる。

企業価値研究会は 2004 年 9 月に設置された経済産業政策局長の私的研究会。「敵対的 M & A に対する適切な対策およびコア人材の引き抜き防止策のあり方」の検討を目的とする。委員は 29 名（2008 年 6 月 13 日現在）で座長は東大の神田秀樹教授。

同研究会は 2005 年 5 月に、法務省と共同で「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下、指針）を発表した。指針は防衛策の「『導入』の適法性・適切性」に関して、守るべき原則と具体的な手続を論じる。

## 導入については 05 年 指針で提言

指針は原則の筆頭に「企業価値・株主共同の利益の確保・向上」を掲げる。「企業価値」とは「株主の利益に資する会社の属性又はその程度」と定義される。また合理的な防衛策の対象として、強圧的二段階など明らかな濫用的買収を挙げている。

防衛策の導入手続としては、株主総会承認と取締役会決議の 2 種類。指針は要約において、前者として定款記載型と有利発行型（いずれも特別決議）、後者として期間経過後に防衛策を解除する型と、独立社外取締役の判断を重視する型を例示する。

もっとも指針本文は「株主に与える影響が小さい」ならば、株主総会の普通決議も「許容される」としている。これは指針が防衛策の発動を前提としておらず、単なるルール導入のために特別決議を必須とするのは、過大と考えたからではないか。

報告書は過剰防衛の実態を指摘

今回の報告書は冒頭で防衛策の目的を、「株主共同の利益を確保し、向上させる」ことだと確認。「経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるものではなく」当研究会は支持できないと厳しく非難する。

また同研究会は会合において「過剰防衛が散見される」（第28回議事要旨）と指摘した。これは指針の意図に反して、正当な買収を阻害する恐れがある防衛策、経営者が保身を目的に発動できる防衛策、など不適切な実態があることを示唆している。

報告書はまず、買収者への金銭対価交付は防衛策の安易な発動を誘発する恐れがある、総会決議の偏重は株式持ち合いなど安定株主工作を正当化しかねない、と主張する。これらは専ら資本市場の観点から、防衛策の意義を問い直すものである。

実質的判断による発動は例外的

次に「過去の裁判例で示された考え方を整理」すなわち法的な視点で、検討を進めている。報告書は防衛策をその目的により以下の3類型に分ける。（ ）時間・情報、交渉機会を確保、（ ）明白な濫用的買収を阻止、（ ）実質的判断で買収を阻止。

特に注目されるのは、の類型における発動の考え方である。については取締役会限りでの発動を認める一方、に関しては「制限的であるべき」「仮に発動するとしても」といったワーディングで原則、発動を許さない立場を強調している。

のケースで株主総会の承認を得た場合も、株主意思を示す「事情」と表現するに止め、即、発動が正当化されはしないとする。発動は例外的であることを鑑み、買収提案の内容や被買収側の株主構成など、総合的に勘案すべきという趣旨だろう。

取締役に関与する行動を求め

買収者に対する金銭交付は、資本市場の観点よりトーンダウン、「なくても相当」「必要はない」と表現している。これは金銭交付によって発動の相当性は高まらないという意味に過ぎなく、当然ながら報告書は金銭交付を認めている訳ではない。

取締役による行動の在り方としては、類型に関わらず、保身を疑われるような発動を戒める。利害関係者の保護を持ち出さない、安易に濫用的だと決め付けない、徒に検討期間を延長しないなど、株主にとっての利益を忠実に守ることを求めている。

その他、平素から株主に経営方針を説明すること、特別委員会の構成や判断に責を負うことなど、報告書は取締役の在るべき姿を問うている。株主から経営を付託されることの本質を熟慮した上で、経営者は防衛策の適否を判断すべきと迫っている。

報告書の実務への影響は大きい

在日米国商工会議所は7月29日、報告書を「高く評価している」と表明、同提言を法制化することを求めた。生命保険協会のアンケート調査（2008年12月19日発表）によると、報告書に同意できるとの回答が企業側・投資家側ともに8割を超える。

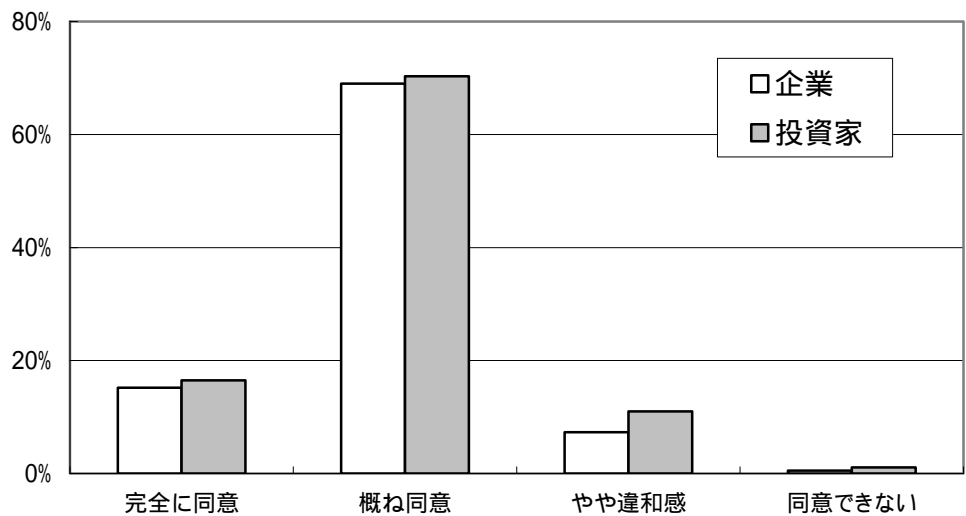
ブルドックスソース事件の最高裁決定（2007年8月7日）は、株主総会での意思確認および金銭交付に一定の意味を認めたことから、報告書の提言内容を批判する向きも存する。しかし今後の実務における報告書の影響力は確実に高まることだろう。

図表 1 企業価値研究会「報告書」における買収防衛策の検討

類型（目的）	）時間・情報、交渉機会を確保	）明白な濫用的買収を阻止	）実質的判断で買収を阻止
取締役の行動の在り方	株主以外の者を持ち出すなど、発動要件を幅広く解釈してはならない 濫用的だとまでは言い切れない理由で、発動を決定してはならない 非合理的な検討期間の延長など、株主から判断機会を奪ってはならない 株主共同の利益を基準に、買収提案を真摯に検討しなければならない 買収条件に改善の余地がある以上、真摯に交渉しなければならない 株主共同の利益に資する提案なら即、不発動としなければならない 株主に対する説明責任は、事実に基づいて果たさなければならない 特別委員会の勧告内容につき、最終的な責任を負わなければならない		
株主意思の原則との関係	恣意的な運用が排除された合理的な範囲の手続なら、これに反した買収者には発動できる	株主共同の利益を保護する観点から、取締役会限りの判断によって発動することができる	発動は制限的であるべきで、仮に発動する場合は、必要性和相当性を総合的に判断する
買収者に対する金員等の交付	手続を守って株主の賛同を得る機会があるなら、買収者に金員交付がなくても相当である	いわば正当防衛に類する形で発動されると考えられるため、金員交付を行う必要はない	買収の撤回・中止で損害を回避する可能性が保証されていれば、金員交付の必要はない
株主に対する情報開示の水準	平時よりビジョンや方針を開示、有事には財務数値などで具体的に説明するのが望ましい		
特別委員会の構成など	特別委員会については、株主から見た責任が曖昧だとの議論がある その勧告に従えば直ちに取締役会の判断が正当化される訳ではない 取締役会は設置の必要性や構成について、責任を持って判断すべき その勧告に従うという判断に、取締役会は最終的な責任を負うべき		

企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」よりD I R 経営戦略研究所作成

図表 2 「報告書」に対する企業・投資家の捉え方



生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」（2008年）よりD I R 経営戦略研究所作成