

2009年3月5日

全4頁

企業ガバナンス改正の方向

M&A 関連

経営戦略研究部
鈴木裕

企業買収の買収者と被買収会社の交渉の適切性が問題に

[要約]

- 経済産業省、金融庁、東京証券取引所で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設けて審議が重ねられている。
- 敵対的買収では、買収提案の対象となった会社の取締役会が、買収者に対して買収後の経営方針等について情報提供を要求するが、過剰な要求であるように見える事例もある。
- 友好的な買収でも、価格決定において取締役会が真に中立的な判断を行ないうるのか、疑問を呈する事例も散見される。

買収防衛策における被買収会社の交渉

買収防衛策は、特定の株主の持分比率を強制的に引き下げる法的な措置であり、第三者割当によって行なう場合もあれば、株主割当によって行なう場合もある。後者の場合には、敵対的買収者である特定の株主だけが行使できない新株予約権が活用される。しかし、買収防衛策は実際に発動することは想定されておらず、持分比率の低下を恐れる敵対的買収者との条件交渉のツールであると考えられている。とはいえ、敵対的買収者が買収防衛策の発動はあり得ないと考えてしまうと条件交渉さえ行なわなくなるので、発動の可能性は常に漂わせておくことも必要だ。

買収防衛策は敵対的買収者との対話を実現するためのツール

つまり、買収防衛策の機能は、買収者を一時的に立ち止まらせて、被買収会社との対話を実現するところにある。ここで被買収会社とは、具体的には被買収会社の株主である。株主が買収者のオファー価格が適正と認め株式を手放すと決断するか、あるいはまた、買収に応じなかった場合にどのようなことになるのか、などの問題について買収者と交渉を行なうこととなる。しかし株主の数は多く、一人ひとりの交渉力は必ずしも十分とはいえないので、株主の代わりに株主によって選任された経営者（取締役会）が交渉の場になるわけだ。

保身目的とも見える買収防衛が問題

ところが、経営者は株主ではないので、株主のための交渉と言うよりは、経営者の利己的な利益を追求する動機で交渉に臨む可能性がある。古典的なエージェンシー問題である。

エージェンシー問題は、敵対的買収の場面だけでなく、友好的買収においても生じる。買収価格が株主の利益を十分に実現するものでないとしても、買収提案に賛成する恐れはあり、後記のように近時のMBOで問題が表面化している。もっとも、友好的買収では、買収に応じて株式を売却するかしないかを一般株主は、選択できるのだが、敵対的買収で、買収防衛策が発動されると一般株主は買収者への売却機会を与えられ

ないので、問題は一層深刻なのである。

買収者に情報提供を 求める買収防衛策

日本の会社で普及している「事前警告型買収防衛策」は、いきなり第三者割当や差別的行使条件付新株予約権発行を行なうのではなく、数ヶ月にわたって、買収提案の内容を買収提案を受けた会社側（以下、被買収会社という）が精査・検討するというものである。この検討期間中に、被買収会社は、買収後の経営方針や株主対応についての詳細な計画を買収者側に要求する。

情報提供を巡る買収 者と被買収会社のせ めぎあい

この検討期間における交渉が果たして適切に行われているのか、その実態が疑問となることもある。被買収会社としては、買収者に対して十分な情報を求め、不足があれば追加で情報提供を要求しているにすぎないとしても、買収者側からは解答困難・解答不能な無理難題を問われているとして、多くの不満を残しているようだ。こうした買収者と被買収会社の見解の相違が現れた事例としては、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（SPJSF）がによるサッポロ HD 買収提案と、日本電産による東洋電機製造に対する買収提案がある。どちらも情報提供期間を経て、結局のところ買収者側が断念したものである。買収防衛策の機能が発揮された事例と見るか、実質的な交渉拒絶と見るかは立場によって異なろう。

図表 1 買収提案かわかる情報提供が争点になった事例

買収オファー案件	被買収会社側の主張	買収者側の主張
<p>[サッポロ HD]</p> <p>2007年2月15日：SPJSF がサッポロ HD に対して議決権割合 66.6%を上限として 1 株当たり 825 円で買収提案。</p> <p>2008年3月10日：議決権割合 33.3%とし1株当たりの買付価格を875円に提案を修正。</p> <p>2009年2月17日：買収提案を撤回。</p>	<p>当社はこれまで一貫して、株主共同の利益の保護の観点から、SPJSF との協議に臨んできており、SPJSF を含む当社株主ならびにその他全てのステークホルダーが満足できる解決策を模索すべく努力してまいりました。¹</p>	<p>同社が買付提案の内容を株主に受け入れられるようなものにするための交渉を依然として拒否している。²</p>
<p>[東洋電機製造]</p> <p>2008年9月16日：日本電産がサッポロ HD に対して議決権割合 50.1%を下限として 1 株当たり 635 円で買収提案。</p> <p>2008年10月～11月：書面による3回の質疑応答</p> <p>2008年12月11日：両社の面談</p> <p>2008年12月15日：日本電産が資本・業務提携の提案が失効したと発表</p>	<p>12月8日：当社としましては、本日現在までに当社からの質問事項に対して日本電産より受領した回答について、未だ十分な情報提供がなされていないと判断しております。³</p>	<p>当社では、提案当初から東洋電機製造から頂戴した情報リストと質問事項への対応を真摯に行って参りました。しかし、東洋電機製造取締役会は本提案から3ヶ月を経た本日時点においても東洋電機製造の企業価値ひいては株主共同の利益の確保・向上の観点からの本提案の検討等に実質的に着手しておりません。⁴</p>

出所：各社プレスリリースなどから大和総研作成

¹ <http://www.sapporoholdings.jp/CGI/newsrelease/detail/00000023/>

² http://spjsf.jp/pdf/090217-sapporo_j.pdf

³ http://www.toyodenki.co.jp/html/ir_kessan.html

⁴ <http://www.nidec.co.jp/news/newsdata/2008/1215.pdf>

敵対的買収が止まってしまうと、一般株主は敵対的買収者のオファー価格で売却する機会を失うことになる。図表 1 に掲げたケースでは、2009 年 2 月 16 日のサッポロ HD の株価終値は 422 円で SPJSF の買付額 875 円を下回っているし、東洋電機製造の 2008 年 12 月 15 日終値は、買付額 635 円を下回る 338 円だった。もちろん、買収を断念した事情が、被買収会社との交渉の行き詰まりだけにあると言うわけではなく、市場環境の激変や資金計画の見直しと言うこともあるので、買収防衛策の存在が一般株主から売却機会を奪ったと結論付けることには慎重でなければならないだろう。

友好的買収における問題

買収者と被買収会社取締役会の交渉は、友好的買収においてもその適切性が疑問視されるケースが少なくない。

友好的買収でも取締役会
の中立性は疑問に

TOB 価格が決定すると、友好的買収では取締役会が賛同意見を表明するが、この際に株主の立場に立って検討が行なわれているか、疑問も生じている。TOB 価格が低下するような経営計画の策定・公表を工作し、実際に低めの TOB 価格を決定して、これを社外取締役らも是認するようなことがあれば、株主の利益は危機に瀕する。

友好的買収では、価格が客観的に適正な水準に決められたことを証するために、外部のファイナンシャル・アドバイザー (FA) が活用されるが、その FA も公正中立であると保証されているわけではない。株主が直接契約するわけではない FA が、株主の利益のために行動するのか、疑問を抱く人も少なくないのではないだろうか。

株主側には、少数株主を締め出すスクイズアウト (キャッシュアウト) に対して反対株主の株式買取請求権や裁判所への価格決定申立てで争う手段も残されているが、時間と費用がかかるうえ、取締役会の判断を誤りであると立証することは容易ではない。買収者と交渉し株主の利益を守る機関は、取締役会であるべきなのだが、敵対的買収にせよ友好的買収にせよ、果たして十分に期待される機能を発揮しているか、不透明であるといわざるを得ないのではないだろうか。

検討委員会における問題意識

現在の日本の買収防衛策の基本的な構造は、2008 年 6 月に経済産業省の企業価値研究会が公表した「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」に負うところが大きい。この中では、買収防衛策に関する情報提供について、「自らの手の内をさらすことになり買収戦略上も困難が生じることからすれば、買収者による情報開示にはおのずから限界がある」とした上で、買収価格の算定根拠や買収後の経営方針について多くの事項を「網羅的に開示を要求した上で、提供されない情報があることをもって買収防衛策を発動することは、被買収者側の開示状況と対比するに、不適切である」としている。

情報提供の問題は以前から指摘されていた

買収者に対する情報提供要求の問題は、金融庁 SG と東証懇談会でも取り上げられている。図表 2 で紹介するように、買収者に対する情報提供要求は、むしろ当然であるが、どこまでが正当な要求といえるかは、事例ごとの判断になるので、規制が難しいことが示唆されている。また、MBO などの友好的買収では、取締役会が買収者と一体となるので、一般株主の利益をどのように守っていくか、問題意識は提示されているものの、具体的な解決策の提示までには至っていない。

株主としては、取締役会が適正な判断を下すと根拠薄弱な期待をするだけでなく、自身の権利擁護に敏感になり、より積極的に司法的な救済を求めていくことも考えなければならないのかもしれない。

図表 2 敵対的買収における情報提供と MBO に関する各委員会の検討

金融庁 SG	東証懇談会
買収防衛策における買収者に対する情報提供について	
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> ・買収防衛策は、株主が買収の是非を判断するための時間・情報及び買収者・被買収者間の交渉機会を確保することを目的とし、必ずしも発動することが目的でないとの指摘があるが、我が国の現状についてどう評価するか。 ・取締役は、企業買収等の局面において、自らの経営の方針を株主・投資者に対して説得的な形で説明していくことが求められると考えられるが、現状についてどう評価するか。 	<p>(08年8月21日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ライツプランというのは、正しく使われれば、企業側だけでなく買収者にも十分な情報を提供させるという意義がある。市場に対して情報を提供させることで、買収者にも説明責任が発生し、濫用的買収を防ぐという効果もある。 ・海外での敵対的買収の事案における買収者、被買収者の情報開示を参考にしながら、日本においてどこまで情報開示を求めるか検討しても良いだろう。 ・独立社外取締役については、全社に義務付けるということであればなかなか難しいと思うが、例えば買収防衛策であれば経営陣の保身に使われるおそれが高いため、買収防衛策を導入する会社は取締役の過半数を社外取締役とすることを義務付けるということも考えられるのではないかと。
友好的買収における問題	
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> ・支配権の移転や MBO 等の過程において、株式併合と新株予約権発行の組み合わせや種類株式の活用等により、上場会社の既存株主がキャッシュアウトを強制されるケースがあるが、株主の権利保護や株主の平等、流通市場の円滑性確保等の観点からどう考えるか。 	<p>(08年3月18日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・MBOで批判が出たケースの多くは価格決定の際の利益相反についてであると思うが、ほとんどのケースでフェアネスオピニオンが出ており形式は整っているが実質は整っていないということが問題である。

出所：各委員会の公表資料や議事録から大和総研作成