

最高裁、ブルドックの買収防衛策を容認

制度調査部
吉井 一洋

最高裁決定の概要

【要約】

- 2007年8月7日、最高裁は、ブルドックソース社の買収防衛策に対するスティールへの差止請求を認めなかった東京高裁の決定を支持し、高裁決定に対するスティールの特別抗告・許可抗告を棄却した。
- 最高裁の決定では、高裁の決定と異なり、スティールが「濫用的買収者」に該当するか否かを判断の基準にはしていない。
- 今回の買収防衛策については、ブルドックソース社の株主総会で8割超の株主の支持を得たこと、新株予約権の取得の際にその価値に見合う金銭をスティール側に支払うことなどから、株主平等の原則違反ではないとしている。取締役や特定の株主の経営権維持目的ではなく、不公正発行にもあたらないとしている。

◎2007年8月7日、最高裁は、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（以下「スティール」という）によるブルドックソース社の買収防衛策への差止請求を認めなかった東京高裁の決定を支持し、高裁決定に対するスティール側の特別抗告と許可抗告を棄却した。

◎最高裁が買収防衛策に関する決定をした初めての例であり、今後の買収防衛策のあり方に影響を与えることが予想される。

◎ブルドックソース社の買収防衛策の概要は次のとおりである。ブルドックソース社の2007年6月24日の定時株主総会の特別決議による承認を条件としていたが、実際には、出席した株主の約88.7%、議決権総数の約83.4%の賛成により可決された。

- ・ブルドックソース社は2007年7月10日を割当基準日として新株予約権無償割当てを行う。
- ・新株予約権は割当基準日の株主名簿及び実質株主名簿に記載された株主に対し、保有株式1株について3個の割合で2007年7月11日に割り当てる。新株予約権の権利行使可能期間は2007年9月1日から同30日、行使価格は1円である。
- ・新株予約権の権利行使価格は1円だが、権利行使可能期間よりも前（2007年8月9日）に、ブルドックソース社が取得条項に基づき当該新株予約権を取得する。その際に、新株予約権1個につきブルドックソース社普通株式を1株交付する。
- ・ただし、スティールら非適格者に対しては普通株式を交付せず、新株予約権1個につき396円を支払う。この396円はブルドックソース社が新株予約権無償割当の株主総会付議を決定した2007年6月7日におけるスティールの公開買付価格1,584円に新株予約権無償割当による希釈化の割合4分の1をかけた金額である。

◎最高裁の決定のポイントは次のとおりである。

(1)株主平等の原則に反するとの（スティール側の）主張について

- ◇会社法第109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権の無償割当の場合にも及ぶ。
- ◇しかし、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、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ような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、直ちに株主平等の原則に反するものということとはできない。
- ◇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か否かについては、最終的には株主自身により判断されるべきものである。したがって、株主総会の手続きが適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際に存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、株主自身の判断が尊重されるべきである。
- ◇ブルドックスソース社の株主総会では、今回の新株予約権無償割当は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのだから、スティール関係者以外のほとんどの既存株主が、スティールによる経営支配権の取得がブルドックスソース社の企業価値をき損し、ブルドックスソース社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といえる。（どの程度の株主の賛成が必要かまでは明確にされていない）。
- ◇ブルドックスソース社の株主のこの判断は、スティール関係者がブルドックスソース社の経営を行う予定はないとしてその経営権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによることが伺えるため、株主の判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵はない。
- ◇今回の新株予約権によりスティールの持株比率が大幅に低下することになるが、今回の新株予約権無償割当は、スティール側も意見を述べる機会のあった株主総会での議論を経て、スティール関係者以外のほとんどの既存株主が、スティール社の経営支配権取得に伴うブルドックスソース社の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。
- ◇さらに、スティール関係者は、取得条項に基づく今回の新株予約権の取得が実行されることにより、金銭の交付を受けることができる。この対価はスティールによる公開買付の買付価格に基づき算定されたものであり、今回の新株予約権の価値に見合うものである。
- ◇これらの事実にかんがみると、今回の新株予約権の無償割当が、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。

(2)著しく不公正な方法によるものとの（スティール側の）主張について

- ◇今回の新株予約権の無償割当が、株主平等の原則から見て著しく不公正な方法によるものといえないことは上記で述べたことから明らかである。
- ◇今回の新株予約権無償割当については、経営支配権を取得しようとする行為に対する対応策の内容等が事前に定められ、それが示されていたわけでない。確かに事前の定めがある方が予見可能性を高めるが、事前の定めが無いからといって、そのことだけで、経営支配権取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないわけではない。
- ◇緊急の事態に対処するための措置であること、スティール関係者に割り当てられた新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、今回の新株予約権無償割当を著しく不公正な方法によるものということとはできない。
- ◇新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当が、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当は原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきである。（取締役の経営支配権維持目的のものだけでなく、現取締役

役等を支持する「特定の株主」の経営支配権維持目的のものであれば著しく不公正である旨を示した)。しかし、今回の新株予約権無償割当がそのような場合に該当しないことも、これまで述べたところにより明らかである。

- ◎今回の最高裁の決定は、東京高裁決定のようなスティールが「濫用的買収者」であるか否かについては触れてはならず、8割を超える株主が買収防衛策の導入を支持した点を重視しており、株主総会の決議を重視した東京地裁の決定に近いものといえる。
- ◎この最高裁の決定により、取締役会の決議により発動するタイプの買収防衛策については見直しが必要か否かは不明)もあり、各企業の買収防衛策への今後の影響が注目される点である。