

issue 08.5.30

report no. 001 「見直され始めた買収防衛策」

Seiwa Meitetsu Legal-map

成和明哲法律事務所
企業法研究部会・報告

弁護士	渡邊	顯	弁護士	土岐	敦司
弁護士	卜部	忠史	弁護士	渡辺	昭典
弁護士	辺見	紀男	弁護士	福田	大助
弁護士	武井	洋一	弁護士	飯田	直樹
弁護士	西村	賢	弁護士	佐藤	弘康
弁護士	樋口	達	弁護士	中島	雪枝
弁護士	山内	宏光	弁護士	藤井	和典
弁護士	澁谷	輝一			

見直され始めた買収防衛策

1. 買収防衛策を廃止する機運の芽生え

平成17年2月のニッポン放送買収事件、同年5月の経済産業省等による買収防衛策指針の公表などを契機に、敵対的買収防衛策の導入が一種のブームとなり、平成20年5月時点で全上場会社の10%以上に相当する約500社が事前警告型買収防衛策を導入または導入を予定しています（日経新聞平成20年5月13日）。

外資系ファンド等の仕掛けた敵対的買収に対するネガティブな国民心理から買収防衛策の導入に肯定的な意見がある一方、ブームとでも言うべき現象を日本市場の閉鎖性の象徴と捉えたり、または過度の防衛策がもたらすことになる経営陣のモラル低下、あるいは株式の持合助長等の弊害に警鐘を鳴らす意見も出されていました。

このような論議がなされていたところ、平成20年に入って、資生堂、日本オペティカル、イーアクセスなどが事前警告型買収防衛策を廃止すると発表しています（日経新聞平成20年5月1日など）。

このような買収防衛策を見直す動きは今までにはなかったものです。

そこで、その背景・理由は、如何なるものか探ってみましょう。また、かかる機運があるにもかかわらず、買収防衛策を導入・維持する方針の会社が注意すべきポイントは何かを検討してみます。

2. 事前警告型買収防衛策廃止の理由と背景は？

(1) 公開買付制度の整備

事前警告型買収防衛策は、①買収者による情報提供のプロセス、②新株予約権発行等の対抗措置、③対抗措置を発動すべき場合、及び④買収対象会社における対抗措置発動の意思決定プロセスを、会社が自主的にルール化したものです。

平成18年の証券取引法（現在の金融商品取引法）改正により、上記の「買収者による情報提供」については、⑤買収者による情報提供内容の充実や⑥買収対象会社の質問権の付与等によって情報提供の強化が図られました。

事前警告型買収防衛策を廃止した各社は、共通して上記改正による法整備を廃止の大きな理由として挙げていますが、果たして改正点は買収防衛策を代替しうる制度となっているのでしょうか？

(ア) 事前警告型買収防衛策のルールと公開買付制度による規制との比較

廃止が予定されている資生堂の買収防衛策を例として公開買付制度と比較すると次のようになります。

事前警告型買収防衛のルールと公開買付制度による規制との比較

	事前警告型買収防衛策のルール	公開買付制度による規制
適用対象	<ul style="list-style-type: none"> ・市場内取引及び市場外取引 ・20%以上となる買付 	<ul style="list-style-type: none"> ・原則、<u>市場外取引</u>が対象 ・5%超となる買付 (多数の者からの取得の場合) ・<u>1/3超</u>となる買付 (10名以内からの取得及び急速な買付けの場合・・・*)
適用時期	買付 <u>実行前</u> に適用。	買付 <u>開始時</u>
買収者による情報提供	買付説明書の提出義務 (主要記載事項) <ul style="list-style-type: none"> ・買収者の概要 ・買収目的 ・買収価格の算定根拠 ・買収後の経営方針 ・買収資金の裏付け 	「公開買付届出書」の提出義務 (主要記載事項) <ul style="list-style-type: none"> ・買収者の概要 ・買収者目的(18年改正) ・買収価格の算定根拠(18年改正) ・買収後の経営方針等(18年改正) ・株式保有方針(18年改正)
買収対象会社による意見表明	独立委員会の勧告後、対抗措置発動の要否につき意見表明	「意見表明報告書」の提出義務 (改正により提出が義務化)
買収者への質問権	対象会社が必要と判断した情報を適宜追加提出するよう要求できる。	「意見表明報告書」に買収者に対する質問の記載可能。買収者は質問に対する回答を「 <u>対質問回答報告書</u> 」に記載して提出する義務あり(18年改正)。
期間制限	独立委員会の検討期間(最長60日間)以外に期間制限なし。	公開買付期間:20~60営業日 意見表明報告書の提出:10営業日内。 対質問回答報告書の提出:5営業日内

*急速な買付とは、3ヶ月の間に5%超の市場外買付けと市場内買付けを組み合わせると合計で10%超を取得する取引で、結果として1/3超となる買付けを言い、当該取引全体が公開買付制度の対象となります。

(イ) 上記ルールと規制の差異

証取法の18年改正の結果、買収者からの提供情報の内容、並びに買収対象会社の質問権と買収者の回答義務という形で情報開示を促すという点においては、一見すると両者の共通点は増えたように見えます。

しかし、両者は次のとおり適用対象の点で大きな相違点があります。

- 買収防衛ルールは、20%以上の買付けであれば、市場内取引、市場外取引のいずれの場合であっても適用するという自主ルールです。

- ところが、公開買付制度は、原則として市場外取引のみを適用対象としており、市場内取引で株式を取得した場合には取得議決権の比率にかかわらず適用されません。
- なお、市場外で買付ける場合であっても、少数の者から議決権総数の1／3までの取得であれば公開買付制度の適用は除外されます。

(ウ) 公開買付制度の改正によって買収防衛策ルールは不要になったと言えるか？

①適用対象の問題

20%以上の買付の場合を基準とする事前警告ルールを導入していない場合には、上記のとおり市場内で買付ける場合、あるいは1／3までを少数者よりの買付け等で取得する場合には、公開買付制度が適用されないため、買収者はいわば素通りで1／3まで買付けを行うことができます。

ところで、総議決権の1／3の議決権は、株主総会での特別決議を拒否することができるポジションです。上場会社では議決権行使比率が7割～8割程度であることを考えれば、議決権総数の1／3近くを握れば拒否権を越えて経営支配権すらも手中にできる可能性が高くなります。

つまり、事前警告型のルールを設けていない場合には、公開買付制度の規制を受けることなく敵対的な株主に1／3近くの議決を握られ、実質的な支配権を握られる危険性があり得るのです。

②期間制限の問題

また、公開買付制度は、現に買付けが開始された場合のルールですから、次のとおり期間制限が厳格になっています。

買収対象会社の意見表明は、公開買付開始の公告から10営業日以内、対質問回答報告書は質問の送付を受けてから5営業日以内となっています。

このように意見表明や回答のための検討期間が限定されているために、結果として株主に対して必要かつ十分な情報提供がなされない可能性があります。

③回答理由の不開示

さらに、買収者が買収対象会社の質問に回答する必要がないと考えた場合、その理由を明確にさえすれば、回答しないことも許されるので、買収対象会社の質問権は、空振りに終わる可能性もあります。

④買収防衛ルールの意義

改正後の公開買付制度は、情報提供の点においては買収防衛策の自主ルールと共通する事項が増えましたが、上記の問題点（特に適用対象の問題）から自主ルールを代替しうるまでのものではありません。

したがって、買収防衛策を廃止したケースでは、公開買付制度の法改正が積極的な理由ではなかったと考えられます。

3. 買収防衛策見直しの意味

(1) 見直し機運の真の背景は？

公開買付の改正があつたにもかかわらず、買収防衛策の必要性は未だに失われていないと言い得るところ、なぜ一旦導入した買収防衛策を廃止する例が出てきたのでしょうか？

(2) 各社の事情と背景

買収防衛策廃止を決定した各社の事情を考えますと、防衛策の必要性の見直し、あるいは株主の動向が背景にあることが伺えます。

例えば資生堂は、好業績が継続し、時価総額が順調に拡大していること、また、安定株主比率が高いこと（金融機関の持ち株比率は約42%）から、買収防衛策導入の必要性が低下していることが指摘できます。

また、日本オプティカル社の場合は、役員のみで過半数を占めており、買収防衛策を導入したこと自体にクエスチョンマークが付くでしょう（同社は、公開買付制度の法整備を防衛策廃止の理由にしていますが、同社の買収防衛策の導入は18年改正後です）。

さらに、イーアクセス社は、買収防衛策を導入した平成17年以降、外国人株主比率が過半数を占めるに到ったことが、防衛策廃止の背景にあることが推測されます。

(3) 資金調達必要性

機関投資家やファンドが反対する買収防衛策を廃止する企業の中には、マーケットから多額の資金を調達する必要があるからだろうとも目されています。グローバルな市場との付き合い方に神経を使わなければならない会社ならば、マーケットからの信認を受けるために評判の良くない買収防衛策を見直すことは重要な経営戦略と言えるからです。

(4) 濫用的買収防衛策に対する監視の高まり

前述のとおり、事前警告型買収防衛策自体の必要性や意義は、公開買付制度の法整備等によって大きな変化はありません。

したがって、敵対的買収防衛策を導入する企業はこれからも増加するでしょう。しかし、各社の事情に基づく買収防衛策の必要性が冷静に見直される時期になったとも考えておかなければならないでしょう。

真の買収防衛策は経営改革により業績を拡大し、株主価値を高めることで、株主の支持を得ることです。株主利益の維持拡大という本来の目的から離れた経営陣の保身のための、濫用的な買収防衛策に対する株主の監視は高まり、その必要性について強く問われることになっていくものと考えられます。

したがって、買収防衛策を新規に導入する場合のみならず、導入済みの買収防衛策を維持する場合、経営陣は株主構成、株価動向、業界の状況などに基づき、買収

防衛策の必要性が存在すること、また、防衛措置の発動に際して経営陣による恣意的運用を回避する手立てが講じられていることを株主に説明しなければならないことに注意が必要となります。

4. ブルドックスソース事件と買収防衛策廃止との関連性

(1) ブルドックスソース事件の概要

買収防衛策については最高裁まで争ったブルドックスソース事件を本稿のテーマとの関係で整理しておかねばなりません。

本事件は、①事前警告型買収防衛策を導入しておらず、②公開買付け開始後に買収防衛策の採用と発動を株主総会の特別決議で決定したものです。

最高裁は、新株予約権の差止め仮処分決定において、①買収防衛策を事前に導入していなかった点については、「事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の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ものではない」とし、また②買収防衛策の必要性については、「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」であり、株主総会での決議を尊重すべきであるとしています。

この判決によって、事前に買収防衛策を導入しなくとも、有事において買収防衛策を発動することは可能であることが明らかになりましたので、この意味で事前警告型買収防衛策の必要性が薄れたことも防衛策廃止の背景にあるとも考えられます。

(2) 本事件と買収防衛策の意義

① 実務上の問題点

本事件と同様に買収防衛策を発動する場合には、公開買付け期間中に株主総会を開催し、その決議を経ることが必要となります。

本事件では、公開買付け開始後に買付け期間を延長した結果、買付け期間中に定時株主総会を迎えたため、買収防衛策採用及び発動の特別決議が得られたものです。

したがって、株主総会開催の準備がない時期に買収者が突如公開買付けを開始した場合、臨時株主総会を招集するための取締役会の開催や会場確保を2ヶ月以内に行うことは極めて困難ですから、総会開催は不可能でしょう。

公開買付け実施の開始前に熟慮期間を設けている買収防衛の自主ルールは、かかる時間的問題を解決する手法と位置付けることができます。

② 本事件の適用範囲

買収防衛策の発動について、裁判所は取締役会による決定に対しては懐疑的であり、株主意思の尊重がキーワードになっています。

本事件では、事前に株主意思を反映した買収防衛策が導入されていなかったために、対抗策発動の意思決定ハードルを最も高い株主総会の特別決議に設定した

もので、最高裁の判断もこれを前提にしたものです。

したがって、買収防衛策の導入の大枠を株主総会で決定して株主意思を反映したルールを事前に設定し得た場合には、いざ有事という場合に対抗措置を発動するには、今度は株主意思を確認するハードルを低くする中間的な設定も想定されます。

つまり、事前警告型買収防衛策を株主総会の特別決議によって株主意思を反映する型にしておけば、有事の際は、独立委員会+取締役会決議あるいは株主総会の普通決議などクリアが容易な決定方法が肯定されうることになります。

③ 事前警告型買収防衛策の意義

以上のとおり、公開買付制度の枠内では有事の際に株主総会の開催は、実務上困難であるという点、また対抗措置発動時のハードルを緩和するという点から、事前警告型買収防衛策の意義は、未だに失われてはいないと考えられるのです。