

日本企業の買収防衛策における独立委員会の機能

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 近年、日本市場でも企業の合併・買収（M&A）が活発化し、企業価値を毀損するような濫用的買収者による敵対的買収を排除するために買収防衛策を導入する事例が増えている。防衛策が経営陣の保身のために悪用されることを防止するために、発動の是非を判断する独立委員会を設置するケースも多い。
2. 2007年4月、東京放送（TBS）の大株主である楽天が、TBS株式を追加取得し、持株比率を20%超に引き上げる意向を表明した。TBSは、20%以上の株式を取得する場合に一定の手続を踏むことを求める、いわゆる事前警告型の買収防衛策を導入しているため、楽天の意向表明を受けて、防衛策発動の可否が検討されることになった。
3. これを受けてTBSの独立委員会が検討を行い、楽天がTBSの定めたガイドラインにいう濫用的買収者の定義に該当するとは言えないと結論づけた。
4. TBSの独立委員会による検討は、経営陣から独立した委員会を設けることで、買収防衛策の恣意的な発動を防止するという機能が十分に発揮できることを証明したものと言えるだろう。

I TBSによる買収防衛策発動見送り

1. 防衛策発動の検討と見送り

民放大手の東京放送（TBS）の経営陣と同社の大株主となったインターネット関連ビジネス大手の楽天との間で経営権のゆくえをめぐる綱引きが続いている。楽天が、TBSの株式約15.5%を取得したことを明らかにし、同社に対して経営統合を申し入れたのは、2005年10月13日のことであった。それから2年余りが過ぎ、楽天はTBSに対する持株比率を19.86%にまで高めたが、当初提案された経営統合はもちろん、業務提携をめぐる協議にも進展はみられず、両者の関係は膠着状態とも言うべき状況にある。

こうした中で、2007年4月19日、楽天は、TBSに対して、同社の株式を追加取得し、持株比率を20%超に引き上げたいとする意向を表明した。楽天によれば、その狙いは、TBSを同社の持分法適用会社にあることにあるという。楽天は、これまでTBS株式の取

得に多額の資金を投入してきているだけに、持分法適用会社として TBS 株式取得の効果
を自社の連結損益に反映させることで、自社株主の理解を得たいというのである。

これを受けて TBS は、同社の買収防衛策（2005 年 5 月 18 日発表、2007 年 2 月 28 日改
定の「当社株式にかかる買収提案への対応方針」）に基づき、楽天に対する対応措置（具
体的には新株予約権の割当による持ち分比率の引き下げ、つまり買収防衛策）の発動の当
否を取締役会の社外諮問機関である「企業価値評価特別委員会」に対して諮問した。TBS
経営陣は、買収防衛策発動の当否を問う臨時株主総会の招集準備も進めるなど、明らかに
防衛策の発動を期待していた。

ところが、特別委員会は、9 月 7 日付で TBS に対して対応措置の不発動を勧告した。そ
して TBS の取締役会は 9 月 12 日、委員会の勧告を尊重し、10 月開催を予定していた臨時
株主総会の中止を決定したのである。

2. TBS の買収防衛策

TBS が 2007 年 6 月 28 日に開催された定時株主総会で株主による承認（普通決議）を得
た現行の買収防衛策は、いわゆる事前警告型の仕組みであり、概ね次のような手続が定め
られている¹。

- ① 株式公開買付（TOB）等によって 20%以上の株式を取得しようとする者（買収者）
に対しては、取締役会が予め除外を承認した場合を除き、買付意向説明書の提出を求
める。
- ② 買付意向説明書が提出された場合、特別委員会が取締役会の諮問を受けて防衛策（対
応措置）の発動の当否を検討する。必要に応じて、買収者に対して追加的な情報の提
供を求めることもある。対応措置は、買収者以外のすべての株主に対して新株を割り
当てるのに等しい効果をもつ取得条項付新株予約権の無償割当である。
- ③ 特別委員会は、ガイドラインに照らして、買付者が濫用的買収者に該当するかどうか
を検討する。ガイドラインの定める濫用的買収者の要件は、概ね以下の通りである²。
 1. 真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価をつり上げて高値で株式
を会社関係者に引き取らせる目的で買収を行う、いわゆるグリーンメイラー。
 2. 経営参加の目的が、事業経営上必要な知的財産権、ノウハウおよびコンテンツ等の
権益、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を自らに委譲させることである場合。
 3. 経営支配後に資産を自らの債務の担保や弁済原資として流用する予定である場合。
 4. 経営参加の目的が、主として放送設備の処分にある場合。
 5. 経営参加の目的が、不動産、有価証券等の資産を売却するなどして一時的な高配当

¹ 同社ホームページに掲載された第 80 期定時株主総会招集通知の第 4 号議案による。

² これらのうち 1.から 5.までは、ニッポン放送事件における保全抗告審決定（東京高決平成 17 年 3 月 23 日、商
事法務 1728 号 41 頁）で示された、濫用的買収者のいわゆる四類型とほぼ対応している。6.は放送事業者とい
う TBS の事業の特性に対応した類型であると言えよう。

やそれによる株価の上昇を狙って売り抜けをする点にある場合。

6. 経営参加の目的が、主として報道内容に影響を与えたり、世論に影響を与えることなどにあり、放送事業者としての公共的使命に照らして不適切であると判断される場合。
 7. その他企業価値の維持・向上を妨げるおそれのある者、放送事業者としての公正性・中立性確保の観点から問題があると疑われる者。
- ④ 特別委員会は、全員一致で買付者が濫用的買収者にあたらないと判断した場合には、取締役会に対して、対応措置の不発動を勧告する。それ以外の場合には、取締役会に対して株主総会に対応措置の発動の可否の判断を求めるよう勧告する。
 - ⑤ 取締役会は、特別委員会の勧告を最大限尊重し、株主総会が招集された場合にはその決議に従い、対応措置の発動または不発動を決定する。

3. 特別委員会における検討と勧告内容

TBS 取締役会は、4月19日の楽天による買付意向説明書の提出を受けて、楽天に対して様々な情報の提供を求めることとした。しかし、楽天側の回答は具体性を欠くなど不十分であると判断し、6月14日、特別委員会に対する諮問に踏み切った。

これを受けて、特別委員会が、楽天による株式の追加取得が TBS の企業価値を毀損するおそれがあるかどうか、また対応措置の発動が必要かどうかについて検討することとなった。なお、特別委員会は、TBS の社外取締役である北村正任委員長（毎日新聞社社長）のほか、社外監査役を務める他社の経営者2名、弁護士、公認会計士、商法学者それぞれ1名ずつがメンバーとなっており、計6名で構成されている。

この時点で、TBS 取締役会は、楽天による株式の追加取得が TBS の企業価値を毀損すると断定したわけではない。もっとも、取締役会が当初から楽天側の意向を受け入れるべきと判断していたのであれば、防衛策の対象とすることを予め除外することも可能である。従って、取締役会としては、この段階で、楽天側の意向が、TBS の企業価値を毀損したり放送事業者としての公正性・中立性の確保を損なったりする可能性があると考えていたとみて差し支えないだろう。

特別委員会は、楽天、TBS 双方の役員に対するインタビューや専門家からの意見聴取などを行い、最終的に、楽天がガイドラインにいう濫用的買収者に該当するか否かは断定できないが、対応措置を発動する必要はないとする勧告を取りまとめた³。その理由は、次のように説明されている。

- ① 楽天は株式追加取得の狙いを TBS を持分法適用会社とすることで業務提携への取り組みをより踏み込んだものとし、TBS の業績・企業価値向上を通じて自社の企業価値向上を図ることだとし、具体的なシナジー効果の試算なども示している。また、

³ 勧告書は TBS ホームページに掲載されている。

TBS の放送設備を売却する意図がないことも明らかにしている。従って、楽天は、ガイドラインにいう濫用的買収者の定義の 1.~6.のいずれにも該当するとは言えない。そこで、より一般的な類型である 7.に該当するかどうかを検討する。

- ② 楽天は、追加取得後の株式保有比率を「20%を若干超える程度」に留めるとしており、その場合、TBS が楽天の持分法適用会社となったとしても、両社の間に会社法上の支配関係が構築されるとは言えない。持分法適用会社にしたいとする楽天の意向は、不合理とは言えない。もっとも、今後 10 年間は保有比率を「20%を若干超える程度」に留めるとする楽天の説明は、書面による約束ではなく、経済合理性を欠くとも考えられることから、今後、株式の追加取得が行われる可能性も否定できない。
- ③ 楽天の他の持分法適用会社への対応等に鑑み、楽天が TBS の放送内容や編集権に積極的に介入する意思を有していると認定することはできない。従って、楽天の株式追加取得が放送事業者としての公正性・中立性の確保を脅かすものとは言えない。
- ④ 楽天は、TBS と他社との業務提携を排除しないとしていることから、株式追加取得によって、TBS の「全方位業務提携」戦略が損なわれるといったディスシナジーは生じないものと考えられるが、従業員その他のステークホルダーが楽天の株式取得に反対していることからすれば、TBS の企業価値の維持・向上が阻害される可能性は完全には否定できない。他方、楽天の主張する業務提携によるシナジーも発現可能性は高いとは言えず、TBS の企業価値が楽天との提携によって直ちに向上するとは言えない。従って、今回の株式追加取得によって TBS の企業価値が毀損される可能性はないとは言えないが、直ちに毀損されると断定することもできない。
- ⑤ 楽天は、グループ会社である楽天証券が金融庁から業務改善命令を受けるなどコンプライアンス面での問題を抱えているが、そのことが直ちに TBS の企業価値を毀損するものとは言えない。楽天による TBS 株式取得の経緯でインサイダー取引が行われた可能性、TBS の会計帳簿閲覧を求めて係争中であること、野球協約上の問題発生の可能性が指摘されていること、などについても、株式の追加取得が TBS の企業価値を毀損すると判断する理由にはならない。
- ⑥ ②~⑤の検討により、楽天が、ガイドラインにいう濫用的買収者の定義の 7.に該当するとは言えない。

以上のような勧告理由本文に加え、二人の委員（氏名は特定されていない）による以下のような補足意見が示されている。

- ① TBS の企業価値評価にあたっては、通常の営利企業としての企業価値算定に加え、公共性を旨とする報道機関としての価値も織り込むべきだが、その数値化は難しく主観的、感覚的なものとならざるを得ない。主観的、感覚的に言えば、楽天の持分法適用会社となることが、TBS の報道機関としての価値を損なう危惧もあるが、楽天が現在の報道姿勢の継続に異を唱えることもできないため、当面は、買収防衛策を発動

せず、楽天との交渉を継続すべきである。

- ② 買収防衛における企業価値毀損の可能性は、買収者が支配権を取得した場合に企業価値が毀損されるかどうかという観点から行われるべきである。買収防衛策の発動は20%を超える時点で行わなければ遅すぎるというものではなく、更なる買い増しが行われた時点で発動することも可能である。防衛策は支配権を取得しようとする者に対して発動するものであり、10年間買い増しを行わないと言う者に対して発動するのでは、脅威に対して対応措置の効果が大きすぎる。TBSのブランド・イメージに与える影響はこの段階では問題とするに至らず、ディスシナジーも軽微である。放送事業者としての公正性・中立性に脅威が発生することは考えられない。

II TBSによる発動見送りの意義

1. 広くみられる独立委員会

一般に、買収防衛策の導入と発動は、企業価値を毀損するような濫用的買収者による敵対的買収の試みを排除するという観点から正当化されている。日本市場においても、近年、企業の合併・買収（M&A）が活発化していることで、濫用的な敵対的買収の可能性も高まっているとして、防衛策を導入しようとする企業が増えている。

しかし、敵対的買収が成功すれば、その地位を追われることが予想される現経営陣のみに防衛策発動の判断を委ねたのでは、防衛策が恣意的に発動され、経営陣の保身のために悪用される危険性が高くなる。そこで、経営陣から独立した委員会による検討という仕組みが用いられることが少なくない。野村証券金融経済研究所の調査によれば、防衛策の発動にあたって独立委員会の検討を経る仕組みは、防衛策導入企業の82.6%に採用されている(図表1)。

図表1 買収防衛策のタイプ別分類（2007年7月時点）

	社数	構成比
1.事前警告型	369	97.4%
○取締役会決定型	327	86.3%
独立委員会あり	293	77.3%
独立委員会なし	34	9.0%
○株主意思確認型(防衛策発動時)	42	11.1%
独立委員会あり	20	5.3%
独立委員会なし	22	5.8%
2.ライツプラン	10	2.6%
合計	379	100.0%

- (注1) 事前警告型とライツプランの双方を有する企業が1社ある。
(注2) 「独立委員会と取締役会とで判断が異なった時」など、条件次第で発動の是非について株主意思を確認するものを含む。
(出所) 野村証券金融経済研究所

2. 独立性を示した TBS の委員会

もっとも、独立委員会といえども、そのメンバーは、たとい株主総会による承認という手続きを経るとしても、基本的には現経営陣が指名するものであり、経営陣の利益を代弁するだけの、いわば「お手盛り」委員会に過ぎないのではないかという疑念を完全に打ち消すことは難しい。

事実、過去に独立委員会が買収防衛策の発動を勧告した例としては、2006年7月の王子製紙による敵対的買収の試みに際して、北越製紙の設置した委員会が行ったものが知られているが、これに対しては、「北越が急きょ導入した事前警告型防衛策の手續に従わず、今後もそう見られることのみを理由に対抗措置の発動を勧告したようであり、もしそうだとすれば株主の利益となる施策は何かという主題から離れて手續論に終始した本末転倒の判断と言わざるを得ない」との厳しい批判がなされている⁴。しかも、この時、北越製紙の経営陣は、委員会の勧告にもかかわらず防衛策の発動を見送っており、委員会の判断が尊重されることで経営陣による防衛策の濫用が防止されるという本来の機能は、全く発揮されなかったと言わざるを得ない⁵。

これに対して、TBSの特別委員会が、前述のような詳細な検討を行った上で、楽天の意図する株式取得がTBSの企業価値の向上を妨げたり、放送事業者としての公正性・中立性確保の観点から問題となったりするようなものではないと結論づけ、防衛策の不発動を勧告したことは、独立委員会という仕組みが、経営陣の判断とは異なる観点から株主利益を擁護するために一定の機能を果たし得る可能性を示したものとして、高く評価することができよう。

また、臨時株主総会招集の手續を進めるなど、防衛策の発動へ向けた準備を整えているながら、自らの意図とは相反する内容の勧告を真摯に受け止め、委員会の判断を尊重したTBS経営陣の対応も、制度本来の趣旨に則ったものと評価することができるだろう。

III おわりに

先のブルドックソースによるスティール・パートナーズに対する買収防衛策発動をめぐっては、株主総会の意思による発動であったという事実が、その合法性を支える有力な根拠の一つとされた⁶。しかしながら、法人株主間の「持ち合い」の復活がささやかれ、「安定株主工作」が重視される日本の株式市場の現状に鑑みれば、株主総会の決議が、常

⁴ 『日本経済新聞』2006年9月8日付夕刊7面のコラム「十字路」（岩倉正和執筆）。なお、このコラムの筆者である岩倉正和弁護士は、TBSの企業価値評価特別委員会の委員である。

⁵ 委員会は2006年8月2日に招集され、8月8日付で北越製紙の取締役会に対して防衛策を発動するよう勧告した。これを受けて取締役会は検討を行い、約一ヶ月後の9月5日、王子製紙によるTOBが不成立に終わったため防衛策発動の必要はなくなったとして不発動を決定した。

⁶ 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」『商事法務』1809号・1810号、拙稿「ブルドックソースによる買収防衛策発動」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

に株主共同の利益を真に代弁するものと評価できるかどうかは疑問なしとしない。

現に、ブルドックソース事件の最高裁決定（最決平成 19 年 8 月 7 日、商事法務 1809 号 16 頁）も、「（株主総会の決議を経た防衛策の発動であっても）会社の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、（中略）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」と述べている。それだけに、今回の TBS の一件を機に、買収防衛策を真に株主の利益に即したものとしていく上で、独立委員会の果たす機能が改めて認識されても良いのではないだろうか⁷。

⁷ こうした観点からは、独立委員会が全員一致で防衛策の不発動を勧告した時を除いて、発動の是非の判断が株主総会に委ねられるとする TBS が定めた枠組みそのものの妥当性については議論の余地もあろう。