

## 買収防衛策

## ～「複合」事前警告型スタンダードが確立～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

2007年のM&A件数は前年比2.8%減の2,696件となった(レコフ調べ)。本シリーズでは同年のM&A動向を主要なテーマごとに概観する。第四回目は買収防衛策。

わが国防衛策の多くは事前警告型だが、会社側の判断で発動できるという、信託型と同様のスキームを持つ。その意味では「複合」事前警告型というべきである。

買収提案の応諾および拒絶は極めて高度な経営判断である。法的安定性と資本市場の信認を伴った防衛策は、コーポレートガバナンスの裏付けなくして有り得ない。

## 「スタンダードモデル」が確立

2007年に買収防衛策としてライツプラン(ポイズンピル:毒薬条項)を導入した企業は、414社にまで達した。そのうち238社については、2007年になってからの決定である。ほとんどは事前警告型ライツプランを採用しており、信託型ライツプランは全体の10社に止まっている。

信託型ライツプランは、平時に新株予約権を発行して信託銀行に預託、敵対的買収者が登場した有事には取締役会の判断で、新株予約権の交付および行使を決定するもの。信託銀行の介在に伴うコストが発生、また導入時に株主総会の特別決議が必要であり、企業には負担感が大きい。

一方の事前警告型ライツプランは、敵対的買収の脅威に晒されていない平時において、いざ有事となった際に買収者が従うべきルールを、あらかじめ設定しておくもの。信託型のように特別なコストは発生せず、特別決議が必須要件として課せられてもいないため、広く採用されている。

D I R 経営戦略研究所は買収防衛策の「日本型スタンダード」を探るべく、日本コーポレートガバナンス研究所(J C G R:若杉敬明理事長)のアンケート調査に回答した312社中、2007年6月末を経た時点において、事前警告型ライツプランを導入済みの64社を対象に分析した。

まず導入時の手続については、約7割が株主総会の普通決議となっている。特別決議(定款変更)を経た例は1割弱に過ぎず、残り2割は取締役会の決議のみによる。対象とする保有割合は20%、会社側の検討期間は60日間(現金による買収の場合)が、一般的なスキームである。

買収者に提供を求める情報は、概ね6~10項目である。例外なく掲げられるのは6項目、買収者に関する情報、買収の目的や方法など、買収資金の裏付け、買付後の経営方針、買収価格の算定根拠、利害関係者に対する方針。買収者および買収提案に関する内容となる。



ライツプランの発動条件も6～10項目が多い。共通しているのは、手続の不遵守、高値買取の要求、資産の廉価取得、会社資産の流用、一時的な高配当、強圧的二段階買収、の6項目。は当然として、～ は濫用的買収者の典型的なビヘイビアとされるものである。

ほとんどの導入事例は、独立委員会の討議を経た上で、発動・非発動を決定するとしている。同委員会の平均人数は3.6人で、社外取締役・社外監査役・社外有識者が万遍なく起用されている。ただし個別にメンバー構成を見ると、社外監査役と社外有識者の組み合わせが最も多い。

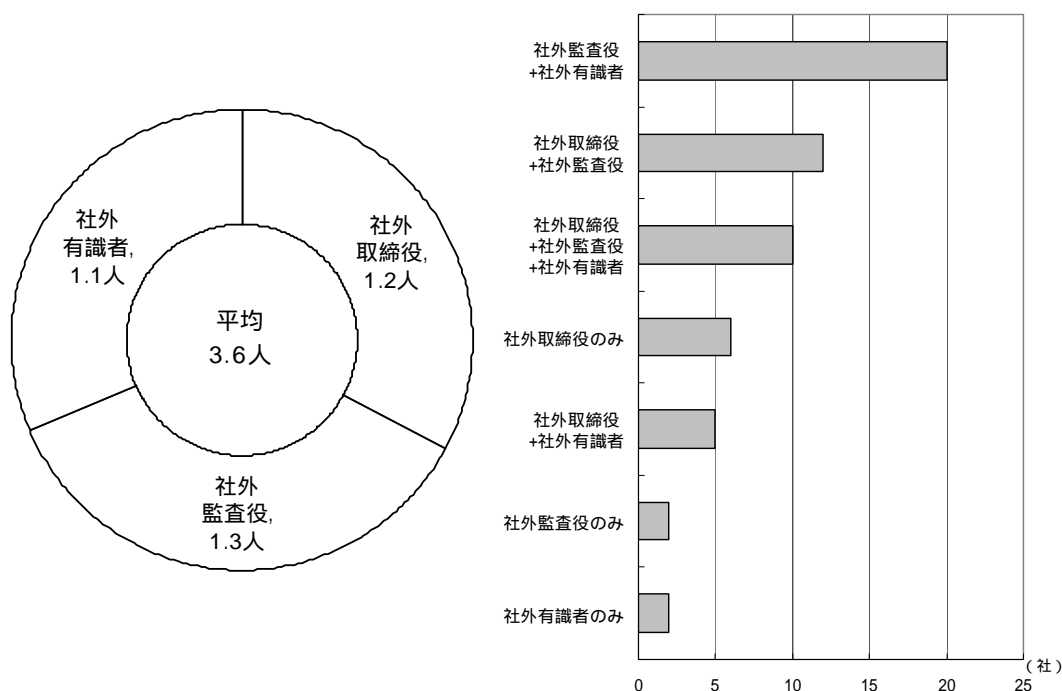
### 株主重視の視点に適う防衛策

以上の分析結果をまとめると、(1)導入時には株主総会の普通決議によって承認を得る、(2)提供情報・発動条件とも6項目プラスを設定する、(3)社外監査役・有識者により独立委員会を構成する、というのが、わが国防衛策の「スタンダードモデル」と考えられよう。

ただし株主重視の視点から捉えると、このスタンダードモデルには問題が少なくない。上述したそれぞれの特徴に対しては、(1)普通決議では導入手続として軽い、(2)買収者に課すルールが不当に重い、(3)独立委員会の実効性が疑わしい、といった批判が想定される。

これはスタンダードモデルが、会社側の判断で発動できるという、信託型と同等の効果を期待しているにも関わらず、導入・発動の手続が伴っていないことによる。すなわち同モデルは「複合」事前警告型ともいべき構造を持ち、そのため本来の事前警告型とは多くの点で異なる。

図表：買収提案を評価する独立委員会の構成



出所：JCGRのデータを元にDIR経営戦略研究所が作成

経済産業省の諮問機関である企業価値研究会は2005年5月、公正な買収防衛策について検討した「企業価値報告書」を公表した。その中で紹介された信託活用型防衛策と対抗措置事前警告型防衛策が、一般にいう信託型・事前警告型それぞれの本来的な設計思想を表わしている。

同報告書によると信託活用型は、買収提案の適否を経営陣が判断できるが、導入時に株主総会の特別決議、発動時に社外取締役の判断を経ることを原則とする。一方で対抗措置事前警告型は、経営陣が導入・発動の権限を持つが、買収者が手続を遵守すれば即TOBに移行する。

すなわち本来の信託型・事前警告型は、手続と効果のバランスがとれるよう工夫されている。しかし「複合」事前警告型については、効果に見合った手続を備えていない。そのため経営陣が安易に導入・発動に踏み切ることによって、株主利益を損なう懸念が大きいと指摘される。

もっとも多くの企業にとって、特別決議を得ることはハードルが高い。独立性の高い社外取締役を複数招聘するなどすれば、普通決議のままでも一定の評価を得られよう。そもそも取締役会の多数を独立社外取締役が占めていれば、株主総会を通す必要はないという考え方もある。

### 防衛策を巡る今後の方向性

近時、ブルドックスソース事件の最高裁決定を受けて、法的安定性を高めるため発動時に総会決議を絡める動きが目立つ。独立委員会の勧告に応じて臨時株主総会を招集できるとする例が多い。また買収耐性を強める狙いもあってか、事業会社間の株式持ち合いが増加している。

しかし買収提案の応諾・拒絶は極めて高度な経営判断で、多数決原理に依拠する株主総会に合理的な解を求めるのは難しい。資本構成が株式持ち合いで歪んでいるならば尚更である。むしろ取締役会における意思決定のプロセスこそ、客観性の高いものに鍛えるべきではないか。

客観的な意思決定プロセスのポイントは社外取締役にある。企業経営の専門家が少数株主を代表するため、独立性と影響力を兼ね備えたチェック役となるべきである。防衛策に法的安定性と資本市場の信認を伴わせるには、コーポレートガバナンスの裏付けなくして有り得ない。

- 以上