

2013年12月26日 全10頁

コーポレートガバナンス情報

2013年総会シーズンの買収防衛策の近時動向

～敵対的買収対応の在り方を探る～

「形式的」な買収防衛策から「実質的」な買収防衛対応へ

コンサルティング・ソリューション第一部
コンサルタント
吉川 英徳

[要約]

- 買収防衛策の近時動向を確認する為、2013年総会シーズン（2012年7月-2013年6月）における上場企業の買収防衛策の新規導入・継続更新・廃止の状況を分析する。
- 外国人投資家など機関投資家比率が高い企業において、非継続を選択する企業が引き続き少なくなかった。本来、外国人投資家など機関投資家比率が高まっているということは、潜在的な敵対的買収リスクも同時に高まっていることも意味するのだが、そういった企業がかえって買収防衛策を継続導入できないというジレンマが出てきている。また最近では買収者側においても、買収防衛策の存在を前提に行動する事例も散見される。
- 買収防衛における議論の焦点は買収防衛策という手続面の適否から、いかに経営陣がガバナンス体制や経営資源の効率的な配分の観点で、株主・投資家を納得させる経営を行えるかという実質面に変わりつつある。

1. はじめに

新株予約権を対抗措置とする買収防衛策（ライツプラン）が日本で導入されてから8年が経過し、2013年の株主総会シーズンで2回目の更新を迎えた企業も多い。買収防衛策の導入企業数自体は既にピークアウトしたが、依然として500社超の上場企業が導入しており、大規模な企業のみならず地方など規模の小さい企業においても導入が進んでいる。買収防衛策のスキームについても、必要情報や発動条件等の項目は定型化されており、日本の資本市場において買収防衛策は定着して久しいと言えよう。

一方で、昨今のわが国株式市場の上昇局面で外国人投資家が積極的に日本株を買っており、上場企業の議決権行使において外国人投資家の影響力が増している。その外国人投資家を中心に機関投資家は、買収防衛策の導入（新規・継続）に対して年々、原則・反対の姿勢を強めており、導入・継続議案が否決される可能性も決して低くはなくなってきている。

そうした中で、2012年7月-2013年6月の株主総会に於いては、外国人投資家など機関投資家比率が高い企業において、非継続を選択する企業が引き続き少なくなかった。さらに一部の企業においては、継続議案を株主総会に上程する旨を公表したにもかかわらず、総会前日になって議案を撤回したケースも見受けられた。本来、外国人投資家など機関投資家比率が高まっているということは、潜在的な敵対的買収リスクも同時に高まっていることも意味するのだが、そういった企業がかえって買収防衛策を継続導入できないというジレンマが出てきている。

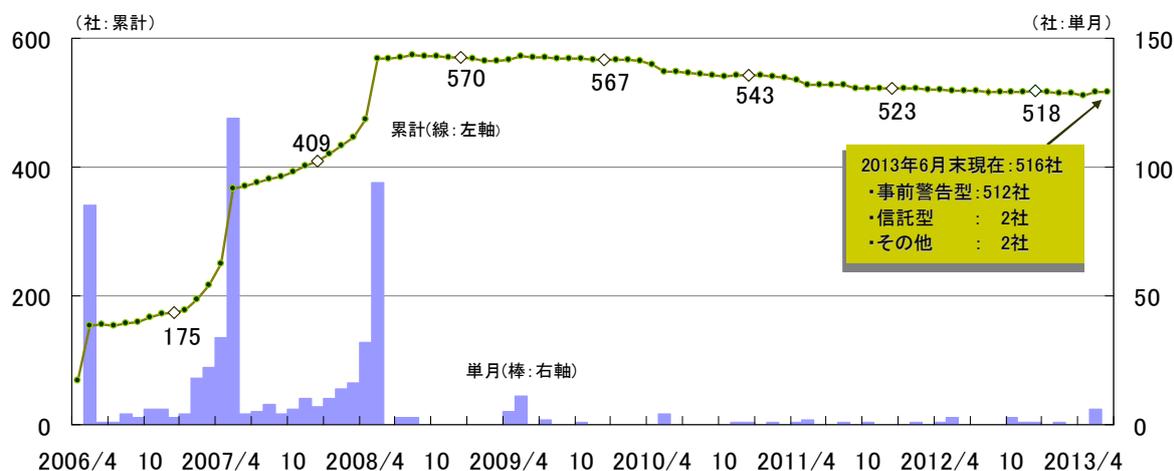
また最近では買収者側においても、買収防衛策の存在を前提に行動する事例も散見される。こういったケースでは、買収者である事業会社やファンド等が買収防衛策の定める大量買付ルールに則り「大量買付行為に係る意見書」を提出している。買収者が何の前触れもなく敵対的TOBを仕掛けてくるのを未然に防いでいるという意味では、買収防衛策の導入は一定の歯止めの役割を果たしていると言えよう。一方で、買収防衛策それ自体により敵対的買収の阻止が期待できる訳ではなく、あくまで買収を進めるための手続き的な側面が認識されつつある。買収防衛における議論の焦点は買収防衛策という手続面の適否から、いかに経営陣がガバナンス体制や経営資源の効率的な配分の観点で、株主・投資家を納得させる経営を行えるかという実質面に変わりつつあると言えよう。

本稿においては、近時における買収防衛策の新規・継続導入の動向を踏まえつつ、株主構成において外国人投資家を中心とした機関投資家の比率が高まる中で、上場企業にあるべき敵対的買収対応の在り方を探っていききたい。

2. 上場企業における買収防衛策の導入状況

図表1に示すように、上場企業における買収防衛策の新規導入社数は2006年・2007年・2008年をピークに減少しており、最近では10社程度で推移している。一方で、導入企業数の累計は2008年8月の574社をピークに減少傾向にあるが、依然として500社超が導入している状況にある。導入企業の顔触れも、大手企業から地方企業まで広がっており、わが国資本市場において一般的な状況となっている。

図表 1 : 買収防衛策の導入企業数の推移



(注) 棒グラフは単月の導入社数 (右軸)、線グラフは累計導入社数 (左軸)

(出所) レコフデータ「MARR」より大和総研作成

新規導入の内訳を詳しく見てみると、2012年7月-2013年6月の新規導入企業数は12社（前年同期は7社）。組織再編等に付随するケースを除くと、実質的な新規導入企業数は図表2に示すような9社となっている。ここ数年の新規導入企業数は実質的に5社程度であったことを踏まえると、若干とはいえ増加している。新規導入した企業の中には、アクティビスト・ファンドと見られる投資家が大量保有報告書を提出している企業や、会社側が発表した第三者割当増資を巡って一部の株主が差止請求を訴えている企業といった事例もある。

図表 2 : 2012年7月-2013年6月の買収防衛策の新規導入企業

	時価 総額 (億円)	筆頭株主 (名称・%)	外国人 (%)	賛成率 (%)	
KLab (10/22)	176	個人	14.8	3.8	78.1
セブテーニHD (11/20)	191	事業会社	13.8	6.7	74.4
トライステージ(12/14)	82	個人	21.6	28.1	67.2
蛇の目マシン工業(5/10)	169	個人	7.8	2.5	81.1
酒井重工業(5/15)	120	金融機関	4.9	2.3	87.5
中京医薬品(5/17)	37	個人	15.1	0.0	71.2
日本コロムビア(5/21)	87	事業会社	31.2	2.1	91.2
明治機械(5/24)	12	金融機関	3.3	0.5	93.8
石井食品(5/27)	36	個人	13.1	0.1	95.5

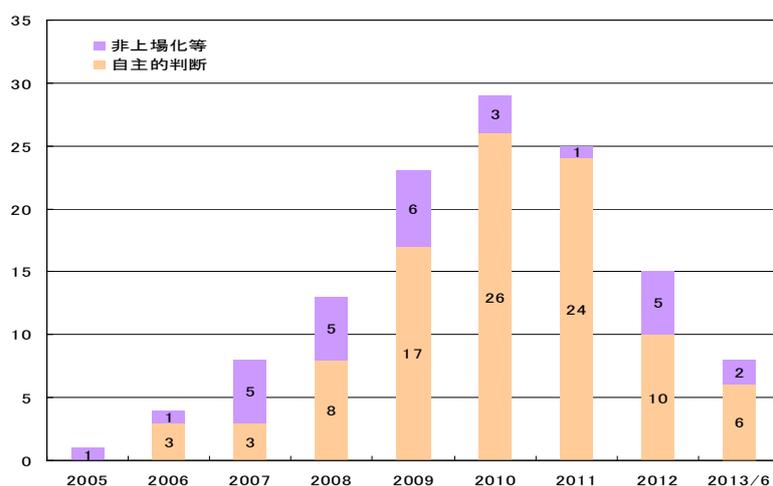
(注) カッコ内は導入公表日

(出所) 各社臨時報告書並びに会社四季報2013年3集より大和総研作成

廃止・非継続を選択した企業は適時開示によると、2012年7月-2013年6月で12社（前年同期11社）となっている。図表3に示すように、買収防衛策の廃止件数は2010年をピークに減少傾向にある。新規導入のピークは2006-2008年であり、最初に迎える継続のタイミング（3年後である2009-2011年）に廃止する事例が多かったことが背景にある。

図表4で個別に非継続を選択した企業（組織再編によるものを除く）を見ると、一部の例外はあるが総じて、筆頭株主が信託口（すなわち国内機関投資家）であったり外国人株主比率が高かったりしている。ここから類推するに、非継続を選択した背景として、議決権における機関投資家の比率が高まり、株主総会で継続議案が否決されるリスクが高まったことがあると思料される。例えば、ある企業では買収防衛策の継続議案の上程のプレスリリースを一旦出したが、総会前日に議案撤回のプレスリリースを発表している。これは買収防衛策に対する機関投資家からの反対票（事前行使）が当初の想定以上に多かった為と推察される。

図表3：買収防衛策の廃止企業数の推移



（出所）レコフデータ「MARR」より大和総研作成

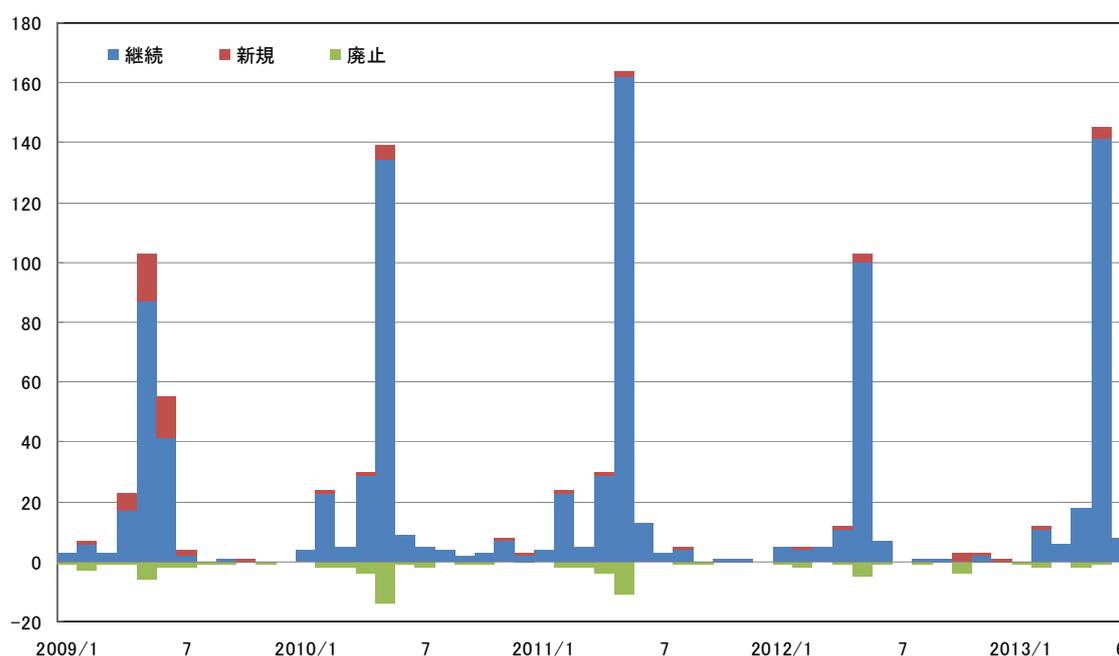
図表4：自主的判断による非継続企業（12/7-13/6）

日	企業名	時価総額 (億円)	筆頭株主 (名称・%)	外国人 (%)
8月15日	ECI	9/30 上場廃止	-	-
2月6日	コココーラウエスト	1,990	事業会社	15.1
2月13日	アサヒGHD	12,118	金融機関(信託口)	5.2
4月25日	アンリツ	1,975	金融機関(信託口)	8.1
4月26日	参天製薬	3,391	金融機関(信託口)	12.3
5月13日	五洋建設	709	金融機関(信託口)	8.5
6月26日	富士フィルムHD	11,296	自己株	6.3

（出所）会社四季報 2013年3集より大和総研作成

継続導入を選択した企業数は2012年7月-2013年6月においては188社であり、前年同期の141社から増加した。主要企業の継続議案を見てみると、継続した多くの企業において、必要情報や発動要件の修正など細かな変更点は見られるものの、大きな発動プロセスにおける変更（株主意思確認総会の導入等）を加えた企業は一部に限られている。日本において買収防衛策が本格普及期となる2007年に買収防衛策を導入した継続が2013年で2巡目の更新を迎える事となり、買収防衛策のスキームについても一定の目線が定まったためと考えられる。

図表5：買収防衛策の新規・継続・廃止企業数の推移(累計、単月、2013年6月まで)



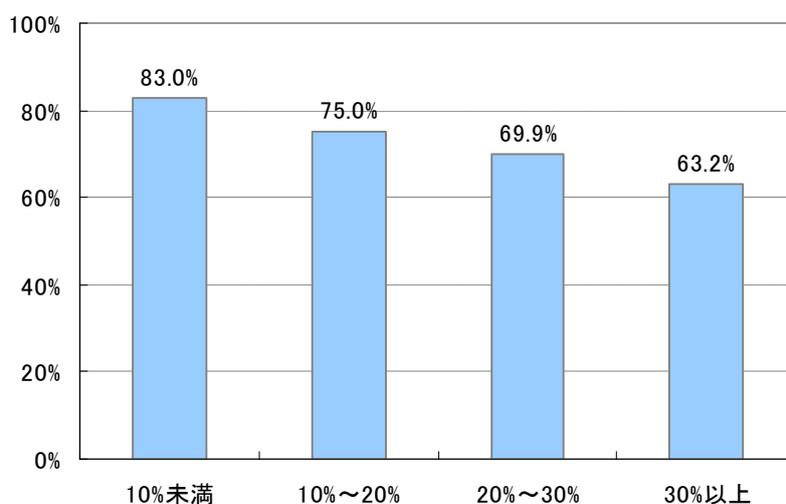
(出所) TDnet より大和総研作成

3. 主要企業（TOPIX500 採用銘柄）における買収防衛策の外国人投資家の対応

図表6は2012年7月-2013年6月に買収防衛を更新した主要企業（TOPIX500採用企業）61社における、外国人株主比率と賛成率の相関性を示したものである。これによると外国人株主比率と賛成率には強い相関関係があり、外国人投資家を中心とした機関投資家は原則として買収防衛策に対して反対の姿勢であることが見て取れる。特に外国人投資家比率が30%以上の企業に焦点を当てると、平均の賛成率が63.2%、個別では賛成率が50%台の企業も散見される。

一方で、取締役会における社外取締役の比率は、賛成率との間に明確な相関が認められない(図表 8)。買収防衛策の発動を最終的に判断するのは取締役会全体であり、社外取締役が 1 人か 2 人かといったレベルでは、投資家の信頼を得るのに不十分ということだろう。ちなみに 2012 年 6 月に防衛策を更新したブラザー工業は、外国人投資家比率が約 3 割近くいるにもかかわらず、賛成率が 90%に迫るまでの高い水準だった。同社の社外取締役は取締役会の過半数(6 人中 4 人が社外取締役)を占めており、機関投資家がガバナンスの取組みを評価したと見られる事例もある。

図表 6：外国人株主比率と買収防衛策賛成率



(注) 外国人株主比率は横軸、買収防衛策賛成率は縦軸

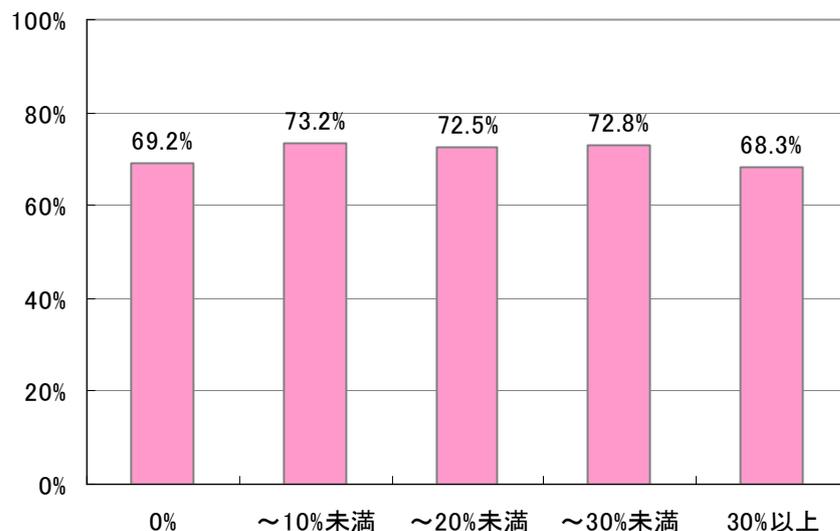
(出所) 各社臨時報告書、有価証券報告書より大和総研作成

図表 7：外国人株主比率が 30%以上の企業における買収防衛策賛成率

会社名	外国人株主比率 (%)	賛成率 (%)
三菱地所	44.5	59.6
ヤマハ発動機	43.9	60.5
信越化学工業	41.4	56.9
ワコム	37.5	61.1
日本光電工業	36.4	64.4
住友不動産	35.6	60.1
日本ペイント	35.1	62.3
オリンパス	33.9	66.9
ニトリ	33.4	62.0
コナミ	32.9	65.0
スタンレー電気	31.3	60.8
関西ペイント	31.2	61.9
住友金属鉱山	30.6	64.7
三井化学	30.6	63.9
グローリー	30.5	77.3

(出所) 各社臨時報告書、コーポレートガバナンス報告書より大和総研作成

図表 8 : 社外取締役比率と買収防衛策賛成率



(注) 社外取締役比率は横軸、買収防衛策賛成率は縦軸
 (出所) 各社臨時報告書、コーポレートガバナンス報告書より大和総研作成

なお、2012年6月-2013年7月において継続議案が株主総会に上程された買収防衛策について海外の大手インデックス・ファンド運用会社3社（バンガード、ステート・ストリート、ブラックロック）の議決権行使状況¹について各社の米国SECへの開示資料を基に調査したところ、賛成を集めたのはヤマハ発動機、キッコーマン、オリンパスの3社。これら外国人投資家が賛成した背景としては、各社が導入している買収防衛策において、例えば買収者に対して情報を過大に要求しないなど過度に買収者に対して負担を与えない仕組みとなっており、また、買収者に情報の提供を求める際に於いても独立委員会が情報の充足性を判定するなど、取締役会の恣意性を排除する仕組みとなっていることが挙げられる。これに加え、上述した3社はいずれも社外取締役が3名以上と、コーポレートガバナンスにおける取組が評価された側面も大きいものと考えられる。

¹ 主要外国人投資家については VANGUARD INTERNATIONAL EQUITY INDEX FUNDS、SPDR INDEX SHARES FUNDS 及び iSHARES INC を通じた保有分に関する議決権行使状況を調査した。バンガード、ステート・ストリートはキッコーマンに賛成。ブラックロックはヤマハ発動機、オリンパスに賛成。

4. あるべき敵対的買収対応の視点と今後の方向性

外国人投資家を中心とする機関投資家による株式保有比率が高まる中で、上場会社が買収防衛策の新規・継続導入を諮ることは年々、厳しくなっている。結果として皮肉なことに、議決権の多くが機関投資家に保有されている、いわば買収リスクが相対的に高い株主構成であるほど、その企業は買収防衛策を保持できない状況となっている。したがって機関投資家株主の比率が高い買収防衛策の導入企業においては、コーポレートガバナンスの取り組みを強化するなどして、外国人株主から買収防衛策の継続議案に賛成を得られるように努力するか、もしくは非継続せざるを得ないという選択が迫られている。

さらに近年になって、買収防衛策を導入している企業に対して大量買付行為を行う事例が散見されるようになってきている。その際においては、事前に公表されている大量買付ルールに則って買収提案が行われたケース（TOB が開始されない）や、トリガー基準（議決権の 20% など）の手前で買付行為がストップされたケース等、買収防衛策は一定の効果を発揮していると言えよう。ただし換言すれば、もはや買収防衛策の有無にかかわらず、買収対象として魅力的な（もしくは隙がある）場合には、正面から買収提案されることが当然になりつつある。

図表 9：買収防衛策を導入している企業に対して大量買付行為を行った主な事例

日時	買収者	被買収者	概要
2007年2月	ファンドA社	事業会社B社	ファンドA社が大量買付の意向表明書を提出。事業会社B社は買収防衛策に則り検討するも、反対の意向表明。ファンドA社は撤退。
2007年5月	ファンドA社	事業会社C社	ファンドA社が敵対的TOBを実行。事業会社C社は買収防衛策に則り、ライツプランを発動。
2008年9月	事業会社D社	事業会社E社	事業会社D社が事業会社E社に対し買収提案を行う。事業会社D社は大量買付ルールに則り対応。事業会社D社は提案を撤回。
2011年9月	ファンドF社	事業会社G社	ファンドF社が事業会社G社の株式を大量に買い付ける。事業会社G社は買収防衛策(トリガー28%)を有事導入。ファンドF社の事業会社G社に対する持分は27%で止まった。その後、株式大規模買付の意向表明書を提出。翌年6月の定時総会で反対決議を可決。
2012年12月	ファンドH社	事業会社I社	ファンドH社が事業会社I社の株式を大量に買い付ける。事業会社I社は買収防衛策(トリガー25%)を有事導入。ファンドH社の事業会社I社に対する持分は24.3%で止まった。
2013年1月	事業会社J社	事業会社K社	事業会社K社の大株主である事業会社J社が買収提案を行う。大量買付ルールに則り対応。事業会社J社は買収提案の撤回を公表。
2013年10月	投資会社L社	事業会社M社	投資会社L社が事業会社M社に対し、大量買付意向表明書を提出。事業会社M社は独立委員会を開催し、対抗措置を発動しない旨を勧告。取締役会はそれに従い、対抗措置を不発動。

(出所) 各社IR資料、大量保有報告書等より大和総研作成

買収防衛策の先にある「具体的な買収リスクへの対応」が求められる流れの中で、上場会社にあるべき買収リスク対応としては、まずそもそもの敵対的買収リスクを未然に最小化すること、並びに仮に敵対的買収の事象が発生した場合に事業への影響を最小化することが必要でそれに向けた行動が重要となろう。具体的な取り組みに際しては、(1) どのような買収者を想定するか(想定買収者)、(2) どのようなタイミングでリスクに対応するか(想定タイミング)、という2つの観点が重要であると考えている。

(1) 想定買収者については、「企業の保有する余剰資産」を狙うフィナンシャル・バイヤー、と「企業の保有する事業資産」を狙うストラテジック・バイヤーに分けて対応を整理できる。

フィナンシャル・バイヤーとしては、いわゆるアクティビスト・ファンドと呼ばれる投資家が想定される。彼らは潜在的な企業価値と比較して市場評価が低い企業に対して資金を投じ、投資収益の最大化に向けて積極的に株主権を行使する。例えば、余剰資産を多く有している企業の場合は、それら資産の現金化による株主還元を要求してくる。また、非主力事業の売却等もその要求に含まれる場合がある。そして先鋭的なケースとして、ファンド側による取締役選任議案の上程や敵対的 TOB の実施等、買収行為を仕掛ける事で経営陣に対して圧力をかけてくる事例も見られる。この場合は主に、財務面の改善を進めておくことが買収リスクの低減につながる。

一方でストラテジック・バイヤーとしては、同業の競合他社や、異業種においても自社の事業領域の拡大を考えている企業等が想定される。彼らの買収の目的は自社の事業強化に資する技術力や営業基盤、ブランドといった事業資産である。一般的には、ストラテジック・バイヤーが買収を仕掛ける場合、自社事業とのシナジー効果を見込んでいる。また、事業運営ノウハウも有しており、買収後の経営を主導的に行える。そうしたことから、フィナンシャル・バイヤーと比較して、より高い買収価格を提示する事が可能だと言われている。したがって買収リスクを下げるには、事業面における非効率を排除し、自社単独での成長性を高めておくことが必要といえる。

(2) 想定タイミングについては、買収リスクが顕在化していない、いわゆる「平時における対応」と、実際に買収者が現れた「有事における対応」に分けて整理する必要がある。

「平時における対応」としては、買収リスクを低減するという観点から、例えば以下の取り組みが必要だろう。①日頃から ROE 向上を目指した経営を行い、資本市場から高い評価を得ておく、②買収リスクの顕在化(有事)をできるだけ早期に発見できるように、自社株式の動向や潜在的買収者に関する情報収集を継続的に行う、③買収行為を仕掛けられた際の社内対応体制(コンティンジェンシー・プラン等)を整備することで、有事における限られた時間を最大限に活用できるようにする。

また「有事における対応」においては、買収行為による企業価値へのマイナス影響を最小限

にするという観点から、例えば以下が具体的な対応として考えられよう。①事前に想定したコンテンツ・プラン等に則って迅速・適切に関係者が対応する、②買収提案よりも企業価値を高める新たな事業計画を策定・公表する、③買収者以外の株主やその他ステークホルダー、さらには世論の理解・協力を得られるよう訴える。

一部の企業に於いては、機関投資家と見られる外国人株主比率が 5 割を超える企業も出てきている。また、国内の機関投資家を含めるとオーナー系企業を除く多くの上場企業において、機関投資家が議決権の半数以上を保有しているケースが多く見られる。このような企業に対して買収者が TOB（公開買付）による株式取得を試みた場合は、最終的に判断するのは株主であることを鑑みると、いつでも潜在的に買収可能であると言えよう。

そのような株主構成の状況において、買収提案に対して対抗するためには、経営陣は機関投資家の支持を得る為に、最低でも買収者が提示する金額以上の企業価値を提示する必要が求められ、場合によってはホワイトナイト等の対抗措置も必要となろう。その際の議論の焦点は“どちらの提案が企業価値の向上に資するのか”という視点となる。提案内容に実現性・信頼性を持たせるには、提案内容の精査や経営陣のより強いコミットメントはもちろんのことだが、過去の実績も重要となろう。その為には、いざ有事になった際に投資家に信頼してもらうためには、有事における対応だけでなく、いかに平時から企業価値向上に向けて取り組んでいる姿勢を投資家に訴え続ける事が重要となろう。

多くの日本企業は円安効果等で収益性が回復しつつあり、株価もここ数年来の高水準で評価されている。一方で、依然として一部の企業では多くの余剰キャッシュを抱え込み ROE が低く、株式市場からの評価も PBR で 1 倍割れの低い水準に留まっている例も散見される。今後も外国人株主比率が引き続き高まると予想される中で、機関投資家から支持される経営に取り組むことが、安定的な経営を行う上で不可欠である。買収防衛策の導入など「対症療法」に止まらず、企業価値を向上させることにより買収リスクそれ自体を低減する「根治療法」についてこそ、上場会社としては取り組むことが望ましいだろう。

以上