

2024年2月6日 全14頁

買収防衛策の近時動向（2024年1月時点版）

活性化する非友好的な株式取得と買収防衛策のあり方

コンサルティング第一部 主任コンサルタント 吉川 英徳
コンサルティング第二部 コンサルタント 山本 一輝
コーポレートバリュー・アドバイザーチーム

[要約]

- ここ数年、事業会社やアクティビスト投資家等による経営に影響を及ぼすことを目的とした非友好的な株式取得が目立つようになってきている。上場企業側は対抗措置として有事導入型の買収防衛策を導入・発動するケースも増加しており、資本市場において上場企業の経営支配権のあり方に関心が高まっている。
- そうした中、2023年8月に経済産業省が「企業買収における行動指針」を策定し、3つの原則として、「企業価値・株主共同の利益の原則」、「株主意思の原則」、「透明性の原則」を公表している。
- 企業買収における行動指針の策定・公表に伴い、上場企業は同意なき買収であっても「真摯な買収提案」には「真摯な検討」を行うことが求められることが明確となった。買収防衛策についても、平時における潜在的な買収者に対する牽制効果ではなく、有事において、買収者に対して情報を求め、企業価値向上の観点から取締役会として検討する時間の確保という役割に変わりつつある。
- 事前警告型買収防衛策を導入している企業の中には、同意なき買収に対する漠然とした不安から潜在的な買収者に対する牽制効果を期待し買収防衛策を導入している企業もあるように見受けられるが、今一度、自社の企業価値向上に向けた取り組みを整理し、有事導入型の買収防衛策への切り替えを含め自社の社内体制を見直す必要があると考える。

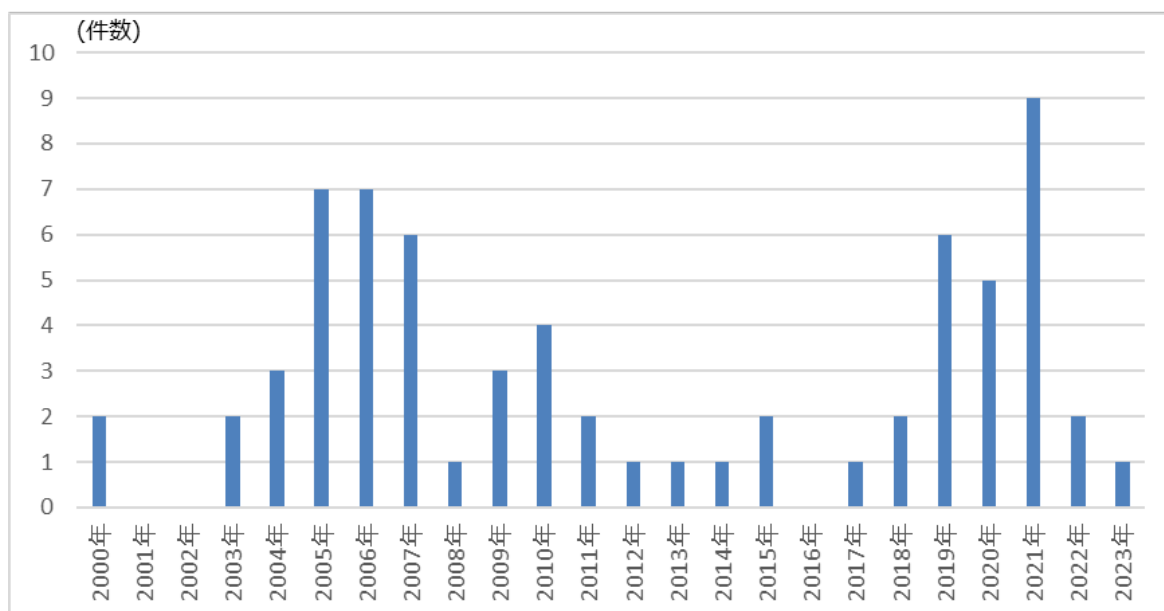
1. 活性化する非友好的な株式取得

ここ数年、事業会社やアクティビスト投資家等による経営に影響を及ぼすことを目的とした非友好的な株式取得が目立つようになってきている。非友好的な株式取得の類型としては、①経営権の取得を目的とした同意なき買収、②経営権に一定の影響を及ぼす事前同意のない株式の大量取得行為がある。

(1) 経営権の取得を目的とした同意なき買収

同意なき買収（敵対的 TOB）の件数推移を整理したのが図表 1 である。足元は落ち着いているが、2019 年～2021 年にかけて高水準で推移していた。同意なき買収が増えた背景としては、政策保有株式の縮減等により安定株主が減少していることに加え、コーポレートガバナンス・コードの導入により、資本市場の上場企業は独立社外取締役を 1/3 以上確保することが求められるなどコーポレートガバナンスの観点から社会の目線が厳しくなっており、従来に比べて、企業価値向上に資する買収提案等に対し上場会社側が受け入れるだろうとの期待値が高まっていることがある。また、TOB を実施する側においても、一昔前は同意なき買収は企業のレピュテーションを下げるという風潮があったが、過去に大企業が同意なき TOB に踏み切ったケースにおいても特にレピュテーションに対して負の影響が観測されなかったということもあり、最近では、買収手法の 1 つとして認知されつつある。例えば、同意なき TOB を実施し、最終的に被買収者側が受け入れた事例としては、大手電子部品メーカーによる工作機械メーカーに対する TOB の事例が象徴的である。当事例においては、一旦、水面下の交渉で買収提案を断られたものの、TOB を実施。買収提案株価について高いプレミアム水準を付与したことや買収後のシナジー効果等を踏まえ、工作機械メーカーの取締役会は最終的には「賛同」しており、後述する経済産業省が 2023 年 8 月末に公表した企業買収行動指針を踏まえた買収提案対応となっている。さらに、直近では、大手保険会社が福利厚生サービス大手に対し事前の同意なき買収提案を公表している。このケースにおいては、医療情報サイトの運営会社が福利厚生サービス大手を友好的 TOB において買収する意向を示していたが、大手保険会社がより高い買収価格を提示することで、福利厚生サービス大手の取締役会に対し再考を促す流れとなっている。保守的と見られている大手保険会社が、既に当事者同士で意向が固まっていた買収案件に、対抗提案の実施という形で買収合戦に参画することは、日本の資本市場の雰囲気が変わってきており、同意なき買収に対するアレルギーが薄まりつつある証跡であるともいえる。

(図表1) 近年の主な同意なき買収の推移



(出所) レコフ M&A データベースより大和総研作成

(図表2) 近年の主な同意なき買収の事例

対象会社	買収提案者	公表時期	形態
ソルキア	佐々木ベジ	2017年2月	資本参加 (TOB)
べんてる	ココ	2018年3月	資本参加
サンヨーホームズ	日本アジアグループ	2018年4月	資本参加 (TOB)
ジェクシード	BMI Hospitality Services (香港法人)	2019年1月	資本参加 (TOB)
デザート	BSインベストメント (伊藤忠商事の完全子会社)	2019年1月	出資拡大 (TOB)
廣済堂	南青山不動産	2019年3月	買収 (TOB)
ユニソホールディングス	エイチ・アイ・エス	2019年7月	出資拡大 (TOB)
東芝機械 (芝浦機械)	シティインデックスイレブンス	2020年1月	出資拡大 (TOB)
前田道路	前田総合インフラ (前田建設工業の完全子会社)	2020年1月	買収 (TOB)
澤田ホールディングス	アップシロン投資事業有限責任組合 (META Capital)	2020年2月	買収 (TOB)
大戸屋ホールディングス	コロワイド	2020年7月	買収 (TOB)
京阪神ビルディング	サンシャインH号投資事業組合 (ストラテジックキャピタル、UGSアセットマネジメント)	2020年11月	出資拡大 (TOB)
日本アジアグループ	シティインデックスイレブンス	2021年1月	買収 (TOB+スクイーズアウト)
東京製綱	日本製鉄	2021年1月	出資拡大 (TOB)
日邦産業	フリージア・マクロス	2021年1月	出資拡大 (TOB)
サンケン電気	エフィッシモキャピタルマネジメント	2021年2月	出資拡大 (TOB)
富士興産	アスリード・キャピタル	2021年4月	買収 (TOB+スクイーズアウト)
東京機械製作所	アジア開発キャピタル	2021年7月	資本参加
新生銀行	SBIホールディングス	2021年9月	買収 (TOB)
シタックス	オイシックス・ラ・大地	2022年6月	資本参加 (TOB)
T&K TOKA	ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド(NAVF)等	2023年1月	出資拡大 (TOB)

(注) 色掛けは買収提案者が事業会社の事例

(出所) 経済産業省「公正な買収の在り方に関する政策動向」(2023年5月)等より大和総研作成

(2) 経営権に一定の影響を及ぼす事前同意のない株式の大量取得行為

経営権の取得を目的とした同意なき買収に至る手前の段階において、経営権に一定の影響を及ぼす事前同意のない株式の大量取得の事例も目立っている（図表 3）。代表的なケースとしては、いわゆるアクティビスト投資家による株式の大量取得行為がある。一定数の株式を大量取得することにより、企業側に対して経営戦略の変更等を促していくことを目的としている。特に村上グループは豊富な資金量を背景に、株式の大量取得（20%以上、場合によっては 30%以上）を行うことから、上場企業側の警戒感も強く、買収防衛策の有事導入に至るケースも多い。

議決権ベースで過半数を確保しなくとも、株主総会における議決権の行使率を踏まえると、多くの企業で 40%程度の議決権を確保すれば実質的に株主総会議案の可否を決定することが可能となる。特に安定株主が少ない会社においては、特定株主の議決権が 30%程度であっても株主総会における影響力は大きく、経営権に対し一定の影響を及ぼす水準となる。具体的には、株主総会における議決権行使率が 80%の企業において、特定株主が 30%を保有している場合、特定株主以外で 10%の議決権を有する株主が特定株主と同じ議決権行使行動をとると、特定株主の意向が経営に反映されることとなる。

事前同意のない株式の大量取得行使が経営に影響に与えた具体的な事例としては、建設業 T 社の事例及び機械 N 社の事例が挙げられる。建設業 T 社の事例においては、YFO（28.5%保有）が 2023 年 6 月株主総会において、取締役の選任等を求める株主提案を実施、他の機関投資家の支持を集め、推薦した取締役 9 名中 7 名が賛成多数で可決している。また、機械 N 社の事例においては、AVI が社外取締役の推薦や増配などを求める株主提案を実施、大株主の MIRI キャピタルが一部株主提案に賛成したことから増配等の株主提案が可決されている。過半数の議決権を確保せずとも、経営に対し一定の影響を及ぼすことができる事例といえる。

(図表3) 経営権に一定の影響を及ぼす事前同意のない株式の大量取得行為の主な事例

企業	株式の大量取得者	時期	買収提案の有無	最大保有比率	買収防衛策の導入	概要
電気機器A社	情報通信H社	2019年12月～	△	19.0%	平時導入 (2020年5月)	情報通信H社が2021年10月に大規模買付行為等にかかる意向表明書(約4.4%追加取得)を提出、独立委員会の勧告に基づき2022年6月株主総会で対抗措置の発動決議を上げ→情報通信H社は意向表明書を撤回
建設業N社	村上グループ	2020年4月～2021年12月	×	25.0%	-	村上グループは建設業N社の自己株TOBに応募+残りの株式を大手総合商社に売却
建設業T社	YFO (Yamauchi No.10 Family Office)	2022年3月～	○	28.5%	有事導入 (2022年5月) →取下げ (2022年6月)	2022年4月に1株1000円で買収提案を実施 2023年6月定時株主総会で株主提案を実施し、推薦する取締役7名が可決し、取締役会の多数派を確保 →取下げ 2023年9月に1株1255円で再度買収提案を実施 2023年12月に取締役会は反対意見を表明、YFOは買収提案を撤回
証券業J社	村上グループ	2022年8月～ 2023年2月	×	19.0%	有事導入 (2022年8月)	村上グループは証券業J社の実施する自己株TOBに応募
機械N社	AVI MIRIキャピタル	2021年7月～	×	2者合計で 44.9%	-	2023年6月株主総会でAVIが株主提案を実施、一部議案についてはMIRIキャピタルが賛成に回り、増配等の株主提案が可決(社外取締役選任は否決)
石油・石炭製品C社	村上グループ	2022年4月～ 2023年12月	×	20.1%	有事導入 (2023年1月)	村上グループは保有株式を同業の卸売業I社に売却
証券業T社	Be Brave、UGS アセット マネジメント及びキャピタル・マネ ジメント、エピックグループ	2023年5月～	×	4者合計で 26.5%	有事導入 (2023年5月)	証券業T社がBe Brave、UGS アセットマネジメント及びキャピタル・マネジメント、エピックグループの4者を共同協同関係の認定
パルプ・紙H社	海運業D社	2023年12月～	×	18.6%	有事導入 (2023年12 月)	-

(出所) 各社公表資料等より大和総研作成

2. 「企業買収における行動指針」の策定とその影響

(1) 「企業買収における行動指針」の概要

非友好的な株式取得の活発化、それに伴う上場企業側の対抗措置として有事導入型の買収防衛策の導入など経営支配権のあり方が資本市場で注目される中、2023年8月に経済産業省が「企業買収における行動指針(以下、「企業買収行動指針」)」を策定・公表している。経済産業省は2005年以降、M&Aに関する公正なルール形成に向けてM&Aに関する原則や視点、ベストプラクティスなどを整理する指針及び報告書を策定している(図表4)。直近では、2019年にMBO及び支配株主による従属会社の買収を対象に、構造的な利益相反関係への対応の観点から「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表している。今回の「企業買収における行動指針」は、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為全般を対象としており、特に経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案に関するあるべき対応策等が整理されている。

(図表 4) M&A に関する公正なルール形成に向けた経済産業省の取り組み

年	経済産業省における主な取り組み
2005年	「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(経済産業省・法務省)の策定
2007年	「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」を策定
2019年	MBO及び支配株主による従属会社の買収を対象とした「公正なM&Aの在り方に関する指針」の策定
2020年	企業グループ内の事業・子会社のM&Aに関する「事業再編実務指針」の策定
2023年	「企業買収における行動指針」の策定

(出所) 大和総研作成

企業買収行動指針の特徴としては、図表5で示している3つの原則がある。その中で、第1原則である「企業価値・株主共同の利益の原則」については、買収提案を受けるか否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させるかを基準に判断されるべきと明記している。企業価値は、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」と定義されており、買収提案の是非の判断においては、定量的な価値での判断が求められることとなる。また、第2原則は「株主意思の原則」で、会社の経営支配権に係る事項について、株主の合理的な意思に依拠することを求めている。この原則に従うと、いわゆる買収防衛策における対抗措置の発動に際して、株主意思の確認が必要となる。第3原則は透明性の原則である。通常、買収提案等においては非公表の水面下でのやり取りが主となるが、株主の判断のために有用な情報については積極的に提供されるべきであることを求めている。

(図表 5) 買収行動指針における3つの原則

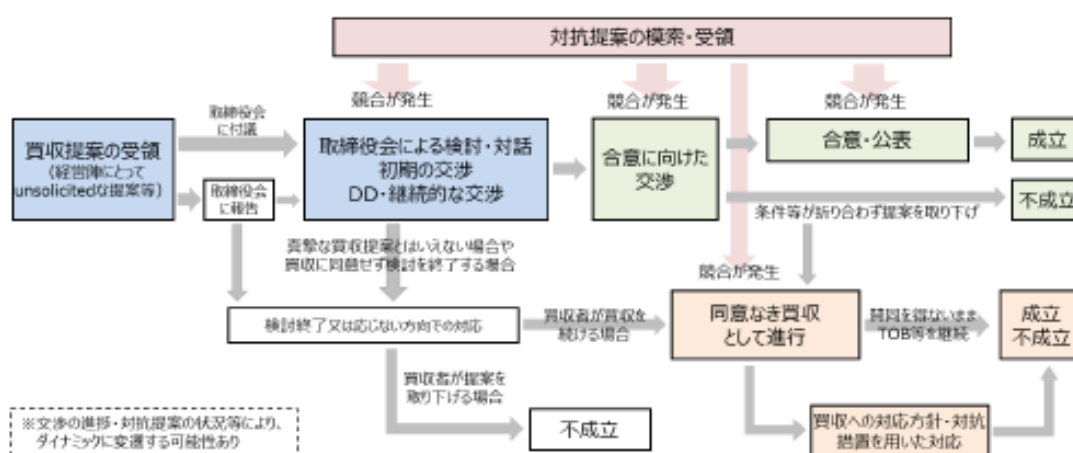
上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき3つの原則		
第1原則	企業価値・株主共同の利益の原則	望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべき
第2原則	株主意思の原則	会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべき
第3原則	透明性の原則	株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべき

(出所) 経済産業省「企業買収における行動指針」(2023年8月)より大和総研作成

「企業買収行動指針」において示されている買収提案フローは以下のとおりである(図表6)。経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが求められている。買収提案を付議された取締役会は、「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることが求められている。なお、提案された買収提案が「真摯な買収提案(具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案)」に該当するか否かに関し

では、図表 7 に示されている類型等を参考に、必要に応じて外部アドバイザーの助言を受けつつ検討することとなる。仮に、「真摯な買収提案」であると認められる場合には、取締役会として、以降、時間とコストをかけて「真摯な検討」を行うこととなる。取締役会が「真摯な検討」を進める際には、買収提案者に対する質問リストの送付やインタビューの実施等により、買収提案についての追加的な情報を買収者から得つつ、買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、当該買収提案が企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することとなる。

(図表 6) 企業買収における行動指針における買収対応フロー



(出所) 経済産業省「企業買収における行動指針」(2023年8月)より

(図表 7) 買収行動指針における真摯でない買収提案の類型

真摯でない買収提案の類型 (概要)		詳細
①	具体性が合理的に疑われる場合	✓ 買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案
②	目的の正当性が合理的に疑われる場合	✓ 経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案 ✓ (他の買収者がいる状況において) 買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案 ✓ 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案
③	実現可能性が合理的に疑われる場合	✓ 買収資金の裏付けのない買収提案 ✓ 当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案 ✓ 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案

(出所) 経済産業省「企業買収における行動指針」(2023年8月)より大和総研作成

(2)「企業買収における行動指針」の同意なき買収に対する影響

企業買収行動指針の策定により、上場企業（及びその取締役会）は、「真摯な買収提案」に対しては、「真摯な検討」が求められることとなる。M&A 等により事業拡大を目指す企業においては、「真摯な買収提案の検討」が行われることを前提にして、従来以上にコストをかけた提案が可能となろう。仮に「真摯な買収提案の検討」が行われなかった場合は、それらを理由にして「同意なき買収」に発展したとしても、資本市場の理解が得やすくなる。

実際にある海外企業が、企業買収行動指針の策定を契機に、以前から経営権取得に関心のあった同業の上場企業に対し、買収株価や買収後の経営方針等を含む「真摯な買収提案」を水面下で行った事例がある。当該事例においては、買収提案を受けた企業は、「真摯な検討」を行うために、経験豊富な弁護士やフィナンシャル・アドバイザーを外部専門家の意見を踏まえたうえで、買収提案を経営戦略の方向性や企業価値の観点から時間をかけて検討したうえで買収提案に対する回答を行っており、今後も同様の案件が増加すると考えられる。

3. 役割が変わる買収防衛策

(1) 買収防衛策の導入・継続議案の状況

買収防衛策の導入状況は、2023 年 12 月末時点で 263 社とピーク時の半分以下に減少しているものの、ここ 2 年ほどは概ね横ばいとなっている（図表 8・9）。機関投資家比率の高い企業を中心に買収防衛策の廃止・非継続が一巡した一方で、事業会社やアクティビスト投資家等による非友好的な株式の大量取得を背景に新規で買収防衛策を導入する企業が増加している。

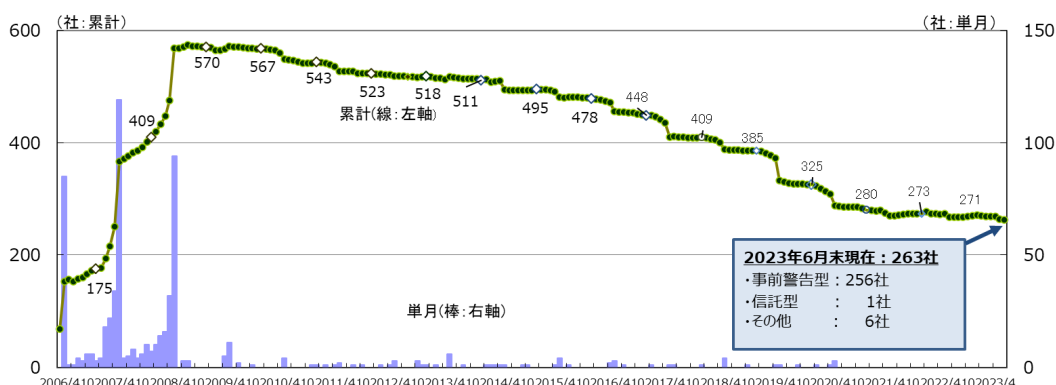
買収防衛策の導入・廃止の傾向を年代別に整理すると、2005 年～2008 年までの当初は海外企業からの敵対的買収に身構えていた、大手電機メーカーや大手製薬企業、大手鉄鋼企業等が導入。その後、アクティビスト投資家の活動が活発化したこともあり、国内内需系（鉄道系や食品系等）へと導入企業の業種は広がった。リーマンショックを経て、敵対的買収やアクティビスト投資家の活動が低迷すると、買収防衛策の導入は一段落し、廃止・非継続する企業が増加、買収防衛策の導入企業数は減少に転じている。2013 年～2017 年頃まではアベノミクスの影響で外国人株主比率が増加した時期であり、外国人株主比率の高い企業を中心に買収防衛策の廃止・非継続が進んだ。さらに 2017 年以降は、国内機関投資家の議決権行使結果の個別開示を契機に議決権行使基準が一層厳格化されたため、株主構成において国内機関投資家比率の高い企業においても買収防衛策の廃止・非継続が進んでいる。

2023 年 6 月株主総会シーズンの買収防衛策の新規導入企業数は 17 社、一方で廃止・非継続は 20 社、継続は 108 社であった。導入企業のうち 4 社が特定標的型の有事導入であり、それ以外の企業においても大株主の存在を意識した事前警告型の買収防衛策を導入している事例も見られた。

上場企業の買収防衛策に対する対応は 2 極化している。事前警告型の買収防衛策に対する機関投資家の見方は厳しく、株主構成で機関投資家比率の高い企業を中心に買収防衛策の廃止・非

継続を選択する企業が相次いでいる。2023年6月株主総会シーズンにおいても、大手不動産業が金融庁による公開買付制度や大量保有報告制度の見直しの議論等を理由に事前警告型買収防衛策の廃止を検討している旨を公表している。一方で、株主総会で買収防衛策の継続議案等が否決されるリスクの少ない安定株主や個人株主中心の株主構成となっている企業においては、買収防衛策の継続導入が引き続き行われている。

(図表 8) 買収防衛策の導入状況



(出所) レコフデータ「MARR」より大和総研作成

(図表 9) 2023年6月株主総会シーズン買収防衛策の導入企業一覧

導入公表日	業種名	時価総額	賛成率	有事型	備考
2023/6/1	卸売業	3,234	7月総会		ノンコミットメント型ライツ・オフリング実施
2023/5/19	証券業	25,186	-	○	Be Brave (10.4%)、UGS-AM (8.3%)、キャピタル・マネジメント (5%) が対象
2023/5/18	情報・通信	27,237	7月総会		光通信が23.7%保有、アルプス・アルバインが15.0%保有
2023/5/15	ガラス・土石製品	5,310	98.3%		
2023/5/12	海運業	44,914	82.7%		特定標的型から事前警告型に切り替え
2023/4/18	情報・通信	7,177	69.3%		対抗措置の基準値は27%、光通信が21.8%保有
2023/2/24	建設業	1,336	91.3%		マッコーリーが18%、ニッソクが20.1%保有
2023/2/17	金属製品	11,880	-		役員導入、対抗措置の基準値は25%、シンプレクスAMが24.2%保有
2023/2/10	鉄鋼	3,902	98.6%		
2023/1/24	ガラス・土石製品	2,683	97.8%		再導入 (2020年2月に廃止・非継続)
2023/1/11	石油・石炭	374,608	-	○	村上G対象の有事特定標的型
2022/12/20	機械	24,137	88.2%		
2022/12/14	卸売業	1,400	94.6%		
2022/11/14	サービス業	3,357	93.5%		
2022/10/24	サービス業	847	99.6%		ノンコミットメント型ライツ・オフリングの実施に伴う導入
2022/8/15	証券業	102,154	-	○	村上G対象の有事特定標的型
2022/7/20	精密機器	9,163	6月廃止	○	AntonPaar (7.3%) 保有し、大量買付行為を実施

(出所) 大和総研作成

(2) 有事導入型の買収防衛策の導入状況

2020年以降の有事導入型の買収防衛策導入企業は14社となっている。2020年の機械S社における村上グループの同意なきTOBに対する対抗措置として開発された有事導入型の買収防衛策であるが、当時、裁判になった際には事後導入である有事導入が認められるのか、というリーガルの懸念があり普及が進まなかった。しかしその後、有事導入型買収防衛策を導入した卸売業F社や機械T社の事例において、裁判で会社側の主張が認められた経緯などから、リーガルの懸念が和らいだこともあり、有事導入型の買収防衛策を導入する企業が広がっている。

有事導入型の買収防衛策の登場により、TOB 後においても、上場会社は買収防衛策の導入が可能となり、濫用的な買収者や一部アクティビスト投資家等による強引な TOB や株式の大量取得に対しては強い牽制効果を発揮できることとなった。一方で、有事導入型を含む買収防衛策における対抗措置の発動に際しては、後述するように企業買収行動指針を踏まえると株主総会における株主意思の確認が求められていることから、仮に企業価値向上に資する真摯な買収提案の一環として TOB が実施された場合、その発動は難しくなると考えられる。有事導入型の買収防衛策は、取締役会決議で導入できることから経営者にとって使い勝手が良い反面、使い方次第では、経営者による保身との批判も出てくる可能性もあり、自社の企業価値向上施策において適切に位置づける必要があると考える。

(図表 10) 有事導入型買収防衛策の導入企業の状況

導入時期	会社名	買収者 (TOBもしくは株式の大量取得行為の実施者)	有事導入 の契機	株主総会における 株主意思確認決議 の有無
2020年1月	機械S社	村上グループ	TOBの実施	○
2021年3月	情報・通信業N社	村上グループ	TOBの実施	-
2021年5月	卸売業F社	アスリード・ ストラテジック・バリュウ・ファンド等	TOBの実施	○
2021年5月	海運業I社	アルフレオホールディングス合同会社	株式の 大量取得行為	○
2021年6月	繊維製品T社	機械F社	株式の 大量取得行為	○
2021年8月	機械T社	アジアインバーストメントファンド	株式の 大量取得行為	○ (MOM決議)
2021年9月	銀行業S社	証券業S社	TOBの実施	-
2022年4月	非鉄製品M社	アダージキャピタル等	株式の 大量取得行為	○
2022年4月	卸売業N社	リ・ジエネレーション等	株式の 大量取得行為	○
2022年7月	精密機器O社	Anton Paar GmbH	株式の 大量取得行為	○
2022年8月	証券業J社	村上グループ	株式の 大量取得行為	なし
2023年1月	石油・石炭製品C社	村上グループ	株式の 大量取得行為	○ (MOM決議)
2023年5月	証券業T社	Be Brave, UGS-AM, キャピタル・マネジメント、エピックグループ	株式の 大量取得行為	○
2023年12月	パルプ・紙H社	海運業D社	株式の 大量取得行為	-

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

(3) 上場会社に求められる買収防衛策に関する対応

上場企業における買収防衛策を取り巻く外部環境は、特に資本市場からの目線が厳しくなっている。一方で、同意なき買収提案の増加やアクティビスト投資家等による株式の大量保有など、従来以上に経営権を争う事例が増加しており、濫用的な買収者やアクティビスト投資家等による非友好的な株式取得に対して一定の牽制効果を発揮するなど買収防衛策の「意義」も確認されている。企業価値向上に資する買収防衛策の位置づけが以前にも増して重要になっている。

① 機関投資家の議決権行使基準を踏まえた対応

図表 11 は、主要機関投資家の買収防衛策に関する議決権行使基準である。国内機関投

資家に関しては、事前警告型の買収防衛策の導入・継続について、原則反対か、賛成する場合でも前提として取締役会における独立社外取締役の構成比率が過半数であることを求めている。また、従来は買収防衛策議案の導入・継続が取締役会決議のみに基づいて行われたい限り、経営トップの取締役選任議案への影響はなかった。しかし、大和アセットマネジメントは2023年12月の議決権行使基準の改定で、買収防衛策の導入・継続企業において買収防衛策議案が株主総会に上程されていた場合、買収防衛策議案への反対に加えて、経営トップ選任議案にも反対する基準を導入している。

買収防衛策の導入・継続が、経営トップ選任議案の賛成率に直接的な影響が出てくることで、従来以上に事前警告型買収防衛策を導入・継続するのは難しくなると想定される。一方で、有事導入型の場合は機関投資家の議決権行使における判断は、状況に応じた個別判断となる場合が多く、事前警告型買収防衛策を平時に導入・継続する際には原則反対姿勢の機関投資家であっても、有事導入の場合にはその姿勢が変わることも想定される。

機関投資家の議決権行使基準対応という観点では、事前警告型の買収防衛策を廃止・非継続する一方で、有事においては有事導入型防衛策の導入を検討する対応が求められる。一部の企業においては、事前警告型の買収防衛策を廃止・非継続する一方で、有事対応社内マニュアルを整備し、有事導入型買収防衛策の導入フローを整理している。他方、機関投資家においては、有事導入型の買収防衛策に関して、買収者と投資先企業の両社の企業価値向上プランを比較したうえで賛否を判断するケースもある。有事導入型買収防衛策を導入する場合には、説得力のある企業価値向上プランを策定・公表することが併せて求められる。

(図表 11) 主要機関投資の買収防衛策に関する議決権行使基準

機関投資家名	事前警告型買収防衛策の反対基準	有事導入型買収防衛策に関する基準
三菱UFJ信託銀行	<ul style="list-style-type: none"> 独立性のある社外取締役が取締役総数の過半数を占めていない場合 導入・継続について合理的な説明がない場合 	<ul style="list-style-type: none"> 個別検討
アセットマネジメントONE	<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役の構成比率が1/2以下の場合 買収防衛策の発動時において、大規模買付ルールの不遵守、高裁四類型、強圧的二段階買収の場合を除き、独立した第三者が過半を占める特別委員会の勧告や株主意確認総会の決議等によるチェック機能なく発動できる場合 検討期間が無制限に延長される場合 買収防衛策の見直し時期が3年超の場合 3期連続で東証プライム市場上場企業のROE1/2分位未満である場合 創業者等の経営者関係者が合計20%超保有している場合 	<ul style="list-style-type: none"> 明記無し
三井住友トラストAM	<ul style="list-style-type: none"> 原則反対 	<ul style="list-style-type: none"> 将来見直しを含めた実質的な株主価値判断に基づき、買収防衛策の発動是非と一体で判断
りそなAM	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会に過半数の独立した社外取締役がない場合 導入・継続の必要性について合理的かつ納得性ある説明がない場合 	<ul style="list-style-type: none"> 買収者と投資先企業双方の企業価値向上プランを比較・検討したうえで個別判断
野村AM	<ul style="list-style-type: none"> 原則反対 	<ul style="list-style-type: none"> 明記無し
大和AM	<ul style="list-style-type: none"> 買収防衛策については反対 買収防衛策を取締役会決議で導入・継続している、または株主総会に事前導入型買収防衛策の導入・継続に関する議案を上程した企業の代表取締役（または代表執行役）である再任候補者の取締役選任議案に反対 	<ul style="list-style-type: none"> 買収防衛策のスキームや買収者と投資先企業双方の企業価値向上プラン等を考慮したうえで個別に検討
日興AM	<ul style="list-style-type: none"> 原則反対 	<ul style="list-style-type: none"> 明記無し
ブラックロック	<ul style="list-style-type: none"> 発動条件に幅広い解釈の余地があり、取締役会の独立性や独立委員会の構成に鑑みて恣意的な運用の懸念が残る買収防衛策は、支持できない。 独立と認められる複数の社外取締役が選任され、さらに取締役の任期が1年に短縮されることで、取締役会の経営監督機能が十分高められていなければ、買収防衛策の導入は支持できない。 防衛策の発動を検討する独立委員会は会社から独立した社外取締役あるいは社外監査役で構成されていることが望ましい。 株主総会での承認を一切得ずに導入する場合は否定的に評価する。 支配権市場を取り巻く情勢は変化していくので、防衛策は有効期間が限定されていなければならない。また3年以内に維持の適否について再検討することが求められる。 既に導入されている他の防衛的措置（追加選任の余地なく取締役の数の上限を設定する等）や株主構成（大株主、安定株主の存在）も勘案し、過剰防衛と判断されれば反対する。 以上に定めた条件を満たす場合は、次に掲げる観点などを踏まえて個別判断する。とりわけ重大な社会的不祥事の発生や長期にわたる業績不振などにより著しく株式価値が毀損している企業において、買収防衛策を導入・継続することがさらに株式価値を毀損しないことが合理的に説明されていなければ、肯定的に評価できない 	<ul style="list-style-type: none"> 当該企業の取締役会、発動対象者双方が開示する情報や説明等も総合的に勘案し、長期的な企業価値への影響に鑑みて個別に判断
ISS	<p>以下をすべて満たす場合は賛成 (第1段階：形式審査)</p> <ul style="list-style-type: none"> 総会後の取締役会に占める出席率に問題のない独立社外取締役が過半数である 取締役の任期が1年である 特別委員会の委員全員が出席率に問題のないISSの独立性基準を満たす社外取締役もしくは社外監査役である 買収防衛策の発動水準が20%以上である 有効期限が3年以内である 総継続期間が3年以内である 他に防衛策として機能しうるものがない 株主が買収防衛策の詳細を検討した上で、経営陣に質問する時間を与えるために、招集通知が総会の4週間前までに証券取引所のウェブサイトに掲載されている <p>(第2段階：個別審査)</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収されやすい状況の改善を目的とする具体的な株主価値向上施策に加え、買収防衛策導入により与えられる一時的な保護が、どのようにしてその施策の実行に役立つのかを招集通知で説明しており、その内容が妥当であると結論付けられる 	<ul style="list-style-type: none"> 経営権の争いがある場合は別基準で検討
グラスリス	<p>以下の要件をすべて満たすのであれば、賛成助言を行う場合もある</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収防衛策の導入と更新に株主承認が必要である 買収防衛策の有効期限が、3年以内である 大規模と判断される買付の基準値は、20%以上である 取締役会の独立性が過半数を超えている 独立した第三者委員会によって、買収防衛策の運営が監視される 提出が必要な情報の量、種類、及び提出期限などの要件が合理的である。 株主の承認によって買収防衛策の廃止が可能である 不合理な例外条項がない場合 買付側に金銭的な支援を許可する条項がない場合 	<ul style="list-style-type: none"> 明記無し

(出所) 各社公表より大和総研作成 (2024年1月時点)

② 「企業買収における行動指針」を踏まえた対応

企業買収における行動指針において、買収防衛策（買収への対応方針・対抗措置）は重要な論点の1つとして言及されている。指針によれば、「買収を巡る当事者が適切に行動することにより、真摯に検討・交渉がされるとともに、対象会社及び買収者の双方から必要な情報が提供され、透明性・公正性が確保されたうえで株主が買収者による株式の取得に応じるか否かを判断（インフォームド・ジャッジメント）することが本来あるべき姿である（第2原則及び第3原則）」としている。そして、買収防衛策が適切に

運用された場合には「株主に検討のための十分な情報や時間を提供するとともに、取締役会に買収者に対する交渉力を付与し、買収者や第三者からより良い買収条件を引き出すことを通じて、株主共同の利益や透明性の確保に寄与する可能性もある。」として、買収防衛策そのものを否定しているわけではなく、適切な設計・運用を求めている。図表 12 は企業買収行動指針で提言されている買収防衛策の設計であるが、必要に応じて買収防衛策の設計見直しを行う必要があると考える。特に対抗措置の発動に関しては、会社の経営支配権に係る事項について、株主の合理的な意思に依拠することを求めている企業買収行動指針の第 2 原則「株主意思の原則」との兼ね合いから株主総会での決議が求められており、それを踏まえた買収防衛策の設計・運用が必要になる。

(図表 12) 企業買収行動指針における買収防衛策の設計

指針での提言	具体的な設計内容 (本指針では例示)	一般的な買収防衛策の 設計内容を踏まえたコメント
対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とする	-	対抗措置の発動は、大規模買付ルール不遵守もしくは乱用的な買収者の場合は取締役会決議で発動できる設計が一般的である
発動要件を限定した設計とすること	対抗措置の発動要件を、買収者が手続ルールを遵守しない場合のみに限定する、もしくは、手続ルールを遵守したとしても、企業価値ひいては株主共同の利益の明白な侵害や強圧性が特に強い場合に限定する	取締役会決議での対抗措置発動の場合は左記の限定条件を付ける設計が多いが、株主総会決議の場合は限定しない場合が一般的
	対抗措置の発動要件において、「オール・オア・ナッシング」の公開買付け（上限を設定せず、買付後の株券等所有割合を株式併合などができる水準（議決権数の 3 分の 2 以上）となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収）を原則として対象外とする	左記の条件を付与するのは一般的ではない
	発動に関する判断を行う取締役会の構成について社外取締役が過半数である場合に限定することや、社外取締役のみから構成される特別委員会の判断を最大限尊重する場合に限定する	特別委員会の構成においては、社外取締役だけでなく、社外監査役、社外有識者が含まれる場合が多い (大手議決権行使助言会社のISSは特別委員会の構成が独立社外取締役・独立社外監査役に限定している)
特殊な状況下の時限的な措置として設計すること	金融危機等により市場全体の株価が一時的に急落しているような場合に、例外的な措置として、時限的に導入するタイプの対応方針（例えば有効期限を短期間に設定し、市場の危機が終息した場合には廃止される等）として設計する	一般的な設計では、時限的な措置は導入していない（ISSは賛成条件として、「総継続期間3年以内（買収防衛策導入時点から有効期間終了までの合計期間）を助言方針に明記している」

(出所) 経済産業省「企業買収における行動指針」(2023年8月)より大和総研作成

4. さいごに

買収防衛策が 2005 年に日本において解禁されて以来、約 20 年弱が経過しているが、その間に、資本市場や企業買収を取り巻く環境は大きく変化している。買収防衛策の役割も、経営の安定性の確保という観点から、潜在的な買収者に対する牽制効果に対する期待として、「有事において、買収者やアクティビスト投資家等による拙速な株式の大量取得を牽制し、株主に検討のための十分な情報や時間を提供するとともに取締役会に買収者に対する交渉力を付与し、買収者や第三者からより良い買収条件を引き出すこと」に力点が変わりつつある。企業買収行動指針が策定されたことで、上場企業においては「真摯な買収提案」に対して「真摯な検討」が求められるようになっており、買収防衛策についても、有事において、買収者に対して情報を求め、取締役会として検討する時間を確保するという役割が従来以上に重視されている。事前警告型買収

防衛策を導入している企業の中には、同意なき買収に対する漠然とした不安から買収防衛策を導入している企業もあるように見受けられるが、今一度、自社の企業価値向上に向けた取り組みを整理し、有事における自社の社内体制を見直す必要があると考える。

—以上—