

2024年9月13日 全10頁

買収対応方針（買収防衛策）の近時動向 （2024年9月版）

ステルス買収者とどう向き合うかが今後の課題

コーポレート・アドバイザー一部
主任コンサルタント 吉川 英徳
コンサルタント 山本 一輝

[要約]

- 買収対応方針（買収防衛策）¹の導入社数は2024年6月末で251社となっている。前年同月比12社減であり、引き続き買収防衛策の導入社数は減少傾向にある。2024年6月株主総会シーズン（2023年7月～2024年6月）における買収防衛策の導入・廃止・継続の状況は新規導入6社（うち2社が特定標的型の有事導入）、継続64社、廃止・非継続13社であった。
- 買収防衛策の導入社数が減少している背景には、機関投資家の買収防衛策に対する目線が厳しく株主総会等での継続議案に対して賛成票確保が難しい点、有事導入型が実務的に定着してきており平時から買収防衛策を導入する理由が薄れてきている点、がある。
- 2023年8月の経済産業省による「企業買収における行動指針」の策定以降、日本企業に対する同意なき買収が目立ってきている。一方で、企業買収行動指針においては「真摯な提案」に対しては企業価値の観点から「真摯な検討」が求められており、買収防衛策の有無に関わらず取締役会が企業価値の観点から適切な対応をすることが期待されている。また、改正金融商品取引法により公開買付制度が大幅に変更され、市場内買付を含めて30%超の株式取得に対して公開買付規制の範囲となる。
- 企業買収行動指針の策定や公開買付制度の改正により、買収防衛策の役割の大部分は終わったという見方がある一方で、依然として、ステルス買収者など濫用的買収者による30%以下の株式取得については制度的な手当は不十分であるとの見方もある。ステルス買収者を未然に防ぐという観点からは平時より企業価値向上に向けた不断の努力が必要であり、また有事の際は、その兆候をいち早く察知し買収防衛策の有事導入など迅速な対応が求められる。その際には、企業買収行動指針で求められている3原則「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」を踏まえ、企業価値の

¹ 以下本稿においては買収対応方針を「買収防衛策」として記載する。

維持・向上の観点から説得力ある証跡と適切なプロセスを経たうえでの対応が求められる。

1. 買収対応方針（買収防衛策）²の導入・廃止状況

ここ数年、アクティビスト投資家の活動が活発していることに加え、同意なき買収が資本市場を賑わせていることもあり、上場企業の買収への対応方針（以下、買収防衛策）に対する関心が再び高まってきている。本稿においては、2024年6月株主総会シーズン（2023年7月～2024年6月）における買収防衛策の動向を整理すると共に、今後の日本の上場企業における買収対応の在り方を整理していく。

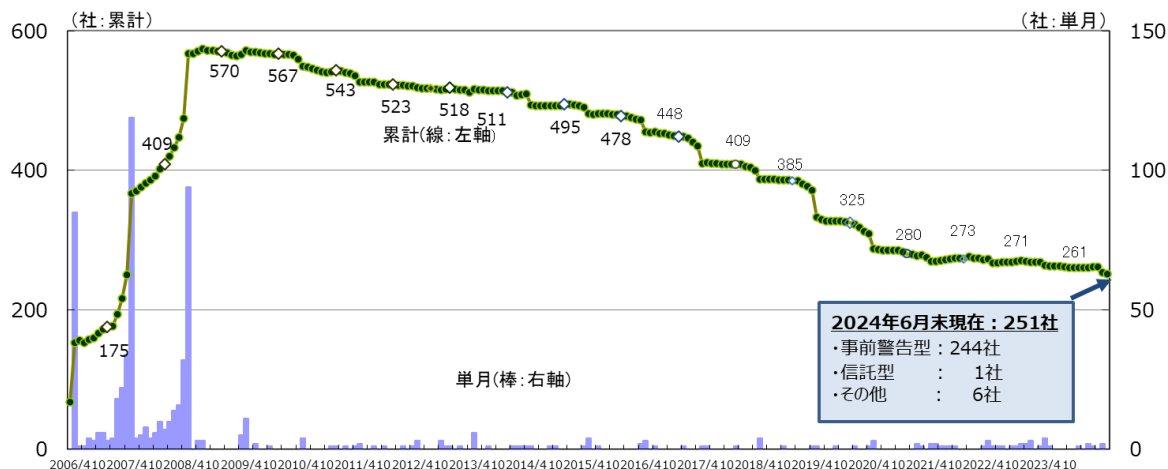
(1) 買収防衛策の導入状況の推移

図表1は近年買収防衛策を導入した企業数の推移を示している。日本企業における買収防衛策の導入社数は2008年の574社をピークに減少傾向にあり、特に国内機関投資家が買収防衛策に対する議決権行使基準を厳格化した2017年以降、導入社数は大幅に減少している。ただ、近年は機関投資家比率が高い企業の買収防衛策廃止・非継続が一巡したことに加え、同意なき買収やアクティビスト投資家の活発化に伴い、新規で買収防衛策を導入する企業も出てきており、買収防衛策の導入社数はここ数年緩やかな減少に留まっている。その結果、2008年のピーク時から半減したと言え、まだ250社超が買収防衛策を導入している。

2024年6月株主総会シーズンにおいては、新規導入が6社、廃止・非継続が13社、継続が64社であり、2024年6月末時点における買収防衛策の導入社数は251社となっている（うち事前警告型244社、信託型1社、種類株や有事導入型等を含むその他6社 図表2）。機関投資家の買収防衛策に対する見方は年々厳しくなっている。これに加え、後述するように企業買収行動指針の策定や公開買付制度の改正等により、買収防衛策の役割の多くが指針もしくは制度的に担保されるようになった。一方で、依然としてステルス買収など濫用的買収者への懸念も根強い点を踏まえると、買収防衛策を継続する企業は一定数存在すると考えられる。

² 以下、要約と同様に、本稿においては買収対応方針を「買収防衛策」として記載する。

(図表1) 近年の買収対方針（買収防衛策）の導入状況



(出所) レコフデータベース (MARR) より大和総研作成

(図表2) 導入・継続・非継続（廃止）の推移

買収防衛策の導入・廃止・継続社数の推移

前年7月～6月末	導入	廃止 (非継続)	継続	前年7月～6月末	導入	廃止 (非継続)	継続
2024年	6	13	64	2018年	5	27	82
2023年	18	20	108	2017年	4	45	170
2022年	13	15	77	2016年	6	30	133
2021年	7	18	78	2015年	7	22	120
2020年	7	49	114	2014年	5	21	213
2019年	3	60	94				

2024年6月株主総会シーズンの主な買収防衛策導入企業

導入公表日	会社名	市場	時価総額 (百万円)	備考
2024/5/21	金属製品T社	スタンダード (内国株式)	4,877	
2024/5/13	建設業O社	スタンダード (内国株式)	19,324	
2024/3/8	非鉄金属N社	グロース (内国株式)	11,050	特定標的型の有事導入
2024/2/21	食料品R社	プライム (内国株式)	27,491	
2024/2/14	精密機器C社	スタンダード (内国株式)	8,758	
2023/12/22	パルプ・紙H社	プライム (内国株式)	323,511	特定標的型の有事導入

2024年6月株主総会シーズンの主な買収防衛策廃止・非継続企業

廃止・非継続公表日	会社名	市場	時価総額 (百万円)	廃止・非継続公表日	会社名	市場	時価総額 (百万円)
2024/6/24	非鉄金属H社	グロース (内国株式)	11,050	2024/5/15	化学K社	プライム (内国株式)	57,912
2024/6/4	医薬品O社	グロース (内国株式)	4,353	2024/5/10	医薬品F社	プライム (内国株式)	18,625
2024/5/28	情報・通信業D社	スタンダード (内国株式)	8,682	2024/5/10	鉄鋼Y社	プライム (内国株式)	131,888
2024/5/24	小売業W社	スタンダード (内国株式)	6,221	2024/5/9	電気機器D社	プライム (内国株式)	47,987
2024/5/21	食料品Y社	プライム (内国株式)	184,062	2023/12/4	石油・石炭製品C社	プライム (内国株式)	672,235
2024/5/20	電気機器S社	スタンダード (内国株式)	18,043	2023/10/31	サービス業H社	プライム (内国株式)	15,734
2024/5/16	陸運業T社	プライム (内国株式)	781,594				

(注1) 時価総額は2024年3月末時点

(注2) 廃止・非継続は開示を元に集計 (上場廃止分は含まず)

(出所) 適時開示資料、各種公表データより大和総研作成

2. 買収防衛策の導入・継続企業の状況

(1) 主な変更点

2024年6月株主総会シーズンにおいて買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した66

社を分析すると、①買収者の定義に共同協調行為を追加、②対抗措置発動時に株主意思確認総会を開催する等に修正している事例が目立った。

まず、共同協調行為に関する明記については、近年資本市場で話題になっている「ウルフパック戦術」への対抗策の一環である。ウルフパック戦術とは、複数の主体が協調して特定の株式を買いあげ、大量取得する行為である。協調しているにも関わらず金融商品取引法上の「共同保有者」として大量保有報告書等で適切に開示しない事案が近年目立っている。対抗策として、買収防衛策における買収者の定義に「共同協調行為」を明記している。例えば、証券業 T 社が 2023 年 5 月に導入した特定標的型の有事導入買収防衛策においては、予め公表しておいた「共同協調行為等認定基準」に基づき、2023 年 12 月に複数の投資家の共同協調関係について独立委員会が認定している。

一方で、対抗措置発動時に株主意思確認総会を開催することについては、企業買収行動指針に「株主意思の原則」が明記されると共に、直近の裁判を踏まえ買収防衛策の導入・発動における株主意思確認決議の必要性が指針内で言及されていることによる対応と見られる。「対抗措置の発動においては原則として株主総会において対抗措置発動の決議を要する」とより踏み込んで明記する事例も複数見られた。

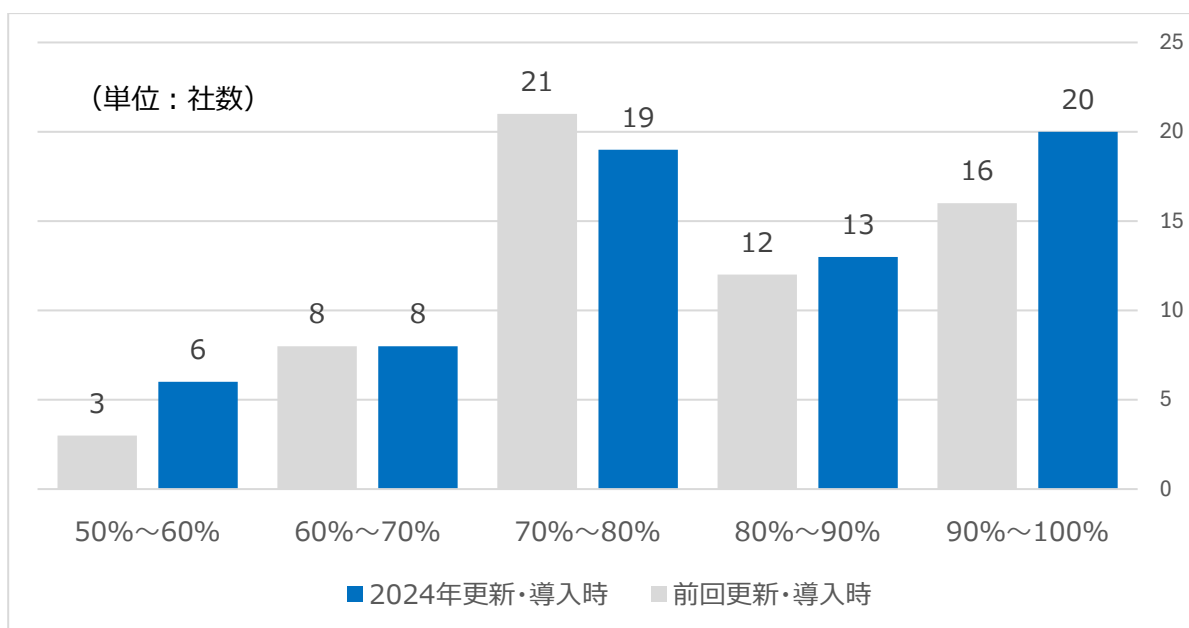
(2) 株主総会に上程した継続・導入議案の賛成率の状況

2024 年 6 月株主総会シーズンにおいて、継続・導入を株主総会に上程した 66 社の賛成率の分布は以下のとおりである（図表 3）。特徴としては、90%以上の賛成率だった企業が 20 社あり、80%以上を含めると 33 社となっている。一方で賛成率が 50%台の企業も 6 社存在する。時価総額別に整理すると、66 社中 47 社が時価総額 500 億円未満の企業であり、継続・導入企業の大部分を占めている（図表 4）。時価総額低位の企業が買収防衛策を継続・導入している背景には、(1) 時価総額が低位であるほど、事業会社やアクティビスト投資家等による被買収リスク（大規模買付リスク）が高い点、(2) 多くの機関投資家が原則として事前警告型の買収防衛策の導入・継続議案に対して反対姿勢を明言する中で、一般的に時価総額が低い企業ほど機関投資家比率が低く、賛成票の確保が容易である点がある。例えば、2024 年 6 月株主総会においては、買収防衛策の導入・継続議案への平均反対率は、国内機関投資家で 66.8%、海外機関投資家が 93.8%となっている。

時価総額別の賛成率を見ても、時価総額 500 億円未満の企業群は平均賛成率が 84.6%なのに対し、時価総額 1000 億円以上では平均賛成率が 70%未満となっている。賛成率が 50%に留まった 6 社中 4 社が時価総額 1000 億円以上となっている。

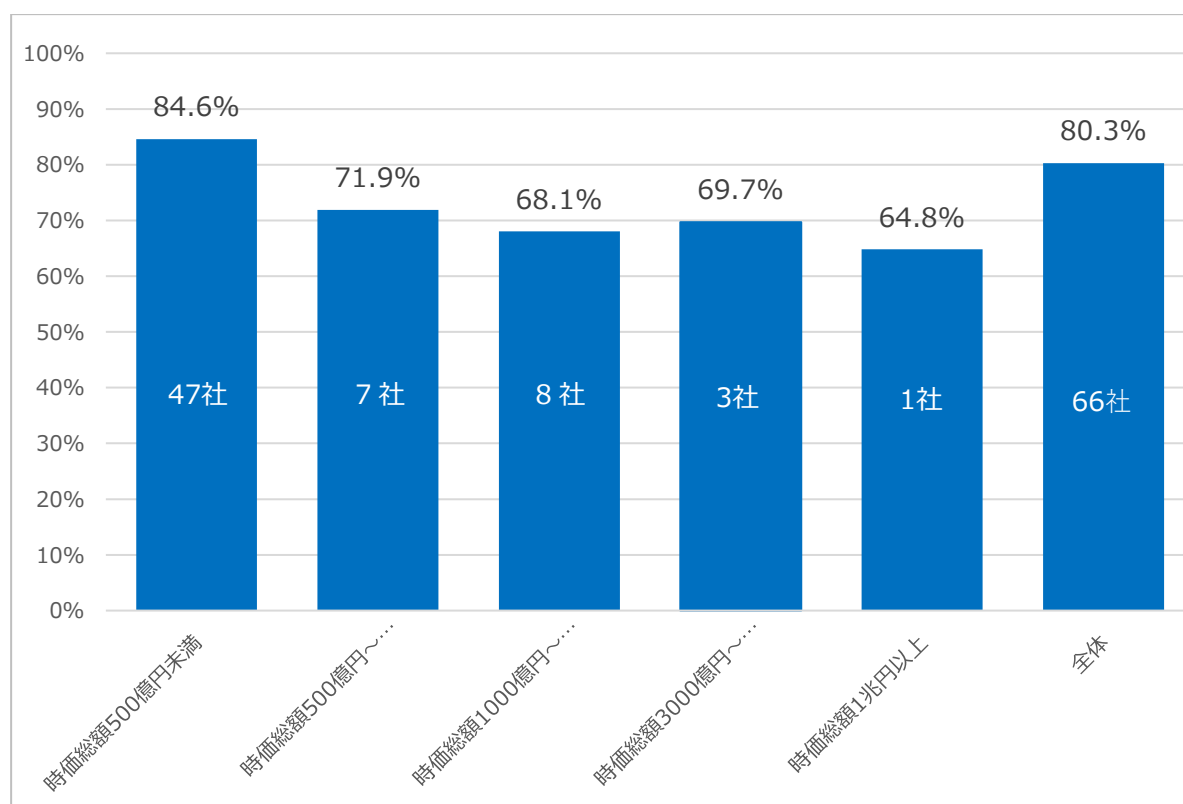
そのような背景から、時価総額の高い大手企業では既にも買収防衛策の廃止の傾向が強い。2024 年 9 月時点において時価総額 1 兆円以上で買収防衛策を導入しているのは 3 社（同時価総額の企業群の 1.7%）、3000 億円以上 1 兆円未満においても 9 社（同 3.7%）に留まっている（図表 5）。

(図表3) 買収防衛策の継続・導入議案における株主総会賛成率（分布図）



(注) 買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した66社（取締役会限りの導入・継続は除く）
 (出所) 開示資料より大和総研作成

(図表4) 買収防衛策の継続・導入議案における株主総会賛成率（時価総額別）



(注) 買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した66社（取締役会限りの導入・継続は除く）
 (出所) 開示資料より大和総研作成

(図表 5) 買収防衛策の時価総額別の導入状況

時価総額	社数	買収防衛策 導入企業数	導入比率
500 億円未満	2614	171	6.5%
500 億円～1000 億円	380	40	10.5%
1000 億円～3000 億円	417	27	6.5%
3000 億円～1 兆円	246	9	3.7%
1 兆円以上	173	3	1.7%
合計	3830	250	6.5%

(注) 時価総額は 2024 年 3 月末時点

(出所) コーポレートガバナンスサービスより大和総研作成

(3) 有事導入型の買収防衛策の導入・継続状況

有事導入型の買収防衛策導入企業は 2020 年以降累計で 15 社となっている。なお、2024 年 6 月株主総会シーズンにおける有事導入・特定標的型の買収防衛策の導入企業数は 2 社である。本年株主総会シーズンの特徴的な事例としては、以下の 4 社が挙げられる。

① パルプ・紙 H 社 (2023 年 12 月導入、2024 年 6 月株主総会決議で継続)

海運 D 社 (同業 D 社の創業家関連会社) が市場内で株式を取得し、2023 年 10 月以降急速に持ち分比率を引き上げた (10.0%→18.6%) ことを受けて、2023 年 12 月に取締役会決議で導入。なお、パルプ・紙 H 社はアクティビスト投資家のオアシスマネジメント (以下、「オアシス」という) も 18.0%保有している。2024 年 6 月株主総会に向けて、海運 D 社及びオアシスが取締役選任議案を含む株主提案を実施。一方で、会社側が買収防衛策の継続議案等を上程した。海運 D 社がオアシスの株主提案を支持することを表明し、2 社合わせて 40%弱の議決権を有していたことに加え、議決権行使助言会社大手の ISS 及びグラスルイスは共に当該議案に反対推奨した。しかしながら、D 社及びオアシス以外の株主の反対率は 7%弱に留まり³、53%の賛成率を確保し可決。その他議案に関しても一般株主の支持を確保し、会社提案は全て可決、また、株主提案は全て否決となった。

② 証券業 T 社 (2023 年 5 月導入、2024 年 5 月継続)

Be Brave、UGS アセットマネジメント等が株式を取得し、2023 年 5 月に買収防衛策を取締役会決議で導入。2023 年 12 月に、共同協同行為として UGS アセットマネジメント以下 4 者らを認定。2024 年 6 月株主総会において UGS アセットマネジメントが株主提案を実施。UGS アセットマネジメントによる株主提案は否決できたものの、買収防衛

³ オアシスの議決権数は大量保有報告書ベースでは 338,423 個であるが、会社側は議決権行使状況から 255,000 個と推定しており、当該議決権個数に基づいて推定。

策を取締役会決議で継続したことや業績低迷を理由に一部機関投資家が取締役選任議案に対し反対した。結果、経営トップの取締役選任議案を事前取下げ、一部取締役選任議案が否決されている。

③ 非鉄金属 N 社（2024 年 3 月導入、2024 年 6 月廃止）

同業 T 社が 19.7%まで株式取得を進めたことを受けて、2024 年 3 月に特定標的型の買収防衛策を有事導入すると共に、臨時株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせを適時開示。その後、T 社の株式保有比率が 20%超となったものの、当該買収防衛策の公表前の株式取得であり、大規模買付行為の予定がない旨の書簡を受領したことにより本方針の対抗措置発動をしない旨を開示した。T 社と交渉・協議を重ねる中で、2024 年 6 月に T 社との資本業務提携を締結し第三者割当増資を実施（T 社保有比率は 20.9%→29.0%）、同時に買収防衛策を廃止している。

④ 石油・石炭製品 C 社（2023 年 1 月導入、2023 年 12 月廃止）

村上グループが約 20%の株式取得及び 20%以上の株式取得の意向を示したことを受けて、2023 年 1 月に特定標的型の買収防衛策を有事導入。2023 年 6 月定時株主総会において対抗措置発動に向けて MOM（マジョリティ・オブ・マイノリティ）による株主意思確認決議を実施。その後、村上グループが 24.6%まで株式の買増しを進める大規模買付行為等趣旨説明書を正式に提出したことを受けて、石油・石炭製品 C 社は独立委員会で審議を実施。村上グループによる大規模買付行為は同社の企業価値や株主の共同利益を損なう恐れが判断されるとし、石油・石炭製品 C 社は対抗措置の発動の是非を問う臨時株主総会（普通決議による株主確認決議を実施）を 2023 年 12 月に開催することを発表した。臨時株主総会直前に、村上グループは保有する全株式を、エネルギー事業を営む卸売業 I 社に売却することを公表。また、村上グループは大規模買付行為等趣旨説明書を取下げ。それを受けて、石油・石炭製品 C 社は臨時株主総会の開催を中止及び買収防衛策の廃止を公表。また、卸売業 I 社とは 2024 年 4 月に資本業務提携を締結している。

3. 企業買収行動指針時代における買収防衛策の役割

(1) 企業買収行動指針時代における買収防衛策

2023 年 8 月に経済産業省により「企業買収における行動指針（以下、「企業買収行動指針」という）」が策定・公表されて以降、日本企業における同意なき買収対応の実務は大きく変化している。2024 年 8 月に大手コンビニエンスストアを運営する小売業 S 社に対して海外同業 A 社が総額 6 兆円規模の買収提案を実施したことに象徴されるように、2023 年 8 月以降、事前同意なき買収提案に関する事例が増加しており、上場企業の経営者の間で関心が急速に高まってきている。そうした中で、同意なき買収に対する備えとしての買収防衛策の位置づけを整理していきたい。

まず、企業買収行動指針において、企業価値向上に資する「真摯な買収提案」を実施する買収者に対しては、買収提案された上場企業の取締役会として「真摯な検討」が求められることが明記された。事業シナジーを踏まえたうえで適切なプレミアムを付与した買収提案を実施する買収者に対しては、買収防衛策の是非に関わらず真摯な検討が求められることとなる。仮に取締役会として当該買収提案に対し「不同意」だとしても、適切な買収提案である限り、当該買収を「株主共同の利益を損なう提案である」と判断し、買収防衛策の実施まで踏み切るのは極めて難しいと考える。企業買収行動指針の策定以前から、買収防衛策はあくまで企業価値・株主共同の利益を害する濫用的買収者への対抗手段というという位置づけであった。企業買収行動指針の策定で、より定量的な企業価値を踏まえた検討が取締役会で求められることとなった。そのため、仮に当該同意なき買収提案に対して取締役会が不満を有する場合は、別途、取締役会が賛同できる条件を示すホワイトナイトを模索し、対抗買収提案を実施してもらう必要がある。また、その際には買収提案による株価（＝企業価値）は重要な判断材料になることから、不同意の買収提案による価格を上回ることが求められる。このような状況下においては、買収防衛策の有無に関わらず、買収提案に対し取締役会が企業価値に基づき適切に判断することが求められるため、買収防衛策の役割は薄れているとも言える。

一方で、資本市場においては、大規模買付を実施しつつもその狙いが不透明であり、実質的に経営に影響を及ぼす濫用的な買収者（以下、「ステルス買収者」という）が存在するのも確かである。2024年5月に成立した改正金融商品取引法により、公開買付制度が大きく変わり、「市場内取引を含む株券等所有割合が30%超となる買付け等」を公開買付規制の対象に追加されることとなった⁴。それに伴い、従来のように公開買付（TOB）を実施せずに、市場内取得で30%超の株式を取得し、実質的に経営権に影響を与えるステルス買収は難しくなった。公開買付制度においては、買収者は公開買付届出書を提出し、公開買付の目的の他、買付の期間や価格、買付予定の株券等の数、経営権支配を予定している場合の経営方針、経営参加を予定している場合の計画を開示する必要がある。また、買付対象の企業は、取締役会意見（「賛成」「反対」「中立」「留保」）を表明すると共に、買付者に対する質問権が付与されている。公開買付制度により、実質的に買収防衛策と同様の機能が提供されているとも言える。

なお、公開買付制度の範囲ではなく、買収防衛策等による対応が必要な範囲としては、正式な買収提案を伴わないステルス買収者による30%以下の株式取得がある。このような株式取得に対して上場会社としてどのように対応するかは次章で整理したい。

(2) ステルス買収者に対して上場企業はどう向き合うか

上場企業への正式な買収提案への対応については、事前同意の有無に関わらず企業買収行動指針において取締役会の行動が示されている。一方で、今後、課題として残るのが正式な買収意向を示さないまま株式を取得し、実質的に経営権を確保する「ステルス買収」である。具体的な

⁴ 従来は市場外取引で1/3以上の取得が公開買付規制の対象であり、市場内取得は規制の対象外であった

ステルス買収の事例としては以下のような事例が考えられる。

- ① 市場内で過半数の株式を取得し、連結子会社化し、取締役を入れ替える。
- ② 市場内で30%超の株式を取得し、取締役の推薦等を通じて経営に対して影響力を發揮。
- ③ 株式取得は30%以下に留まるが、筆頭株主として経営方針に対し強い交渉力を有する。

前述したように公開買付規制の改正で、市場内取得であっても30%超の株式取得については公開買付規制の対象範囲となり、①及び②のケースでは公開買付手続きを経ずに株式取得することは不可能になった。一方で仮に市場内における30%以下の株式取得は、公開買付規制の範囲外となっている。一般的な株主総会における議決権行使率は時価総額500億円未満だと議決権総数の60%前後であることを踏まえると、30%以下の保有であっても株主総会において大きな影響力を有することとなる。

このようなステルス買収の懸念に対しては、株式が保有された段階から早期の対応が必要となる。有事導入・特定標的型の買収防衛策の導入が有力な牽制措置となる。一般的に買収防衛策の買収者の定義が20%以上⁵であることを踏まえると、特定標的型買収防衛策における有事導入の前提条件として、主要株主（10%以上保有）に該当した時点で、準有事対応として独立委員会を設置し、具体的な保有目的等を確認する質問状の送付等による牽制が考えられる。

仮にステルス買収者が「純投資である」と主張した場合でも、実質的に当社の重要事項に関する拒否権を有する等、経営に重大な影響を及ぼし得る程度の議決権割合保有の可能性が相応にある場合、買収防衛策の対抗措置発動も視野に入れた検討が必要になると考える。

4. さいごに

企業買収行動指針の公表により、日本でも同意なき買収が一般化しつつある。前述したように日本を代表する大手コンビニエンスストア S 社に対する、海外同業 A 社が総額6兆円にも及ぶ買収提案を実施したことは、まさに象徴的な事例とも言える。企業買収行動指針の策定により、買収提案への対応プロセスについて一定の整理が行われたことで、取締役会の買収提案への対応に関して、企業価値の観点からの説明責任は従来以上に高まっている。

一方でステルス買収者への対応については、公開買付制度の変更等により制度的な対応は一定程度進んでいるものの、依然として市場内における30%以下の株式取得は公開買付規制の範囲対象外であり課題も残っている。ステルス買収者を未然に防ぐという観点からは平時より企業価値向上に向けた不断の努力が必要であり、また有事の際はその兆候をいち早く察知し買収防衛策の有事導入など迅速な対応が求められる。その際には、企業買収行動指針にある3原則「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」を踏まえ、企業価値の維持・向上の観点から説得力ある証跡と適切なプロセスを経たうえでの対応が求められる。

⁵ 事前警告型買収防衛策の導入企業（244社）のうち大部分（242社）が20%以上を買収者の定義としている。15%以上としているのは2社に留まる。

—以上—