

「買収防衛策」の在るべき姿

～日本型ライツプランは機能するのか？～

経営戦略研究所
藤島裕三

新春を迎えるに際して、2006年に話題となった経済ニュースを、ガバナンスの視点から回顧する。第三回目は、導入する企業が相次いだ「買収防衛策」について。

わが国企業が導入した防衛策の主流は、事前警告型ライツプラン（ポイズンピル）と呼ばれている。導入企業数は2005・2006年を併せて150社近くとなった模様。

防衛策発動の是非は、社外取締役が過半数を占める取締役会が判断すべき。友好的・敵対的の別を問わず、ベストのM&Aを選択できるスキームこそが望ましい。

2006年は買収防衛策を導入する企業が相次いだ。主流は「事前警告型ライツプラン」と呼ばれるスキームで、2005年の導入企業と併せて150社近くとなった模様である。

事前警告型ライツプラン（ポイズンピル）は、一定以上の株式取得を狙う買収者に対して、猶予期間を設定して情報提供を求めるルールを提示する。買収者がルールに反して買付を強行した場合、新株引受権の発行など対抗措置で阻止する。ルールを遵守して十分な情報提供をすれば、会社側は買収者によるTOB（株式の公開買付）を妨げることなく、買収の成否は資本市場に委ねられる。ただし、会社側が買収者を「悪質」と判断した際には、対抗措置を発動できるとする例が多い。

同スキームが発動された際には、以下の局面において、コーポレートガバナンスが問われよう。

買収者による情報提供の質・量が不十分であると判断する場合

買収者が短期の投機目的であるなど「悪質」と判断する場合

いずれも会社側の裁量で対抗措置を講じることになる。その際、経営陣が保身を図る余地が大きいと、優れた買収者や買収提案でも排除されてしまう。また、そのようなガバナンス欠如のスキームでは、買収者が対抗措置の差し止めを求めて司法に訴えれば、不公正な新株等の発行として認められる可能性も想定できる。法的安定性を欠いたのでは、そもそも買収防衛策として機能しないだろう。

より適切な構造とするには、2種類のアプローチが考えられる。ひとつは決定プロセスにおいて、透明性をできるだけ確保するもの。ルール遵守の場合は例外なくTOBに移行するとし、買収提案の内容および経過を随時・適切に公開する、といった設計だと説明しやすい。もうひとつは、買収の成否に利害が左右されない、独立性の高い社外者が主導するもの。取締役会の過半数を社外取締役が占めるのがベストだが、第三者機関に決定権を委譲する方法でも、一定の説得力は持たせられよう。

前者の例として松下電器産業が挙げられる(図表左参照)。同社はルールを遵守する買収者に対しては無抵抗を貫く、弱毒型ともいべきスキームを採用している。会社側が独断で防衛策を発動できるものを強毒型とすれば、同社スキームの法的安定性は格段に高いと考えられる。ただし、あくまでも買収の是非を判断するのは資本市場であるため、防衛策としての効力は限定的なものに止まる。

後者の例としてはエーザイが挙げられよう(図表右参照)。同社スキームは強毒型ということもできるが、経営陣から独立した社外取締役で構成される会議体が検討すること、取締役会の過半数が社外取締役なので会議体の判断がそのまま通ることから、株主の利益に沿った運用が期待できる。ガバナンスを通じて法的安定性を高めようとしている点で、弱毒型とは違った方法論といえる。

そもそもM & Aを友好的か敵対的かで論じること自体、ガバナンスの発想においては馴染まない。客観的に判断できるスキームが備わっていれば、友好的・敵対的の別を問わず、M & Aは企業価値の向上に貢献する。したがって前述したアプローチの内では、友好的なM & Aも適切に評価できるという意味で、社外取締役を過半数にする方法論が最も優れている。敵対的買収者の出現など関係なく、常にベストのM & Aを選択することができる、価値創造型のガバナンス改革が望まれよう。

- 以上

図表：松下電器産業とエーザイの買収防衛策

| | 松下電器産業 | エーザイ |
|------------|---|--|
| 対象となる株式買付 | 議決権割合が20%以上 | 株券等保有割合が15%以上 |
| 情報提供を求める内容 | <ul style="list-style-type: none"> 買付者(グループ)の概要 買付行為の目的および内容 対価の算定根拠と資金の裏付け 買付後の経営方針、事業計画 | <ul style="list-style-type: none"> 買付者(グループ)の概要 買付行為の目的、方法、内容 対価の算定根拠、資金の裏付け 買付後の経営方針、事業計画、資本政策、配当政策 従業員、取引先、顧客、地域社会など利害関係者に関する方針 政府当局の承認、第三者の同意、法律の適用可能性などの状況 |
| 検討する会議体の概要 | 取締役会(社外2名、社内15名) | 社外取締役独立委員会(7名) 取締役会には社内4名 |
| 会議体による検討期間 | 60日間(現金)、90日間(その他) | 原則60日間(延長が可能) |
| 対抗措置の発動要件 | <ul style="list-style-type: none"> ルールが遵守されない場合 | <ul style="list-style-type: none"> 手続が遵守されない場合 東京高裁「四類型」に該当(グリーンメール、焦土化経営、資産流用、一時的な高配当) 強圧的二段階買付 合理的な期間や情報の欠如 企業価値を毀損する恐れ 他 |

東証「コーポレートガバナンス報告書」などより作成