

## 事前警告型ライツプランの横断的分析

～日本版スタンダード・モデルの検証～

経営戦略研究所

藤島 裕三

### 【要約】

- わが国における買収防衛策は、事前警告型ライツプランが主流となっている。JCGR調査回答企業（2006年ベース）では、同プランの導入企業が1年弱で4倍に増加している。
- 本来の事前警告型はルール遵守で即TOBに移行する。一方、大多数の企業が採用しているライツプランは、会社側が買収提案を判断するという信託型の機能を併せ持っている。
- 論点としては、導入手続として株主総会の普通決議は適切か、買収者に対して不当な負担を課していないか、第三者委員会の判断に独立性と実効力が伴うか、などが挙げられる。

### 【はじめに】

各種報道によると、2007年に買収防衛策を導入した企業は200社を超えており、トータルでは全上場企業の1割に達する模様である。そのほとんどは事前警告型ライツプランで、株主総会の承認を得るのがパターンとなっている。わが国のスタンダードとして定着したといえよう。

DIR経営戦略研究所は今回、JCGR（日本コーポレートガバナンス研究所、若杉敬明理事長）のアンケート調査に回答した312社（2006年ベース）における、買収防衛策の導入状況をリサーチした。6月末時点のコーポレートガバナンス報告書に記載があった企業を対象とする。

なお同アンケート調査の回答企業は全東証上場企業と比較して、総資産と売上高および従業員数の平均規模が2倍以上である。したがって本稿は全上場企業ではなく、一定以上のビッグプレイヤーに関して、買収防衛策の導入状況および具体的内容を、論じようとするものである。

※JCGR調査の概要およびJCG Indexを用いた分析については、拙稿「企業業績はガバナンスと相関するのか？」（2007年3月30日付 経営戦略情報）を参照されたい。

## 1. 事前警告型ライツプラン

買収防衛策における「ライツプラン」とは、新株を購入する権利（ライツ）を用いた手法を指す。わが国においては新株予約権が活用されており、一定割合を保有する株主の権利行使を制限する条項を付与して、全株主を対象に割り当てるスキームが一般的である。これが発動されると買収者の持株比率は低下するため、経営権の奪取による企業買収は著しく困難になる。毒薬が回って体力が弱というイメージから、「ポイズンピル」とも呼ばれている。

このうち「事前警告型ライツプラン」は、敵対的買収行為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（必要情報の提供、検討期間の確保）を、あらかじめ設定しておくもの。ルールを遵守せずに敵対的買収が強行された場合、企業価値を毀損する濫用的な買収行為として、取締役会にて新株予約権の発行を決議、速やかにライツプランを発動する。ルール遵守ならば原則、TOBにより株主意思を問うことになる。

もうひとつのタイプとして、「信託型ライツプラン」がある。これ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。買収者が濫用的かどうかは、ルール遵守といった形式的な要件ではなく、より実質的な買収提案の内容によるため、取締役会の判断には客観性が求められる。なお導入の際（新株予約権の発行時）には、株主総会の特別決議を得る必要がある。

(注) 上述した2タイプのライツプランは、企業価値研究会（経済産業省）が2005年5月に提言した「対抗措置事前警告型防衛策」「信託活用型防衛策」を本来のモデルとして説明している。

## 2. ライツプランの導入状況

JCGRアンケート調査の回答企業がライツプランを導入しているか、6月末時点のコーポレートガバナンス報告書を用いて調査した（図表1）。これによるとアンケート期間中（昨年8～10月）と比較して、事前警告型が約4倍に増えたことが分かる。回答企業全体に占める割合は2割まで達しており、各種報道が伝える「上場企業の1割」を上回る。大規模かつコーポレートガバナンスに敏感な企業には、ライツプランを導入する例が多いといえよう。

その一方で信託型は、ごく少ない社数のままで変化していない。背景として以下が挙げられる。

【費用面】 信託銀行の介在に伴うコストが発生

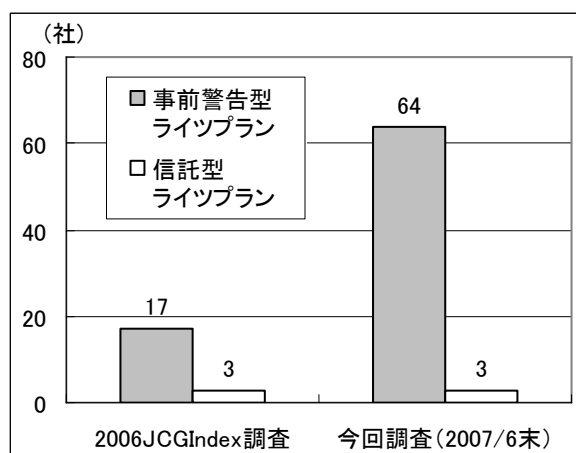
【手続面】 導入時に株主総会の特別決議が必要

信託型そのものは、取締役会の決議で機動的に発動できるため、設計によっては堅固な防衛策になり得る。しかし企業は相応の負担を強いられるので、導入が進んでいないと考えられる。

もっとも、導入された事前警告型の大部分は、本来のシンプルな構成（ルール遵守ならTOBに移行）ではなく、信託型のプロセス（買収提案を取締役会が判断）を組み込んでいる。この複合的な事前警告型は信託費用が発生せず、総会決議の要件も比較的緩く設定されるのが通例である。

以下、事前警告型の構成に信託型の要素を組み込んだものを、「**複合事前警告型**」と呼称する。

図表1 防衛策の導入状況



(出所：JCGR、DIR経営戦略研究所)

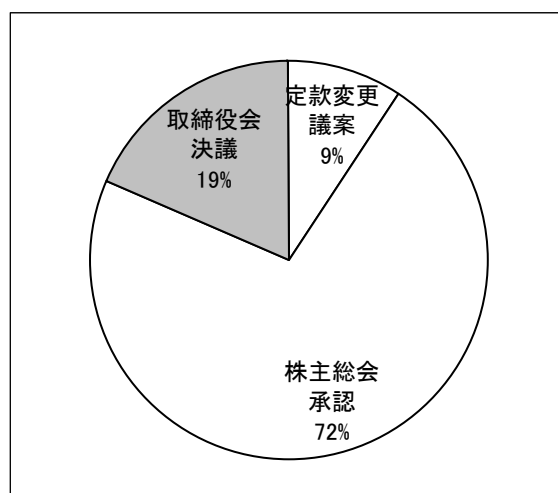
### 3. ライツプランの導入手続

事前警告型ライツプランを採用した企業が、どのような導入プロセスを経ているか見ると、本来のモデルに沿った「取締役会決議のみ」は2割弱に止まり、ほとんどでは株主総会に諮っていることが分かる（図表2）。会社側が買収提案を判断する「複合」事前警告型を採用する場合には、信託型に準じて株主意思を直接的に問うべきだと解釈したのだろう。また国内機関投資家の多くが総会議案とすることを求めているのも、影響していると考えられる。

ただし定款変更を伴う（特別決議を得ている）ケースは1割に過ぎない。信託型のモデルでは、有事に取締役会が濫用性を判断する代わり、平時に株主総会の特別決議を要求している。「複合」事前警告型が同様の機能を持つものである以上、導入時のハードルも高レベルの厳格さが課されるべきだと指摘される余地はあろう。

いわんや「複合」タイプを取締役会決議だけで導入した場合は、株主意思を適切に反映していないと批判される可能性が高い。ただし、独立した社外者が取締役会の過半数で、十分に株主利益を代弁できるならば、株主総会で特段の手続を踏む必要はないともいえる。ガバナンスの観点としては、むしろ望ましい在り方かもしれない。

図表2 導入決定のプロセス



（出所：D I R 経営戦略研究所）

### 4. 対象買付とする保有割合

ルール遵守を求める買収者を明示するため、導入各社は「大規模買付行為」「大量取得行為」などと称して、一定割合を超える株式の買付行為を定義している。ほとんどの事例は20%としており、ごく一部（3社）のみ15%となっている。これらの比率は特段の根拠によるものではなく、ある種のデファクトスタンダードと化している模様。金融商品取引法のTOB規制が1/3超であるため、市場ルールを超えた経営者有利の仕組みと看做されるかもしれない。

なお同割合を15%としている3社のうち2社は、それぞれが独自の метод論によって、株主意思を適切に反映しようとしている。まず1社においては、発動時に「株主意思確認総会」を開催することを通じて、会社側が防衛策を濫用できないようにしている。もう1社については、取締役会の過半数を独立した社外取締役が占めているので、常に株主利益の視点から意思決定が徹底される。ちなみに両社とも、導入は取締役会の決議のみによる点も特徴的である。

### 5. 提供された情報の検討期間

敵対的買収者から十分な情報が提供された後、会社側は取締役会もしくは特別な委員会において、買収提案を評価しなければならない。この「評価期間」「検討期間」としては、大部分で原則60日となっており、そのうち2/3においては、現金以外の対価を用いる場合に90日としている。その他の例としては、短いもので30営業日（42日間）、長いもので60営業日（84日間）が挙げられる。なお金融商品取引法におけるTOB期間は、最長で60営業日。

## 6. 提供を求める情報の内容

買収者に対して要求する情報の内容については、各社それぞれ具体的に列挙している。項目数にはばらつきが存するが、概ね5~10が一般的となっている。もっとも一定の雛型に沿って各社とも設定している模様で、多くの項目に関しては共通している(図表3)。以下、複数の導入企業に共通する項目について、具体的な内容を例示する。なお各項目の名称は便宜上、D I R経営戦略研究所が設定したものであって、実際の記載は各社各様の書式となっている。

### 1. 買付者の情報

：買収者および同グループの概要や経歴、資本構成、財務内容、過去の買収

### 2. 目的・方法・内容

：対価の価格・種類、買付する時期、買付方法の適法性、買付の実現可能性

### 3. 資金の裏付け

：買付資金の実質的な提供者、資金調達の具体的方法、関連する取引内容

### 4. 買付後の方針など

：後に想定している経営方針、事業計画、資本政策、配当政策、資産活用策

### 5. 価格の算定根拠

：算定方法、根拠とした数値情報、前提とする事実や仮定、シナジーの内容

### 6. 利害関係者の方針

：買付後における従業員、取引先、顧客、地域社会などに関する対応方針

### 7. 委員会の指定事項

：委員会が合理的に必要と判断した事項

### 8. 第三者との意思連絡

：株式売却や議決権行使などの取り決め

### 9. 利益相反の回避

：他の株主との利益相反を回避する方策

### 10. 企業価値向上の施策

：持続的・安定的に向上させる施策と根拠

### 11. 法規制・承認/同意

：独占禁止法、政府の承認、第三者の同意

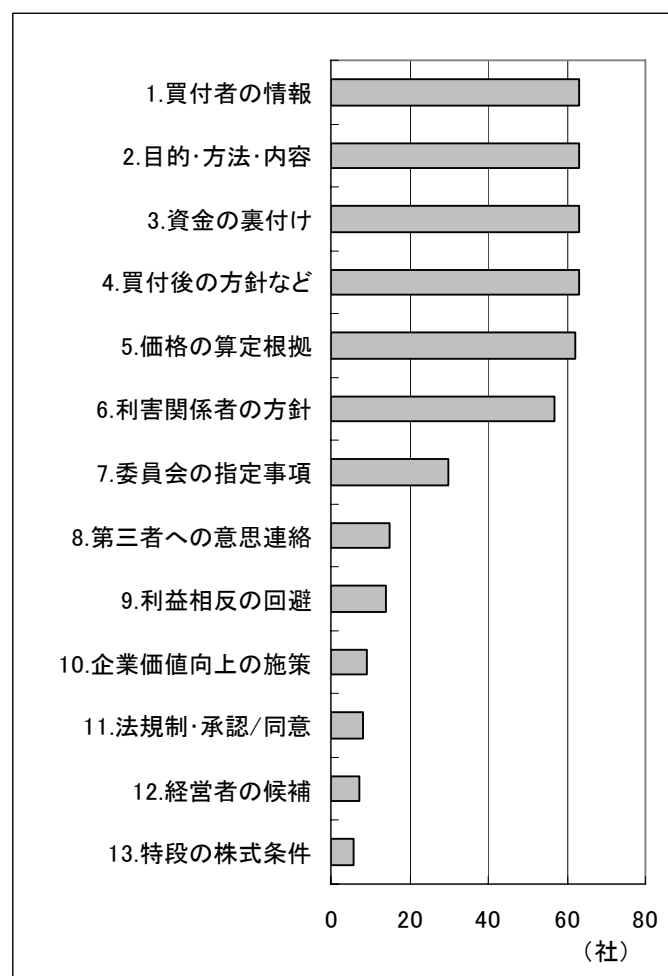
### 12. 経営者の候補

：役員候補者の略歴、事業における経験

### 13. 特段の株式条件

：保有株式に対する担保設定、貸借契約

図表3 必要情報の具体的項目



(出所：D I R経営戦略研究所)

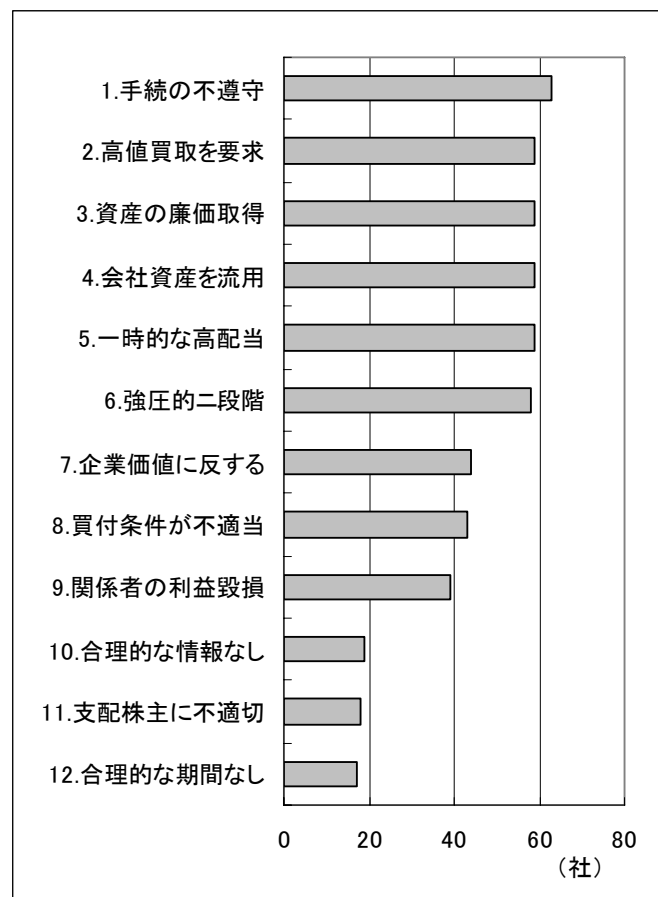
ほぼ例外なく掲げられているのは「1. 買付者の情報」「2. 目的・方法・内容」「3. 資金の裏付け」「4. 買付後の方針など」「5. 価格の算定根拠」「6. 利害関係者の方針」の6項目である。買収提案を評価するための判断材料を得るという目的においては、項目は多ければ多い方がよいことになるが、買収者に過度の負担を課すことが経営陣の保身にならないよう、適切なバランスを図る必要がある。その際において、上述の6項目は一定の指針となるかもしれない。

## 7. ライツプランの発動要件

事前警告型の本来的な設計思想においては、買収者がルールを遵守しなかったケースに限り、新株予約権は発行できることになる。さらに、信託型の構成を組み込んだ「複合」事前警告型の場合は、取締役会が買収提案を濫用的と認定することでも、ライツプランの発動が可能である。具体的な判断基準は各社それぞれ設定しているが、そこにはやはり一定の共通項が存する（図表4）。以下、複数の導入企業に共通する項目について、具体的な内容を例示する。

1. 手続の不遵守  
：情報提供や検討期間のルールを守らない
2. 高値買取を要求  
：経営参加の意思がなく、株式を会社側に高値で買い取らせる（グリーンメール）
3. 資産の廉価取得  
：一時的に経営支配、知的財産やノウハウなど重要資産を移転する（焦土化経営）
4. 会社資産を流用  
：経営を支配した後、債務の担保や返済の原資として、企業の資産を流用する
5. 一時的な高配当  
：高額な資産の売却により、目先の高配当や株価上昇を実現、投資収益を得る
6. 強圧的二段階  
：最初から全株を買い付けず、二段階目を不利に設定して、株主に売り急がせる
7. 企業価値に反する  
：コーポレートブランドや企業文化の破壊
8. 買付条件が不適當  
：対価などが本来の価値を鑑みると不適當
9. 関係者の利益毀損  
：従業員や顧客、取引先などの利益が毀損
10. 合理的な情報なし  
：必要な情報の提供がない、不十分である
11. 支配株主に不適切  
：公序良俗の観点から買収者に問題がある
12. 合理的な期間なし  
：取締役会が代替案を提示する期間がない

図表4 具体的な発動条件



（出所：D I R経営戦略研究所）

上記のうち「1. 手続の不遵守」は事前警告型である以上、当然の要件である。中でも「1.」のみを掲げている企業は2社に止まる。さらにルールを遵守したら自動的にTOBに移行という、本来的な事前警告型ライツプランを採用しているのは1社のみ。もう1社は「株主意思確認総会」を開催して新株予約権の発行を諮るとしている。その他は全て「複合」事前警告型、すなわち提供された情報に基づき、会社側が買収提案を判断する余地がある仕組みといえる。

ほとんどの「複合」タイプは、「2. 高値買取を要求」「3. 資産の廉価取得」「4. 会社資産を流用」「5. 一時的な高配当」「6. 強圧的二段階」を掲げる。このうち「2.」～「5.」は2005年3月に東京高裁が判示した、いわゆる「ニッポン放送高裁決定四類型」である。また「6.」はグリーンメールの常套手段として知られる。これらに該当すると会社側が認定すれば、ライツプランは発動される。なおうち3社については、株主総会の決議を経る必要があるとしている。

## 8. 第三者委員会の設置状況

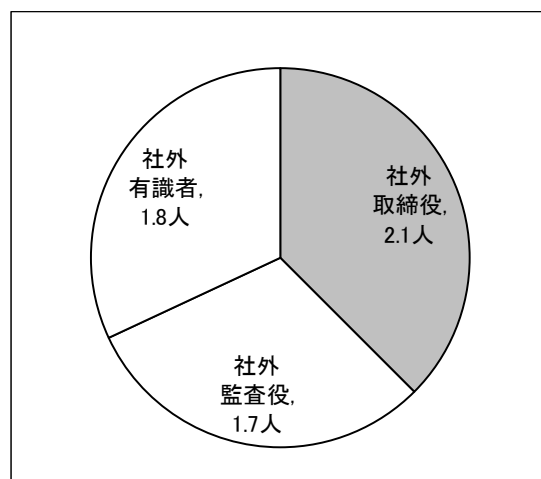
信託型の機能を併せ持つ「複合」事前警告型の場合は、買収者がルールに準拠して提供した情報に基づいて、会社側が濫用的な提案かどうかを判断することになる。またルール遵守で即TOBという本来の事前警告型でも、買収者が提出した情報の質や量は十分かなど、手続面のチェックは会社側が実施することになる。これらのプロセスにおける経営陣の恣意を排除するため、ほとんどの導入各社は独立したメンバーにより構成される第三者委員会を設置している。

第三者委員会の平均人数は3.6人。およそ2/3の導入企業は3人としている。最少は2人で最多は7人（共に1社）。委員会の名称については、約5割が「独立委員会」約3割が「特別委員会」となっている。他の例として「企業価値委員会」「株主利益評価委員会」など。

構成メンバーについてはバラツキが存するが、平均すれば社外取締役、社外監査役、社外有識者が万遍なく起用されている（図表5）。経営意思決定の監督者である社外取締役が適任であるが、社外取締役のみのケースは6社に止まる。最多の例は7人（全員が社外取締役）。

なお第三者委員会を設置していない例は4社。うち3社は発動時に「株主意思確認総会」を開催して、経営陣の保身を防ぐ仕組みとしている。

図表5 社外メンバーの構成



（出所：D I R経営戦略研究所）

### 【まとめ】

わが国における買収防衛策としては、事前警告型の枠組みに信託型の要素が伴う、いわば「複合」タイプの事前警告型ライセンスプランが、デファクトスタンダードになっている。その設計に関しては、本来の事前警告型が持たない強力な機能を正当化するため、少なくとも信託型と遜色ないレベルで経営陣の保身を防ぐ必要がある。さらにコーポレートガバナンスの本旨を鑑みて、株主価値最大化に資する構造であることが望ましい。具体的には以下につき検討を要するだろう。

#### ○平時における導入手続として、株主総会の普通決議は適切か？

信託型が特別決議を要する以上、同等のハードルが必要とはいえる。またわが国企業は株式持合が顕著なため、投資家の意向を汲むのに株主総会が適さない場合もあろう。一方、取締役会の過半数を独立した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在り得る。

#### ○買収者に対するルールは、不当な負担を課すものではないか？

要求する情報や発動する要件の項目が多過ぎたり細か過ぎたりすると、株主利益に適う正当な買収提案まで濫用的買収と決め付ける余地が生じかねない。「株主の観点から捉えた企業価値を明らかに毀損する」など「濫用的」の意味を限定した上で、適度なルールを設定するべきだろう。

#### ○第三者委員会は独立しており、その判断には実効力が伴うか？

委員会のメンバーとして望ましい要件は、①経営陣から独立している、②取締役会に影響力を持つこと。したがってベストの委員会像は、「取締役会の過半数を占める独立性の高い社外取締役」による構成ということになる。このイメージにどれだけ近いのか、運営面も含めて問われよう。