

事前警告型ライツプランの 横断的分析

～資本市場に評価される買収防衛策の在り方～



藤島 裕三

- 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。

目次

はじめに

1. わが国におけるライツプラン
2. 今回調査の対象および概要
3. ライツプランの導入状況
4. ライツプランの導入手続
5. 対象買付とする保有割合
6. 提供された情報の検討期間
7. 提供を求める情報の内容
8. ライツプランの発動要件
9. 第三者委員会の設置状況
10. 事前警告型の具体的事例

まとめ

はじめに

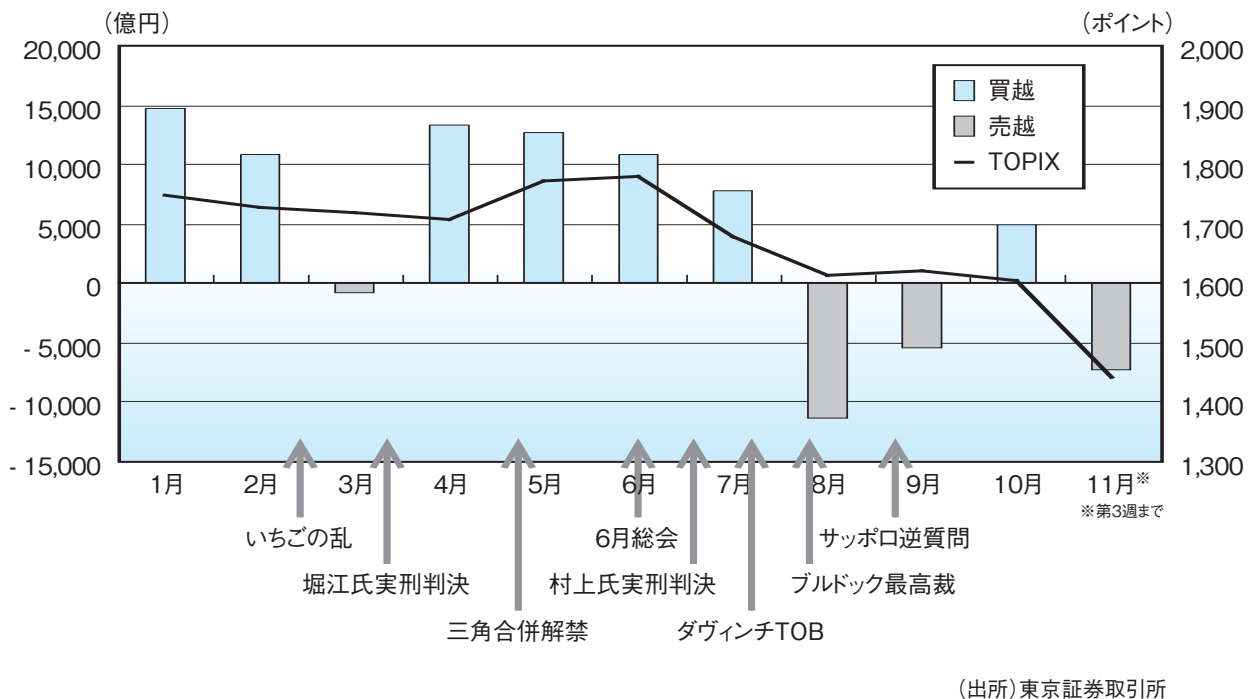
外国人投資家の「日本売り」が続いている。2007年8月から売り越し基調に転じており、株式市場全体の低迷をもたらしている(図表1)。原因としては巷間、サブプライム問題を挙げる論調が目につくが、わが国は独歩安の様相も呈しており、米国に責任転嫁するには無理がある。

相場不振の要因として、円高・原油高や構造改革の後退懸念なども考えられる。それらと並んで、わが国の「株主軽視」に対する不信感が影響したのではないか。特に7・8月に続発したM&A関連ニュースは欧米の「常識」では理解しがたく、これを端緒に嫌気された恐れがある。

その一方で報道によると、オリックスの外国人持株比率が67%に達した模様である(11月25日付日本経済新聞)。同記事は背景として、四期連続の最高益更新、ROE(自己資本利益率)18%と共に、米国型のコーポレートガバナンスが海外の機関投資家に評価されたと指摘している。

今後は外国人投資家による選別が加速しよう。その際、各社の「株主重視度」すなわちコーポレートガバナンスが、大きなファクターになることは間違いない。ガバナンスマインドが最も顕著に現れるのが敵対的買収防衛策であり、その設計には慎重な検討を重ねることが要されよう。

図表1：外国人売越/買越金額(三市場) vs. TOPIX



1. わが国におけるライツプラン

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。この権利を全株主に割り当てるのだが、一定割合を保有する株主の権利行使は制限される。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るというイメージから、「ポイズンピル」とも呼ばれている。

わが国においては新株予約権が活用されている。具体的なスキームとして2005年5月、企業価値研究会(経済産業省)が2つのタイプ、「対抗措置事前警告型防衛策」「信託活用型防衛策」を提言した。それぞれ実務上、前者は「事前警告型」、後者は「信託型」といわれる。

「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、取締役会が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に移行することになる。

もうひとつの「信託型ライツプラン」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によって、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。

報道によると、買収防衛策を導入した企業は全

上場企業の約1割、400社にまで達した(10月10日付日本経済新聞)。その過半に当たる222社は、2007年になってから決定している。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。

2. 今回調査の対象および概要

日本コーポレートガバナンス研究所(JCGR;若杉敬明理事長)は毎年、8月初めから10月下旬にかけて東証一部上場企業を対象に、コーポレートガバナンスの数値指標であるJCGIndexを作成するため、アンケート調査を実施している。

DIR経営戦略研究所は今回、JCGR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。2007年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して、各社ニュースリリースを分析材料とする。

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(図表2)。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。

なお、2006年JCGR調査の概要およびJCGIndex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。ガバナンスが優れた企業は劣る企業よりROAが高いなど、興味深いデータを紹介している。

図表2：JCGR調査回答企業の特徴

	総資産	売上高
回答企業	8,741億円	7,754億円
上場企業	4,068億円	3,462億円

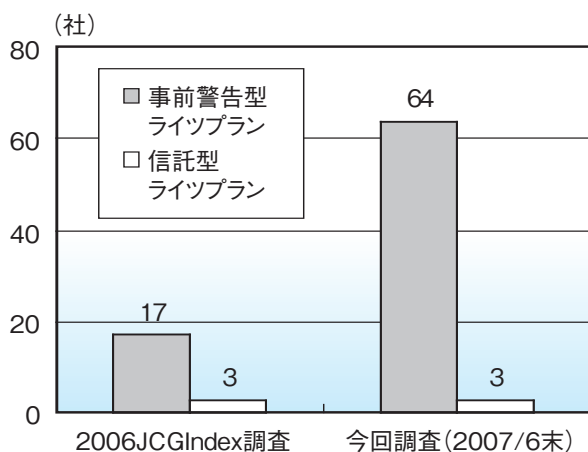
	ROA	ROE
回答企業	5.74%	5.03%
上場企業	5.45%	3.26%

(出所)JCGR

3. 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センスを導入しているか、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3)。これによるとアンケート期間中(2006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

図表3 防衛策の導入状況



(出所)JCGR、DIR経営戦略研究所

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、ライセンス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。

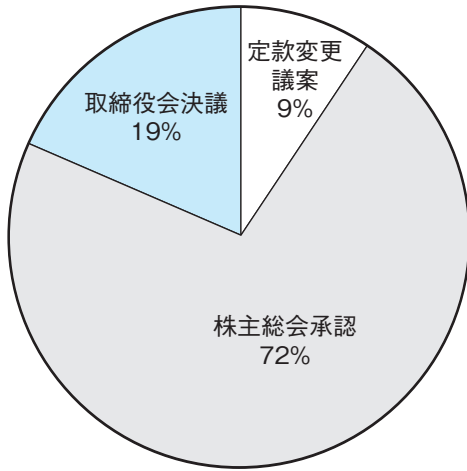
もっとも、導入された事前警告型の大部分は、本来のシンプルな構成(ルール遵守ならTOBに移行)ではなく、信託型のプロセス(買収提案を取締役会が判断)を組み込んでいる。この複合的な事前警告型は信託費用が発生せず、総会決議の要件も比較的緩く設定されるのが通例である。

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。

4. ライツプランの導入手続

事前警告型ライセンスを採用した企業が、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4)。取締役会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

図表4：導入決定のプロセス



(出所)DIR経営戦略研究所

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。

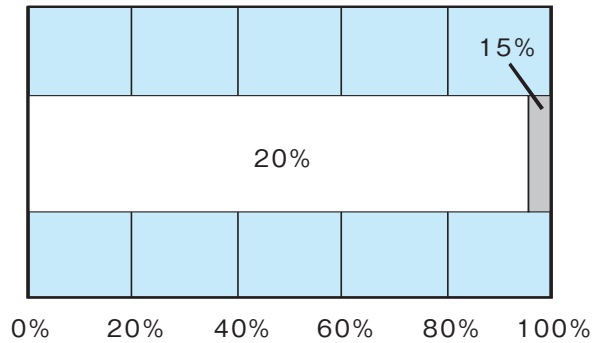
ただし定款変更を伴う(特別決議を得ている)ケースは1割に過ぎない。信託型のモデルでは、有事に取締役会が濫用性を判断する代わりに、平時に株主総会の特別決議を要求している。「複合」事前警告型が同様の機能を持つものである以上、導入時のハードルも高レベルの厳格さが課されるべきだと指摘される余地はあろう。

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 процедуру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。

5. 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(図表5)。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。

図表5：対象とする保有割合



(出所)DIR経営戦略研究所

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

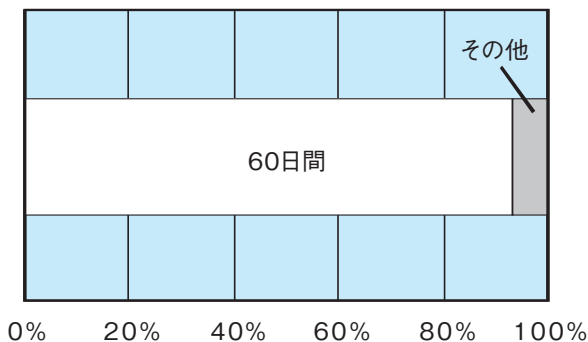
に両社とも、導入は取締役会の決議のみによる点も特徴的である。

6. 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、大部分の防衛策で原則60日となっている(図表6)。また、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(84日間)。もっとも、各社の買収防衛策においては、再質問や期間延長が定められている例が多く、結果的にTOB期間を超えるケースは容易に想定できよう。

図表6：提供情報の検討期間



(出所) DIR経営戦略研究所

7. 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あるが、概ね5～10項目となっている。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、多くの項目は共通している(図表7)。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、DIR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なと判断した事項

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

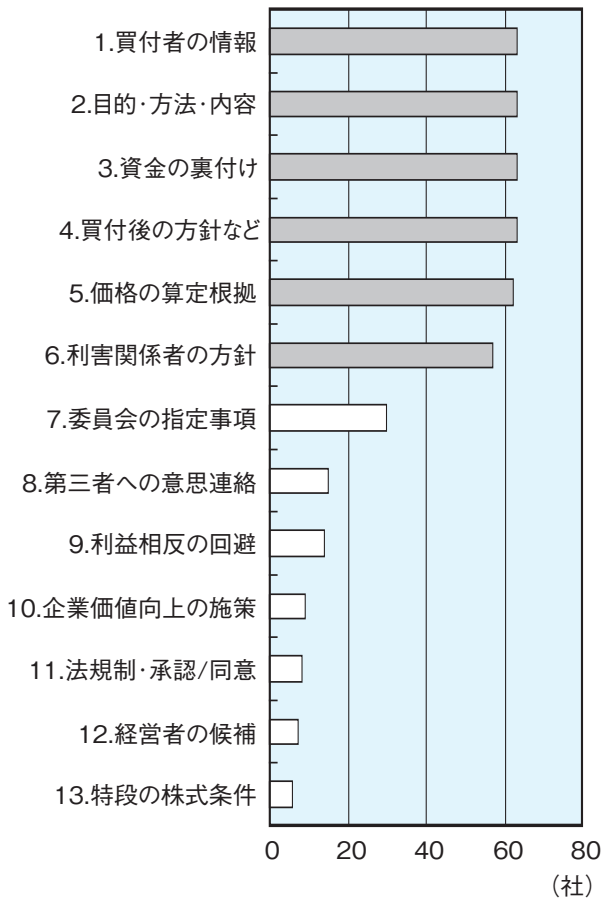
：役員候補者の略歴、事業における経験

13. 特段の株式条件

：保有株式に対する担保設定、貸借契約

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だろうが、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。

図表7：必要情報の具体的項目



(出所) DIR経営戦略研究所

8. 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、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8)。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

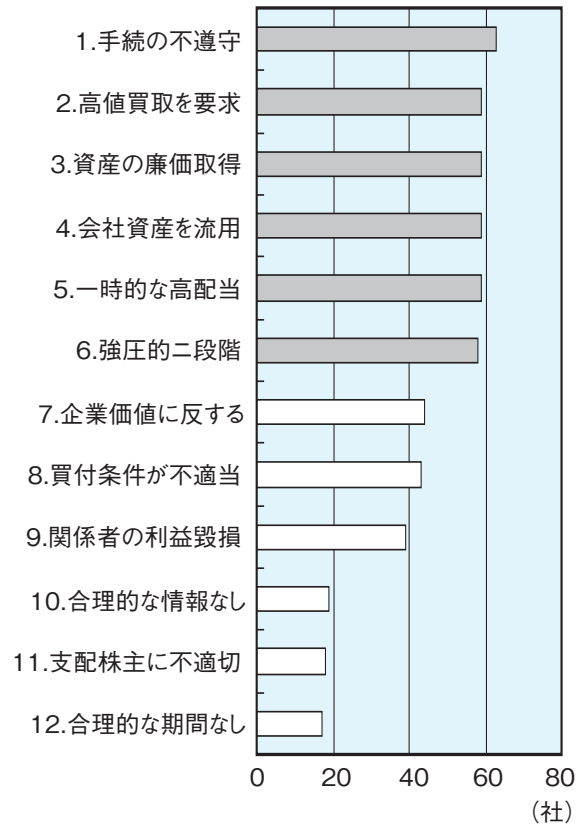
11. 支配株主に不適切

：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8：具体的な発動条件



(出所)DIR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。まず、「1.」のみを掲げている企業は2社に止まる。そのうち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.」はグリーンメーラー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。

9. 第三者委員会の設置状況

本来的な事前警告型ライセンスではなく、信託型の機能を併せ持つ「複合」タイプの場合は、買取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、買取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。

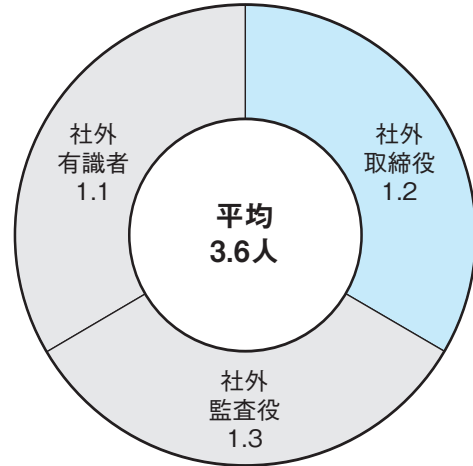
これらのプロセスにおける経営陣の恣意を排除するため、ほとんどの導入各社は独立したメンバーにより構成される第三者委員会を設置している。名称については、約5割が「独立委員会」約3割が「特別委員会」となっている。他の例としては、「企業価値委員会」「株主利益評価委員会」などがある。

メンバーの構成は各社で異なっているが、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9)。全体の平均人数は3.6人。なお最多の例は7人で、全員が社外取締役である。最少は2人で、社外取締役と社外監査役。

さらに個別に構成を見ると、社外監査役と社外有識者の組み合わせで、第三者委員会が組織されている例が最も多く、20社に達している(図表10)。第三者委員会のメンバーとしては本来、経営意思決定の監督者である社外取締役が適任である。しかし、社外取締役のみで構成されるケースは、6社に止まっている。

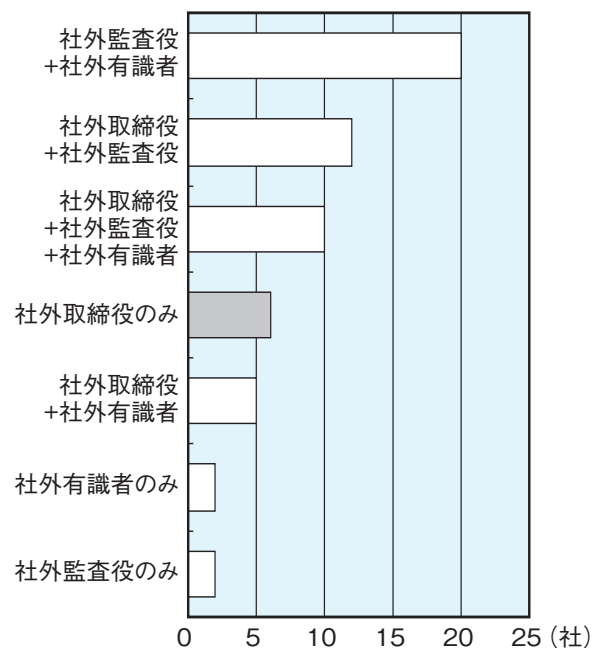
なお第三者委員会を設置していない例も4社あった。そのうち3社は、発動時に「株主意思確認総会」を開催することによって、経営陣の保身を防ぐ仕組みとしている。

図表9：社外メンバーの構成



(出所)DIR経営戦略研究所

図表10：社外メンバーの類型



(出所)DIR経営戦略研究所

10. 事前警告型の具体的事例

ここでは実際に導入されている事前警告型ライツプランから、本来的なタイプ(手続遵守でTOBに移行)と、複合的なタイプ(買収提案を会社側が判断)を、それぞれ一例ずつ紹介する。いずれも機関投資家などからポジティブに評価されているケースと理解しており、またどちらも導入の際に株主総会の承認を得ていない点において特徴的である。

なお、株主総会が買収防衛策を判断することについて、筆者は懐疑的に捉えている。買収提案の応諾/拒絶は極めて高度な経営判断であり、多数決原理に依拠する株主総会が合理的な解を導き出すのは難しい。そもそもわが国企業の場合、資本構成が株式持合や親子上場で歪んでいるケースが多く、投資家の意思が反映されるとは到底いえない。このような場合は特に、TOBで資本市場に問うべきだろう。

○松下電産の事例—本来的型

松下電器産業は2005年4月28日、「当社株式の大規模な買付行為に関する対応方針」別名「ESV(Enhancement of Shareholder Value)プラン」の導入を、取締役会において決定した。同プランは20%以上の株式買付を対象に、買収提案者に経営方針などの情報提供を求める。ルールが遵守されなかった場合、新株予約権の発行など対抗措置を発動する(図表11)。

コーポレートガバナンスの観点による、評価ポイントは以下の3点。

①取締役の任期を1年として、毎年の株主総会において判断を仰ぐ。

取締役会は同プランを随時、見直すものとする。

したがって毎期の改選時において、全取締役は株主の審判を受けることになる。

②取締役会の中に、独立性の高い社外取締役が複数、含まれている。

本来的な事前警告型は、社内取締役のみでよいとの理解はある。しかし同社は2名の社外取締役を招聘し、客観性を高めている。

③買収者が手続を遵守すれば即、TOBに移行して、株主に委ねる。

買収提案者が手続を遵守すれば原則、防衛策は発動されない。取締役会は意見の表明、場合によっては代替案の提示のみを行う。

図表11：松下電産の防衛策

導入決定のプロセス	取締役会の決議
対象とする保有割合	20%
提供情報の検討期間	60日間
提供情報の具体的項目	4項目 ①買付者の情報 ②目的・方法・内容 ③価格の算定根拠 ・資金の裏付け ④買付後の方針など
具体的な発動要件	2項目 ①手続の不遵守 ②企業価値に反する ※「回復し難い損害」
独立委員会の構成	なし(取締役会が判断)
特段の発動要件	原則TOBに移行 (②はあくまで例外)

(出所)同社ニュースリリース

同社は監査役会設置会社であり、社外取締役も取締役会17人中2名に止まる(2007年6月末)。そのためコーポレートガバナンス上、株主視点が欠如する懸念が拭い切れない。あくまで本来的な事前警告型ライツプランとして、株主意思に託すスキームを徹底したことは、評価されて然るべきと考えられる。なお企業年金連合会は同プランについて、「経営者の恣意が排除されている」と支持しており、取締役再任議案には反対していない(2006年4月27日付産経新聞)。

○エーザイの事例－複合型

エーザイは2006年2月28日、「当社企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針」の導入を、取締役会において決定した。同方針は15%以上の株式買付を対象に、買収提案者に経営方針などの情報提供を求める。ルールが遵守されなかった場合および、不適切な株式の買付と取締役会が判断した場合、新株予約権の発行など対抗措置を発動する(図表12)。

コーポレートガバナンスの観点による、評価ポイントは以下の3点。

①第三者委員会のメンバーが全員、独立性の高い社外取締役である。

買収提案を検討する「社外取締役独立委員会」は、7人の社外取締役のみで構成される。したがって議論に執行サイドの恣意が入る余地がなく、経営陣の保身を排除できる。

②取締役会の過半数が社外取締役で、株主の視点が保たれている。

最終的に対抗措置の発動を決議するのは、あくまでも取締役会の権限である。しかし同社取締役

会は過半数が委員会メンバーなので、委員会の判断がそのまま意思決定となりやすい。

③中期経営計画とワンセットで、資本市場に対して発表している。

同社は2006年開始の6ヶ年計画(中計)で、ROE16%・DOE8%をコミットしている。その目

図表12：エーザイの防衛策

導入決定のプロセス	取締役会の決議
対象とする保有割合	15%
提供情報の検討期間	60日間
提供情報の具体的項目	8項目 ①買付者の情報 ②目的・方法・内容 ③価格の算定根拠 ④資金の裏付け ⑤買付後の方針など ⑥利害関係者の方針 ⑦法規制・承認/同意 ⑧委員会の指定事項
具体的な発動要件	12項目 ①手続の不遵守 ② 1. 高値買取を要求 2. 資産の廉価取得 3. 会社資産を流用 4. 一時的な高配当 ③強圧的二段階 ④合理的期間なし ⑤合理的情報なし ⑥買付条件が不適当 ⑦法令・定款に違反 ⑧企業価値に反する ⑨明らかに濫用的
独立委員会の構成	7名(全て社外取締役)

(出所)同社ニュースリリース

標水準および達成度を勘案しつつ、株主は取締役会の判断を評価することができる。

同社は委員会設置会社であり、社外取締役が取締役会11人中7名を占めるという、強固なコーポレートガバナンス体制を誇る(2007年6月末)。したがって同社の取締役会はある意味で、株主総会以上に株主視点が徹底されているといえよう。このことは中計の目標数値が、株主を重視した指標によることにも現れている。なお同方針も投資家から一定の理解を得ており、2007年6月総会における取締役選任議案においては、ほぼ満場の支持を得られた模様である。

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ツプランが、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。そもそも、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。

■ 執筆者

藤島 裕三 (ふじしま ゆうぞう)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

京都大学大学院非常勤講師

専門：コーポレートガバナンス、IR支援

中期経営計画策定