

2008 年上半期ガバナンス回顧

2008 年 7 月 18 日 全 3 頁

買収防衛策を廃止する動きが相次ぐ

 経営戦略研究所
 藤島 裕三

防衛策の継続に意味があるのか、経営者に自ら問い直す気運が高まる。

[要約]

- 2005 年以降に防衛策が廃止された事例は 17 件、うち 2008 年上半期は 7 件と急増している。いわゆる「平時廃止」は全体の半数程度だが、直近は割合が高まっている。
- 買収防衛策の本来的な意義は、買収提案に際して交渉機会を確保することである。T O B 規制の整備や有事導入を認める判例などで、事前警告型の意義は薄れている。
- 外国人投資家など資本市場は、買収防衛策に対する批判を強めるだろう。今後は事業戦略に自信がある企業を中心に、廃止事例が着実に積み重なっていくと思われる。

資生堂が買収防衛策を非継続

4 月 30 日、資生堂は「当社株式の大量取得行為に関する対応策」（買収防衛策）の非継続を発表した。同社は 2006 年 4 月に事前警告型ライツプランを導入、同年 6 月の株主総会において承認を得た。なお本プランは有効期限を 2 年とするサンセット条項を付されており、更新の時期を迎えていた。

同社は今 2009 年 3 月期より 3 ヶ年中期経営計画をスタート、年率 4~5%の売上高成長および 11~2%以上の R O E を公約している（共に連結ベース）。計画達成に対する経営陣の自信度を示す際、防衛策の存在はネガティブに捉えられる恐れがあると、経営トップが判断したことが考えられよう。

今上半期に防衛策の廃止が急増

レコフ「MARR」データによると、2005 年以降に防衛策が廃止された例は 17 件（図表 1）、うち非上場化や被買収に伴うケースなどを除く、いわゆる「平時廃止」は半数程度を占めている模様。2006 年 6 月のユニデン、ツガミ、コムシードの 3 社が端緒で、2007 年にはショーボンド建設の事例があった。

2008 年 1~5 月の防衛策廃止については、7 件と急増している。このうち平時廃止はニッセンホールディングス、日本オプティカル、イーアクセス、資生堂、王将フードサービスの 5 件となっている。なお、東証の適時開示情報（7 月 17 日時点）によると、6 月以降に廃止事例は出ていないようである。

廃止各企業のニュースリリースにおいては、企業価値の向上が最善の対応策であること、望ましい買収を阻害する可能性があることなど、防衛策の意義を問う内容が挙げられている。また詳しくは後述するが、金融商品取引法における T O B 規制が整備されたこと、事前警告型でも発動時に株主意思を反映すべきことなど、防衛策を巡る近時の制度改革や司法判断も触れられている（図表 2）。

防衛策の意味を問い直す気運

買収防衛策の導入事例は、2007年に400件を突破してさらに増加、足下では600件近くに達している(レコフ調べ)。それらの中には、買収者に過大な負担を課したり、恣意的な発動が可能だったり、持ち合いの進んだ株主総会に委ねるなど、たとえ正当な買収提案であっても、経営陣の一存で阻止できるような設計が少なからず見られる。

一方で、日本企業のROEや配当性向は依然、欧米企業と比べて低水準に止まっている。また、余剰なキャッシュや本業に関係のない資産を抱え込むなど、経営効率の低さについてもしばしば指摘される。そのような企業が防衛策を導入するのは、株主軽視・非効率経営を改めることもなく、ただ経営陣が自己の保身に走ることに他ならないと、国内外の投資家からは厳しく批判されている。

株主重視・効率経営と買収防衛策は、必ずしも相容れないものではない。しかし、防衛策全般に否定的な論調が強まる中、企業イメージにマイナス影響となる可能性は小さくない。その結果として株価が下がった場合、敵対的買収者に狙われるリスクは逆に高まってしまう。防衛策廃止が増加している背景には、継続することに果たして意味があるのか、経営者に自ら問い直す気運があるのかもしれない。

防衛策を導入する意義は限定的

買収防衛策の本来的な意義とは、適切な交渉機会を確保することにある。経営側の独断で発動も辞さないとできるのは、グリーンメーラーなど濫用的な買収者に限られよう。もっとも濫用的買収者がターゲットにする企業は、経営効率や株主還元の問題があるケースが少なくない。したがって経営側としては、会社資産を有効に活用し、適切に株主還元していれば、そもそも防衛策を導入する必要性は生じにくい。

さらに防衛策の意義を問う事柄として、2006年12月のTOB規制改正が挙げられる。主なポイントは、規制対象となる所有割合3分の1を算出する際には市場外取引も含める、買付期間は最短20営業日でかつ対象会社は30営業日に延長請求できる、対象会社の質問提示から5営業日以内に買付者は回答報告書を提出する。したがって防衛策を備えていなくても、一定の検討期間と情報提供は確保できる。

また2007年8月「ブルドック事件」最高裁決定も影響しているだろう。ブルドックソースがスティール・パートナーズ・ジャパンを相手に、有事導入の対抗措置(新株予約権)を発動したことについて最高裁は、「ほとんどの既存株主が(中略)株主の共同の利益を害することになると判断」したことを尊重した。この判旨からは2点、防衛策発動の際は株主意思を反映するのが望ましいという考え方と共に、平時導入でなくても株主意思が伴った対抗措置は理解されやすいという解釈も導出され得る。

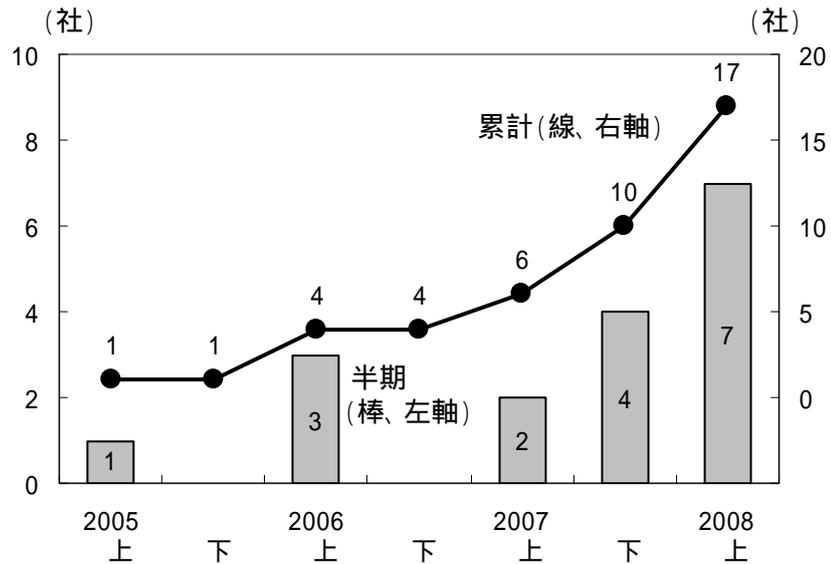
今後も防衛策の廃止は続く

足下の株価低迷や今期業績の不透明感から、外国人投資家を始めとする資本市場の側は、パフォーマンス悪化の象徴として、買収防衛策に対する批判を強めるだろう。逆風の環境下で、明確な必要性が認められない防衛策を維持する負担感は、経営者にとって決して軽いものではないと思われる。今後は事業戦略に自信がある企業を中心に、廃止事例が着実に積み重なっていくのではないかと見られる。

差し当たって注目されるのは、2005・6年に防衛策を導入した企業群である。1年のサンセット条項が付されている例が多いため、継続を検討するタイミングが毎年必ず訪れる。また、この時期の導入企業は、未だ導入事例が少ない状況の下、自社なりの論理で防衛策の要否を判断している。したがって期限到来時に検討した結果、やはり独自の見識で非継続を決定するケースも想像しやすい。

他方、2007・8年の導入企業群については、非継続に向けた動きが比較的鈍いかも
 されない。当該時期は3年のサンセット条項が主流のため、多くは再検討の機会が
 2010・11年まで到来しない。もっとも大量導入ブームの中で決定した経緯から、防衛
 策の意義や必要性を十分に議論していない事例が少なくないかもしれない。そのよう
 な導入企業こそ本来、廃止を検討するべきともいえるだろう。

図表1 買収防衛策の廃止件数（半期ごと、累計）



レコフ「MARR」データよりD I R経営戦略研究所作成

図表2 買収防衛策の廃止を発表したニュースリリース（平時廃止の一部）

社名(廃止当時)	日付	リリース上の主なコメント	導入
ツガミ	2006/6/23	株主の意見をより直接的に反映できるような内容を検討していく	2006/5/18
コムシード	2006/6/23	株主全体の利益向上に資する買収提案にも妨げになってしまう 証券取引法のTOB制度でも、株主利益を保護することはできる	2006/2/13
ショーボンド建設	2007/5/25	企業価値に資するものが、最終的には株主意思で判断すべき	2005/8/5
日本オプティカル	2008/3/10	わが国においては敵対的買収は極めて成立し難い環境にある 事前警告型であっても防衛策発動時は株主意思を反映すべき 金融商品取引法によるTOB関連手続につき整備が行なわれた 企業価値の毀損を防ぐには従業員などの賛同が不可欠である 防衛策がパートナー候補などに消極的影響を与える恐れがある	2007/2/14
イーアクセス	2008/4/17	提案検討に必要な情報と時間は、法によりある程度担保される 過度の防衛策が、わが国資本市場の閉鎖性と認識されている 会社は株主のもので、判断は最終的に株主に委ねられるべき	2005/5/12
資生堂	2008/4/30	大量買付行為に関する法制度の整備状況についても勘案した 新3ヵ年計画の着実な実行が、企業価値の確保・向上に繋がる	2006/4/27
王将フードサービス	2008/5/15	事前警告型でも発動に関しては株主意思の反映が必要である 金融商品取引法によるTOB関連手続につき整備が行なわれた 経営方針の下、事業に注力することが、企業価値向上に繋がる	2007/5/25

各社ニュースリリース（IRサイトで確認できた分のみ）よりD I R経営戦略研究所作成