

2009年2月20日 全12頁

# 買収防衛策を巡る近時の動向

～2009年総会シーズンを控えた論点整理～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

防衛策の導入スタンスに影響するだろう事象が、近年いくつか生じている。

## [要約]

- 現状においては、防衛策を導入したことにより、決定的なデメリットは生じないだろう。無視できない影響として挙げるべきは、コーポレートブランドを毀損することではないか。
- 事業会社による買収提案でも、濫用的買収者とするべき場合はあり得る。その意味で「公正かつ適正な」防衛策であれば、事業会社のケースにおいても一定の役割が期待される。
- 導入企業が資本市場に理解を求める際、最大のポイントは「独立取締役」である。特に近時は独立取締役の任用を求める声が増しており、さらに説明責任のハードルは高くなるだろう。

## はじめに：問われる買収防衛策の意義

全上場企業の15%が  
防衛策を導入

わが国における買収防衛策の導入企業は、2008年12月末で上場企業全体の約15%に達した。当初は様々な設計が存在した防衛策も、近年では2・3のヴァリエーションに収束しつつある（導入時：宣言的決議/定款変更、発動時：独立委員会の勧告を尊重/株主意思確認が選択可能、など）。今後は防衛策自体の企業経営における意義を、導入企業がいかに説明できるかに焦点が移るだろう。

多くの企業が防衛策  
の議論を開始

2009年の株主総会シーズンまで半年を切った現在、多くの企業が防衛策に関する議論を始めている。既に導入済みの企業は、このままの内容で継続して問題ないか、設計の一部に変更を加えた方がいいか、あるいは廃止を検討すべきかなどを、確認しておかなければならない。また未導入企業においても、現状のスタンスを維持すればよいか、今からでも導入すべきなのか自問されよう。

その際、防衛策を取り巻く最近の動向を認識することは、議論を整理するために極めて有効である。特に2008年においては、防衛策に関する認識を一変させかねない、インパクトのある事柄が相次いでニュースになった。本稿は今後の防衛策を巡る議論に関して、特に重要な意味を持つと考えられる事象を抽出、分析および解釈を加えることで、企業における検討に資することを目的とする。

## 1. 導入企業の増加ペースは鈍化傾向

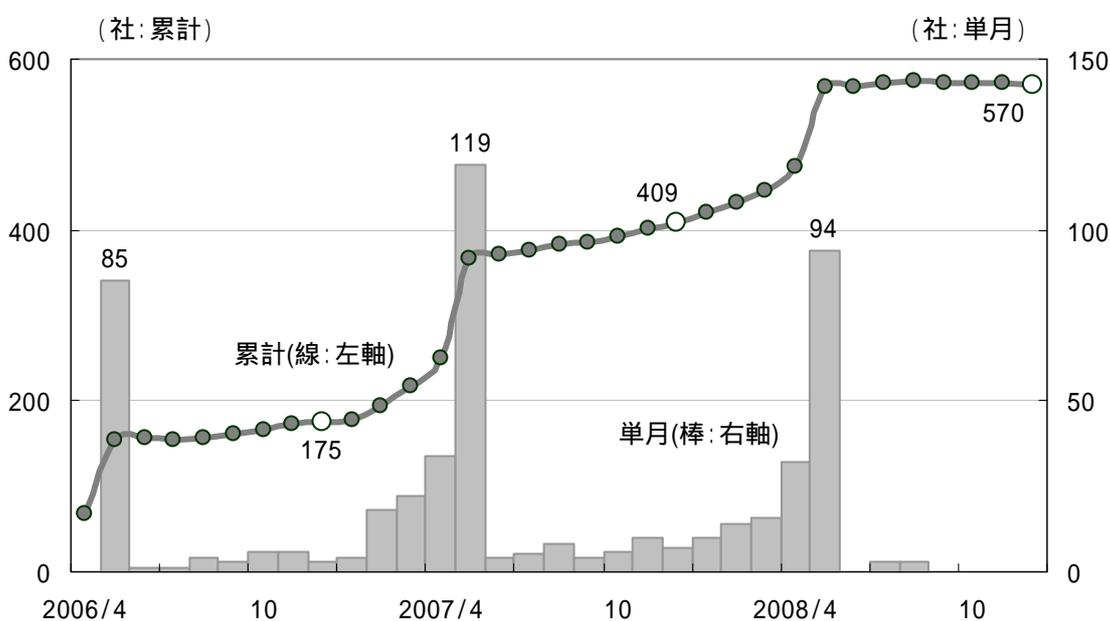
件数が累計ベースで  
マイナスに転換

2005年以來、一貫して増加してきた買収防衛策の導入企業数が、ここ数ヶ月に関しては横這い圏の推移に止まっている。レコフ「MARR」のデータによると、2008年8月に累計ベースで574社に達したものの、その後においては新規導入の事例が1件もない。その一方で廃止する企業はあったため、ごく小幅だが2006年7月以來の減少に転じた(図表1)。この傾向は年明け以降も続いている。

もちろんマイナス成長となった背景としては、3月決算企業による導入が一巡したことがある。2008年5月には94件という大量導入があり、2009年の同時期においても相当の増加が予想されよう。もっとも下半期であっても、2006年は24件、2007年は39件の導入例があった。これに対して2008年の下半期はわずか6件に過ぎない。後々、潮目の変化点とされる可能性はあるかもしれない。

2008年下半期を境に買収防衛策の増加ペースが鈍化するとしたら、その要因の第一としては当然、防衛策にニーズのある企業が大方導入を済ませたからだという指摘があるだろう。他方、ニーズはあっても未だ導入には至っていなかった企業が、さらに慎重さを増すことも考えられるのではないか。実際に2008年において、防衛策の導入スタンスに影響するだろう事象が、いくつか生じている。

図表1 買収防衛策の導入状況(累計および単月)



注：累計の白マーカーは各年12月末を示す  
単月は新規導入のみ(廃止は含まない)

出所：レコフ「MARR」データよりDIR経営戦略研究所作成

## 2．機関投資家の議決権行使が厳格化

連合会が議決権行使基準を追加した

機関投資家による株主総会の議決権行使において、買収防衛策の導入議案に対する姿勢が年々厳しくなっている。議案の否決リスクが高まってきていることは、企業が防衛策の導入・継続を検討する際に影響しよう。ここでは国内機関投資家の動向を確認するため、わが国におけるコーポレートガバナンスの議論をリードしてきた、企業年金連合会（以下、連合会）の取り組みをまず紹介する。

連合会は2008年3月に、「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」を改定した（図表2）。ポイントは2点。まず一つは金員交付に関わる規定を含む防衛策に反対すること。現経営陣が自らの保身を図るため、株主に帰属する会社資産を流用するリスクを捉えたものだろう。連合会は、交付を明示している場合だけでなく、含みを持たせているケースも含めて、厳しく判断するという。

もう一つは運用基準（否定的に判断する要件）を明確にしたこと。特に注目されるのは、防衛策自体の設計を問う内容（図表2下段のイ、ウ、エ）に加えて、社外取締役の採用を求めていることである（同ア）。本項目は金員交付ほど厳しくはなく、少なくとも該当すれば即反対とはならない模様。しかし防衛策は株主ガバナンスを伴うべきというメッセージが明確に打ち出されたとはいえよう。

防衛策議案に対する反対行使が急増

行使基準が改定された結果、連合会による反対行使は急増した。2008年6月発表の「2008年6月株主総会 インハウス株主議決権行使結果について」によると、104議案のうち40件（38.5%）に反対票を投じている。なお2007年6月株主総会においては137議案中の2件（1.5%）に止まる。大幅に増加した理由として連合会は、金員交付に関わる規定を含んだ議案があったことを挙げている。

図表2 企業年金連合会「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」の改定ポイント

行使基準の追加	買収者に割り当てられた新株予約権について、企業が経済的対価を交付して取得できる旨の規定を含むプランについては、原則として反対する
運用基準の明確化	次のようなケースについては、原則として肯定的に判断することはできない ア 社外取締役が採用されていない企業 イ いわゆる独立委員会に当該企業と利害関係を有するものが含まれている場合 ウ いわゆる独立委員会や取締役会における検討期間が、いたずらに長期であったり、繰り返し延長可能である場合 エ 防衛策発動の要件が、「買収提案が、従業員、顧客、取引先、地域社会その他の利害関係者の利益を含む当社の企業価値の確保、向上に反するおそれがあること」「従業員、取引先、顧客その他の利害関係者の処遇を含む買付の条件が、当社の本源的価値に鑑み不十分または不相当と判断される場合」などのように、幅広く解釈可能である場合

出所：企業年金連合会ニュースリリース（2008年3月24日発表）

証券系の運用会社は  
総合的に評価

さらに国内機関投資家の例として、証券系の運用会社を取り上げる。大和住銀投信投資顧問は「株主価値に資する」防衛策の条件に、利害関係者の利益を理由に発動しないこと、独立取締役が発動/消却の意思決定に深く関与することなどを挙げる。大和証券投資信託委託は「株主資本の有効活用に問題」あり「改善が見込み難しい」企業については、防衛策導入は肯定的に判断できないなどとする。

野村アセットマネジメントは、防衛策を導入しようとする企業に対して、「平時より株主価値を重視した経営」を実施することを求める。また日興アセットマネジメントは原則「反対」の立場を明確にしているが、「危険の存在が明らか」な場合はその限りではない。個別の行使基準は様々だが、いずれも防衛策単独では判断しようとせず、株主重視の経営姿勢を総合的に評価しているといえよう。

議決権行使助言会社  
の助言内容は厳しい

外国人投資家のスタンスについては、議決権行使助言会社（コンサルタント）の助言内容が参考になる。海外の機関投資家は地理的・言語的な問題があるため、議決権行使に際して自ら投資先の議案を精査することは簡単ではない。したがって実際の行使活動において、コンサルタントの影響力が大きいことは容易に推測される。以下、わが国で活動する主要な助言会社の動向をチェックする。

各種報道によると、ISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス）は2008年6月の株主総会について、防衛策を導入および継続する議案のほとんど全てに反対助言した模様である。その理由としてISSは、独立した社外取締役の人数不足などを挙げている。また、筆頭株主の持株比率が高い企業による防衛策導入を、「モノ言う株主防衛策」に等しいと非難している。

グラスルイスは「利害関係者の保護」など発動要件が曖昧である点を指摘、やはり全ての議案に反対したと報道されている。一方、日本プロクシーガバナンスは助言内容を公表しており、これによると52議案中28件が反対助言であった。同社は2008年1月にガイドラインを改定しており、追加項目の「社外取締役のいない企業が防衛策を導入する場合は反対助言する」に該当した例が多かった。

6月総会は全可決だが  
実態は容易でない

2008年6月の株主総会シーズンにおいては、買収防衛策の導入・継続を諮る議案が約200あった模様。定款変更（特別決議）を伴うものも多かったが、ごく一部の例外を除いて否決や撤回は見られなかった。しかし上述してきたように、防衛策に対する機関投資家のスタンスは総じて厳しくなっている。可決には至ったものの、実際には薄氷を踏むようなケースも少なくなかったと推測されよう。

日本ハウズイングにおいては、防衛策の導入を株主総会決議事項とする定款変更の株主提案が、会社側の判断によって議案に取り上げられたものの、特別決議に必要な票数（3分の2）を得られずに否決された。防衛策導入の議案については、宣言的決議（過半数）によって承認されている。なお2008年9月にワークスアプリケーションズが、定款変更・防衛策導入の両議案を総会前日に撤回している。

### 3. 経産省が過剰防衛に懸念を表明

発動が前提の防衛策  
に懸念を表明

経済産業省の企業価値研究会は2008年6月、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下、報告書）を公表した。2005年5月に発表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下、指針）は防衛策の導入を取り上げたものだが、報告書では防衛策の発動について議論を展開した。その中では一貫して防衛策に厳しい見解を提示している。

そもそも同研究会は指針においても、一定の厳格な立場を明らかにしている。指針の要約では株主総会による導入方法の具体例として、特別決議を得る手続（定款変更あるいは有利発行）を挙げる。一方、普通決議については本文で、「株主に与える影響が小さい事項」なら許容されるとするに過ぎない。ここでいう「影響が小さい」とは、発動が前提ではないことを意味するものと推察される。

しかし、わが国防衛策の実態として、大部分は普通決議で導入されている。なおかつ金員交付の規定を設けるなど、発動することを念頭に置いて設計したと見られる防衛策も少なくない。同研究会は討議において「過剰防衛が散見される」と憂慮している（第28回議事録）。そして株主共同の利益を第一に考えるべきこと、経営陣の保身を決して許さないことを、今回の報告書において明言している。

防衛策の目的は株主  
の利益を守ること

まず報告者は冒頭で、買収防衛策の目的が「究極的には、株主の利益を守る」ことにあると明言する。そして指針および報告書がいう「企業価値」とは、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定しており、この概念を拡大して解釈することを非難している。「利害関係者の利益」など曖昧な発動基準を排することで、経営者による恣意的な運用を戒めようとしたと考えられよう。

次に「株主や投資家の理解と納得を得ることができるといえるような合理的な買収防衛策の在り方」として、やはり金員交付に関わる規定を問題視している。金員の交付はかえって防衛策の発動を誘発して、配当や投資に用いられるべき資金が買収者に移転することで、株主の利益が害されるとする。そもそも金員交付なしで発動できる（濫用的である）場合のみ、防衛策は発動されるべきだと主張する。

総会決議を得ること  
を限定的に解釈

また報告書は形式的に株主総会決議を得ることを、「株主総会決議を通せる株主構成になっていれば、盤石な防衛体制がとれるといった誤ったメッセージ」を送りかねない、すなわち株式持ち合いの進展につながると危惧する。買収提案を適切に判断することは取締役の義務だとして、利害関係者の保護を持ち出さない、安易に濫用的だと決め付けないなど、「取締役の行動の在り方」を提言している。

なお発動に関わる総会決議に関しては、かなり限定的な捉え方をしている。ルール違反および明確な濫用的買収であれば、そもそも取締役会限りによる発動で足りる。ルール遵守かつ明確に濫用的ではない場合は、発動を「制限的であるべき」すなわち原則として認めておらず、総会決議を得ても「株主の合理的意思に依拠していることを示す事情」に止まり、即、発動が正当化されないとする。

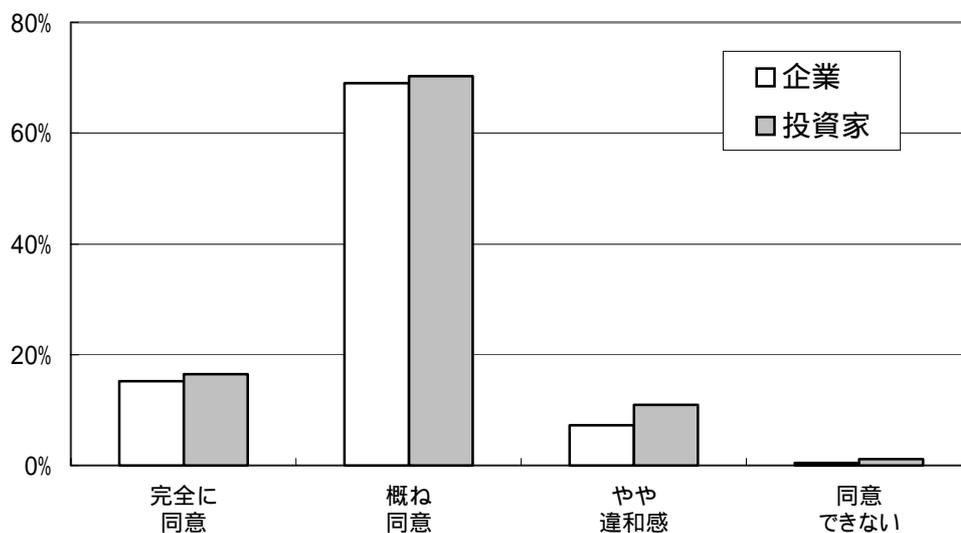
内外のコンセンサスを獲得しつつある

報告書案の提示が株主総会の集中期を直前に控えた6月11日だったことから、実務においては少なからず当惑や混乱をもたらしたようである（最終報告書の公表は6月30日）。またブルドックソース事件の最高裁決定（2007年8月）は金銭交付と総会決議に一定の意味を認めているにも関わらず、これらに否定的な報告書の提言に対して「三権分立の原則からルール違反」と批判する論者もいた。

一方で報告書を支持する立場も存する。在日米国商工会議所（ACCJ）は2008年7月、「同報告書を高く評価している」と表明した。ACCJは報告書の内容を立法により実現することを求めており、「これら提言を法制化することで、日本の株式市場は信頼を高め、日本企業の価値を高める取引も促進されるであろう。またそれらの取引のほとんどは、友好的なものとなるであろう」としている。

2008年12月に生命保険協会が発表した、アンケート調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」によると、報告書に同意できるとの回答が企業側・投資家側ともに8割を超えている（図表3）。投資家のみならず企業サイドも多くが理解を示しており、報告書は幅広くコンセンサスを得つつあるといえるのではないかと。双方において防衛策を評価する際の、一つのスタンダードとなるだろう。

図表3 経産省の見解について（企業および投資家）



出所：生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」（2008年12月19日発表）よりD I R経営戦略研究所作成

#### 4. 防衛策が前提の買収提案が出現

日本電産が東洋電機製造に買収を提案

日本電産は2008年9月、東洋電機製造に資本・業務提携の提案を実施した。東洋電機製造は買収防衛策を導入済みで、日本電産はプレスリリースで「（買収防衛策）に則り、本提案に関する手続を進めていく」とした。買収提案そのものは防衛策で止めることはできず、むしろその存在が提案を呼び込むことにつながり得るという意味で、防衛策の導入企業は衝撃を以って受け止めたのではないかと。

防衛策を導入済みの企業に経営陣の賛同を得ず買収を提案した前例としては、日本ハウズイングに対する原弘産の提案がある（2008年2月）。日本ハウズイングは6月の定時株主総会で対抗措置を発動することの承認を得たが、同社株主が原弘産の経営実態に懸念を抱いた結果かもしれない。実際にその後、原弘産は業績下方修正や取締役辞任、転換社債の繰上償還に関する交渉などを発表している。

日本電産は多くのM&Aを手掛けてきた実績があり、同社の永守社長はわが国でも著名な経営者である。また買収対価は1株当たり635円の現金で、直近までの1ヶ月平均株価に100.95%のプレミアムを付した。以上を考え併せると、東洋電機製造の一般株主が異を唱えることは考えにくく、防衛策の導入企業に対して買収提案が成功する最初の事例になるのではないかと、当事例は広く注目を集めた。

しかし日本電産は同提案の失効を発表

同提案に対して東洋電機製造の経営陣は、株主意思確認手続への移行を検討する前の段階、取締役会評価期間の設定までに3ヶ月を費やして、防衛策が定める必要情報の提出を日本電産に求めた。この間に3度の質問状送付、トップ面談および意見交換を実施している（図表4）。東洋電機製造が情報提供完了通知を出した12月15日、日本電産は有効期限到来に伴う同提案の失効を発表した。

図表4 東洋電機製造に対する日本電産の買収提案を巡る事実の経過

日付		事実関係
9月	16日	日本電産が東洋電機製造に「資本・業務提携に関する提案」を実施
10月	1日	東洋電機製造が「情報リスト」（第1回質問書）を日本電産に送付
	10日	日本電産が第1回質問書に対する「回答書」を東洋電機製造に提出
	24日	東洋電機製造が「追加質問事項」（第2回質問書）を日本電産に送付
11月	5日	日本電産が第2回質問書に対する「回答書」を東洋電機製造に提出
	17日	東洋電機製造が「再回答の要請」（第3回質問書）を日本電産に送付
	25日	日本電産が第3回質問書に対する「回答書」を東洋電機製造に提出
	28日	東洋電機製造の独立委員会が同社および日本電産に三者面談を提案
12月	5日	東洋電機製造、同社独立委員会、日本電産による三社面談を実施
	8日	両社のウェブサイトにおいて同日までの質問書および回答書を公表
	12日	東洋電機製造と日本電産が意見交換を目的とする面談を実施
	15日	日本電産が東洋電機製造に対する提案の期限満了による失効を発表

出所：日本電産および東洋電機製造のニュースリリース

防衛策が買収提案を  
呼び込んだ可能性

東洋電機製造に対する日本電産の買収提案を巡る以上の経緯は、防衛策が内包する重要な面を表わしている。企業価値・株主共同の利益を守るという建付けに従えば、防衛策の目的は公正かつ透明に買収提案を取り扱うことに尽きる。したがって防衛策を導入することにはある意味、常に買収提案を検討する用意があると宣言するのに等しいのかもしれない。本件で提示された最大の論点といえよう。

幾度の質問書および面談の議事録からは、東洋電機製造は日本電産から事前交渉がなかったことにこだわっていると読み取れる。もっとも同社は買収防衛策の目的を「当社株券等の大規模買付行為を行おうとするものが遵守すべきルールを明確」にすることだと明記している。少なくとも事前交渉はルールに定められていない。日本電産はこの点に注目、事前交渉は不要と判断したとも考えられる。

さらに東洋電機製造の防衛策の場合、ルール違反か明確な濫用的買収でなければ、防衛策を発動するには必ず株主意思確認手続を経る設計になっている。また株主意思確認手続の要否について、取締役会は独立委員会の勧告を最大限尊重しなければならない。したがって、日本電産による情報提供が早期に完了して検討期間に入っていれば、買収成立の可能性は著しく高まっていたものと思われる。

情報受領段階の独立  
性が問われよう

そこでもう一つ、重要なポイントとして挙げられるのは、必要情報を受領する段階における独立性である。東洋電機製造の防衛策においては、「当社取締役会は、買付者等による本必要情報の提供が十分になされたと認めた場合には、その旨を買付者等に通知する」とされる。すなわちこの段階では独立委員会は関与できない。あくまで結果論だが、同規定が買収から身を守ったともいえよう。

もっとも本件を通じて、情報受領の段階における手続がクローズアップされたことで、今後はここにも独立性を求める声が高まるのではないかと。他社事例としては、独立委員会が十分な情報が判断するもの（東芝）、情報提供先を独立委員会とするもの（エーザイ）、法律事務所の意見書を併せて求めるもの（新日鐵）などがある。どのような設計が株主に資するのか、さらなる議論が待たれる。

株主に対する一定の  
透明性は確保された

独立委員会に関して補足する。東洋電機製造の独立委員会は防衛策の設計上、情報受領が完了して取締役会検討期間に入らない限り、プロセスに参画することはできない建付けだった。しかし同委員会は自ら呼びかけて三者面談を実現、その席で質問書および回答書を両社ウェブサイトで開示することを提案した。少なくとも同委員会は、株主に対する透明性を確保するのに貢献したといえる。

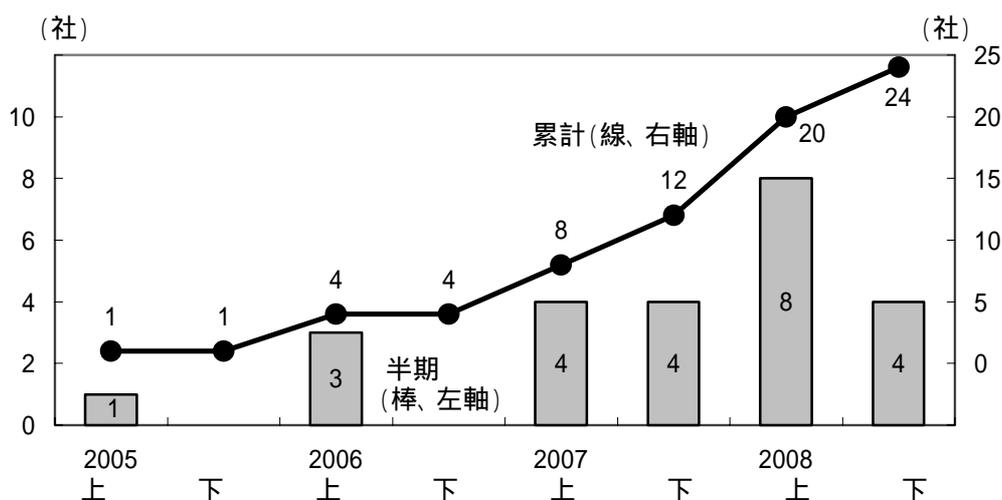
両社ウェブサイトにおいては今日まで、双方による議論の応酬が公表されている。特に東洋電機製造の質問書において「強圧的とも思われる提案の手法」など事前交渉がないことへの不満、「休みたいならやめればいい」（2008年4月24日付 朝日新聞、日本電産は否定）など永守社長の発言に関する確認など、経営陣の拒絶反応が読み取れる。今後の事例においても、透明性は重要な要素となろう。

## 5. 買収防衛策の「平時廃止」が増加

防衛策の導入が買収提案を呼び込む

レコフ「MARR」のデータによると、2005年以降に買収防衛策が廃止された例は2008年12月末で24件ある（図表5）。うち非上場化や被買収に伴うケースなどを除く「平時廃止」は、半数弱を占めている模様。特に2008年上半期に廃止事例が目立つのは、機関投資家による議決権行使の厳格化など、資本市場の眼を意識したためではないか。同時期の廃止8社のうち、5件は平時廃止と見られる。

図表5 買収防衛策の廃止件数（半期ごと、累計）



出所：レコフ「MARR」データよりDIR経営戦略研究所作成

T O B 規制の整備が動機となっている

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や、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司法判断などが触れられている。その中でもほぼ例外なく挙げられているのは、金融商品取引法におけるT O B 規制が整備されたことである（図表6）。

図表6 防衛策廃止を発表したニュースリリースにおけるT O B 規制のコメント例（2008年）

社名	発表日	T O B 規制に関するコメント
イーアクセス	4月17日	その後成立した金融商品取引法により（中略）ライツプラン導入の目的である検討に必要な情報と時間の確保は、法によりある程度担保される
資生堂	4月30日	大量買付に関する法制度の整備状況も勘案し、本定時株主総会において本プランの継続をお諮りするよりも、新3ヵ年計画を着実に実行していくことこそが（中略）株主共同の利益の確保・向上に繋がる
王将フードサービス	5月15日	金融商品取引法による手続の整備が行われたこと等を鑑み、本プランの継続の意義が薄れたと考えられる
オープンルーフ	12月25日	金融商品取引法による手続の整備が行われたこと等からも、当社の現行設計の買収防衛策は、その役割を終えたことと考えられる

出所：各社ニュースリリース

2006年12月にTOB  
規制が改正

2006年6月に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」によって、旧「証券取引法」の題名は「金融商品取引法」となり、投資者保護のための横断的法制に生まれ変わった。それと同時に種々の改正が施された訳だが、株式公開買付（TOB）規制についても適用範囲の明確化、情報開示の義務化、公開買付期間の伸長などが定められた。なお改正TOB規制の施行日は2006年12月13日。

ここでは買収防衛に関連する項目のみを取り上げる。まず同規制の回避行為を防ぐ措置として、適用範囲の明確化：市場内外にまたがる一連の取引を規制対象にする、大量保有報告制度の見直し：重要提案行為が目的の場合は特例報告を認めない、ことを定めた。大量保有の特例報告とは、基準日にのみ報告すればよいとするもの。その間隔についても、後の改正で3ヶ月毎から2週間毎に短縮された。

次に株主が十分な検討期間を得られるよう、公開買付期間の伸長：最短20日を20営業日にした上、対象会社の求めで30営業日まで伸ばせるようにした。また株主が必要な情報提供を受けられるよう、情報開示の義務化：対象会社に「意見表明報告書」、買付者に「対質問回答報告書」の提出を課した。さらに全部買付義務の導入：3分の2以上の買付は応募の全てを買い取らなければならないとした。

防衛策の機能はほと  
んど代替できる

以上が有効に機能すれば、確かに防衛策が持つ機能のほとんどは担保される。適用範囲の明確化と大量報告制度の見直しで、知らない間に20%超の議決権を握られるといった事態は考えにくい。防衛策の主な目的である「時間と情報の確保」は、公開買付期間の伸長と情報開示の義務化である程度は代替できる。濫用的買収の典型とされる強圧的二段階買収も、全部買付義務の導入で制限されよう。

もちろん程度の問題は存する。一般的な防衛策は現金で60日間、その他の対価で90日間の検討期間を置くし、延長の定めを設けている例も多い。情報についても追加で求めることができる。また全部買付義務に関しては、3分の1以上や過半数を求める声もある。実際のところ、どこまでは不足でどこからが過剰なのか判断は難しいが、少なくとも規制で十分という企業が存在することは事実である。

株主に判断を委ねる  
ことの適否

もう一つの問題として、「一般株主に判断を委ねることの危うさ」を指摘する向きはあるだろう。個々の株主が自らの収益に偏った判断でTOBに応じると、利害関係者を含む長期の企業価値が損なわれるという主張である。もっとも発動時に株主意思を尊重する防衛策は、本質的に変わらないと思われる。むしろ多数株主の意向で少数株主の利得が妨げられる点こそ、問題視されるべきかもしれない。

長期的な視点で株主共同の利益につながる企業価値を守るという観点では、経営のプロである取締役が買収提案を判断する建付けの防衛策の方が、TOB規制による防衛策不要論に対しては、より説得力を持っていると考えられる。これは取締役に責任ある行動を求める前述「報告書」の立場とも合致する。もちろん取締役会の人員構成および検討過程については、改めて相当な独立性が問われよう。

## まとめ：検討すべき買収防衛策の論点

以上、買収防衛策を巡る近年のトピックスの中から、特に重要と思われるものについて考察した。いずれも防衛策の今後を議論する際に、取り上げるべき論点を豊富に含んでいる。ここでは「まとめ」として、3つに絞って検証する。

### 防衛策を導入することのデメリットはあるのか

決定的なデメリットは現状考えにくい

第一に考えられるのは、機関投資家による議決権の反対行使が増えることで、株主総会における否決リスクが高まることである。また投資家の不興を買うという意味では、株価に対してもマイナスの影響があるかもしれない。さらに東洋電機製造の事例で明らかになったように、「買収提案を適切に検討する」防衛策を導入していることが、却って買収提案を呼び込む端緒になる可能性が指摘される。

もっとも、現実には株主総会で否決されることは稀だろう。多くの企業には安定株主が厳然と存在しており、宣言的決議まで阻まれることは考えにくい。投票結果を開示する義務がないことも関係しよう。株価については、明確に相関関係が実証されている訳ではない。東洋電機製造の件も最終的には提案撤回に終わったことから、他の導入企業が身に迫った危機と捉えるには至っていないのではないかと。

少なくとも現状においては、防衛策を導入したことで、決定的なデメリットは生じないのかもしれない。無視できない影響として挙げるべきは、コーポレートブランドを毀損することではないか。非導入企業の多くは「企業価値の向上を図ることが最良の防衛策」と掲げ、同じ理由で防衛策を廃止した企業も存在する。マイナスイメージを払拭するため説明を尽くすことは、決して容易ではないだろう。

### 事業会社の買収提案に対して防衛策は無力なのか

事業会社に対しても一定の役割を期待

従来、敵対的買収の主役は投資ファンドだった。彼らは対象企業のビジネスに精通している訳ではなく、買収後の戦略は財務的な改善や後ろ向きの再編になりやすい。そのため提案を受けた企業側としては、ファンドは自社の事業を適切に評価していない、企業価値を毀損する濫用的買収者であると抗弁しやすい。実際、ファンドを濫用的だとした司法判断も存在する（2007年7月9日東京高裁決定）。

しかし近年、原弘産による日本ハウズイングへの提案、そして日本電産による東洋電機製造への提案により、事業会社が防衛策の導入企業に買収提案する例が目立っている。共に失敗もしくは撤回に終わったものの、事業シナジーを求める提案側の主張は、相当の正当性を持っていたといわざるを得ない。少なくとも濫用的と決め付けて優位に立つことは、事業会社の買収提案に対しては難しいだろう。

それでは事業会社は決して濫用的買収者になり得ないのだろうか。シェア争いに決着をつけるため競争相手を消滅させる、技術や顧客など一部の資産だけが目当てである、などのケースは容易に想像できよう。ここでの問題は、シナジーとのいずれが真の目的か、容易に判別がつかないことにある。その意味で「公正かつ適正な」防衛策であれば、事業会社の提案に対しても一定の役割が期待される。

### 今後は防衛策の導入企業に何が求められるのか

独立取締役の任用が  
ポイントになる

まずは引き続き説明責任を果たすことが求められる。防衛策が経営陣の保身目的に用いられること、株主であれば懸念を持って当然である。恣意的な防衛策に守られていることによって、経営陣が努力を怠るのではないかと危惧しよう。TOB規制で十分と廃止する企業も相次ぐ中、導入企業は株主重視の経営姿勢に基づいた、適切な設計・運用の防衛策であることに理解を得なければならない。

最大のポイントは「独立取締役」である。ほとんどの導入企業は独立委員会を設置しているが、メンバーとして最適な要件は、経営陣から独立しており、取締役会に影響力を持つこと。したがって「取締役会の過半数を占める独立性の高い社外取締役」がベストで、実態がどれだけ近いかわかれる。特に近時は独立取締役の任用を求める声が増しており、さらに説明責任のハードルは高くなる。

また平素より株主重視の経営を実施することを期待する投資家に応えることも重要になってこよう。防衛策は本来、経営陣が「自分たちの経営戦略が実現すれば、買収提案よりも株主に報いられる」とアピールする過程である。その主張に説得力を持たせるには、平時から説明責任を果たすべきだろう。ROEや配当性向などの指標に裏打ちされた、定量的な中期経営計画が伴うことが望ましい。

- 以上

### 【参考レポート】

2008.2.29 「事前警告型ライツプランの横断的分析」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/08022904strategy.html>

2008.7.18 「買収防衛策を廃止する動きが相次ぐ」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/08071801strategy.html>

2008.7.25 「日ハウズ株主総会で株主提案が否決」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/08072502strategy.html>

2009.1.8 「企業価値研が防衛策報告書を発表」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/09010801cg.html>

2009.1.14 「日本電産が東洋電機製造に買収提案」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/09011401cg.html>