

2010年3月19日 全6頁

# 導入一巡した買収防衛策の今後

～2010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

投資家・企業とも改めて防衛策の在るべき姿を再考する時期を迎えている。

## [要約]

- 昨年に諮られた防衛策の継続議案には、発動時の法的安定性を高めるため株主の関与度を増やす変更と共に、投資家の理解を得られるよう手続の透明性を担保する変更が目立った。
- 国内外を問わず機関投資家の多くは「原則反対」に転じつつあり、導入企業が理解を得るには、防衛策自体の設計変更のみならず、株主価値を高めるトータルの取り組みを要する。
- 防衛策が株主価値に貢献しているとの説明が不十分であれば、その影響は防衛策に関わる議案には止まらず、取締役選任議案においても反対行使の増加を引き起こす可能性がある。

## はじめに：買収防衛策は新局面を迎える

### 防衛策の導入社数は ピークアウト

2009年12月末における買収防衛策の導入社数は、レコフデータ「MARR」によると567社となった模様である。ほとんどは事前警告型ライセンス（敵対的買収の脅威に晒されていない平時に、買収者が従うべきルールを設定しておくタイプ）で、信託型ライセンス（平時に新株予約権を発行して信託銀行に預託、取締役会の判断で新株予約権の交付・行使を決定するタイプ）からの切り替えも進んだ。

2005年5月に経済産業省企業価値研究会が上記2タイプの防衛策を提言して以降、防衛策の導入企業は急速に増加してきた。しかし2008年8月末の575社をピークに頭打ちとなっており、2009年は6月の株主総会シーズンを含めて、新規導入する企業が著しく減少した。防衛策の新規導入は一巡したものと考えられ、今後は既導入企業による継続・変更・廃止が、資本市場においては主に問われるだろう。

### 導入一巡で投資家の スタンスも変化

防衛策の新規導入が活発な局面で、国内外の機関投資家が懸念していたのは、株主軽視もしくは経営者の保身につながりやすい設計の防衛策が採用されることであり、そのため多くは個別議案を精査する方針を採っていたと思われる。しかし増加の一巡した2009年以降、そのスタンスにも変化が見られるようになっている。

以下、2008年まで防衛策がどのように変容しながら増加してきたか、2009年の資本市場においてはどのような動きがあったのかを振り返る。特に2009年6月の株主総会シーズンに見られた企業および投資家の行動様式は、2010年総会シーズンにおいても基本的に同じ傾向を辿るものと思われる。そうした中で防衛策の導入企業に望ましい総会・投資家対応について、若干の考察を加えることを本稿の目的とする。

## 1. 年別による買収防衛策の傾向

2008年まで毎年100件超のペースで増加

わが国における防衛策の導入社数は、株主総会シーズンを控えた5月に大幅増となるパターンを、2006年から2008年の3年間は繰り返してきた(図表1)。もともと防衛策の内容については、年ごとに異なった傾向が存する。

### 【2006年：先行組による多様な設計】

取締役会の決議のみで株主総会に諮らずに導入、買収提案を諮る独立委員会を設置しないなど、最近では見られない多種多様な設計があった。同時期の導入例としてはグローバル競争に晒されている企業が主体。具体的に想定される被買収リスクに対処するため、未だ事例が乏しい中で独自の工夫を講じた結果と考えられよう。

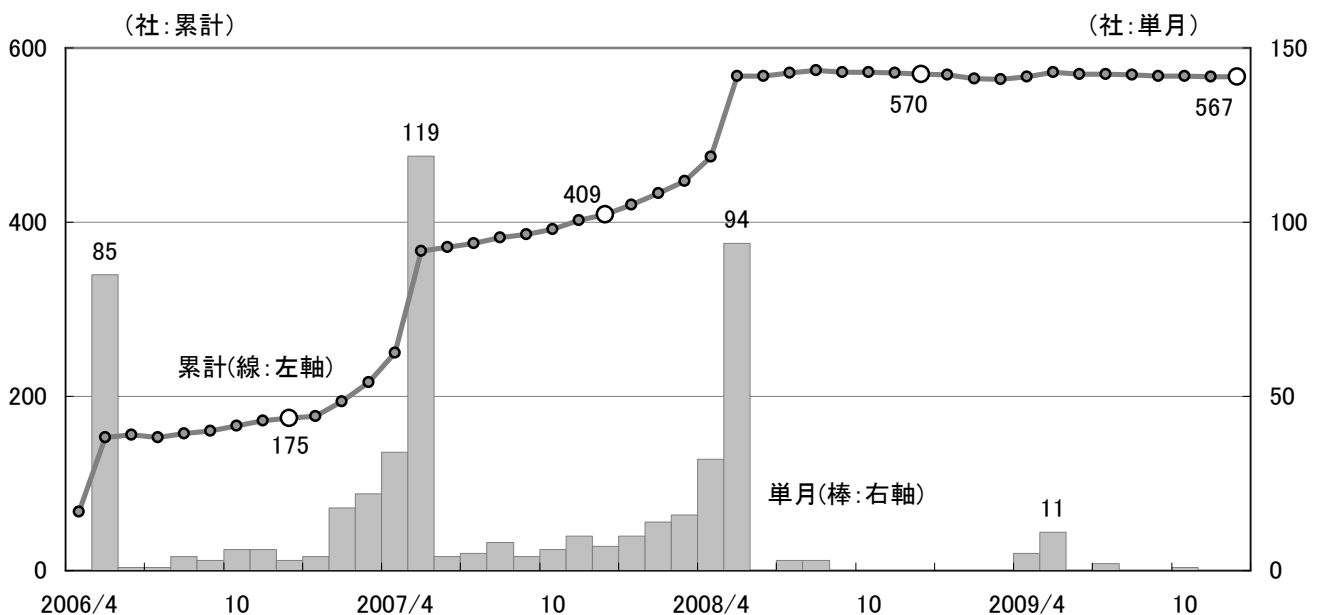
### 【2007年：主要企業による大量導入】

株主総会の普通(宣言的)決議で導入、発動時には独立委員会の意見を尊重するという、わが国のスタンダードともいえる設計が確立した。導入企業としては内需系の大企業が目立つ。前年の試行錯誤を参考として、導入に過大な手間がかからず、かつ投資家の理解を比較的得やすい型が、多くの企業に採用されたといえる。

### 【2008年：定型確立による裾野拡大】

前年に確立したスタンダードが主流だが、導入条件を株主総会の特別決議とする、発動時に株主の判断を直接仰ぐなど、株主意を積極的に取り込む類型も増加した。ブルドックソース事件の司法判断(2007年8月最高裁決定)が影響していよう。前年と比べると規模の小さい企業による導入が目立っており、中には支配株主が存在している(すなわち被買収リスクが小さい)企業が導入したケースも見られる。

図表1 買収防衛策の導入件数(累計、単月)



注：累計(線グラフ)の白マーカーは各年12月末を示す  
単月(棒グラフ)は新規導入のみで廃止は含まない

出所：レコフデータ「MARR」よりDIR経営戦略研究所 作成

## 2. 2009年総会シーズンの変更事例

### 2009年の新規導入は 20社弱に止まる

過去3年はコンスタントに増加してきた防衛策の導入社数だが、2009年については一転、ごく小幅とはいえ減少基調となっている。2006年の多様な先行例から2007年にスタンダードが確立、2008年に導入例の裾野が広がった過程を経たことで、防衛策の必要性を身に迫って覚える企業には一通り行き渡ったと考えられる。

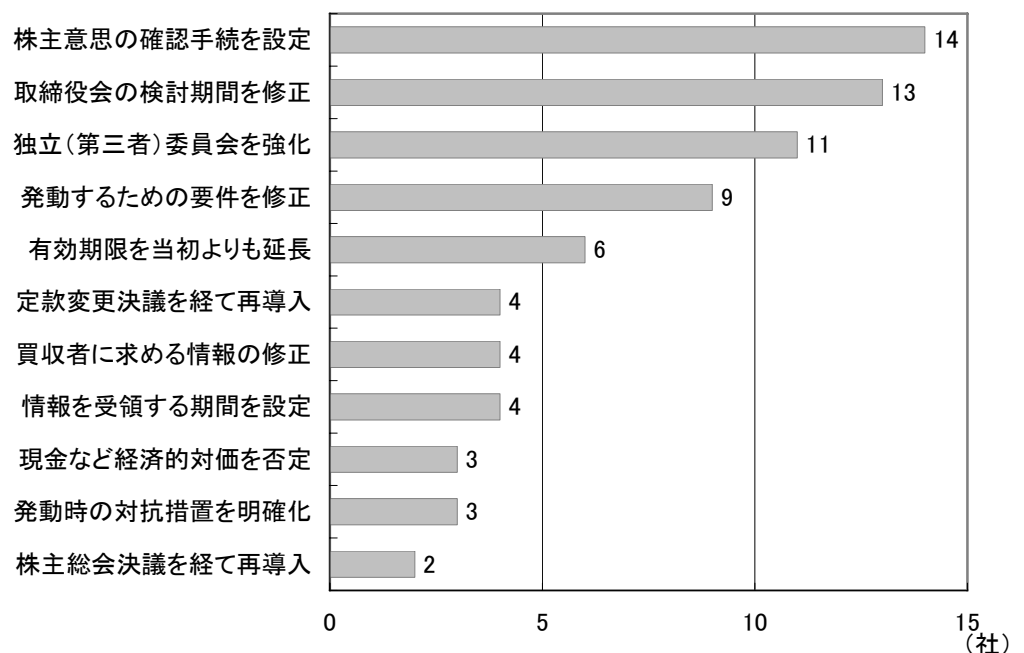
2009年における新規導入は、前出レコフデータによると19社に止まった。一方で廃止した事例は22社と導入を上回っている。防衛策を巡る議論は「どのような防衛策が増加するのか」から、今後は「増えた防衛策をどう評価するのか」に移るだろう。したがって注目されるのは有効期限を迎えて更新される継続事例であり、どのような設計変更が伴っているかを企業側は資本市場に訴えることになる。

### 資本市場を意識した 変更も見られる

日経500に採用されている企業のうち、これまでに防衛策を導入しており、2009年の株主総会シーズンに継続議案を株主総会に諮った例は、30社強が確認されている。このうち25社はニュースリリースで継続に際して変更した箇所を列挙しており、俯瞰すると、株主意思確認手続を設定する、定款変更決議を経て再導入するなど、株主の関与度合いを増やして発動時の法的安定性を高める狙いが窺われる事例がまず目立つ(図表2)。これもブルドックソース事件に関わる司法判断が影響していよう。

一方で投資家の理解を得られるよう、手続の透明性を担保する目的と見られる変更も存する。取締役会検討期間を修正する(期間の明示、延長回数の制限など)、独立委員会を強化する(社外取締役の増員、委員会の常設化など)、発動するための要件を修正する(広く利害関係者の価値といった曖昧な文言の削除など)が例として挙げられる。以上の傾向は今年の継続議案においても同様と予想される。

図表2 2009年総会シーズンの変更事例(日経500採用会社)



注：ニュースリリースにおいて変更点を明示した25社ベース

出所：各社ニュースリリースよりD I R経営戦略研究所 作成

### 3. 増加そして変容する廃止事例

割合は小さいが廃止  
例は着実に増加

防衛策の導入企業が資本市場を意識した場合、究極の選択肢が廃止（非継続）である。新規導入が一巡した今後、防衛策に批判的な主張の矛先は自然と、既に導入した企業に向くことになる。前述したように今後は変更を伴う継続議案が中心となるが、インパクトの大きい廃止を求める投資家などの声はさらに高まろう。

前出レコフデータによると、2005年以降に買収防衛策が廃止された例は、2009年12月末で47件ある（図表3）。そのうち非上場化や被買収に伴うケースなどを除く、いわば「平時廃止」は約半数を占めている模様。これまでに防衛策を導入した企業の総数に対して1割にも満たないが、着実に廃止事例は増加している。

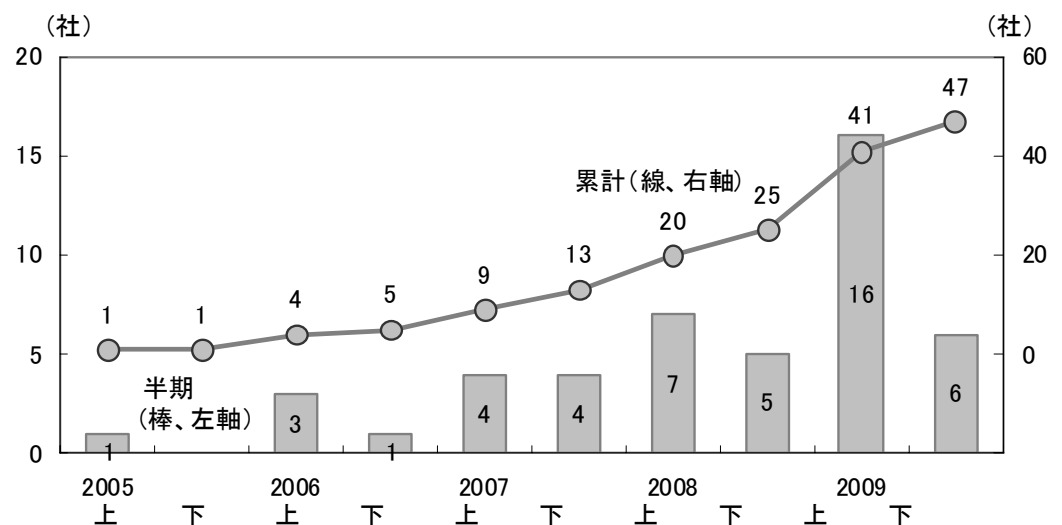
有事導入・平時再導入  
に言及した事例も

また廃止・非継続を発表したニュースリリースの表現には、時を経るごとに変化が見られる。2008年までの事例においては、防衛策を廃止する理由について、金融商品取引法におけるTOB規制が整備されたことを筆頭に、企業価値の向上が最善の対応策である、望ましい買収を阻害する可能性があるといった、いわば資本市場あるいは株式会社制度の原則論が専ら、声高に訴えられてきた印象が強い。

これが2009年になると「有事には適切な措置を講ずる」や「最終的に株主の判断に委ねる」といった、廃止後に買収提案がなされることを意識した文言が目立つようになる。前者「適切な措置」には、買収提案者が濫用的と判断できる場合、有事導入の防衛策は不公正にならないという、ニッポン放送事件の東京高裁決定（2005年3月）が背景にある。また後者「株主の判断」には、株主意思の確認手続に相応の意味を認めた、前出のブルドックソース事件決定が影響したと思われる。

さらに同年後半に差し掛かると「必要な時は適切な設計の防衛策導入を検討する」といった、平時導入のライセンスを再導入する可能性にまで触れる例が出現した。このような表現は必ずしも投資家に支持されるものではないだろうが、既導入企業が廃止に踏み切るための心理的ハードルを下げる効果はあるだろう。

図表3 買収防衛策の廃止件数（半期ごと、累計）



出所：レコフデータ「MARR」よりDIR経営戦略研究所作成

#### 4. 機関投資家による議決権行使

##### 連合会は業績などを 考え併せて判断

防衛策の増加ペースが頭打ちになったことで、投資家としては「そもそも防衛策は必要なのか」という出発点に立ち返って、改めて厳しいスタンスを強めることが考えられる。もともと外国人投資家は防衛策に反対、あるいは厳格な要件（独立した社外取締役の複数選任など）を課している。さらに国内の機関投資家が議決権行使に臨む姿勢によっては、継続議案の否決リスクを看過できない例も出るだろう。

企業年金連合会は「2009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」において、防衛策に関連する議案のうち20.0%に対して、反対行使を実施したと発表した。2008年6月の反対行使比率は38.1%なので、数字上はほぼ半減している。ただしこれは、現金など経済的対価による新株予約権の取得条項を設定する例が皆無だったため。2008年6月の反対理由は全て同条項の存在にあった模様である。

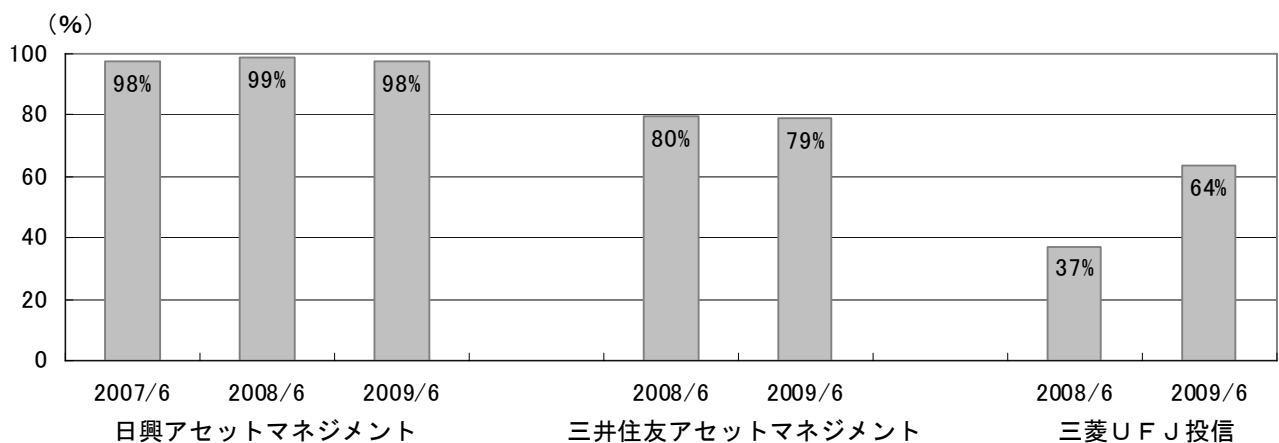
逆にいえば2009年6月は、同条項を備えた議案がなかったにも関わらず、連合会は2割もの反対行使を実施したのである。例としては「株主価値の向上策が認められず、発動要件が幅広で、かつ社外取締役が不在」といったケースを連合会は挙げている。すなわち防衛策はもはや、それ自体の設計だけで評価されない。業績やガバナンスと併せて判断されるのであり、今後その傾向は強まっていくと考えられる。

##### 国内外を問わず原則 反対の立場が多い

なお連合会の「2008年度 運用受託機関 株主議決権行使結果について」（2008年度中に終了した決算期が対象）によると、13社の運用受託機関は防衛策に関連する議案の81.1%に反対行使している。この数字を見れば外国人投資家に限らず、国内の機関投資家も多くは「原則反対」のスタンスであると理解せざるを得ない。

実際、議決権行使の結果を開示している機関投資家の例を見ると、特に2009年6月は軒並み反対比率が50%を超えている（図表4）。以前から厳しい方針で臨んでいる投資家がいる一方、昨年に目立って反対率を高めた運用機関もあった。2010年の総会シーズンは、投資家の眼は一層厳しくなると予想される。防衛策自体を透明な設計にするのみならず、株主価値を高めるトータルの取り組みが求められよう。

図表4 買収防衛策に関わる議決権行使の開示事例（反対比率）



出所：各社ニュースリリースよりD I R経営戦略研究所 作成

## まとめ：買収防衛策に求められるもの

### 株主価値の向上策が伴うことが必要

2007年に導入された防衛策事例には、3年間のサンセット条項（有効期限）が設定されているものが多い。したがって2010年の総会シーズンには、相当数の継続議案が諮られることが予想される。その際の変更内容としては2009年と同様、株主意思確認手続を設定する、取締役会検討期間を明確化する、などが想定される。

ただし防衛策自体の設計を変更するだけでは、資本市場の要請に応えるには限界があらう。新規導入が一巡を迎えたこともあり、投資家は防衛策の本来的な意義に立ち返って、厳しく判断するスタンスを強めている。その中で支持を多く得るためには、防衛策が株主価値の創造に寄与するものであると示す必要がある。具体的には、中期経営計画などで裏付けられた株主価値向上策の説明などが望ましい。

防衛策が株主価値に貢献しているとの説明が不十分であれば、その影響は防衛策に関わる議案には止まらないだろう。すなわち取締役選任議案においても、反対行使の増加を引き起こす可能性がある。もちろん、多くの投資家が防衛策ひとつの評価で、経営者としての適格性が欠けると断じるとは考えにくい。しかし業績動向、取締役会構成、株式持ち合いなどと併せて、否定的に見られる材料にはなろう。

### 在るべき防衛策の姿を再考する契機

一方、資本市場に強くアピールしたい企業には、廃止という選択肢も考えられる。もっとも防衛策に全く意味がない訳ではない。上場会社である以上、濫用的買収者の脅威は常に存在している。この点で改正TOB規制は、買収提案者が濫用的であると明らかでも、公開買付の手続に入ることを門前払いするものではない。

企業が不可欠な成長ステージとして、事業の収益性や財務の効率性を上げることで株主価値を高める途上にあるなら、その効果が顕在化するまでの間は防衛策によって経営の安定を保つことに、一定の道理が認められるだろう。投資家に対して説得力を持つ株主価値向上策を提示した上で、実現までの限定的な役割に防衛策は止まるとの説明が伴えば、その防衛策は正当なものと理解されるべきではないか。

そうは言っても、株主総会が支配株主の存在や持ち合い関係で形骸化していたり、取締役会が内部昇格者で占められて独立性を欠いていたりしたのでは、さらに防衛策を導入することは過剰防衛、経営陣の保身とされても仕方ないだろう。企業サイドも導入一巡を契機に、在るべき防衛策の姿を再考する時期を迎えている。