

平成18年導入の買収防衛策 の傾向と株主の反応

制度調査部
金本 悠希

反対は少なく、株主と会社の対話がうかがわれる

【要約】

今年の株主総会で導入（予定）の買収防衛策を調べたところ、大半が事前警告型ポイズンピルという結果が得られた。

事前警告型ポイズンピルは、敵対的買収者の議決権割合を低下させるものである。ただし、発動されるのは、企業価値を著しく損なうことが明白な場合などに限られている。

事前警告型ポイズンピルの導入について、株主がどう反応するかを調べたところ、昨年より反対票が減少しており、会社と株主の対話がなされたことが伺える。

< 目次 >

1. はじめに
2. 平成18年導入の買収防衛策の傾向
3. ポイズンピルの仕組み
4. 事前警告型ポイズンピルのプロセス
5. 買収防衛策に対する株主の反応

1. はじめに

昨年から、敵対的買収及び買収防衛策を巡る議論が盛んである。大和総研制度調査部では、東京証券取引所の適時開示システムに公表された、今年の株主総会までに導入された、あるいは今年の株主総会で導入予定であった買収防衛策を調査した。

平成18年1月1日から6月29日（今年の株主総会集中日）までに公表されたものは **134件**であった¹。本稿では、今年の買収防衛策の傾向と、それに対する株主の反応についてレポートする。

2. 平成18年導入の買収防衛策の傾向

今年ポイズンピルとして導入され、東証の適時開示システムに公表された買収防衛策は134件であった。そのうち **128件が事前警告型ポイズンピル**、**6件が信託型ポイズンピル**であった。

¹ 吉川満「平成18年導入予定のポイズン・ピルの動向」（2006年6月13日付DIR 資本市場調査本部情報）参照



これだけのポイズンピルが導入された背景は、昨年 5 月に発表された経済産業省・法務省の買収防衛策の指針が、ポイズンピルを買収防衛策のモデルと扱っていたことによると考えられる。

買収防衛策²

= 株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は**新株予約権の発行**を行うことなどにより自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくないものによる買収が開始される前に導入されるものをいう。

3 . ポイズンピルの仕組み

(1) ポイズンピル (モデル) の仕組み

ポイズンピル

= 敵対的買収者が現れた際に、**新株予約権**などを他の株主に交付するなどして、敵対的買収者の**議決権割合を低下**させる仕組み

ポイズンピルは、以下の流れで敵対的買収者の議決権割合を低下させる（次ページの図参照）。

< ポイズンピル (モデル) >

株券保有割合が 20%³となる買収者が出現

一定の条件の下で、**買収防衛策が発動**

... 「買収者は権利行使できない」という条件付の新株予約権を全ての株主に無償割当て

買収者和其他の株主が保有割合に応じて新株予約権を取得

しかし、買収者は新株予約権を行使できないという条件がついているため、新株予約権を行使できない⁴

他の株主が、新株予約権を行使し、新たに 80 万株取得（買収者は 20 万株のまま）

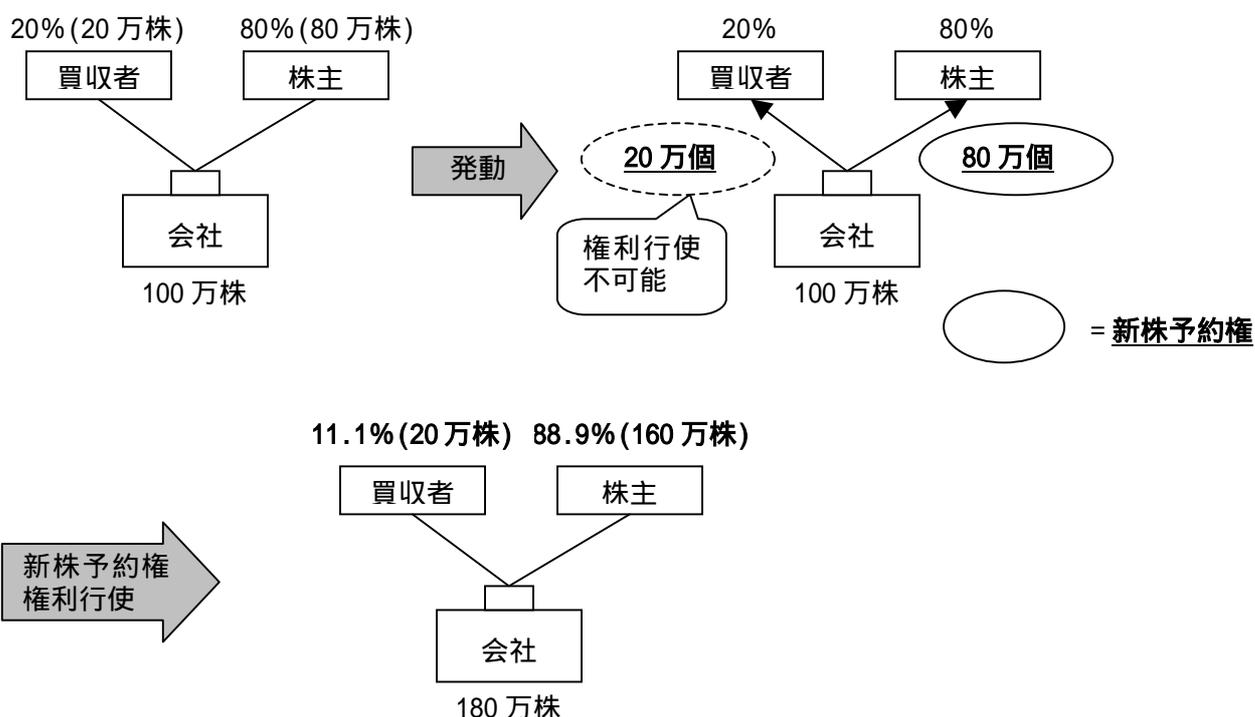
買収者の株券保有割合が **11.1%に低下**

の結果、他の株主が合計 160 万株保有することに。買収者は 20 万株のまま。

² 経済産業省・法務省「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」

³ 海外では 15%の例が多いといわれる。

⁴ ただし、取締役会の承認の下で売却することは可能と規定されている。



(2) 信託型ポイズンピルの仕組み

ポイズンピルには、敵対的買収者が出現する前に、新株予約権を予め信託銀行に発行するものもある（信託型ポイズンピル⁵）。予め信託銀行に発行している点以外は、敵対的買収者に打撃を与える方法など、通常のポイズンピルと大きな違いはない。

< 信託型ポイズンピル（モデル） > （次ページの図参照）

買収者が現れた際に、新株予約権を発行決議を経ずに交付できるよう、予め信託銀行に新株予約権を発行

株券保有割合が 20% となる買収者が出現し、一定の条件の下で、**買収防衛策が発動**

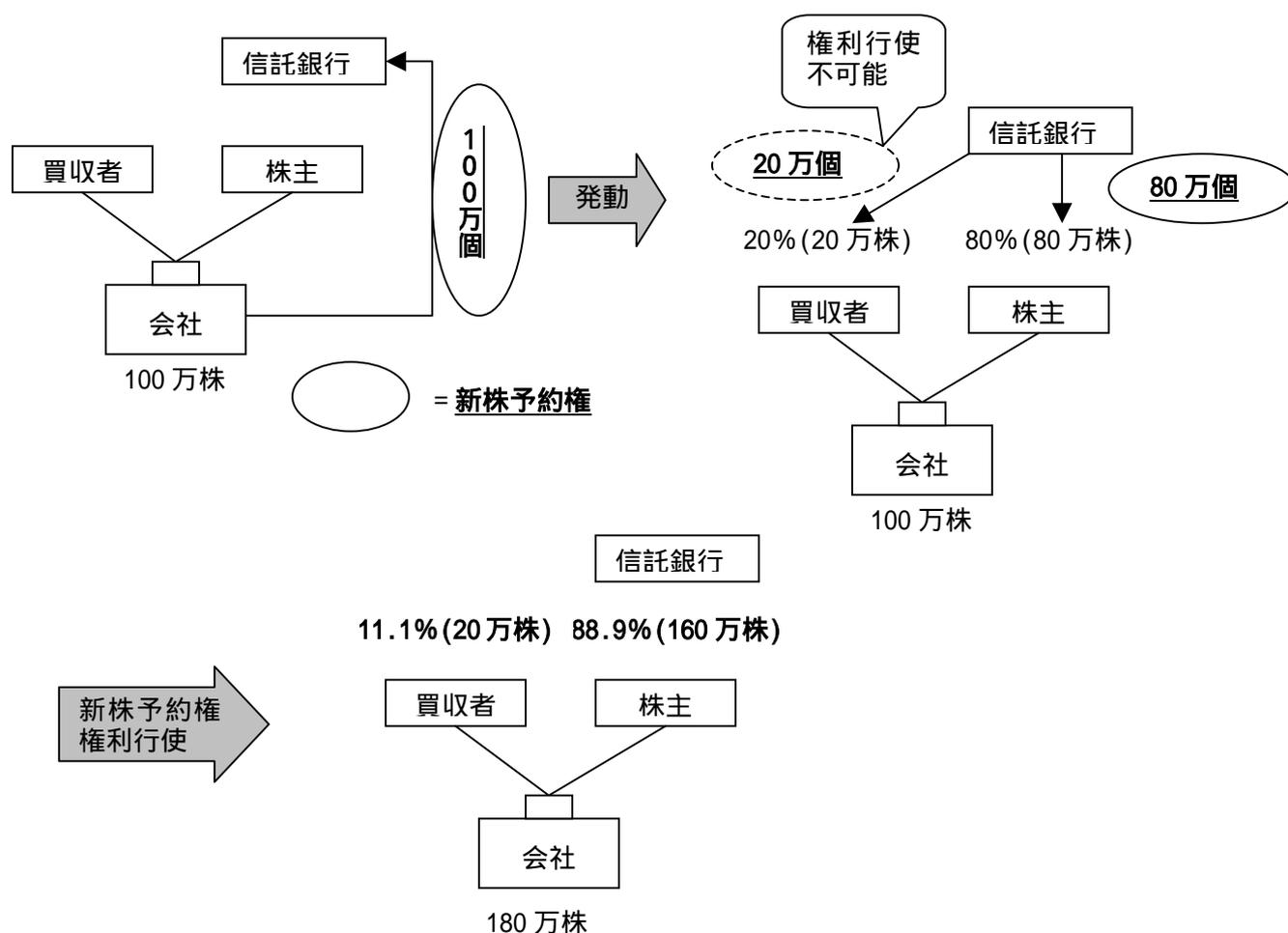
…信託銀行が、株主に新株予約権を交付

新株予約権が行使され、他の株主が新たに 80 万株取得（買収者は 20 万株のまま）

買収者の株券保有割合が **11.1% に低下**

の結果、他の株主が合計 160 万株保有することに。買収者は 20 万株のまま。

⁵ 敵対的買収者出現以前に、その時点の株主に新株予約権を交付することは、差止められる可能性が高いため、それを避ける意味があると考えられる。



4. 事前警告型ポイズンピルのプロセス

(1) 事前警告型ポイズンピルが発動されるまで

3. でポイズンピルの仕組みについて述べたが、これは、実際に買収を阻止するための対抗措置が発動された場合のことである。

しかし、買収防衛策は常に発動されるわけではなく、発動されるのはその買収者が企業価値を向上させないことが明白な場合などに限られている。

というわけで、実際に導入された事前警告型ポイズンピルでは、株式の買付を行っている者が、企業価値を向上させないことが明白であるか検討する期間を設けるなど、買収防衛策が発動されるまで、一連のプロセスが定められている。

(2) 事前警告型ポイズンピル(モデル)のプロセス

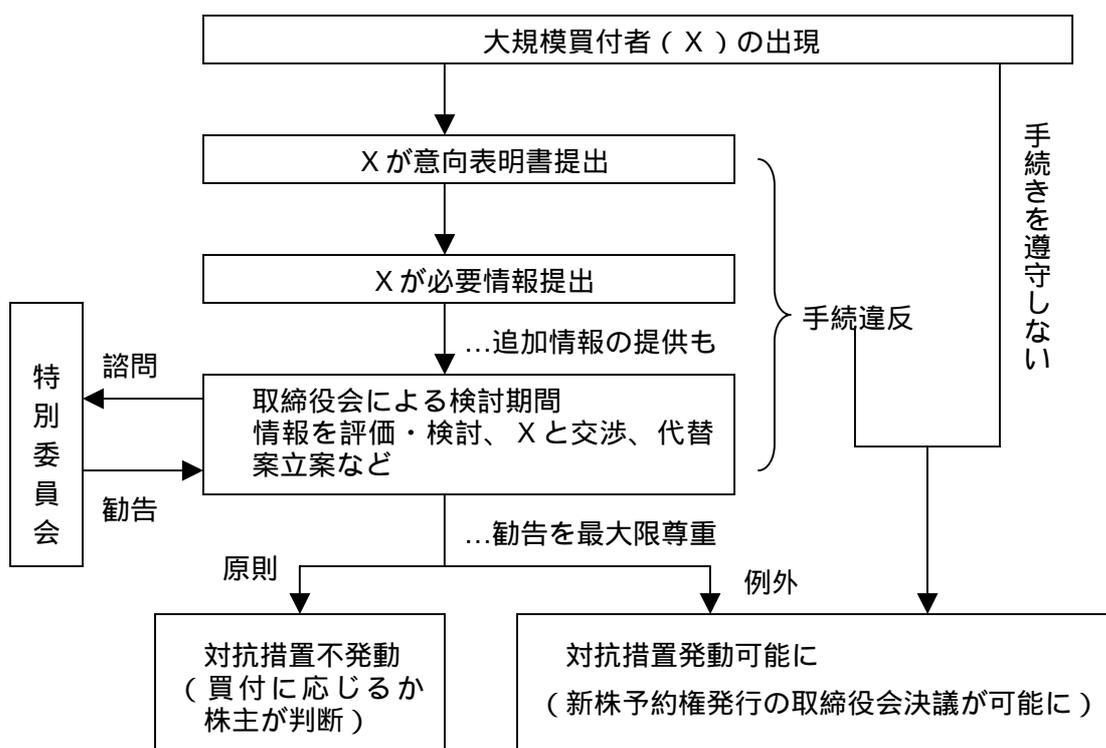
(a) 通常的事前警告型ポイズンピルの場合

実際に導入されている事前警告型ポイズンピルを基に調べたところ、そのモデルは以下のような形式である。

< 事前警告型ポイズンピル（モデル） >

- (1) 議決権割合が20%以上となるなど、大規模買付者が現れた際に、取締役会が大規模買付者に一定の情報を提供することを求める。
- (2) 大規模買付行為を検討し、それが企業価値を著しく損なう場合などに限り、対抗措置（主に、新株予約権発行による大規模買付者の議決権割合の稀釈化）を発動する。

【事前警告型ポイズンピル（モデル）の流れ】



- ：議決権割合が20%以上となる株券などの買付を行う大規模買付者（以下、Xと表記）が出現
- ：意向表明書には、Xの概要、大規模買付行為の概要、会社が定めた大規模買付ルールに従う旨の誓約等を記載
- ：必要情報の具体例には、大規模買付の目的・方法、買付対価の算定根拠・買付資金の裏付け、大規模買付後の対象会社の経営方針、大規模買付後のステークホルダーとの関係について予定している変更の有無、そのほか取締役会が必要とする情報、などが定められている。
- ：検討期間はおおむね以下のように定められている。

(A)：対価を現金(円貨)のみとする公開買付による全株式の買付 60日間

(B)：(A)以外 90日間

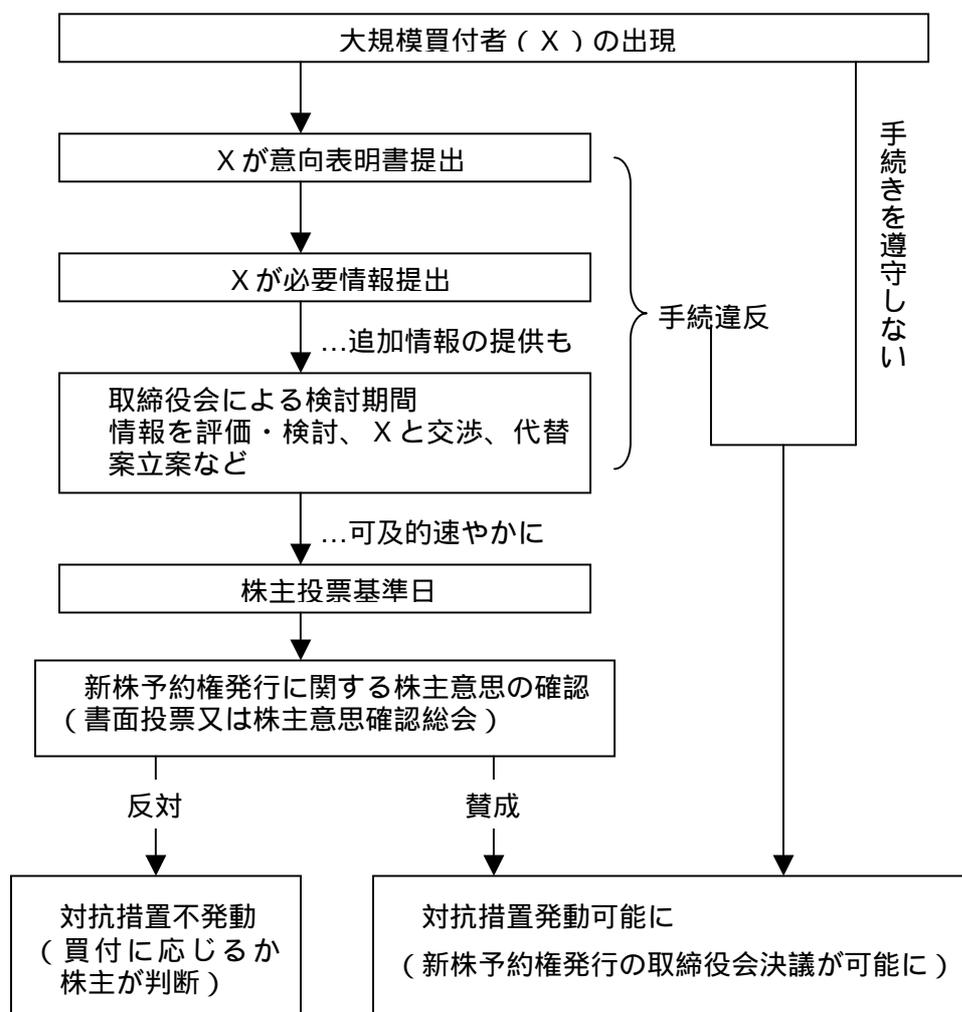
- ：取締役会の諮問に基づき、独立委員会が対抗措置を発動するか否かを勧告を行う。
- および：取締役会が、独立委員会の勧告に基づき、対抗措置を発動するか否かを決定する。

例外は、会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価を吊り上げて会社を買取を要求するグリーンメーラーなど、企業価値を著しく損なう場合を、具体例を列挙して限定的に定めているものが多い。しかし、なかには「特別委員会が、当該買収行為によって当社の企業価値が毀損されると判断した場合」と抽象的に定めているだけで、範囲に幅を持たせているものもある。

(b) 株主意思確認総会型の場合

事前警告型ポイズンピルのうち、5社の事例では、買収防衛策を発動するか否かを株主総会を開催して株主が決定する（株主意思確認総会型）事例もあった。

【株主意思確認総会型の事前警告型ポイズンピル（モデル）の流れ】



（それぞれの項目については前ページ参照）

(a)と(b)の基本的な違いは、手続きを遵守した場合に対抗措置をとるかどうかを、取締役会と株主総会のどちらが決定するかである。手続きを遵守しなかった場合、どちらも取締役会が対抗措置をとることを決定する点は同じである。(b)の株主意思確認総会型は、発動するか否かを株主が決定するので、それだけ株主の意思が反映され、望ましいとも考えられる。

一方、手続きが遵守された場合に発動するか否かを取締役会が決定する(a)のタイプも、特別委員会の勧告を最大限尊重する必要があり、発動されるのは企業価値を著しく損なうことが明白と認められる場合に限られる。それに当たらない場合は、対抗措置が発動されず、買収者の公開買付に応じるかどうか株主が判断する、などといった形式で株主の意思が反映される。よって、必ずしも(a)のタイプが株主意思確認総会型より劣っているというわけではないと考えられる。

5. 買収防衛策に対する株主の反応

買収防衛策は、導入方法については特に会社法で定められているわけではない⁶。そのため、買収防衛策を導入している会社には、取締役会で導入するものも株主総会で承認を得ることを条件に導入するものも見られた。

しかし、株主総会の承認を得ないものについては一部の機関投資家が反対の立場を表明している。有力な機関投資家である企業年金連合会は、導入方法を含めて、買収防衛策に対して株主総会での議決権をどのように行使するかの基準を公表している。それによると、事前警告型ポイズンピルに関しては、以下の基準を満たす防衛策の導入には賛成するとしている。

< 企業年金連合会の買収防衛策に関する議決権行使基準 >

導入が株主価値の向上に資することの十分な説明がある
株主総会の承認
防衛策の発動などについて、社外取締役などによるチェックなどが行われること
期間が2～3年に限定

これらの点について、実際の事例がどのように定めているかをプレスリリースで調べたところ、以下の結果が得られた（ に関しては、必ずしもプレスリリースに載るとは限らないと考えられるので、ここでは除外した）。

【導入方法】（ に関して）

株主総会の承認を得ることを条件とする	50 社
取締役会で導入するが、株主総会の議案にかける	26 社
取締役会で導入し、株主総会の議案にかけない	58 社

【独立委員会の設置の有無】（ に関して）

設置を明記	101 社
不明	33 社

【買収防衛策の期限】（ に関して）

平成 18 年中の期日まで	31 社 ⁷
平成 19 年中の期日まで	21 社
平成 20 年中の期日まで	9 社

⁶ ただし、事業報告（旧商法下の営業報告書）には記載されることになる（会社法施行規則第 127 条）。

⁷ この中には、いったん取締役会で導入し、改めて株主総会の議案にかけるため、買収防衛策の期限を平成 18 年の株主総会までとしているものも含まれる。その場合、必ずしも、期限を 1 年に定めているという趣旨ではないと考えられる。

平成 21 年中の期日まで	43 社
平成 22 年中の期日まで	0 社
平成 23 年中の期日まで	0 社
平成 24 年中の期日まで	4 社
なし	26 社

買収防衛策の導入に関して、企業年金連合会はどのように議決権を行使したかを公表しており、事前警告型ポイズンピルに関しては以下の結果となっている⁸。

内容	提案件数	反対件数
事前警告型防衛策の導入	82	7
内、株主総会に付議されたもの	51	2
内、招集通知にて説明されたもの	26	4
内、プレスリリースのみ	5	1
信託型ライツプランの導入	4	0

事前警告型買収防衛策の導入への反対は、82 件中 7 件にとどまっている。これは、昨年広い意味での買収防衛策の 9 割超が反対を受けたのに対して、大幅に低下している。その理由として、提案企業が事前に説明に訪れ、指摘事項を取り入れたことが考えられる。

ただし、先の表にあったように、取締役会で導入し、株主総会の議案にかけないものも 58 社あった。この場合、株主総会の議案にかけられないので、上の表の「事前警告型防衛策の導入」の提案件数の 82 件には含まれていないと思われる。

しかし、この場合は、企業年金連合会の「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」によれば、「原則として導入を決定した取締役の再任議案に反対する」とされており、取締役の再任議案の方で反対票が投じられた可能性が高い。

なお、新聞報道によれば、6 月 29 日時点で、買収防衛策そのものの否決例はなかったとのことであった⁹。

⁸ 企業年金連合会ホームページ「2006 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」（平成 18 年 6 月 29 日公表）。吉井一洋「株主総会ピーク、否決案件も」（2006 年 6 月 30 日付 DIR 資本市場調査本部情報）参照。

⁹ 日本経済新聞 平成 18 年 6 月 30 日 朝刊 3 面