

# 事前警告型ポイズンピルの 防衛効果の試算

制度調査部  
金本 悠希

防衛効果にも限度があり、普段からの企業価値を重視した経営が重要

## 【要約】

仮に事前警告型ポイズンピルが発動されたときに、敵対的買収者に与えるダメージの大きさを調べたところ、敵対的買収者に与えるダメージにも限度があるという結果が得られた。

しかし、限定的とはいえ、一定のダメージを与えられることは、利ざやを抜くことを目的とするグリーンメーラーの買付けを防止するという効果は認められる。

買収防衛策は常に買収を阻止するものではなく、敵対的買収を阻止するためには、普段から企業価値を重視した経営を行うことが必要であろう。

## 1 はじめに

昨年、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、あるいは今年の株主総会で導入された買収防衛策を調査した。その結果、「買収防衛策」という条件でヒットしたプレスリリースは、すべてポイズンピル型の買収防衛策であった（そのうちの大半が事前警告型ポイズンピル）という結果が得られた<sup>1</sup>。

本稿では、現実に導入された事前警告型ポイズンピルの、発動までの一般的なプロセスに従い、仮に防衛策が発動された場合<sup>2</sup>にどの程度防衛効果があるか概算してみた。

結論から言うと、一般的な事前警告型ポイズンピルは、グリーンメーラーなど株式をやすく買って高く売り抜けることが目的の**買占め屋に対しては一定の防衛効果**がある。しかし、対象会社をなんとしても買収しようという、**買収自体が目的の買付者に対しては、防衛効果は限定的**と考えられる<sup>3</sup>。しかし、買収防衛策は常に買収を阻止するものではなく、企業価値を向上させない買収を排除することが主な目的であり、この結果はバランスが取れていると考えることもできる。

<sup>1</sup> 拙稿「平成18年導入の買収防衛策の傾向と株主の反応」（2006年7月20日付D I R制度調査部情報）参照

<sup>2</sup> 防衛策は常に発動されるわけではなく、グリーンメーラーなど企業価値を著しく損なうことが明らかである場合などに限定されていることに注意する必要がある。注1拙稿参照。

<sup>3</sup> 澤村八大「ポイズンピルの限界と黄金株の留意点」マール2005年7月号、澤田英之「買収防衛策の試算～防衛効果は限定的」マール2005年10月号、服部暢達「M & A最強の選択」参照

## 2 前提

防衛効果を試算するに当たって、以下のような前提を置いた。

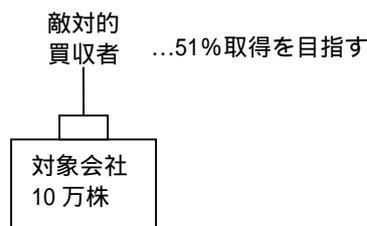
### < 前提 >

敵対的買収者が、経営権取得のために、51%の株式取得を目指す。

...その際、20%までは市場で（時価で）取得することができ、残りの31%は30%のプレミアムを乗せて公開買付で取得とする。

### < 会社 >

発行済株式数：10万株  
1株あたりの株価：50万円  
株式時価総額：500億円



## 3 ポイズンピルを導入していない場合

この場合、買収者が買収するために必要な金額は以下ようになる。

敵対的買収者が20%までは市場で（時価で）取得し、残りの31%を公開買付によって取得（その際、30%のプレミアムを上乗せする）

$$50 \text{ 万円} \times 20,000 \text{ 株} + 50 \text{ 万円} \times 1.3 \times 31,000 \text{ 株} = \underline{301.5 \text{ 億円}}$$

## 4 一般的な事前警告型ポイズンピルを導入している場合

今年の株主総会までに導入された事前警告型ポイズンピルを調べたところ、その形式は一般的には以下のものであった。

### < 事前警告型ポイズンピル >

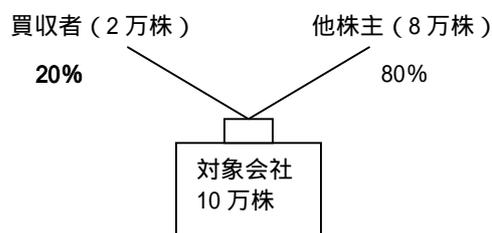
発動基準：20%  
交付する新株予約権の総数：発行済株式数（10万株）と同数

これを前提に、事前警告型ポイズンピルが発動された場合に敵対的買収者が買収するために必要な金額を計算すると以下ようになる。

### 【事前警告型ポイズンピルが発動される場合の流れ】

敵対的買収者が市場で 20%（2 万株）まで株式取得

50 万円 × 20,000 株 = 100 億円



取締役会が、新株予約権を交付（防衛策発動）し、敵対的買収者の議決権が低下

買収者に 2 万個、他株主に 8 万個の新株予約権が交付される

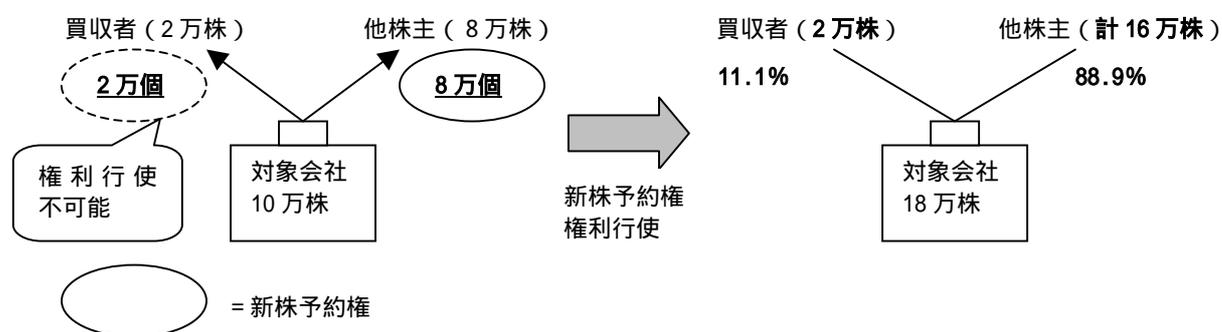
買収者は新株予約権の権利行使ができないので、他株主の 8 万個の新株予約権が権利行使され、8 万株交付

買収者議決権割合が相対的に低下

買収者：2 万株（11.1%） 他株主：16 万株（88.9%）

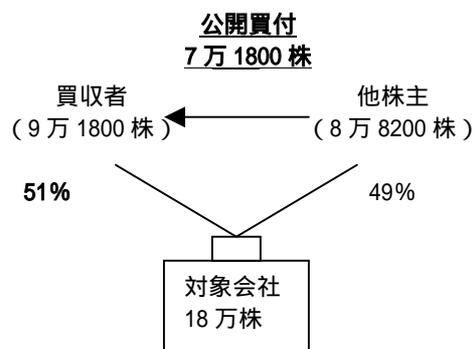
（株式時価総額が 500 億円で、18 万株なので、1 株当たり株価 = 27.8 万円）

#### 防衛策発動



敵対的買収者が、既に取得している株式と合わせて、議決権割合が 51%となるよう、7 万 1800 株を公開買付で取得（その際、30%のプレミアムを上乗せする）

27.8 万円 × 1.3 × 71,800 株 = 259.5 億円



と より、51%の株式取得のために要した金額は、359.5 億円

## 5 理論的に最も防衛効果が大きい事前警告型ポイズンピルの場合

事前警告型ポイズンピルが敵対的買収者に与えるダメージは、敵対的買収者が一定程度まで株式を取得した時点で、敵対的買収者以外の株主に新株を交付し、相対的に敵対的買収者の所有割合を低下させる（持分を希釈化させる）ことによるものである。

より所有割合を低下させる程度を大きくするためには、他の株主に、より多数の株式を交付するという工夫が考えられる<sup>4</sup>。しかし、これに関しては、発行可能株式数は発行済株式数の4倍までという制限がある<sup>5</sup>。そこで、理論的に最も防衛効果が大きい事前警告型ポイズンピルとして以下のようなものを考える。

### <事前警告型ポイズンピル>

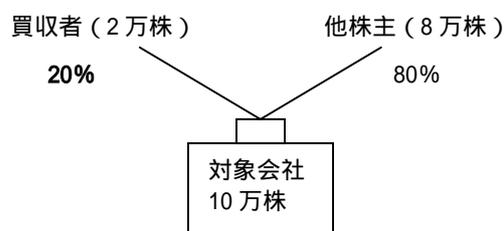
発動基準：20%  
 交付する新株予約権の総数：発行済株式数（10万株）の3倍（30万個）

これを前提に、事前警告型ポイズンピルが発動された場合に敵対的買収者が買収するために必要な金額を計算すると以下ようになる。

### 【事前警告型ポイズンピルが発動される場合の流れ】

敵対的買収者が市場で20%（2万株）まで株式取得

50万円 × 20,000株 = 100億円



取締役会が、新株予約権を交付（防衛策発動）し、敵対的買収者の議決権が低下

買収者に6万個、他株主に24万個の新株予約権が交付される

買収者は新株予約権の権利行使ができないので、他株主の24万個の新株予約権が権利行使され、24万株交付

買収者議決権割合が相対的に低下

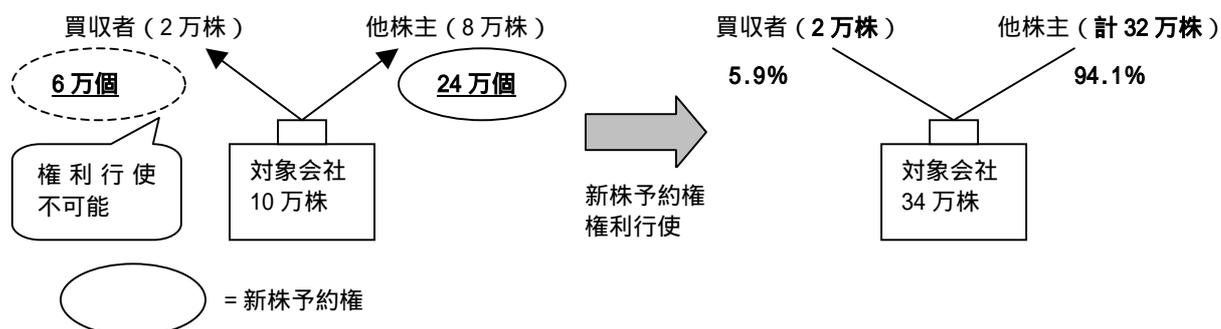
買収者：2万株（5.9%）      他株主：32万株（94.1%）

（株式時価総額が500億円で、34万株なので、1株当たり株価 = 14.7万円）

<sup>4</sup> 他にも、発動基準をより高い数値に設定するなど、敵対的買収者が株式をより高い割合まで取得した時点で防衛策を発動して所有割合を低下させるという工夫も考えられる。しかし、発動基準に達した時点で敵対的買収者が取得をストップするとは限らない。また、調査した134件のうち125件は発動基準を20%としていた（7件は15%、2件は25%）ので、ここでは発動基準は動かさないことにする。

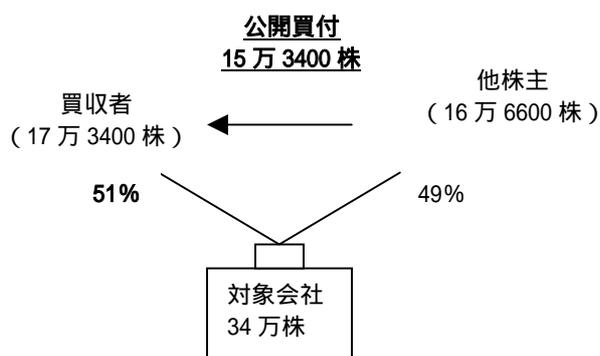
<sup>5</sup> 会社法113条3項

## 防衛策発動



敵対的買収者が、既に取得している株式と合わせて、議決権割合が51%となるよう、15万3400株を公開買付で取得（その際、30%のプレミアムを上乗せする）

$$14.7 \text{ 万円} \times 1.3 \times 153,400 \text{ 株} = 293.1 \text{ 億円}$$



とより、51%の株式取得のために要した金額は、**393.1億円**

## 6 比較

3と4を比較すると、一般的な事前警告型ポイズンピルの場合、買収防衛策が発動されることによって敵対的買収者に与えられるダメージは、

$$359.5 \text{ 億円} - 301.5 \text{ 億円} = 58 \text{ 億円}$$

となる。これは、買収防衛策がなかったときと比較して、19.2%余分に費用がかかることになる。。

3と5を比較すると、理論的に最も防衛効果が事前警告型ポイズンピルの場合、買収防衛策が発動されることによって敵対的買収者に与えられるダメージは、

$$393.1 \text{ 億円} - 301.5 \text{ 億円} = 91.6 \text{ 億円}$$

となる。これは、買収防衛策がなかったときと比較して、30.4%余分に費用がかかることになる。

このように、敵対的買収者が事前警告型ポイズンピルのしくみを正確に理解し、そのダメージをコントロールしようとするれば、仮に発動されたとしても、買収金額が何倍にもなることはなく、敵対的買収者に与えられるダメージは一定限度にコントロールできる。よって、何が何でも対象企業を買収しようと考えている敵対的買収者に対しては、必ずしも事前警告型ポイズンピルを備えていれば、敵対的買収を完全に排除できるというわけではないと考えられる。

また、そもそも経営権を取得する方法には、事前警告型ポイズンピルの手続きに従う場合がある。つまり、対抗措置が発動されない範囲で株式を買い進め、事業計画を取締役に提出して検討してもらい、株主にアピールして公開買付で過半数の株式の取得を目指す、という場合である<sup>6</sup>。この場合は、そもそも対抗措置は発動されないので、余分なプレミアムを支払わせるという意味の防衛効果はない。

以上のように、事前警告型ポイズンピルの防衛効果にも限度があると考えられる。しかし、これは事前警告型ポイズンピルが無意味であるというわけではない。事前警告型ポイズンピルには、今述べたように買収者が提出した事業計画を検討できるなどのメリットがある。

買収防衛策は、すべての買収提案を排除して、現経営陣の経営権の維持を完全にするものではなく、あくまで企業価値向上を図るための手段に過ぎない。このことを考えれば、防衛効果が一定の範囲に限定されていることは合理的であると考えられる。結局、経営陣は経営権を維持するためには、防衛策を導入することよりも、株主を重視する経営を行い、株主から信任を得ておくことが最も重要であろう。

## 7 買占めを行っている者がグリーンメーラーの場合

以上のように、事前警告型ポイズンピルの防衛効果には限度があると考えられる。しかし、防衛効果がそれほど大きくなくても、買占めを行っている者がグリーンメーラー（株式を買い占めて、会社に高値で買収を要求する買占屋）であれば、一般的な事前警告型ポイズンピルでも防衛効果があるのではないかと考えられる。なぜなら、グリーンメーラーは利ざやを抜くことを目的としており、防衛策の発動により買収を要求する株式の価値が大きく減額すると考えられるからである。

そこで、グリーンメーラーが買占めた株式を買い取らせる場合に、防衛策が発動されることでどの程度の打撃が与えられるかについても試算した。

### <前提>

グリーンメーラーが20%（2万株）まで株式を買占め、それを2倍の価格で会社買い取らせる。  
...買占めに要する費用：50万円×20,000株＝100億円

<sup>6</sup> 注1 拙稿参照

## &lt;防衛効果の試算&gt;

## 事前警告型ポイズンピルを導入していない場合

グリーンメーカーの利益は以下の額である。

$$100 \text{ 億円} \times 2 - 100 \text{ 億円} = \underline{100 \text{ 億円}}$$

## 一般的な事前警告型ポイズンピルを導入している場合（4の場合）

4より、事前警告型ポイズンピルが発動されると、1株あたりの株価は27.8万円となる。よって、グリーンメーカーが買占めた株式をその時価の2倍の値段で買い取らせたときの利益は以下の額である。

$$27.8 \text{ 万円} \times 2 \text{ 万株} \times 2 - 100 \text{ 億円} = \underline{11.2 \text{ 億円}}$$

## 理論的に最も防衛効果が大きい事前警告型ポイズンピルを導入している場合（5の場合）

5より、事前警告型ポイズンピルが発動されると、1株あたりの株価は14.7万円となる。よって、グリーンメーカーが買占めた株式をその時価の2倍の値段で買い取らせたときの利益は以下の額である。

$$14.7 \text{ 万円} \times 2 \text{ 万株} \times 2 - 100 \text{ 億円} = \underline{\text{マイナス} 41.2 \text{ 億円}}$$

以上の結果から、一般的な事前警告型ポイズンピルを導入している場合（ ）の場合でも、グリーンメーカーの利益は大幅に減ることが分かる。また、理論的に最も防衛効果が大きい事前警告型ポイズンピルを導入している場合（ ）では、グリーンメーカーに損失が発生することになる。よって、事前警告型ポイズンピルは一般的なものでも、グリーンメーカーの買占めを抑止する効果があると考えられる。