

# 各種の敵対的買収防衛策と 開示のあり方

制度調査部  
吉川 満・堀内 勇世・横山 淳

## 【要約】

敵対的買収が奇襲的に行われると、株式や対象会社は困る事が多い。  
従って、防衛策は「平時」に導入して、「有事」に発動するのがよい。  
米国などで導入されている防衛策を平時導入が可能かなどの視点から分類した。  
防衛策を導入したら、定款・営業報告書などで開示すべきである。  
有価証券報告書、中間報告書などでも開示した方が、投資家、買収者の思わぬ損失が防げる。

## 【1】敵対的買収防衛策の平時導入と株主総会

敵対的買収が奇襲的に行われると株主は困る事が多い。  
敵対的買収を仕掛ける側（攻撃者側）は、自分に最も都合よいタイミングを選んで買付けを実行できるのに対し、株主は公開買付期間（20日以上60日まで）以内に判断を迫られる。この間に必ずしも判断に必要な、十分な情報が開示されるとは限らない。  
また対象とされた会社も、不意を突かれて十分に対策を講じられない場合が多い。

こうした点を考えると、株主と発行会社のためを考えると、敵対的買収防衛策は基本的には「平時」に導入しておいて、「有事」となったときに発動するのがよいと考えられる。アメリカでも上場企業の約6割がポイズン・ピルを導入しているのがその良い例と考えられる。  
ただし、防衛策は不用と考えていた会社を対象に、敵対的買収がかかる場合もあるだろうし、軽い防衛策しか導入していなかった会社に防衛策がかかる場合もあるので、「有事」になってから緊急に導入する防衛策も必要である。

表1では米国などで用いられている買収防衛策を、平時導入が可能かどうか、具体的な（法的）内容、株主総会決議の要否、その理由、備考に分けて整理したものである。  
防衛策の導入に当たって、参考にされたい。

企業が防衛策を導入した場合、その内容を導入しないと、投資家や買収者が思わぬ損失を被る場合がある。そうした投資家・買収者の予期せぬ損害を未然に防ぐためには、導入した防衛策を定款・営業報告書等で開示する事が提案されている。

これは是非必要なことと思うのであるが、投資家の安全と利便を考えた場合、有価証券報告書・半期報告書・四半期財務情報等での開示も行ったほうがよいのではないだろうか。特に2004年6月から導入されているEDINETでは有価証券報告書・半期報告書も開示しているので投資家の利便性は大きく高まると思われる。

次節では簡単に、採用した買収防衛策の有価証券報告書・半期報告書等での開示を提案してみる。



表1 敵対的M &amp; A防衛策の平時導入と株主総会

防衛策	平時導入の可否	(内容)	株主総会	(内容)	備考
ポイズンピル (新株予約権型)	平時導入可	新株予約権の発行		有利発行の場合、発行決議が必要	法律上は株主総会決議不要でも、導入時に承認決議を得ることが望ましい。導入後も定期的に承認決議を更新することが望ましい。
ポイズンピル (種類株式型)	平時導入可	種類株式の発行	要	定款変更決議(種類株式の内容) 有利発行の場合は発行決議も必要	導入後も定期的に承認決議を更新することが望ましい。
黄金株 (拒否権付株式、 複数議決権株式など)	平時導入可	種類株式の発行	要	定款変更決議(種類株式の内容) 有利発行の場合は発行決議も必要	東証は、黄金株については不適切との見解を示している。
スタグナート・ポート	原則、平時導入	取締役の定員を定款に明記 半数を一年ごとに改選	要	定款変更決議(取締役の定員) 取締役選任決議	一年ごとに半数改選する旨まで定款に定めることが必要か、については両論あり。任期最長2年のわが国では効果は低い。新会社法の下では、解任決議の要件加重が前提となる。
スーパー・マジョリティ	原則、平時導入	株主総会の決議要件を加重	要	定款変更(決議要件加重)	現行商法では、可否両論あり。新会社法では、可能であることを明文化。経営側の提案案件についても足枷となる可能性あり。
ゴールデン・パシュート	原則、平時導入	取締役報酬規程・退職慰労金規程等の改正	要	取締役報酬・退職慰労金承認決議 又は 定款変更決議	最低限、取締役報酬規程等の改正時には承認決議必要。退職慰労金として位置づける場合、退任後に承認を受けるのではなく、毎年、事前承認を受けておくことが可能か、などの問題がある。

ティンパラシュート	原則、平時導入	労使契約等の改正	不要	-	基本的に労使間の問題。 ただ、制度導入時に承認決議を得ることが望ましい。 導入後も定期的に承認決議を更新することが望ましい。
クラウン・ジュエル	基本的には有事対応 「ロック・アップ契約」であれば平時導入も可能	- 「ロック・アップ契約」の場合、会社の重要資産を有事の際に売却することなどを事前に友好企業等と契約しておく。	原則、不要	合併、営業譲渡等に該当する場合は要	資産の売却価格設定などについて事後的に取締役の責任が追求される可能性あり。 「ロック・アップ契約」の場合、基本的には契約の問題。 ただ、制度（「ロック・アップ契約」）導入時に承認決議を得ることが望ましい。 「ロック・アップ契約」導入後も定期的に承認決議を更新することが望ましい。
ホワイトナイト	基本的には有事対応 黄金株やクラウン・ジュエルとの複合型であれば、平時導入も可能	- 黄金株、クラウン・ジュエルの項参照	不要	-	基本的には、ホワイトナイトを見つけ出すことが問題となる。
バックマン・ディフェンス (逆買収)	有事対応	-	原則、不要	(株式対価のTOBをかけるようなケースで)株式の有利発行に当たる場合は、発行決議が必要	基本的には、TOBなどの問題となる。
訴訟の提起	有事対応	-	不要	-	
リバース・ペーパーバック (買収価格の吊上げ)	基本的には、有事対応 他の敵対的M & A防衛策との複合型であれば、平時導入も可能。	- 他の敵対的M & A防衛策との複合型の場合、例えば、「公正価格」算定の基準等を公表し、その価格未満での買収提案に対しては、各種防衛策を発動させて交渉を有利に進める方法がある。	不要	-	

## 【 2 】防衛策と開示

### 防衛策と開示

～企業価値研究会の「論点公開」(平成17年4月22日)に関連して

#### 1. 方向性

##### (1) 基本

・証券取引法上の開示においても、例えば「有価証券報告書」においても、開示すべきではないか。

##### (2) 開示の範囲(論点)

- ・ 防衛策の設定時のみ開示か、 の場合だけではなく防衛策が存在する限り開示か。
- ・ 「論点公開」の97ページから98ページは、新株予約権や新株を用いた防衛策を前提としているが、これ以外の防衛策も開示対象とするのか。

##### (3) 開示書類の範囲(論点)

- ・ 新株予約権や新株を用いた防衛策の場合、有価証券届出書でも、防衛策であることにつき開示させるべきか。
- ・ 防衛策の設定時や内容の変更時に、「臨時報告書」の提出も必要とすべきか。
- ・ 「有価証券報告書」のみならず、「半期報告書」などにおいても開示すべきか。

#### 2. メリット、デメリット

##### (1) メリット

- ・ 防衛策の採用会社や、その防衛策の具体的な内容に関する情報のソースが多くなる。(防衛策の設定時のみならず、防衛策が存在する限り開示されるならば、より一層そのようにいえる)
- ・ 東証などの適時開示は、インサイダー取引規制を意識したつくりで、防衛策の設定時とかの開示に限られるので、ある時点で企業が採用している防衛策を調べるには適当とはいえないのではないか。その点、防衛策の設定時のみならず防衛策が存在する限り有価証券報告書などで開示するならば、調べやすいのではないか。  
東証などの決算短信などでも、防衛策の設定時のみならず防衛策が存在する限り開示することでも足りるのではないか。
- ・ 株主に対する開示が目的である「営業報告書」では、投資家一般に対する開示として不十分ではないか。  
東証などのルールによる開示でも、投資家一般に対する開示を行うことができるのではないか。
- ・ 有価証券報告書などで開示することは、すなわち証取法関連法令で規定することであり、そのほうが、不適切な開示に対して、断固たる処分がなしうるのではないか。

##### (2) デメリット

- ・ 情報ソースが多くなりすぎると、逆に情報過多となる可能性がある。(投資家サイドが処理しきれなくなる可能性がある)
- ・ 開示の仕方が固まらないうちに、証取法関連法令を整備すると穴ができかねない。四半期開示のようにまず東証などのルールで行い、そのうえで導入したほうがよい。
- ・ 社債の募集のためだけに有価証券報告書提出会社となった会社にまで、有価証券報告書で開示させるのは行きすぎではないか。(通常、株式譲渡制限会社であり、そのような会社にまで有価証券報告書で開示させるのは行きすぎではないか。)  
その場合には、免除してやることで対応することができるのではないか。
- ・ 発行会社の負担が大きくなりすぎる。  
自らの意思で導入した防衛策なのだから、その程度の負担は仕方がないのではないか。