

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

## 1. ディレクターから

今月は敵対的な買収防衛策に関するレポートをお送りします。いかなる防衛策もその実効性については疑問が残ります。むしろ平時にきちんとした中期経営計画を策定し、これをもとに株主との対話を重ねるといふ姿勢が最大の防衛策であることについては、皆さん異論がないものと思います。

(株)フィナンテック 取締役シニアコンサルタント 小菅 健吾 [kosuge@finantec-net.com](mailto:kosuge@finantec-net.com)

## 2. IR レポート「敵対的買収防衛策について」

3月決算企業では、6月の株主総会に向けて敵対的な買収防衛策の導入を検討しているところが多数あると思います。防衛策にもいくつかありますが、機関投資家に認められる防衛策がどんなものか、だいたい見えてきたところです。

先日防衛策をテーマにしたセミナーがあり、ゲストに企業年金連合会の方が参加され、連合会のスタンスを改めて説明されておりました。それによると連合会が導入に賛成する条件は以下の4点です。

- ・ 導入が長期的な株主価値の向上に資するものであることの説明があること。
- ・ 株主総会の承認を得ること。
- ・ 有事における防衛策の発動、解除および維持について当該企業と利害関係のない社外取締役によるチェックがあること。
- ・ 期間を限定したものであること。

昨年6月の総会では信託型ライツプランの導入もありましたが、今年に入り導入表明が続いているのは事前警告型と言われる防衛策です。これは通常取締役会決議のみで導入が可能であり、信託費用の発生するライツプランに比べてコストも少ないため、企業側にとって最も簡単に安く導入できる方法であり、これで行きたいという考えている企業が多いようです。有事における防衛策の発動、解除および維持について社外有識者による独立委員会が判断する、というルールになっているケースが多いようです。

しかし上記の連合会が承認する条件に照らすと、総会に付議せず取締役会決議のみで導入される場合や、社外取締役ではなく立場のはっきりしない独立委員会がチェックを行う場合は、これを満たさず反対するものと思います。ただ実際に総会に付議されない場合には、導入に反対票を投じる機会が与えられません。その場合にどのようなアクションを取るのかはセミナーでは言及していませんでした。総会での取締役選任や定款変更など他議案への反対という行動があるのかもしれませんが。

一方で連合会としては上記の4条件を満たすものであれば、事前警告型と信託型ライツプランのいずれが望ましいという意見はないようです。この点に関しては日興シティグループ証券会社の藤田勉氏は、3月13日発行の「新会社法時代の企業経営と株式投資」において、信託型ライツプランはコストが高く、効果は事前警告型とさほど変わらないため、機関投資家はこれに賛成すべきでないとして主張しています。

連合会は取締役会の定員減と社外取締役の導入を求める姿勢も示しています。その延長で防衛策の発動は社外取締役が行うべきであると主張しています。何の法的責任も負わない独立委員会が、買収防衛策の発動のような重要な判断をすることは全く理解できないと強い反対の意向を示しています。連合会のこうした姿勢はアメリカ型を良しとするものと藤田氏は分析しています。しかし社外取締役制度そのものについての評価が日本では分かれており、連合会の主張を全て入れる形での防衛策の導入が主流になるとは思われません。

防衛策は事前警告型、信託型ライツプランに加えてワクチン型が提唱されており、(次頁へ続く)

それぞれ一長一短あるように言われております。個々の方法を比較検討するに当たって企業側は、これらの異なる防衛策がそれぞれを推奨する三大事務所と言われる弁護士事務所同士の競争、シェア争いから来ている面があるという点には注意するべきです。お互いの競争意識から、よそと違うように見えるものを発表し、自分の進めるものが一番良いと推奨し、本当に企業にとって一番良い方法を進めているとは限らないケースがあるようです。

こうした状況において社外取締役重視の委員会設置会社でなく、従来の監査役設置会社にとって、現時点でベストではないかと思える防衛策は、3月23日にブラザー工業が導入を表明した事前警告型の防衛策ではないかと思えます。これは6月の総会での承認を得ることを前提としており。その上で防衛策の発動は取締役会が行うこととしています。また防衛策の一環として買収者には買収後の経営計画の提出を要求していますが、その対案として会社側の中期経営計画を同日に発表しています。

このように今後も防衛策の導入は続くと思えますが、いずれの防衛策も実際に敵対的買収を退けることができるのかという点については、否定的な見方が強いようです。防衛策が発動された場合、新株予約権の発行がまず想定されますが、買収者側が裁判所にその発行差し止め請求をした場合に、裁判所が発行を認める条件が大変厳しいものであると言われております。これまでの判例によると、

- ・ 発行価格が妥当である。
- ・ 正当な資金調達目的がある。
- ・ 買収防衛策の場合、敵対的買収者がグリーンメールや乱用的買収をしようとしている。

となっております。第三の点は発行企業に証明義務がありますが、実際にこれを証明することは難しいと考えられ、従って発行差し止め請求が認められる事態となります。また仮に発行が認められた場合でも、敵対的買収者以外のある時点の全株主に新株予約権を割り当てる場合、既に株を売ってしまった人も多数いるであろう中で、そうした元株主に一律に発行することが良いのかという議論もあると思えます。株式分割については、TOB価格の途中引き下げが認められました。種類株については発行自体が上場廃止のリスクを生みます。

結局、防衛策は玄関に貼ってある「猛犬注意」のシールと変わらない程度の効果でしかない（藤田氏・他機関投資家）という見方が強いようです。それでも企業が続々と導入する理由としては、1つのシグナル効果ではないかと思えます。誰に対するシグナルかと言えば、敵対的買収者および一般株主を含む世間への、となるでしょう。ドン・キホーテのオリジン東秀への敵対的な買収事件の際は、オリジン側は明らかに不意を突かれたという感じがあり、対応が後手に回っていたように思います。結局急遽ホワイトナイトを探しドン・キホーテの買収は免れたものの、結果として買収されたことには変わりません。防衛策の導入とその宣言は、当社は一応防衛策を準備して自分達がターゲットになった場合の対応策を考えているぞ！ということを買収者にも示し（猛犬注意シール）、一方では「お父さん、最近近所で空き巣が多いからうちも何かしないと！」と口うるさい家族（社内）向に「分かったよ、これでいいだろ」というポーズとしての効果があるでしょう。

今後は買収者も買収後の経営プランなど周到な準備の上で買収を仕掛けると思われますので、実際に防衛策が発動されるケースは少なく、普段の友好的な株主作りやホワイトナイト候補の洗い出しが現実的な対応でしょう。防衛策導入が会社からの中期経営計画の発表を促しているのは一般株主としてはポジティブな副作用です。逆に企業としては実現性の低い計画を発表し投資家の不評を買い、買収者により良い経営計画を提出される、というようなリスクがあるかもしれません。

CFA 協会認定証券アナリスト 深井浩史 (株)フィナンテック [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com) )

\*この「インベスターリレーションズ・レビュー」の無料配信をご希望の方はお知らせください。発行時にメールにてお送りします。(連絡先 株式会社フィナンテック 深井 電話 3560-5444 e-mail [fukai@finantec-net.com](mailto:fukai@finantec-net.com) )