

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より、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. フィナンテックからのお知らせ

株主総会シーズンもあと半年。(株)フィナンテックでは手軽でタイムリーな株主調査サービスを提供します。外国人を含む実質機関投資家の判明調査、個人株主の属性・売買動向の分析レポートを提供します。また主要議決権行使アドバイザーの2009年の方針など最新情報もご提供します。お問い合わせは [info@finantec-ent.com](mailto:info@finantec-ent.com) または 03-3560-5444 まで

(株)フィナンテック・グループの(株)ヒューマン ディベロップメント インスティテュート (HDI) は、海外とのビジネスを行う企業様に対して英語ネイティブで、かつ日本語能力の高い外国人の紹介・派遣事業を行っています。お問合せはHDIへ！

<http://www.hdi.co.jp/>

## 2. コラム「来年の株主総会に向けて買収防衛策は」

今年では事業会社による(対経営者)敵対的買収の案件が幾つかありました。原弘産による日本ハウズイングへの買収提案、日本電産による東洋電機製造への買収提案、またユナイテッド・テクノロジー・ホールディングスによるラディアホールディングス(旧グッドウィル・グループ)の株式取得もありました。いずれも被買収側の経営陣や従業員・労働組合の反対、さらに株主の強い支持も得られず、成立しませんでした。

商事法務 1851号 に「企業価値研究会報告書の検討」(デラウェアの影、そして影との戦い)が掲載されています。研究会の防衛策に関する報告書についての東京大学田中准教授による分析です。これによれば、報告書は米国デラウェア州法の下での防衛策のあるべき姿、防衛策のモデルとしているということです。

デラウェア州法による買収防衛策の基本精神は、以下のようになります。

- ・防衛策は株主の利益のためにのみ正当化される。
- ・取締役会は株主の利益のために、敵対的買収に対して合理的な範囲で防衛策を行使することができる。
- ・防衛策は買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであってはならない。

田中准教授によれば、防衛策は目的・使用方法により2つに分類されます。

- ①株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合
- ②買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して、発動して買収を止める場合

さらに導入、発動の是非については以下のように判断されるとしています。

- ①目的の場合は、取締役会判断で防衛策を導入し、手続きを守らない買収者には発動もできる。
- ②目的の場合、株主共同利益を毀損することが明確である濫用的買収に対して発動する場合を除き、防衛策発動は株主の意思に基づいて行わねばならない。

報告書は、敵対的買収者に金銭を支払って退出させるのは好ましくないとし、買収者に経済的補償を行わない希釈型ライツ・プランを適法とする解釈を試みています。ブルドック事件の最高裁判決は、経済的補償を踏まえて買収防衛策を適法としました。これを受けて経済的補償を組み入れた防衛策を導入する企業が出ました。それに対して、どういう条件であれば補償なしで適法と認められる防衛策たりえるのか?を報告書は提言しています。

まず上記の分類で①の目的の場合は、防衛策の定める手続きを守らない買収者に対しては発動も認められると解釈しています。

②の目的の場合、株主共同利益を毀損することが明確である濫用的買収に対して発動する場合は補償不要としています(ちなみに濫用的買収の要件はニッポン放送事件で裁判所により定義されています)。さらに②目的で買収提案の実質判断をする場合、防衛策発動には株主の意思に基づくことが必要であり株主総会に諮ることになります。そして株主総会で買収者が多数の支持を得られない場合、買収者は提案の撤回が可能であり、結果として防衛策発動を回避できるような制度設計が必要としています。防衛策(ライツ・プラン)の発動、つまり買収者以外の株主にだけ新株予約権が付与され、自分の持分だけが薄まり損失を被る事態を回避できるプロ

セスが保証されていれば補償不要であるとしています。

今年の事業会社による敵対的な買収提案のケースでも、買収提案を受けた会社は買収防衛策に基づいた対応を取りました。そうした対応は、報告書が提言する認められる買収防衛策の基本要素と比較してどうだったでしょうか。日本電産—東洋電機製造の件は、日本電産から設けた3ヶ月の買収提案期間中に、質問と回答が繰り返されました。その期間を終えた時点で東洋側は検討期間に入るとしましたが、一方の電産は、東洋経営陣（さらに従業員組合）に応じる姿勢がないので成立の見込みなしとして、自ら撤退しました。日本電産の過去の成功事例を知っている株主からすると、今回の提案はきちんと内容を聞いて自ら是非を決める投票に参加してみたいものだったのではないのでしょうか。原弘産と日本ハズイングの件では、不動産不況の影響も受けた買収者側の急速な業績悪化から、本当にこの買い手に企業価値向上の力量があったかどうかと考えさせられました。この件では、日本ハウズイングの株主総会で株主の意思を問う段階まで進み、僅かの差で買収側の提案が否決されました。そこまでの過程では両社のやりとりなど膨大な情報も公開されましたが、果たして株主が公表された膨大な資料をしっかりと読み、理解して、その上で納得して議決権を行使することができたかどうか疑問です。日本電産の仕掛ける案件では「日本電産の永守さんなら過去の実績から今回もやってくれそうだ」という十分な根拠はないが、皆納得しそうな期待感、これが最終的な判断材料になりそうな気がします。

株主の総意が「どちらが企業価値を高めるかなんて難しい判断を一株主である自分にはできないから、それを株主の代表として取締役やってほしいのだ」というものであれば、取締役任期を1年にして、候補者各人について独立性を判断できる過去の略歴、企業価値向上に貢献した実績、この企業の価値向上のために取り組むべきことについての意思表示、さらに株主利益と連動する報酬制度であるかどうか、こうした情報公開を行う。その上で、やはり社外取締役を数名は入れる。そうした条件が整えば、あとはその人たちに任せる、というのが落ち着き所のような気がします。要は「自分はこんな人間で、この企業をこうして良くしたい。だから俺を信じて1年間は任せてくれ。報酬はこのくらい貰うよ。」ということをはっきり言ってくれればいい。企業価値を高めるプランの判断は難しいですが、その人が本気かどうか、いい奴かどうか、能力があるかどうか、そういうことなら自分でも判断できる。結果的にそれが外れても、自分の判断だ、自分が間違えたという点には納得はできる。そんな気がします。

来年の株主総会に向けて、投資家の判断に影響力を持つ団体から見解が出ております。

#### (1) 企業年金連合会

中央三井信託銀行発行の「証券代行研究第22号」に、企業年金連合会の木村ガバナンス担当部長の講演録が掲載されています。その中で来年の総会での議決権行使の判断においてポイントとなりそうなテーマとして、①社外取締役、②剰余金処分、③買収防衛策の3点をあげています。

- ①社外取締役については、独立性の観点で親子上場の場合で親会社出身者の独立性をどう評価するか検討していく。
- ②剰余金処分については、自己資本比率、ROE、配当性向などのバランスをより注視していく。
- ③買収防衛策については、買収者に対して経済的補償をする制度には反対する。また株主以外に、あまり広いステークホルダーの利益を守ることを取り上げるものは好ましくない。

#### (2) グラスルイス

今年の秋に行われた講演でグラスルイス社の日本担当者は、来年の総会の議決権行使に関するアドバイスをあたっては、社外取締役の有無・人数をポイントにするとおりました。主たる項目別には以下の通り。

- ①役員選任 取締役の独立性を強く求める。法で求める社外であるかどうかでなく、実質で判断する。また監査役会社においては(実質的)社外取締役を最低1~2名入れることを期待する。
- ②役員報酬 業績に連動した明確な報酬制度を求める。
- ③買収防衛策 2008年度方針を維持し、さらに厳しい条件を求める可能性がある。今年の方針は以下の通り。
  - ・ 導入時あるいは導入後1年以内に株主総会において株主の承認を要する

- ・ 有効期間3年以内
- ・ 有効期間満了後、防衛策の継続には株主の承認が必要
- ・ 株主総会の決議により廃止することができる
- ・ 発動トリガーは20%以下
- ・ 独立機関チェックを要する
- ・ 情報開示条項は合理的であり（時間的・量的）に無制限に追加情報を求めることはできない
- ・ 開示された情報の検討期間は最長90日以内である
- ・ 非合理的な例外発条項が含まれていない
- ・ 社内や親、取引先など安定株主比率が高い中での総会決議委任で、少数株主意見が反映されづらい
- ・ 会社に濫用的な防衛策活用や株主価値を大きく毀損する行為が過去にないこと

④株主提案 ケースバイケースで良いものは支持する。

### (3) I S S

I S Sの来年に向けた方針はまだ出ておりませんが、今年の総会については、社外取締役が全取締役のうち2人以上で、かつ2割以上を占めることが買収防衛策導入議案への賛成の必要条件としていました。

こうした出来事を踏まえて、来年の総会に向けて各上場企業において、買収防衛策に対する方針の見直しが進むものと思います。基本的なことは、考え方をしっかり、解りやすく説明してほしい。株主がきちんと判断できる材料を与えてほしい。それをしてくれる経営者には株主も信頼して任せたい。そんなことであろうと思います。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。