

# 敵対的買収の防衛策 と企業価値

松古樹美 野村証券株式会社 IBコンサルティング部 課長

**【調査方法】**

無作為に抽出した上場企業500社の財務担当役員(CFO)宛に調査票を送付  
調査期間：2005年7月22日～8月5日  
調査票回収数：88社(回収率18%)  
実施：日本CFO協会  
協力：(社)金融財政事情研究会

ライブドアのニッポン放送株大量取得、それに対応したニッポン放送によるフジテレビに対する新株予約権発行の差止め判決、ニレコの防衛策「セキユリティープラン」の司法による否定、さらに六月の株主総会シーズン前後で相次いだ防衛策の導入や定款変更。敵対的買収の防衛に関する意識が高まる中、四月に東証、厚生年金基金連合会が防衛策導入に対してそれぞれ「留意事項」や「株主議決権行使の判断基準」を発表したほか、五月には経産省と法務省による「防衛指針(注)」が発表された。今回の財務マネジメント・サーベイは、こうした背景をうけて「敵対的買収の防衛策と企業価値」をテーマに調査を実施した。

## ① 買収防衛策への関心と防衛策導入検討状況

### 高まる防衛策への関心 何が「脅威」なのか？

敵対的買収防衛策への関心は高まっている。回答企業のうち、「大いに関心がある」「関心がある」を合わせると九二%になる(図1)。この九二%のうち、敵対的買収が実際にかけられる可能性について、十分考えられる「、ない」と言い切れない」と回答したのが合わせて八四%に達した。脅威を感じている企業が多い一方で、「ない」と言い切れない」という回答も多いことから、昨今の敵対的買収ケースやマスコミの論調に煽られて漠然とした不安に駆られた企業がほとんどではないかという印象を受ける。

国内事業会社よりも海外事業会社を脅威に思っている企業が二三ポイントも多い。「海外企業との時価総額の差」を不安に思う企業が多いのである。しかしながら、買収とは買収者にとっては投資である。時価総額が小さいから行いやすいのではなく、大きくても投資に見合うリターンが生み出せるか、あるいは、買収者にとって割安な投資案件か、という観点から買収者側は検討するはずである。また、今年に入って現実に行われている敵対的買収ケースは国内事業会社によるものである。日本での継続的な事業展開を考える外国企業は、解消されつつあるとはいえ存在する日本企業の安定株主の存在や、敵対的買収を行うことによる今後の事業展開への「レバレッジ」リスクを日本企業よりも考慮し、敵対的買収に踏み込

むことに慎重とも言われる。また、想定買収者として「投資ファンド」を挙げた企業が五〇%もある。この設問ではファンドの国籍を問いに入れなかったが、海外の投資ファンドに対してより強く不安を感じる企業が多いと想像する。二〇〇三年末の米スティーブルパートナーズによる敵対的買収や、昨今の外国人株主比率の上昇を想起するからだろうが、その資金にはジャパマンマネーも入っているという脅威は海外にあり、とは一概に言えなくなっているのが現状ではないだろうか。

### 防衛策の検討状況 「持ち合い」復帰？

実際に防衛策の導入を社内で検討している企業は、というと、全体の七割に上る(図3)。時価総額別および

(注)「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」

調査のプロファイル

業種：製造業68%、商社8%、小売5%、サービス5% その他14%  
 年商：1000億円超57%、500億円超～1000億円11%、100億円超～500億円26%、その他6%  
 安定株主比率：66%超3%、50%超～66%以下19%、33%超～50%以下45%、33%以下23% 無回答10%

安定株主比率別にも集計してみたが、特筆すべき傾向はなく、満遍なくさまざまな規模や株主構成の会社が等しく防衛策の検討をしているようである。今回用意した選択肢は図4の通りであるが、まず「その他」の回答のなかに「本業を通じた企業価値向上への取り組み」、「正當な企業価値と時価のギャップの最小化」、「株価向上のためのIR活動」を挙げた企業が少なくなかったことを強調しておきたい。

次に、選択肢を見てみると、今年初めて登場した「信託型ライツプラン」と「事前警告型防衛策」がそれぞれ三割強あった。実際に今年これらの防衛策を導入した企業数は、全上場企業のうち、前者が六社で後者が一〇社である（二〇〇五年六月末時点）ことを考えると、導入には踏み切っていないものの、新たな防衛策の検討を進めていた企業は比較的多かったことが分かる。また、今年の株主総会において多数の株主から反対票を集め、「一大トピックとなった感のある、授権資本枠拡大」や「取締役の期差選任」も関心を集めた。

策としての程度の効果があるのだろうか。「ここで、保有する上場株式が敵対的買収の対象になった場合、敵対的な公開買付けに応募しますか」という問いの回答を見てほしい（図5）。「応募する」という回答はゼロだったものの、「応募しない」と回答した企業は六%であり、八五%の企業が「状況による」と答えている。その基準として、「取得の経緯」、「持ち合い的な目的の有無」等が挙げられる一方で、「取引状況等営業上のメリットの有無」、「対象企業の将来の企業価値」、「買付価格（プレミアム）と売却益の多寡」等、株主に対する説明責任を意識した意見も少なくなかった。取引関係等に経済合理性が見出せない場合に、魅力的なプレミアムがついたり、売却益が大きいかもかわらず「持ち合い」である、「敵対的」なオファーである、という理由のみで「応募しない」と決定することは、法人株主である企業にとつて新たなリスクとなりつつある。敵対的TOBではないが、トップン放送に対するフジテレビの時価以下の公開買付けにおいて、応募企業に対する説明が求められたのは記憶に新しい。「持ち合い」の防衛策としての効果は現実的には薄まってきている

特筆すべきは、半数以上が「持ち合い」「安定株主作り」を検討したと回答したことである。これらは防衛

図1 敵対的買収に対する防衛策について

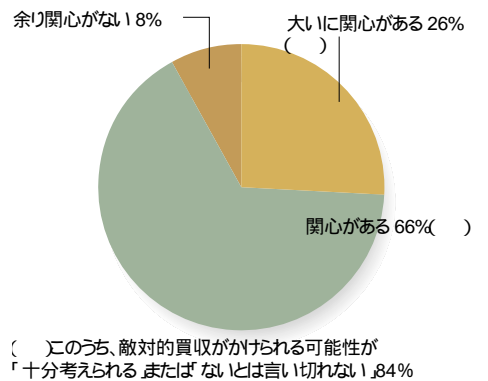


図3 防衛策の導入を検討しているか

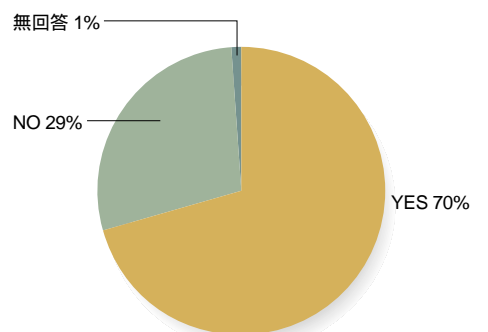


図2 想定される買収者

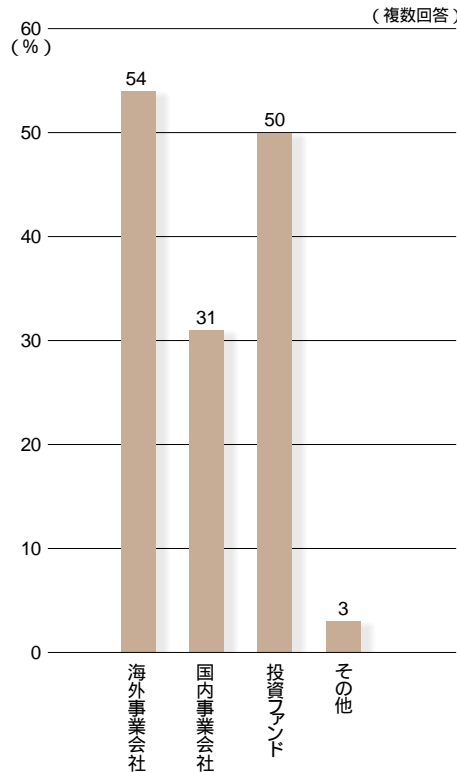
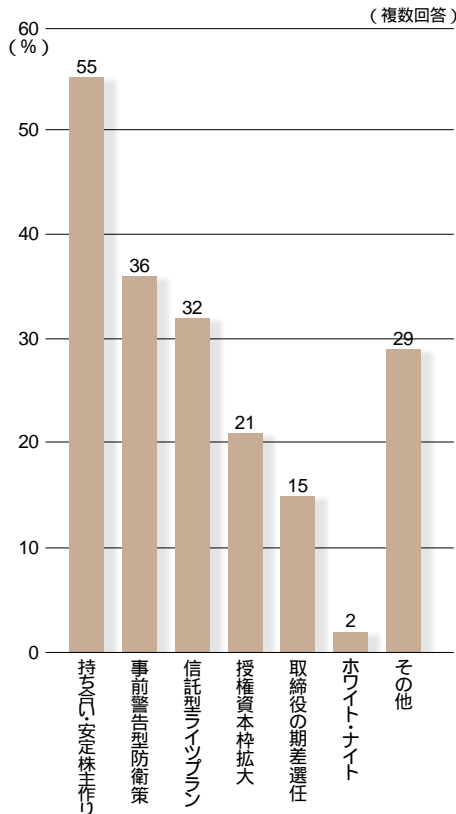


図4 導入を検討している防衛策





はずなのである。

また、敵対的買収が仕掛けられたときの対応については、「危機対応マニュアルの作成を検討中」であるという企業が半数を超えた(図6)。「できていない」を合わせると8割を超えるが、大掛かりな防衛策を導入しないまでも、予測できない事態が発生したときの行動や役割分担、相談すべき弁護士その他専門家のリストアップや買収対象となる可能性について検討しておくことは無駄にはなるまい。

### 経産省の「防衛指針」について

企業が具体的な防衛策を導入するにあたり、今年最も影響力を持ち、かつコースとしても内外に大きく取り上げられたのが経済産業省および法務省が策定した「防衛指針」と経済産業省の「企業価値研究会」であろう。筆者も同研究会の委員を務めたが、活動を開始した昨年九月時点では予想もしなかったほど内外から大きな反応があった。

しかし、「防衛指針」の導入により以前よりも防衛策を導入しやすくなったと回答した企業は全体の六割程度にとどまった(図7)。「防衛指針」は、過剰防衛ではない合理的な防衛

策の範囲について、初めて一定の基準・要件を示したものである。また、法務省が関与したことで防衛策の「適法性」も相当程度明確にした。それでも二五%の企業がNOと回答しているのはなぜだろうか。

理由として挙げられた意見は、「企業に対する法的拘束力はない上に、裁判所が指針で示された『適法性』の通りに判断する保証はない」、「合理的かつ適法とされるための条件が思ったより(厳しい)」、「『防衛指針』の有無にかかわらず(株主の反対があれば現実的には導入は難しい)、というものに集約できる。確かに、「防衛指針」に従わず過剰な防衛策を講じた企業に罰則はなく、また導入に対する法的リスクもゼロ

ではない。また「防衛指針」に謳われている企業防衛策導入の大原則は、「企業防衛策とは、企業価値を損なう買収提案に対しては有効だが、企業価値を向上させる買収提案に対しては解除されるような設計であること(企業価値基準)である。買収防衛策の導入、発動および廃止は、企業価値ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもつて行うべき」であり、「経営者の保身目的の防衛策」であってはならないとしている。「防衛指針」は、一定の歯止めを課して株主からの理解を得ることを求めた結果、ハードルは高くなり、防衛策も買収提案を完全に阻止すべきものではないことが明確化されたのである。

## ② 買収防衛策の導入・発動の考え方

### 株主総会決議型 vs 取締役会決議型

「防衛指針」は、買収防衛策の導入について、一義的には株主総会決議を取るほうが、株主承認型(合理的で適法な防衛策になりやすい)としているが、取締役会決議により導入する場合でも、客観的廃止要件を設定したり、独立社外者によるチェ

ックを入れるという工夫により原則に合致しうるとし、ことさら優劣を付けていない。しかしながら、防衛策導入に「株主総会の承認が必要」と回答した企業は、防衛策を検討しているとした企業の六割にのぼり、取締役会決議で十分とする企業の二倍以上であった(図8)。「株主総会の承認を(法的に)必要としない防

図7 「防衛指針」の公表(5/27)により、以前よりも防衛策導入がしやすくなったか

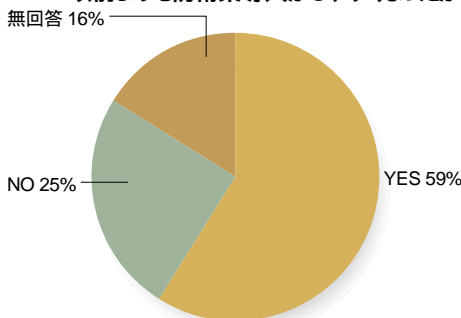


図6 敵対的買収が仕掛けられたときの危機対応マニュアルはできているか

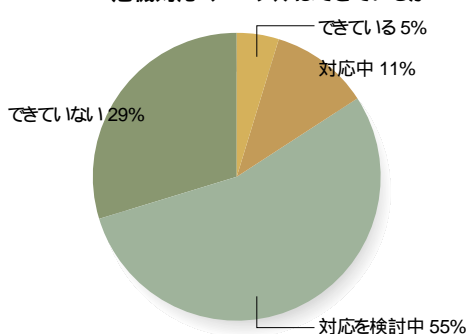
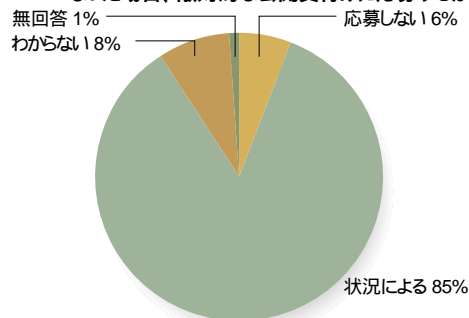


図5 保有する上場株式が敵対的買収の対象になった場合、敵対的な公開買付けに応募するか



調査のプロファイル

業種：製造業68%、商社8%、小売5%、サービス5% その他14%  
 年商：1000億円超57%、500億円超～1000億円11%、100億円超～500億円26%、その他6%  
 安定株主比率：66%超3%、50%超～66%以下19%、33%超～50%以下45%、33%以下23% 無回答10%

衛策を導入する場合も、株主への説明は必要である」という意見もあり、多くの企業が開示や株主総会における報告等の重要性を認識していることが分かる。

買収防衛策を発動しないという選択肢

では、防衛策を導入した会社は、敵対的買収の際に、実際に防衛策を発動しようと考えているだろうか。よく知られているように、たとえば防衛策の歴史の長い米国でも、ライツ・プランは意図的に発動されたこととはなく、経営者による濫用には判決や市場によるペナルティ（投資家の圧力や持株下落等）がある。日本では、裁判例が数例出てきたところであり、防衛策への市場評価についてもまだ確固たる結論は出ていない。

「敵対的買収であっても防衛策を発動すべきでない場合はあるか」を聞いたところ、半数の企業がある、四割がない」と回答した（図9）。

前者の理由としては、「買収者が現経営陣よりも価値を高められる、シナジーが見込まれる、等企業価値を高める買収であることが明らかである場合」、「株主が判断するのに十分な情報、買収者の事業戦略や対象

会社からの代替案）や時間がある場合」という趣旨のコメントがあった。また、その前提として、防衛策を発動する前に、「買収者とじっくり話し合い、意思を確認しあうステップが必要」、また「経営戦略やロジックについて買収者に理がある場合」、「（株主以外の）ステークホルダーにとって（のみ）有利な提案の場合」には防衛策を発動すべきではない、という意見があった。

防衛策導入に伴い重要性が増す「社外取締役」

次に、社外取締役の導入状況を聞いてみた。社外取締役は、発動時において、発動の有無を判断し買収者の提案を吟味して買収への賛否を決めたり、必要であれば代替案を提示する役割を担う」として注目されている。社外取締役を「採用している」、「採用の予定」の企業はあわせて四割程度であった（図10）。また、採用して

買収防衛策は、その使い方や設計によっては企業の経営陣が自らの保身のための強力な武器になり、株主やその他のステークホルダーにとつて

いない企業に対して、「将来、採用に前向きか」と聞いたところ、NOが7割であり、社外取締役導入に懐疑的な企業が圧倒的に多いことが分かった。その理由としては、「適任者がいない」、「会社や業界の状況に精通していないので機能しない」、「経営者の監督は社外監査役で十分である等である。投資家は一般的に、経営者のチヤク機能として、社外性とくに独立性）に重きを置く。業績がよい企業に対する導入要求は、今のところさほど大きくないがこと防衛策の導入に際しては、従来以上に経営者に対する監視が必要であることは論を待たず、今後は、独立性の高い社外取締役の存在は不可欠になるであろう。社外取締役をどのように動機付け（報酬等）すれば、株主の代表として、また企業価値最大化のために機能させることができるのか。防衛策導入は社外取締役議論を従来の神学論争から一歩進めるきっかけとなるかもしれない

3 買収防衛策により守るべき「企業価値」とは？

図10 社外取締役を採用しているか

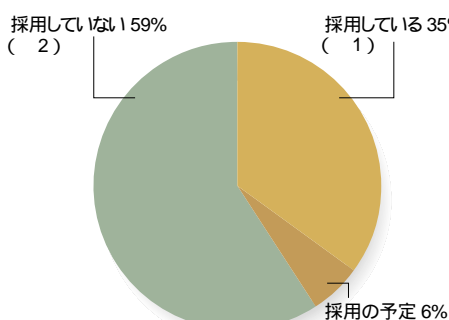


図9 敵対的買収であっても防衛策を発動すべきではない場合はあるか

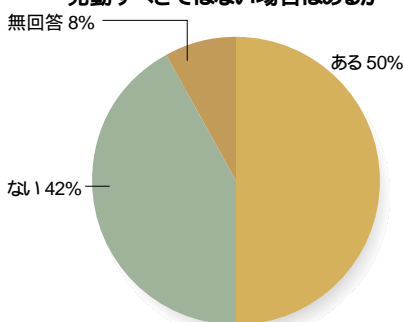
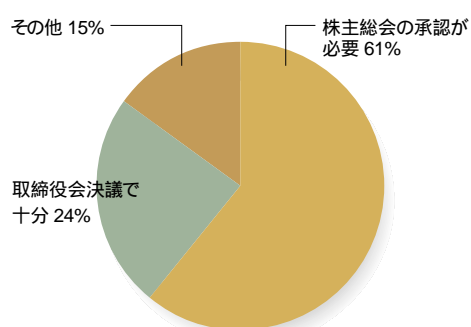


図8 防衛策導入の決定について

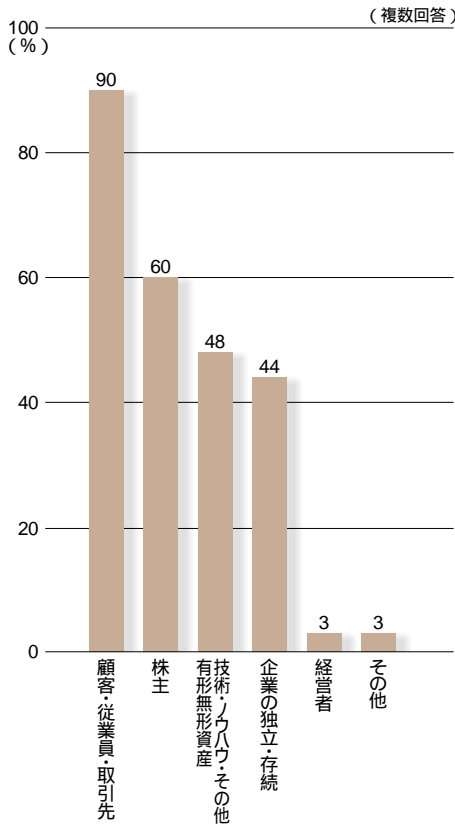


(1) のうち、「社外取締役の比率が30%未満の企業」が90%  
 (2) のうち、「将来の採用に前向きでない企業」が70%

がもたらす経営者への適度な緊張感を奪い、ひいてはM&Aによる経済の活性化も難しくなる。防衛策の導入は経営陣が決定するものであるため、導入に当たっては「何を守りたいのか」という問いへの答えを明確に打ち出さなければ、企業を取り巻く経営陣以外の関係者の納得を得ることは難しいのは当然である。

そこで最近、頻出しているキーワードが「企業価値」である。「防衛指針」の定義を借りれば、「企業価値」とは「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長性等株主の利益に資する会社の属性又はその程度」とされており、「企業価値」を毀損するような買収提案に対して有効な防衛策であれば合理的でかつ適法である、という。ライブドアによる「ツポン放送」への敵対的買収においても、両陣営は「企業価値」という言葉を繰り返した。敵対的如何に限らず、M&Aにおいては、買収価格あるいは合併等の比率(の算定や、その市場に対する説明は非常に重要であり、誰が何を参考にして決定したのか、というプロセスの透明性も問われるようになってきているが、各関係者の利害対立が先鋭化する敵対的買収においては、ますますその重要性が増

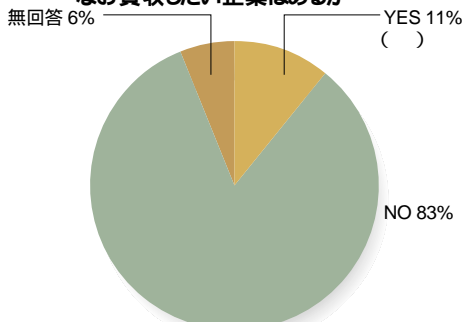
図11 敵対的買収から守るべき「企業価値」



している。それにもかかわらず、敵対的買収から守るべきもの」である「企業価値」について、「コンセンサスは醸成されているのだろうか。」  
 「ポート・ファイナンス理論が定義する「企業価値」の定義は明白である。理論上の「企業価値」は、当該企業が将来にわたって生み出すフリーキャッシュフローの割引現在価値の合計に負債を加えたものである。ここで負債=0とすればフリーキャッシュフローはすべて当該企業の所有者である株主に帰属する。従業員や取引先といったステークホルダーは、キャッシュの創造へ貢献はしているも、その源泉となるキャッシュの出し手ではないため、理論上の企業価値に、ステークホルダーに帰属する部分はないことになる。」

「敵対的買収から守るべき『企業価値』に対する回答では、「顧客・従業員・取引先」が九割と最も多く、「株主」という回答が六割と続いた。図11)「ステークホルダー vs 株主」という典型的な対立関係があるとすれば、この調査では前者に優先順位をおく企業が多いといえるかもしれない。しかしながら、本来、ステークホルダーと株主は、企業の価値を高めるといふ観点からは利害は共通にできるはずである。一般的なステークホルダーに比較して株主は企業への関与期間投資期間)が比較的短いため、そのような株主による短期的利益追求への要求が企業が長期的に利益を生み出すための長期的戦略を取りにくくするという批判も一部にある。そのような状況の中で、今年八月には非公開化を選択する企業も出てきたこと

図12 買収提案を行い、抵抗されたとしてもなお買収したい企業はあるか



( ) 現時点で買収に踏み込まない理由として、「企業風土・文化に合わない」42%「買収後の経営に支障が出る」と考える」33%

るのである。その他、「技術・ノウハウ・その他有形無形資産」が四八%あったのは興味深い。経営者にしか評価しえない技術・ノウハウといった価値があるということであろうか。「企業の独立・存続」「経営者」という回答がそれぞれ四四%、三%あった。前者は、企業が独立・存続すること自体が価値を生み出しているということであろうか。後者は、経営者の「保身」を助けることも、「価値を高める根源となっている経営者」を守ることで価値向上に資する、とも考えられよう。次に、企業価値の定義を以下の四つに分けて質問した。

時価総額  
 会社が生み出す将来のフリーキャッシュフローを現在価値に割り引いた総額



#### 調査のプロファイル

業種：製造業68%、商社8%、小売5%、サービス5% その他14%  
年商：1000億円超57%、500億円超～1000億円11%、100億円超～500億円26%、その他6%  
安定株主比率：66%超3%、50%超～66%以下19%、33%超～50%以下45%、33%以下23% 無回答10%

上記 + ステークホルダーに帰属する価値の合計  
上記 + ステークホルダーに帰属する価値の合計

その結果、「企業価値=株主に帰属する価値+ステークホルダーに帰属する価値」である、と考える(一五%)、(五六%)の回答が合わせて七割に上った。また、そのうちの八割が「と答えており、現実の時価総額より、経営陣が有する情報をベースとして算出する将来の価値を重視している企業が多いことが分かる。一方で、ここでは「ステークホルダーに帰属する価値」を選択肢から外したため、企業価値とは株主にとつての価値であるという

#### 4 敵対的買収を仕掛けるという intent

現在、買収側および防衛側双方にとつて公正なM&Aのルールを導入すべく、TOBLルール証券取引法)の改正が議論されているところである。そこで、最後に、敵対的買収を仕掛けることについての問題意識を探ってみた。

まず、「買収提案を行い、抵抗されてもなお、買収したい企業はあるか」という問いに対しては、全回答企業

考え方の回答者と思われる。ここでは、時価総額、と答えた企業(一%)が、将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計(六%)と答えた企業の倍という結果になった。

ここから、「コーポレート・ファイナンス理論上の企業価値」、すなわち、株主が自らに帰属すると考える「企業価値」と、経営者が敵対的買収において守りたいと考える「企業価値」は必ずしも一致せず、それが両者が防衛策導入において対立しがちであることの原因とも考えられる。考

え方のギャップを埋めるためのコミニケーション(バー)は企業防衛の観点からも重要である。  
のうち一割超がYESと答えた(図12)。七月に入ってから夢真ホールディングスが日本技術開発に対して敵対的TOBを仕掛けたり、スミダコーポレーションが海外で敵対的買収を仕掛けるなど、日本の事業会社による動きが出てきているが、今回の調査でも、国内事業会社のみである回答企業の一割の企業が、敵対的であっても買収したい企業があ

ると答えたことは非常に興味深い。おおよそのリストラを終えて成長戦略にシフトしている企業には、自らが業界再編を担いたい、国際的競争を生き残るために再編を主導したい、他社には買収されたくない企業がある、という動機が考えられる。

では、なぜ、現時点で買収に踏み込まないのか。図には示していないが、特筆すべきは、制度的な障害があるからできない」という回答が皆無であったことだ。従来は制度や実務の不備を言い訳に、大規模な再編等ドラステックな行動に踏み込まないケースがあったが、もはやそのような言い訳はなくなったのである。前述の夢真ホールディングスによる敵対的買収においても、同社は、TOBLルールの不備や防衛策発動に関するいまだ未成熟の論点がありつつも、あえて挑戦した。このケースは、すでに進行中のTOBLルール改正動向にも大きな影響を与えようと思われる。

また、「企業風土・文化になじまない」に四割、「買収後の経営に支障が出る」と考える「に三割の回答が集まったが、これらはほぼ想定内の回答であった。しかし、前者については、歴史的にみれば日本でも敵対的買収

が行われていた時期はあるし、状況は変化している。後者についても、敵対的買収として始まって、交渉の結果、友好的に経営統合する可能性もあり、一概にはネガティブとは言えない。さらに言えば、統合後の経営は、どんな買収においても常に問題は生じうる。今回の選択肢には入っていないが、「安定株主比率が高い」という理由もあるであろう。安定株主

が必ずしも対象会社の経営陣を味方するという保証はないとしても、である。さらには、「敵対的買収は最後の手段だから」現状はまだその段階ではない」というコメントもあった。友好的な買収にするために手段を尽くして対象会社経営陣と交渉した上で、それでも買収すべき、との判断から敵対的買収を行うのであれば、投資家やその他ステークホルダーの支持を取り付けることも不可能ではないかもしれない。

いずれにしても、敵対的買収も視野に入れる企業にとつては、すべての買収を完全に阻止することができてしまうような防衛策を自ら導入することはせず、「企業価値に資する」買収とするための交渉ツールとして防衛策を利用することになると期待したい。