

敵対的買収とその防衛策

日興シティグループ証券 藤田勉

買収者に狙われないことが最良の買収防衛策である。そして、買収者に狙われないようにすること自体が、企業価値と株式価値を増大させることにつながる、と考える。

2005年は、ライブドアに対するニッポン放送、TBSに対する楽天などの大型敵対的買収が試みられるなど、日本にとって敵対的買収元年となった。今後、敵対的買収が一段と増加すると予想する。第一に、株式保有が急速に流動化している。株式の持合解消が進むと同時に、外国人保有比率が急速に上昇してきた。第二に、敵対的買収に対する企業社会の認識の変化が顕著である。最近、大手エスタブリッシュメント企業においても、広義の敵対的買収が試みられている。第三に、5月から施行予定の会社法においては、株主総会における取締役解任要件が緩和されることとなった。つまり、取締役を解任するにはこれまで議決権の3分の2以上の賛成が必要であったものが、過半数にハードルが下がる。この差は大きい。つまり、過半数と3分の2以上の差は議決権のわずか16.6%であるが、過半数を超えて追加で取得する場合の株価はかなり上昇していると思われるため、コストが著しく高い。これを取得しなくて済む分だけ敵対的買収のコストが著しく低下する。

買収者の国籍を問わず、好ましくない敵対的買収、つまり、濫用的買収(例：反社会的勢力による買収)や構造上強圧的な買収(例：グリーンメール)に対しては、毅然とした対抗策が必要だ。しかし、好ましい敵対的買収、つまり「能力の高くない経営者を淘汰する買収」や「規模が小さい企業を吸収し、経営効率を高める買収」であれば、日本経済、産業、従業員、そして株主にとって大いに好ましいことである。

最近開発が進んでいる新株予約権を用いた敵対的買収防衛策としては、信託型ライツプラン、差別行使条件付新株予約権、第三者割当型、株主割当型、が代表的である。これらの中で、今後は差別行使条件付新株予約権を用いた事前警告型買収防衛策が主流となる可能性がある。一方で、信託型ライツプランと第三者割当型は、今後導入する企業数は限定的となる。なお、新株予約権プランの発動を裁判所が認める範囲は著しく狭い。この結果、例えば、村上ファンドが買ってくるのを、新株予約権プランなどで防衛することはあまり期待できない。

種類株式を用いた防衛策は、新株予約権を用いた防衛策と比較して、メリットがある。第一に、発行済み株式数が増加しないので、株価下落効果は限定的である。第二に、株式と権利が同時に流通するため、随伴性が高い。第三に、効果が相対的には強力である。第四に、会社法は証券発行を柔軟化しているので、様々な防衛策の設計が可能となる。法務省幹部から議決権制限株式や取得請求権付株式の採用が提案されている。しかし、東証が種類株式を用いた防衛策に関して厳しい制限を課す見込みであるため、現在東証一部に上場している大企業が、種類株式を用いた防衛策を採用する可能性はかなり低いとみられる。

究極の敵対的買収防衛策は、MBOを実施し、同時に株式譲渡制限を掛けることである。つまり、上場廃止である。しかし、上場している以上、完全無欠の敵対的買収防衛策はない。我々は、敵対的買収防衛策として、時価総額を高める、買収者に狙われないための準備をしておく、有事の防衛策を平時に十分準備しておく、ことを推奨する。