

## 【ナレッジ紹介5】

難易度	中
-----	---

### 買収防衛策、アクティビスト、敵対的買収

#### ○買収防衛策の動向

企業への規律や、株主の売却機会などの観点から、買収防衛策（ライツプラン<sup>1</sup>）には批判もあることを背景として、導入企業数は、2008年の570社前後から、現在のところ500社弱（上場企業の14%）まで減少しており、また2014年のカプコンの株主総会では、はじめて否決される事例も起きました。

しかし、買収防衛策にはアクティビスト<sup>2</sup>への抑制効果があることは明らかで、2013年には3つの海外アクティビストが各10以上の大量保有報告書などを提出するなど近時は活動を活発化させていることもあり、買収防衛策の効果は無視できないところです。

#### ○アクティビスト

##### ・近年の変化と行動様式

日本企業がアクティビストに慣れていなかった時期には、突然の行動を起こすまで友好的な振る舞いに見せかけて企業を油断させる（その結果、企業の対応が後手にまわる）ような、いわゆる「グリーンメーラー」も散見されましたが、現在では、さすがにそれらの手法も企業に見透かされるようになってきました。これに対して、近年のアクティビストは、典型的な「グリーンメーラー」も健在である一方、水面下での対話など、以前より洗練された手法を通じた企業価値向上を標榜するファンドの存在感が増しており、米マイクロソフトやP&Gなどのトップクラスの企業にも影響を及ぼしています。投資家による建設的な目的の対話はエンゲージメントと呼称され、現在の企業ガバナンス改善の流れにもポジティブかつ大きな影響を及ぼしつつ、注目されているところです。

<sup>1</sup> 99%が「事前警告型」。各社の設計は9割以上が次のとおり。導入時：株主総会で承認、「買付者」の基準：株式の20%保有、買付に対する検討期間：90日まで、防衛策の更新期間：3年。

<sup>2</sup> いわゆる「物言う株主」。株式を取得した企業の経営陣に提言をおこない、企業価値の向上を目指す投資家を指し、株主提案権の行使、総会議案の委任状勧誘などを行うケースも。

以上のようにファンドの行動様式はさまざまとはいえ、共通する点が少なくとも1つあり、それは「目標とする投資収益率を得るために行動する」ということです。たとえば100億円で取得した株式を2年後に144億円で売却できれば、そのファンドにおける複利の投資収益率であるIRRは20%になりますが（ $100 \times (1+20\%)^2$ ）、他方で、ファンドが目標とするIRRの水準は、投資方針、国内外の区別、系列、市況などからだいたい推測できることから、「取得金額」と「取得から経過した時間」さえ分かれば、配当や株式売却額などからファンドが得られる収益を試算して、ファンドが満足する（その結果、売却・退出していく）施策を検討できるわけです。

これは、逆にいえば、グリーンメーラーなどに対する施策を検討する場合に、そのグリーンメーラーが株式を取得した時期よりも現在の株価が低迷していたり、取得時期から長期間が経過すると、企業側の対応策がかなり苦しくなってくることを意味します。

#### ・アクティビストからのコンタクトと企業の対応

コンタクトを求められた経験のある国内上場企業は13%と、米国企業における比率の1/3以下とはいえ意外に多い印象で、また、コンタクトに対する国内上場企業の反応は次のようなものでした。

【図表1 アクティビストや物言う株主からのコンタクトへの対応】

①すべて応じた	②一部は応じた	③すべて拒否した
33%	56%	12%

図表1においてコンタクトに応じた①・②の企業のうち、「経営に対して具体的な提案はありましたか」という質問に対して、57%の企業は「あった」と答え、さらに提案について、「すべて取り入れた：4%」、「一部は取り入れた：39%」、「全部断った：58%」と紹介されています<sup>3</sup>。企業側も想像以上に耳を傾けている印象で、近年はファナックなどいくつかの大企業が投資家との対話路線に舵を切ったとの報道も散見されており、水面下では想像以上にコンタクトが活発になされているはずで、アクティビストなどの意見を企業が受け入れるケースが、米国同様に国内トップ企業でも今後は出てくるのかもしれませんが。

<sup>3</sup> 「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか？」宮島英昭他 (RIETI Policy Discussion Paper Series 13-P-012・経済産業研究所 HP (図表1も同じ))

## ○敵対的買収（主戦場はTOBなど）

敵対的買収は、買い手とターゲット企業の取締役会が敵対する状況下での買収です。そして、中小企業の78%が株式譲渡制限会社であり、また、新株発行や組織再編には取締役会決議を要することから、敵対的買収は、ターゲット企業における取締役会の承認が不要である、TOB（株式の公開買付）のような「上場企業の既発行株式の買取り」がおもなターゲットとなる構造になっています。

すなわち、「第三者割当による敵対的な買収<sup>4</sup>」や「敵対的な合併」などは、制度設計上、ほとんど不可能ということになるわけです。

以上

---

<sup>4</sup> 友好的な第三者割当の場合でも、取引所のルールとして、希釈化率300%超のときは基本的に上場廃止、希釈化率25%以上などの場合も、独立第三者の意見入手などを求められます。また2015年5月に改正された会社法では、公開会社において議決権の過半数を取得する者が出現する場合、ケースによっては株主総会の決議を要するなどの手続が課されることとなりました。