

企業による買収防衛策導入と情報開示

金融研究部門 磐城 裕子
yiwaki@nli-research.co.jp

1. 買収防衛策とライツプラン

現在日本企業では、新会社法制定やM & Aの活発化を契機に買収防衛策への関心がかなり高まっている。

買収防衛策は、株主の権利を侵害するおそれがあるため、その合理性を評価されるべきであり、情報開示が重要である。今年2月に公表された会社法施行規則など、情報開示に関する法令も整備されつつある。

最も代表的な買収防衛策であるライツプラン（ポイズン・ピルとも言う）は、昨年6月の株主総会より6社で信託型が導入され始めているが、経済産業省の研究会である企業価値研究会による企業価値報告書においては、現行法下で特に合理性のある防衛策とされている。ここでは、信託型ライツプランを例に情報開示の動向について紹介したい。

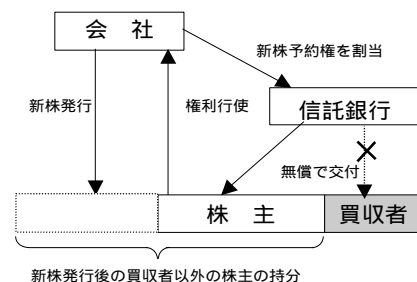
2. 信託型ライツプランの仕組み

まず、信託型ライツプランの仕組みについて簡単に確認しておこう。ライツプランは、この新株予約権（例えば1円で株式を購入できる権利、ライツ）を平時に株主に対して付与しておき、敵対的買収が発生した時に買収者以外の株主に

新株式を発行し、買収者の議決権を希釈化する仕組みである。ライツプランは、米国においても代表的な買収防衛策であるが、実際に発動された例はほとんどなく、会社と買収者との交渉が開始された際に検討を行うために十分な情報と時間を得る効果があるようである。

信託型は、日本の現行法で株式と新株予約権に随伴性が認められていないため、買収時に買収者以外の株主に新株予約権が確実に付与されるよう考案された仕組みである。具体的には、以下のとおりである（図表 - 1）

図表 - 1 信託型ライツプランの仕組み



まず、会社は平時に信託銀行に対して新株予約権を発行し、信託銀行は買収者が出現するまで信託勘定で新株予約権を管理する。このとき、新株予約権は譲渡制限があるため、第三者には渡らない。次に、買収者（例えば20%の株式を取得）が出現すると、信託銀行は買収者以外の全株主に無償でこの新株予約権を交付する。そ

して、株主がこの新株予約権を権利行使し、会社から新たに発行される株式を手に入れる。このとき、行使価額は時価を相当額下回る金額（現在導入されているものは、ほとんどが1円）に設定されているため、買収者の株式保有比率が急激に低下する。

3. 情報開示の現状

では、昨年6月に導入された信託型ライツプランではどのような情報開示がなされたのだろうか。信託型ライツプランは、まず信託銀行に新株予約権を割り当てるが、株主以外の第三者への有利な新株予約権発行は株主総会の決議事項と定められているため、必ず株主総会に際して情報が開示される。そこで、株主総会の参考資料より情報開示の現状を見ることにする。

参考書類の内容を見てみると、大きく分けて導入の理由、ライツプランの概要、新株予約権の発行要領が書かれている。中でもライツプランの行使条件や消却条件次第では、経営陣の保身となる可能性があるため、経営陣から独立した第三者による委員会での判断されるようになっていくか等、注意を要する項目である。

しかし、参考書類は数ページにも渡るような長さである上に、会社によって記載方法が異なっている。信託型ライツプランの情報開示は、機関投資家にとっては議決権を行使する上で非常にコストがかかるのが現状である。

4. 情報開示の今後の動向

今年2月に公表された会社法施行規則では、新たに事業報告書（現在の営業報告書）で一部の会社について、会社の支配に関する基本方針を開示することが求められている（図表 - 2）。

買収防衛策は、上記の信託型ライツプランに限らず様々な手法があるが、ここでは経営陣が

会社支配に関する基本方針を定めている場合、その基本方針および買収防衛策の内容、さらにその買収防衛策がその基本方針に沿ったものであり、株主の利益を損なうことなく、また経営者の保身目的にも当たらないこと及びそのように判断した理由を説明することが求められる。

図表 - 2 会社法施行規則

（株式会社の支配に関する基本方針）
第二百二十七条 株式会社が当該株式会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針（以下この条において「基本方針」という。）を定めている場合には、次に掲げる事項を事業報告の内容としなければならない。

- 一 基本方針の内容
- 二 次に掲げる取組みの具体的な内容
 - イ 当該株式会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み
 - ロ 基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み
- 三 前号の取組みの次に掲げる要件への該当性に関する当該株式会社の取締役（取締役会設置会社にあつては、取締役会）の判断及びその判断に係る理由（当該理由が社外役員の存否に関する事項のみである場合における当該事項を除く）
 - イ 当該取組みが基本方針に沿うものであること。
 - ロ 当該取組みが当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと。
 - ハ 当該取組みが当該株式会社の会社役員との地位の維持を目的とするものではないこと。

信託型ライツプランについて言えば、導入時だけでなく継続的に、現在株主総会の参考資料等で開示しているライツプランの内容に加えて、ライツプランが適切な判断のもとに導入されていることを新たに事業報告書で説明しなければならないということである。

現在、信託型ライツプランは、株主総会において情報開示されているが、買収防衛策には取締役会のみで行えるものもあり、情報開示が義務付けられていない場合もある。また、今回公表された会社法施行規則も全ての会社に対する義務ではない。買収防衛策に関する情報の開示方法は、会社を選択の余地がある。しかし、情報開示を行い株主から承認を受けた場合と受けられない場合では、司法判断のような客観的な合理性が求められる事態が発生した場合において、結果は異なってくるであろう。今後、各会社がどのような情報の開示方法を選択するのか、動向に注目していきたい。