

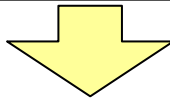
買収防衛策導入に関する東証の考え方及び 公開買付制度の見直しに関する視点等

平成17年8月30日
株式会社東京証券取引所
常務取締役 天野 富夫

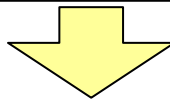
・敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について

1. 通知・公表の経緯

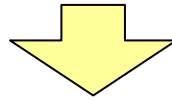
- ・ 株式持合いの解消による安定株主の減少など経営環境の変化
- ・ 上場会社の支配権争いに関する事例の発生



- ・ 敵対的買収に対する関心の急速な高まり
- ・ 防衛策導入に関する上場会社からの多数の照会



- ・ 企業の長期的利益を保護し、もって株主・投資者の利益に資するよう適切に敵対的買収防衛策が活用されることは否定しないが、投資者・市場への配慮に欠ける防衛策が導入される状況は避ける必要



- ・ 「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項」（4月21日）
- ・ 上場会社が平時に有価証券の発行を前提とした敵対的買収防衛策を導入するにあたって投資者保護上留意すべき事項を通知・公表

2. 留意事項の内容

(1) 株主・投資者に対して十分な適時開示が行われること

防衛策の導入にあたっては、防衛策の内容等について十分な開示が必要となる。とりわけ、次の事項について株主・投資者に対して詳細に開示する。

防衛策導入の目的

一般論にとどまらず株主利益・会社利益の観点から可能な限り各社の個別事情を踏まえて分かりやすく説明する。

防衛策の発動、解除及び維持の条件

行使条件、行使価格、発動時に発行される株式数など導入時点であらかじめ定められている数値等の条件のほか買収者の提案等の諾否を判断する要件などについて分かりやすく説明する。

発動時に株主・投資者に与える影響等

発動時に株主の経済面及び権利面に及ぼす影響や発動に伴って必要となる株主の手続き等について分かりやすく説明する。

その他必要に応じて当取引所が求める内容

(2) 防衛策の発動、解除及び維持の条件が不透明でないこと

買収者が出現した際には、投資者の投資判断材料として、防衛策の発動、解除及び維持の可能性やその日程・手続等が重要な要素となる。例えば、内部の経営者の恣意的な判断のみで防衛策の発動、解除又は維持が決定されるようなスキームは、投資者にとって十分な投資判断材料が与えられないこととなり、投資者は会社の動向に関して不透明な状態での売買を強いられる結果となる。こうした状況を回避し、投資者保護を図る観点からは、防衛策の発動、解除及び維持の条件があらかじめ定められ、適切に機能するスキームであることが必要である。

(3) 買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないこと

例えば、買収者が現れたことを行使の条件とする新株予約権を利用した防衛策(ライツプラン)のうち、新株予約権を防衛策導入時点の株主等に割り当てておくといったスキームでは、防衛策が実際に発動されると、新株予約権を保有していない株主(割当日後に株主になった者)は、買収者以外の株主であっても、保有している株式の希釈化による著しい損失を被る可能性がある。また、実際に発動されないまでも、発動が懸念される状況が生じた際には、株式の価格形成が極めて不安定となることが想定される。

このように買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含む防衛策の導入は、市場の混乱を招くものであり投資者保護上適当でない。

(4) 株主の意思表示が機能しない防衛策でないこと

議決権行使による株主の意思表示が機能しないこととなるスキームの防衛策(いわゆるデッドハンド型の防衛策)を導入した場合、その会社が発行する上場株券は、他の一般の上場株券と比較して、重要な権利が十分に備わっていないこととなり、証券市場において投資者に提供する上場物件としての適格性に欠けるものと考えられ、こうした状況を生じさせる防衛策の導入は、原則として投資者保護上適当でない。

買収者を含む株主の意思に基づいて取締役が解任された場合においても、なお解除することができない防衛策

3. 今後の対応

関係各方面の議論や防衛策の導入事例等を踏まえ、年内を目途に留意事項に係る上場制度の整備を検討。

・公開買付制度の見直しに関する視点等

1. 中立的な第三者としての視点

企業価値を高めるためには、経営陣と買収者が公平に取り扱われ、いずれかに有利な制度とならないよう両者のバランスを保つことが必要。商法の改正により企業の買収防衛機能が高まるが、買収方法とともに、買収防衛策についても公正性が確保されなければならない。なお、公開買付けには、友好的な場合と敵対的な場合、支配株主が存在する場合としない場合があり、その場合ごとに考え方を整理する必要がある。

主な論点

- (1) 公正な企業買収の在り方
- (2) 敵対的買収防衛策の在り方(発動の要件、相当性)
- (3) 買収者間の公平性の確保

2. 一般の株主及び投資者保護の視点

一般の株主や投資者が合理的な投資判断を行うことを可能とし、かつ、公正な取扱いがなされなければならない。企業買収局面においては、投資判断に必要な情報がタイムリーに開示されることが重要であるため、情報開示を行う者の実務状況に配慮しつつ、情報開示ルールを中心に整備する必要がある。

また、敵対的買収防衛策について、それが発動された場合に、買収者以外の一般の株主や投資者に不当な損失を与えることがないように対応する必要がある。

主な論点

(1) 株主・投資者の合理的な判断の確保

- ・公開買付者の情報開示(詳細な経営方針等)
- ・買収対象企業の意見表明
- ・公開買付期間の在り方
- ・大量保有報告書制度における機関投資家等に対する特例の在り方
- ・敵対的買収防衛策に関する情報開示(投資判断等に重要な項目)

(2) 敵対的買収防衛策の在り方(株主及び投資者の利益保護の観点から)

3. 市場機能を保持する視点

取引所有価証券市場は、市場原理を發揮して、適正な価格を発見する公的インフラである。公開買付制度の見直しにあたっては、それが市場機能に及ぼす影響について見極め、必要以上に損なわれることがないよう留意すべきである。

また、敵対的買収防衛策の内容によっては、価格形成等において円滑な流通を阻害する可能性も考えられるため、上場物件としての適格性が毀損されるような買収防衛策が導入されることのないよう対応する必要がある。

主な論点

- (1) 公開買付制度の改正に伴う取引所有価証券市場への影響
 - ・価格形成、流動性への影響
 - ・市場参加者の利便性への影響
- (2) 敵対的買収防衛策の在り方(上場物件としての適格性)

4. 証券取引所の自主規制が果たす役割

証券取引所の自主規制は、証券市場に最も近い立場にある市場開設者自身が行うものであることから、効率的かつ実効性の高い規制を実現でき、また、市場の現場に即して柔軟かつきめ細かい対応ができるという特長を有する。

会社の支配権の移転を伴う株式の取引の在り方については、証券取引法や会社法において適切に対応が図られるとともに、法令において対応が困難であるものや、法令による強制になじまないものについて、証券取引所の自主規制にて対応することを検討する必要がある。

以 上