

「企業価値報告書2006」 経産省が公表

制度調査部
横山 淳

【要約】

2006年3月31日、経済産業省は、同省に事務局を置く企業価値研究会が「企業価値報告書2006」をとりまとめたと発表し、その内容を公表した。

「企業価値報告書2006」は、2005年5月の「企業価値報告書」や同年11月の「論点整理」を踏まえたもので、主に 買収防衛策の開示・上場ルール、 公開買付け制度など買収ルールの見直し、 経営者と株主・投資家の対話の充実という3つの観点から提言が行われている。

「企業価値報告書2006」

2006年3月31日、経済産業省は、同省に事務局を置く企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）が「企業価値報告書2006」をとりまとめたと発表し、その内容を公表した。

同省のウェブサイト(<http://www.meti.go.jp/press/20060331002/20060331002.html>)で公表されている関連資料を掲げると次の通りである。

「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」の公表について
(プレスリリース)

「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」(要約)

「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」(本文)

「企業価値研究会(第2期)における調査事項等」

企業価値研究会は、2005年5月に「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案」をとりまとめていた。その内容は、同時に公表された経済産業省・法務省の「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」(いわゆる買収防衛指針)にも大きく影響していた。

また、2005年11月にも「公正な買収防衛策のあり方に関する論点公開～買収防衛策に関する開示及び証券取引所における取扱いのあり方について」(以下、「論点公開」)を公表し、買収防衛策に関する開示ルールや証券取引所規則のあり方についての提言を行った¹。

¹ 企業価値研究会の(2005年の)「企業価値報告書」「論点整理」、経済産業省・法務省の「買収防衛指針」に関しては、吉川満・堀内勇世・横山淳「図解M&Aと会社法」(2006年、財経詳報社)なども参照。



今回の「企業価値報告書 2006」も、これらの報告書（特に「論点公開」）を踏まえたもので、主に次の観点から提言が行われている。

- 1．買収防衛策の開示・上場ルール
- 2．公開買付け制度など買収ルールの見直し
- 3．経営者と株主・投資家の対話の充実

以下、これらの提言のポイントを示した上で、それぞれについて若干のコメントを行う。

1．買収防衛策の開示・上場ルール

(1)買収防衛策に関する開示ルール

〔提言のポイント〕

- (a)防衛策の導入に当たっては、その目的や具体的な内容について予め開示することが求められる。
- (b)具体的には、下記の通り。
 - （開示対象）少なくとも買収防衛を目的とした新株又は新株予約権を発行した場合
 - （開示すべき内容）防衛策の導入の目的とその具体的内容（発動・廃止の判断基準など）
 - （開示期間）防衛策の導入が決定されてから廃止されるまで、証券取引所の適時開示や会社法の事業報告等を活用して開示

買収防衛策の開示に関しては、既に次のような制度対応が行われている。

（会社法上の）事業報告において「株式会社の支配に関する基本方針」として買収防衛策の内容やその適正性の判断根拠などの開示が要求されている（会社法施行規則 127）

（証券取引所の）適時開示において買収防衛策に関する必要かつ十分な開示が要求されている（東証適時開示規則 1 の 3）

有価証券報告書における買収防衛策の開示について「検討を進め、所要の手当てを行っていく」ことが提言されている（金融審議会金融分科会第一部会公開買付け制度等ワーキング・グループ報告）

その意味では、この提言については制度面の対応はかなり進展しており、（有価証券報告書における開示を除き）実際の運用を待つのみとなっていると言えるだろう。

(2)買収防衛策に関する上場ルール

〔提言のポイント〕

- (a)導入された防衛策が企業価値基準を満たすものであれば、その企業の上場は認められてよい。
- (b)その際には、株主総会や取締役会による無効化措置、サンセット条項などの仕組みを設けるなどの工夫を講ずることが求められる。
- (c)買収者以外の株主に対しても不利益を与え得る防衛策（拒否権付株式など）については、導入には慎重であるべきものの、前述の工夫を講ずればそのような企業の上場は認められてよい。

買収防衛策に関する上場ルールについては、東京証券取引所（以下、東証）が2006年3月7日付で株券上場審査基準・株券上場廃止基準・適時開示規則などの規則改正を行っている。

その中で東証は、「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」と東証が判断し、その状態が「6か月以内に……解消されないとき」は上場廃止とすることとしている（東証上場廃止基準2（17））。

ここでいう「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている」状態に該当する買収防衛策として、東証は次の3つの類型を例示している（東証上場廃止基準の取扱い1（14））。

ライツプランのうち、行使価額が株式の時価より著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対して割り当てておくもの

ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止又は不発動とすることができないものの導入

拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行（会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、権利内容及び割当対象者の属性その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除く）

これらのうち は2005年に東京高裁により発行が差し止められたいわゆる「ニレコ型」のポイズン・ピル、 はいわゆる「デッド・ハンド型」のポイズン・ピルを意味している。

東証が掲げた類型のうち の取扱いが、企業価値研究会の提言（特に(c)）を踏まえたものとなっていると言えるだろう。即ち、拒否権付種類株式は直ちに上場廃止とする訳ではないが、一般株主の権利が著しく損なわれるような拒否権条項を有するものは上場廃止とする、という方針が示されているのである。

その意味では、この提言についても制度面の対応は措置済みであり、「今後の証券取引所における運用が注視される」段階に来ていると言えるだろう。

2．公開買付け制度など買収ルールの見直し

〔提言のポイント〕

買収側と防衛側のバランスを確保する。

(a)防衛策の発動時等における公開買付けの撤回・条件変更の容認

(b)十分な買付期間の確保

(c)MBO等の際の配慮（情報提供の充実、一定の買付期間の確保等）

株主や投資家の十分な情報に基づいた判断（インフォームド・ジャジメント）を可能とする制度・慣行を確立する。

(a)買収者及び対象会社からの情報開示の充実

(b)大量保有者に関する情報提供の充実

これらの点については、2005年12月に公表された金融審議会金融分科会第一部会の公開買付け制度等ワーキング・グループ報告（以下、WG報告）が、関連法令の改正に向けた方向性を示

している。

特に、提言のうち (a)、(a)(b)に関しては、今通常国会に提出されている「証券取引法等の一部を改正する法律案」にも盛り込まれている。また、残りの (b)(c)についても、同法案の成立後に実施されるであろう政省令改正に盛り込まれるものと予想される。

その意味では、この提言についての制度面の対応は、国会への法案提出などを通じて現在進行中であると言えるだろう。

3. 株主・投資家と経営者の対話の充実

〔提言のポイント〕

以下の点についてルール整備を含めた検討が求められる。

- (a)実質株主の把握
- (b)定時株主総会の開催時期の柔軟化（開催時期の後送り）
- (c)委任状合戦等における公平な情報提供

以下の取組みは、株主・投資家と経営者の相互の理解を促進するための選択肢となり得る。

- (a) I R 活動等による防衛策の理解促進
- (b)定時株主総会招集通知の早期発送
- (c)外国語による株主総会招集通知の送付
- (d)定款変更議案の分割決議
- (e)早期の株主総会の確定・公表
- (f)機関投資家による考え方の明示

ここで掲げられている事項は、主に今後の検討課題ということができるだろう。このうち、制度面での対応が必要と考えられるのは の項目であろう。 の項目は、各企業における実務面での対応が中心となるだろう。

制度面での対応が必要と考えられる項目のうち (a)については、信託名義の株式の「真の株主」の把握と、その実効性の担保が問題となるだろう。

(b)については、基準日から総会会日までの期間を3ヵ月以内とする商法・会社法の規定が問題となるだろう（商法 224ノ3、会社法 124）。

(c)について「企業価値報告書 2006」は、証券取引法上の委任状勧誘には該当しないが、実質的に委任状合戦が行われるようなケース²でも「株主・投資家が買収者側・対象企業側の情報を公平に取得できるような制度について、検討する必要がある」としている。ただ、具体的にどのような制度を想定しているのかは、必ずしも明らかではない³。

² 具体的には、株主提案を行うが、委任状の勧誘は行わず、会社側が交付する議決権行使書面を通じた賛成を呼びかけるケースや、単に会社側提案に対して議決権の反対行使を呼びかけるケースが想定されている。

³ 「企業価値報告書 2006」は注釈の中で、委任状書面を活用しないで反対行使の勧誘を行う場合でも使用する書面（ニュース・リリース、株主説明会資料など）の SEC 提出を義務付ける米国の制度を紹介している。その意味では、委任状を伴わない場合であっても、（賛成又は反対の）議決権行使の呼びかけを行う場合に、その関連資料を届出・公告させるような制度を想定しているのかもしれない。