

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)

平成18年3月31日  
企業価値研究会事務局

企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）は、昨年5月に公正な防衛策のあり方に関する企業価値報告書を取りまとめた。さらに、昨年9月以降、「企業価値を高める買収は実現し企業価値を損ねる買収は実現しない」という企業価値基準の考え方に基づく企業買収に関する公正なルールの形成・定着に向けて、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の3つのテーマについて検討を行った。本報告書は上記の検討結果であるとともに、1年半にわたり議論を重ねてきた企業価値研究会の企業社会に対するメッセージである。

## 1. 企業価値報告書・指針策定後の動向と残された課題（第1章）

企業価値報告書や政府の買収防衛策に関する指針の策定を受けて、日本では、企業による買収防衛策の導入や機関投資家による議決権行使ガイドラインの整備、政府等におけるルール整備など様々な動きが出始めている。しかしながら、公正な買収ルールを形成するためには、企業価値基準の観点から株主等のインフォームド・ジャジメントを可能とするインフラ整備が不可欠であった。

## 2. 買収防衛策の開示ルール・上場ルールのあり方（第2章）

公正な買収防衛策を確立するために残された課題が買収防衛策に関する開示ルール・上場ルールである。

### （1）買収防衛策に関する開示ルール

防衛策の導入にあたっては、その目的や具体的な内容についてあらかじめ開示することが求められる。具体的には、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の発行した場合、開示すべき内容：防衛策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）を提言している。

### （2）買収防衛策に関する上場ルール

証券取引所の規則等における防衛策の取扱いについては、基本的には各証券取引所の上場政策に委ねられるべきものであるが、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と提言している。ただし、その際には、株主総会や取締役会決議による無効化措置、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。なお、防衛策のうち、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と提言している。

### **3．買収ルールのあり方（第3章）**

防衛策の導入や敵対的買収の試みの増加などの状況変化を踏まえて、新たな買収ルールの整備が求められている。買収ルールを考えるにあたっては、買収側と防衛側のバランスを確保する、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、という観点から検討すべきである。

の観点からは、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、十分な買付期間の確保、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）などが求められ、また、の観点からは、買収者及び対象会社からの情報開示の充実、大量保有者に関する情報提供の充実などが求められる。

### **4．株主・投資家と経営者の対話の充実（第4章）**

防衛策の導入にあたっては、株主・投資家と経営者が十分議論を行い、両者が納得した上で導入されることが、企業価値を向上させる観点から重要である。そのため、対話を充実させる観点から、実質株主の把握や定時株主総会の開催時期の柔軟化（開催時期の後送り）、委任状合戦等における公平な情報提供などについては、ルール整備も含めた検討が求められる。

また、企業によるIR活動等による防衛策の理解の促進、定時株主総会招集通知の早期発送、外国語による株主総会召集通知の送付、定款変更議案の分割決議、早期の株主総会の確定・公表といった取組みや、機関投資家による考え方の明示といった取組みは、相互の理解を促進するための選択肢となり得る。

### **5．企業社会における今後の取組みに寄せる期待（第5章）**

企業買収に関する制度やルールの整備は大きく進展した。今後は、こうした制度・ルールが企業、株主、投資家などの企業社会の関係者によって尊重され、日本の企業社会の行動規範になるとともに、その制度・ルールに基づき、長期的企業価値の向上やその適切な評価に向けた関係者の行動を通じて、日本の企業社会の進化を促すことが期待される。

以上