

買収防衛策等に関する機関投資家の考え方

平成17年11月10日
経済産業省

目次

調査の概要	3
・企業価値報告書・指針に対する評価	4
1. 企業価値報告書・指針の認知度	5
2. 議決権行使時における企業価値報告書・指針の参照	5
3. 指針を参照した理由	6
・公正な買収防衛策の確立	7
< 買収防衛策に関する考え方 >	
1. 買収防衛策導入に関する基本的考え方	8
2. 買収防衛策に賛成するための条件	8
3. 客観的廃止要件のあり方	9
4. 独立社外者の要件	10
< 今年導入された買収防衛策に関する考え方 >	
1. ライツプランに対する賛否及び反対理由	11
2. 授權資本枠拡大に対する賛否及び反対理由	12
3. 権利確定日設定の柔軟化に対する賛否及び反対理由	13
< 買収防衛策の開示に関する考え方 >	
1. 買収防衛策について開示すべき内容	14
・TOB制度の見直し	15
1. TOB期間中の情報開示	16
2. TOB期間の伸張	17
3. 大量保有報告にかかる特例の取扱い	17
4. TOB期間中における大量買付	18
5. TOBの撤回	18

目 次

・ 経営者と株主・投資家の対話の充実	19
1. 総会議案の判断状況	20
2. 株主総会の改善点	21
3. 妥当な総会招集通知の到着日	22
4. IR活動の改善点	23

調査の概要

調査対象機関

日本国内に拠点があり、日本株投資を行っている機関投資家(信託銀行、投信投資顧問、生命保険)のうち、自社で議決権行使判断を行っているもの。

(調査対象機関:合計113社)

- ・信託銀行 10行
- ・投信投資顧問 85社
- ・生命保険 18社

調査対象期間及び回収率

・調査期間 平成17年8月～9月

・調査方法 アンケート形式

・回答社数 50社

(内訳)

- 信託銀行 6行
- 投信投資顧問 33社
- 生命保険会社 11社

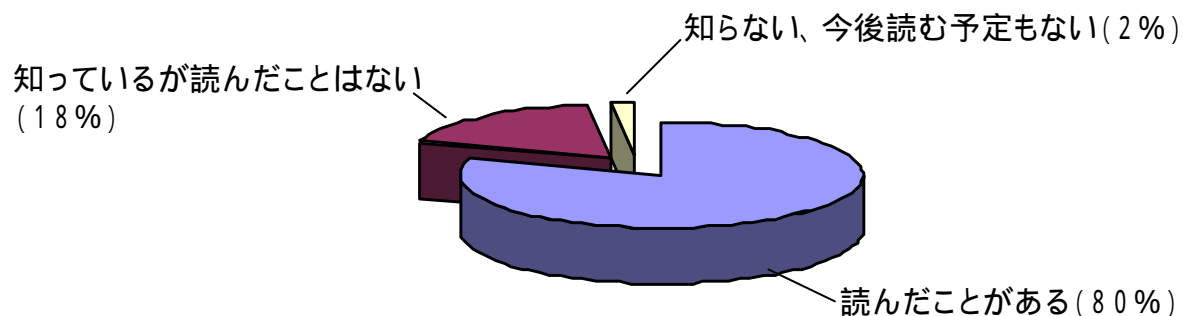
・回収率 44%

なお、調査については、株式会社 アイ・アール ジャパンの協力を受け実施した。

. 企業価値報告書及び指針の評価

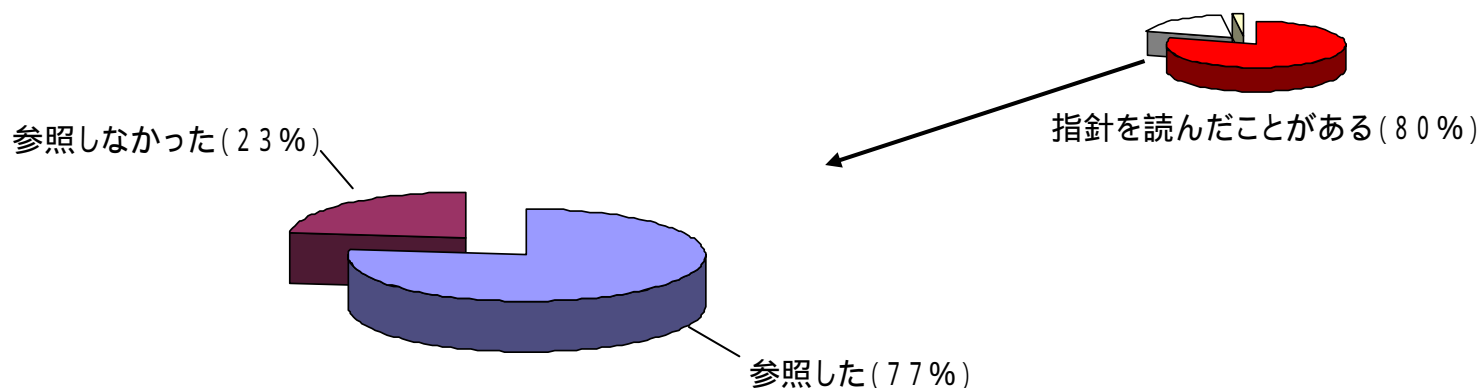
1. 企業価値報告書・指針の認知度は極めて高い。

【企業価値報告書や指針を読んだことがあるか】

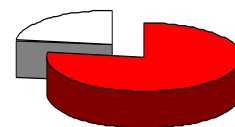


2. 約8割が議決権行使にあたって企業価値報告書や指針を参照。

【買収防衛策に対する議決権行使に当たり企業価値報告書・指針を参照したか】

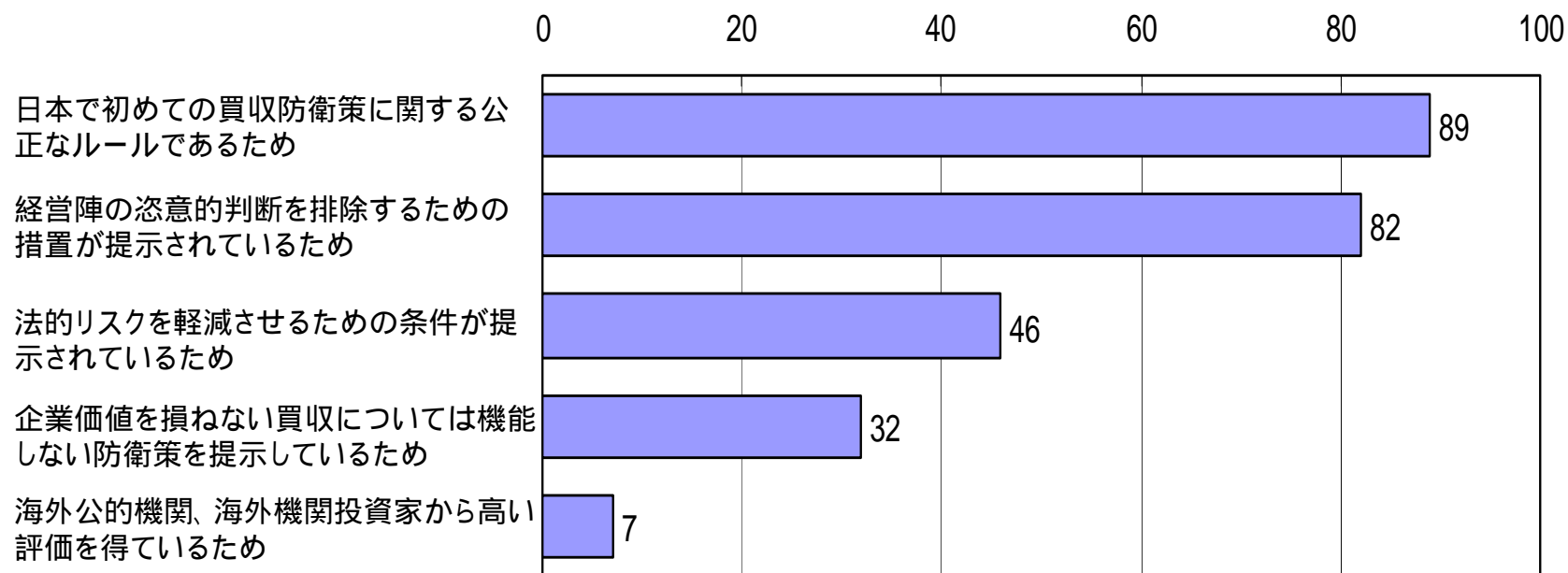


3. 約9割の機関投資家は、指針を公正なルールとして評価。また約8割は、指針が経営陣の恣意的判断を排除するための措置を提示していると賛同。



指針を参照した(77%)

【指針を参照した理由(複数回答)(%)】



指針を参照しなかった理由

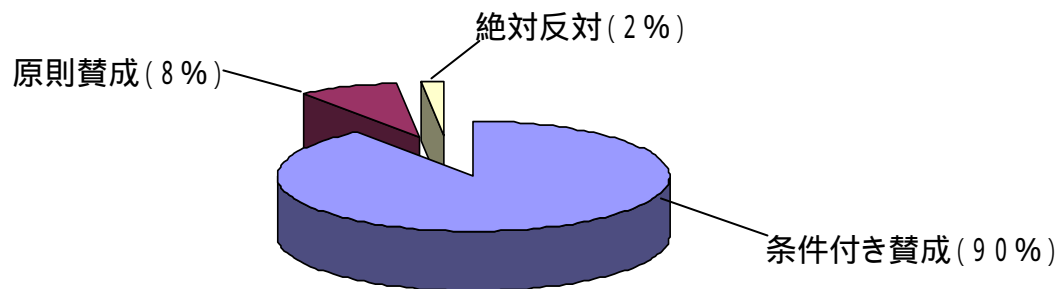
「指針の内容で曖昧な部分が多い」など

. 公正な買収防衛策の確立

< 買収防衛策に関する考え方 >

1. 9割が日本企業の買収防衛策について「条件付き賛成」。

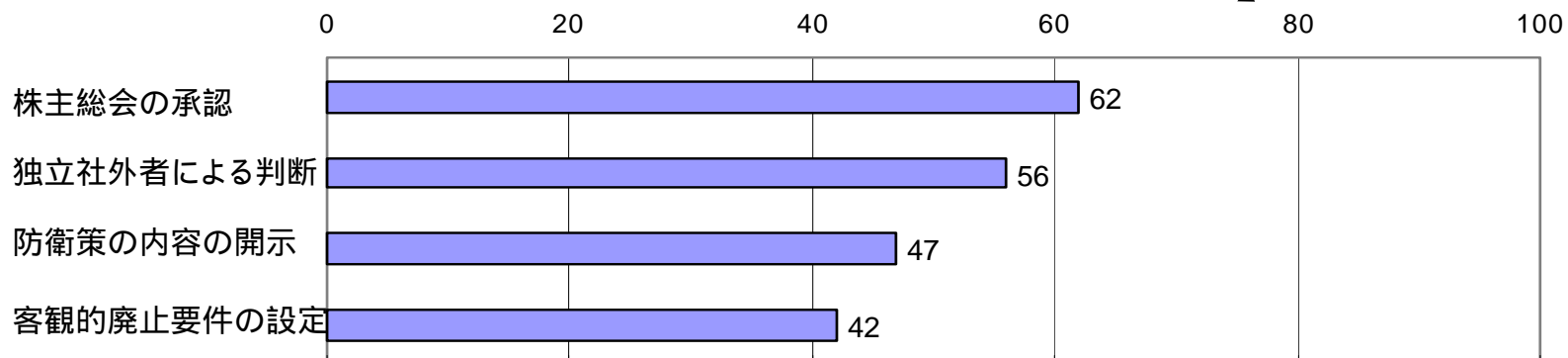
【買収防衛策の導入について】



なお、約5割の機関投資家が、買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを作成している。

2. 機関投資家は、指針において提示している「株主意思の原則」、「取締役の恣意的判断の排除」、「事前開示」などを要求。

【買収防衛策に賛成するための条件(複数回答)(%)】

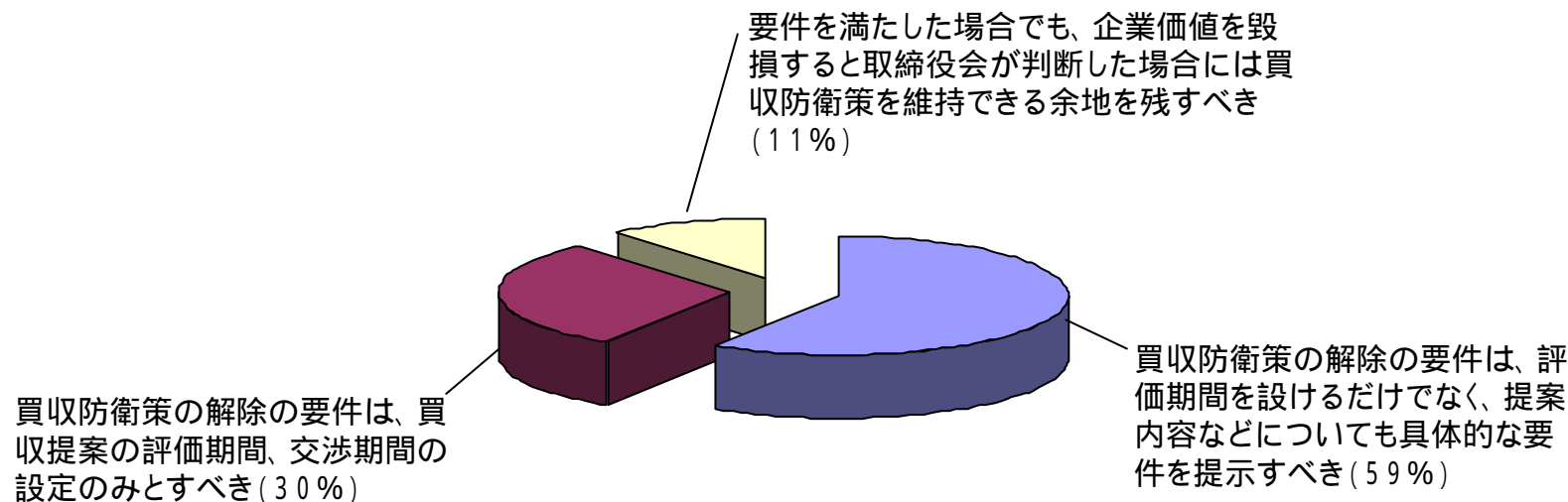


「条件付き賛成」(90%)

上記以外の条件としては、防衛策の目的等について明確な説明があること、消却条項を設けるなど株主の意思を反映させるための措置が設けられていること、定期的な見直しを行うこと、企業価値向上策と合わせて提示すること、などを挙げる意見があった。

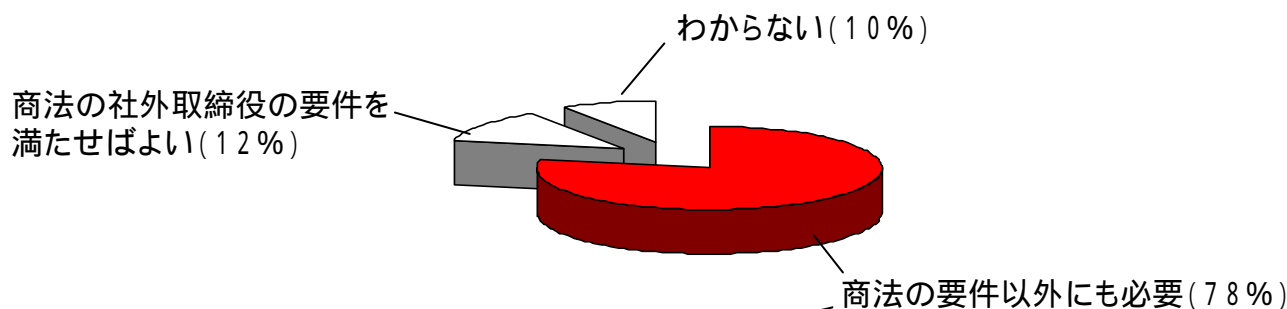
3. 「取締役の恣意的判断を排除するための措置」のうち、客観的要件については、指針が提示しているように、買収提案に関する評価期間を設定するだけでなく、防衛策が解除される買収提案について定めるなど、それ以外の具体的な要件を設定することも要求。

【客観的要件の設定について(%)】

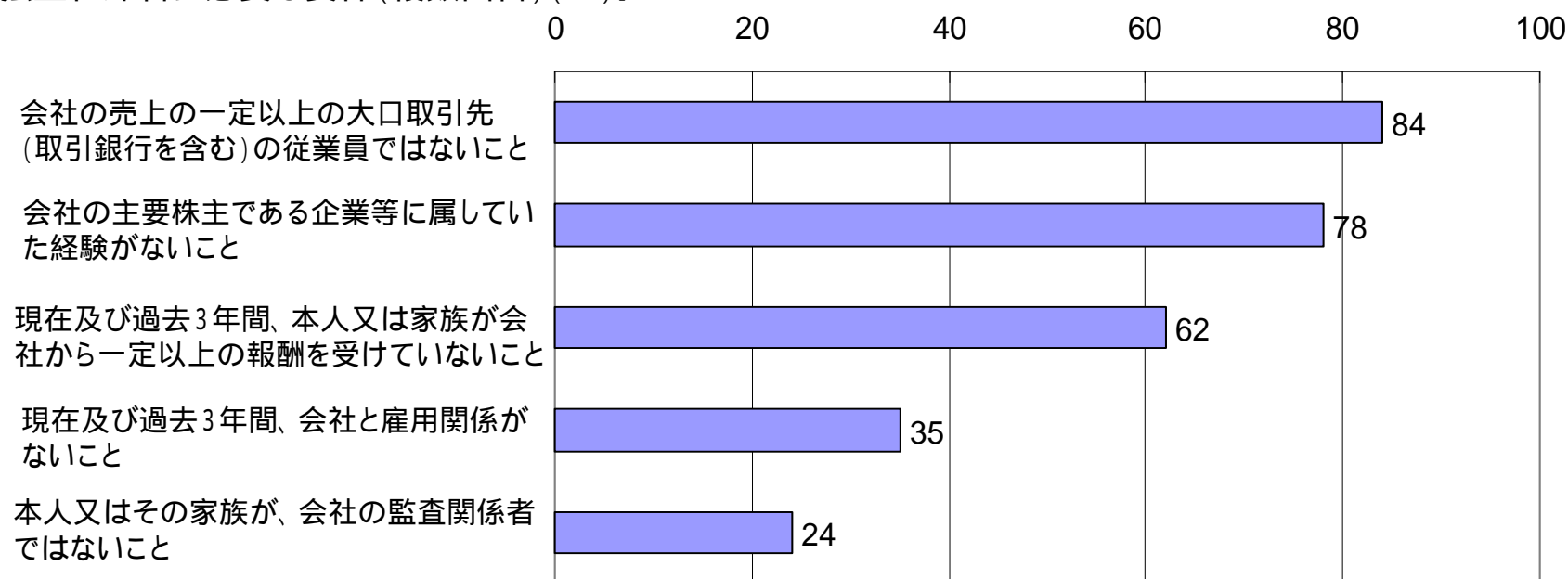


4. 「取締役の恣意的判断を排除するための措置」のうち、独立社外者の要件については、「取引関係がないこと」、「主要株主企業の従業員でないこと」としており、機関投資家は、指針において提示している「会社からの実質的な独立性が確保されること」を重視。

【独立社外者に必要な要件】



【独立社外者に必要な要件(複数回答)(%)】



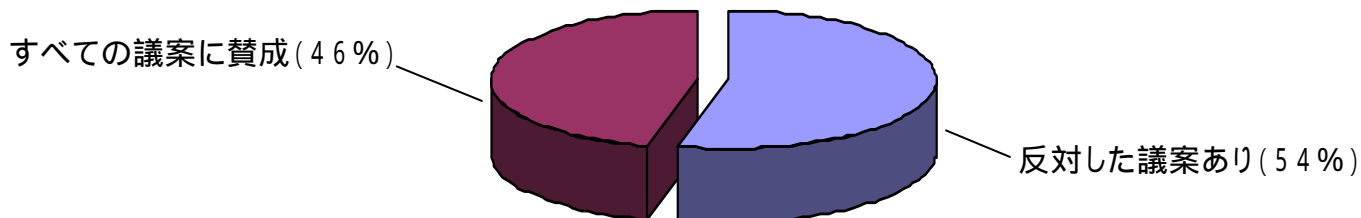
【その他コメント】

・形式的な要件としては、上記の要件は重要だが、本質的に重要なのは株主の利益を代弁できるかどうかである。

<今年導入された買収防衛策に関する考え方>

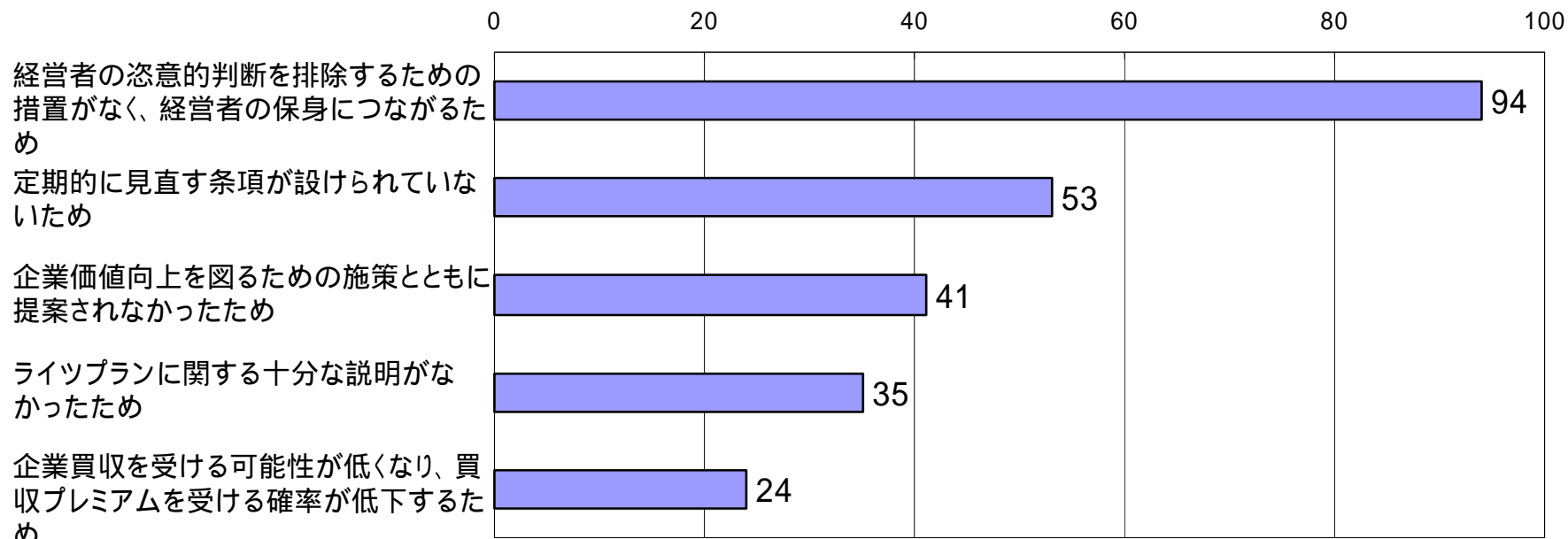
1. 機関投資家は、ライツプランに賛成するためには、指針が求めているような、「取締役の恣意的判断を排除するための措置」、「サンセット条項」、「防衛策の内容に関する十分な説明」などの措置を講じることを要求。

【ライツプランに対する賛否】



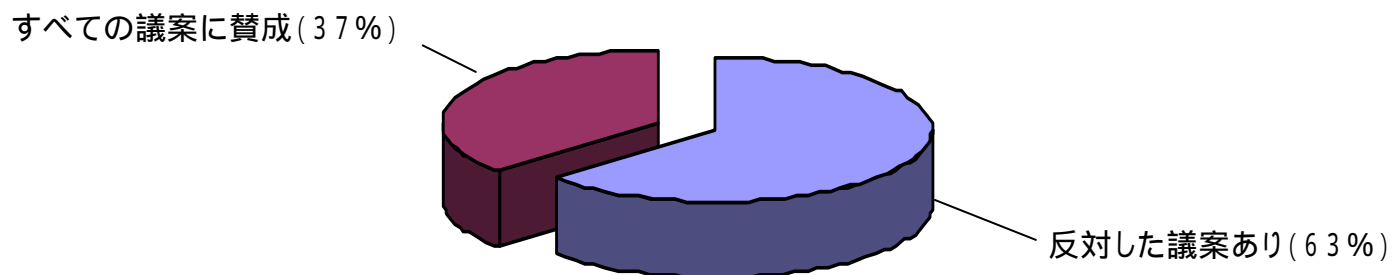
* なお、今後のライツプラン導入議案に対しては、95%が原則賛成又は条件付賛成。

【ライツプランに反対した理由(複数回答)(%)】

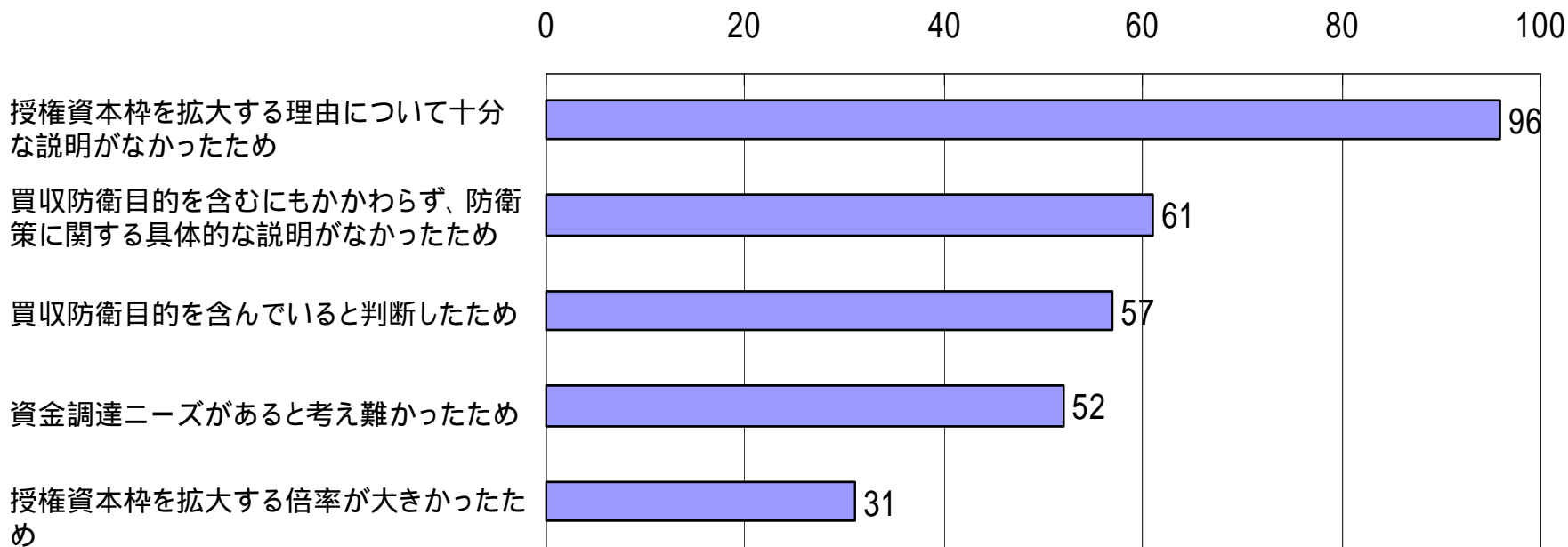


2. 機関投資家は、拡大理由について十分な説明がなされない授権資本枠の拡大には反対。

【授権資本枠の拡大議案に対する賛否】

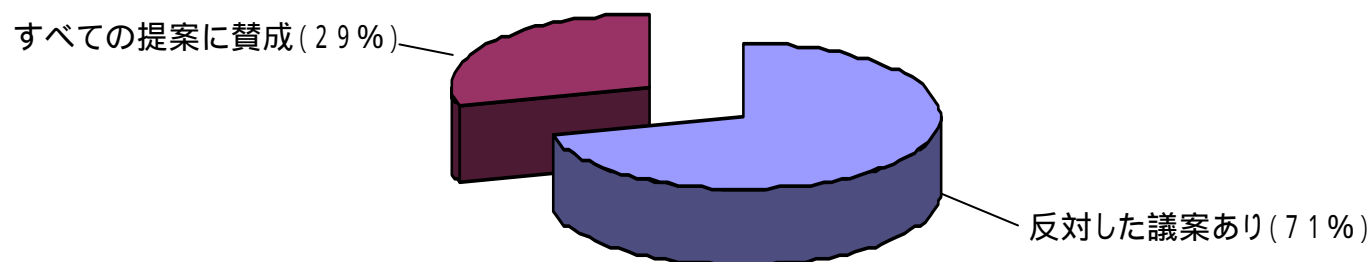


【授権資本枠の拡大に反対した理由(複数回答)(%)】

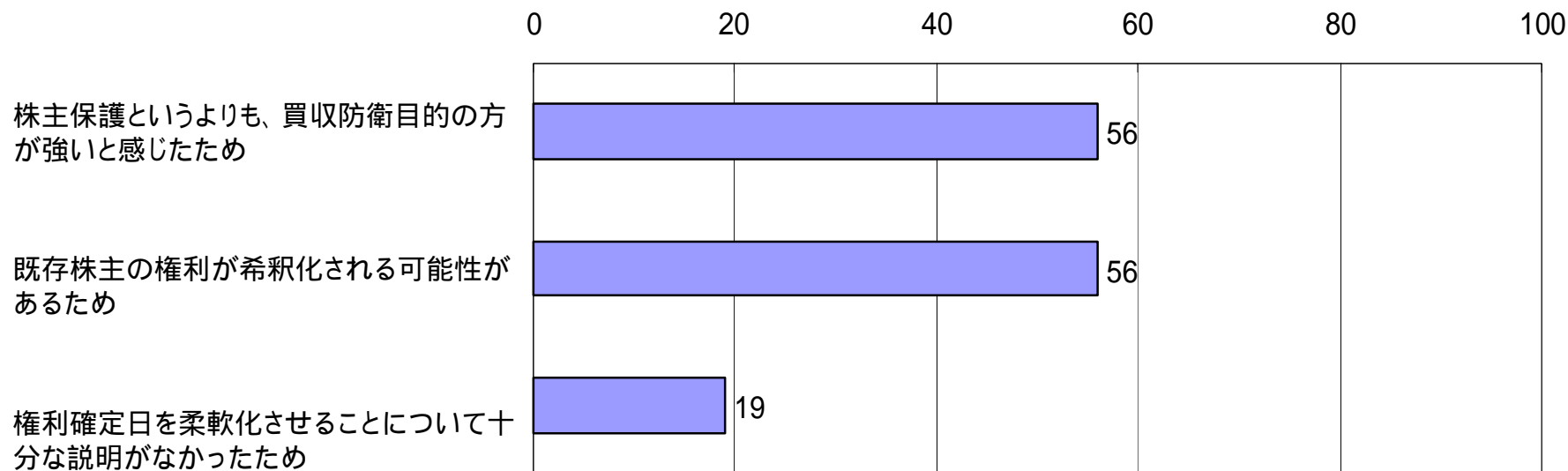


3. 機関投資家は、買収防衛が目的の権利確定日設定の柔軟化には反対。

【権利確定日の柔軟化に対する賛否】



【権利確定日の柔軟化に反対した理由(複数回答)】



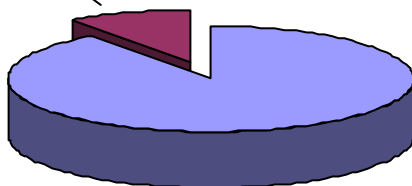
< 買収防衛策の開示に関する考え方 >

1. 防衛策の事前開示については、約9割の機関投資家は、少なくとも、指針が提示している「防衛策導入の目的」、「防衛策の具体的内容」、「防衛策の効果」について徹底して開示することを要求。

【防衛策開示として必要な事項】

指針が提示している開示事項以外にも開示すべき事項がある(10%)

他に開示すべき事項
・防衛策の詳細な内容
・企業価値向上策
・総会承認を求めず取締役会決議のみで防衛策を導入した理由。
など



少なくとも指針が提示している「防衛策導入の目的」、「防衛策の具体的内容」、「防衛策の効果」が開示されることが必要(90%)

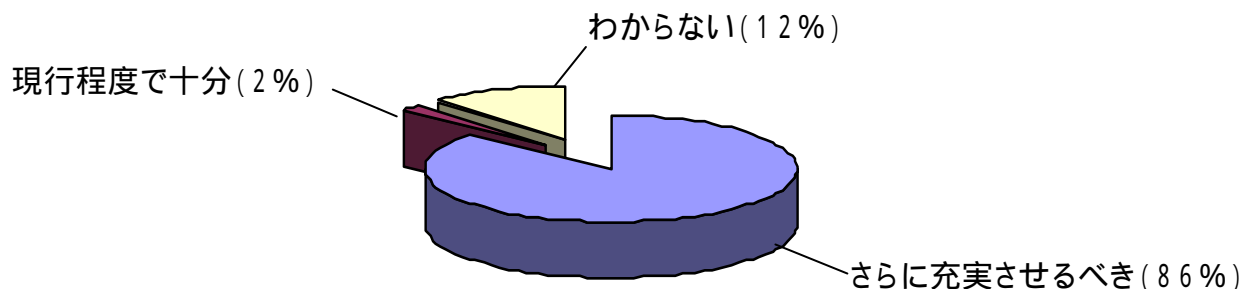
【防衛策の開示に関する意見】

- ・防衛策の開示については、内容だけでなく、開示のタイミングについても議論が必要
- ・虚偽開示をさせないよう、いかに実効性を確保するかが問題。

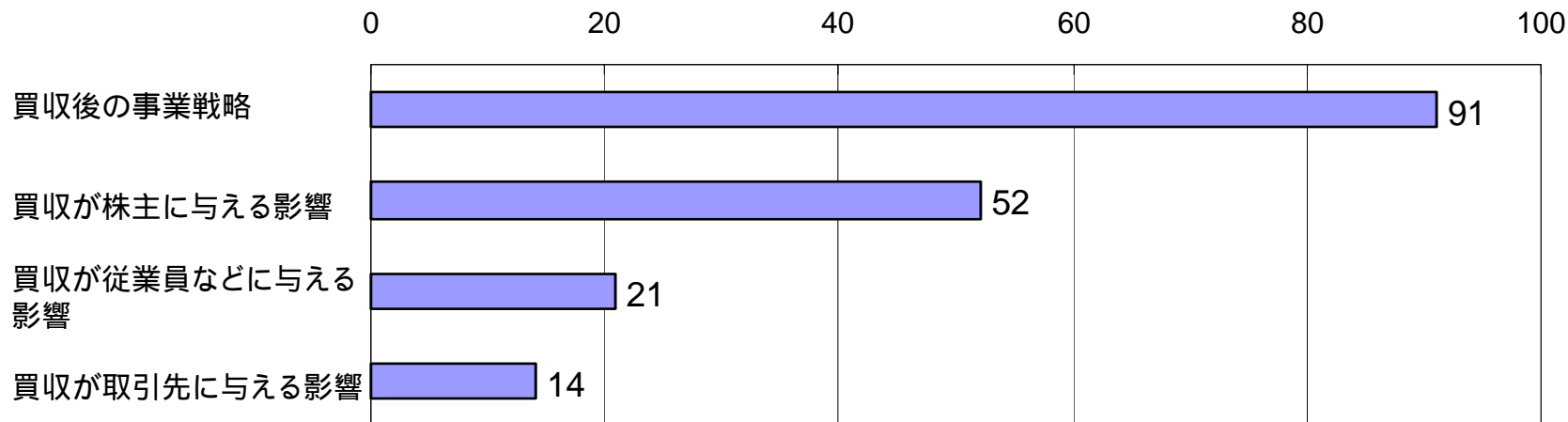
. T O B 制度の見直し

1. 機関投資家は、TOB期間中には、より多くの情報が開示されることを求めている。必要な情報としては、主に「買収後の事業戦略」と「買収が株主に与える影響」。

【TOB期間中における情報開示の充実について】



【開示を充実させるべき情報(複数回答)(%)】

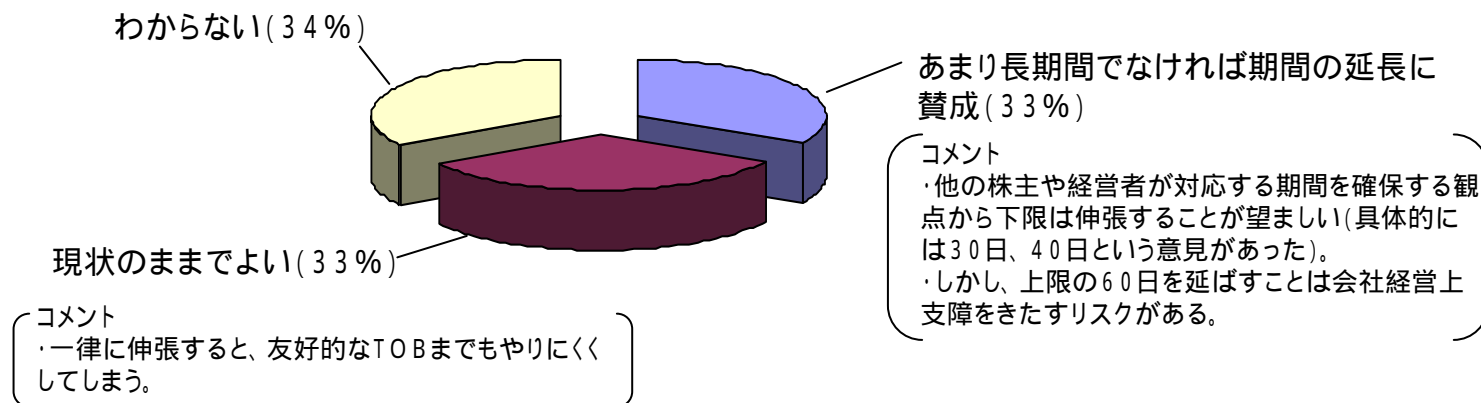


【その他コメント】

・買収後も上場を維持するかどうか など

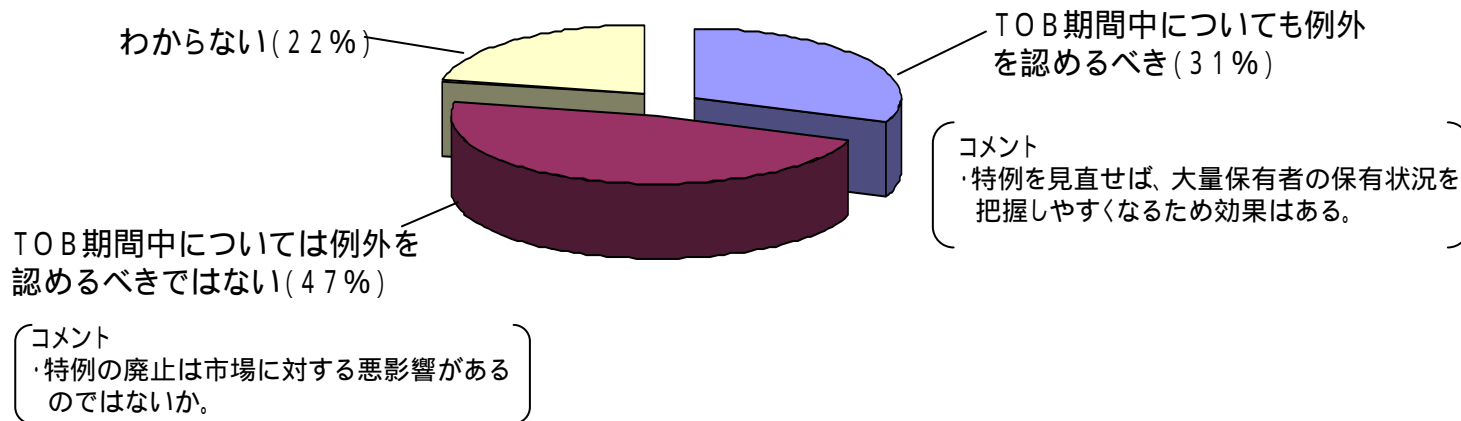
2. TOB期間の伸張については、賛成意見がある一方、友好的なTOBに対する影響を懸念する意見も存在。

【TOB期間の伸張について】



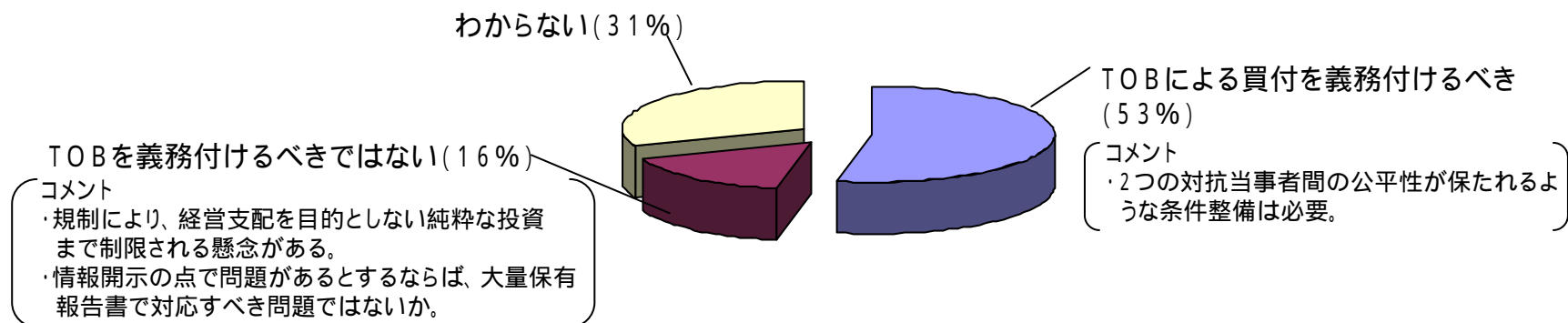
3. 約半数の機関投資家は、TOB期間中に限り大量保有報告の特例を認めないことには賛成。

【大量保有報告の特例について】



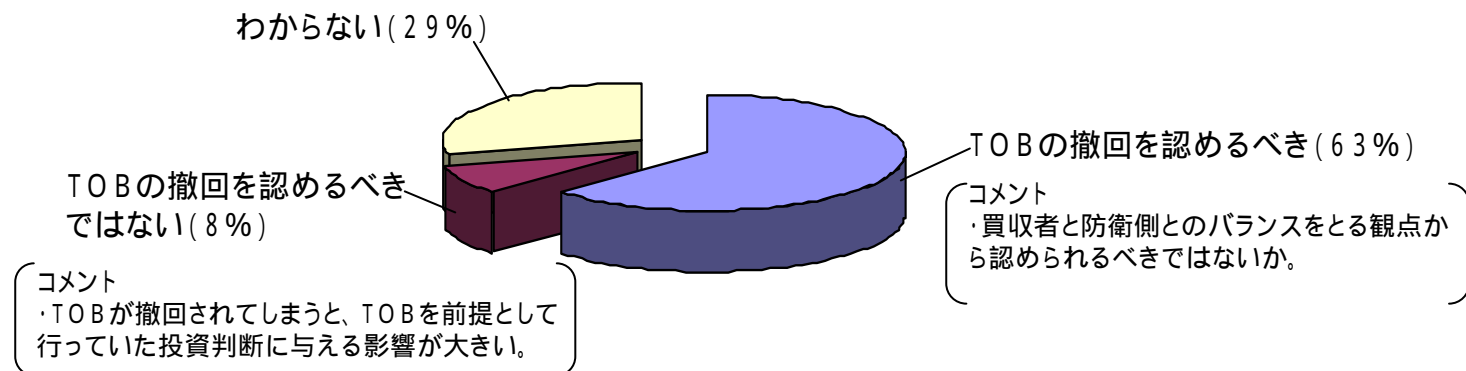
4. 約半数の機関投資家が、TOB期間中における大量の株式買付を行う場合は、TOBによるべきと回答。

【TOB期間中における大量買付に対するTOBの義務付けについて】



5. 約6割の機関投資家は、対象企業が買収防衛策を維持するなど、一定の場合にはTOBの撤回を認めるべきとしている。

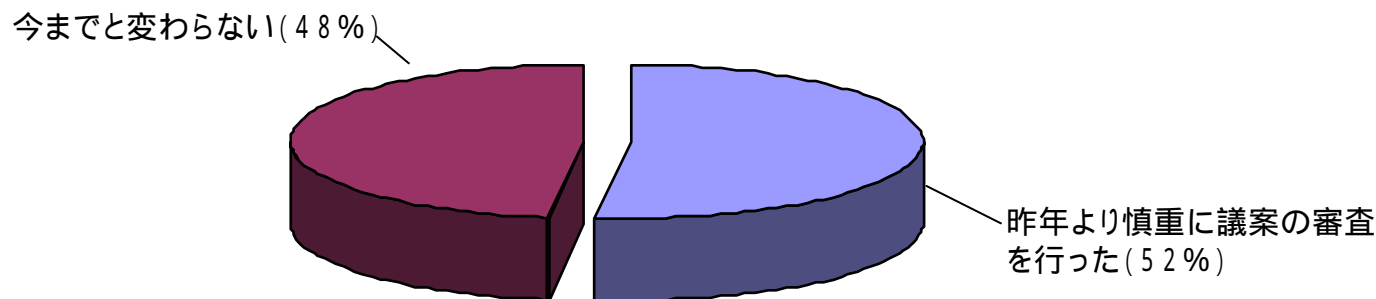
【対象企業が買収防衛策を維持した場合等におけるTOBの撤回について】



・ 経営者と株主・投資家の対話の充実

1. 株主総会議案に対する判断について、機関投資家は慎重に取り組む傾向。

【総会議案の判断の変化(昨年比)】

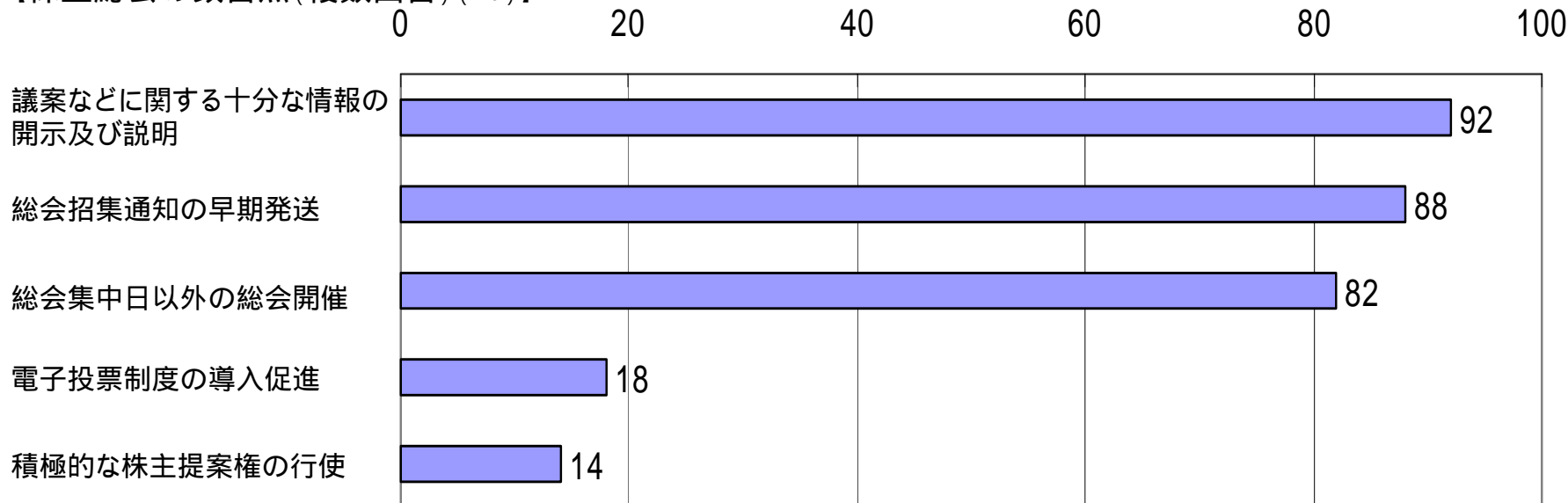


【株主総会への判断に対する意見】

- ・社外取締役、社外監査役の独立性チェック、定款変更の妥当性についてより慎重な議案精査を実施。
- ・買収防衛策関連議案等について慎重なスタンスで臨んだ。
- ・年々、行使判断基準が高度化・複雑化するとともに、より精緻な判断が要求されている。

2. 機関投資家が株主総会に改善を求めているのは、主に「議案等の十分な説明」、「招集通知の早期発送」、「総会集中日以外の開催」の三つ。

【株主総会の改善点(複数回答)(%)】



【株主総会の改善点に関する主なコメント】

(株主総会の開催集中について)

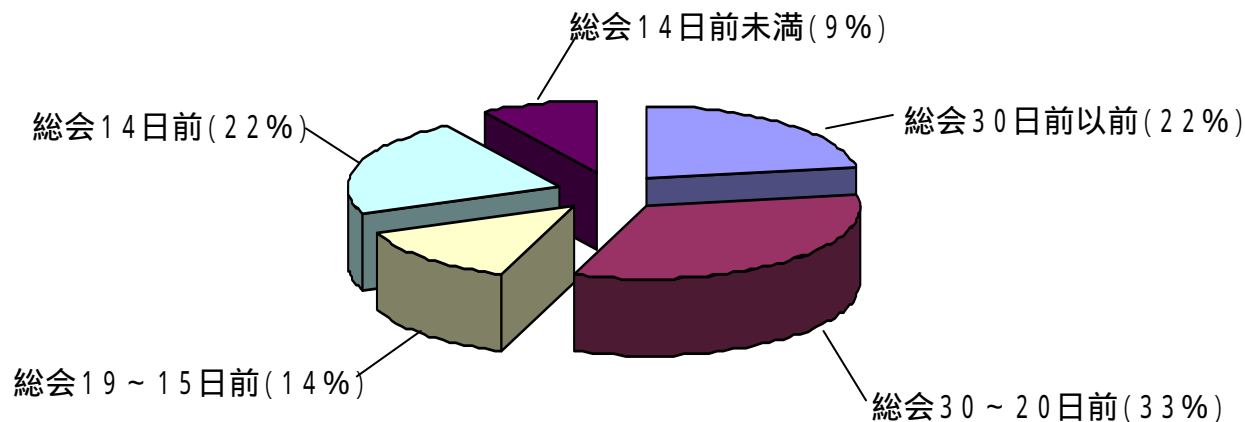
- ・一時的に総会開催が集中することは問題。議案判断する時間的余裕がなくなってしまう。
- ・株主総会開催の分散化よりも、普段からの株主との対話を促進すべきではないか。

(株主総会招集通知の発送について)

- ・防衛策を導入する場合は、できるだけ早く情報を提供してほしい。
- ・総会議案を発送前にWeb上で公開するなど、早期の情報提供の工夫ができないか。

3. 約7割の機関投資家は、招集通知の到着日を法定発送日である総会開催14日前より早くすることが、議案の十分な検討を行う上ためには妥当であると考えている。

【妥当な招集通知到達日】

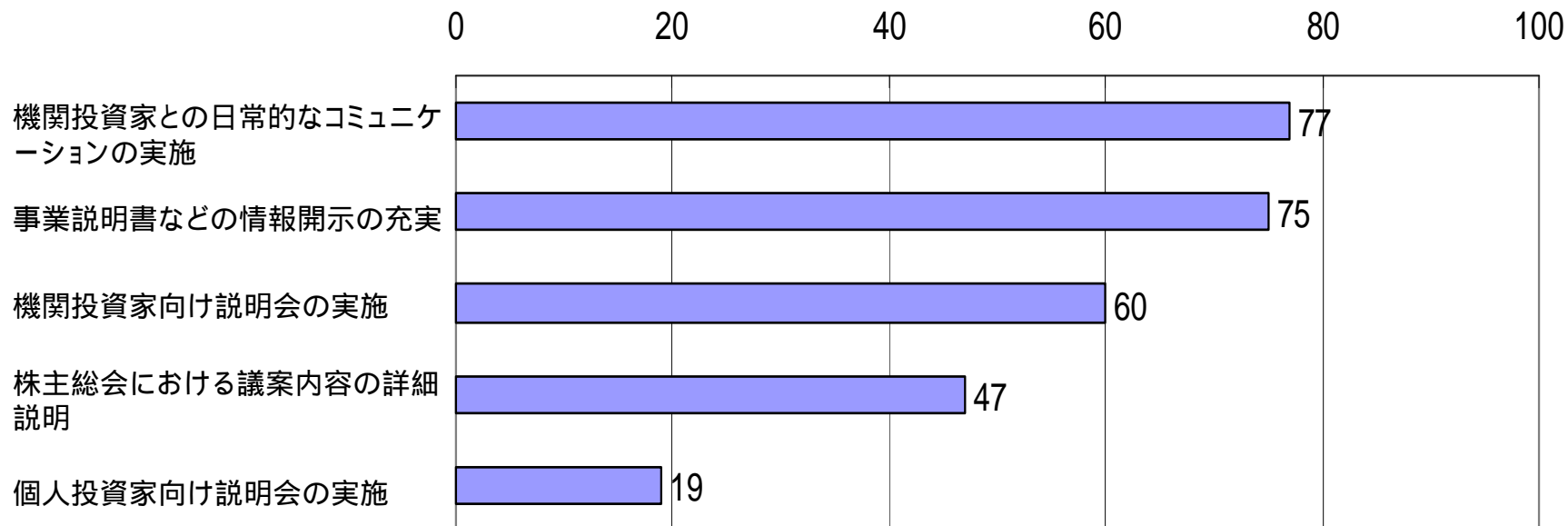


* 今年の実績では、6割以上の機関投資家に、平均して14日以前に総会の招集通知が到達。

* なお、9割の機関投資家は、招集通知の到着の早遅は、今回の株主総会の議決権行使の判断に影響しなかったと回答。

4. 機関投資家は、経営者との日常的なコミュニケーションや情報開示の充実を要求。

【IR活動の改善点(複数回答)(%)】



【その他コメント】

- ・機関投資家に対しては、十分IRが進んでおり、かなり改善してきている。
- ・迅速かつ公平な情報開示を望む。