

敵対的買収に関する法規制

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

今回の「証券取引法研究会研究記録」では、3月29日開催の研究会における、中東正文委員（名古屋大学教授）による「敵対的買収に関する法規制」についてのご報告とそれについての討論の議事録をお届けする。

敵対的買収やその防衛策の問題は、近年特に関心の深い課題であり、様々な具体的事例、裁判所の判断、各種研究会の報告等が注目を浴びたところである。東京証券取引所でも、これに関連し上場基準等の一部改正を行い、金融審議会でも公開買付制度WGで議論が重ねられた上、昨年12月、「公開買付制度のありかたについて」が第1部会報告として公表され、現在国会で審議中の証券取引法改正法案に盛り込まれたところである。

中東先生のご報告は、これらの経緯や議論をこの時点で振り返り検証していただいた上、今回の証券取引法改正案に盛り込まれた公開買付制度関係の改正案につき、規範的視点から分析をしていただいたものである。わが国の文化や歴史を踏まえ、会社支配の法的枠組みをどのような形とするか、公開買付期間や全部買付義務等を中心に議論を展開され、「攻防の双方が過激な武器を持つことなしに、限られた土俵で支配争奪を行うことができるようにするのが望ましい」との考えを示された。東京証券取引所からも補完的に「買収防衛策の導入等に係る上場制度の整備について」が報告された。いつものように、ご参加いただいた研究者や実務家等委員やオブザーバーの方々から活発な討論が行われた。

貴重なご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた中東先生に厚くお礼申し上げ、また、研究会にご参加いただき、熱心にご討議いただいた神田先生（研究会幹事）をはじめ委員の先生方に心からお礼を申し上げたい。

2006年5月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高 橋 厚 男

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合理型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

敵対的買収に関する法規制

(平成 18 年 3 月 29 日開催)

報告者 中 東 正 文
(名古屋大学教授)

目 次

1 はじめに	1
2 証券取引法等の一部を改正する法律案	2
3 最近買収防衛策に関する議論	5
3-1 裁判事例	5
4 買収防衛策に関する指針等	9
4-1 内閣府M&A研究会	9
4-2 経済産業省企業価値研究会（その1）	10
4-3 経済産業省と法務省の指針	12
4-4 経済産業省企業価値研究会（その2）	13
4-5 会社法施行規則	15
4-6 東京証券取引所の上場制度の整備等	15
4-7 金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等WG	15
5 敵対的買収に関する法規制のあり方	16
5-1 法的枠組みの定め方	16
5-2 公開買付期間	19
5-3 全部買付義務	21
6 結語	24
補遺 買収防衛策の導入等に係る上場制度の整備について	24
報告者 下 村 昌 作（東京証券取引所上場部課長）	
討 議	34
資料 1 報告者（中東委員）レジュメ	54
資料 2 【別添資料】 敵対的買収防衛を巡る主な動き	67
資料 3 資料 9-1 証券取引法等一部改正法律案要綱（抜粋）	68
資料 4 資料 10-1 オンタリオ州の証券法（抜粋）	71
資料 5 報告者（東京証券取引所）レジュメ	87
資料 6 配付資料一覧	102

証券取引法研究会出席者(平成 18 年 3 月 29 日)

報告者	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	下 村 昌 作	東京証券取引所上場部企画担当課長
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局投資サービス法（仮称）
		法令準備室長
〃	大 来 志 郎	金融庁総務企画局企業開示課課長補佐
〃	加 藤 均	野村證券法務部長
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神 山 正 文	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	飯 田 一 弘	東京証券取引所上場部企画担当
〃	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

敵対的買収に関する法規制

神田幹事 それでは、時間ですので始めさせていただきたいと思います。

本日は、江頭先生、森本先生とも、ご出席のご予定だったのですが、やむを得ない急用で急遽出席できないというご連絡がありましたので、私が進行を務めさせていただいて、予定どおり開催させていただきたいと思います。

本日は「敵対的買収に関する法規制」と題して、中東さんにご報告をお願いするわけですが、関連するということで、東京証券取引所上場部の下村さん等にも、補助的なご報告をいただけるということでございます。よろしくお願いいたします。

それから、金融庁からは、いつものように松尾さんにご出席いただいておりますけれども、企業開示課の大来さんにも臨時でご出席いただいております。よろしくお願いします。

それでは、中東さん、ご報告をよろしくお願いいたします。

1 はじめに

中東委員 名古屋大学の中東でございます。

本日は、「敵対的買収に関する法規制」と題しまして、会社支配市場に関する法規制について、以下の2つの点からご報告を申し上げたいと思います。

第1に、この1年余りの間に法規制のあり方についてさまざまな議論が急速に進められまして、もろもろの経験や提言を生かしながら、今月13日に証券取引法改正法案が国会に提出されたわけでございます（資料3）。ここに至る経緯や議論を、この時点で振り返って検証していくことが大切ではないかと存じます。

会社支配市場にかかわる法規制について、買収防衛策の適否に関する裁判所の判断は、2005年には3件で示されています。私人による法実現の1つのあらわれであったということもできます。これらの裁判とも相互に影響を与え得るような時期に、官庁で開催されていた各種の研究会の報告等、行政

庁の防衛指針、東京証券取引所での検討などが行われてまいりました。

実際にどのような形で相互に作用があったのかは、この研究会でも、他の委員の方々がよりお詳しいと思いますので、後でお伺いすることができれば幸いです。ともあれ、おおよそ時系列に沿いまして、大まかな動きを追いかけてみようと思います。別添の資料（資料２）といたしまして、「主な動き」を一覧表にしますので、適宜ご参照していただければ幸いに存じます。

以上のように、まずは近時の動きを、どちらかと申しますと叙述的に分析をしていきたいと思っています。この際に、先ほどもお話がありました東京証券取引所の対応につきましては、東証の方にご報告をしていただくことができますので、そのあたりはごく簡単にお話を済ませさせていただきたいと思っています。

本日の報告の第２でございますが、もろもろの検討の結果が、今般の証取法改正法案において随分と結実しているように思われます。この中身を概観しました上で、このような規制でよいのか、どちらかと申しますと、規範的な視点から分析を試みてみたいと存じます。この法案が可決・成立しましても、重要な部分は政令にゆだねられることになりそうです。どのような内容の政令が望ましいのか、この点についても私の問題意識や考えをお話しさせていただきまして、先生方のご意見をお教えいただければ幸いに存じます。

この点の検討に当たっては、詳しくご紹介する余裕はありませんが、カナダの法規制が参考にされるべきであると考えています。

2 証券取引法等の一部を改正する法律案

法制度の再構築の試みについて、時間的には前後いたしますが、現時点での最新の状況として、証取法改正法案について簡単にご紹介を申し上げます。一連の具体的案件、あるいは各種の報告書の集大成という位置づけを与えることもできるでしょうから、議論の到達点を大まかに確認しておこうというわけです。

資料3では、「法律案要綱」を抜粋してございます。改正法案の条文ごとに項目が立てられているようでございますが、ここでは、施行時期に関しても第2段階になります第2条関係をごらんください。

大量保有報告制度の整備につきましては、ファンドが買収を試みる事例がふえつつあり、重要ですが、本日の報告におきましては、会社支配の争奪に直接かかわる部分、つまり、「公開買付制度の整備」についてのみ取り扱わせていただきます。

これに関する法律案要綱によりますと、(1)から(6)まで6つの大きな柱から従来の公開買付規制が再構築されようとしています。

最初の(1)は、「公開買付規制の適用範囲の明確化」に関するものです。取引所有価証券市場内外等の取引を組み合わせる形での3分の1ルールの特例を防止するための工夫であるといえます。

ドン・キホーテによりましてオリジン東秀に対する敵対的買収がなされましたが、ホワイト・ナイトのイオンが登場し、ドン・キホーテの公開買付は失敗に終わっています。ドン・キホーテは、その後も市場でオリジン東秀の株式を買い付けましたが、公開買付の前後の取引が一連のものにとらえられるかが議論になったところでございます。この点の疑義が、法改正によって払拭されることになるかと思えます。

法文につきましては、法律案の新旧対照表をごらんいただきたいと思います（配付資料9-3）。今の点につきましては、証取法27条の2第1項第4号です。

なお、施行時期につきましては、法律案そのものをごらんいただきまして、第2条、これが公開買付規制に関する改正でございますが、附則の1条第3号において、施行時期が定められています。この部分が施行された後で、改正法案の第3条が施行され、その時点で法律の題名が「証券取引法」から「金融商品取引法」に改正されることが予定されているわけです（配付資料9-2）。

次に、(2)ですが、「買付者が競合する場合における公開買付けの義務化」に関するものです。

昨年初めのライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収におきましても、幾つもの法的な問題点が指摘されました。その1つが、フジテレビはニッポン放送に対して公開買付を実施しているにもかかわらず、ライブドアが公開買付によらずに、競合的な買収を試みた点であります。

法改正により、買収者が競合する場合には、競合する者たちに公開買付を義務づければ、透明性が高い形で競争が行われ、それゆえに対象会社の株主が賢明な選択をする環境が整うことになると考えられます。

さらに、(3)でございますが、「公開買付けの買付条件の変更等の柔軟化」でして、これは夢真ホールディングスによる日本技術開発に対する敵対的公開買付で議論がなされた点にも関係いたします。

日本技術開発が事前警告型の買収防衛策を導入いたしまして、事前警告に従わなかった夢真ホールディングスに対して、株式分割による対抗措置を講じたわけですが、これを差し止める仮処分が裁判所に求められました。

公開買付期間中に対象会社で株式分割が行われますと、買付価格が高過ぎることになってしまいます。対象会社にこのような重要な変更があった場合に、買付条件を対象会社の株主に不利になる形で、下方修正の変更ができるかが問題になりました。この点についてもいろいろ議論がありましたが、法規制を明確化しようとするものであると思います。

続いて、(4)ですが、「意見表明報告書の提出の義務化」でございます。現行法においては、意見表明は対象者の任意とされていますが、対象会社の株主に十分な情報を与えるためにも、これを義務化することが適切でしょう。このような着想も、あるいは事前警告型防衛策の発想に通じるものがあると思われます。

ここからがおそらく大いに議論があり得るところであると思いますが、(5)で「対象会社の請求に基づく公開買付期間の延長」の問題です。法案27条10第3項によりますと、対象者の意見表明報告書におきまして、「公開買付開始公告に記載された買付け等の期間を政令で定める期間に延長することを請求する旨及びその理由」の記載があるときは、「公開買付者は、買

付け等の期間を政令で定める期間に延長しなければならない」とされており
ます。

久保田政一日本経団連経済本部長が出された論文（商事法務 1754 号）に
おきましても、金融審議会金融分科会第一部会の公開買付制度等ワーキング・
グループにおいて、日本経団連では、下限を一定期間伸長する権利（伸長権）
を買収対象会社に付与することを提案していたことが示されています。対象
会社の株主に判断のための十分な情報と時間を確保するためとされておりま
して、これも事前警告型買収防衛策の発想の延長線上にある法制度であると
理解することもできると思います。

このような新しい制度の是非について、また、望ましい制度であるとした
場合に、どの程度の公開買付期間の延長を認めるべきかについては、さまざ
まな見解があると思われますので、後に検討したいと思います。なお、公開
買付期間は、今後は営業日ベースで計算されることになります。

最後に、（6）ですが、「全部買付けの義務化」でございまして、公開買付
の後における株式等の所有割合が政令等で定める割合を下回らない場合、相
当程度に多い場合ということですが、公開買付者に応募株券等の全部の買付
等を義務づけるものです。

この点について、こういった義務を課することが適当かどうか、全部買付義
務を課す場合に公開買付後の所有割合の下限を政令でどのように設定すべき
か、さまざまな見解があり得るところかと思いますが、この点も後にまとめ
て検討することにしたと思います。

以上のような法改正の動きも念頭に置きつつ、以下では、比較的最近の買
収防衛策に関する議論を概観していくことにします。

3 最近買収防衛策に関する議論

3-1 裁判事例

昨年、2005 年には、敵対的買収に関する防衛策の是非に関して、差止め
の仮処分という形で、3 件の事例が裁判所で争われています。

この報告では、これらの決定の是非を検討することはしませんが、一連の裁判所の決定が、会社支配市場に関する法規制について、どのような影響を及ぼしたのかを検討してまいりたいと思います。

3-1-1 ライブドア対ニッポン放送事件

最初の事例が、ライブドア対ニッポン放送の事件です。

ニッポン放送がフジテレビに新株予約権を第三者割当しようとした事例ですが、従来の主要目的基準を形式的には維持しながらも、アメリカ流のユニカル基準を導入したものであるとも考えられます。

裁判では、ライブドアが濫用的買収者であるかが正面から議論をされまして、東京高裁も、濫用的買収に当たる4つの事例を例示いたしました。その中身は必ずしも明確ではありませんが、レジュメ（資料1）に記載したような判示がなされております。高裁の裁判長でいらっしゃった鬼頭季郎判事は、防衛を広く認め過ぎているのではないかという批判に対して、「物事には節度が必要」と語ったという報道もなされております。

この高裁決定では、資金調達等を主要な目的としなくても、いいかえますと、支配維持が主要な目的であっても、一定の場合に、対象会社の取締役会が防衛策をとることが許されること、そして、傍論ではありますが、有事導入型の防衛策が認められる濫用的買収者の例が示された点に、意味があると思われます。

この4つの濫用的買収の例は、その後の行政指針等でも、具体的な防衛策の発動基準の一部としても、大枠はそう変更されることなく引き継がれていきます。

なお、ニッポン放送事件におきましては、ライブドアの資金調達方法や株式取得方法も問題とされています。大幅な株式分割については、本年の1月4日から決済期間が短縮されていますし、ToSTNeT-1については、昨年の証券取引法改正によって、強制的公開買付規定の適用除外にはならないことが明確化されています。

3-1-2 ニレコ事件

次に裁判所で防衛策の差止めの仮処分が求められましたのは、ニレコ事件においてです。平時における防衛策の導入の是非が争われた最初の事例です。

ニレコは、取締役会において、企業価値の最大化のため、「セキュリティ・プラン」として、株主割当による新株予約権の無償発行を決定いたしました。詳しい仕組みは、一般的にはライツ・プランに似たところも多いので、説明は省略いたしまして、既存の株主に割り当てる型であったということのみを確認させていただきます。

裁判におきましては、東京高裁でも、株主割当型の防衛策が仮に差し止められました。その理由で重要な点は、いわゆる随伴性を欠いているために、既存の株主に損害を与える可能性があるということです。

この裁判の過程では、株主割当型のポイズン・プランに対して、行政や証券取引所の動きがいろいろ交錯しております。

証券取引所の動きについて見ますと、ニレコ株式が上場されているジャスダック証券取引所は本件新株予約権の導入について延期を示唆しながらも、ニレコの新株予約権を最終的には受け入れたようです。2005年4月20日に、ジャスダック証券取引所は、「株式会社ニレコ株式に関するご注意」を公表していますが、投資者への注意が喚起されているのみです。

ところが、東京証券取引所は、2005年4月21日に、厳しい立場を表明していきまして、「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」を公表しています（配付資料5-1）。これによりますと、ニレコ型の防衛策は明確に否定されているようです。

さらに、行政の側でも、紛争のさなかである2005年5月27日に、重要な行政指針が示されております。つまり、経産省と法務省は共同で、「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」を公表しました（配付資料3）。この指針では、「著しく不公正な方法による発行に当たる可能性が高い」と述べられています。

ニレコ事件に関する裁判所の3つの決定は、いずれもこの買収防衛指針が

示された後に出されております。そこで、行政追認の司法判断と表現されることもあり、いろいろ議論があるところです。

3-1-3 夢真HD対日本技術開発

このニレコ事件に関する東京地裁平成17年6月1日決定では、傍論におきまして、事前警告型の買収防衛策にお墨つきを与えるかのような判示がなされています。

奇遇というべきか、買収防衛策をめぐる2005年最後の裁判は、事前警告型の買収防衛策でした。夢真ホールディングスが日本技術開発に対して試みた敵対的買収でして、日本技術開発は事前警告型買収防衛策(大規模買付ルール)を導入していました。夢真ホールディングスが事前警告を遵守しませんでしたので、日本技術開発は防衛策として1対5の株式分割を決定し、この株式分割の差止めの仮処分が求められた事例です。

この夢真ホールディングスの公開買付にあたりましては、証取法上の重要な問題が幾つか持ち上がってまいりました。①公開買付価格を分割比率に応じて下方修正できるか、②株式分割が実行された際に、公開買付の撤回等ができるか、③分割新株を公開買付の対象に含めることができるかなどです。

これらの点につきましては、夢真ホールディングスが大きな不利益をこうむることがない形で公開買付を開始することができたようであり、具体的には、分割後の価格を一たん公開買付価格にしたわけですが、それもあって日本技術開発の防衛策の差止めの仮処分は出されませんでした。また、①の問題につきましては、証取法改正法案において立法的な対処がなされようとしていることを、さきにご報告申し上げました。

この事件の買収防衛策の是非につきまして、東京地裁は、対象会社の株主に対して必要な情報提供と相当な熟慮期間の確保を図る仕組みになっていれば適法であると判示しました。この点は、金融審議会での議論も経まして、証取法改正法案にもつながる着想であることを、ここでは確認しておきたいと思います。

ただ、これに対しては、証券市場では価格の変動リスクを抑えるために、

公開買付の決済期間を短くするのが至上命題なのだという批判があり得ます。また、証券取引法で定められたルールを私人が勝手に変えるのは適切ではないといった批判もございます。

ただ、東京地裁も触れていますように、公開買付制度につきましては、自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会も受けまして（自民党の提言につき、（配付資料7））、当時から、金融審議会において見直しの検討が恐らく進められておりました。本決定は、この検討の結果を先取りするという意味合いもあるように思います。

4 買収防衛策に関する指針等

以上の裁判例と交錯する形で、経産省の企業価値研究会での検討、経産省と法務省による防衛策に関する指針の策定、東京証券取引所による上場制度等の検討、金融審議会での検討などが進められていきました。ここでは要点を確認していくにとどめたいと思います。

4－1 内閣府M&A研究会

わが国でも、敵対的買収が出現するといった状況を受けまして、内閣府においてもM&A研究会が置かれ、2003年11月から検討が進められていました。

その成果は、2004年10月に、「わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて」という報告書に取りまとめられています（配付資料1）。「はじめに」の部分などをお読みいただければ、この研究会の趣旨や活動内容の大枠をご理解していただけると思います。

この報告書におきましては、具体的な審査基準や制度設計は提言されておられません。ただ、法制度改革及び税制改革として、レジュメに引用しましたような方向性が示されています。そこでは、「クロスボーダー」「国際的」といった言葉がかぎになっていますが、これは恐らく日米投資イニシアティブ等における協議の内容を意識したものであると思います。後述いたしますよ

うに、「国際的」という言葉は、ある種のマジックワードとして使われる傾向にあるように思ひまして、その内実には十分な注意が必要であると思ひます。

4-2 経済産業省企業価値研究会（その1）

さて、買収防衛策について、幅広い視野で情報を収集し、先んじて本格的な研究を行ったのは、経産省の企業価値研究会であると思ひます。

企業価値研究会は、2004年9月から、企業価値向上につながる公正な敵対的買収防衛策について検討を始め、2005年5月27日に「企業価値報告書」が取りまとめられています（配付資料2-1）。

企業価値研究会は、敵対的買収の攻防を企業価値に関する競争であると位置づけるものであると思ひられます。研究会の名称からわかりますように、「敵対的」あるいは「防衛策」という法的には中立的な響きを持たない状況を、「企業価値」あるいは「株主共同の利益」という形に収斂させていったわけでごひます。この点の工夫は、その後の議論に大きな影響を与えていると思ひます。

企業価値研究会の問題意識の出発点は、ルールなき弊害からわが国を脱出させることにごひしました。そして、検討の目標は、日本の企業社会に公正な敵対的M&Aのルールをより早く根づかせることにあるとされています。

すなわち、レジュメに掲げました抜粋部分からも、「企業価値向上」「グローバルスタンダード」「内外無差別」「選択肢拡大」という語句に目が惹かれます。これらは、普遍性が高そうな響きを持っていますが、その内実と機能については十分な検証が必要であると私自身は思っております。

例えば「グローバルスタンダード」という言葉について申し上げますと、欧米各国において採用されている防衛策と同等なものとするという説明がされています。これが、欧米各国で可能な防衛策をわが国でも認めるべきという趣旨ならば、大いに疑問があります。「企業価値報告書」の「はじめに」において端的に示されていますように、攻撃側と防御側とに与えられた武器

が対等であることこそが大切であるからです。

例えば英国では、攻撃側に全部買付義務を原則として課していきまして、これに照応して、防衛側は株主総会の承認がなければ防衛策を講じることが許されていません。もしわが国で、攻撃側には英国型の規制を行いつつ、防衛側にはアメリカに似たような防衛策を認めるのであれば、攻防の武器は対等ではなくなってしまいます。防衛策の選択肢が諸外国と肩を並べることが、グローバルスタンダードではないはずで、攻防の均衡を意識しないならば、単なる選択肢の拡大で終わってしまうことになりかねないと思います。

同じように、「内外無差別」もその意味内容を吟味しなければならないと思います。というのも、わが国の会社が敵対的買収の対象となる買収事例等を想定しますと、買収者が外国企業であろうが日本企業であろうが、買収の道具は日本の会社法制で認められた手段に限られ、敵対的に株式を買収する場合には、日本の公開買付規制に服することになるからです。

現在の法制でも、支配争奪に関する限り、アウト・イン型の敵対的買収がイン・イン型よりも障害が多いということとはございません。もしも「内外無差別」が、内国会社が外国会社を買収する場面と、外国会社が内国会社を買収する場面との比較を意味するのでしたら、これは国際的買収におけるイコール・フットイングを実現しようとするものではないと考えられます。

なお、「企業価値報告書」（98～99頁）においては、わが国で合理的に設計できる防衛策として、信託型のライツ・プランと事前警告型防衛策が紹介されています。信託型の洗練された先駆的な設計は西濃運輸が導入したものでしょうし（配付資料11と12）、事前警告型の模範例は松下電器産業が導入したものであると思います（配付資料14と15）。

「企業価値報告書」で提案されています企業価値基準の内容は、第1に脅威の範囲、第2に過剰性の判断基準、第3に慎重かつ適切な経営判断プロセスに分かれますが、ここでは詳細は割愛したいと思います（「企業価値報告書」83頁以下参照）。

なお、「企業価値報告書」は、「企業はその数だけ個性があり、株主との関

係も多様で、防衛策のルールは硬直的であってはならない。また、個々の企業が株主との対話の中で、さらなる工夫をこらすことで柔軟性と規律が生まれるであろう」と述べています。もちろん、個々の企業に応じた企業防衛の枠組みが必要なことは否定できないと思います。しかし、個々の企業の努力にまたなくとも、法制度で標準型を提示できるのであれば、それにこしたことはないと思います。個々の企業の工夫といえば、一見響きがよく感じられますが、買収防衛策ほど、費用がかかる割には経営上の具体的な利便が見えにくいものは存在しないようにも思われます。攻防の武器対等を実現するための最低限のルールは、法令等を通じて利用者である個々の企業に提供すべきであると考えています。

4－3 経済産業省と法務省の方針

「企業価値報告書」は、企業価値基準を提言した上で、報告書のみでは実質的な強制力に欠けるという危惧を示していきまして、「企業価値研究会としては、企業価値報告書の趣旨を具体化した『企業価値指針』を行政が明確に定めることを求めたい」としています（「企業価値報告書」99頁）。

これが、「企業価値報告書」と同日に公表された経産省と法務省の買収防衛指針において具体化されたといえると思います。「企業価値報告書」と同じく、昨年5月27日に、この指針が公表されています。内容もこれはよく知られたものでございまして、買収防衛指針に付された概要図で全体像をよく理解することができます。そこで示された3つの原則のみを確認しておくことにしたいと思います。

買収防衛指針によれば、買収防衛策は企業価値・株主共同の利益を確保・向上することを基本とすべきです。このために3つの原則に従わなければならないとされていきまして、（a）企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、（b）事前開示・株主意思の原則、（c）必要性・相当性の原則です。

以上のうち、（a）の株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表例としては、レジュメの①から③までが掲げられております。①はニッポン

放送事件の高裁決定を踏まえた内容になっておりますし、②は強圧的買収への防衛措置、③は株主に情報と時間を確保しようとするものです。②と③については、先ほど少し申し上げましたように、私自身は、立法によって解決してしまうのが望ましいと考えています。

4-4 経済産業省企業価値研究会（その2）

4-4-0 再開後の検討課題

「企業価値報告書」においては、「残された制度改革」として、法制度の再構築に向けた検討も予定されていまして。そして、企業価値研究会が2005年9月に活動を再開し、①公正な買収防衛策の確立、②公開買付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という3つの柱について検討を進めていまして。

最終の報告書は昨日決定されているようでございますが、本日の報告には盛り込む余裕がございましたので、ご容赦いただければと思います（「企業価値報告書2006」は、2006年3月31日に公表された）。

4-4-1 公正な買収防衛策の確立

先ほどの①から③のうち、①公正な買収防衛策の確立については、2005年11月10日に「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～」が公表されています（配付資料2-2）。

そこでは、買収防衛策に関する適切な開示は、行政もしくは証券取引所のルールによって実現されるか、行政もしくは証券取引所が一定の考え方を示すことがふさわしい事項として取り上げられています。また、買収防衛策等の証券取引所の取扱いについても、上場に適するか否かの判断も含めて、具体的に提言がなされているところであります。

行政による対応については、その後、会社法施行規則における事業報告の内容等で結実することになりました。他方で、取引所による対応は、東京証券取引所がパブリック・コメント手続を経て、株券上場審査基準等の一部改

正という形で結実していきます。

「論点公開」においては、重要な具体的提言がなされていますが、それをご紹介する余裕はありません。ただ、種類株式の利用を積極的に認めるなど、証券市場への影響について楽観的な印象を持っているように思います。この点は、東証の方のご報告でもご見解をお教えいただければ幸いと思っております。

4-4-2 公開買付制度など買収ルールの見直し

再開後の企業価値研究会は、続いて②公開買付制度など買収ルールの見直しについても、提言を行いました。すなわち、昨年12月15日、「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」が公表されています（配付資料2-3）。

そこでは、各国の法制が多様であることが認識された上で、わが国における攻防のバランスを確保することが目指されていることが注目されます。

第1の柱がこの点でして、「買収者及び対象会社双方のバランスをいかに確保するかという点にある」とされています。

第2の柱は、「株主及び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・慣行の確立と実現に向けた取り組みが必要」とであるという点に示されています。

この「論点公開」の具体的提言について項目だけ拾っていきますと、レジューメで掲げたようになりまして、概要を知ることができると思います。とりわけ重要であると思いますのは、公開買付期間についてです。「論点公開」では、一定の範囲で買付期間を伸長することには積極的であるように見受けられますが、非常に長期にすることについては慎重であるようです。また、強圧性の排除に関しても、全部買付義務を法により一律に導入することに慎重な姿勢を示していることに留意すべきであると思われます。

これらの公開買付規制に関する提言は、後にご紹介いたしますように、金融庁金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループでの議論と重なり合っておりま。

4－5 会社法施行規則

会社法施行規則については、レジュメで関係条文を掲げさせていただきましたので、ご参照下さい。

4－6 東京証券取引所の上場制度の整備等

敵対的買収に関する支配争奪が裁判で争われるようになり、東京証券取引所も、機会をとらえて対応する姿勢を表明していました。次にご紹介します金融庁の公開買付制度等ワーキング・グループにおいても、早い段階で報告をされるなど、上場制度の整備等を着々と進められているようでもあります。

公表資料の内容につきましては、東証の方のご報告におまかせしたいと思います（配付資料5）。

雑感的に申し上げますと、東京証券取引所は、限られた権限の中にありながら、市場を守るという一貫した姿勢で、上場制度の整備等を進めていると評価できると思います。姿勢の一貫性については、最近、下山様を初め、東証の方がお書きになられた論文等でも強調されているように思います。

ただ、懸念が残るといたしますと、相当に柔軟な基準になっていまして、そのために、上場会社には事前に相談を求めるという仕組みになっています。個別に相談に対応するだけの専門性を持った人的な資源を備えていらっしゃるのか、とりわけ専門家が少ない分野だけに、迅速かつ着実な対応が可能であるのかお教えいただきたいと思っております。

なお、上場制度の整備につきましては、大阪証券取引所がパブリック・コメントを終えておりますし、福岡証券取引所は、現在、パブリック・コメントの最中のようにございます。

4－7 金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等WG

企業価値研究会での議論と並行して、金融庁の金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループでは、公開買付規制を中心に検討が重ねられてきました。そこでの検討の1つの区切りが、2005年12月9日

に作成された「公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理」です（配付資料 4-1）。

その後、2005 年 12 月 22 日に最終報告書が完成を見たわけでした、金融庁金融審議会金融分科会第一部会から「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」として出されています（配付資料 4-2）。

日本経団連の久保田経済本部長によりますと、先ほども少しご紹介申し上げましたが、このワーキング・グループにおいて、「株主・投資家に十分な情報と選択肢を提供し、また、十分な検討期間を設ける観点から、日本経団連は、公開買付期間の伸長権の導入、大量保有報告書制度の特例の見直しなどを求めてきた」ということです。ここら辺が検討の中心であったということです。

公開買付期間の見直しにつきましては、証取法改正法案で検討を先送りしました全部買付義務とともに、やや踏み込んだ検討をしていきたいと思えます。

5 敵対的買収に関する法規制のあり方

5－1 法的枠組みの定め方

それに先立って、法的枠組みの定め方ですが、敵対的買収に関する法規制をどのように設計するか、別の言葉でいいますと、会社支配の争奪に関する法的枠組みをどのような形にするのか、この問題を考える際には、出発点となるべき哲学や方向性が大切であると思われます。

会社法制が現代化され、その副産物として攻撃側には武器が与えられました。合併等の対価の柔軟化にしても、外資による買収を促進することになると懸念されて、施行が1年先送りされることになりました。

対価の柔軟化と外資による敵対的買収の後押しとは、理論的には直結していません。と申しますのは、三角合併を敵対的に行うことはできないからです。とはいえ、アメリカでは古典的な方法となりました強圧的な2段階買収

に大きく道を開くものであるとの評価も可能です。攻撃側の武器に制限がないということであれば、防衛側も武器に制限を加えず、そのような形で攻防の均衡を図ることも1つの哲学であり、アメリカは、これを実践してきているようでもあります。

他方で、ヨーロッパ諸国のように、攻撃側の武器も制限した上で、防衛側の武器も制限する、つまりは、防衛策は基本的には認めないという形で均衡を図るという哲学も、有力な選択肢です。

これまでのわが国の議論を見ますと、攻撃側の武器が制限されていない以上は、防衛側も自衛が必要であるといった発想に基づくものが多かったように思います。しかしながら、証券取引法改正案が提出され、これが成立し、かつ、政令委任事項が適切に定められれば、攻撃側の乱暴な行為は相当に制限されることになるはずです。また、会社法でも、柔軟化する対価の利用に一定の規制を設けておくことにすれば、強圧的な買収は相当に抑制することができるようになります。

もしこのような形で武器対等が実現されるのであれば、わが国の法枠組みとしては、アメリカ型の枠組みを移植するよりも望ましいと考えられます。というのも、上村達男先生流に申し上げますと、アメリカのようにさながら西部劇の現代版を行おうとしても、そのような戦いにあっても秩序を維持する社会的な基盤をわが国が持ち合わせているかという点について、疑問が残るからです。

例えば、事の善悪とは別に、わが国は、アメリカのような柔軟かつ創造的な司法を有してはいません。例えばライツ・プランにしても、わが国ではアメリカとは異なり、裁判所が消却を命じることはできません。また、防衛策の濫用を防止するため、独立取締役の重要性が説かれていますが、この人材も含めたコーポレート・ガバナンスも十分整っているかは疑問です。

さらに、敵対的買収に関する紛争が激化することにより、利益を得る関係者が多数に及び、お金の動きは活発になるのかもしれませんが、しかし、このような社会構造がわが国の文化や歴史に似合ったものかは、大いに疑問です。

防衛策に関する差止めの仮処分という形での法廷闘争にしましても、訴訟費用は 2000 円で、これだけの費用で優秀な裁判官 3 人を 1～2 週間使い切ってしまう。裁判所の持出し分は、国民の税金によって埋められることになります。別に相撲や柔道が国技だからというのではありませんが、ルールが明確で武器も対等に制限されている中での支配争奪が、わが国にはふさわしいと思います。

この点で、カナダの法制度を参考にすることが有益であると思われます。カナダ法は、イギリス法とフランス法を基礎に、アメリカ法の発想も取り入れていった国です。大陸法を基礎に、アメリカ法を継受していったわが国に似たところがあります。また、カナダには、イギリスのパネルのような尊敬される自主規制機関はなく、その点でも、わが国の社会的基盤と共通しています。

以下では、公開買付期間の問題と全部買付義務の問題を検討してまいりたいと思います。

なお、カナダ法について簡単にご紹介いたしますと、連邦制の国家ですが、会社法制と証券規制はアメリカ法とは随分異なっています（配付資料 10 参照）。

カナダにおいては、会社法は、各州（province）と各準州（territory）に存在しまして、それに加えて連邦（federal）の会社法も存在しています。会社を設立する際には、最も都合のよい州を選べばよくて、上場会社に一番人気があるのはオンタリオ州の会社法でして、次に人気があるのは連邦の会社法であるカナダ事業会社法（C B C A）です。

証券規制については、連邦政府による規制はありませんで、各州が証券取引法を制定し、各州の証券委員会が証券規制を実施・運営してきています。横の連絡を図るため、各州の証券委員会は C S A（Canada Securities Administrators）を構成しまして、規則制定等で連携をとるようにしています（統一的な証券規制が目指されている様子につき、配付資料 10-3 と 10-4 を参照）。

トロント証券取引所は T S E と略しまして、東京証券取引所と同じなので

すが、証券規制でも、トロント証券取引所を抱えますオンタリオ州の証券規制が、最も中心的な役割を果たしています。オンタリオ州の証券法については、資料で公開買付の部分を抜粋してあります（資料4）。同州の証券委員会が定めたG T P（going private transaction：締出しの取引）についての規制についても、関係部分を抜粋しておきました（配付資料10-2）。この点の証券規制は後に会社法に取り込まれることになりまして、この辺りを含めた組織再編に関する規制については、オンタリオ州の事業会社法をご参照下さい（配付資料10-5）。

5－2 公開買付期間

証取法改正法案では、対象会社の請求に基づく公開買付期間の延長が盛り込まれています。具体的な期間については、政令で定められることになっています。

伸長権という発想は、事前警告型防衛策を法制度化するものであるともいえ、私自身は、高く評価してよいと考えています。とはいえ、金融審議会の公開買付制度等ワーキング・グループでの議論を見る限り、この期間が短く設定されてしまわないかという危惧を持っています。

現行の法定の公開買付期間は20日以上60日以内であり、これが営業日ベースに変更されることになりますが、その上で、公開買付期間を30営業日に伸長することを請求することができることにもなりそうです。もし30営業日ということだと、これは5で割って6週間に相当しますが、暦日でいいますと6週間×7で42日にしかならず、現在の公開買付期間の上限よりも短い期間にしかすぎないということになります。

この点、敵対的買収者はできるだけ短期に買収を済ませたいという事情があるのに加えまして、より中立的な議論の立て方としては、公開買付期間が長過ぎると流通市場が混乱する、あるいは株主や投資家を長期間不安定な状況に置いてしまうという懸念が示されております。

カナダにおきましては、公開買付期間の短期、下限についての定めは規制

されているものの、長期、上限についての制限は設けられていません。オンタリオ州証券法ですと第 95 条第 2 項ですが、35 日以上という規制のみが存在しております。

カナダのビクトリア大学の友人に、日本はなぜ公開買付期間の上限を設定しているのかとひどく問い詰められたことがあります。一たんは先ほど申しましたような説明をしたところ、全く説得力がないといわれてしまいました。彼は M B A も持っておりまして、市場への影響も当然に織り込んだ上で、議論を吹っかけてきたのだと思います。

確かに公開買付期間が長くても、買付の撤回等が制限されていて、かつ、対象会社の株主にも応募の撤回が自由に認められているならば、どのような具体的な不都合があるのか、明快に説明できるとはいいいがたいように思われます。

また、カナダにおいては、アメリカのライツ・プランを応用した形の防衛策が導入されることもあります。これは証券委員会も適法と認めています。最長では 120 日もの熟慮期間を株主に与える設計のものも許されているとのことです。

わが国における事前警告型買収防衛策にいたしましても、公開買付期間そのものではなくて、公開買付を開始する前に十分な期間を確保しようとするものではありませんが、通常、全株式について現金で買付をする場合に 60 日、それ以外の場合には 90 日の熟慮期間を求めているわけですし、それとの関係でも、もう少し長くていいという気もいたします。

このように考えてきますと、公開買付期間が長期に及ぶとなぜ問題があるのかという問いに対しては、必ずしも明確な答えは出されておらず、少なくとも実証された根拠は示されていないと思います。

この点に限らず、議論に参加する者たちは、市場の論理を、さしたる実証もないまま感覚的に主張し、自分の都合のよい場面と都合の悪い場面を使い分けて、欲しい結論を得るような傾向にあるようにも思われます。証券市場ないし資本市場が健全に機能するための前提条件について、しっかりとした

実証研究が必要であると思います。この結果に基づいて、公開買付期間の法的規制を再考すべきであると考えています。

5-3 全部買付義務

証取法改正法案では、一定の場合に全部を買い付ける義務を買付者に課していくことが予定されています。

金融審議会の公開買付制度等ワーキング・グループの報告を見ると、全部買付義務を課す趣旨は、「手残り株をかかえることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合」を想定してのことであるとされています(配付資料4-2)。そうしますと、全部買付義務が生じる買付後の所有割合は、上場廃止基準で原則として直ちに上場廃止の90%とか、あるいは特別決議が否定されることがなくなる3分の2とかが、例として考えられることになると思います。

公開買付制度等ワーキング・グループの報告は、公開買付後の状況に気の毒な人が出ないようにという形の留意をしているようですが、公開買付の成功後に残余の少数株主がどのように取り扱われるかによって、その公開買付そのものの強圧性が違ってくる点についても、もう少し注意が必要であると思います。つまり、全部買付義務をどの範囲で課すかの判断は、公開買付の強圧性に関する問題としてとらえられる必要もあると思います。

その意味では、第2段階の going private transaction、少数株主の締出しが可能となる数値を目安に、具体的には特別決議の要件に合わせて、3分の2という所有割合を全部買付義務が生ずる基準にするべきであるとも考えられます。

全部買付義務を広く認めると、効率的な買収を阻害する要因になるといった見方も存在しています。ただ、イギリスにしましても、原則として全部買付義務が課されており、部分的公開買付は許されていませんが、効率的な買収が阻害されるという弊害が目立っているとは聞きません。これは、あるいは例外の定め方にコツがあるのかもしれません。また、アメリカにおいても、

現状では、100%の公開買付が多くなっていると認識しています。

なお、全部買付義務を課したところで、公開買付が成功するか否かの判断を誤る株主があらわれる可能性があります。つまり、これは公開買付価格が低いから成功しないと判断したので、公開買付に応募しなかった。ところが、皆応募してしまっていて、公開買付が成功してしまい、自分は少数株主で残ることになった。このような危惧がもし一般的に持たれるようになりますと、全部買付義務を課しておいても、皆が売ってしまって自分が残ると困るから私も売るということになるわけで、そういう意味で、公開買付の強圧性を排除することができなくなってしまう。対象会社の株主はゆがめられた選択をせざるを得なくなる可能性があります。

この問題に対しては、残余の少数株主に株式買取請求権を与えるのが1つの方法です。公開買付は失敗すると思ったのに、実際には成功してしまった、こういった場合には、公開買付価格で買付者に持株を買い取るように請求することができるようにすべきであると思います。会社法の制定過程では検討事項に挙がっていながら、実現しなかったところではございます。ただ、全部買付義務を導入するのであれば、このような買取請求権を導入しても、公開買付者の負担をひどくふやすという意味での問題はなくなると考えられます。

公開買付が成功して少数株主になっても、直ちに会社から離脱したいと思わない株主もいるかもしれません。ただ、全部買付義務を課するのであれば、他方で、公開買付者が中途半端な所有割合で終わってしまうという心配を払拭してあげないといけないと思います。

現在の枠組みでも、ジャパニーズ・スティーズ・アウトを使ったり、会社法の全部の施行後は、現金を対価とする合併や株式交換を行えば、公開買付に応募しなかった少数株主を排除することが可能です。

これを公正に行わせるように、カナダ法に倣って、going private transaction に対する規制を行うべきであると考えています。会社法制の現代化に際して、組織再編の対価の柔軟化についてもそのような提案を一応し

てきたつもりだったのですが、受け入れられませんでした。不公正な合併等については、特別利害関係株主が議決権を行使したことになるから、総会の決議取消事由が存在する、ひいては合併等の無効原因になるという解釈で十分であると考えられたようでございます。

カナダ法を簡単に見ておきたいと思います。オンタリオ証券委員会（OSC: Ontario Securities Commission）のRule 61-501というものです（配付資料10-2）。

この最後の部分に、「PART 5 RELATED PARTY TRANSACTIONS」という編がございます。ここは3つの柱からできていまして、「5.3 Meeting and Information Circular」が1つでして、これは質の高い情報開示を求めたものです。第2に「5.4 Form a Valuation」ということで、独立した専門家によって対価が適正であるか否かを評価させるものです。最後の3つ目の柱が、「5.6 Minority Approval」で、少数株主の中で、多数決による承認が必要であるということです。

なお、この3点目の少数株主の承認については、「5.7」で適用除外がありまして、その1つが、公開買付者が90%の取得に成功した場合です。これは、強制買取制度（compulsory acquisition）というイギリスの制度を、カナダが受け継いだことに関係しています。

ご参考までに、会社法制の現代化のあたりで、私は、この compulsory acquisition を導入しようと提案してきたのですが、これも顧みられることはなく、合併等の対価の柔軟化という形で株を100%取得することができることになりました。

以上で、簡単にご紹介しましたGPTに対する証券規制は、先ほどもちょっと申し上げましたように会社法の中に取り入れられていまして、オンタリオの事業会社法を少しみておきたいと思います。「基礎的変更（fundamental changes）」というタイトルの編には、イギリスの制度もまじっていますし、アメリカの制度もまじっていて、何でも入っているような感じです。同法の第190条には、「Going private transaction」という表題がついていますが、ここで先ほどみた証券規制と同じような規制が設けられています。

なお、これらの証券規制と会社法による規制との役割分担ですが、会社法はオンタリオ州で設立した会社に関係する場合に適用されます。証券規制は、設立準拠法のいかんを問わず、オンタリオ州の居住者（resident Ontario）が証券保有者である場合に適用されることになるわけです。

6 結 語

雑駁に話を進めてまいりましたが、敵対的買収あるいは会社支配市場に関する法的枠組みを確認して、攻防の双方が過激な武器を持つことなしに、限られた土俵で支配争奪を行うことができるようにするのが望ましいと私は考えております。

具体的な考え方としては、カナダ法が参考になると思われますし、このような発想を徹底することができるのであれば、流行しつつある事前警告型防衛策というものは、少なくとも現在の形では必要がなくなってしまうと思います。なくなるべきものという運命にあるからこそ、すぐれた防衛策であるという印象も持っています。

それでは、より躍動的で実践的なお話は東証の方にお任せしまして、私の報告はこれで終わらせていただきます。後の討論におきましては、いろいろご教示していただきますようお願いいたします。

神田幹事 どうもありがとうございました。

補遺 買収防衛策の導入等に係る上場制度の整備について

神田幹事 それでは、続きまして、東京証券取引所の方から補助的なご報告をいただけると伺っておりますので、よろしくお願いします。

下村オブザーバー（以下 OBS） 東京証券取引所上場部企画担当の下村と申します。よろしくお願いいたします。

中東先生のご報告の補足ということで、私ども証券取引所におきます買収防衛策の導入等に係る制度整備ということについて、簡単にご説明をしたいと思います。

上場会社あるいは公開している企業が他社に買収される、もしくは株を買われてしまうということは、当然公開していればあり得ることで、古くて新しい問題であるかと思います。

私ども東京証券取引所におきましても、過去にも、そういったことで大きな問題になったケースも散見されるわけでありますけれども、最近、やはり社会情勢の変化、法律改正等を踏まえて、わが国の上場企業、特に東証上場の大きな会社に対しても、いわゆる敵対的買収が起こり得るという認識が急速に高まる中で、買収防衛策が脚光を浴びてきたということだろうと認識しております。

その中で、やはり買収防衛の局面に至った企業は、非常に真剣な状況に置かれているわけでありまして、いってみれば、当事者の立場に立つと周りが余り見えなくなる。むしろ、法律上認められている手段であれば何でも使える、何でもやりたいということになりがちだということでございます。そうなりますと、攻める側も守る側も押し合いへし合いということになって、肝心の土俵である証券市場もしくは東証の流通市場が考慮されない、そこに参加している投資者の方に対しての配慮がなされなくなってしまう。こういう懸念を私どもは抱き、上場企業、その他買収防衛、買収にかかわる皆様方に、その点についてご理解いただけないかなということを、今回の制度整備の主な課題と考えていたわけでございます。

ただ、こういった制度整備を行うに当たりまして、従来、私ども東京証券取引所のスタンスからは、どういう切り口で制度整備をしていったらいいのかなということで、悩ましい点が2点ございました。

1つは、今申し上げましたように、会社が会社として、例えば法律や規則にのっとってやっている行為は、そういう意味では、エスカレートしていく懸念がある一方で、それを私ども流通市場の開設者の立場から、どこまで配慮をいただく、もしくは制限をするということが可能であるのか、もしくはそれが期待されているのかということについて、どの程度ご了解が得られるのかなということ。

もう1つは、従来であれば、比較的明瞭な形で規制をかける、いわば決まったことをはっきり書いた形で制限をする、規制をするというスタンスで、上場制度の整備を行ってまいったわけでありますけれども、今般の事態、もしくはこれから5月に施行されます会社法の制定という状況において、余りはっきりとした制限的なことを形式的に行うことが適切なかどうか。この点についても、皆様方のご意見を伺いたいということで、私どもでは、昨年11月に、具体的な規則の制度整備案をかける前に、今いったような点を含めて、皆様方のご意見を紹介するという事で「要綱試案」を提出させていただきました。

また、その前の段階でも、こういった流通市場への影響ということを配慮してもらいたいという緊急避難的な意味合いもあったわけですが、昨年4月には、先ほど中東先生からもご紹介がありましたけれども、「留意事項」といったものを出しているということでございます。

その中で、「試案」でいただいたご意見を踏まえますと、特に前者のところについては、取引所としても、今後は会社の行う行為に関して、流通市場の立場から一定の尊重、配慮を明示的に求めていくことが必要なのではないかと考えたわけであります。

これは、よくアメリカなどの例でありますように、NYSEの上場規則が広く州法上の商法に加えて、加味された形で規制をかけているというようなことにつながるものだろうと理解をしています。

2番目の点の明瞭な規制ということに関していうと、余り明確に書き過ぎることは、今回の規制の中においては必ずしも適切ではないのではないかと、ご意見が非常に多かったと理解しております。

そこで、先ほどご指摘もありましたが、若干あいまいな形になるということでありますけれども、規則の中身については事前相談を取り入れることによって、実質的に問題のあるものだけを制限しようというようなスタンスを考えたということでございます。

その2点に関しては、そういう意味では、従来の上場制度の中では、スタ

ンスとしては余りにとってこなかったというものでありますので、慎重にご議論いただいた上で、今回、制度整備をしたということでございます。

中身につきましては、恐れ入りますが、お手元のレジюме（資料5）の4ページ以下に、今回の制度整備の内容についてご説明をさせていただきます。

まず1枚目、「用語の定義」とございますけれども、こちらにつきましては、まさに私どもが何をいっているのかということが、それぞれの関係者で誤解が生じることはやはり問題があるということでございますので、経済産業省、法務省の「企業価値防衛指針」と同じ定義を使っていますということを明示的にさせていただきます。

すなわち、私どもが買収防衛策と申し上げておりますのは、経営者にとって好ましくない者により買収が開始される前に導入される、いわゆる事前に導入される買収防衛策のことを、ここで議論しているということでございます。

具体的な規制の中身でございますけれども、お手元のレジюмеの5ページ目以下にございます。

まず1点目が、「買収防衛策の導入に係る尊重事項」ということでございます。今申し上げましたとおり、流通市場の健全な運営にご配慮いただくために、上場企業が買収防衛策を導入するに当たっては、以下の4点について尊重していただきたいということを明示したということであります。

1つは「開示の十分性」ということで、買収防衛策に関して、必要かつ十分な適時開示を行っていただきたいという点。

2点目は「透明性」という観点で、買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものではないこと。これは、経営者が不透明な形で買収防衛策を恣意的に使うのではないかという懸念がないことを求めているということでございます。

3点目は「流通市場への影響」ということで、株式の価格形成を著しく不安定にする要因、その他投資者に不測の損害を与える要因を含む防衛策ではないという点。

4点目は「株主権の尊重」ということで、株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収防衛策である。

この4点につきまして、上場会社が買収防衛策を導入する、さらにいうと、買収防衛の実際の局面にあったときにもご配慮をいただきたいということで、「尊重事項」という形で明示をしたということでございます。

それに対して、では、尊重して、お願いするだけで十分かというご意見が一方でございますので、それに対する実効性の確保の措置といたしまして、6ページ目でございますが、「尊重義務に反する旨の公表」という措置をあわせて設けることにしてございます。すなわち、買収防衛策を導入する上場会社が、尊重事項を尊重していないと私どもが認める場合には、その旨を公表することができるというようなたてつけでございます。

この認定に当たりましては、買収防衛策の内容及びその開示の状況を総合的に勘案して行うということで、こういうときだったら必ず尊重義務に反するというような形式的なスタンスはとっていないということであります。

したがって、どういうときに当たるのかということが問題になるわけです。そのご参考ということで、7ページ目のところにありますけれども、「尊重義務遵守の観点で検討に時間を要する事項」として、私どもが考えているのは以下の点でございますということで、ライツ・プラン、事前警告、種類株式の発行、それぞれにおいてこういう観点で、こういうような中身のものに関しては、事前相談をしていただく際のご説明その他に時間を要するのではないかと、場合によっては、尊重義務違反になる可能性があるのではないかとということで、例示をしているということでございます。

いずれにいたしましても、当該公表措置は、お手元のレジюмеの6ページ目の2つ目の※印にございますけれども、純粹に投資者に対して注意喚起をするという観点から行う措置であるということで、通常、いわゆる廃止基準等のサンクションに該当するものではないということが重要な点でございます。したがって、尊重義務に反すること、もしくは一定期間その状態を継続することのみをもってして、上場廃止等の措置をとるということではない、

もしくは、改善報告書という、いわゆる適時開示規則違反というような上場規則違反に相当する対応をとるということではないということ、私どもは明言をしているということでございます。

あくまでも最終的に株主投資者が判断をする際に、流通市場の立場から、この点について配慮すべき点が欠けているのではないかとことを申し上げる機会を確保するという趣旨で、この尊重事項の尊重義務、及び尊重義務に反する旨の公表という措置を設けたということでございます。

8 ページ目は適時開示ルールでございまして、買収防衛策に関する適時開示というのは、買収防衛策という範囲が非常に広い概念を持っていることでありますので、買収防衛策があれば必ず開示しなければならないというようなざっくりとした書き方をすると、企業の皆様方がどのタイミングで何を開示していいかということが非常に不明確になってしまうということで、私どもでは新株または新株予約権の発行を伴うような買収防衛策に関して適時開示のルールを明確にしたという形にしております。

具体的には、下の方にございますが、従来から新株、新株予約権の発行というのは、当然開示の対象であったわけですが、従前は発行価額の総額が1 億円未満の場合については、基本的には、いわゆる軽微基準に該当するというので、開示は不要だというスタンスを明示していたわけですが、ご存じのようにライツ・プランのような形式でございまして、1 円の新株予約権を買収者以外のすべての株主に無償で割り当てるようなケースでありますから、発行総額自体は1 億円を切ってしまうケースがあるわけあります。

したがって、従来の規則ですとこういうものが軽微基準に該当して、したがって開示をする必要がない、こういうようになりかねないということで、この点について規則の整備を行ったということでもあります。

そのほか、事前警告型や条件決議型の買収防衛策、これは開示としてどうなのかということでもありますけれども、私どもでは明示的に事前警告型の買収防衛策を導入したら開示してくださいという形での制度整備を行うという

ことではなく、むしろこういった投資者の判断に重大な影響を与えるものについては幅広く会社の判断において開示していただきたいということで考えております。

ただ、事前警告型といわれておりますように、こういった買収防衛策の導入を行う企業の立場に立てば、自分がこういうことをやっていますということを広く相手方に知らせなければ警告にならないわけでありますから、その点は今の実務に照らしてみても、おおむね皆さん開示されていると理解しております。

制度整備におきまして最後の点といたしまして、株主の権利の不当な制限という項目を、今回設けさせていただいております。こちらは9ページでございます。

これは、いわゆる買収防衛策に限らず、今般の会社法の制定に伴う種類株式の発行等、今後いろいろ想定される事態に対応して、私どもなりに包括的に何かあったときに対応できるようにということで、当該廃止基準を設けたというのが本来の趣旨でございます。

内容といたしましては、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認めた場合において、6カ月以内に当該状態が解消されないときには上場を廃止しますという規定でございます。

ただ、こういった包括規定だけでは十分ではない、わかりにくいということで、特に買収防衛策に関連いたしましては、こういったものに該当する事例といたしまして、3つ例示してございます。

1つ目は、随伴性のないライツ・プランの導入ということで、先ほどご紹介がございましたようなニレコが導入されようとしたようなライツ・プラン、これは廃止基準に該当するということを例示しております。

また、デッドハンド型のライツ・プラン、これもやはり廃止基準に該当するものということで、例示しております。

3点目が、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

発行に係る決議または決定ということで、こういうものが廃止基準に該当する、こういう整理にさせていただきます。

いわゆる拒否権付種類株式、多様な形が想定されるわけですが、その中に取締役の過半数の選解任その他重要な事項に限定した内容を想定した場合には、廃止基準に相当すると考えているわけでございます。

ただし、括弧書きでございますように、会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らしまして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと私どもが判断した場合には、廃止基準の適用にならないという形にしております。

これは、実際の事例といたしましては、国際石油開発という既に上場している会社があるわけですが、この新規上場の申請に当たりまして、いわゆる資源開発に当たっての国策に照らして、それに関連した拒否権を経済産業大臣に付与するという形での上場がございます。

具体的にはこういったものが相当するというので、これらについても、例えば国が持つ場合は除くというような限定的な書き方もあるのではないかと、当初案もあったわけですが、逆に国が持てば何でも、投資者保護等を考えなくてもいいのかというご批判もございます。そういう中で、括弧書きのように、実質的に見て株主及び投資者の利益を侵害しないものであれば、それは除外しても構わないのではないかと、こういうスタンスで今回規定を変えたということでございます。

ただ、既存の上場会社がこういった点で拒否権付種類株式を新たに出すということについては、今いったような点に照らしては、相当程度抵抗があるのではないかと考えております。むしろ、下に「上場審査基準」とございすけれども、上場審査基準においても当該内容を求めています、上場審査時点であれば、ある程度株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと認められるケースは、先ほどの国際石油開発のケースもそうでありましたが、考え得るのではないかと考えております。

以上が、今回の買収防衛策に絡んでの上場制度整備ということで、それに

付随いたしまして、定款変更に係る上場制度ということで、11 ページに簡単に定款変更に係る適時開示というものを今回設けさせていただいたことを付言しております。

いわゆる定款というものの内容が株式を投資するに当たって非常に重要なファクターになっておりますので、従来から定款の重要な変更に関しては、実質的に開示されていると思いますが、これについて、明示的に必ず開示してくださいという形に整理しております。

また、実際に定款がどういう形になっているのかということは、株主になれば当然見る機会があるわけですが、これから株主になろうという方を含めてご理解いただくために、私どもで定款を頂戴し、それを公衆縦覧するというのを、今回、あわせて実施しております。

以上が私どもの制度整備の概要でございまして、これを受けて、2月から具体的に実務を動かしてございます。

発行会社の皆様から実際に何社か事前相談を受けております。昨年の導入事例ということで、西濃運輸と松下電器があります（配付資料 11 ～ 12、14 ～ 15）。西濃運輸はライセンス・プラン、松下電器は事前警告型ということで、エーザイはことしの2月なのでありますが、比較的よく相談して、我々としてもなかなか納得のいくというか、ご相談した上でやったものなので、ご紹介ということで入れているわけでございます。

数といたしましては、大体2月から3月、今の段階にかけまして、30社強ぐらいご相談を受けております。新聞報道もありましたように、鉄鋼メーカーなどは、きょう、そろって導入を発表される予定になっておりますように、比較的大手の会社も導入しているということでもあります。

昨年のいろいろな事例もしくはこういった議論を踏まえて、私どもの感想といたしましては、導入される例というのは大体2パターンに収斂されてきております。1つはライセンス・プランを入れるということ、1つは事前警告をする、大量買付ルールを設ける、この2パターンが非常に多くなってきております。

先ほど中東先生からも、いろんな種類が出てきているときに、東証の人的リソースもしくは専門性は大丈夫なのかというご指摘もあるわけですが、現時点においては比較的典型的なパターンに収斂しつつあるのではないかと思います。目をむくような新しいパターンというのは、今のところ余りお目にかかっていないということでございます。

ただ、そうはいつでも、例えば第三者機関に付議する、決定するようなところ、取締役会が決議するのではなくて、その部分を、例えば株主総会を1回行うみたいなことを考えるような形式が出てきたり、例えば事前警告も、先ほどの資料などは、60日、90日という話が一方である。これも、松下電器などの例から、大体60日、90日というのが慣行化されてきていると思うのですが、どうしても暦日は嫌で営業日にしたい。それはなぜかというと、年末年始とかゴールデン・ウィークとかに仕掛けられたときに、暦日だと十分な時間がとれなくなってしまうのではないかという懸念があるというご主張をされる会社さんもございます。

こういった点での変わり種というのは幾つか出てきているわけですが、大きな骨格において、今までの議論と非常に異なるようなものは、幸いなことというか、この3月までの例ですと出てきていないということでありますので、できれば、デファクトという形で、皆さんがある程度収斂していくと、我々としては非常にありがたいなと思っております。

ただ、何かあったときの対応は当然必要であるわけですから、発行会社にはなるべく早い段階でのご相談のお願いを引き続きやることで、実務的な遅滞が起こらないように、私どもとしては配慮してまいりたいと考えております。

こういったような形で現在進めておりますので、引き続きいろいろな点で、またこういった点はどうかということがあろうかと思いますので、ご指摘いただければと思っております。

もう1つ、この場を借りてというのも大変申しわけないのですが、上場制度の問題というのは、今申し上げましたとおり、特に今後どうあるべ

きかということで、各方面から最近非常にご指摘を受けているわけでございます。

私どもでは、この買収防衛策は今回制度整備をし、会社法に伴う技術的、テクニカルな上場制度の整備については、今月 22 日にパブリック・コメントを付している要綱を出しているわけですが、それ以外の上場制度に係る広範な問題点につきまして、現在ディスカッション・ペーパーという形で、今後どういう観点で整理していったらいいのかという問題点を広くまとめたものを公表いたしまして、皆様のご意見を頂戴する期間を、今実施しております。

お手元に後ほどお配りさせていただきたいと思うので、それについても是非ご意見をいただきたい。これは重ねてのお願いでございます。

ご説明は以上でございます。ありがとうございました。

神田幹事 どうもありがとうございました。

討 議

神田幹事 それでは、討議に入らせていただきたいと思います。

中東さんから大変詳細な、非常にわかりやすく、かつポイントを突いた報告をいただき、かつ中東先生ご自身の見解もご披露いただきました。どの点から議論していいのか非常に難しいところかとは思いますが、また、東京証券取引所からも詳しいご説明をいただきましたので、もうきょうはどの点でも、皆様方お気づきの点をどんどん出していただいて、そしてまた中東先生のご見解について、もしコメントとかご意見があれば出していただくということによろしいかと思えます。

どなたからでもご発言いただければと思います。いかがでしょうか。

前田幹事 ご報告の本論から少し外れてしまうかもしれませんが、具体的にどういう防衛策まで認められるのかにつきましては、その防衛策の中身で良い、悪いを判断するのはなかなか難しい。ですから、だれがどういうプロセスで決定したのかという要素が重要だ、そういう考え方が、中

東先生がご報告くださいました、神田先生が取りまとめられた「企業価値報告書」、あるいは東京証券取引所の考え方などに反映されている考え方だと思います。

だれが決定したかということが重要な要素になることに関連して、株主総会が決定したのなら相当に適法性が高まるということがよくいわれるのですけれども、一方で株主総会で決定できる事項というのは限られていて、新株予約権を有利発行するなら、まさしく株主総会決議に乗ってくるのですけれども、例えば株主割当てでやるというような場合ですと、株主総会の権限には乗ってこない。そうすると、最近よく、株主総会で決めたらいいといわれるのですけれども、こういう議論は、前提として、定款で株主総会の権限を広げる決議をあわせてすることを念頭に置いて考えられ、かつ実務でもそうされているのか。

ただ、定款で定めるといっても、定め方がなかなか難しいような気がします。新株予約権の発行を株主総会で決めれば、どんな新株予約権も株主総会で決めないといけないことになって不便です。そうすると、買収防衛策の導入を株主総会で決定するという定款の定めを置くようなことを考えているのか。

かねてその点を疑問に思っておりました。きょうはせっかく神田先生もご出席になられていますので、少しその点についてご教示いただけますと大変ありがたいのですけれども。

中東委員 ある弁護士さんから、定款を変更して防衛策の導入を株主総会決議事項にした上で、実際の導入にあたって株主総会で承認を得るのが本来の形であるのに、全国を見回すとそうではなくて、みんな勧告的な決議しかなさそうであるという話を聞いたりもしました。実務の動きを教えてください。

中村委員 事例としては、定款変更したのは、多分おっしゃったのともう1件で、2件だけだと思います。それ以外は勧告的決議という扱いだと思います。

そもそも法的な総会決議事項ではないのではないのかという疑問は持ちつつ、ただ実際の決議がなされていれば、もしその後裁判になった場合における事実上の影響力はあるのであろうということを期待してなされているものだとして理解しています。

前田幹事 法的には権限外ですから、決議をしても無効である。しかし、事実上、多数の株主が賛成しているということが、裁判官の判断に影響を与える可能性がある、その程度の理解でよろしいでしょうか。

中村委員 企業価値研究会では、株主の総体的意思の確認方法として、必ずしも法的に有効な決議であることを前提としていないので、その確認手段の1つとして位置づけることは可能だと思います。

神田幹事 経産省と法務省の指針では、制限的な意味で株主総会決議を得ることもあるのだというような趣旨のことが書かれていたと思うのですが……。指針の6ページで次のように書いてあります。「法律上特別決議が必要な事項よりも株主に与える影響が小さい事項であれば、株主総会の普通決議等により買収防衛策を採ることも株主による自治の一環として許容される。」

川口委員 中東先生は公開買付期間の上限について、それは余り要らないのではないかということでしたが、公開買付者側の立場に立って考えてみると、例えば買収資金は借入れで調達することもあるわけですよね。そうしたときに、それが延長になって、そしていつまでなのかわからないということになると、コストが確定できないという問題はありませんか。そういう不利益は考えなくていいのか。あるいはそういうコストを上回る株主の利益があるという考えなのか、その辺はどのようにお考えですか。

中東委員 私も、買収資金を借り入れた場合に、ご指摘の点が一番問題になると思います。ただ、その辺は、弁護士の先生方が不都合がないようにプランニングをされると思います。つまり融資の実行時期と公開買付の決済時期が合っていればいいだけの話なので、何とかできるのではないのでしょうか。

川口委員 それは、コストは事前に確定できるということですか。

中東委員 買収原資は示す必要があるとは思いますが、ただ公開買付が成功して決済に入らなければならない段階で融資が受けられる形にしておけば、利息はその時点から発生するので、大きな不都合はないと思うのです。仮に公開買付期間が長期に及んでも、その間ずっとキャッシュを持っていないといけないわけではないと思います。

神田幹事 実際に、100日とか120日という例は、カナダでどのぐらいあるのですか。ついでに言えば、敵対的買収というのはどのぐらいあるものなのでしょうか。

中東委員 敵対的買収そのものは余り多くないです。というのは、上場企業であっても、大株主が存在していたり、株主構成が安定的な会社が多いからです。120日等の定めについては、そのように長期になるものがあったとしても、証券委員会が認めた例があるとのこと。それがスタンダードかという、必ずしもそうではないと思います。

大来 OBS 公開買付法案を、今回3月13日に提出させていただいた関連で、若干飛び入りで大変恐縮ですけれども、発言をさせていただきたいと思います。

中東先生のプレゼンテーション、非常に勉強になりました。

総論的なことと各論的なところで、若干感想めいた話になってしまいますけれども、私というよりは公開買付制度等ワーキング・グループであるとか、あるいは法案提出の当局としての考え方なりを申し上げさせていただければと思います。

まず、総論的なところで、武器対等の原則というか、盾と矛のバランスというお話がありまして、それは非常に大事であるということは当然です。そういう観点からも、昨年7月以降のワーキング・グループで議論されてきたという経緯はもちろんございます。昨今いろいろな新聞紙上で世の中の注目を引く事例は敵対的買収でありまして、そういう観点から、攻める側、守る側という二項対立でとらえられがちです。ここで注意が必要なのは、公開買付制度は、証券取引法に位置づけられている制度でありまして、友好的な買

収も含めてどういうルールでやるかということを包括的に決めているルールでございます。したがって、公開買付者と対象者のほかに、最も重要なのはその2つが情報開示をする相手方たる投資者なり株主なりとの関係であります。

そういう観点から、今回、投資者に対する情報開示のあり方をどう確保していくか等の観点から、いろいろご議論いただいた上で、ワーキング・グループの方からご報告を受け、法制化が必要な部分については法案として提出させていただいたという経緯があります。

もちろん、投資者保護という視点に立ちつつ、公開買付者と対象者の双方から平等にというか、非対称がない形で情報提供を受けられるような仕組みを考えていけば、敵対的買収の局面においても公開買付者と対象者の盾と矛のバランスは、結果的に確保されることになるのだろうと個人的に考えているところでございます。

各論ですけれども、公開買付期間のところと全部買付義務のところについてご提言をいただきました。全部買付義務について、公開買付制度等ワーキング・グループの方からは、買付後の割合が3分の2になるようなものは上場廃止も視野に入ってくるし、先生がご指摘になったとおり、単独で商法上の特別決議をできる割合に基本的になりますので、そういう意味で3分の2が妥当ではないかという提言をいただいているところでございます。ご指摘のとおり政令事項になっておりますけれども、その方向で考えているところでございます。

公開買付期間について、対象者からの延長請求について、ワーキング・グループから提言いただいております。これも具体的な日数は政令事項でありますけれども、ワーキング・グループからご提言いただいている30営業日の方向で考えているところでございます。この対象者からの延長請求の制度は、むしろ公開買付期間の下限にまつわる話なのかなという気がしております。

もともとは公開買付者が選択できる期間について、まるまる60営業日まで対象者の意思で延ばせるというのでは、公開買付者にとってあまりにも酷

であると考えられる一方、半分の 30 営業日まで対象者の請求に基づき延長できるということであれば、株主、投資者に対して対抗提案をしっかりと提示して、それを検討してもらう時間が十分に確保できるのではないかというご議論を経て、ワーキング・グループからいただいた提言だと理解しています。

もう一方、上限についても、ワーキング・グループで大分ご議論いただきました。この点、上限を伸ばすべきニーズはどこにあるのかというところからご説明しなければならいかもしれません。

ワーキング・グループの議論では、委任状合戦と並行して T O B をやりたいという要望があるという議論がありました。そのためには、総会の時期と名簿の確定の時期等のスケジュール感からいうと、ざっというと 150 から 180 日ぐらい必要であるというご議論をされる方もいらっしゃいました。

先ほど全く説得的でないという厳しいご意見もいただきましたけれども、一方で公開買付期間が始まりますと、市場価格が高めに張りつくのが実際であると思っております。仮に、非常に長く公開買付をやった結果、例えば、失敗に終わった場合に、株価が反落することもあるという懸念から、流通市場を預かる立場の方や、流通市場への参加者のいろいろな委員の方々からは、やはり余り長いのは流通市場に悪影響があるかもしれないねというご指摘をいただきました。

さらに、実証的にというご批判もいただきましたが、至らないながら、過去の数年間の公開買付届出書をひっくり返して調べました結果、現状はまだまだ 60 日の上限にさえ張りついているような公開買付というのはほとんどないのが実情でございます。現状のニーズをある程度実証的に素直に吸い上げると、公開買付期間について上限を大幅に、3 倍増するとか全く取っ払ってしまうというニーズがあるほど天井に張りついていないということでございます。

以上のような点を踏まえてご議論をいただいた結果、全体としては営業日ベースに直すということで、上限については実質的には 90 日、3 カ月程度

にすべきというご提言でした。

なお、委任状合戦についても、公開買付を同時にかけることで、本気の買付者だということをマーケットから認定されるのではないかというニーズだということだったのですけれども、本当にそういう信認を得たいのであれば、1回公開買付をかけておいて、買収防衛策を消却できないことが決定的になった段階で、今回柔軟化を図ることとしている撤回をその趣旨に則ってしていただいて、もう1回総会シーズンにかけていただくことも可能ですね、というご議論もあり、今回の提言ではあんな形になったということでございます。

神田幹事 難しいのは、多分中東さんがおっしゃった点は、いずれも理想としてはそうではないかと皆思っているのではないかと思うのです。私も、全株買付義務についてはそう思っている面があります。しかし踏み込めないということなのだと思います。

例えば企業価値研究会でも、調査はイギリスからスタートしており、機関投資家についてもイギリスの機関投資家に聞きに行っています。報告書はアメリカ型だと見られている面があるかもしれませんが、それはヨーロッパ型は考慮した上で踏み切れないということだったのです。その背景は何かということなのです。

私もよくわからないし、うまくいえないのですけれども、1つは、日本では、公開買付になったら、敵対的買収者には圧倒的に不利だという認識があると思うのです。それは、日本の場合は、公開買付で敵対的買収が成功した例はほとんどゼロである。何件かあればともかく……。

イギリスを見ても、非常に大型のちょっと例外的なものを除きますと、敵対的な買収で成功した例はほとんどない。そうすると、極端に言えば、全株買付義務を入れているところで敵対的買収というのはもうない。ドイツも非常に大きいのがあっただけで、その後はない。そういうことでいいのだろうかという躊躇が、恐らくあるのだと思うのです。ただ、ルールとしてはよくわかるルールというか、理想的なルールだと思います。ですから、やはりそ

こまではちょっと踏み切れないかなという感じなのです。もう少し経験を経
ていけばいいのかもしれませんが。

そうすると、敵対的買収と呼ばれるものの勝負は3割、4割、5割でしょ
うから、今大来さんをご説明になったように、3分の2以上というのはまた
別の趣旨で、全株平等ということはいえると思うのですけれども、3割、4
割といったところになってくると、全株買えというのをいきなり入れるのは
すごい抵抗があるのです。その瞬間、事実上、敵対的買収はなしという社会
を宣言することになりはしないかという。

それに関連してもう1点、延長の話と関係すると思うのですけれども、躊
躇したのは、この点も私にはよくわからないのですけれども、結局、指針に
しても東証のルールにしてもそうだと思いますし、その限りでは企業価値研
究会もそうかもしれませんけれども、平時の防衛策についてしかモノがいえ
ないわけです。

ところが、実際、有事になりますと、何でも起きるわけです。これはもう
コントロールのしようがないわけです。敵対的な公開買付がかかれば、株式
分割はする。条件変更できますとか、裁判所へ行って場合によっては止めら
れますとあって、いろんなことが次々と起きる。貸株のような止め
ようのないものも起きる。もう何が起きるかわからない。それを混乱とい
うかどうかはともかくとして、そういうことを考えますと、余りに期間を長く
するというのは怖いのです。

逆にいうと、指針とか東証のルールでもそうですけれども、平時のルール
としてはいえるのですけれども、有事については何もいえないのです。それ
で、有事は事実上何でもありだということになりますと、今度は平時でどこ
までルールをつくることが実際上の問題としてきくのかということ、また自信
がなくなってくるわけです。したがって、長期の方の話も若干そういう部分
がありまして、いわば長期有事が続くということは、その間に一体何が起き
るかわからないことが怖いということがあるのです。

平時の指針づくりでも、東証のルールするときにも、私が聞いている範囲あ

るいは企業価値研究会での議論には、2つキーポイントがあります。

1つは今の点の繰り返しですが、平時のルールとしてしかつくれませんので、有事に何でもありというすごい落差のところをどう考えるか。

もう1つは、結局これは法務省の人が盛んに言っておられたことでありますけれども、法形式だけではうまく書けないのです。法形式は同一であっても、内容、毒性の強弱という表現をよく使いますけれども、防衛効果が強いものから弱いものまで、設計が非常にバラエティに富んでつくることができるのです。

ですから、単に法形式で、例えばある種類株式という法形式をとっていたらダメとか。それは明確で非常にいいのですけれども、それだと物すごく変なことになってしまって、結局実質を見なければいけない。そこが辛いところです。したがって、東証のルールも、事前相談というのはそこがキーポイントなのですね。中身で見ないと、法形式だけでは対応できないのです。

そういうことがあったものですから、今は、まだ、日本は過渡期なのかもしれないかもしれません。中東さんがおっしゃるような方向は理想なのだろうと皆思いながら、ちょっと怖くて行けない。私はそういうことではないかと思います。

中東委員 確かに理想論を申し上げていると思います。他方で、現実問題として、敵対的買収が全然成功し得ないような法的枠組みは問題であると思います。経営者に対して、敵対的買収の脅威による規律が全然働かないということでは、いけないと思います。

山田委員 大変恐縮ながら個別の事例について、中東先生のお考えをお伺いしたいと思います。

ニレコ事件で、有効な平時導入型の防衛策に関しましては、中東先生は17年6月15日の高裁決定を中心に、随伴性の問題ということで、結局1円で消却しないというようになって、最終的にそれが振り込まれると株価が3分の1になってしまうというところを中心にお話しされたかと思いますが、6月1日の原決定では、そのほかに株主総会の決議とか、特別委員会の判断に拘束されるかどうか、その3要件を挙げたと思いますけれども、15日の

決定では、3要件は考慮せず、単に株価が3分の1になるというところ及びその随伴性のところで判断したと思います。

最終的に、この2つの決定について、完全に1日の決定の3要件というのは全く意味がなくて、単に高裁決定だけというのが確立した判例法と考えてよろしいのでしょうか。

あと、別の話なのですが、独立取締役がいらないということで、特別委員会についても、果たしてその委員会の判断に拘束性を持たせていいのかどうかという話もあると思うのですが、とりあえず上記の2つの決定で矛盾するところについて、中東先生はどのようにお考えかという点についてご教示いただければと思います。

中東委員 この事案について詳しく承知してはありますが、当事者の主張の仕方によって裁判所は決定の中身なり、あるいはどこを主たる争点にするということを決めていくことの結果ではないでしょうか。新株予約権の差止めの仮処分ですから、被保全権利との関係で、不利益が発生するおそれがあることが最後の方では特に重要になってきて、あるいは保全の必要性の問題が重要になってきて、その点が特に高裁決定では大きな争点になったのではないのでしょうか。高裁決定が地裁の原決定を覆したとか、そういうようには認識していないのですが。

近藤委員 その点に関連して中東先生に質問したいのですが、社外者の評価というのはどういう位置づけをされますか。中東先生は、アメリカ型を、どちらかというと肯定的に評価されなかったのではないかと思うのですが、社外者が防衛策についての意見を述べるというのはどういう位置づけでとらえたらよろしいのでしょうか。日本では余りそれは重視すべきものではないというお考えでしょうか。

中東委員 そこは非常に難しく、ある人の話を聞けばそうだと思うし、別の人の話を聞けばそうだと思うところです。ただ、企業価値研究会にしても、指針にしても、社外者が発動について一定の独立した判断をすべきである、あるいは取締役会は、それを尊重しなければならない、そこまでは一応コン

センサスがあるのではないかと思います。

しかし、どういう社外者が責任を持った勧告ができるのかということについては、やはり会社にしかるべき義務を負った人、つまり取締役あるいは監査役という身分がなければいけないという意見があります。片や、完全に独立した人の方がよくて、研究者や弁護士とか、その会社の経営陣に全然関係ない人の方がいいのではないかという意見もあります。どちらも聞いているとなるほどと思って、私はいつもわからなくなるのですが、それも考え方次第かと思います。

独立した者の意見という場合に、先ほどご紹介にあったエーザイでは、導入を決定した取締役会の大多数が社外取締役です。そういう形で社外者が関与しているのであればかなり意味があるのかなと思います。ですが、発動時に普段は会社にあまり縁のない社外者の判断を尊重するのがどれだけ説得的なのかは、おっしゃるように、疑問が残るような気がします。

神田幹事 説得力もともかくとして、社外の人も困ると思うのですね（笑）。新聞を見ただけですが、楽天とTBSで独立委員会が集まったと報道されたのですけれども、あれは予備的に集まったらしくて、正式なものではない。ですけれども、では正式に楽天が20%を超えました、発動するかどうか決めてくださいなどといわれたって、常識的に考えるとそれはとても発動できませんね。その辺は、むしろ中村さんに実務の感覚をうかがいたいのですが……。信託型でも、招集がかかったらこれ、大変ではないですか。

中村委員 信託型の場合には、発動しないことを検討するわけなので、招集がかかったら判断せざるを得ないのだと思います。ですから、予備的に集まるとか、そういう小わざはきかないと思います。

神田幹事 だから、仕組みとして動くのかなという点に、ちょっと心配があるのです。理屈が通るかというのが近藤さんのご質問だったとは思いますが……。けれども。

中東委員 TBSを見ていても、委員である経済界の重鎮の言動がマスコミで大きく取り上げられて、流れができたようでもあり、裏返せば、委員会と

しては機能しないということなのかなという、うがった見方もできるのかなとは思いますが。

黒沼委員 独立した社外者が判断するのがいいけれども、会社に対して忠実義務を負わない者に判断させてよいかという問題があると思うのですが、今の仕組みでは、社外者が判断を誤ったときに、会社に対して責任を負う仕組みになっているのかどうか。契約上の責任があるのか、あるいはその責任が免除されているのかどうか。契約上、責任を負わせるような仕組みをとっておいた方が、その判断には株主にとっての利益確保に向けた注意を払う義務が生じるようにも思うのですけれども、その点はどうですか。

飯田 OBS 西濃運輸の「信託型やライツ・プラン導入のための新株予約権の発行について」がありますが（配付資料11）、このケースだと、独立委員会の説明が書いてありまして、「善管注意義務条項等を含む契約書を当社との間で締結した者」という形になっているので、こういう工夫をされている例もあると思います。

中東委員 今おっしゃったように、会社と独立委員会のメンバーは準委任契約等を結ぶと思うのですけれども、エンフォースメントを考えると、会社が損害賠償請求をするかという話になると、それは必ずしもそうではないかもしれません。そうすると、取締役、監査役であれば代表訴訟の対象になり得るという意味で、実効性が違うのではないかと思います。

中村委員 ただ、株主が直接請求できるかどうかは、必ずしもクリティカルなことではなくて、経営陣がかわった後に、会社から損害賠償を請求される可能性があるということを、独立委員会のメンバーは認識しているはずなので、その実効性は、一応働いていると思います。

中東委員 それは、経営者がかわればですね。買収が失敗してしまえば、そのようなストーリーにはならないと思います。発動したことについて、ピルを消却しなかったことについて、その判断が間違いであることをとがめる人はだれもいないかもしれません。

中村委員 その点は、ポイズンピル、ライツ・プランなり防衛策が裁判所で

争われて、その防衛策自身が無効とされるかどうかというところの問題が、まず前提問題としてあるので、つまり有効だ、あるいは判断が適切だと裁判所が判断するかどうか、まずその前の問題としてあるので、大きな問題にはならないのではないかと思います。

別な点で中東先生のお考えをお聞かせいただければと思うのですが、敵対的買収に対する規制というのは、中東先生がおっしゃっていた武器対等的な考え方と、株主ないし投資家に対する十分な情報開示が交錯する場面ですね。それが具体的にどういう法規制のあり方を考えるかというところに結びつくような気がしています。

今回の証取法改正で、公開買付に関する意見表明の義務づけがされていますけれども、このところで、もし敵対的な買収に対して防衛する会社側が、当該公開買付には反対である。例えば、3000円という公開買付価格では、本来的な企業価値に比して不相当であるという意見だけを述べることができるか。

その場合に、公開買付者側としては、公開買付価格が相当であることについての意見というのはいろいろいえると思うのですが、なぜ反対なのか、その反対する理由についての質問権というものが、特に今回の改正の中には盛り込まれていない。他方で、対象会社の方は、公開買付者に対する質問権が出ている。

これは、武器対等という観点でもかかわってくるし、また投資家に対する十分情報開示という観点からすると、お互いに質問し合って、お互いのプランについて公開して、それについての判断を最終的に投資家ないし株主に委ねるべきではないかという考え方もあり得ると思うのです。

こういう点についての先生のお考えはいかがでしょうか。

中東委員 原理的にはそうだと思います。いつまでも質問し続けていれば、いつまでも公開買付が続くということで、私の理想論からいえば、それはそれでいいのかもしれないのですが、ただ、やはり3000円が反対だという場合に、それが不相当なのだというのが理由をつけないければ、

それは根拠なく、ただその金額はおかしいといっているだけだと投資家は判断するのではないかと思います。

公開買付制度等ワーキング・グループにおいても、どういうことをどこまで具体的にいいなさいということはしなくて、それがきちんといえないことそのものが、やはりネガティブな情報なのだとということで落ちついたのではないかと了解しています。私はそれでいいと思っています。

大来 OBS ワーキング・グループの議論では、公開買付者と対象者のやりとりについて、証取法としての制度の軒先をちょっと延ばすことで、投資者に対して、かっちりとした形で情報提供されることが望ましいのではないかとということで、今回こうなっております。

一方、既に最近日本でも数多く見られるようになってきた敵対的買収の事例を見ると、実務の世界では、証取法の開示書類には基づかないプレスリリースの形で、これは妥当でないとか根拠がないという応酬を、既にかなり行われております。そのやりとりに対して、制度として余り重たい枠組みを用意するのもどうかという意見もあって、始まって初期の段階で対象者は意見表明報告をしなさい、その際質問を書くことができますということと、質問がなされれば、公開買付者はそれに対して回答する義務を負うという最低限の枠組みにとどめるべきとのご提言でした。

意見表明報告書については、賛成・反対のほかに、アメリカ同様意見留保も可能とすべきということ、黒沼先生などからご意見をいただきまして、当然、留保するという意見の表明の仕方もあるということであります。

賛成なのか、反対なのか、留保なのかという意見の表明とその理由の質を投資者が判断するというのが制度の主眼です。

神田幹事 何回質問できるのですか。1回質問して回答を得たら、また質問できるのか。もうそれは1回だけという制度なのか。

大来 OBS 質問、回答ともに政令で定める期間内にやれということでございます。公開買付期間が始まって、1けた営業日ぐらいに対象者が出し、それが出てきたら1けた営業日ぐらいに回答する必要がある質問があれば回答

するという枠組みを考えております。基本的に1回のやりとりを考えております。

中村委員 補足的な質問なのですが、意見表明報告書を出した場合に、それにカバーされていない意見を対象会社が表明することは禁止されていないという理解でよろしいですか。

大来 OBS 禁止されておられません。

山田委員 東証の方にお伺いしたいのですが、あるいは一番答えにくいかもしれませんが、レジュメ（資料5）の9ページにあります拒否権付種類株式についての東証の見解に関しましてお伺いしたいと思います。

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定める場合の例として、国際石油開発で、拒否権を持っているのが国だという場合を挙げられましたけれども、この場合以外、例えば仮にある会社が黄金株を導入する場合に、その黄金株の内容の条件として、例えば買収者がニッポン放送事件の4つの要件に該当する場合のみ使うとか、そのような形でやった場合にも、基本的には国際石油開発のような場合以外は、基本的には認められないということなのでしょうか。

ヨーロッパでは、確かに禁止されている国が多いのですが、これは先ほど中東先生のご説明によりますと、攻撃、防御のバランスということでした。そうすると、アメリカほど直接的ではないけれども、それとヨーロッパとの中間ぐらいという形で、もし仮に日本の今後の企業法制度が進むと考えると、基本的に例外と東証が認める場合というのは、やはり今お伺いしたような、国が黄金株を保有する場合だけとか、それに準ずるようなことを想定されているのかどうか、そこをお伺いしたいと思います。

下村 OBS それに関しては、今回の規制全体にいえることなのですが、今の段階でこれがよくてこれがだめだということを、なかなか明示的に定め切れないなというのがまずあって、こういう書き方をしているというのが1つ。現実の具体例としてご相談いただいた、もしくは実現したケースとして、国際石油開発があるということでもあります。

今いったようなケースが、実際問題会社から提示されたときに、それを我々がどう判断するかというのは、正直、今の段階で明示的にこうだ、ああだということを申し上げる段階ではないのかなというのが1つですが、おっしゃる趣旨はわからないではありません。この辺は、我々も慎重に、今後、具体例が出てきたときに慌てないようにするために、少し検討を深めていきたいと思っている点でございます。

松尾 OBS 私の知る限り、東証もこれに至るには相当議論があって、取引所がどこまでかわるのか。これは、広くいいますと、要は上場会社の管理について、ガバナンスも含めて取引所がどこまでかわるかという点で、私の印象は、流れとしては、ライブドア事件もあって、やはり上場会社の管理は、取引を品質維持のためにしっかりやらないといけないというのが足元の感じだと思います。

先ほど東証の方のご説明の中で、事前相談制度を通じまして、いろいろ買収防衛策が事実上収斂しつつある。これは、取引所の役割を重く考えるとそういう方向かなと思うのですけれども、中東先生のお考えとして、取引所でしっかりと決めていけばいいのだという方向がいいのか、あるいはそのバランスとして、もうちょっと会社の自由度を認める方がいいのかというのは、足元半年ぐらいの流れでは両方の議論がありまして、どちらの方が適切だとお考えでしょうか。

中東委員 そのような議論があるのは承知しています。先ほどちょっと申しましたように、現在のように、買収側が何をしてくるかわからないという形なのであれば、一定の防衛策はとらざるを得ないと思います。ですが、市場を守っていくのが証券取引所であったり、その他の証券規制であったりするわけですから、例えば、会社法で認められている防衛策を証券取引所は否定すべきではないとか、そういう議論にはならないと思います。会社法上は使えても、上場会社が使うのに適するものでなければ、あるいは証券市場に悪影響を与えるものなのであれば、証券取引所などによって、厳格に規制されることになるのだらうと思います。

川口委員 譲渡制限株式などのように、会社法上は認められているけれども、上場基準に抵触するというものはすでに存在していますね。

中東委員 そうであると思います。

神田幹事 皆さん、総論は賛成なのですね。しかし各論になると……（笑）。

黒沼委員 今の論点に関連して、下村さんにお伺いしたいのですけれども、買収防衛の効果を持つかどうかはともかくとして、譲渡制限のある株式なり新株予約権なりを株主に対して無償で発行する、あるいは無償で交付することになりますと、従来持っていた株式の価値の一部が譲渡しづらくなるわけですが、そういうのは上場証券の適格性という点から問題ないと考えておられるのでしょうか。

下村 OBS 今回のご説明でもありますように、株主の権利を不当に著しく制限するものは廃止だよという言い方の廃止基準の立て方をしていますので、当然、その譲渡制限でかかる権利の制約が著しい場合には、やはりこの規定を読まざるを得ないと我々としては思っています。

ただ、このレベル感がどこなのかということ、今の段階で私どもが見解を持っているかということ、申しわけないですが、そこまで見解は持っていないということだと思います。

中村委員 黒沼先生のおっしゃったケースは、実際にもう割り当ててしまう、ないし発行してしまうというケースですか。発行してしまうという場合であれば……。

黒沼委員 いや、いろんな場合があるということで、株式をやったらいけないけれども、では新株予約権だったらどうか、それに連なる問題ですので、これはなかなかお答えになりにくいと思うのですけれども。ただ、そういう譲渡性の点からの問題もあるのではないかと思います。

中村委員 発行してしまうケースは、まさに随伴性のない型の予約権と同じになって、多分株主の権利に著しい制約ということになるのだと思います。

神田幹事 ほかにいかがでしょうか。

神作委員 話が戻って恐縮ですが、中東先生のご報告に、全部買付義務につ

いて、アメリカでは、法律上は強制されていないけれども、実務では結局全部買うようになってきている、そのようなご発表であったように伺いました。その理由について教えていただければと思います。

全部買付義務に関する議論でいわれているのは、支配権プレミアムの大小が、全部買付を強制するかどうかの法制に影響を与えているのではないか。大陸法系の諸国は、私的利益の部分も含めれば支配権のプレミアムが非常に大きいので、全部買付で株主にプレミアムを均てんしてやるべきである、そういう議論が一部にあると思うのです。そうすると、逆に少数株主の保護が厚く大陸法系の諸国に比べると支配株主となるメリットが小さいといわれている英米両国の間でなゼルールが違うのかという点も気になりました。アメリカでどうして全部買付という方向に実務が変わってきている背景というか理由について教えていただければと思います。

中東委員 ユノカル事件などでも示されていますように、100%キャッシュで公開買付をしておけば対抗策がとられにくいという意味において、100%キャッシュですることがふえているのではないかと私は理解しています。直接の法的な規制があるからではなくて、実務における戦略の問題であると思います。

恐らくは支配プレミアムの分配という視点からということではなくて、強制的公開買付に関してもいろいろ議論があるところと思いますが、単純に支配権をめぐる争奪戦をどういうルールのもとで行わせるのかという話であると私は思っております。

神田幹事 アメリカでは、恐らく2段階で、すなわち第1段階を全部買付でなくやると、必ず訴訟が起きるのです。クラスアクションであり、下手をするとエンタイア・フェアネスといっていますけれども、公正さの立証責任を負わされる。これはスタートがどこから始まったかにもよりますけれども。ですから、一般には全部買えればその方がいいということはいわれています。

関顧問 松尾さんの発言のところに關係するのですが、これは別にこの問題だけではなくて、証券規制というときに、行政が直接やるべきと自主規制で

やる問題との守備範囲をどうするかという一般論にかかわると思うのですが、特にきょうご説明があった、東証の方がいろいろ考えられて防衛策とかそれについて整理されていますけれども、東京証券取引所ではそういう考え方なのですが、取引所はほかにもあるわけです。

そういったほかの取引所も同じような考え方で多分いくだろうと思いますが、そういうことを前提になると、ある程度、ここまでは防衛策と認める、証券規制の観点からもこの範囲でこういうようにした方がいいということが固まってくれば、それは行政の方で、いわゆる府令とか、そういうところにどの程度まで統一的な規則として盛り込んだらいいかという問題があると思うのです。そのあたりはどう考えたらいいかということです。

それから、東証のおまとめになった中でも、投資家に対する開示というのが非常に強調されているわけです。ここまではぜひ開示した方がいいということになると、府令などの法律の方で決めている臨時の開示の項目の中に、最低防衛策でもこういうことが決まったら入れた方がいいとか、そういうことをすることが必要なかどうか、適当なかどうか。そういったあたりはどのように考えたらよろしいでしょうか。

中東委員 とても重要な問題であると思います。大きな課題だけに、現時点では、私個人の意見を持ち合わせておりません。今後の研究課題とさせていただきます。

神田幹事 いずれにしても、この分野というのはいろんな根本問題を考えさせてくれて、そして、実際にそうした問題を考えざるを得ない状況になったということなのでしょうね。その分、日本も進んできた、進化してきているということだと思いますけれども……。

松尾 OBS 関顧問のお話は、個人的には確かにそういう問題があって、例えば四半期開示などが例です。取引所のルールで先行して実施して、今回法案で法定化したしまして、平成 20 年度から導入する。そこはやはり、まず取引所ルールで先行して、その実施状況をよく見て法定化するという、ある意味で順番があったわけでございます。今回のも、まずは取引所のルールの

方でやっていただいて、その状況をよく見るということだろうと思います。

大来 OBS 公開買付制度等ワーキング・グループの報告におきまして、その13ページ「その他」で、「買収防衛策については関係機関において開示のあり方の検討を進める」という法務省と東証に関する記述の後に、有報について、「制度趣旨を踏まえて、他の開示項目との整合性を保ちながら」というご提言をいただいています。

神田幹事 開示については、松尾さんがおっしゃったように四半期開示も含めてそうだと思うのですが、黄金株は、一遍、証券取引所で禁止してみても、うまくいったら証取法で禁止するかという話にはならないと思うのです。(笑)ですから、非常に難しい。

ディスクロージャーは、全くおっしゃるとおりの流れで動き始めている。恐らくそういうことだと思うのですが。

川口委員 開示をさせてみて、あとは市場に任せるという考え方はあり得ないのですか。

神田幹事 それはあり得るかもしれませんね。

川口委員 もっとも、会社いきなり黄金株を導入すると、既存の株主に不利益になるという問題がありますね。しかし、新規上場の場合には、投資家はそれを理解した上で投資する。あるいはそれを拒否する投資家が多ければ、そういう会社は上場できないのです。そういう考え方はいかがですか。

神田幹事 アメリカの経験に近いですね。1株1議決権というルールは、新規上場会社については緩くスタートした時期があるのですが、非常に難しい問題ですね。

それでは、きょうはこのあたりでよろしゅうございますか。

中東先生のすばらしいご報告のおかげで活発な議論ができました。ありがとうございました。また、東京証券取引所の方々にも、貴重なお時間をありがとうございました。

証券取引法研究会 060329

「敵対的買収に関する法規制」

名古屋大学 中東正文

1 はじめに

(1) 会社支配市場を巡る近時の動きの概観

〔資料 9-*〕 証券取引法改正法案等（金融商品取引法）

〔別添資料〕 敵対的買収防衛を巡る主な動き

(2) あるべき法規制の検討

〔資料 10-*〕 オンタリオ州法令等

2 証券取引法等の一部を改正する法律案

「証券取引法等の一部を改正する法律案要綱」〔資料 9-1〕（2 頁）

(1) 公開買付規制の適用範囲の明確化

（参考）ドン・キホーテ vs. オリジン東秀

(2) 買付者が競合する場合における公開買付けの義務化

（参考）ライブドア vs. ニッポン放送&フジテレビ

(3) 公開買付けの買付条件の変更等の柔軟化

（参考）夢真HD vs. 日本技術開発

(4) 意見表明報告書の提出の義務化

(5) 対象会社の請求に基づく公開買付期間の延長

(6) 全部買付けの義務

3 最近買収防衛策に関する議論

3-1 裁判事例

3-1-1 ライブドア対ニッポン放送事件

東京地決平成 17 年 3 月 11 日商事法務 1726 号 47 頁

東京地決平成 17 年 3 月 16 日商事法務 1726 号 59 頁

東京高決平成 17 年 3 月 23 日商事法務 1728 号 41 頁

※東京高裁による濫用的買収者の例示

①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合
(いわゆるグリーンメイラーである場合)

②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合

③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合

④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合

i) 大幅な株式分割

2005 年 3 月 10 日

東京証券取引所「大幅な株式分割についてのご注意」

2005 年 6 月 10 日

証券保管振替機構「株式分割の効力発生日についてのごお願い」〔資料 8〕

ii) ToSTNeT-1

「特定売買等」(平成 17 年証券取引法 27 条の 2 改正)

3-1-2 ニレコ事件

※株主割当型新株予約権無償発行(セキュリティ・プラン)

東京地決平成 17 年 6 月 1 日商事法務 1734 号 37 頁

東京地決平成 17 年 6 月 9 日商事法務 1735 号 44 頁

東京高決平成 17 年 6 月 15 日商事法務 1735 号 48 頁

i) 証券取引所

2005 年 4 月 20 日

ジャスダック証券取引所「株式会社ニレコ株式に関するご注意」

2005 年 4 月 21 日

東京証券取引所「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」〔資料 5-1〕(2 頁の最後の段落の「3」)

ii) 行政庁

2005 年 5 月 27 日

経済産業省＝法務省「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」〔資料 6〕(11-12 頁)

3-1-3 夢真HD対日本技術開発

東京地決平成 17 年 7 月 29 日商事法務 1739 頁 100 頁

i) ニレコ事件東京地裁平成 17 年 6 月 1 日決定

「敵対的買収者に対し事業計画の提案を求め、取締役会が当該買収者と協議するとともに、代替案を提示し、これらについて株主に判断させる目的で、合理的なルールが定められている場合において、敵対的買収者が当該ルールを遵守しないときは、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないことを推認することができよう」

ii) 証券取引法上の問題

①公開買付価格の下方修正の可否（証券取引法 27 条の 6 第 3 項）

→ 株式分割を折り込んだ公開買付価格を設定

②公開買付の撤回の可否

（証券取引法 27 条の 11 第 1 項、証券取引法施行令 14 条参照）

③分割新株を公開買付の対象に含めることの可否

iii) 事前警告型防衛策

（狙い）対象会社の株主に十分な時間と情報を与える。

（批判）公開買付の決済期間を短くするのが至上命題である。

証券取引法で定められたルールを勝手に変えるのは適切でない。

4 買収防衛策に関する指針等

4-1 内閣府M&A研究会

2004 年 10 月

内閣府経済社会研究所M&A研究会

「わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて」〔資料 1〕

（報告書 47 頁）

「本格的なクロスボーダー型 M&A 時代を迎え、国際的にも通用する M&A 関連での明確なルールの確立は、企業の活力・競争力を維持しわが国の持続的な成長を確保するために基本的に不可欠のインフラ整備である。M&A ルールの確立、取締役の責任の明確化、敵対的 TOB への対応等において、国際的視点を含めたルールの確立を急ぐ必要がある。また、税制は、わが国の企業の活力・競争力の維持・強化に大きな役割を担う重要な政策手段であり、政策的観点を含めその検討が急がれるべきである。」（下線は中東）

4-2 経済産業省企業価値研究会（その1）

2004 年 9 月ー

企業価値向上につながる公正な敵対的買収防衛策について検討

2005 年 4 月 22 日

「論点公開ー公正な企業社会のルール形成に向けた提案ー」

2005 同年 5 月 27 日

「企業価値報告書」〔資料 2-1〕

（23 頁）

「企業価値向上（防衛策は、経営者の保身のためのものではなく、企業価値向上を図るためのものである。）、グローバルスタンダード（欧米各国において採用されている防衛策と同等なものとする。）、内外無差別（防衛策においては、内外の資本を同一に取り扱うこと。）、選択肢の拡大（国による直接の規制などではなく、経営者と株主の双方にとって選択しやすい方策を提示すること。）といった原理原則が満たされるような公正なルール形成を実現することが大事である。」（下線は中東）

（4-5 頁「はじめに」）。

「企業支配権市場における世界共通のルールとしては公開買付 (TOB) ルールがあり、買収者に対して買収価格を公平に全ての株主に提供するこ

とを求めている。これに加えて、米国やEUにおいては、敵対的なM&Aをも射程に入れたルール形成がなされ、奇襲攻撃や過剰防衛を防止するメカニズムが確立しつつある。英国では、全部買付義務を課して弊害が大きい二段階買収を入り口段階で規制している。ドイツでは、全部買付義務に加えて、監査役会の承認で防衛策を導入することを認めている。欧州の大陸諸国は株主総会の承認を得た上で黄金株や複数議決権株式のような対応を講じている。EUは、各国ばらばらのルールの統一を試み、全部買付義務に関しては域内共通のルールとして導入する方針を決めた。米国では、80年代に多様な防衛策が編み出された中で、司法判断や機関投資家の監視の結果、取締役会の決定で防衛策を導入し、独立性の高い社外取締役がその運用を監視するという慣行が確立している。各国とも、制度的な根拠は異なるが、試行錯誤や妥協を重ねながら、敵対的買収に関するルールの形成に努めている。」

(98-99 頁)

「ここで、企業価値研究会で提示された二つの防衛策を紹介したい。信託活用型防衛策は、3つの類型の融合型（独立社外チェック、客観的解除要件設定、株主総会授權型）、対抗措置事前警告型防衛策は第二類型（客観的解除要件設定型）に相当するものであるが、消却条件を工夫することで、合理性のある防衛策の設計が日本でも可能であることがわかる。」

(99 頁)

「企業はその数だけ個性があり、株主との関係も多様で、防衛策のルールは硬直的であってはならない。また、個々の企業が株主との対話の中で、さらなる工夫をこらすことで柔軟性と規律が生まれるであろう。」

4-3 経済産業省と法務省の指針

2005 年 5 月 27 日

経済産業省＝法務省「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」〔資料 3（後ろの 2/3 相当分）〕

○3つの原則

（a）企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則（買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである。）

（b）事前開示・株主意思の原則（買収防衛策は、その導入に際して、目的、内容等が具体的に開示され、かつ、株主の合理的な意思に依拠すべきである。）

（c）必要性・相当性の原則（買収防衛策は、買収を防止するために、必要かつ相当なものとするべきである）

○（a）代表例（指針4頁（注1））。

① 次の（i）から（iv）までに掲げる行為等により株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすような買収を防止するための買収防衛策

（i）株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為

（ii）会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為

（iii）会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する行為

（iv）会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

② 強圧的二段階買収（最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことをいう）など株主に株式の売却を事実上強要するおそれがある買収を防止するための買収防衛策

③ 株主共同の利益を損なうおそれがある買収の提案であるにもかかわらず、株主が株式を買収者に譲渡するか、保持し続けるかを判断するために十分な情報がないなど株主が当該提案を判断することが困難な場合に買収者に情報を提供させたり、あるいは、会社を買収者の提示した条件よりも有利な条件をもたらしたりするため、必要な時間と交渉力を確保するための買収防衛策

4-4 経済産業省企業価値研究会（その2）

4-4-0 再開後の検討課題

- ①公正な買収防衛策の確立
- ②公開買付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

4-4-1 公正な買収防衛策の確立

2005 年 11 月 10 日

企業価値研究会「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」〔資料 2-2〕

4-4-2 公開買付制度など買収ルールの見直し

2005 年 12 月 15 日

企業価値研究会「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」〔資料 2-3〕

- 1. 買収者及び対象会社とのバランスの確保
 - （1）公開買付の撤回・条件変更
 - （2）十分な公開買付期間の確保
 - （買付期間の下限について）
 - （対象会社による一定の買付期間の確保）
 - （買収者による買付期間の延長）
 - （3）強圧性の排除

(4) その他 (MBO等の取扱い)

2. 株主及び投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする環境整備

(1) 買収者・対象会社からの情報提供の充実

(買収者からの情報提供の充実)

(対象会社からの情報提供の充実)

(市場内買付の際の情報提供の充実)

(2) 大量保有者に関する情報提供の充実

(3) 実質株主に関する情報提供の充実

4-5 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の地位の維持を目的とするものではないこと。

4-6 東京証券取引所の上場制度の整備等

2005 年 4 月 21 日

東京証券取引所「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」〔資料 5-1〕

2005 年 11 月 22 日

東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」〔資料 5-2〕

2005 年 12 月 2 日

日本経団連M&Aに関する懇談会「東京証券取引所『買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）』へのコメント」〔資料 6〕

2006 年 1 月 24 日

東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（パブコメ）」〔資料 5-3〕

2006 年 2 月 21 日

東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正」〔資料 5-4〕（2006 年 3 月 1 日から施行）

4-7 金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等WG

2005 年 12 月 9 日

「公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理」〔資料 4-1〕

2005 年 12 月 22 日

金融庁金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ
報告―公開買付制度等のあり方について」〔資料 4-2〕

○久保田政一（経団連経済本部長）「経済界からみた企業法制整備の課題」商事
法務 1754 号 83 頁（2006 年）

「株主・投資家に十分な情報と選択肢を提供し、また、十分な検討期間を設ける
観点から、日本経団連は、公開買付期間の伸長権の導入、大量保有報告書制度
の特例の見直しなどを求めてきた」（85 頁）

5 敵対的買収に関する法規制のあり方

5-1 法的枠組みの定め方

- i) 会社法制の現代化
- ii) 武器対等の実現の方法
- iii) 証券取引法改正法案と政令委任事項
- iv) カナダ法〔資料 10-＊〕

5-2 公開買付期間

- i) 公開買付期間の伸長請求権

ii) 法定の公開買付期間

(参考1) カナダ法

オンタリオ州証券法 95 条 2 項 [資料 10-1] (11 頁)

ライツ・プランによる買付期間の伸長

(参考2) 事前警告型防衛策

100%買付&現金 → 60 日間

上記以外 → 90 日間

5-3 全部買付義務

i) 証券取引法改正法案

ii) 公開買付制度等WG [資料 4-2] (9 頁)

iii) 効率的な買収を阻害

iv) 公開買付の強圧性 (distorted choice)

(a) 株式買取請求権の付与

(b) going private transaction に対する規制

OSC Rule 61-501 [資料 10-2]

①5.3 Meeting and Information Circular

②5.4 Formal Valuation

③5.6 Minority Approval

(適用除外、5.7、compulsory acquisition)

OBCA s. 190 [資料 10-5] (25 頁)

6 結語

【別添資料】 敵対的買収防衛を巡る主な動き

日付	団体等	提言等
20050916	内閣府経済社会総合研究所M&A研究会（座長：落合誠一教授）	わが国企業の M&A 活動の円滑な展開に向けて
20050311	東京地裁	ニッポン放送事件決定（仮処分命令）
20050316	東京地裁	ニッポン放送事件決定（仮処分決定認可）
20050323	東京高裁	ニッポン放送事件決定（保全抗告棄却）
20050421	東京証券取引所	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
20050527	経済産業省企業価値研究会（座長：神田秀樹教授）	企業価値報告書
20050527	経済産業省＝法務省	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
20050601	東京地裁	ニレコ事件決定（仮処分命令）
20050609	東京地裁	ニレコ事件決定（仮処分決定認可）
20050610	証券保管振替機構	株式分割の効力発生日についてお願い
20050615	東京高裁	ニレコ事件決定（保全抗告棄却）
20050707	自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会	公正なM&Aルールに関する提言
20070729	東京地裁	日本技術開発事件決定（差止仮処分申立却下）
20051110	経済産業省企業価値研究会	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----
20051122	東京証券取引所	買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）
20051202	日本経済団体連合会 M&Aに関する懇談会	東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」へのコメント
20051209	金融庁金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ（座長：岩原紳作教授）	公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理
20051215	経済産業省企業価値研究会	企業価値基準を実現するための買収ルールのある方に関する論点公開
20051222	金融庁金融審議会金融分科会第一部会	公開買付制度等ワーキング・グループ報告ー公開買付制度等のあり方についてー
20060124	東京証券取引所	買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（パブコメ）
20060221	東京証券取引所	買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正
20050310	内閣	証券取引法等の一部を改正する法律案（閣議決定）
20060313	内閣	証券取引法等の一部を改正する法律案（国会提出）
20060328	経済産業省企業価値研究会	最終報告書

証券取引法等一部改正法律案要綱

証券取引法等の一部を改正する法律案要綱

金融・資本市場をとりまく環境の変化に対応し、その構造改革を促進する必要性にかんがみ、幅広い金融商品についての包括的・横断的な制度の整備を図るとともに、公開買付制度及び大量保有報告制度その他の開示書類に関する制度並びに金融商品取引所等に関する制度の整備を行う等、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律、銀行法、保険業法その他の関係法律の整備等を行うこととする。

一 証券取引法の一部改正（第 1 条関係）

1. 有価証券届出書の届出者等に対する資料提出命令等に関する整備

(1) 有価証券届出書の届出者等に対する資料提出命令等に関する規定の整備

有価証券届出書の届出者等に対する報告・資料提出命令について、新たに参考人に対しても報告・資料提出を求めることを可能とする。

（証券取引法第 26 条、第 27 条の 22、第 27 条の 30、第 189 条関係）

(2) 証券取引等監視委員会の犯則調査に関する整備

証券取引等監視委員会が、裁判官があらかじめ発する許可状の交付を受けて、法令の規定に基づき通信事務を取り扱う者が保管又は所持する郵便物等に対する差押えを行うことができることを明確化する。

（証券取引法第 211 条の 2 関係）

2. 開示書類の虚偽記載及び不公正取引の罰則の強化等

(1) 相場操縦行為に関する規定の整備

相場操縦行為として禁止されている取引誘引目的で行われる証券会社への委託等（媒介、取次ぎ又は代理の申込み）について、新たに課徴金の対象とする。また、取引誘引目的で行われる証券会社の自己計算による売買の申込みについて、新たに相場操縦行為として禁止するとともに、刑事罰及び課徴金の対象とする。（証券取引法第 159 条、第 174 条関係）

(2) 開示書類の虚偽記載及び不公正取引の罰則の強化

有価証券届出書等の虚偽記載、風説の流布・偽計、相場操縦行為等に対する法定刑を、現在の 5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 5 億円以下）から 10 年以下の懲役若しくは 1000 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 7 億円以下）に引き上げる。また、インサイダー取引等に対する法定刑を、現在の 3 年以下の懲役若しくは 300 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 3 億円以下）から 5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 5 億円以下）に引き上げる。

二 証券取引法の一部改正（第 2 条関係）

1. 公開買付制度の整備

(1) 公開買付規制の適用範囲の明確化

取引所有価証券市場内外等の取引を組み合わせ、政令で定める一定期間以内に一定割合を超える株券等の買付け等（当該期間内に取引所有価証券市場外等において一定割合を超える買付け等を行う場合に限る。）を行うことで、株券等所有割合が特別関係者と合計して 3 分の 1 を超える場合には、当該株券等の買付け等は公開買付けによらなければならないこととする。（証券取引法第 27 条の 2 第 1 項第 4 号関係）

(2) 買付者が競合する場合における公開買付けの義務化

他の者が公開買付けによる買付け等を行っている場合において、3 分の 1 超所有している者が一定期間内に一定割合を超える当該株券等の買付け等を行うときは、公開買付けによらなければならないこととする。

（証券取引法第 27 条の 2 第 1 項第 5 号関係）

(3) 公開買付けの買付条件の変更等の柔軟化

公開買付者が、対象者が株式分割等を行ったときは買付け等の価格引下げを行うことがある旨の条件をあらかじめ付した場合には、買付け等の価格引下げを認めること等とする。（証券取引法第 27 条の 6 第 1 項関係）

(4) 意見表明報告書の提出の義務化

公開買付けの対象者に、公開買付開始公告から政令で定める期間内に意見表明報告書を提出することを義務づけるとともに、当該意見表明報告書に公開買付者に対する質問が記載されている場合には、公開買付者に、政令で定める期間内に対質問回答報告書を提出することを義務づけることとする。（証券取引法第 27 条の 10 関係）

(5) 対象者の請求に基づく公開買付期間の延長

対象者は、一定の場合に意見表明報告書において公開買付期間を延長することを請求する旨の記載をすることができることとし、その場合には公開買付者は、公開買付期間を政令で定める期間に延長しなければならないこととする。（証券取引法第 27 条の 10 関係）

(6) 全部買付けの義務化

公開買付けの後における株券等所有割合が政令で定める割合を下回らない場合は、公開買付者に応募株券等の全部の買付け等を義務づけることとする。（証券取引法第 27 条の 13 第 4 項関係）

2. 大量保有報告制度の整備

(1) 特例報告対象者が重要提案行為等を行う場合の特例

特例報告対象者が発行者について重要提案行為等を行うことを保有目的とする場合には迅速に大量保有報告書を提出することを義務づける。

(証券取引法第 27 条の 26 関係)

(2) 特例報告の提出頻度等の整備

特例報告の提出頻度・期限について、毎月 2 回以上設けられる基準日ごと 5 営業日以内とすることとする。

(証券取引法第 27 条の 26 関係)

三 証券取引法の一部改正（第 3 条関係）

1. 題名等

(1) 題名の改正

証券取引法の題名を「金融商品取引法」に改めることとする。

(2) 目的の改正

この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とすることとする。

(金融商品取引法第 1 条関係)

2. 有価証券及び金融商品取引業の定義等

(1) 有価証券の定義の整備

組合契約等に基づく権利で当該権利を有する者が出資又は拠出をした金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利（出資者全員が出資対象事業に関与する場合等を除く。）（以下この要綱において「集団投資スキーム持分」という。）、信託受益権及び抵当証券等を有価証券とすることとする。

(金融商品取引法第 2 条第 1 項、第 2 項関係)

(2) 金融商品取引業及び金融商品仲介業の定義の整備

① 証券業の名称を「金融商品取引業」に改めるとともに、有価証券関連以外のものも含むデリバティブ取引若しくは集団投資スキーム持分等の自己募集を業として行うこと、投資助言・代理業、投資運用業及び有価証券等管理業務等を新たに業の対象に追加する。

(金融商品取引法第 2 条第 8 項関係)

オンタリオ州の証券法(抜粋)

Securities Act

R.S.O. 1990, CHAPTER S.5

Notice of Currency:* This document is up to date.

*This notice is usually current to within two business days of accessing this document. For more current amendment information, see the [Table of Public Statutes – Legislative History Overview](#).

Amended by: 1992, c. 18, s. 56; 1993, c. 27, Sched.; 1994, c. 11, ss. 349-381; 1994, c. 33; 1997, c. 10, ss. 36-40; 1997, c. 19, s. 23; 1997, c. 31, s. 179; 1997, c. 43, Sched. F, s. 13; 1999, c. 6, s. 60; 1999, c. 9, ss. 193-221; 2001, c. 23, ss. 209-217; 2002, c. 18, Sched. H, ss. 6-14; 2002, c. 22, ss. 177-188; 2004, c. 8, ss. 46, 47 (1); 2004, c. 16, Sched. D, Table; 2004, c. 17, s. 32; 2004, c. 31, Sched. 34; 2005, c. 5, s. 64; 2005, c. 31, Sched. 20.

[Skip Table of Contents](#)

CONTENTS

[INTERPRETATION](#)

- [1.](#) Interpretation, other general matters
[1.1](#) Purposes of Act

[PART I](#)
THE COMMISSION

- [2.1](#) Principles to consider
[3.](#) Commission continued
[3.1](#) Board of directors
[3.2](#) Powers of the Commission
[3.3](#) Borrowing power
[3.4](#) Authority re income
[3.5](#) Powers re hearings
[3.6](#) Commission staff
[3.7](#) Memorandum of understanding
[3.8](#) Minister's request for information
[3.9](#) Fiscal year
[3.10](#) Annual report
[3.11](#) Collection of personal information
[3.12](#) Non-application of certain Acts

[PART II](#)
FINANCIAL DISCLOSURE ADVISORY BOARD

- [4.](#) Financial Disclosure Advisory Board

[PART III](#)
APPOINTMENT OF EXPERTS

- [5.](#) Appointment of experts

[PART IV](#)
EXECUTIVE DIRECTOR AND SECRETARY

- [6.](#) Executive Director
[7.](#) Secretary

[PART V](#)
ADMINISTRATIVE PROCEEDINGS, REVIEWS AND APPEALS

- [8.](#) Review of Director's decision
[9.](#) Appeal of Commission's decision

[PART VI](#)
INVESTIGATIONS AND EXAMINATIONS

- [11.](#) Investigation order
[12.](#) Financial examination order
[13.](#) Power of investigator or examiner
[14.](#) Copying

<u>15.</u>	Report of investigation or examination
<u>16.</u>	Non-disclosure
<u>17.</u>	Disclosure by Commission
<u>18.</u>	Prohibition on use of compelled testimony
	PART VII
	RECORD-KEEPING AND COMPLIANCE REVIEWS
<u>19.</u>	Record-keeping
<u>20.</u>	Compliance reviews
<u>20.1</u>	Continuous disclosure reviews
	PART VIII
	SELF-REGULATION
<u>21.</u>	Stock exchanges
<u>21.1</u>	Self-regulatory organizations
<u>21.2</u>	Clearing agencies
<u>21.2</u>	Clearing agencies
<u>21.2.1</u>	Quotation and trade reporting system
<u>21.3</u>	Council, committee or ancillary body
<u>21.4</u>	Voluntary surrender
<u>21.5</u>	Assignment of powers and duties
<u>21.6</u>	Contravention of Ontario securities law
<u>21.7</u>	Review of decisions
<u>21.8</u>	Stock exchange auditor
<u>21.9</u>	Auditor of member
<u>21.10</u>	Auditor of registrant
<u>21.11</u>	Restriction on shareholdings in The Toronto Stock Exchange Inc.
	PART XI
	REGISTRATION
<u>25.</u>	Registration for trading
<u>26.</u>	Granting of registration
<u>27.</u>	Surrender
<u>28.</u>	Subsequent applications
<u>29.</u>	Application in writing
<u>30.</u>	Address for service
<u>31.</u>	Further information
	PART XII
	EXEMPTIONS FROM REGISTRATION REQUIREMENTS
<u>34.</u>	Exemptions of advisers
<u>35.</u>	Exemption of trades
	PART XIII
	TRADING IN SECURITIES GENERALLY
<u>36.</u>	Confirmation of trade
<u>37.</u>	Order prohibiting calls to residences
<u>38.</u>	Representations prohibited
<u>39.</u>	Where dealer is principal
<u>40.</u>	Disclosure of financial interest of advisers and dealers
<u>41.</u>	Disclosure of underwriting liability
<u>43.</u>	Use of name of another registrant
<u>44.</u>	Registration not to be advertised
<u>45.</u>	Holding out by unregistered person
<u>46.</u>	Advertising approval by Commission
<u>47.</u>	Margin contracts
<u>48.</u>	Declaration as to short position
<u>49.</u>	Shares in name of registrant not to be voted
<u>50.</u>	Submission of advertising
	PART XIV
	PROSPECTING SYNDICATES
<u>51.</u>	Prospecting syndicate agreements
	PART XV
	PROSPECTUSES — DISTRIBUTION
<u>52.</u>	“distribution” extended meaning
<u>53.</u>	Prospectus required
<u>54.</u>	Preliminary prospectus

<u>55.</u>	Receipt for preliminary prospectus
<u>56.</u>	Full, true and plain disclosure required
<u>57.</u>	Amendment to preliminary prospectus on material change
<u>58.</u>	Certificate by issuer
<u>59.</u>	Certificate of underwriter
<u>60.</u>	Statement of rights
<u>61.</u>	Issuance of receipt
<u>62.</u>	Refiling of prospectus
<u>63.</u>	Short form prospectus
<u>64.</u>	Orders to furnish information re distribution to public
	PART XVI
	DISTRIBUTION — GENERALLY
<u>65.</u>	“waiting period” defined
<u>66.</u>	Distribution of preliminary prospectus
<u>67.</u>	Distribution list
<u>68.</u>	Defective preliminary prospectus
<u>69.</u>	Material given on distribution
<u>70.</u>	Order to cease trading
<u>71.</u>	Obligation to deliver prospectus
	PART XVII
	EXEMPTIONS FROM PROSPECTUS REQUIREMENTS
<u>72.</u>	Prospectus not required
<u>73.</u>	Prospectus not required
<u>74.</u>	Exemption order
	PART XVIII
	CONTINUOUS DISCLOSURE
<u>75.</u>	Publication of material change
<u>76.</u>	Trading where undisclosed change
<u>77.</u>	Interim financial statements
<u>78.</u>	Comparative financial statements
<u>79.</u>	Delivery of financial statements to security holders
<u>80.</u>	Relief against certain requirement
<u>81.</u>	Filing of information circular
<u>82.</u>	Filing of documents filed in another jurisdiction
<u>83.</u>	Order relieving small reporting issuer
<u>83.1</u>	Deeming an issuer to be a reporting issuer
	PART XIX
	PROXIES AND PROXY SOLICITATION
<u>84.</u>	Definitions
<u>85.</u>	Mandatory solicitation of proxies
<u>86.</u>	Information circular
<u>87.</u>	Voting where proxies
<u>88.</u>	Compliance with laws of other jurisdiction
	PART XX
	TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS
<u>89.</u>	Definitions
<u>90.</u>	Deemed beneficial ownership
<u>91.</u>	Acting jointly or in concert
<u>92.</u>	Application to direct and indirect offers, etc.
<u>93.</u>	Exempted take-over bids
<u>94.</u>	Transactions around bids
<u>95.</u>	General provisions
<u>96.</u>	Financing of bid
<u>97.</u>	Identical consideration
<u>98.</u>	Offeror’s circular
<u>99.</u>	Directors’ circular
<u>100.</u>	Commencement of take-over bid
<u>101.</u>	Securities, reports of acquisitions
<u>102.</u>	News release re acquisitions by person other than offeror during bid
<u>103.</u>	No duplication of reports
<u>104.</u>	Applications to the Commission
<u>105.</u>	Applications to Ontario Court (General Division)

PART XXI
INSIDER TRADING AND SELF-DEALING

<u>106.</u>	Definitions
<u>107.</u>	Insider report
<u>108.</u>	Report of transfer by insider
<u>109.</u>	Report of transfer by insider
<u>110.</u>	"investment" defined
<u>111.</u>	Loans of mutual funds in Ontario
<u>112.</u>	Indirect investment
<u>113.</u>	Relieving orders
<u>114.</u>	Exception to cl. 110 (2) (c)
<u>115.</u>	Fees on investment
<u>116.</u>	Standard of care for management of mutual fund
<u>117.</u>	Filing by management companies
<u>118.</u>	Portfolio managers, restrictions
<u>119.</u>	Trades by mutual fund insiders
<u>120.</u>	Publication of summaries of reports
<u>121.</u>	Filing in other jurisdiction
<u>121.1</u>	Authorized exceptions to prohibitions

PART XXII
GOVERNANCE AND OTHER REQUIREMENTS

<u>121.2</u>	Definition
<u>121.3</u>	Governance of reporting issuers
<u>121.4</u>	Oversight, etc., of investment funds

PART XXIII
ENFORCEMENT

<u>122.</u>	Offences, general
<u>124.</u>	Information containing more than one offence
<u>125.</u>	Execution of warrant issued in another province
<u>126.</u>	Interim preservation of property
<u>126.1</u>	Fraud and market manipulation
<u>126.2</u>	Misleading or untrue statements
<u>127.</u>	Orders in the public interest
<u>127.1</u>	Payment of investigation costs
<u>128.</u>	Applications to court
<u>129.</u>	Appointment of receiver, etc.
<u>129.1</u>	Limitation period
<u>129.2</u>	Directors and officers

PART XXIII.1
CIVIL LIABILITY

<u>130.</u>	Liability for misrepresentation in prospectus
<u>130.1</u>	Liability for misrepresentation in offering memorandum
<u>131.</u>	Liability for misrepresentation in circular
<u>132.</u>	Standard of reasonableness
<u>132.1</u>	Defence to liability for misrepresentation
<u>133.</u>	Liability of dealer or offeror
<u>134.</u>	Liability where material fact or change undisclosed
<u>135.</u>	Action by Commission on behalf of issuer
<u>136.</u>	Rescission of contract
<u>137.</u>	Rescission of purchase of mutual fund security
<u>138.</u>	Limitation periods

PART XXIII.1
CIVIL LIABILITY FOR SECONDARY MARKET DISCLOSURE

INTERPRETATION AND APPLICATION

<u>138.1</u>	Definitions
<u>138.2</u>	Application

LIABILITY

<u>138.3</u>	Liability for secondary market disclosure
<u>138.4</u>	Burden of proof and defences

DAMAGES

<u>138.5</u>	Assessment of damages
<u>138.6</u>	Proportionate liability

<u>138.7</u>	Limits on damages	
		<u>PROCEDURAL MATTERS</u>
<u>138.8</u>	Leave to proceed	
<u>138.9</u>	Notice	
<u>138.10</u>	Restriction on discontinuation, etc., of action	
<u>138.11</u>	Costs	
<u>138.12</u>	Power of the Commission	
<u>138.13</u>	No derogation from other rights	
<u>138.14</u>	Limitation period	

PART XXIV
GENERAL PROVISIONS

<u>139.</u>	Admissibility in evidence of certified statements
<u>140.</u>	Filing and inspection of material
<u>141.</u>	Immunity of Commission and officers
<u>142.</u>	Application to Her Majesty
<u>143.</u>	Rules
<u>143.1</u>	Deemed rules
<u>143.2</u>	Publication of proposed rules
<u>143.3</u>	Delivery of rules to Minister
<u>143.4</u>	When rules effective
<u>143.5</u>	Returned for consideration
<u>143.6</u>	Publication
<u>143.7</u>	Studies
<u>143.8</u>	Policies of the Commission
<u>143.9</u>	Priorities
<u>143.10</u>	Memorandum of understanding
<u>143.11</u>	General orders prohibited
<u>143.12</u>	Review by Select or Standing Committee
<u>143.13</u>	Confidential information
<u>143.14</u>	Electronic communication
<u>144.</u>	Revocation or variation of decision
<u>145.</u>	Continuation of registration
<u>146.</u>	No privilege
<u>147.</u>	Exemption
<u>149.</u>	Costs
<u>150.</u>	Decision under more than one provision
<u>151.</u>	Enforcement of Commission decision
<u>152.</u>	Application for letters of request
<u>153.</u>	Exchange of information

Schedule/Annexe

PART XX
TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

Definitions

89. (1) In this Part,

“business day” means a day other than a Saturday or a holiday; (“jour ouvrable”)

“class of securities” includes a series of a class of securities; (“catégorie de valeurs mobilières”)

“equity security” means any security of an issuer that carries a residual right to participate in the earnings of the issuer and, upon the liquidation or winding up of the issuer, in its assets; (“valeur mobilière participante”)

“formal bid” means,

(a) a take-over bid or an issuer bid to which section 95 applies, or

(b) a take-over bid that is exempted from sections 95 to 100 or an issuer bid that is exempted from sections 95, 96, 97, 98 and 100,

- (i) by reason of an exemption under clause 93 (1) (a) or 93 (3) (e), if the offeror is required to deliver to every security holder whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario a disclosure document of the type contemplated by subsection 131 (10), or
- (ii) by reason of an exemption under clause 93 (1) (e) or 93 (3) (h), if the offeror is required to deliver disclosure material relating to the bid to holders of the class of securities subject to the bid; (“offre formelle”)

“interested person” means, for the purposes of sections 104 and 105,

- (a) an offeree issuer,
- (b) a security holder, director or officer of an offeree issuer,
- (c) an offeror,
- (d) the Director, and
- (e) any person or company not referred to in clauses (a) to (d) who in the opinion of the Commission or the Court, as the case may be, is a proper person to make an application under section 104 or 105, as the case may be; (“personne intéressée”)

“issuer bid” means an offer to acquire or redeem securities of an issuer made by the issuer to any person or company who is in Ontario or to any security holder of the issuer whose last address as shown on the books of the issuer is in Ontario and includes a purchase, redemption or other acquisition of securities of the issuer by the issuer from any such person or company, but does not include an offer to acquire or redeem debt securities that are not convertible into securities other than debt securities; (“offre de l’émetteur”)

“offer to acquire” includes,

- (a) an offer to purchase, or a solicitation of an offer to sell, securities,
 - (b) an acceptance of an offer to sell securities, whether or not such offer to sell has been solicited,
- or any combination thereof, and the person or company accepting an offer to sell shall be deemed to be making an offer to acquire to the person or company that made the offer to sell; (“offre d’acquisition”)

“offeree issuer” means an issuer whose securities are the subject of a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire; (“émetteur sollicité”)

“offeror” means a person or company who makes a take-over bid, an issuer bid or an offer to acquire and, for the purposes of section 101, includes a person or company who acquires a security, whether or not by way of a take-over bid, issuer bid or offer to acquire; (“pollicitant”)

“offeror’s securities” means securities of an offeree issuer beneficially owned, or over which control or direction is exercised, on the date of an offer to acquire, by an offeror or any person or company acting jointly or in concert with the offeror; (“valeurs mobilières du pollicitant”)

“published market” means, as to any class of securities, any market on which such securities are traded if the prices at which they have been traded on that market are regularly published in a newspaper or business or financial publication of general and regular paid circulation; (“marché officiel”)

“take-over bid” means an offer to acquire outstanding voting or equity securities of a class made to any person or company who is in Ontario or to any security holder of the offeree issuer whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario, where the securities subject to the offer to acquire, together with the offeror’s securities, constitute in the aggregate 20 per cent or more of the outstanding securities of that class of securities at the date of the offer to acquire. (“offre d’achat visant à la mainmise”) R.S.O. 1990, c. S.5, s. 89 (1).

Computation of time, expiry of bid

- (2) For the purposes of this Part,
 - (a) a period of days shall be computed as commencing on the day next following the event which began the period and terminating at midnight on the last day of the period, except that if the last day of the period does not fall on a business day, the period terminates at midnight on the next business day; and
 - (b) a take-over bid or an issuer bid expires at the later of,
 - (i) the end of the period, including any extension, during which securities may be deposited pursuant to the bid, and

- (ii) the time at which the offeror becomes obligated by the terms of the bid to take-up or reject securities deposited thereunder. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 89 (2).

Convertible securities

(3) For the purposes of this Part,

- (a) a security shall be deemed to be convertible into a security of another class if, whether or not on conditions, it is or may be convertible into or exchangeable for, or if it carries the right or obligation to acquire, a security of the other class, whether of the same or another issuer; and
- (b) a security that is convertible into a security of another class shall be deemed to be convertible into a security or securities of each class into which the second-mentioned security may be converted, either directly or through securities of one or more other classes of securities that are themselves convertible. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 89 (3).

Deemed beneficial ownership

90. (1) For the purposes of this Part, in determining the beneficial ownership of securities of an offeror or of any person or company acting jointly or in concert with the offeror, at any given date, the offeror, person or company shall be deemed to have acquired and be the beneficial owner of a security, including an unissued security, if the offeror, person or company is the beneficial owner of any security convertible within sixty days following such date into such a security or has the right or obligation, whether or not on conditions, to acquire within such sixty days beneficial ownership of the security whether through the exercise of an option, warrant, right or subscription privilege or otherwise. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 90 (1).

Calculation of holdings, joint offers

(2) Where two or more offerors acting jointly or in concert make one or more offers to acquire securities of a class, the securities subject to any such offer or offers to acquire shall be deemed to be securities subject to the offer to acquire of each such offeror for the purpose of determining whether any such offeror is making a take-over bid. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 90 (2).

Unissued securities deemed outstanding

(3) Where an offeror or any person or company acting jointly or in concert with the offeror is deemed by reason of subsection (1) to be the beneficial owner of unissued securities, the securities shall be deemed to be outstanding for the purpose of calculating the number of outstanding securities of that class in respect of that offeror's offer to acquire. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 90 (3).

Acting jointly or in concert

91. (1) For the purposes of this Part, it is a question of fact as to whether a person or company is acting jointly or in concert with an offeror and, without limiting the generality of the foregoing, the following shall be presumed to be acting jointly or in concert with an offeror:

1. Every person or company who, as a result of any agreement, commitment or understanding, whether formal or informal, with the offeror or with any other person or company acting jointly or in concert with the offeror, acquires or offers to acquire securities of the issuer of the same class as those subject to the offer to acquire.
2. Every person or company who, as a result of any agreement, commitment or understanding, whether formal or informal, with the offeror or with any other person or company acting jointly or in concert with the offeror, intends to exercise jointly or in concert with the offeror or with any other person or company acting jointly or in concert with the offeror any voting rights attaching to any securities of the offeree issuer.
3. Every associate or affiliate of the offeror. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 91 (1).

Limitation

(2) Despite subsection (1), a registered dealer acting solely in an agency capacity for the offeror in connection with a take-over bid or an issuer bid and not executing principal transactions for its own account in the class of securities subject to the offer to acquire or performing services beyond customary dealer's functions shall not be presumed solely by reason of such agency relationship to be acting jointly or in concert with the offeror in connection with the bid. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 91 (2).

Application to direct and indirect offers, etc.

92. For the purposes of this Part, a reference to an offer to acquire or to the acquisition or ownership of securities or to control or direction over securities shall be construed to include a direct or indirect offer to acquire or the direct or indirect acquisition or ownership of securities, or the direct or indirect control or direction over securities, as the case may be. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 92.

Exempted take-over bids

93. (1) Subject to the regulations, a take-over bid is exempt from sections 95 to 100 if,

- (a) the bid is made through the facilities of a stock exchange recognized by the Commission for the purposes of this clause;
- (b) the bid is for not more than 5 per cent of the outstanding securities of a class of securities of the issuer and,
 - (i) the aggregate number of securities acquired by the offeror and any person or company acting jointly or in concert with the offeror within any period of twelve months in reliance upon the exemption provided by this clause does not, when aggregated with acquisitions otherwise made by the offeror and any person or company acting jointly or in concert with the offeror within the same twelve month period, constitute in excess of 5 per cent of the outstanding securities of that class of the issuer at the commencement of the twelve month period, and
 - (ii) if there is a published market for the securities acquired, the value of the consideration paid for any of the securities acquired is not in excess of the market price at the date of acquisition determined in accordance with the regulations plus reasonable brokerage fees or commissions actually paid;
- (c) all of the following conditions apply,
 - (i) purchases are made from not more than five persons or companies in the aggregate, including persons or companies outside of Ontario,
 - (ii) the bid is not made generally to security holders of the class of securities that is the subject of the bid, and
 - (iii) the value of the consideration paid for any of the securities, including brokerage fees or commissions, does not exceed 115 per cent of the market price of securities of that class at the date of the bid determined in accordance with the regulations;
- (d) the offeree issuer is not a reporting issuer, there is not a published market in respect of the securities that are the subject of the bid, and the number of holders of securities of that class is not more than fifty, exclusive of holders who are in the employment of the offeree issuer or an affiliate of the offeree issuer, and exclusive of holders who were formerly in the employment of the offeree issuer or an affiliate of the offeree issuer and who while in that employment were, and have continued after that employment to be, security holders of the offeree issuer;
- (e) the number of holders, whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario, of securities of the class subject to the bid is fewer than fifty and the securities held by such holders constitute, in the aggregate, less than 2 per cent of the outstanding securities of that class, the bid is made in compliance with the laws of a jurisdiction that is recognized for the purposes of this clause by the Commission, and all material relating to the bid that is sent by the offeror to holders of securities of the class that is subject to the bid is concurrently sent to all holders of such securities whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario and filed; or
- (f) it is exempted by the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 93 (1).

Determination of number of security holders

(2) For the purposes of clause (1) (c), where an offeror makes an offer to acquire securities from a person or company and the offeror knows or ought to know after reasonable enquiry that,

- (a) one or more other persons or companies on whose behalf that person or company is acting as nominee, agent, trustee, executor, administrator or other legal representative has a direct beneficial interest in those securities, then each of such others shall be included in the determination of the number of persons and companies to whom the offer to acquire has been made, but, where an *inter vivos* trust has been established by a single settlor or where an estate has not vested in all persons beneficially entitled thereto, the trust or estate shall be considered a single security holder in such determination; or
- (b) the person or company acquired the securities in order that the offeror might make use of the exemption provided by clause (1) (c), then each person or company from whom those securities were acquired shall be included in the determination of the number of persons and companies to whom the offer to acquire has been made. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 93 (2).

Exempted issuer bids

(3) Subject to the regulations, an issuer bid is exempt from sections 95, 96, 97, 98 and 100 if,

- (a) the securities are purchased, redeemed or otherwise acquired in accordance with terms and conditions attaching thereto that permit the purchase, redemption or acquisition of the securities by the issuer without the prior agreement of the owners of the securities, or where the securities are acquired to meet sinking fund or purchase fund requirements;

- (b) the purchase, redemption or other acquisition is required by the instrument creating or governing the class of securities or by the statute under which the issuer was incorporated, organized or continued;
- (c) the securities carry with them or are accompanied by a right of the owner of the securities to require the issuer to redeem or repurchase the securities and the securities are acquired pursuant to the exercise of such right;
- (d) the securities are acquired from a current or former employee of the issuer or of an affiliate of the issuer, and if there is a published market in respect of the securities,
 - (i) the value of the consideration paid for any of the securities acquired does not exceed the market price of the securities at the date of the acquisition determined in accordance with the regulations, and
 - (ii) the aggregate number or, in the case of convertible debt securities, the aggregate principal amount of securities acquired by the issuer within a period of twelve months in reliance on the exemption provided by this clause does not exceed 5 per cent of the securities of that class issued and outstanding at the commencement of the period;
- (e) the bid is made through the facilities of a stock exchange recognized by the Commission for the purpose of this clause;
- (f) following the publication of a notice of intention in the form and manner prescribed by the regulations, the issuer purchases securities in the normal course in the open market, including through the facilities of a stock exchange, if the aggregate number, or, in the case of convertible debt securities, the aggregate principal amount, of securities acquired by the issuer within a period of twelve months in reliance on the exemption provided by this clause does not exceed 5 per cent of the securities of that class issued and outstanding at the commencement of the period;
- (g) the issuer is not a reporting issuer, there is not a published market in respect of the securities that are the subject of the bid and the number of holders of securities of the issuer is not more than fifty, exclusive of holders who are in the employment of the issuer or an affiliate of the issuer, and exclusive of holders who were formerly in the employment of the issuer or an affiliate of the issuer and who while in that employment were, and have continued after the employment to be, security holders of the issuer;
- (h) the number of holders, whose last address as shown on the books of the issuer is in Ontario, of securities of the class subject to the bid is fewer than fifty and the securities held by such holders constitute, in the aggregate, less than 2 per cent of the outstanding securities of that class, the bid is made in compliance with the laws of a jurisdiction that is recognized for the purposes of this clause by the Commission, and all material relating to the bid that is sent by the offeror to holders of securities of the class that is subject to the bid is concurrently sent to all holders of such securities whose last address as shown on the books of the issuer is in Ontario and filed; or
- (i) it is exempted by the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 93 (3).

Stock exchange requirements

(4) A bid that is made in reliance upon any exemption in this section through the facilities of a stock exchange shall be made in accordance with the by-laws, regulations and policies of the exchange. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 93 (4).

Transactions around bids

Definition

94. (1) In this section,

“offeror” means,

- (a) an offeror making a formal bid other than a bid referred to in clause 93 (1) (e) or 93 (3) (h),
- (b) a person or company acting jointly or in concert with an offeror referred to in clause (a),
- (c) a security holder of an offeror referred to in clause (a) who, as regards the offeror, is a person or company or a member of a combination of persons or companies referred to in clause (c) of the definition of “distribution” in subsection 1 (1) or an associate or affiliate of such security holder. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (1).

Restrictions on acquisitions during take-over bid

(2) An offeror shall not offer to acquire or make, or enter into, any agreement, commitment or understanding to acquire beneficial ownership of any securities of the class that are subject to a take-over bid otherwise than pursuant to the bid on and from the day of the announcement of the offeror’s intention to make the bid until its expiry. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (2).

Permitted purchases during take-over bid

(3) Despite subsection (2), an offeror making a take-over bid may purchase, through the facilities of a stock exchange recognized by the Commission for the purpose of clause 93 (1) (a), securities of the class that are subject to the bid and

securities convertible into securities of that class commencing on the third business day following the date of the bid until the expiry of the bid, if,

- (a) the intention to make such purchases is stated in the take-over bid circular;
- (b) the aggregate number of securities acquired under this subsection does not constitute in excess of 5 per cent of the outstanding securities of that class as at the date of the bid; and
- (c) the offeror issues and files a news release forthwith after the close of business of the exchange on each day on which securities have been purchased under this subsection disclosing the information prescribed by the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (3); 1994, c. 11, s. 349.

Restrictions on acquisition during issuer bid

(4) An offeror making an issuer bid shall not offer to acquire, or make or enter into any agreement, commitment or understanding to acquire, beneficial ownership of any securities of the class that are subject to the bid otherwise than pursuant to the bid on and from the day of the announcement of the offeror's intention to make the bid until the bid's expiry, but this subsection does not apply so as to prevent the offeror from purchasing, redeeming or otherwise acquiring any such securities during such period in reliance on an exemption under clause 93 (3) (a), (b) or (c). R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (4).

Integration with pre-bid private transactions

(5) Where a take-over bid that is a formal bid is made by an offeror and, within the period of ninety days immediately preceding the bid, the offeror acquired beneficial ownership of securities of the class subject to the bid pursuant to a transaction not generally available on identical terms to holders of that class of securities,

- (a) the offeror shall offer consideration for securities deposited under the bid at least equal to the highest consideration that was paid on a per security basis under any of such prior transactions or the offeror shall offer at least the cash equivalent of such consideration; and
- (b) the offeror shall offer to acquire under the bid that percentage of securities of the class subject to the bid that is at least equal to the highest percentage that the number of securities acquired from a seller in such a prior transaction was of the total number of securities of that class beneficially owned by such seller at the time of the prior transaction. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (5).

Restriction on post-bid acquisition

(6) An offeror shall not acquire beneficial ownership of securities of the class that was subject to the bid by way of a transaction that is not generally available on identical terms to holders of that class of securities during the period beginning with the expiry of the bid and ending at the end of the twentieth business day thereafter, and whether or not any securities are taken up under the bid. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (6).

Exceptions, normal course trades

- (7) Subsections (5) and (6) do not apply to trades effected in the normal course on a published market, so long as,
 - (a) any broker acting for the purchaser or seller does not perform services beyond the customary broker's function and does not receive more than reasonable fees or commissions;
 - (b) the purchaser or any person or company acting for the purchaser does not solicit or arrange for the solicitation of offers to sell securities of the class subject to the bid; and
 - (c) the seller or any person or company acting for the seller does not solicit or arrange for the solicitation of offers to buy securities of the class subject to the bid. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (7).

Sales during bid prohibited

(8) An offeror shall not, except pursuant to the bid, sell or make or enter into any agreement, commitment or understanding to sell any securities of the class subject to the bid on and from the day of the announcement of the offeror's intention to make the bid until its expiry. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (8).

Exception

(9) Despite subsection (8), an offeror, before the expiry of a bid, may make or enter into an arrangement, commitment or understanding to sell securities that may be taken up by the offeror pursuant to a bid, after the expiry of the bid, if the intention to sell is disclosed in the take-over bid circular or issuer bid circular, as the case may be. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 94 (9).

General provisions

95. Subject to the regulations, the following rules apply to every take-over bid and issuer bid:

Delivery of bid

1. The bid shall be made to all holders of securities of the class that is subject to the bid who are in Ontario, and delivered by the offeror to all holders, whose last address as shown on the books of the offeree issuer is in Ontario, of securities of that class and of securities that, before the expiry of the bid, are convertible into securities of that class.

Minimum deposit period

2. The offeror shall allow at least 35 days from the date of the bid during which securities may be deposited pursuant to the bid.

When taking up prohibited

3. No securities deposited pursuant to the bid shall be taken up by the offeror until the expiration of 35 days from the date of the bid.

Withdrawal rights

4. Securities deposited pursuant to the bid may be withdrawn by or on behalf of a depositing security holder,
 - i. at any time where the securities have not been taken up by the offeror,
 - ii. at any time before the expiration of 10 days from the date of a notice of change or variation under section 98, and
 - iii. if the securities have not been paid for by the offeror within three business days after having been taken up.

Exception

5. The right of withdrawal conferred by subparagraph ii of paragraph 4 does not apply,
 - i. where the securities have been taken up by the offeror at the date of the notice,
 - ii. where a variation in the terms of a bid consists solely of an increase in the consideration offered for the securities subject to the bid and the time for deposit is not extended for a period greater than that required by subsection 98 (5), or
 - iii. in the circumstances described in subsection 98 (6).

Notice of withdrawal

6. Notice of withdrawal of any securities under paragraph 4 shall be made by or on behalf of the depositing security holder by a method that provides the depositary designated under the bid with a written or printed copy and, to be effective, the notice must be actually received by the depositary and, where notice is given in accordance with this paragraph, the offeror shall return the securities to the depositing security holder.

Proportionate take-up

7. Where the bid is made for less than all of the class of securities subject to the bid and where a greater number of securities is deposited pursuant thereto than the offeror is bound or willing to acquire under the bid, the securities shall be taken up and paid for by the offeror proportionately, disregarding fractions, according to the number of securities deposited by each depositing security holder.

Effect of market purchases

8. Where an offeror purchases securities as permitted by subsection 94 (3), the securities so purchased shall be counted in the determination of whether a condition as to the minimum number of securities to be deposited in the bid has been fulfilled, but shall not reduce the number of securities the offeror is bound under the bid to take up.

When securities must be taken up and paid for

9. Subject to paragraphs 10 and 11, the offeror shall take up and pay for securities deposited under the bid, where all the terms and conditions of the bid have been complied with or waived, not later than ten days after the expiry of the bid.

Same

10. Any securities that are taken up by the offeror under the bid shall be paid for by the offeror as soon as possible, and in any event not more than three business days, after the taking up of the securities.

Idem

11. Any securities deposited pursuant to the bid subsequent to the date on which the offeror first takes up securities deposited under the bid shall be taken up and paid for by the offeror within ten days of the deposit of the securities.

Extension restricted

12. A bid may not be extended by the offeror, where all the terms and conditions thereof have been complied with except those waived by the offeror, unless the offeror first takes up all securities deposited thereunder and not withdrawn.

Same

- 12.1 Despite paragraph 12, if the offeror waives any terms or conditions of a bid and extends the bid in circumstances where the rights of withdrawal conferred by subparagraph 4 ii are applicable, the bid shall be extended without the offeror first taking up the securities which are subject to such rights of withdrawal.

News release

13. Where all the terms and conditions of the bid have been complied with or waived, the offeror shall forthwith issue a notice by news release to that effect, which news release shall disclose the approximate number of securities deposited and the approximate number that will be taken up. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 95; 1994, c. 11, s. 349; 1999, c. 9, s. 211.

Financing of bid

96. Where a take-over bid or issuer bid provides that the consideration for the securities deposited pursuant to the bid is to be paid in cash or partly in cash, the offeror shall make adequate arrangements prior to the bid to ensure that the required funds are available to effect payment in full for all securities that the offeror has offered to acquire. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 96.

Identical consideration

97. (1) Subject to the regulations, where a take-over bid or issuer bid is made, all holders of the same class of securities shall be offered identical consideration. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 97 (1).

Collateral benefit

(2) If an offeror makes or intends to make a take-over bid or issuer bid, neither the offeror nor any person or company acting jointly or in concert with the offeror shall enter into any collateral agreement, commitment or understanding with any holder or beneficial owner of securities of the offeree issuer that has the effect of providing to the holder or owner a consideration of greater value than that offered to the other holders of the same class of securities. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 97 (2).

Increasing consideration

(3) Where a variation in the terms of a take-over bid or issuer bid before the expiry of the bid increases the value of the consideration offered for the securities subject to the bid, the offeror shall pay such increased consideration to each person or company whose securities are taken up pursuant to the bid, whether or not such securities were taken up by the offeror before the variation. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 97 (3).

Offeror's circular

98. (1) An offeror shall deliver, with or as part of a take-over bid or issuer bid, a take-over bid circular or issuer bid circular, as the case may be. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (1).

Notice of change in information

(2) Where, before the expiry of a take-over bid or issuer bid or after the expiry of the bid but before the expiry of all rights to withdraw the relevant securities, a change has occurred in the information contained in a take-over bid circular or issuer bid circular or in any notice of change or notice of variation that would reasonably be expected to affect the decision of the holders of the securities of the offeree issuer to accept or reject the bid, a notice of the change shall be delivered to every person or company to whom the circular was required to be delivered and whose securities were not taken up at the date of the occurrence of the change. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (2).

Idem

(3) Subsection (2) does not apply to a change that is not within the control of the offeror or of an affiliate of the offeror unless it is a change in a material fact relating to the securities being offered in exchange for securities of the offeree issuer. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (3).

Variation in terms of bid

(4) Where there is a variation in the terms of a take-over bid or issuer bid, including any extension of the period during which securities may be deposited thereunder and whether or not the variation results from the exercise of any right contained in the bid, a notice of the variation shall be delivered to every person or company to whom the take-over bid circular or issuer bid circular was required to be delivered and whose securities were not taken up at the date of the variation. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (4).

Idem

(5) Subject to subsection (6), where there is a variation in the terms of a take-over bid or issuer bid, the period during which securities may be deposited pursuant to the bid shall not expire before ten days after the notice of variation has been delivered. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (5).

Idem

(6) Subsection (5) does not apply to a variation in the terms of a bid consisting solely of the waiver of a condition in the bid where the consideration offered for the securities that are subject to the bid consists solely of cash. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (6).

Content

(7) A take-over bid circular, issuer bid circular, notice of change and notice of variation shall be in the form and shall contain the information required by this Part and the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 98 (7).

Directors' circular

99. (1) Where a take-over bid has been made, a directors' circular shall be prepared and delivered by the board of directors of an offeree issuer to every person and company to whom a take-over bid must be delivered under paragraph 1 of section 95 not later than 15 days after the date of the bid. 1999, c. 9, s. 212.

Recommendation by board

(2) The board of directors shall include in a directors' circular either a recommendation to accept or to reject a take-over bid and the reasons for their recommendation, or a statement that they are unable to make or are not making a recommendation and if no recommendation is made, the reasons for not making a recommendation. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (2).

Individual officer's or director's circular

(3) An individual director or officer may recommend acceptance or rejection of a take-over bid if the director or officer delivers with the recommendation a circular prepared in accordance with the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (3).

Advising of consideration

(4) Where a board of directors is considering recommending acceptance or rejection of a take-over bid, it shall, at the time of sending or delivering a directors' circular, advise the security holders of this fact and may advise them not to tender their securities until further communication is received from the directors. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (4).

Advising of decision of directors

(5) Where subsection (4) applies, the board of directors shall deliver the recommendation or the decision not to make a recommendation at least seven days before the scheduled expiry of the period during which securities may be deposited under the bid. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (5).

Notice of change

(6) Where, before the expiry of a take-over bid or after the expiry of the bid but before the expiry of all rights to withdraw the securities that have been deposited under the bid,

- (a) a change has occurred in the information contained in a directors' circular or in any notice of change to a directors' circular that would reasonably be expected to affect the decision of the holders of the securities to accept or reject the bid, the board of directors of the offeree issuer shall forthwith deliver a notice of the change to every person or company to whom the circular was required to be sent disclosing the nature and substance of the change; or
- (b) a change has occurred in the information contained in an individual director's or officer's circular or any notice of change thereto that would reasonably be expected to affect the decision of the holders of the securities to accept or reject the bid, other than a change that is not within the control of the individual director or officer, as the case may be, the individual director or officer, as the case may be, shall forthwith deliver a notice of change in relation thereto to the board of directors. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (6).

Circulation of individual circulars and notices

(7) Where an individual director or officer submits a circular under subsection (3) or a notice of change under clause (6) (b) to the board of directors, the board, at the offeree issuer's expense, shall deliver a copy of the circular or notice to the persons and companies referred to in subsection (1). R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (7).

Content

(8) A directors' circular, director's or officer's circular and a notice of change shall be in the form and contain the information required by this Part and the regulations. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 99 (8).

Commencement of take-over bid

100. (1) A take-over bid may be commenced in accordance with either subsection (2) or subsection (7). 1999, c. 9, s. 213.

Commencement by delivery

(2) A take-over bid may, and an issuer bid shall, be commenced by delivering the bid to the security holders referred to in paragraph 1 of section 95 in accordance with subsection (6). 1999, c. 9, s. 213.

Filing and delivery to offeree issuer

(3) If a bid is commenced under subsection (2), the bid shall be filed and, in the case of a take-over bid, delivered to the offeree issuer's principal office on the same day as, or as soon as practicable after, the bid is delivered under subsection (2). 1999, c. 9, s. 213.

Notice of change or variation

(4) A notice of change or variation in respect of a bid shall be filed and, in the case of a take-over bid, delivered to the offeree issuer's principal office on the same day as, or as soon as practicable after, the notice of change or variation is delivered to holders of securities of the offeree issuer. 1999, c. 9, s. 213.

Directors' circulars

(5) Every directors' circular and every individual director's or officer's circular or any related notice of change that is delivered to security holders of an offeree issuer shall be filed and shall be delivered to the offeror's principal office on the day the directors' circular or individual director's or officer's circular or the notice of change is delivered to the holders of securities of the offeree issuer, or as soon as practicable thereafter. 1999, c. 9, s. 213.

Delivery and date of bid, etc.

(6) A take-over bid or issuer bid, a take-over bid circular, an issuer bid circular, a directors' circular, an individual director's or officer's circular and every notice of change or variation in any such bid or circular shall be mailed by prepaid first class mail or delivered by personal delivery or in such other manner as the Director may approve to the intended recipient and any bid, circular or notice so mailed or delivered shall be deemed to have been delivered and, subject to subsections (8) and (9), shall be deemed conclusively for the purposes of this Part and the regulations to have been dated as of the date on which it was so mailed or delivered to all or substantially all of the persons or companies entitled to receive it. 1999, c. 9, s. 213.

Commencing take-over bid by advertisement

(7) An offeror may commence a take-over bid by publishing an advertisement containing a brief summary of the bid in at least one major daily newspaper of general and regular paid circulation in Ontario, or by disseminating the advertisement in a prescribed manner, if,

- (a) on or before the date of first publication or first dissemination of the advertisement, the offeror, or a person or company acting on its behalf, files the bid and delivers it to the offeree issuer's principal office, and files the advertisement;
- (b) on or before the date of first publication or first dissemination of the advertisement, the offeror, or a person or company acting on its behalf, requests from the offeree issuer a list of the security holders referred to in paragraph 1 of section 95; and
- (c) within two business days of the receipt by or on behalf of the offeror of a list of the security holders referred to in paragraph 1 of section 95, the bid is delivered to those security holders in accordance with subsection (6). 1999, c. 9, s. 213.

Same

(8) If a take-over bid is commenced in accordance with subsection (7), the bid shall be deemed conclusively for the purposes of this Part and the regulations to have been dated as of the date of first publication or first dissemination of the advertisement referred to in subsection (7). 1999, c. 9, s. 213.

Same

(9) If a take-over bid is advertised in accordance with subsection (7), and the offeror or a person or company acting on its behalf has complied with clauses (7) (a) and (b) but has not yet delivered the bid under clause (7) (c), a change or variation in the bid prior to the date on which the bid is delivered to security holders in accordance with clause (7) (c) that is advertised in a manner provided under subsection (7) shall be deemed conclusively for the purposes of this Part and the regulations to have been dated as of the date of first publication or first dissemination of the advertisement relating to the change or variation if,

- (a) the advertisement contains a brief summary of the change or variation;
- (b) on or before the date of first publication or first dissemination of the advertisement relating to the change or variation, the offeror, or a person or company acting on its behalf, files the notice of change or variation and delivers it to the offeree issuer's principal office, and files such advertisement; and
- (c) within two business days of the receipt by or on behalf of the offeror of a list of the security holders referred to in paragraph 1 of section 95, the bid and the notice of change or variation is delivered to those security holders in accordance with subsection 98 (2) or 98 (4), as applicable, and subsection (6). 1999, c. 9, s. 213.

Same

(10) If an offeror, or a person or company acting on its behalf, satisfies the requirements of subsection (9), the notice of change or variation shall not be required to be filed and delivered under subsection (4). 1999, c. 9, s. 213.

Securities, reports of acquisitions

101. (1) Every offeror that acquires beneficial ownership of, or the power to exercise control or direction over, or securities convertible into, voting or equity securities of any class of a reporting issuer that, together with such offeror's securities of that class, would constitute 10 per cent or more of the outstanding securities of that class,

- (a) shall issue and file forthwith a news release containing the information prescribed by the regulations; and
- (b) within two business days, shall file a report containing the same information as is contained in the news release issued under clause (a). R.S.O. 1990, c. S.5, s. 101 (1); 1994, c. 11, s. 349.

Change in material facts

(2) Where an offeror is required to file a report under subsection (1) or a further report under this subsection and the offeror or any person or company acting jointly or in concert with the offeror acquires beneficial ownership of, or the power to exercise control or direction over, or securities convertible into, an additional 2 per cent or more of the outstanding securities of the class or there is a change in any other material fact in such a report, the offeror,

- (a) shall issue and file forthwith a news release containing the information prescribed by the regulations; and
- (b) within two business days, shall file a report containing the same information as is contained in the news release issued under clause (a). R.S.O. 1990, c. S.5, s. 101 (2); 1994, c. 11, ss. 349, 371.

Restrictions on acquisitions

(3) During the period commencing on the occurrence of an event in respect of which a report or further report is required to be filed under this section and terminating on the expiry of one business day from the date that the report or further report is filed, neither the offeror nor any person or company acting jointly or in concert with the offeror shall acquire or offer to acquire beneficial ownership of any securities of the class in respect of which the report or further report is required to be filed or any securities convertible into securities of that class. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 101 (3).

Exception

(4) Subsection (3) does not apply to an offeror that is the beneficial owner of, or has the power to exercise control or direction over, securities that, together with such offeror's securities of that class, constitute 20 per cent or more of the outstanding securities of that class. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 101 (4).

News release re acquisitions by person other than offeror during bid

102. (1) Where, after a formal bid has been made for voting or equity securities of an offeree issuer that is a reporting issuer and before the expiry of the bid, an offeror, other than the person or company making the bid, acquires beneficial ownership of, or the power to exercise control or direction over, securities of the class subject to the bid which, when added to such offeror's securities of that class, constitute 5 per cent or more of the outstanding securities of that class, the offeror shall, not later than the opening of trading on the next business day, issue a news release containing the information prescribed by the regulations and, forthwith, the offeror shall file a copy of the news release. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 102 (1); 1994, c. 11, s. 349.

Further news releases

(2) Where an offeror that has filed a news release under subsection (1) or a further news release under this subsection or any person or company acting jointly or in concert with the offeror acquires beneficial ownership of, or control or direction over, securities of the class subject to the bid which, when added to the securities of that class acquired after the filing of the news release by the offeror and any person or company acting jointly or in concert with the offeror, aggregates an additional 2 per cent or more of the class of outstanding securities, the offeror shall, not later than the opening of trading on the next

business day, issue a further news release containing the information prescribed by the regulations and, forthwith, the offeror shall file a copy of the news release. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 102 (2); 1994, c. 11, s. 349.

No duplication of reports

103. Where the facts required to be reported or in respect of which a news release is required to be filed under sections 101 and 102 are identical, a report or news release is required only under the provision requiring the earlier report or news release, as the case may be. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 103; 1994, c. 11, s. 349.

Applications to the Commission

104. (1) Where, on the application of an interested person, it appears to the Commission that a person or company has not complied or is not complying with this Part or the regulations related to this Part, it may issue, subject to such terms and conditions as it may impose, an order,

- (a) restraining the distribution of any document used or issued in connection with a take-over bid or issuer bid;
- (b) requiring an amendment to or variation of any document used or issued in connection with a take-over bid or issuer bid and requiring the distribution of any amended, varied or corrected document; and
- (c) directing any person or company to comply with this Part or the regulations related to this Part or restraining any person or company from contravening this Part or the regulations related to this Part and directing the directors and senior officers of the person or company to cause the person or company to comply with or to cease contravening this Part or the regulations related to this Part. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 104 (1).

Same

(2) On application by an interested person and subject to such terms and conditions as the Commission may impose, if the Commission is satisfied that it would not be prejudicial to the public interest, the Commission may,

- (a) decide for the purposes of subsection 97 (2) that an agreement, commitment or understanding with a selling security holder is made for reasons other than to increase the value of the consideration paid to the selling security holder for the securities of the selling security holder and that the agreement, commitment or understanding may be entered into despite that subsection;
- (b) vary any time period set out in this Part or the regulations related to this Part; and
- (c) exempt a person or company from any of the requirements of this Part or the regulations related to this Part. 1994, c. 11, s. 372.

Applications to Ontario Court (General Division)

105. (1) An interested person may apply to the Ontario Court (General Division) for an order under this section. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 105 (1).

Idem

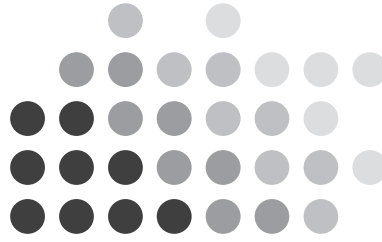
(2) Where, on an application under subsection (1), the judge hearing the application is satisfied that a person or company has not complied with this Part or the regulations related to this Part, the judge may make such interim or final order as the judge thinks fit, including, without limiting the generality of the foregoing,

- (a) an order compensating any interested person who is a party to the application for damages suffered as a result of a contravention of this Part or the regulations related to this Part;
- (b) an order rescinding a transaction with any interested person, including the issue of a security or a purchase and sale of a security;
- (c) an order requiring any person or company to dispose of any securities acquired pursuant to or in connection with a take-over bid or an issuer bid;
- (d) an order prohibiting any person or company from exercising any or all of the voting rights attaching to any securities; and
- (e) an order requiring the trial of an issue. R.S.O. 1990, c. S.5, s. 105 (2).

買収防衛策の導入等に係る 上場制度の整備について

（平成18年3月8日施行）

平成18年3月
株式会社東京証券取引所



制度対応の背景／経緯

- 上場会社の支配権争いに関する主な事案
 - 2003.12～ スタイールパートナーズによるソトー、ユシロ化学への敵対的TOB
 - 2005.02～ ライブドアによるニッポン放送株取得
 - 2005.03 ニレコ(JASDAQ上場)によるライツプラン導入 →6月差止め
 - 2005.07～ 夢真ホールディングスによる日本技術開発への敵対的TOB
 - 2005.10～ 村上ファンドによる阪神電鉄株式取得の発覚
 - 2005.11～ 村上ファンドによる新日本無線への敵対的TOB
 - 2006.01～ ドンキホーテによるオリジン東秀への敵対的TOB
- 国内における議論の状況
 - 2004.09～ 経済産業省企業価値研究会
→4月「論点公開」
 - 5月「企業価値報告書」、「企業価値防衛指針」

東証の対応

2005年4月11日

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
(留意事項)

2005年11月22日

買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について
(要綱試案)

2006年1月24日

買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について
(制度要綱)

2006年3月8日

改正規則の施行

買収防衛策の導入に係る上場制度

用語の定義

用語	定義
買収	会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為
買収防衛策	株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるもの
導入	買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定すること
発動	買収防衛策の内容を実行することにより、買収の実現を困難にすること
(買収防衛策の)廃止	買収防衛策として発行された新株又は新株予約権を消却する等導入された買収防衛策を取り止めること
ライツプラン	買収者以外の株主であることを行使又は割当の条件とする新株予約権を株主割当等の形で発行する買収防衛策

※ ライツプランを除き、経済産業省、法務省による「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」(企業価値防衛指針)と同じ定義です。

買収防衛策の導入に係る尊重事項

- 上場会社は、買収防衛策を導入する場合には、以下の事項(尊重事項)を尊重しなければならない。

(1) 開示の十分性

買収防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと

(2) 透明性

買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと

(3) 流通市場への影響

株式の価格形成を著しく不安定にする要因その他投資者に不測の損害を与える要因を含む買収防衛策でないこと

(4) 株主権の尊重

株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収防衛策であること

尊重事項の実効性確保

尊重義務に反する旨の公表

- 買収防衛策を導入する上場会社は、尊重事項を尊重していないと東証が認める場合には、東証はその旨の公表措置をとることができる。
- この認定については、買収防衛策の内容及びその開示状況を総合的に勘案して行う。
- ※ 買収防衛策の導入を検討する上場会社には、事前相談を要請します。
- ※ 公表措置は、純粹に投資者に対する注意喚起の観点から行う措置であり、尊重義務に反すること、もしくは一定期間その状態が継続することのみをもって、上場廃止の措置がとられるもしくは改善報告書の提出が求められるといったことはありません。

上場審査基準

- 新規上場申請者が買収防衛策を導入している場合には、尊重義務の遵守を上場審査における適格性の要件とする。

尊重義務遵守の観点で検討に時間を要する事項

- ライツプラン
 - 株主の総体的意思により廃止又は不発動となる措置が設けられていないもの（一回の定時株主総会で取締役会の過半数を支配することを困難にする方策を採っているものを含む）
 - 公正で中立的な判断が可能な委員会等の判断を経て発動等の決定を行うこととされており、発動の条件又は判断基準が明示されていないもの
 - 発動の決定がなされ、株式の割当を受けろべき株主が確定した後においても、なお発動が中止される可能性があるので、当該可能性及びその条件等について適時開示資料において言及されていないもの
 - 事前警告（大量買付ルールの設定）
 - 大量買付ルールの内容がわかりやすく開示されていないもの
 - 種類株式等の発行
 - 上場株式の株主の議決権が制限される可能性や財産権が毀損される可能性がある場合
- ※ 株主総会決議を経て導入する場合など、買収防衛策の適正さを高める特段の事情がある場合には、それを考慮します。

適時開示ルール

- 買収防衛策の導入又は発動に伴う新株又は新株予約権の発行については、発行価額の大小にかかわらず開示を要する。
 - 従来の要件では、発行価額の総額が1億円未満の場合には、基本的に開示を要しないこととされていましたが、ライツプランで行使価額が1円の新株予約権を買収者以外の全ての株主に無償で割り当てる場合や、取締役の選解任について種類株主総会の承認を要するとする拒否権付種類株式を1株だけ特定の者に割り当てる場合などに対応し、この軽微基準を改めました。
- ※ いわゆる事前警告型の買収防衛策や条件決議型の買収防衛策の導入など、導入時点では新株又は新株予約権の発行を伴わない買収防衛策の導入については、当該情報が投資者の投資判断に重大な影響を与えない場合を除き、開示が義務付けられます。
- ※ 買収防衛策を導入していない会社が有事の段階で講じる買収防衛を目的とした企業行動については、内容の如何にかかわらず基本的に開示が求められます。

株主の権利の不当な制限

上場廃止基準

- 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認めた場合において、6か月以内に当該状態が解消されないときには、上場を廃止する。
- これに抵触する場合として、以下の3つの場合を例示している。
 - 随伴性のないライツプランの導入
 - デッドハンド型のライツプランの導入
 - 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に係る決議又は決定（会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容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ないと東証が認める場合を除く）

上場審査基準

- 「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていないこと」を上場審査における適格性の要件とする。

定款の変更に係る上場制度

定款の変更に係る適時開示等

適時開示

- 上場会社の業務執行を決定する機関が「定款の変更」を行うことを決定した場合には、適時開示規則に基づく開示を要する。
- ただし、当該定款変更の理由が法令の改正等に伴う記載表現のみの変更、本店所在地の変更のいずれかに該当する場合には開示を要しない。

定款の公衆縦覧

- 上場会社は、定款の変更を行った場合、変更後の定款を遅滞なく電子ファイルにより東証に提出しなければならない。また、当該定款を東証が公衆縦覧に供することに同意するものとする。
- 全ての上場会社の最新の定款の全文を、電子ファイルの形式で東証のホームページに常時掲載し、株主・投資者がこれを常時閲覧し、その内容を知ることができるようにします。
- 施行日において現に上場会社である会社は、平成18年5月31日(2月決算会社及び3月決算会社)にあっては同年7月31日)までに、定款を電子ファイルで提出するものとしています。

コーポレート・ガバナンス報告制度 (参考)

今後の取組みのあり方

- 最近の経済、社会情勢の変化

(背景) 定款自治の拡大による企業経営の自由度の高まり
株式持合い解消、外国資本の流入（もの言う株主が増加）
企業不祥事の頻発、敵対的買収防衛策の導入の動き

➡ 上場会社に対する期待の高まり

- ・ 株主、投資者を重視し、社会的責任にも配慮した行動が求められる

- 東京証券取引所としての考え方

- ・ 市場開設者として、一定のリーダーシップを発揮

➡ 上場会社に対する期待の実現に向けた慣行の定着及びより高い水準への改善を強く要望し、その内容を規範化、明確化する方向

- 新たな取組み：コーポレート・ガバナンスに関する開示制度の充実
(06年3月～)

- ・ 「ディスクロージャーに関する経営者の責任ある取組み姿勢の確保」、
「独立性ある社外の人材の適切な活用」を当面の東証の目標として設定
- ・ 上場会社によるコーポレート・ガバナンス報告書の作成・開示へ

コーポレート・ガバナンス報告書の概要

決算短信における
ガバナンス情報開示



コーポレート・ガバナンス報告書による開示

現状の問題点

- 決算短信での記載内容は各社の裁量に委ねている
- 決算短信ではガバナンス情報を他の情報と一緒に開示
- ◆ 比較可能性に乏しい
- ◆ 投資家からのチェックが機能しにくく、会社の評価にもつながりにくい



報告書のポイント

- 組織運営、各種機能等について現状の体制を採用している理由等の記載を求める
 - 現状のガバナンス体制に対する考え方などのより詳細な説明を促し、会社のアピールと投資家への説明責任の調和を図る
- 定着しつつある施策を中心に選択回答項目を新設
 - 比較可能性を高めるとともに、従来のアンケート調査を廃止
- その他ガバナンス関連情報の追加・充実
 - 新たな情報を追加するほか、従来の項目を細分化し記載ポイントを明確化することで、各社の体制をより明らかにする
(例) 内部統制システムに関する基本的な考え方及びその整備状況についての記載を求める。
- 報告・公表方法を工夫
 - 東証ホームページへの常時掲載(06年6月初旬を目的)により投資家の比較可能性を高め、企業の負担軽減の観点から変更箇所のみを修正し、差し替える方向へ

配付資料一覧

中東委員報告分

- 資料 1 内閣府 経済社会総合研究所 M&A研究会（座長：落合誠一教授）
「わが国企業の M&A 活動の円滑な展開に向けて」 2004. 9. 16
<http://www.esri.go.jp/jp/mer/houkoku/0409sassi00.pdf>
- 資料 2-1 経済産業省企業価値研究会(座長：神田秀樹教授)「企業価値報告書」
2005. 5. 27
<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf>
- 資料 2-2 経済産業省企業価値研究会（座長：神田秀樹教授）「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」 2005. 11. 10
<http://www.meti.go.jp/press/20051110002/3-ronntennkoukai-set.pdf>
- 資料 2-3 経済産業省企業価値研究会（座長：神田秀樹教授）「企業価値基準を実現するための買収ルールのある方に関する論点」 2005. 12. 15
<http://www.meti.go.jp/press/20051215010/3-ronntennkoukai-honnbunn-set.pdf>
- 資料 3 経済産業省＝法務省「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」 2005. 5. 27
<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>
<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/4-shishinn-kaisetsu-set.pdf>
- 資料 4-1 金融庁金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ（座長：岩原紳作教授）「公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理」 2005. 12. 9
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/tob/f-20051209-2.pdf
- 資料 4-2 金融庁金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について」 2005. 12. 22
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/c.pdf
- 資料 5-1 東京証券取引所「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」 2005. 4. 21
http://www.tse.or.jp/news/200504/050421_a.pdf
- 資料 5-2 東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」 2005. 11. 22
http://www.tse.or.jp/news/200511/051122_a.pdf
- 資料 5-3 東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（パプコメ）」 2006. 1. 24
<http://www.tse.or.jp/guide/comment/060124jojo.pdf>
- 資料 5-4 東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正」 2006. 2. 21
<http://www.tse.or.jp/guide/interview/060221s.pdf>

- 資料 6 日本経済団体連合会/M&Aに関する懇談会「東京証券取引所『買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）』へのコメント」 2005. 12. 2
<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2005/091.html>
- 資料 7 自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会「公正なM&Aルールに関する提言」 2005. 7. 7
<http://www.jimin.jp/jimin/seisaku/2005/pdf/seisaku-006.pdf>
- 資料 8 証券保管振替機構「株式分割の効力発生日についてのお願い」 2005. 6. 10
<http://www.jasdec.com/download/issue/050610.pdf>
- 資料 9-1 金融庁「法律案要綱（抜粋）」
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/02/youkou.pdf>
- 資料 9-2 証券取引法等の一部を改正する法律案（抜粋）
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/02/hou/index.html>
- 資料 9-3 同「新旧対照表（抜粋）」
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/02/sinkyuu.pdf>
- 資料 10-1 Ontario Securities Act（オンタリオ州証券法）
- 資料 10-2 Ontario Securities Commission Rule 61-501
Insider Bids, Issuer Bids, Business Combinations and Related Party Transactions（オンタリオ州証券取引委員会規則 61-501）
- 資料 10-3 Ontario Securities Commission Rule-making in Ontario「オンタリオ州証券取引委員会『オンタリオ州におけるルール・メイキング』」
- 資料 10-4 Canadian Securities Administrators (CSA), Introduction to the Numbering System
- 資料 10-5 Ontario Business Corporations Act（オンタリオ州事業会社法）

東京証券取引所報告分

- 資料 11 ライツ・プラン（西濃運輸）「信託型ライツ・プラン導入のための新株予約権の発行について」 2005. 5. 17
http://www.seino.co.jp/seino/news/pdf/20050517_news_lights.pdf
- 資料 12 “ 「信託型ライツ・プランに関するQ&A」
http://www.seino.co.jp/seino/news/pdf/shintaku_qa.pdf
- 資料 13 ライツ・プラン(エーザイ)「当社企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針について」 2006. 2. 28
<http://www.eisai.co.jp/news/news200609pdf.pdf>
- 資料 14 事前警告（松下電器産業）「当社株式の大規模な買付行為に関する対応方針（ESVプラン）について」 2005. 4. 28
<http://panasonic.co.jp/corp/news/official.data/data.dir/jn050428-9/jn050428-9.html>
- 資料 15 “ 「ESVプランについてのご質問と当社の回答」
<http://ir-site.panasonic.com/jp/esv/>

証券取引法研究会メンバー

(平成 18 年 4 月 1 日現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局投資サービス法（仮称）
		法令準備室長
〃	永 井 智 亮	野村証券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神 山 正 文	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

証券取引法研究会編

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

証券取引法研究会国際部会訳編

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

当研究所訳編

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

第2号 システム障害と損失補償問題

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

第4号 証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)

第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向—投資商品、証券業務の範囲を中心として—

B5判 110頁 525円 送料210円(2005年7月)

第6号 近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に—

B5判 62頁 525円 送料210円(2005年7月)

第7号 プロ・アマ投資者の区分—金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—

B5判 82頁 525円 送料210円(2005年9月)

第8号 目論見書制度の改革

B5判 112頁 525円 送料210円(2005年11月)

第9号 投資サービス法(仮称)について

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年11月)

第10号 委任状勧誘に関する実務上の諸問題—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年11月)

第11号 集団投資スキームに関する規制について—組合型ファンドを中心に—

B5判 102頁 525円 送料210円(2005年12月)

第12号 証券仲介業

B5判 65頁 525円 送料210円(2006年3月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申込み下さい。
当研究所の出版物案内はホームページ <http://www.jsri.or.jp/> でご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第13号
敵対的買収に関する法規制

平成18年5月15日

定価（本体500円＋税）

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>