

【買収への対応方針の導入等に係る上場制度の概要】

1. 基本的な考え方

買収への対応方針の導入等については、当然のことながら、適法性やいわゆる企業価値基準（企業価値を向上させる買収を排除せず、企業価値を毀損する買収は忌避できるような買収への対応方針のあり方）に照らした妥当性等を十分に検討のうえ行われるものと思われませんが、これらに加え、上場会社は、買収への対応方針の導入時点の株主のみでなく、潜在的投資者を含む幅広い投資者層の投資対象であり、投資者保護の観点から買収への対応方針に関して十分な配慮が求められます。東証では、こうした観点から、国際的な動向を踏まえつつ、買収への対応方針の導入等に係る上場制度を整備しています。

【用語の定義】

| 用語 | 定義 |
|--------------------------|--|
| 買収 | ・ 主に、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を得る行為 |
| 買収への対応方針 | ・ 上場会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせずに差別的な行使条件・取得条項付きの新株予約権の無償割当等を行うことにより当該上場会社に対する買収に対抗する旨を定めた対応の方針 |
| 買収への対抗措置 | ・ 買収への対応方針で定めた新株予約権の無償割当等具体的な行為 |
| 導入 | ・ 買収への対応方針の具体的内容を決定すること |
| 発動 | ・ 買収への対抗措置を実行すること |
| (買収への対応方針又は買収への対抗措置の) 廃止 | ・ 買収への対応方針を撤回すること又は発動された買収への対抗措置を取り止めること |
| 平時 | ・ 特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識していない段階 |
| 有事 | ・ 特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識して以降の段階 |
| 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への対抗措置 |

※ （買収への対応方針又は買収への対抗措置の）廃止、ライツプランを除き、経済産業省による「企業買収における行動指針」と同じ定義です。

※ 「買収への対応方針」は、平時導入・有事導入の買収への対応方針の双方を含みます。

※ 上場制度上の「買収への対応方針」の定義には、事前警告型の買収への対応方針が含まれます。また、定款の定めについてもその内容によっては買収への対応方針に該当する場合があります。

2. 概要

(1) 適時開示

上場会社の業務執行を決定する機関が新株又は新株予約権の発行（自己株式又は自己新株予約権を引き受ける者の募集を含む。）を行うことについての決定をした場合には、上場規程に基づき、その内容を開示することが義務付けられていますが、買収への対応方針の導入又は買収への対抗措置の発動に伴う発行に関しては、適時開示上の軽微基準が設けられていません。

事前警告型の買収への対応方針や条件決議型の買収への対応方針の導入など、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への対応方針の導入についても、当該情報が投資者の投資判断に重大

な影響を与えないと判断される場合を除き、開示が必要となります。また、(平時導入の買収への対応方針に関して) 具体的に買収者が出現した場合、買収への対応方針に基づき、買収への対抗措置を発動した場合、又は買収への対応方針や買収への対抗措置を廃止した場合にも、「開示事項の経過」として開示してください。また、買収への対応方針の内容の変更を行った場合も、「開示事項の変更」として開示してください。

※ 買収への対応方針の導入の開示にあたっては、当該買収への対応方針の内容を投資者が適切に理解・判断できるよう記載してください。また、開示上の注意事項に掲げた開示すべき内容に限らず、当該買収への対応方針の内容を投資者が適切に理解・判断するために重要な内容も記載してください。なお、最初の開示時点において決定できない内容がある場合には、決定次第「開示事項の経過」として追加の開示を行ってください。

(2) 遵守事項

上場会社は、買収への対応方針を導入(買収への対応方針の具体的内容を決定することをいう。)する場合は、以下の4つの事項を遵守することが義務付けられています。

【上場規程第440条】

① 開示の十分性

買収への対応方針に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと

: 買収への対応方針の適時開示にあたっては、株主による買収への対応方針に対する賛否の判断及び投資者による投資判断のための十分な基礎となる情報を提供することが必要となります(開示上の注意事項に関しては、「3.(2)」をご覧ください)。

② 透明性

買収への対抗措置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

: 買収への対抗措置の発動及び廃止の条件が、経営者の判断に依存するものである場合には、その判断過程が不透明であることなどにより、経営者によって発動・廃止等が恣意的に決定されるおそれがあります。これは、企業価値基準の観点から不相当であるのみならず、投資者に対して十分な投資判断材料が与えられないこととなり、投資者は会社の動向に関して不透明な状態での売買を強いられる結果となります。そのため、買収への対抗措置の発動及び廃止の条件は、経営者の恣意的な判断に依存するものでないことが求められます。

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への対応方針でないこと

: 買収への対応方針の内容そのものに、株価形成を著しく不安定にする、投資者の保有している株式の価値を低下させるなどの要素がないことが求められます。

④ 株主の権利の尊重

株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収への対応方針であること

： 買収への対応方針には様々な形態が考えられますが、そのなかには、買収者を含む株主の議決権の構造を変更する方法や、議決権以外の財産権の毀損を伴う方法もあります。そのため、買収への対応方針の導入にあたっては、株主の権利内容及びその行使に配慮することが必要となります。

(3) 遵守事項に反する旨の公表

東証では、買収への対応方針の導入に係る遵守事項の実効性を確保するため、上場会社及び新規上場申請者に対して以下のような対応を講ずることとしています。

① 遵守事項に反する旨の公表

東証は、上場会社が遵守事項を尊重していないと認める場合には、その旨を公表することができます。東証は、この認定については、買収への対応方針の内容及びその開示状況を総合的に勘案して行います。

【上場規程第508条第1項第2号】

② 新規上場審査

新規上場申請者が買収への対応方針を導入している場合には、上場規程第440条各号に掲げる事項を遵守していることを上場審査における適格性の要件とします。

【上場審査等に関するガイドライン II 6.(1)b等】

(4) 株主の権利の不当な制限に係る上場廃止等

東証では、買収への対応方針の導入に係る遵守事項の実効性を確保するため、上場会社及び新規上場申請者に対して以下のような対応を講ずることとしています。

① 上場廃止

東証は、上場会社について、「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して施行規則に定める」場合には、その上場を廃止するものとしています。

【上場規程第601条第1項第15号】

※ 当該上場廃止基準の対象となる行為は、遵守事項に反する旨の公表措置とは異なり、買収への対応方針の導入に限られるものではありません。

「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して施行規則に定める」場合とは、上場会社が次に掲げる行為を行っているとして東証が認めた場合その他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をいいます。

【施行規則第601条第12項】

随伴性のないライツプランの導入

ライツプランのうち、行使価額が株式の時価より著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対し割り当てておくものの導入（実質的に買収への対抗措置の発動の時点の株主に割り当てるために、買収への対応方針の導入時点において暫定的に特定の者に割り当てておく場合を除く。）

： このような随伴性のないライツプランが実際に発動されると、新株予約権の割当日より後に株

式を取得した株主については、買収者であるか否かにかかわらず、保有している株式の希薄化による著しい損失を被ることになります。また、実際に発動されないまでも、発動が懸念される状況が生じた際には、株式の価格形成が極めて不安定となることが想定されます。そのため、このような随伴性のないライツプランの導入は、株価形成を著しく不安定にするおそれがあるとともに、株主の財産権を不当に毀損するものとして、上場廃止の対象となります。

他方、いわゆる信託型ライツプランでは、新株予約権が当初信託銀行に対して発行され、買収者が出現し、所定の発動事由が充足された後にはじめて、信託銀行から発動の際の株主に対して交付される仕組みであり、その結果、新株予約権の発行後に株主となった者も含め、発動の際の株主は等しく新株予約権の交付を受けられます。このような実質的に随伴性が確保されたライツプランの導入は、事前警告型や条件決議型など導入時点で新株予約権の発行を伴わない買収への対応方針と随伴性の点で差異がないので、「随伴性のないライツプランの導入」による上場廃止の対象とはなりません。

デッドハンド型のライツプランの導入

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

： いわゆるデッドハンド型のライツプランについては、企業価値防衛指針において、企業価値を向上する買収提案さえも実現しない、企業価値基準に反する買収への対応方針であるとされています。東証の上場制度上も、このような買収への対応方針を導入している会社の株式は、事実上経営者を交代させるという株主の権利の行使が不当に制限された状態にあるものとして、上場廃止の対象となります。

拒否権付種類株式の発行

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、権利内容及び割当対象者の属性その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除く。）

※ 持株会社である上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付種類株式（会社法第108条第1項第8号）又は取締役選任権付種類株式（会社法第108条第1項第9号）を当該上場会社以外の者を割当先として発行する場合において、当該種類株式の発行が当該上場会社に対する買収の実現を困難にする方策であると東証が認めるときは、当該上場会社が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拒否権付種類株式を発行するものとして取り扱う。

： 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拒否権付種類株式の発行は、取締役の選解任などの株主にとって重要な権利を不当に制限するものなので、当該発行に係る決議又は決定は、上場廃止の対象となります。

ただし、「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少ないと東証が認める場合」には、例外的にその発行が許容されます。この要件に該当する可能性がある場合としては、民営化企業が、その企業行動が国の政策目的に著しく矛盾することがないよう、国を割当先として拒否権付種類株式を発行する場合がありますが、具体的には事前相談において、個別の事案ごとに判断することとします。

また、持株会社である上場会社については、その子会社が拒否権付種類株式又は取締役選任権付種類株式を上場会社以外の者に対して発行する場合も、上場廃止基準の対象となる可能性があ

るため、このような子会社による株式の発行を検討する際、必ず東証まで事前相談を行うようにしてください。また、実際にこのような株式を子会社が発行する場合には、直ちに東証に通知しなければならないこととしています。

【施行規則第418条第20号】

※ 既上場会社が新たに拒否権付種類株式を発行する場合には、既存の一般株主の利益が侵害されるおそれが大きいため、上場廃止に係る規定の例外の適用は慎重に行います。

議決権制限株式への変更

株主総会において議決権を行使できる事項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制限のある種類の株式への変更に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除く。）

： 上場株券をいわゆる議決権制限株式に変更する場合であって、制限する議決権の内容が取締役の過半数の選解任その他の重要な事項である場合には、当該事項に係る株主の議決権を不当に制限しているといえるため、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除いて、上場廃止の対象となります。

上場株券等より議決権の多い株式の発行

上場株券等より議決権の多い株式の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認めるものに限る。）

： 上場株券より議決権の多い株式（取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券より低い株式をいいます。）で株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認めるものの発行は、上場廃止の対象となります。

議決権の比率が300%を超える第三者割当

議決権の比率が300%を超える第三者割当に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除く。）

： 第三者割当を行う場合において、希薄化率が300%を超えるときは、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除き、上場廃止の対象となります。

※ なお、議決権の比率の計算方法等については、施行規則第435条の2に規定されています。詳細は、【第三者割当に係る上場制度の概要及び実務上の留意事項】をご参照ください。

議決権を失う株主が生じることとなる株式併合

株主総会における議決権を失う株主が生じることとなる株式併合その他同等の効果をもたらす行為に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認めるものに限る。）

： 株主総会における議決権を失う株主が生じることとなる株式併合その他同等の効果をもたらす行為を行う場合であって、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと東証が認めるものは、上場廃止の対象となります。

② 新規上場審査

「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します。

【上場審査等に関するガイドライン II 6. (1) a 等】

上場会社の組織再編に係る新設会社等の簡易な上場審査においては、上場時において、上場銘柄が上場規程第601条第1項第15号に規定する「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並びに同項第19号及び第20号」に該当しないこととなる見込みがあることを要することとしています。

【上場規程第209条第2号等】

3. 注意事項

(1) 事前相談の必要性

東証は、上場会社が導入する買収への対応方針に関して、遵守事項に反すると認める旨の公表措置を講ずることや当該上場会社の株券の上場を廃止する場合があります。こうした措置を講ずるか否かの判断にあたっては、個別の事案ごとの内容及び開示の状況を総合的に勘案することとしています。これは、買収への対応方針に関しては今後の実務の一層の進展が予想され、個別の事案ごとの内容や開示の状況に応じた柔軟な対応を行うことが必要となると考えられるためです。

このような柔軟な対応を円滑に実施できるよう、買収への対応方針を導入することの決定・開示に先立って、十分な時間的余裕を持って必ず東証まで事前相談を行うようにしてください。上場会社が事前相談を怠った結果、東証において十分な検討期間が確保できない場合には、買収への対応方針の導入を延期するようお願いする場合があります。なお、こうした事前相談は、買収への対応方針を新たに導入する場合だけでなく、既に導入した買収への対応方針の内容を変更する場合についても同様に行うようにしてください。

事前相談は、開示予定の資料をあらかじめ提示したうえで行うこととしています。上場会社が買収への対応方針の導入の決定・開示を行う場合には、公表予定日の3週間前までに（いわゆる有事導入において、時間的余裕がない場合も、準備が整い次第速やかに）、必ず東証の上場会社担当者まで開示資料（案）をメールにてご送付ください。ただし、前例のないスキームを検討されている場合や遵守事項などの関係で懸念事項がある場合などには、さらに十分な時間的余裕を持って事前相談を行うようにしてください。

(2) 開示事項及び開示・記載上の注意

買収への対応方針の導入・買収への対抗措置の発動に伴う株式又は新株予約権を引き受ける者の募集を行うことについての決定をした場合は、通常の開示事項に加え、買収への対応方針導入の目的や、買収への対抗措置の発動を決定するに至った経緯及び理由などを記載することが必要となります。本項目の詳細は、「第2編第1章1. 特例② 買収への対応方針の導入・買収への対抗措置発動に伴う株式又は新株予約権を引き受ける者の募集の場合」をご参照ください。

(3) 買収への対応方針に関するその他の注意事項

事前相談においては、遵守事項を踏まえ、買収への対応方針の類型ごとに以下の事項について判断に時間を要すると考えています。ただし、株主総会決議を経て導入する場合など、買収への対応方針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。

① ライツプラン

○ 株主の総体的意思

買収への対抗措置の廃止又は不発動の判断にあたって株主の意思（個々の株主の意思ではなく、株主総会決議によって示されるような総体的な株主意思）が反映される仕組みになっていることは、買収への対応方針の適切な運用の観点から非常に重要です。

そこで、事前相談にあたっては、ライツプランがデッドハンド型に該当しないかどうかに加え、取締役の選解任に関する株主総会の決議要件や取締役の任期などの確認を通じて、1回の株主総会で取締役の過半数を支配することが困難となっていないか、開示資料等により確認します。

○ 発動等の判断の枠組み

発動等の判断については、経営者の恣意的な判断に依存する不透明なものでないことが求められます。ライツプランの発動及び廃止又は不発動の実質的な判断主体（独立委員会等の勧告に基づいて取締役会が決定する場合における当該独立委員会等を含みます。）の判断の公正性・中立性は、投資者にとって非常に重要な情報です。

そこで、当該判断主体について、経営者からの独立性、専門性（企業価値に関する知識の不足を補うための専門家の関与や独立調査権限等を含みます。）、会社に対する責任（たとえば委員会における取締役・監査役と社外有識者との構成割合など）といった事項が、開示資料に十分に記載されているかについて確認します。また、判断主体の公正性・中立性が上記の手続によって十分に確認できない場合には、客観的な発動及び廃止又は不発動の条件や判断基準が開示資料に記載されているかについて、確認します。

○ 流通市場に与える影響

買収への対応方針は、株式の価格形成を著しく不安定にする等、投資者に不測の損害を与える要因を含まないことが求められます。

ライツプランの発動の決定がなされ、株式の割当を受ける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場合には、割当対象株主が確定した後の株式の価格形成が不安定になるおそれがありますが、買収者との対等な交渉を実現するというライツプランの目的に照らすと、発動の決定後に買収が中止された場合や買付条件の引上げにより両社が合意に至った場合に発動を中止できることには、企業価値・株主利益向上の観点から意義があるので、このような可能性がある場合にはその旨の開示が十分になされていることを、事前相談によって確認します。また、株価形成を不安定にするその他の要因がスキームに内在しないかどうかについても確認します。

② 事前警告（大量買付ルールの設定）

いわゆる事前警告型の買収への対応方針では、買収者が遵守すべきルール（買収者に関する情報の提供やその手続等を定めたルール）を上場会社が独自に定め、将来の買収者に対してその遵守を求める場合があります。このような買収への対応方針の開示にあたっては、当該ルールの合理性についての株主・投資者の判断に資するため、当該ルールの内容がわかりやすく開示されることが求められます。

具体的なルールの内容は、ルールの運用主体、提出情報の内容や提出等の手続、買収者が大量買付ルールを守った場合・守らなかった場合それぞれの会社の対応などであり、これらのルールの内容が開示資料にわかりやすく記載されているかについて確認するとともに、ルールの合理性（株主・投資者に対する情報提供の観点からみて過剰な情報を求めているか、検討期間が過度に長期となるおそれはないか、ルール違反に対する対抗措置が過剰ではないか等）に関する説明が十分になされているかについて、確認します。

なお、大量買付ルールの事前警告を設定した買収への対応方針であっても、対抗措置としてライツプランに相当する措置（すなわち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

権の株主割当等)を将来行う可能性があるものについては、その態様に応じて、その旨と前記①に準拠した事項を開示することが必要となります。

③ 種類株式等の発行

種類株式又は新株予約権の発行により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については、株主の権利の尊重が図られているかを判断する必要から、所要の審査のために十分な時間的余裕を持って東証まで事前相談を行うようにしてください。

(4) 株主の権利の不当な制限に関する注意事項

買収への対応方針の導入に限らず、上場会社が企業行動を行うにあたっては、株主の権利内容又はその行使の不当な制限とならないよう配慮することが求められます。

○ 継続保有を行使条件とする新株予約権の無償割当て

株式の継続保有を行使条件とする大規模な新株予約権の株主への無償割当てについては、新株予約権無償割当てを受けた株主の株式売却行為を事実上困難にし、株式の価格形成が極めて不安定となることが想定されることなどから、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判断される可能性が高いと考えられます。