

# 企業行動規範の見直し

東京証券取引所 上場部

2024年 3月22日



- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

I. 企業行動規範の全体像	P3
II. 上場会社の責務に関する最近の議論	P13
III. 最近の企業行動の状況	P18
1. M & A等の状況	P18
2. 独立社外取締役の選任等の状況	P28
3. 第三者割当増資の状況	P34
IV. ご議論いただきたい事項	P38

- 企業行動規範は、証券市場の構成員であり、多くの一般株主を抱える上場会社に対して、上場会社として責任ある行動を求めるものとして2007年に制定
  - 流通市場の機能発揮や株主の権利を阻害するような企業行動が発生していたことを踏まえ、そうした企業行動を規制するための事項を中心に、段階的に規定してきた経緯
- 2015年には、コーポレートガバナンス・コードを策定し、企業行動規範において、その尊重やコンプライ・オア・エクスプレインを規定

2006年



## 会社法施行

- 従来、取引所による上場会社への規律づけは、会社情報の適時開示の履行義務が中心
- 会社法における自由化や規制緩和等が進み、企業行動の自由度が格段に高まる中で、流通市場の機能発揮や株主の権利を阻害するような企業行動が発生（MSCB等の乱用による株主価値の希薄化等）

2007年



## 企業行動規範の制定

- 上場会社の一般的な行動規範として、流通市場の機能及び株主の権利の尊重を定めるとともに、上場会社に対して責任ある行動を求める事項を個別に規定（以後、段階的に内容を拡充）

2009年



## 企業行動規範の体系整備

- 企業行動規範を「遵守すべき事項」と「望まれる事項」に区分して再構成

2015年



## コーポレートガバナンス・コードの策定

- コーポレートガバナンス・コードを上場規則の別添として策定（企業行動規範において、コンプライ・オア・エクスプレインを義務付け）

## 東京証券取引所 上場制度整備懇談会中間報告（2007年3月27日）

従来は、上場会社は自らの判断により企業行動を律すべきであるという考え方にに基づき、東証としては基本的には上場会社の企業行動には関与しないこととしてきた。現行の東証の上場規則では適時開示が上場会社の規律の中心に位置付けられており、適時開示以外の企業行動に関する規則は、非常に限られている。

しかし、**会社法その他の法令等における自由化や規制緩和、世界的なレベルでの競争の激化、そして証券市場の役割と重要性の一層の増大という近年の環境変化の中で、市場機能の発揮を阻害するような企業行動が見られるようになり、市場開設者である東証としても、株主・投資者保護の観点から適切な対応が求められている。**

(中略)

市場開設者である東証は、会社情報の開示の充実に加え、株主・投資者保護及び公正かつ健全な市場の運営という観点から、**自由な企業行動を過度に制約しないよう留意しつつ、企業行動に関する行為規範を制定し、企業に適切な対応を求めることが適当**である。

そこで、上場会社に対して、従来の適切な適時開示の履行義務に加えて、**上場会社としての一般的な規範として、流通市場の機能及び株主・投資者の権利を尊重すべき旨を明確化するとともに、証券市場の構成員としての責任ある行動を求める事項を企業行動に関する行為規範として明記する方向で上場制度の整備を行うべき**と考えられる。

- 上場会社として守るべき事項を定める「遵守すべき事項」と上場会社に対して推奨する事項を定める「望まれる事項」から構成

## 遵守すべき事項

- 第三者割当に係る遵守事項（独立した者による意見入手や株主の意思確認手続き）
- 流通市場の混乱又は株主の利益の侵害をもたらすおそれのある株式分割等の禁止
- M S C B等の発行に係る遵守事項（買受人による転換又は行使の制限）
- 書面による議決権行使等
- 上場外国会社における議決権行使を容易にする環境整備
- 独立役員の確保（1名以上）
- コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明
- 上場内国会社の機関（①取締役会、②監査役会or監査等委員会or指名委員会等、③会計監査人の設置）
- 社外取締役の確保（1名以上）
- 公認会計士等（金商法上の監査人と会社法上の会計監査人の一致）
- 業務の適正を確保するために必要な体制整備の決定、構築・運用
- 買収防衛策の導入に係る遵守事項（開示の十分性、透明性、流通市場への影響、株主の権利の尊重）
- M B Oの開示に係る遵守事項（必要かつ十分な適時開示）
- 支配株主との重要な取引等に係る遵守事項（利害関係を有しない者による意見の入手、必要かつ十分な適時開示）
- 内部者取引の禁止
- 反社会的勢力の排除
- 流通市場の機能又は株主の権利の毀損行為の禁止

## 望まれる事項

- 望ましい投資単位の水準への移行及び維持に係る努力（50万円未満）
- コーポレートガバナンス・コードの尊重
- 取締役である独立役員の確保（1名以上）
- 独立役員が機能するための環境整備
- 独立役員等に関する情報の提供（株主総会における議決権行使に資する方法による提供）
- 女性役員の選任（プライム市場の女性役員比率に関する数値目標）
- 議決権行使を容易にするための環境整備
- 無議決権株式の株主への交付書類
- 内部者取引等の未然防止に向けた体制整備
- 反社会的勢力排除に向けた体制整備等
- 会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制整備
- 決算内容に関する補足説明資料の公平な提供

- 企業行動規範の遵守すべき事項に違反した場合は、**実効性確保措置の対象**となる一方、**望まれる事項**については、**実効性確保措置の対象外**
  - ※ ただし、望まれる事項の一部規定は、コーポレート・ガバナンス報告書等で、会社の考え方や取組状況の開示を求めている

## 企業行動違反と実効性確保措置の関係

		実効性確保措置
企業行動 規範	遵守すべき事項	対象
	望まれる事項	対象外

## 望まれる事項のうち開示が求められている規定

望まれる事項	開示が求められている内容
望ましい投資単位の水準への移行及び維持に係る努力	投資単位の引下げに関する考え方及び方針等の適時開示（年1回）
反社会的勢力の排除に向けた体制整備等	C G 報告書で、反社会的勢力排除に向けた基本的な考え方とその整備状況を開示
取締役である独立役員の確保（1名以上）	独立役員届出書、C G 報告書で独立者社外取締役の選任状況を開示
独立役員が機能するための環境整備	C G 報告書で、社外取締役（社外監査役）のサポート体制を開示
議決権行使を容易にするための環境整備	C G 報告書で、株主総会の活性化及び議決権行使の円滑化に向けての取組み状況を開示
会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制整備	財務会計基準機構への加入状況等に関する適時開示（年1回）

- 企業行動規範の制定後、当該規範の実効性確保については、**従来の上場廃止を前提とする方法とは異なる次元での対応を原則とすべき**との整理のもと、**実効性確保措置の多様化を段階的に実施**
- 現在は、遵守すべき事項への違反に関しては、**改善措置として、改善報告書の徴求や特別注意銘柄への指定、ペナルティ的措置として、公表措置や上場契約違約金の徴求**といった実効性確保措置の対象となりうる

## <遵守すべき事項への違反に対する実効性確保措置の種類>

### 改善措置

#### 改善報告書の徴求

- 改善の必要性が高いと認められる場合に上場会社にその経過及び改善措置を記載した改善報告書の提出を求める

#### 特別注意銘柄への指定

- 内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められる場合に、当該上場会社が発行者である上場株券等を指定  
(改善されなかった場合は上場廃止)

### ペナルティ的措置

#### 公表措置

- 必要と認めるときは、その違反行為についてJPXウェブサイトにて公表

#### 上場契約違約金

- 東証市場に対する株主・投資家の信頼を棄損したと東証が認める場合に、上場会社に対して上場契約違約金の支払いを請求

- 企業行動規範とコーポレートガバナンス・コードの原則には、一部**内容の重複する項目**が存在するものの、これまでは**両者の対象や建付けの違いも踏まえ、双方の内容を維持**

## 対象の違い

- **企業行動規範**は、基本的に**全市場区分の上場会社が対象**なのに対して、**コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレイン**は**市場区分によって範囲が異なる**
  - コーポレートガバナンス・コードでは、**グロース市場は基本原則のみ**の適用

	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
企業行動規範 (遵守すべき事項・望まれる事項)	適用 (プライム向け規範を含む)	適用	適用
コーポレートガバナンス・コード (コンプライ・オア・エクスプレイン)	全原則適用 (プライム向け原則を含む)	全原則適用 (プライム向け原則を除く)	基本原則のみ適用

## 建付けの違い

- 企業行動規範は、遵守すべき事項については**遵守する義務**、望まれる事項については、**努める義務がある**のに対し、コーポレートガバナンス・コードは、**エクスプレインした場合には、遵守する又は努める義務はない**

		建付け
企業行動規範	遵守すべき事項	遵守が必要
	望まれる事項	努めることが必要
コーポレートガバナンス ・コード		コンプライ・オア・エクスプレイン (遵守または説明が必要)

# (ご参考) コーポレートガバナンス・コードとの主な重複①

## 企業行動規範 (望まれる事項)

## コーポレートガバナンス・コード

### 第445条の4

上場会社は、**取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保**するよう努めなければならない。

- ※ 遵守すべき事項においても、**独立役員**の**1名以上の確保**（第436条の2）、**社外取締役の1名以上の確保**（第437条の2）を規定

### 【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、**プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべき**である。

また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、**過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき**である。

### 第445条の5

上場会社は、**独立役員が期待される役割を果たすための環境を整備**するよう努めるものとする。

- ※ 2010年に公表した『独立役員に期待される役割』では、
- ・独立役員への適時適切な情報伝達体制の整備
  - ・社内部門との連携
  - ・補助する人材の確保
- が例示されている。

### 【原則4-12. 取締役会における審議の活性化】

取締役会は、社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を尊ぶ気風の醸成に努めるべきである。

### 【原則4-13. 情報入手と支援体制】

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、**上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべき**である。取締役会・監査役会は、**各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されている**かどうかを確認すべきである。

### 【原則4-14. 取締役・監査役のトレーニング】

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、**上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべき**であり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

# (ご参考) コーポレートガバナンス・コードとの主な重複②

## 企業行動規範 (望まれる事項)

## コーポレートガバナンス・コード

### 第446条

上場会社は、**株主総会における議決権行使を容易にするための環境整備**として以下を行うよう努めるものとする。

- ・ **総会集中日の回避** (⇒原則 1 - 2 ③)
- ・ **招集通知の早期発送** (⇒原則 1 - 2 ②)
- ・ 招集通知・参考資料等を総会の日前より **早期に電子提供** (⇒原則 1 - 2 ②)
- ・ **招集通知等の英訳作成** (⇒原則 1 - 2 ④)
- ・ 株主（実質的な株主を含む）の **電磁的方法による議決権行使** (⇒原則 1 - 2 ④)
- ・ その他議決権行使を容易にするための環境整備

### 【原則 1 - 2. 株主総会における権利行使】

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、**株主総会における権利行使に係る適切な環境整備**を行うべきである。

### 補充原則

- 1 - 2 ① 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。
- 1 - 2 ② 上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその**早期発送**に努めるべきであり、また、**招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべき**である。
- 1 - 2 ③ 上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点から、**株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定**を行うべきである。
- 1 - 2 ④ 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、**議決権の電子行使を可能とするための環境作り**（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や**招集通知の英訳**を進めるべきである。特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。
- 1 - 2 ⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。

- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

- 従来、企業行動規範は、**流通市場の機能及び一般株主の権利の尊重の観点から、上場会社に対して責任ある行動を求めるもの**との位置づけ
- 一方で、コーポレートガバナンス・コードの策定も踏まえ、**会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上が上場会社の責務として広く認識されてきた状況**
  - 当会議の議論を踏まえ、2023年3月には「**資本コストや株価を意識した経営**」や「**株主との対話の推進と開示**」など**企業価値向上に係る要請を実施**

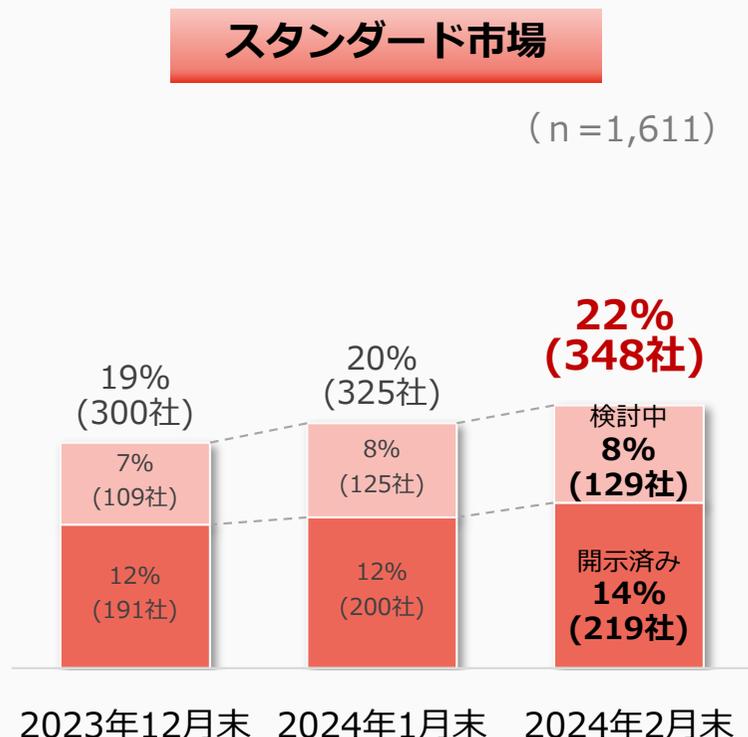
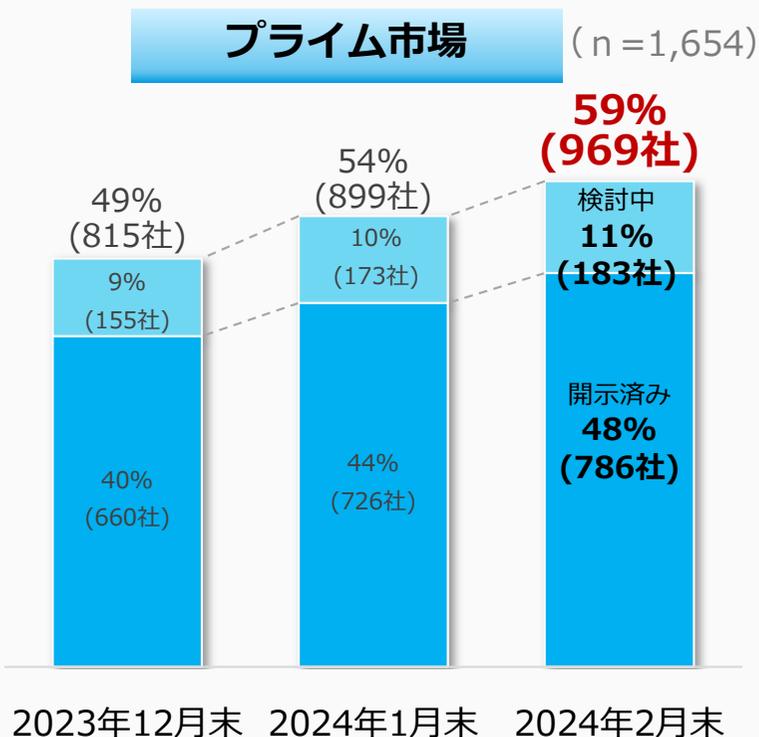
## コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

【基本原則4】 **上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、**

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする**役割・責務を適切に果たすべきである。**（略）

- 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、2024年2月末時点で、プライム市場の59% (969社)、スタンダード市場の22% (348社) が開示 (検討中を含む)
  - 2023年12月末時点から、プライム市場では+10pt (+154社)、スタンダード市場では+3pt (+48社)

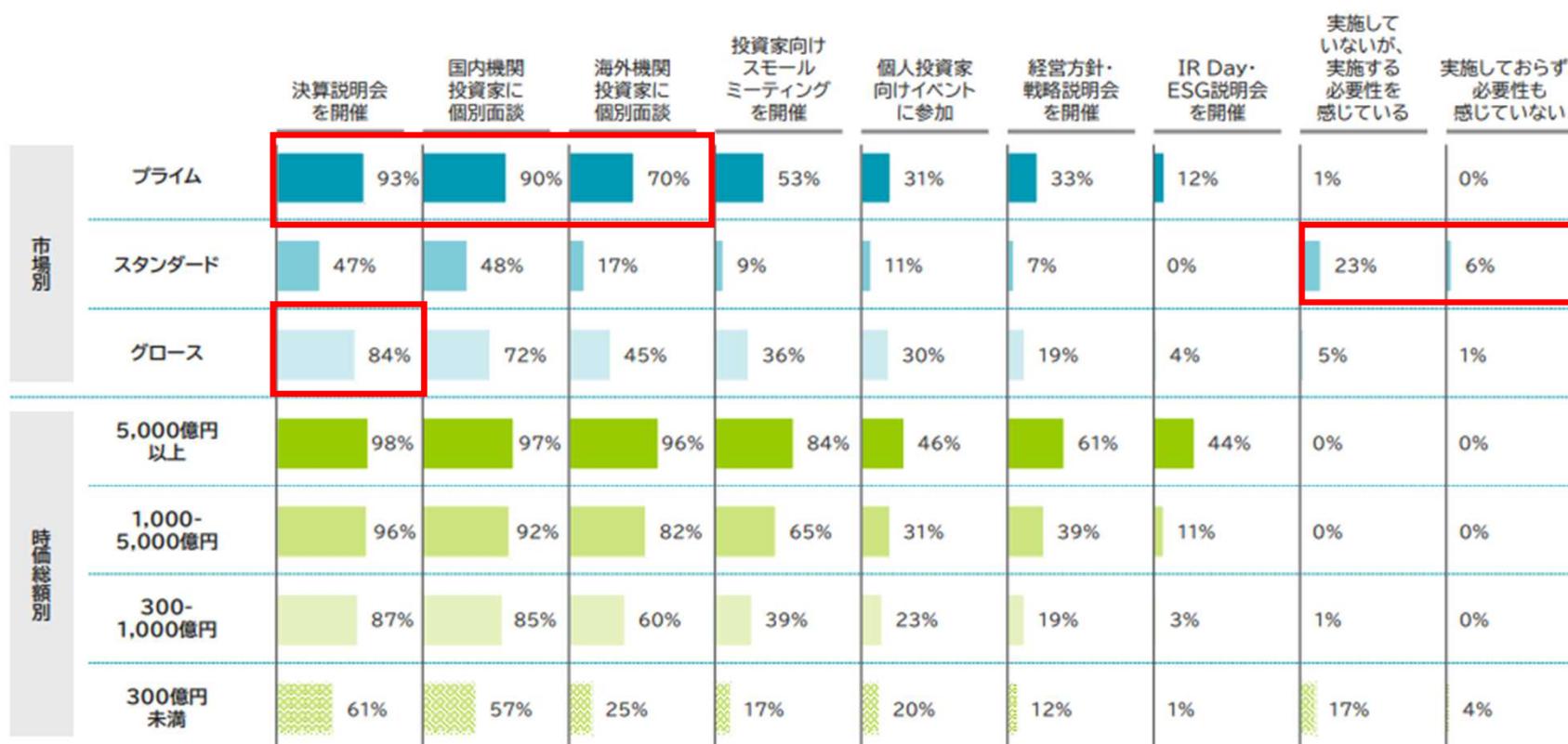


# (参考) 株主・投資家との対話やIR活動の実施状況

- プライム市場は、多くの企業が株主・投資家との対話や決算説明会等のIR活動を実施
- グロース市場も、多くの企業が決算説明会等のIR活動を実施しているが、スタンダード市場は、必要性を感じつつ、決算説明会等のIR活動を実施していない会社も多い

## 対話・IR活動の実施状況（市場区分・時価総額別）

91. 直近1年間で会社として実施した具体的なIR活動をお答えください(複数選択可)



(出所) 三井住友信託銀行「戦略の運動と資本効率で企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革～『ガバナンスサーベイ®2023』実施報告書～」

- **株式市場で不特定多数の投資家から資金を調達して事業を遂行する責務を改めて考え直す機会が必要**であり、企業行動規範で対応していくことが考えられる
- 近年、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定により**取締役会の株主に対する受託者責任**が、2021年の改正会社法での**社外取締役の設置の義務化**により**社外取締役の役割**が明確化されている。また、2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂後は、**資本コスト**が全面に出されており、**こうしたことを企業行動規範に書き込んでいくことが必要**
- 「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」や「**株主との対話の推進と開示**」の要請などは、現時点では要請という位置づけで良いが、**いずれは企業行動規範の1つとして規定化するのが良いのではないか**
- 企業行動規範は策定から15年が経つ状況にあるが、この機に**全体的な点検を行うべき**。あわせて実効性確保措置についてもそのメリハリを含めて検討することが適当
- 近年、**MBOや親会社による上場子会社の完全子会社化**が増えているが、**価格に問題のあるケースが散見**されており大変な問題。経産省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」で示されている対応が十分に実施されていないケースもあるため、**企業行動規範の遵守すべき事項において、少数株主の利益を確認するプロセスを義務化すべき**
- 経産省が公表した「**企業買収における行動指針**」の内容を、**企業に十分に理解してもらい、遂行いただく観点から、企業行動規範にどのように盛り込めるかも検討すべき**
- 企業行動規範の総点検においては、**コーポレートガバナンス報告書に盛り込む項目を念頭に実施すべき**。企業と投資家双方にとって**比較可能性が高まることは重要**
- ※ 「**従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会**」においては、**支配株主である上場会社の責務について、企業行動規範において明示的に規定すべきとの意見も**

- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

- 近年、MBOや支配株主による上場子会社の完全子会社化等による上場廃止の件数/規模が高水準
  - 投資家からは、構造的な利益相反や情報の非対称性が存在する中、公正性担保措置としての特別委員会の機能発揮や価格の算定方法等について疑義等が寄せられる事例も

コーポレートアクション（MBO、支配株主による完全子会社化、M&A等）に伴う上場廃止の件数



## 2023年の主なMBO

会社名	市場区分	買付額（億円）
大正製薬ホールディングス	スタンダード	7,077
アウトソーシング	プライム	2,211
ベネッセホールディングス	プライム	2,079
シダックス	スタンダード	365
シミックホールディングス	プライム	337

## 最近のMBO等の事例に対する投資家からの指摘

### A社の事例

- 投資家より、特別委員会や価格について以下のような指摘
  - ① **特別委員の適格性に疑義**（社外取締役が含まれない構成であることから、公正性担保のため、より厳格な手続きが必要）
  - ② **特別委員会が独自のFAを選任しなかったこと**（取締役会が選任したFAの意見を追認）
  - ③ **本来の価値に対して低すぎるMBO価格**（一株あたりの純資産価格に対してディスカウント、保有する潤沢な余剰資金が価格にどのように考慮されたのかも不明）

### B社の事例

- 投資家より、価格について以下のような指摘
  - ① **類似会社比較法について、比較対象企業の選定が妥当でない**（成長率や利益率が同程度でない）
  - ② **直近の好調な業績を折り込み切れていない**
  - ③ **第三者評価機関のDCF法による評価について、前提として提供した今後5年予想のCAGRが過去5年のそれと比して半分以下であり、それに対する詳細な説明もない**

# 「公正なM & Aの在り方に関する指針」後の状況①（特別委員会の設置）

- 2019年の経産省「公正なM & Aの在り方に関する指針」の公表後は、同指針で推奨される公正性担保措置の実施やその実施状況の開示が一定程度定着
  - 社外役員を含む特別委員会の設置や取締役会が特別委員会の判断に従うといった対応が一般的な実務として定着

## 「公正なM & Aの在り方に関する指針」を踏まえた開示状況集計（2021年7月～2022年6月）

開示事項	件数	MBO	完全子会社化
<b>集計対象事例</b>	<b>41</b>	<b>14</b>	<b>27</b>
<b>特別委員会の委員の適格性に関する情報</b>	<b>41</b> (100%)	<b>14</b> (100%)	<b>27</b> (100%)
社外役員※のみで構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示)	13	2	11
社外役員及び社外有識者で構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示)	27	12	15
社外有識者のみで構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示)	1	0	1
対象会社の取締役会による特別委員会の判断の取扱い	<b>39</b> (95%)	<b>14</b> (100%)	<b>25</b> (93%)
①特別委員会の判断内容を最大限尊重する旨 + ②特別委員会が取引条件が妥当でない判断した場合に、対象会社が当該M & Aに賛同しないことを取締役会にてあらかじめ定めている旨を開示	38	13	25
①についてのみ開示	1	1	0
<b>特別委員会の検討経緯（受領情報、審議）に関する情報</b>	<b>41</b> (100%)	<b>14</b> (100%)	<b>27</b> (100%)

※「社外役員」は独立社外取締役に限らず、社外取締役や社外監査役を含む

開示事項	件数	MBO	完全子会社化
<b>集計対象事例</b>	<b>41</b>	<b>14</b>	<b>27</b>
<b>特別委員会によるアドバイザーの選任権限又は対象会社のアドバイザーの承認若しくは指名・承認権限</b>	<b>39</b> (95%)	<b>14</b> (100%)	<b>25</b> (93%)
①独自のアドバイザーを選任する権限が付与されている旨 + ②対象会社のアドバイザーを承認している又は指名若しくは承認する権限が付与されている旨を開示	38	13	25
②のみ開示	1	1	0
<b>特別委員会によるアドバイザーの選任状況</b>	<b>10</b> (24%)	<b>1</b> (7%)	<b>9</b> (33%)
①独自の財務アドバイザー又は算定機関を選任 + ②独自の法務アドバイザーを選任	2	1	1
①のみ選任	7	0	7
②のみ選任	1	0	1
<b>特別委員会による取引条件交渉過程への関与</b>	<b>41</b> (100%)	<b>14</b> (100%)	<b>27</b> (100%)
特別委員会が直接交渉を行うことで関与	9	2	7
特別委員会が対象会社に意見を述べることで関与	32	12	20

# 「公正なM & Aの在り方に関する指針」後の状況③（その他）

開示事項	件数	MBO	完全子会社化
<b>集計対象事例</b>	<b>41</b>	<b>14</b>	<b>27</b>
<b>委員の報酬体系</b>	<b>39</b> (95%)	<b>14</b> (100%)	<b>25</b> (93%)
固定報酬又はタイムチャージ制（※1）	39	14	25
成功報酬体系又は成功報酬を含む報酬体系	0	0	0
<b>算定機関の報酬体系（※2）</b>	<b>35</b> (85%)	<b>14</b> (100%)	<b>21</b> (78%)
固定報酬又はタイムチャージ制	18	9	9
成功報酬体系又は成功報酬を含む報酬体系	17	5	12
<b>フェアネス・オピニオンの取得（※3）</b>	<b>5</b> (12%)	<b>0</b> (0%)	<b>5</b> (19%)
<b>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定</b>	<b>7</b> (17%)	<b>7</b> (50%)	<b>0</b> (0%)

- ※1 社外役員が特別委員会の委員に就任した事例について、社外役員の報酬とは別に特別委員会の委員としての報酬を支給しないこととしたものを含む
- ※2 対象会社が選任した算定機関の報酬体系について集計
- ※3 特別委員会が独自に選任した財務アドバイザー又は算定機関からの取得を含む

- 企業行動規範の遵守すべき事項として、MBOや支配株主による完全子会社化に関して上場会社が意見表明等を行う場合は、適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け
- また、手続き面では、提出書類として、算定機関が作成した算定書の提出（当該算定の概要についても開示）を求めるとともに、支配株主による完全子会社化の場合については、企業行動規範の遵守すべき事項として、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を義務付け
  - 独立社外取締役を含む特別委員会や独立社外取締役から意見を入手するケースが一般的

## 有価証券上場規程 第441条（MBOの開示に係る遵守事項）

上場会社が、公開買付者が公開買付対象者の役員である公開買付け（公開買付者が公開買付対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって公開買付対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含む。）に関して、第402条第1号yに定める意見の公表又は株主に対する表示を行う場合の適時開示は、必要かつ十分に行うものとする。

## 有価証券上場規程施行規則 417条（開示を要する決定事実に係る書類の提出）

（11） 規程第402条第1号yに掲げる事項

当該上場会社が発行者である株券等の公開買付けにより当該株券等が上場廃止となる見込みがある場合又は公開買付者が当該上場会社の役員、当該上場会社の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって当該上場会社の役員と利益を共通にする者、当該上場会社の支配株主若しくは第436条の3に定める者である場合は、当事会社以外の者であって、企業価値又は株価の評価に係る専門的知識及び経験を有するものが、買付け等の価格に関する見解を記載した書面 作成後直ちに（略）

## 有価証券上場規程441条の2（支配株主との重要な取引等に係る遵守事項）

支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項（完全子会社化を含む）の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。（略）

# (参考) MBO等に関する適時開示

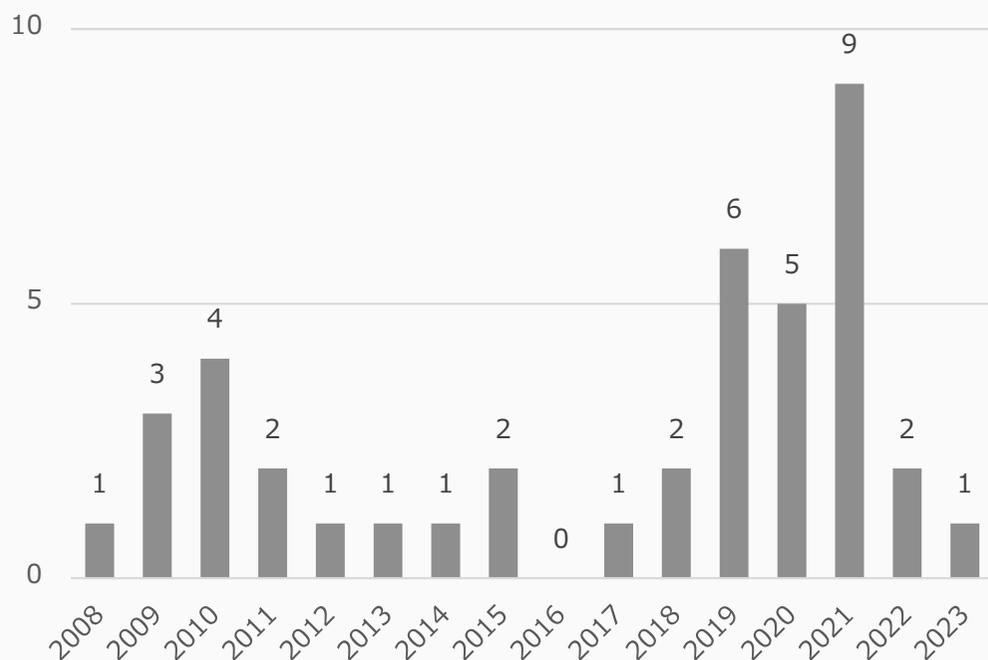
- 企業行動規範で求められているMBO等に関する必要かつ十分な適時開示について、適時開示ガイドブックでは、以下のような内容を提示

項目	適時開示ガイドブックで記載を求めている内容
<b>特別委員会に関する情報</b>	(特別委員会を設置した場合) <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 特別委員会の概要(委員の氏名・職業等)</li> <li>➤ 意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容及び諮問に対する答申の内容</li> <li>➤ 公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合はその旨 (支配株主による完全子会社化の場合で、特別委員会等から意見入手を行うとき)</li> <li>➤ 少数株主にとって不利益なものではないことに関する意見の概要</li> </ul>
<b>株式価値算定に関する情報(算定の重要な前提条件)</b>	(DCF法の場合) <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 算定の前提とした財務予測の具体的な数値               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 財務予測に大幅な増減益を見込んでいるときは当該増減益の要因</li> </ul> </li> <li>➤ 算定の前提とした財務予測の出所</li> <li>➤ 財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か</li> <li>➤ 割引率の具体的な数値</li> <li>➤ 継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値</li> <li>➤ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容</li> </ul>
<b>フェアネス・オピニオンに関する情報</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 算定機関からフェアネス・オピニオンを取得している場合にはその内容</li> </ul>
<b>第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 算定機関について重要な利害関係がある場合※は、その関係の内容及び重要な利害関係がある算定機関に算定を依頼することとした理由</li> </ul> <p>※ ① 算定機関が関連当事者に該当する場合、② 公開買付者(公開買付者の株主、役員、フィナンシャルアドバイザー等を含む)から斡旋又は紹介を受けた算定機関に依頼した場合、③ 算定機関が上場会社・公開買付者の双方から依頼を受ける場合、④ 算定機関又はその関係会社(その子会社を含む。)から当事会社が投融資を受けている場合など</p>

# 企業買収と買収への対応方針の導入の状況

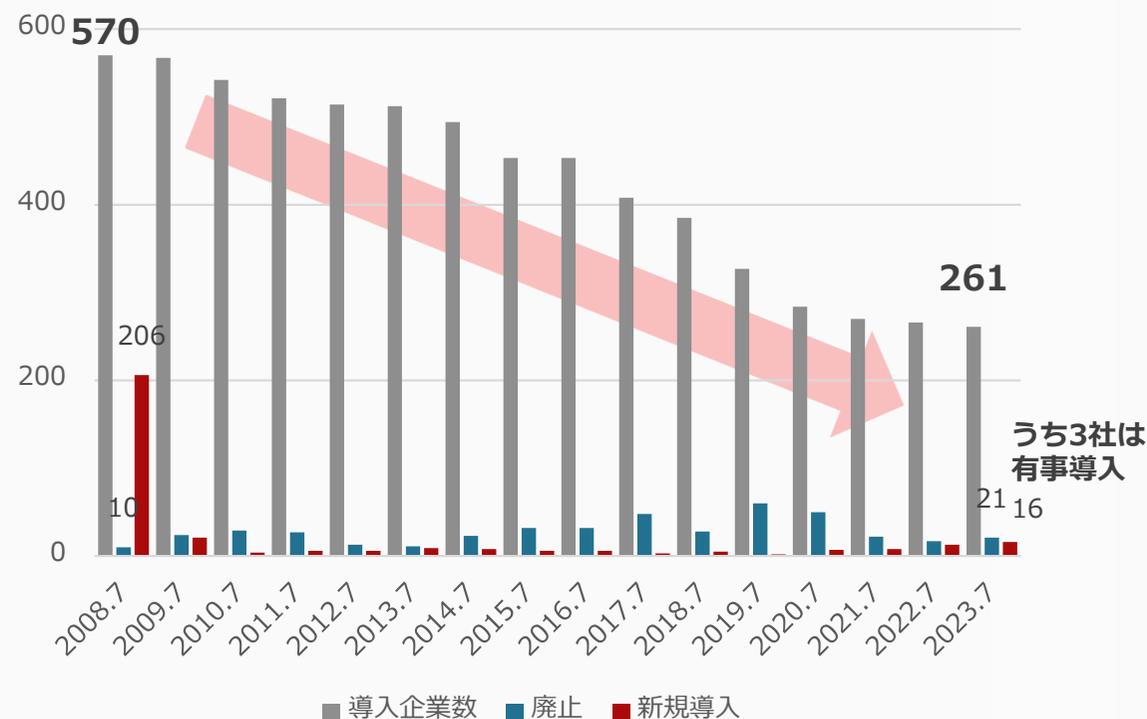
- 株主構成や資本効率への意識の変化等が見られる中、**対象会社の経営陣や取締役会の同意を得ずに行われる買収が一定程度発生**
- **買収への対応方針**の平時における導入に対する機関投資家の反対率の高まり等を踏まえ、**導入企業数は減少傾向**（近年、有事に対応方針を導入・発動する事例も発生）

### 同意なき買収の件数の推移



（出所）大和総研「買収防衛策の近時動向（2024年1月時点版）」

### 買収への対応方針を導入している上場会社数の推移



（出所）商事法務「敵対的買収防衛策の導入状況（2024、2012、2006 三井住友信託銀行調べ）」をもとに東証作成

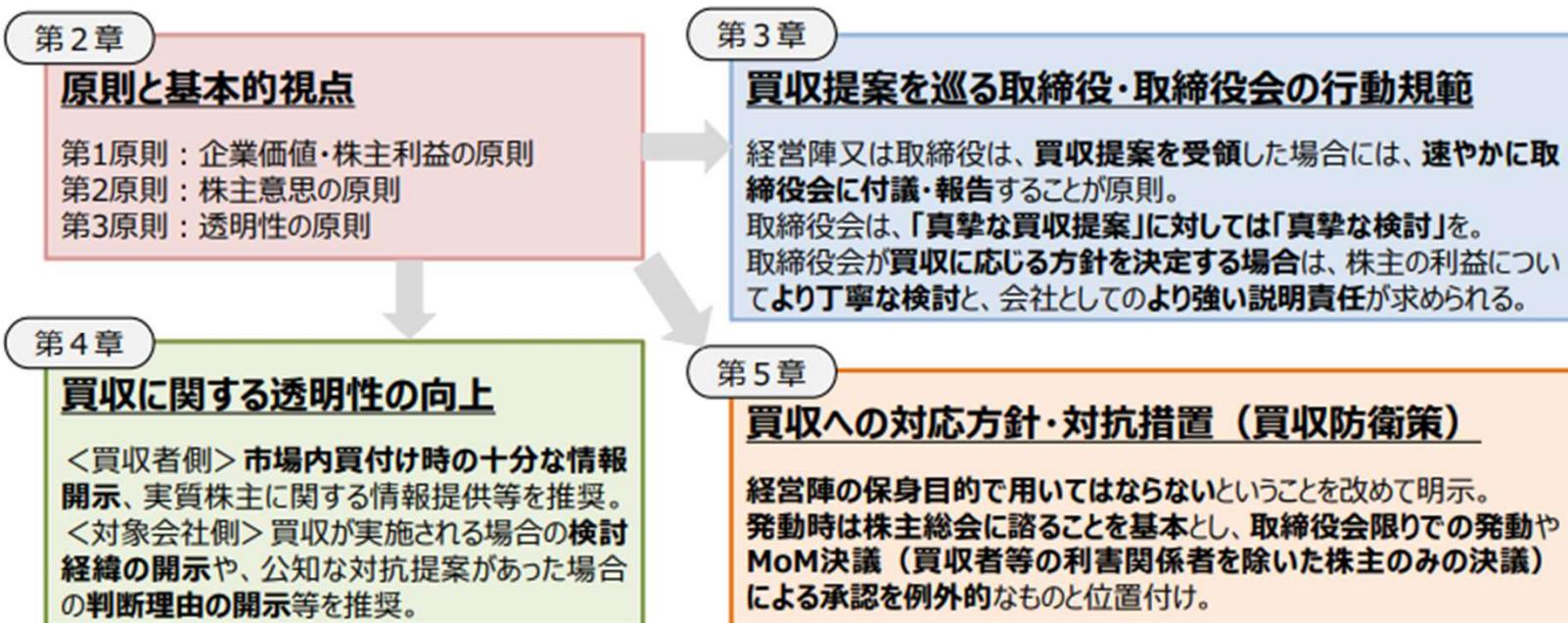
# (参考) 経産省「企業買収における行動指針」

- 経産省は昨年8月に「企業買収における行動指針」を策定・公表
  - 上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示

## 「企業買収における行動指針」の概要

- 同意なき買収の局面も含めて、上場会社の買収全般を対象に、買収提案を巡る一連の対応の全体をカバーした包括的な指針（ソフトロー）。
- 買収提案の速やかな取締役会への付議・報告、株主判断のための適切な情報開示の推奨、買収への対応方針・対抗措置（いわゆる買収防衛策）についての株主意思確認の重視などを提示している。

### 企業買収における行動指針の概要



(出所) 経済産業省

# (参考) 買収への対応方針に関する規定

- 東証では、企業行動規範において、買収への対応方針の導入に際し、遵守すべき事項（開示の充分性、透明性、流通市場への影響、株主の権利の尊重）を規定

## 買収への対応方針（買収防衛策）に係る上場規則の体系

### 有価証券上場規程

項目	対応の概要
企業行動規範	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 以下の事項の遵守を義務付け<ul style="list-style-type: none"><li>① <b>開示の充分性</b>（買収防衛策に関して<b>必要かつ十分な適時開示</b>を行うこと）</li><li>② <b>透明性</b>（買収防衛策の発動及び廃止の条件が<b>経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと</b>）</li><li>③ <b>流通市場への影響</b>（株式の<b>価格形成を著しく不安定にする要因</b>その他投資者に不測の損害を与える要因を含む<b>買収防衛策でないこと</b>）</li><li>④ <b>株主の権利の尊重</b>（株主の権利内容及びその行使に<b>配慮した内容</b>の買収防衛策であること）</li></ul></li></ul>
上場廃止基準	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ <b>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定める場合</b>には、その上場を廃止<ul style="list-style-type: none"><li>➢ 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</li><li>拒否権付種類株式の発行、議決権制限株式への変更、上場株券等より議決権の多い株式の発行</li></ul></li></ul>

※ 「買収防衛策」の用語の見直しに関する規則改正を本年4月を目途に実施予定

### コーポレートガバナンス・コード

#### 【原則1-5. いわゆる買収防衛策】

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

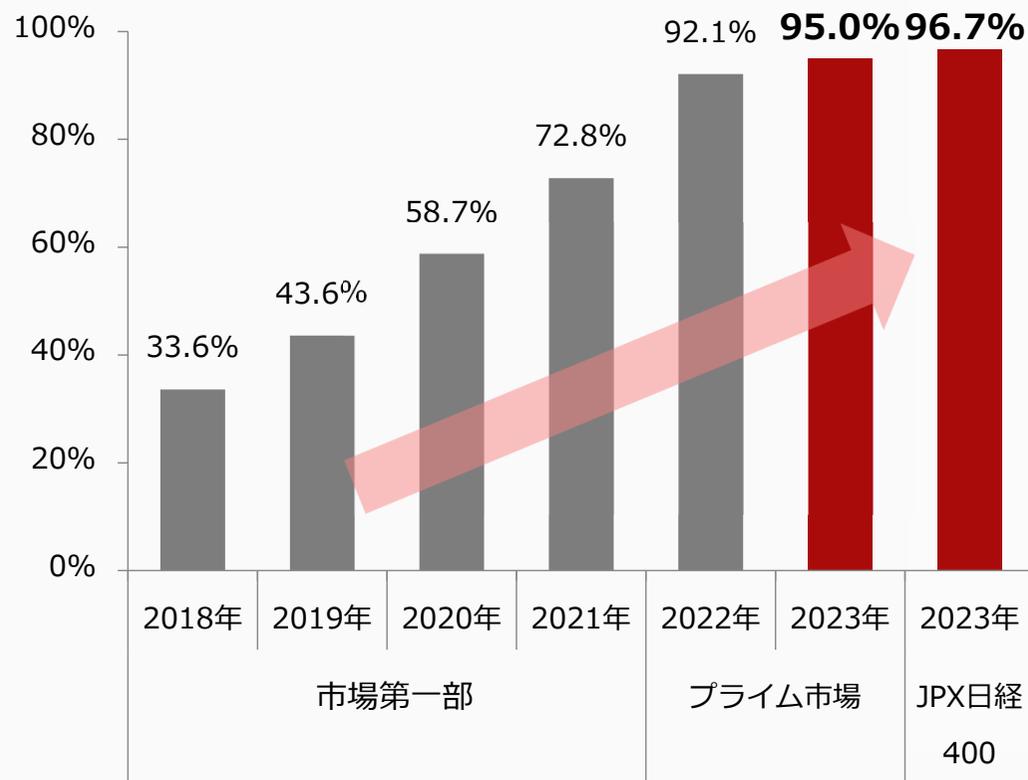
# 独立社外取締役等の選任に関する規定と最近の状況

- 東証では、2009年に、一般株主保護のため、独立役員制度を創設（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役の確保を義務付け）
- その後のコーポレートガバナンス・コードの策定により、独立社外取締役の選任は進展
  - プライム市場においては、独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の比率は9割超に

## 独立役員等に係る上場規則の体系

市場区分	企業行動規範	(参考) コーポレートガバナンス・コード
プライム	<p><b>遵守すべき事項</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 独立役員(社外取締役又は社外監査役)を1名以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（必要と考える会社は過半数）</li> </ul>
スタンダード	<p><b>望まれる事項</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 社外取締役を1名以上</li> <li>● 独立社外取締役を1名以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 独立社外取締役を少なくとも2名以上（必要と考える会社は3分の1以上）</li> </ul>
グロース		—

## 独立社外取締役を3分の1以上選任している会社



# 独立社外取締役の選任状況（市場区分別）

- プライム市場では3分の1以上、スタンダード市場では2名以上の選任が進展
- グロース市場においても、98%の会社が独立社外取締役を1名以上選任

集計対象	社数	1名以上		2名以上		3分の1以上		過半数	
		会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率
プライム	1,833社	1,832社 (-3)	99.9% (±0.0pt)	1,819社 (-3)	99.2% (±0.0pt)	1,741社 (+49)	95.0% (+2.9pt)	291社 (+68)	15.9% (+3.8pt)
スタンダード	1,440社	1,406社 (-10)	97.6% (+0.3pt)	1,157社 (+45)	80.3% (+3.9pt)	708社 (+38)	49.2% (+3.2pt)	62社 (-5)	4.3% (-0.3pt)
グロース	538社	527社 (+62)	98.0% (+0.5pt)	346社 (+62)	64.3% (+4.8pt)	305社 (+59)	56.7% (+5.1pt)	77社 (+22)	14.3% (+2.8pt)
全上場会社	3,811社	3,765社 (+49)	98.8% (+0.2pt)	3,322社 (+104)	87.2% (+1.8pt)	2,754社 (+146)	72.3% (+3.1pt)	430社 (+85)	11.3% (+2.1pt)

注：括弧内は前年7月比

# (参考) 独立性基準に関する規定

- 独立役員制度では、独立役員に「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない者」であることを実質要件として求めており、その中で、**最低限確保されるべき形式要件（典型的に一般株主と利益相反の生じるおそれがある場合）として、独立性基準を設定**
- また、コーポレートガバナンス・コードでは、**取締役会において、独立性を実質面で担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示することを求めている**
  - **取引先やコンサルタント等との関係に関して定量的な基準を設けている企業や、社外取締役等の相互就任関係や在任期間などの要素を盛り込んでいる企業も**

## 東証の独立性基準

該当期	取締役の属性						
	上場会社・子会社の業務執行者等 (+近親者)	親会社・兄弟会社の業務執行者等 (+近親者)	主要な取引先、多額の金銭等を得ているコンサルタント等の業務執行者 (+近親者)	主要株主の業務執行者	主要でない取引先の業務執行者	相互就任先・寄付先の業務執行者	左記に該当しない者
現在	社外性なし (近親者については独立性なし)		独立性なし		要開示		
過去 (最近)				ガバナンス報告書において、会社との関係の概要を開示			
過去 (10年以内)							開示不要
過去 (10年以上)							

## コーポレートガバナンス・コード

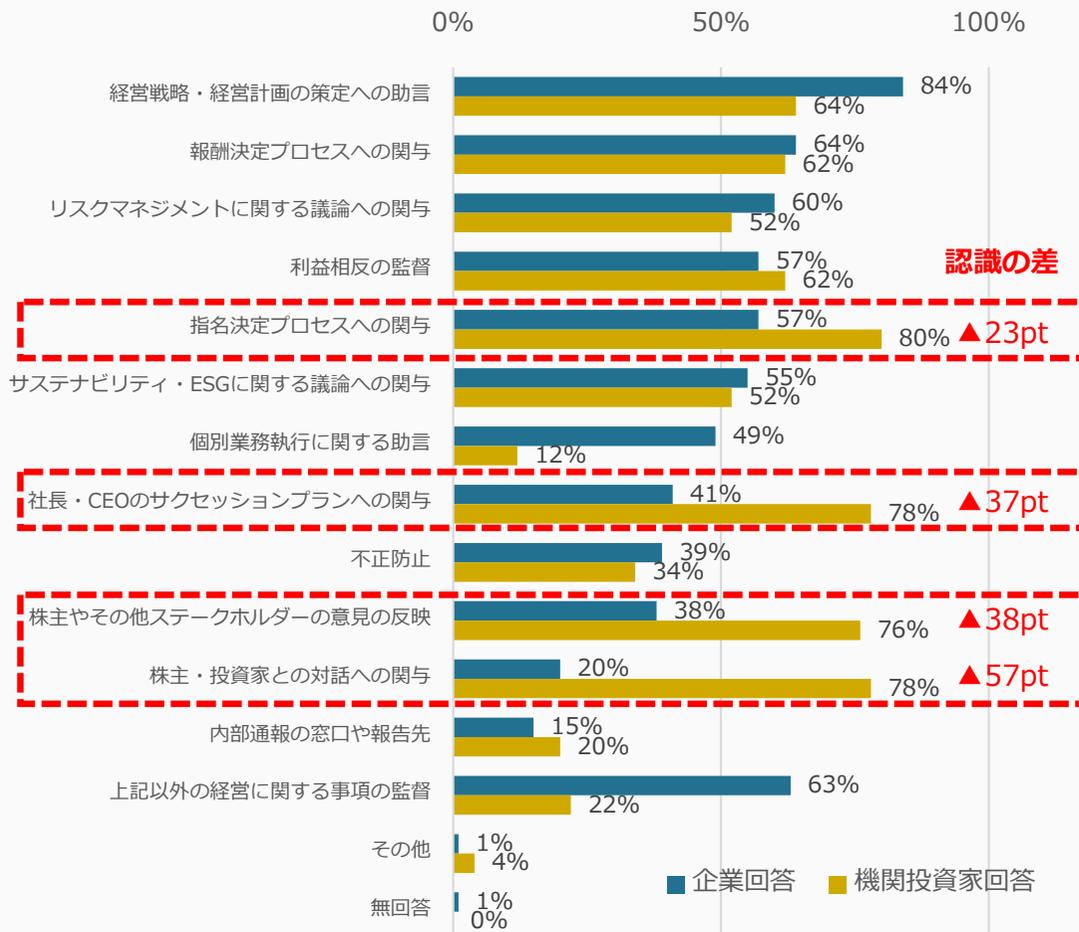
### 【原則 4 - 9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、**独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべき**である。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

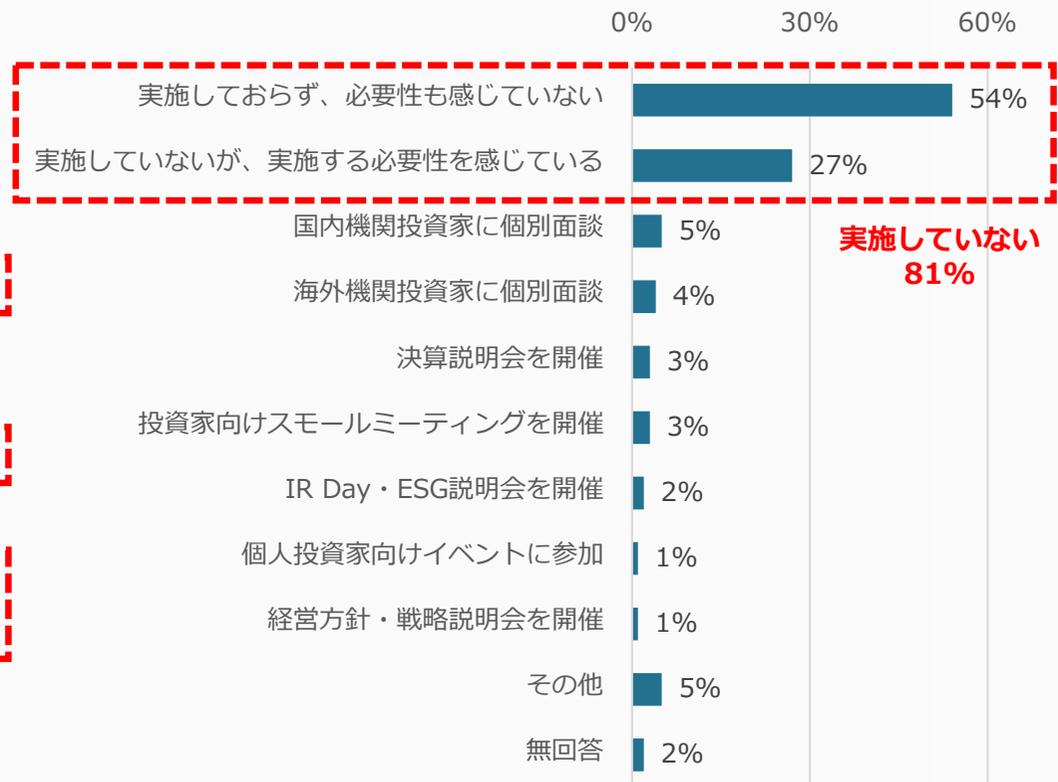
# (参考) 社外取締役役に期待する役割

- 社外取締役役に対して、投資家は、株主・投資家との対話への関与、指名・決定プロセスやサクセッションプランへの関与を期待している一方、上場会社とは認識のギャップが大きい
  - 社外取締役による対話については、実施していない企業が8割

## 社外取締役役に期待する役割



## 社外取締役による対話等の実施状況



※会社としてIR活動を実施していないと回答した企業を除いて集計

(出所) 三井住友信託銀行「戦略の連動と資本効率で企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革～『ガバナンスサーベイ@2023』実施報告書～」

# (参考) 独立社外取締役の機能発揮に関する関係者等の取組み

- **企業価値向上の観点から、独立社外取締役の機能発揮が重要な課題**となっていることを踏まえ、独立社外取締役に対して、**期待される役割の理解促進のための啓発活動**を実施
  - 2020年7月、「社外取締役の在り方に関する実務指針」策定（経産省）
    - 2023年4月に、東証から、全社外取締役向けに冊子を送付
  - 2023年6月、「社外取締役向け研修・トレーニングの活用の8つのポイント」及び「社外取締役向けケーススタディ集」策定（経産省）
  - 2024年1月、社外取締役向けリーフレット「社外取締役のことはじめ」を作成（経産省・金融庁・東証）
  - 2023年12月、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」において、支配的な株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割について、少数株主の利益保護の観点から、具体的な場面も想定しつつ、取りまとめ、公表（東証）



- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

- 東証では、2009年に**株主の利益を侵害するような大幅な第三者割当に関する上場廃止基準**を設けるとともに、株主の納得性を増すために**必要な手続を企業行動規範の遵守すべき事項として規定**

## 第三者割当に係る上場規則の体系

### 有価証券上場規程

項目	対象	対応の概要
上場廃止基準	希薄化300%超	✓ 株主の利益を侵害するおそれが少ないと認める場合を除き上場を廃止
	支配株主との取引に係る健全性の棄損	✓ 3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると認められる場合は上場を廃止
企業行動規範	希薄化25%以上 又は 支配株主の異動あり	✓ 原則として、①又は②の手続きを経ることを求める ①経営者から一定程度独立した者による必要性及び相当性に関する意見の入手 ②株主総会の決議などによる株主の意思確認
適時開示	全ての案件	✓ 以下の事項等に関する適時開示 a. 割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容 b. 払込金額の算定根拠及びその具体的な内容（東証が必要と認める場合は、払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役等の意見等を含む） c. 企業行動規範上の手続きを要する場合にはその内容 等

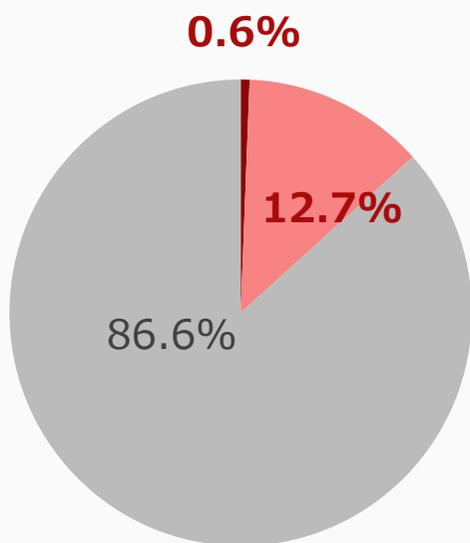
### コーポレートガバナンス・コード

#### 【原則1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

- 最近の実績では、**希薄化率300%超（上場廃止審査の対象）となる事例は全体の0.6%**
  - 公的資金の注入や、経営破綻のおそれがある状況下で、株主意思確認手続を経たうえで、スポンサーによる救済的な対応として行われるケース（株主の利益を侵害するおそれが少ないと認められたことから、上場廃止とはしていない）
- **希薄化率25%超または支配株主の異動を伴う事例（企業行動規範上の手続きの対象）は12.7%**

## 第三者割当の実施状況（2021年～2023年）



■ 希薄化300%超 ■ 希薄化25%超 or 支配株主異動 ■ その他

- ※ RSやESOP等の株式報酬に関するものを除く
- ※ 6か月以内の第三者割当を一体とみなして希薄化率を算出

## 希薄化率が300%超となった事例

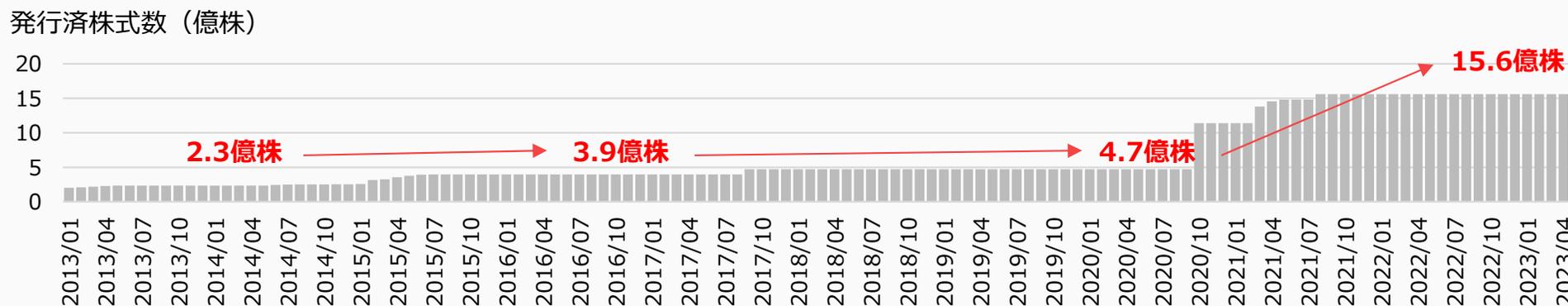
社名	開示日	希薄化率 (最大値)
C S Kホールディングス	2009/9/8	518%
アーク	2011/3/31	1090%
東京電力	2012/5/21	2092%
きらやか銀行	2012/9/14	403%
パイオニア	2018/12/7	407%
ジャパンディスプレイ	2020/7/21	457%
ワタベウェディング	2021/3/19	504%
佐渡汽船	2022/2/7	444%
日医工	2022/11/13	900%
ジャパンディスプレイ	2023/2/10	413%
じもとホールディングス	2023/9/1	325%
アマナ	2023/11/20	627%

# 第三者割当増資に係る最近の事例

- 大規模な第三者割当等により、発行済株式数が著しく増加した結果、株価が著しく低迷している場合でも、流通株式時価総額に係る上場廃止基準が適切に機能しない事例が発生（米国のような最低価格に関する上場基準は設けていない）

## A社の事例

- 長期にわたり経常損失を計上し、継続企業の前提にも重要な疑義が発生
- 一方で、大規模なファイナンスにより、発行済株式数は上場会社の平均より著しく多く（最大15億株超）、株価は1桁まで低下するも、スタンダード市場の流通株式時価総額の基準（10億円）には適合



- I. 企業行動規範の全体像 . . . . . P3
- II. 上場会社の責務に関する最近の議論 . . . . . P13
- III. 最近の企業行動の状況 . . . . . P18
  - 1. M & A等の状況 . . . . . P18
  - 2. 独立社外取締役の選任等の状況 . . . . . P28
  - 3. 第三者割当増資の状況 . . . . . P34
- IV. ご議論いただきたい事項 . . . . . P38

## （企業行動規範の目的について）

- 企業行動規範について、これまでは、流通市場の機能維持・株主の権利保護の観点から、上場会社に責任ある行動を求める事項を規定してきたが、これに加えて、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からも、必要な事項を規定していくことが考えられるか
  - その場合において、コーポレートガバナンス・コードとのすみ分けについてどのように考えるか

## （実効性の確保について）

- 「遵守すべき事項」については、規範に違反した場合には措置の対象とすることでその実効性を確保しているが、「望まれる事項」については、措置の対象とならない中で、上場会社の自律的な取組みをどのように促していくことが考えられるか
  - 例えば、現在は「望まれる事項」の一部規定についてのみ、コーポレート・ガバナンス報告書等での開示を求めているが、今後は、内容を再整理のうえ、企業の考え方や取組の状況等の開示を求めていくことが考えられるか（あわせて、コーポレート・ガバナンス報告書の内容について、有価証券報告書等との重複なども踏まえ、全体を再整理していくことも考えられるか）

## （個別の規定について）

- 現行の規定に関して、近年の企業行動の状況やコーポレートガバナンス・コードとの重複等を踏まえ、見直しが必要な事項はあるか
- 持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からも規範を設けていく場合、どのような事項について具体的に規定することが考えられるか
  - たとえば、資本コストや株価への意識、対話・IRの推進等についても、企業行動規範として規定することが考えられるか