

# 企業行動規範の見直し

東京証券取引所 上場部

2024年10月31日



# 1. MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範



- 前回までの会議では、MBOや支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の在り方について、以下のようなご意見を頂戴した

## 総論

- ✓ 公正M&A指針や近年の判例を踏まえ、公正な手続きは進展していると評価できる
- ✓ 一方で、投資家からは依然として公正な手続き・価格が実現していないのではないかとの声もあること、また、公正M&A指針自体が米国と比較して緩やかなものとなっていることも踏まえ、取引所として、グローバルな投資家から見た際に米国と遜色ない水準を目指すべき

## 各論

特別委員会の  
更なる機能発揮  
(少数株主にとって不利益で  
ないことに関する意見)

- ✓ MBOも意見入手の対象としたうえで、特別委員会には、単に「不利益でない」というだけでなく、一般株主の利益を適切に図る立場からの意見を求めることが適当
- ✓ 検討すべき観点を明示したうえで、検討内容や判断の理由の十分な説明を求めるべき
  - 特に、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などの公正M&A指針で例示されている措置を実施しない場合には、その理由の説明や代替措置を求めることによって、手続きの公正性確保を促していくことも考えられる
  - また、検討プロセスの透明性を高め、一定の牽制を図る観点から、特別委員会の議事録の公表を求めることが考えられる（一方で、どこまで中身のある形で応じてもらえるか、萎縮効果を生まないかについては懸念も）

株式価値算定の  
前提条件等の開示充実

- ✓ 一般株主が価格の公正性について判断できるよう、算定の前提条件等に関する開示を充実させていくことは極めて重要
- ✓ 加えて、特別委員会による前提条件の検証の実効性を高める観点から、独自のファイナンシャルアドバイザーの選任・算定書の取得を促すべき

# 見直しの方向性（案）



- 頂戴したご意見を踏まえ、以下の方向性で、事務局にて見直し案の検討を進めることとしたい  
※ 特にグレー箇所については、実務への影響も踏まえ、市場関係者と要調整

## 特別委員会の更なる機能発揮（少数株主にとって不利益でないことに関する意見の見直し）

意見入手の対象行為	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 支配株主との重要な取引等に加えて、MBOも対象に</li><li>※ また、これらに準じる公開買付けの範囲（意見入手の対象とはならないものの、公正性担保措置の実施状況等についてMBO等と同様に開示が必要）として、その他の関係会社による公開買付けを例示することが考えられるか</li></ul>
意見の入手先	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 上場規則上、特別委員会の設置・検討と、当該委員会からの意見の入手を義務付け</li></ul>
意見の内容	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 少数株主が享受すべき正当な利益が確保されているか（企業価値の增加分が持株数に応じて公正に分配されているか）どうかという観点から、「少数株主・一般株主にとって取引が公正であることに関する意見」の取得を義務付け</li><li>✓ あわせて、意見にあたり検討すべき観点を明示し、検討内容や判断の根拠について、意見の中で十分な説明を行わなければならない旨を上場規則上も明示（※1、2）</li><li>※1 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定や独自のファイナンシャルアドバイザーの選任など、一部措置を講じない場合は、その理由やどのようにそれを補ったかの説明を求めることが考えられるか</li><li>※2 検討内容や判断の根拠に関して、特別委員会の議事録や各論点に関する主要なやり取りを公表することも有用である旨を明示していくことが考えらえるか</li></ul>

## 株式価値算定の前提条件等の開示充実

- ✓ 以下のような投資家側の意見も踏まえ、具体的な開示の拡充内容を検討
  - 開示の水準が、算定結果の合理性を検証する観点から十分なものとなっておらず、一部算定内容の合理性に疑義のある事例もあることから、公正M&A指針で例示されている内容に加えて、事業計画の前提となる考え方やフリーキャッシュフローの計算過程等における具体的な数値等の開示等も含め、開示の充実を求めるべき
  - 現在、上場株式を対価とする場合は事業計画の具体的な数値の開示を求めていないが、金銭対価の場合と比較し、バリュエーションや開示内容が劣後している懸念があるため、同様に開示の充実を求めるべき

## 2. その他の企業行動規範の見直し



# 今後の検討の進め方（遵守すべき事項）



- 遵守すべき事項は、流通市場の機能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構成
  - ※ 個別の規範に加え、企業行動規範の趣旨（流通市場の毀損又は株主の毀損行為の禁止）を踏まえて、それらに準ずる行為を規制する目的でバスケット条項も設定
- 遵守すべき事項に違反した場合には、**実効性確保措置の対象**となり得る
- 流通市場の機能や株主の権利を阻害するような**企業行動の規制の観点から必要な規範は維持しつつ、コーポレートガバナンス・コード策定後の進展や最近の企業行動の状況を踏まえた全体的な点検を実施**

## 遵守すべき事項（現行の規範）

- ・第三者割当に係る遵守事項
- ・流通市場の混乱又は株主の利益侵害の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
- ・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）**
- ・C G 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
- ・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
- ・買収への対応方針の導入に係る遵守事項（買収指針策定後に用語変更）
- ・M B O の開示に係る遵守事項**
- ・支配株主との重要な取引等に係る遵守事項**
- ・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（バスケット条項）

## 見直しのポイント

- ✓ **コーポレートガバナンス・コード策定後の進展**、会社法における**社外取締役の設置義務化**を踏まえた見直しの検討
- ✓ **キャッシュアウトの場面の規範の在り方**の検討（議論中）
  - ※ 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では、**独立社外取締役の独立性確保や利益相反リスクのある取引・行為に対する手続規制、上場親会社に対する規律**についても今後の検討課題に
- ✓ その他、**最近の事例を踏まえた全体的な見直しの要否**の検討

# 今後の検討の進め方（望まれる事項）



## ● 望まれる事項は、上場会社に対して推奨する事項により構成

- ※ 上場会社には、各規範の実施に向けて努める義務が課せられている（コーポレートガバナンス・コードにおいては、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）
- ※ ただし、実効性確保措置の対象外であり、取組状況の開示も体系的には求められていないことから、上場会社の取組みをどのように促していくかが課題

- 現行の規範について、コーポレートガバナンス・コードとの重複等を踏まえた全体的な点検を実施しつつ、前回の会議で議論した「IR機能の確保」など、上場会社として最低限備えるべき姿勢・体制の確保を促すための規範の追加も検討
- また、上場会社の自律的な取組みを促していく観点から、企業の考え方や取組状況等の開示を体系的に求めていく（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は、有価証券報告書等との重複なども踏まえ、全体を再整理）

### 望まれる事項（現行の規範）

- ・ 望ましい投資単位の水準への移行及び維持に係る努力（※）
- ・ 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
- ・ 女性役員の選任（プライム市場）
- ・ 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

### 見直しのポイント

- ✓ コーポレートガバナンス・コード策定後の進展、会社法における社外取締役の設置義務化を踏まえた見直しの検討
- ✓ コーポレートガバナンス・コードとの重複を踏まえた見直しの検討

（※）を付した規範については、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

## 建付けの違い

分類		建付け
企業行動規範	遵守すべき事項	遵守が必要 (実効性確保措置の対象)
	望まれる事項	努めることが必要 (実効性確保措置の対象外)
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 (エクスプレインもしない場合は実効性確保措置の対象)
上場会社への要請 (資本コストや株価を意識した経営など)		— (規則外の要請)

## (参考) 対象市場の違い

分類	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	適用 ※一部プライム向けの規範あり		
コーポレートガバナンス・コード	全原則適用 ※一部プライム向けの原則あり		基本原則のみ適用
上場会社への要請 (資本コストや株価を意識した経営など)	※要請内容によって適用範囲は異なる		

### 3. ご議論いただきたい事項



## (MBO・支配株主による完全子会社化)

- 資料4ページ（見直しの方向性（案））のとおり見直しの検討を進めていくことについて、どう考えるか

## （その他の企業行動規範の見直し）

- 資料6、7ページ（今後の検討の進め方）に基づき、遵守すべき事項・望まれる事項の見直しの検討を進めていくことについて、どう考えるか
- その他、個別の規範の見直しの要否やその内容について、ご意見があれば頂戴したい