

# 企業行動規範の見直し (前回会議の補足資料)

東京証券取引所 上場部

2024年5月21日



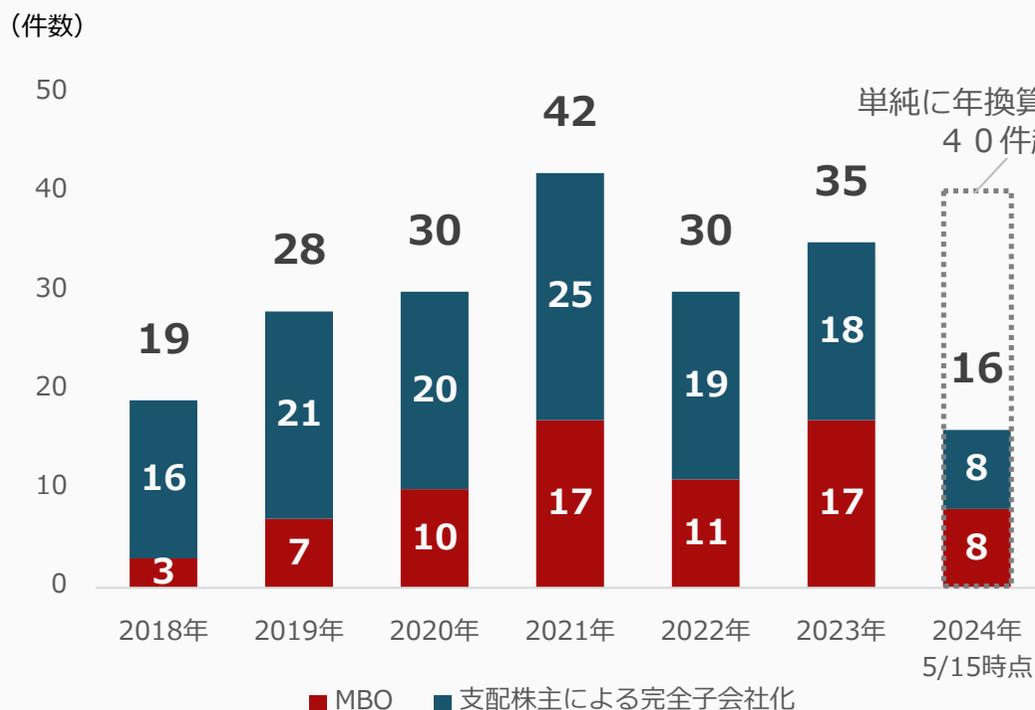
- 前回の会議では、**企業行動規範について、2007年の制定以降の環境変化を踏まえた全般的な点検**を進めていくに際して、以下のご意見を頂戴したところ
  - まずは**遵守すべき事項について優先的に検討**を行うべき
  - その際、現行の規範についても、**市場の機能や株主の権利を棄損する濫用的な行為を規制する**という趣旨を踏まえて必要なものは維持すべき
  - その上で、特に、**MBOや支配株主による上場子会社の完全子会社化**については、今後案件の更なる増加が見込まれることも踏まえ、**少数株主の権利保護の観点から、追加的な手当ての必要性について速やかに検討**すべき
- また、検討の前提として、最近のMBOや支配株主による完全子会社化の事例に関して、**買付価格や公表直前の株価推移等に係る追加の分析の必要性**についてご指摘あり

- 本日は、追加の分析をご報告
- 次回以降、MBOや支配株主による完全子会社化の局面における具体的な対応案を含め、遵守すべき事項に掲げる規範全体についてご議論いただく想定
- 分析の内容や今後の進め方について、お気づきの点やご指摘等ございましたら頂戴できますと幸いです

# MBO等の件数と買収プレミアムの分布

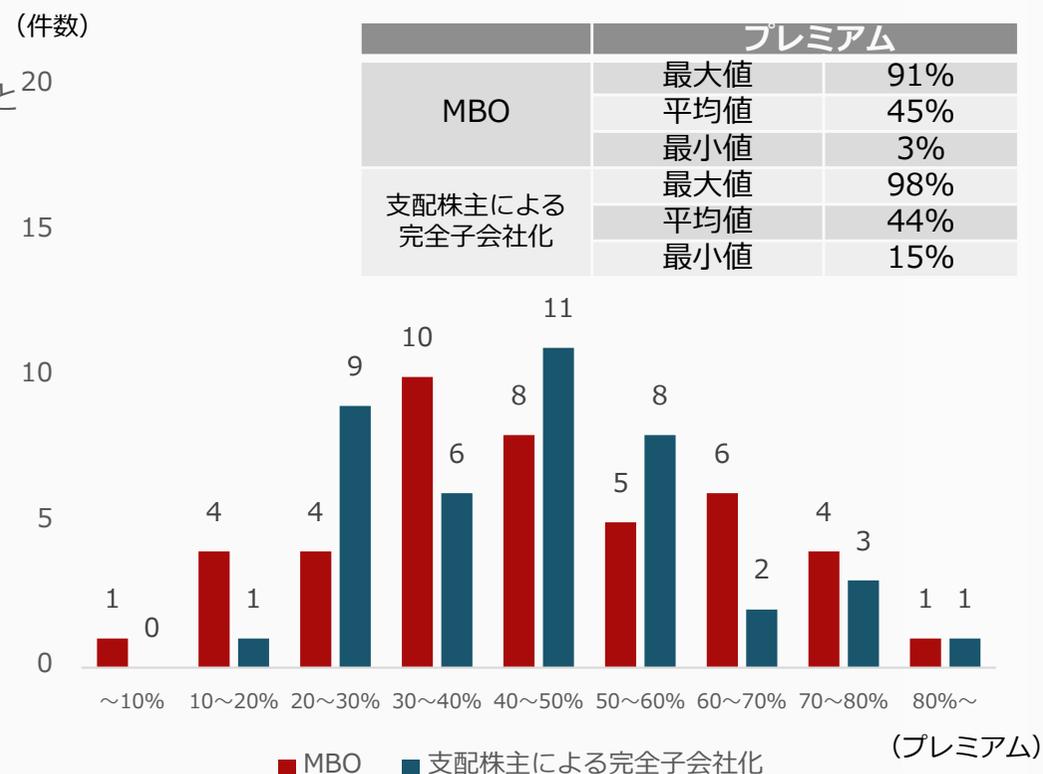
- MBOや支配株主による完全子会社化の事例数は**高水準で推移**
- **買収プレミアム**は、公表前の市場平均株価に対して**平均4割程度**が付されている状況
  - 集計対象期間においては、**公表前の平均市場価格を下回る価格での買収事例は見られず**（＝諸外国で設けられている価格規制（詳細は4頁）に抵触するような事例はなし）

## 最近のMBO等の開示件数の推移



※ 2019年には不成立となった1件のMBO（廣濟堂）、2020年には不成立となった1件のMBO（日本アジアグループ）及び1件の支配株主による完全子会社化（東亜石油）、2021年には不成立となった4件のMBO（サカイオーベックス、光陽社、パイブドHD、片倉工業）を含む

## MBO等のプレミアムの分布（2021～2023年）

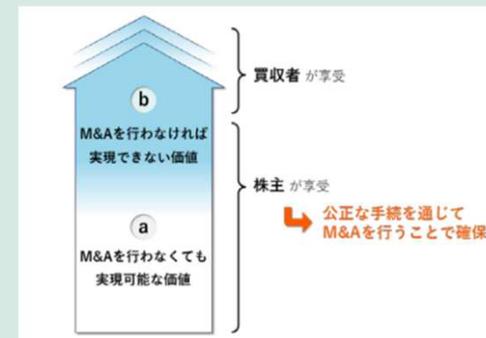


※ 2021年から2023年に開示されたMBO等を対象として集計  
 ※ プレミアムは開示日の前営業日から起算して1か月の市場平均株価をベースに計算  
 ※ 事前の報道等により開示日以前の株価が影響を受けている銘柄や株式交換による場合等を除く

## 2.2 買収対価に関する基本的整理

### 2.2.1 M&A に際して実現される価値についての概念整理

M&Aに際して実現される価値は、理論的には、(a) M&Aを行わなくても実現可能な価値と、(b) M&Aを行わなければ実現できない価値<sup>14)</sup>の2種類に区別して考えることができる。そして、上記(a)および(b)の価値はいずれも全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであるが、これらを一般株主がスクイズ・アウトされる形態でのM&Aについて理論的・概念的な整理を行うとすれば、まず、上記(a)のM&Aを行わなくても実現可能な価値は、一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる<sup>15)</sup>。他方で、上記(b)のM&Aを行わなければ実現できない価値については、M&Aによって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる<sup>16)</sup>。



### 2.2.2 実際の事案における整理

以上のように、M&Aに際して実現される価値についての概念整理をすることが可能であるものの、実際の事案においては、上記(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難である<sup>17)</sup>。加えて、(b)の価値についても、一般株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である。そのため、上記の理論的な概念整理から直ちに、実際の事案における妥当な買収対価の算定方法を導くことや、市場株価と比較して「プレミアムが何%以上であれば公正である」といった一義的・客観的な基準を設けることは困難である。したがって、買収対価等の取引条件自体について何らかの一義的・客観的な基準を設けることは適当とはいえず、取引条件の公正さを担保するための手続（以下、このような手続を指して「公正な手続」という。）の在り方について指針を示し、こうした手続を通じてM&Aが行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益（以下、このような利益を指して「一般株主が享受すべき利益」や「一般株主利益」等という。）が確保されるべきものと考えられる。

(略)

14) MBOの場合には、理論的には、それ自体では企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しないが、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト、開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する経営者等の努力により創出される価値等が(b)のM&Aを行わなければ実現できない価値に含まれると考えられる。また、経営者が投資ファンド等と共同で行うMBOの場合には、投資ファンド等の支援による経営の効率化や、投資ファンド傘下の他の事業会社との間で創出されるシナジーも(b)の価値に含まれ得ると考えられる。

15) 例えば、多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等は、M&Aを行わなくても実現可能な価値であり、本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。また、M&A後に他社と事業提携等を行うことにより実現することが想定されていた価値についても、概念上は、M&Aを行うことによって実現する事業提携なのか、M&Aを行わなくても可能な事業提携なのかで区別することができ（実際の判別は困難であるが）、後者の場合には、当該価値は本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。

16) 会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は「公正な価格」と定められており（会社法第785条第1項等）、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合には、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において当該株式が有する価値をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合には、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格をいうと解されている。組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている。

17) M&Aを行う前から保有している既存の経営資源を活用して実現可能な価値は、実際には実現されていない場合であっても、(a)のM&Aを行わなくても実現可能な価値に含まれると考えられる。この点に関連して、本来、(a)の価値は、MBOや支配株主による従属会社の買収により非上場化をする前から十分に実現していくことが期待されるものの、上場を継続している間には十分に実現されていない場合も少なくなく、このような状態を前提に株式市場の価格形成もされているとの指摘がある。

# 参考：MBO等に関する諸外国の価格規制の状況等

- 欧州では法令で公開買付に関する価格規制が導入されており、過去一定期間に買付者が支払った最高額や市場平均価格を下限とする規制が一般的

	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	日本
最低価格規制	規制なし※	規制あり (通常は公表前3か月、強制的公開買付は公表前12ヶ月に支払った最高額以上)	規制あり (買付者が公表前6か月に支払った最高額又は公表前3か月の加重平均株価以上)	規制あり (強制的公開買付は過去12か月に支払った最高額以上、任意買付で既に50%以上を保有する場合は公表前60日の加重平均株価以上)	規制なし (買付価格の事後的な引下げは禁止)

※ アメリカでは、Best Priceルールや全株主ルールが存在し、株主の平等性や価格の公正性を担保。最低価格に対しても一定の影響を与えている。(Best Priceルール:公開買付に応募があった株式については、均一かつ最高の価格を支払うことが必要、全株主ルール:公開買付は同種の株式のすべての保有者に対して行うことが必要)

## (参考) その他の公正性担保に関する規制・実務等

	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	日本※
特別委員会設置	取締役のfiduciary duty上、通常設置(対象会社の独立社外取締役により構成)	設置の実務なし	設置の実務なし	設置の実務なし	通常設置 (対象会社の独立役員等により構成)
フェアネスオピニオンの取得	取締役のfiduciary duty上、フェアネスオピニオンを通常取得	フェアネスオピニオンの形式ではないが、独立アドバイザーからの経済条件の公正性及び合理性についての意見取得が義務	義務ではないが、独立したアドバイザーを選任し、フェアネスオピニオンを取得する事例あり(過去調査では半数程度)	対象会社は独立した専門家を選任し、フェアネスオピニオンを取得する義務あり	フェアネスオピニオンを任意で取得する事例もあるが限定的 (算定書の取得は上場規則上の義務)
MOM条件の設定	取締役のfiduciary duty上、MOM条件を通常設定	公開買付対象株式総数(既存保有分を除く)の90%以上の取得が必要でありMOMより厳しい	MOMの考え方は取られていない	MOMの考え方は取られていない	MBOにおいては任意で設定する事例もあるが限定的(支配株主による完全子会社化では通常設定されない)
積極的マーケットチェック	取締役のfiduciary duty上、マーケットチェックを通常実施	実施の実務なし	実施の実務なし	実施の実務なし	任意で実施する事例もあるが限定的

※ 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針」では、特別委員会やフェアネスオピニオンの取得、MOMの設定、積極的マーケットチェックなどが公正性担保措置として挙げられている(個別具体的な状況に応じて適切な措置を選択)

(出所) 経済産業省 利益相反構造のあるM&A 海外法制調査(中間報告)(ホワイテ&ケース法律事務所)

経済産業省 令和3年度産業経済研究委託調査事業「コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査」

経済産業省 令和4年度産業経済研究委託調査事業「海外のM&A制度等に関する実態調査(米英独仏における上場会社M&A制度・市場動向に関する調査報告書)」

OECD Corporate Governance Factbook 2023

# 最近のMBOの不成立事例

- 近年、MBOを目的としたTOBが不成立となる事例も発生
  - ✓ 支配株主による完全子会社化は、集計期間（2021～2023年）においては不成立となった事例なし

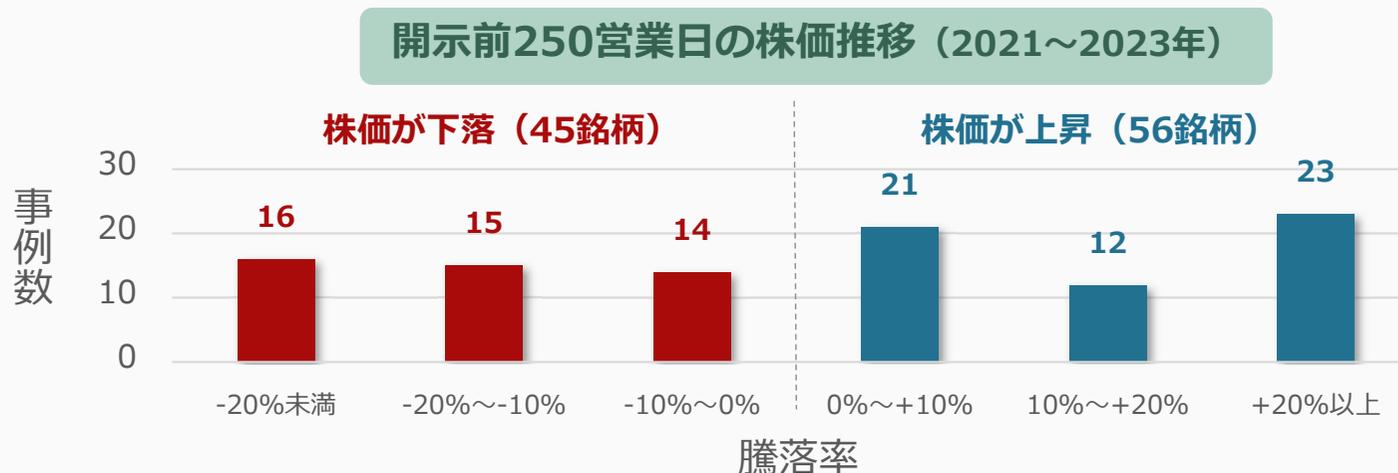
## 最近のMBOの不成立事例（2021～2023年）

公表時期	対象会社	案件概要	買付者の所有比率※
2021/2	サカイオーベックス (1回目)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ サカイオーベックスの経営陣がMBOを目的にTOBを実施（市場株価がTOB価格を上回って推移したことを踏まえ、途中買付価格を2,850円→3,000円に引上げ）するも、下限に満たず不成立（下限412万株に対して応募393万株）</li> <li>※ その後再度TOB（買付価格3,810円）を実施・成立</li> </ul>	14.6%
2021/3	光陽社	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 光陽社の経営陣がMBOを目的にTOBを開始（買付価格935円）</li> <li>・ サイブリッジ社（TOB開始後に買増し5%所有）が、株価算定が恣意的な方法による（類似会社比較法を除外等）として、TOB価格の見直しを要求（1,294円）</li> <li>・ 交渉の結果、光陽社はTOB価格を見直し（1,060円）、サイブリッジ社と応募契約を締結も、下限に満たず不成立（下限47万株に対して応募30万株）</li> </ul>	23.9%
2021/9	パイブドHD (1回目)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ パイブドHDの経営陣（+アドバンテッジパートナーズ）がMBOを目的にTOBを実施（買付価格2,800円）するも、下限に満たず不成立（下限183万株に対して応募31万株）</li> <li>※ その後、再度TOB（同額2,800円、特別委員会は引上げを要請するも買付者が拒否）を実施・成立</li> </ul>	35.6%
2021/11	片倉工業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 片倉工業の経営陣がMBOを目的にTOBを実施（買付価格2,150円）</li> <li>・ 鹿児島東インド会社（筆頭株主であったオアシス・マネジメントから2,350円で保有株式を取得）が「保有する不動産の時価を考慮すると著しく低廉」との意見を表明、下限に満たず不成立（下限2214万株に対して応募1967万株）</li> </ul>	0.5%

（注）所有比率には、応募契約の締結先など重要な利害関係者としてTOBの開示で記載されている者の所有分を含む  
 ※ 2021年から2023年に開示されたMBO等を対象として集計

# MBO等の開示前の株価推移の傾向

- MBO等の事例全体では、**MBO等の開示前における株価の極端な下落傾向はみられなかった**
  - 開示前250営業日の株価推移では、開示までの間に株価が上昇・下落している銘柄が半々
  - 期間を分けた場合でも顕著な傾向はなし（開示前の騰落率の平均値・中央値はともに正の値）



期間別の株価推移

	開示前の営業日数				
	250日	200日	100日	30日	7日
値上がり銘柄率	55%	51%	54%	62%	60%
値下がり銘柄率	45%	49%	46%	38%	40%
騰落率（平均値）	+5.5%	+4.1%	+4.3%	+2.7%	+0.9%
騰落率（中央値）	+1.0%	+0.3%	+1.5%	+1.3%	+0.3%

※ 2021年から2023年に開示されたMBO等を対象として集計  
 ※ 事前の報道等により開示日以前の株価が影響を受けている銘柄を除く

# 参考：MBO等の直前にネガティブな情報を開示した事例

- 業績の大幅な下方修正後にMBO等を行うケースも一部存在
  - **MBO等の公表前の業績の下方修正**に関しては、買付が成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性があるとして、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」でも当該時期にMBO等を実施することとした背景・目的等の丁寧な説明が求められている

✓ 業績予想の下方修正（当期利益 約65%減）



なお、当社は、2021年10月20日に公開買付者から本取引に係るシナジーやスキーム、スケジュールに関する提案書を受領した後、2021年11月10日に「第2四半期業績予想と実績との差異及び通期業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、2022年3月期通期連結業績予想の下方修正（以下「本業績修正」といいます。）を行っておりますが、本業績修正は、エンジニアリング事業については、特に国内において上期の受注が低迷したこと、及び、パイプ・素材事業については、受注高減少に伴う売上高減少とともに、原油価格や鉛価格の値上がりの影響等で利益の減少が避けられない見通しであることから、東京証券取引所の適時開示基準に基づいて開示したものであり、**本取引に関連して、又は本取引を意図して行われたものではありません。**

（2021/12/24 支配株主による買収に関する公表資料より作成）

✓ 業績予想（当期利益 前期比約30%減）および 業績予想の下方修正（当期利益 約60%減）



この点に関連して、当社は、今般予定されている取締役会決議に先立ち、2021年8月10日付で2022年6月期の業績予想を、また2021年11月11日付で業績予想の下方修正をそれぞれ公表しているところ、当該業績予想については当社において例年と同様の方法及び手順で策定されたものであるとのこと、また当該下方修正については当社の当該時点における足元の業績に基づき当社の内規に従って公表されたものであるとのことであり、これら一連の経過の整理について当特別委員会としても特段不合理と思われる事情は見出していない。これらを前提に、当該業績予想及び当該下方修正いずれについても、**当社が意図的に当社株式の市場株価を下げる意図で策定及び公表したものである等の事実を窺わせる事情を当特別委員会において見出していない**ことから、本公開買付価格の検討にあたり、上記各公表日以降の当社株式の市場株価を参考にすることは不当ではないと考えられる。

（2022/2/9 MBOの実施に関する公表資料より作成）

# MBO等に関する考え方と企業行動規範等の体系

- MBO等に関しては、上場会社として役割を終えた企業の**市場からの退出**や、**機動的な経営改善**、株主に対する**プレミアム取得機会の提供等の意義**があり、活力ある資本市場の維持に重要な役割
- 一方で、**構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在することを踏まえ**、以下の観点から、企業行動規範の遵守すべき事項等において規範を設けてきた経緯
  - 一般株主が、**取引条件の妥当性等について、必要かつ十分な情報を得たうえで、適切な判断を行うことができる環境を整備**
  - **公正な手続きの確保を通じて公正な取引条件が設定されるよう促進**

## MBO

## 支配株主による完全子会社化

### 情報開示

**適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け**  
(特別委員会の実効性、株式価値算定の重要な前提条件、算定機関の独立性等)

### 算定書の取得

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**第三者**が  
**買付け等の価格に関する見解を記載した算定書の取得・概要の開示を義務付け**

※ 支配株主である上場親会社側も取得・概要の開示義務

少数株主にとって  
不利益でないこと  
の意見の入手  
(支配株主が関連する重要な取引  
全般に対する規範)

### 規制なし

※ 実務上は、支配株主による完全子会社化のケースと同様に、特別委員会に一般株主にとって不利益でないことの諮問を行い、それに対する答申書を取得・概要を開示するのが通例

**利害関係を有しないものから、少数株主にとって不利益でないことに関する意見※の入手を義務付け（概要のみ開示）**

※ 取引等の目的、交渉過程の手続き（算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など）、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したもの

# 参考：MBO等に関する適時開示①

- 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
- 加えて、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」を踏まえて、**特別委員会の実効性や算定機関の独立性等に関する情報開示が進んでいる**状況
  - ただし、株式価値算定の前提条件に関しては、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」で例示されている事項（例えば、フリー・キャッシュフローの予測期間の考え方や成長率等の継続価値の考え方等）まで踏み込んで開示している例は限定的

	適時開示ガイドブック	(参考) 公正なM&Aの在り方に関する指針
<b>特別委員会に関する情報</b>	<p>(特別委員会を設置した場合)</p> <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</li> </ul> <p>(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)</p> <ul style="list-style-type: none"> <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（入手日、入手先、内容（その理由を含む））</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 委員の独立性や専門性等の適格性（独立性、属性・選任理由、選定プロセス等）</li> <li>➢ 特別委員会に付与された権限の内容（買収者との取引条件の交渉過程への関与、アドバイザー等の選任等）</li> <li>➢ 特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況（設置時期、検討事項、受領した情報、審議回数・時間等）</li> <li>➢ 当該 M&amp;A の是非、取引条件の妥当性や手続の公正性についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容（当該 M&amp;A に関する主要な検討事項に関する検討結果や根拠・理由）</li> <li>➢ 委員の報酬体系に関する情報</li> </ul>

	適時開示ガイドブック	(参考) 公正なM&Aの在り方に関する指針
<p>株式価値算定に関する情報（算定の重要な前提条件）</p>	<p>(DCF法の場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 算定の前提とした<b>財務予測の具体的な数値</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 財務予測に<b>大幅な増減益を見込んでいるときは当該増減益の要因</b></li> </ul> </li> <li>➤ 算定の前提とした<b>財務予測の出所</b></li> <li>➤ 財務予測が取引の実施を前提とするものか否か</li> <li>➤ <b>割引率の具体的な数値</b></li> <li>➤ <b>継続価値</b>の算定手法及び算定に用いた<b>パラメータの具体的な数値</b></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>	<p>(DCF法の場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 算定の前提とした対象会社の<b>フリー・キャッシュフロー予測</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>予測期間の考え方</b></li> </ul> </li> <li>➤ 算定の前提とした<b>財務予測の作成経緯</b>（特別委員会による事業計画の合理性の確認や第三者評価機関によるレビューの有無、当該 M&amp;A 以前に公表されていた財務予測と大きく異なる財務予測を用いる場合にはその理由等）</li> <li>➤ 財務予測がM&amp;Aの実施を前提とするものか否か</li> <li>➤ <b>割引率の種類や計算根拠</b></li> <li>➤ 予測期間以降に想定する成長率等の<b>継続価値の考え方等</b></li> </ul>
<p>フェアネス・オピニオンに関する情報</p>	<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>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発行プロセス、「公正性」の考え方等</li> </ul>
<p>第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報</p>	<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>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 第三者評価機関の報酬体系（当該 M&amp;A の成立等を条件に支払われる成功報酬か、当該 M&amp;A の成否にかかわらず支払われる固定報酬か）等</li> </ul>

- 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を踏まえ、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方も検討課題に

## 中間整理（2020年9月1日）

### 2. 問題の所在

#### (2) 最近の事例に基づく指摘

上場子会社の取締役会が、**支配株主の提示した公開買付価格が特別委員会の取得した株式価値算定書におけるDCF法の価格レンジの下限を下回っていること**などから、**支配株主による公開買付けについて、賛同意見を出しながら株主に対する応募推奨をしなかった事例が生じており、支配株主による公開買付けに賛同するとともに、応募するかは株主の判断に委ねる旨の意見を上場子会社の取締役会が表明することは妥当であるとの特別委員会の答申書では「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手したとはいえないのではないかとの指摘**<sup>※1</sup>

### 3. 少数株主保護の枠組み

#### (2) 手続き

支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」について、経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（2019年6月28日）の策定後、独立社外取締役によって構成される特別委員会が少数株主の利益を図る観点から意見を提示することの重要性が高まっていることにも鑑みると、**支配株主による公開買付けに賛同しているにもかかわらず応募推奨しない旨の特別委員会の答申は「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手したとはいえないのではないか、上場制度における少数株主保護の枠組みとして求めている「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」との関係では、特別委員会は、応募推奨しない場合には意見表明を留保すべきではないかとも考えられるとの指摘**がある<sup>※2</sup>。他方で、このような局面で過度な手続を求めることは、支配株主による公開買付けを困難にすることで少数株主がプレミアムを受け取る機会を失わせ、かえって少数株主にとって望ましくない結果をもたらす可能性があるとの指摘や<sup>※3</sup>、経済合理性のない親子上場の解消を妨げることにもなりうるとの指摘もある。

そこで、**特別委員会に期待される役割も踏まえて、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方を含め、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みについて、当研究会において検討を継続することとする**<sup>※4</sup>。

※1 支配株主による公開買付けは、支配株主と少数株主との間の利益相反のリスクが最も顕在化する場面であることから、東証では、支配株主による権限濫用を防止し、適切な少数株主の保護を実現するために、「支配株主との間に利害関係を有しない者」による「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手及び必要かつ十分な開示を上場会社に求めている（有価証券上場規程441条の2）。

※2 もっとも、応募推奨しないとの答申を行っていることは、ある意味、特別委員会が機能していることの表れでもあるとの指摘がある。

※3 このような局面では、支配株主が第三者による公開買付けに応じることがない以上、マーケット・チェックが有効に機能することは期待できないとの指摘がある。

※4 この点、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う場合には、少数株主保護の観点から、少数株主の過半数が応募していることを当該公開買付けの成立条件とするマジョリティ・オブ・マイノリティを求めることが考えられるとの指摘がある一方で、マジョリティ・オブ・マイノリティを求めた場合には、支配株主による上場子会社に対する公開買付けを阻害することで、かえって少数株主の利益に資さない結果をもたらしかねないとの指摘もある。

- MBO等に関する企業行動規範に違反した場合、他の遵守すべき事項への違反と同様に、**実効性確保措置（改善報告書等）の対象**となる
- 一方で、MBO等に関しては上記のような**上場廃止を前提とする実効性確保措置の機能に限界**があることから、2016年には、MBOを実施して上場廃止となった会社が、**再度上場しようとする場合を念頭に、追加的な審査の視点・運用を再整理し、公表**
  - **再上場時の審査において、MBO後の状況を勘案してもなお、少数株主保護の観点から問題がなかったかどうかを確認することとしている**

## 審査の視点

項目	内容
① MBOと再上場の関連性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● それぞれが独立して行為か／関連性が高い行為なのか（主導者の同一性・連続性、MBOから再上場までの期間など）</li> </ul>
② プレミアム配分の適切性及びMBO実施の合理性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>＜MBO時の状況＞</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>MBO時の手続きの状況について、経済産業省の指針への準拠性</b>などを確認</li> </ul> </li> <li>● <u>＜MBO後の状況＞</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>MBO時の計画とMBO後の進捗との間にかい離がある場合には、その理由について合理的な説明ができるかどうか</b>を確認</li> </ul> </li> </ul>

## 審査の運用

- 上記①、②を確認のうえ、再上場後に投資者保護上問題となるような行動をとらないためのコーポレート・ガバナンス体制の整備状況、再上場までの経緯の説明・開示などを勘案し、総合的に上場の可否を判断
- ※ **過去のMBOで問題があったと判断される場合でも、遡って治癒することは不可能であることから、それを理由に一律に再上場を認めないこととする運用とはしていない**

## 検討の方向性

- 企業行動規範の体系整備が15年前ということで、**当時とは状況も大きく変わっていることから、現行の規定については、ゼロベースで見直しても良いのではないか。**
- 15年前とは状況も様変わりしていることから、**今の時代にマッチしたものに変わっていく必要**。必ずしも合わせる必要はないが、**機関投資家の議決権行使ガイドラインと比べてもハードルが低く、違和感を感じるものもある。**
- **企業行動規範はルールベース、コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベースであり区別すべき**。そういった観点から、**企業行動規範の主は遵守すべき事項**。遵守すべき事項を中心として、**マテリアルなものとしてどれを入れ込んでいくかを中心として検討すべき**。
- 「**遵守すべき事項**」は**上場企業を管理するルールとして非常に重要**であり、この位置づけが濁らないように留意すべき。
- 日本では原則主義がまだ浸透していないことから、**細則主義の手前のそもそもの精神や姿勢といったところはきちんと示していくべき**。

## 中長期的な企業価値向上の観点からも必要な規定を設けることについて

- 両者の目的や建付けの違いを踏まえれば、**コーポレートガバナンス・コードに記載されている項目を望まれる事項にどんどん盛り込んでいくのは適切でない**。
- 「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」に関する開示等については、**望まれる事項に入れてもよいのではないか**。

## 遵守すべき事項全般

- 遵守すべき事項については、**市場の機能や株主の権利を棄損する濫用的な行為を規制する趣旨で導入してきた経緯**。現行の規範についても、足もと問題が発生していないから不要ということではなく、**株主の権利保護上問題がある行為については、きちんと規範を残しておくべき**。

## MBO等

- **MBOや支配株主による完全子会社化は一番重要な論点**。経済産業省の指針に明らかに反している事例も散見されており、**遵守すべき事項において、エンフォースメントを伴う形での手当てが必要**。
- MBOの主な論点は**価格の妥当性**。例えば算定書を複数社から取るなど、バリュエーションに関するガバナンスを高めていくことも考えられる。**今後MBOは増えていくと見込まれることから先手を打った対応が必要**。
- **M&Aに関する経済産業省の指針は裁判所に向けられたもの**と理解しているが、取引所としても、**望ましいM&AやMBOの規範を投資者保護の観点からアップデートして盛り込む**ということはある。
- MBOについては、**上場廃止を前提とする通常のエンフォースメントでは十分に対応が難しいことから、海外で導入されている最低価格規制や重要なネガティブ情報公表後のMBOの制限などの規制を導入することも考えられる**。
- 買収に関しても、**経済産業省の買収指針が大幅に改正**されており、企業行動規範についても見直しを検討すべき。

## 独立社外取締役の選任

- **独立社外取締役の選任に関しては、規定の導入当時から状況が大きく変わっており、見直しを行うことが考えられる**。
- 独立社外取締役の選任義務に関しては、コーポレートガバナンス・コードに委ねることも考えられるが、**取引所としての独立性基準は堅持すべき**。

## その他

- **CEOのサクセッションプラン**については、コーポレートガバナンス・コードにも原則があるが、企業の実態としては、文書すら作成されていないといった事例もある。**候補者については、経営の長としての勉強をする期間を相応に設けたうえでトップになっていただくといったことを、遵守すべき事項などに明記すべき。**
- **女性役員の選任**についても遅々として進まない部分があり、より強制性をもたせてもよいのではないか。
- 先般の四半期報告書の開示のように、今後法定開示から適時開示に比重が移っていくのだとすると、**現在細目に設けている開示基準に加えて、適時開示がなぜ重要なのか、どういった姿勢で臨むべきかといった精神を明記し、理解いただくことが重要。**
- **グループ経営における株主責任、信任義務**についても論点と認識。