

2024年9月4日 全7頁

「改革は始まったばかり」、東証が示した方針

MB0などに関する企業行動規範の見直しも議論

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）で8月19日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）の第17回が開催された。今回は、（1）「資本コストや株価値を意識した経営の実現に向けた対応」に関する現状と今後の東証の施策（案）、（2）MB0・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し、（3）経過措置適用会社の状況、について議論が行われた。
- （1）については、フォローアップ会議での議論の結果を反映して、8月30日に東証から成案が公表された。今後の方針として、「改革は始まったばかり」「上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視」という明確な言葉が示された。
- 具体的な対応策として投資家が期待するポイントだけでなく、投資者の目線とギャップのあるポイント・類型化した事例の公表や、毎月公表する開示企業リストの改良が挙げられている。リストの中で【検討中】の会社には一定期間を定めて【開示済】への移行を促すことが示されている。
- （2）については濃淡のある様々な意見が出た。企業行動規範を見直すことで、実務で重要な拠り所となっている経済産業省作成の「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公正性担保措置をさらに機能させることを主眼に置きながらも、当該指針よりも強い措置である米国並みの制度導入を期待する声があった。

第17回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で8月19日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）の第17回が開催された。今回は、（1）「資本コストや株価値を意識した経営の実現に向けた対応」に関する現状と今後の東証の施策（案）、（2）MB0・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し、（3）経過措置適用会社の状況、について議論が行われた。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて（1）と（2）の内容を簡潔にまとめる。

(1) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する現状と今後の東証の施策（案）

今回フォローアップ会議では、2023年3月の要請に対する進捗を踏まえ¹、東証から今後の方針（案）と具体的な対応策（案）が示された。その後、フォローアップ会議での議論を踏まえ、8月30日に成案が公表されている。今後の方針は以下の内容である（『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する今後の施策について）（2024年8月30日）。

- ◆ 多くの企業で開示が始まるなど、取組みへの着手が進んでいるものの、取組みを進める企業においても投資者との目線にズレがあるなど課題が存在。また、開示に至っていない企業もあり、**改革は始まったばかり**
- ◆ 東証は、上場企業が、**資本コストや株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前**となる市場を目指す
- ◆ 今後の取組みを進めるにあたり、東証は、**市場運営者の立場として、上場企業と投資者との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備**に更に注力
- ◆ その結果、**上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加**することも想定されるが、そうした判断も尊重。東証は、日本市場の魅力向上に向けて、**上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視**
- ◆ 上場企業のみならず、**機関投資家に対しても、短期的・表面的な視点のみに偏らず、中長期的な企業価値向上を支えるという視点で、上場企業との対話に臨んでもらうよう働きかけ**
- ◆ 今後の進捗を測る評価軸として、PBR・ROE・時価総額・成長性など定量的な指標（国際比較含む）に加え、上場企業の取組み・開示内容や国内外の投資者の評価を定性的に把握し、全体の進捗をレビュー

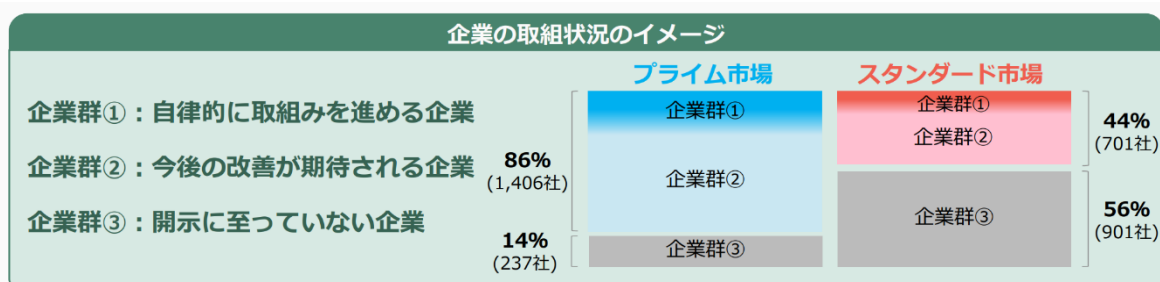
これは、機関投資家や上場会社からよく問われていたことを明確に示したものである。特に注目したいのは、「改革は始まったばかり」「上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視」の2つである。フォローアップ会議で示された案では、改革は「途上」と認識されており、上場企業数に重点は置かないことが示されていた。フォローアップ会議のメンバーからは、より踏み込んだ表現にすべきという意見が出ていたことが表現の修正につながったと思われる。

東証は具体的な対応策を考える上で、プライム市場とスタンダード市場の会社を図表1のように企業群①：自律的に取組みを進める企業、企業群②：今後の改善が期待される企業、企業群③：開示に至っていない企業に分類した。企業群②は投資家との目線にズレが生じていたり、コミュニケーションが十分に行えていないこと、企業群③はIR体制が未整備、支配株主等の存在

¹ 2024年7月末時点で、検討中を含めてプライム市場では86%、スタンダード市場では44%で取組み内容が開示されている（東京証券取引所「上場会社の対応状況」（2024年8月30日））。

により市場からのプレッシャーを感じにくいことが課題と認識されている。

図表 1 企業群の分類



(出所) 東京証券取引所「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する今後の施策について」(2024年8月30日)

東証は企業群①の取組みを後押ししつつも、企業群②に焦点を当てたサポートを実施することを想定している。企業群③には市場と向き合う姿勢・体制の構築を促していくことや、少数株主保護の観点からの取組みを推進していくという。

図表 2 具体的な対応策

企業群②

- ★投資家との目線の「ズレ」を解消するための検討材料の提供
 - ポイント・事例集のアップデート（11月上旬公表予定）
 - ・投資家が期待するポイントだけではなく、ギャップのあるポイント・類型化した事例集の公表
 - 開示状況等による市場評価（株価）の変化の紹介
 - 全国の上場会社経営者や担当者に対する啓発
- ★投資家との円滑なコミュニケーションの促進
 - 開示企業リストの改良（詳細は9月中に公表、年明け開始予定）
 - ・【検討中】会社の期限の設定：【検討中】会社には一定の期間を定めて【開示済】への移行を促す（運用の詳細は検討）
 - ・取組みアップデート会社の明示
 - ・機関投資家からのアクセスを希望する会社の明示
 - 開示が進まない会社に対して、現状の取組み・検討内容を開示し、投資家との対話を通じてブラッシュアップすることの重要性を発信
 - 投資家側にも、短期的・表面的な視点のみに偏らず、中長期的な企業価値向上を支える視点で、上場会社との対話に臨んでもらうよう発信

企業群③

- IR機能確保の促進
 - ・上場会社に対してIR機能の確保を促す（具体的な時期・方法は今後検討）
- 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示について、公表後の開示の充実状況をレビュー（10月以降に実施予定）

(出所) 東京証券取引所「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する今後の施策について」(2024年8月30日)より大和総研作成

具体的には企業群②に対して、投資家が期待するポイントだけではなく、ギャップのあるポイント・類型化した事例集の公表、開示状況や取組みによる株価の変化状況、毎月公表されてい

る開示企業リストの改良などを対応案として示した（図表2）。開示企業リストは【開示済】【検討中】の区分で公表されているが、【検討中】の会社には一定期間を定めて【開示済】への移行を促すことや、機関投資家との対話を推進するために機関投資家からアクセスを希望する会社を明示することとされている。企業群③には、具体的な時期・方法は今後の検討事項であるが、IR機能の確保の促進などが考えられている。

（2）MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し

企業行動規範（有価証券上場規定で制定）には独立役員の確保、第三者割当増資、買収防衛策など様々な事項が規定されている。そのうち、構造的な利益相反問題が認められるMBO（マネジメント・バイアウト）や支配株主による完全子会社化²は、（1）で挙げた「資本コストや株価を意識した経営」の要請等を背景に増加する可能性を踏まえ、一般株主の利益を適切に確保する観点において以前から重点的に議論が行われている。

現在の企業行動規範などでは、MBOや支配株主による完全子会社化に対して上場会社が意見表明等を行う場合、必要かつ十分な適時開示を義務付けているほか、第三者評価機関によって実施される対象会社の株式価値分析を示した株式価値算定書を東証に提出し、概要の開示が求められる。支配株主による完全子会社化の場合には、支配株主との間に利害関係を有しない者による意見（「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」）の入手の義務付けと概要の開示が求められている（MBOは対象外）。なお、実務上は、当該取引時に設置された独立した特別委員会からの意見の入手が定着している。

今回のフォローアップ会議では、経済産業省が2019年に作成した「公正なM&Aの在り方に関する指針」（「公正M&A指針」）に基づいた実務の進展や最近の事例を念頭に置き、市場関係者にヒアリングを実施し、今後の企業行動規範などの見直しの方向性などについて議論が行われた。

なお、「公正M&A指針」とは、構造的な利益相反のある取引において、一般株主の利益を確保するための公正性担保措置の在り方をベストプラクティスとして提示した法的拘束力のないソフトローである。「公正M&A指針」を遵守することで、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反という訴訟リスクの軽減が想定されている。

「公正M&A指針」で示された公正性担保措置をまとめたものが図表3である。これら6つの措置は同等の水準で一律に推奨されているわけではなく、状況に応じた対応が勧められている。強圧性排除は株主が適切に判断を行う機会を確保するための措置である。特別委員会の設置と情報開示は基本となるべき措置としており、特別委員会が案件によって外部専門家の専門的助言等、マーケット・チェック、マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）条件の設定を選別することが期待されている³。実務では、「特別委員会の設置、法務アドバイザーのリテイン、株

² MBO・支配株主による完全子会社化における利益相反については、[神尾篤史「東証フォローアップ会議で検討される今後の“タマ”」（大和総研レポート、2024年6月13日）](#) 6頁を参照。

³ 神田秀樹（2024）「企業買収に関する経済産業省の2つの指針とその課題」（MARR Online 2024年6月号 356号（2024/5/13））

式価値算定書の取得、間接的マーケット・チェック（対抗提案が可能な環境の構築など）、情報開示の充実、強圧性の排除は、「講じられることが一般的」⁴とされている。

図表3 公正性担保措置



（出所）経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」（2019 年 6 月 28 日）、東京証券取引所「MB0・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」（2024 年 8 月 19 日）より大和総研作成

<公正性担保措置の義務化>

こうした「公正 M&A 指針」にある公正性担保措置を企業行動規範で義務化する必要性や「公正 M&A 指針」の枠組みが機能するような方策について議論が行われた。公正性担保措置の義務化についてメンバーからは、「公正 M&A 指針を一律に義務化するのではなく、実務での取組みを踏まえて公正性担保措置の内容を吟味する必要があると思います。…（中略）…状況は様々なので案件ごとに考慮することが適切であると思います」や「過去の事案においては大きな企業であってもガバナンスが機能せずに経営者の方を向いて価格が歪んでしまったケースもあることからすれば、オプションでもよいので、価格が歪まないような色々な装置が活用できるよう用意しておくことが重要だと思います」という意見があった。

一方で、「公正 M&A 指針で示されている公正性担保措置を義務化するという意味で、企業行動規範として取り上げることは意味があると思います」という見解も示された。また、「アメリカの裁判規範と比較して公正 M&A 指針が示している内容は緩いです…（中略）…日米が同じでなくてはいけないとは思いますが、アメリカより緩いのは良くないと思います。グローバルな

⁴ 保坂泰貴（2024）「上場会社の非公開化をめぐる近時の主な論点」『企業会計』（Vol.1.76 No.9）101 頁

投資家からみたら、なぜ日本は緩いのかという問いを受けたときに答えられません」として、米国並みの制度導入を望む声もあった⁵。

<「公正 M&A 指針」の枠組みの機能促進>

「公正 M&A 指針」の枠組みを機能させる観点では、企業行動規範で規定される「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手について、対象を現在の支配株主による完全子会社だけではなく、MBO への拡大や検討内容の開示充実などを推す意見が多かった。「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」というネーミングについても意見があり、「公正 M&A 指針」の中で『特別委員会は、中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って』とされており、『不利益ではない』という控えめなものではなく、明らかに『一般株主の利益を図る立場にたつて』意見を述べる必要がある点で、温度差があるように思います」との指摘があった。

現状、概要のみの開示である株式価値算定書については、算定の前提条件の開示充実に対して肯定的な意見が複数見られた。さらに、「いわゆるマイノリティディスカウントが行われた価格が市場価格となっている可能性が高いので、算定書の取得が極めて重要であり、その開示を企業行動規範で求めることには大きな意義があると思います」と算定書自体の開示について言及があった。その他、「特別委員会での算定書の取得を原則化なのか義務化なのか表現は難しいですが、より強制性を高めるということがあるのではと思います」というように、会社だけではなく特別委員会が独自に算定書の取得を考えるべきという意見があった。

一般株主の意思確認である MOM については「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などは状況に応じて検討するものであると考えます」という意見がある一方で、MOM の義務化ではないものの、活用の検討が提案された。例えば、「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を義務化という少し違うのですが、これを確認して、大反対しているわけではない、あるいは、大反対されているということが分かれば、特別委員会はそこを更に慎重に考慮しながら、交渉のギアを変えていくことができます」や「マジョリティ・オブ・マイノリティについても、実施した方がいいとは思いますが、色々な事情があると思われる中で、その意思を確認しなかった場合には、特別委員会に対して、なぜ確認を行わなかったのかの説明をさせるべきです」などの見解が示された。

特別委員会の議事録の公表を求める声もあった。「しっかりと議事録を公表させることで、特

⁵ 米国では対象会社の取締役・支配株主に信託義務を課し、その違反の有無を裁判で審査する。取締役の信託義務に関する審査基準として、Entire Fairness 基準（完全公正性基準）が適用される。ただし、Entire Fairness 基準が適用されると、「支配株主側は敗訴するか不利な条件での和解をすることになるのが通常である」（神田秀樹（2024）「企業買収に関する経済産業省の2つの指針とその課題」（MARR Online 2024年6月号356号（2024/5/13））とされる。ただし、一定の要件を満たした場合、Business Judgement Rule（経営判断原則）へと審査基準が緩和される。この一定の要件として、デラウェア州の判例における MFV 判決では、特別委員会の承認及び MOM の賛成を支配株主が取引を進行するための前提条件としていること、特別委員会が独立していることなどが規定されている。詳細は東京証券取引所「アメリカにおける MBO・支配株主による完全子会社化に関する規制・実務の概要」（2024年8月19日）を参照。

別委員会でどのような議論がされて、どうしてその結論になったのか、たとえば算定書を取った理由／取らなかった理由、マジョリティ・オブ・マイノリティを確認した理由／確認しなかった理由、この価格で良いと考えた理由などの思考プロセスを公開させるべきだと思います」とされた。

これら一連の情報開示の充実について、「OR アプローチと申しますか、コンプライ・オア・エクスプレインと申しますか、例えば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を求めます、それを行わないのであれば、代替措置として、特別委員会が具体的にこういう活動をしましたという詳細を、算定書の取得やマーケットチェックの状況も含めて開示いただくなどの説明を行っていただくのが良いと思います」という具体的な案も示された。

今回の議論では MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しに対して、実務で重要な拠り所となっている「公正 M&A 指針」の公正性担保措置をさらに機能させることを主眼に置きながらも、「公正 M&A 指針」よりも強い措置である米国並みの制度導入を期待する声があり、濃淡のある様々な意見が出た。今後、「落としどころ」をどこに置くのか、注目される。