

Corporate Newsletter

2025 年 4 月号(Vol.44)

東証「MBO や支配株主による完全子会社化 に関する上場制度の見直し等について」を公表



弁護士 近澤 諒
TEL. 03-6266-8719
ryo.chikasawa@morihamada.com



弁護士 立元 寛人
TEL. 03-5293-4871
hiroto.tatemoto@morihamada.com

I.はじめに

株式会社東京証券取引所(以下「東証」)は、2025 年 4 月 14 日、企業行動規範の見直し案として、「MBO や支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等について」(以下「本見直し案」)を公表しました。

本見直し案は、近年、マネジメント・バイアウト(以下「MBO」)や支配株主による完全子会社化といった構造的な利益相反等の問題が存在するキャッシュ・アウトの件数が高い水準で推移しているところ、特別委員会の実効性に関する懸念や価格の公正性を判断するために必要な情報の開示の不足等が指摘されていることを踏まえ、2019 年に経済産業省が公表した「公正な M&A の在り方に関する指針」(以下「公正 M&A 指針」)の枠組みをより実効的に機能させることを目的として、企業行動規範における遵守すべき事項の見直しを行うものです。

今般の企業行動規範の見直しは、東証が設置した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」(以下「フォローアップ会議」)における検討結果を踏まえたものであり、本見直し案は、2025 年 2 月に同会議の検討資料として公表されていたものと概ね同様の内容となっています。本見直し案は、2025 年 5 月 14 日までパブリック・コメントに付された後、その結果を踏まえて最終化された企業行動規範が公表される予定です。本ニュースレターでは、本見直し案の概要について解説します¹。

¹ 本見直し案においては、上場会社として必要な IR 体制の整備を求める見直しも行われていますが、当該見直しについての解説は割愛します。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

Ⅱ.本見直し案の内容

1. 規範の対象となる行為の見直し

本見直し案による大きな変更点の一つ目は、企業行動規範の対象となる取引の拡大です。

	支配株主による 完全子会社化	MBO	その他の関係会社 による完全子会社化
①少数株主にとって不利益でないことに関する意見 利害関係を有しない者から、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	対象		新たに対象
②必要かつ十分な適時開示 適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け ※株式価値算定の概要を含む		対象	 新たに対象

(1)意見の入手が必要となる取引の拡大(上表①)

従来から、支配株主²を有する上場会社は、支配株主との間で重要な取引等を行うことについて決定をする場合には、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関し、利害関係を有しない者による意見の入手を行うことが義務付けられています³。そのため、支配株主による公開買付けに対して意見表明を行う場合や、支配株主との間で組織再編を実施する場合には、当該意見の取得が義務付けられてきました。

本見直し案では、このような支配株主が関わる取引に加えて、MBO や「その他の関係会社⁴による完全子会社化」についても、同様の意見の入手が義務付けられました(本見直し案により、入手すべき意見の内容についても見直しが行われており、その概要については、下記 2.(2)をご参照ください。)

実務上、MBO など公正 M&A 指針の対象となる取引に関しては、例外なく特別委員会の意見書(答申書)が取得されており、また、近時は、公正 M&A 指針の直接の適用対象ではない場合であっても、キャッシュ・アウトを伴う買収案件においては、特別委員会を設置した上で意見書を取得することが一般的となっており、本見直し案が実務に与える影響は限定的と思われます。

² 「支配株主」とは、親会社又は上場会社の議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者(上場会社の主要株主(親会社を除く。))のうち、自己の計算において所有している上場会社の議決権と、当該主要株主の近親者並びに当該主要株主又は当該近親者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等(会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体(外国におけるこれらに相当するものを含む。))をいう。以下同じ。)及び当該会社等の子会社が所有している上場会社の議決権の合計が過半数を占めている場合)をいいます(有価証券上場規程 2 条 42 号の 2、有価証券上場規程施行規則 3 条の 2)。

³ 有価証券上場規程 441 条の 2、有価証券上場規程施行規則 436 条の 3。

⁴ 財務諸表等規則 8 条 17 項 4 号に規定するその他の関係会社をいうものとされており、具体的には、対象者の 20%以上の議決権を有している関連会社や、対象者の 15%以上 20%未満の議決権を有し対象者に重要な影響を与えられる関連会社等が該当すると考えられます。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

(2) 必要かつ十分な開示が必要となる取引の拡大(上表②)

現行の企業行動規範では、支配株主による完全子会社化や MBO に関して意見表明を行う場合、「必要かつ十分」な適時開示を行うことが求められています⁵。本見直し案により、これらに加えて、「その他の関係会社による完全子会社化」についても、同様に「必要かつ十分な」開示が求められることとなりました。「必要かつ十分」な適時開示の対象となる場合、具体的には、株式価値算定の前提とした財務予測の具体的な数値や各種算定の前提等の詳細な開示が求められることとなります(本見直し案により開示すべき内容についても見直しが行われており、その概要については、下記 3. をご参照ください。)

従前の実務では、その他の関係会社による完全子会社化において、支配株主による完全子会社化や MBO と同程度に詳細な開示を行っていない例も存在したところであり、今後は、「その他の関係会社による完全子会社化」についても詳細な開示が求められることに留意が必要です。

2. 意見の入手先・内容の見直し

本見直し案による大きな変更点の二つ目は、対象となる取引に際して入手すべき意見の入手先及び意見の内容の見直しです。

	現行の規範	見直し案
意見の入手先	● 利害関係を有しない者	● 利害関係を有しない社外取締役、社外監査役、社外有識者で構成される特別委員会からの意見の入手を義務付け
意見の内容	● 少数株主にとって不利益でないことに関する意見	● 取引が「一般株主にとって公正であることに関する意見」の入手を義務付け ● 意見にあたり検討すべき観点を明示し、各観点到る具体的な検討内容や最終的な判断の根拠について、意見の中で十分な説明・開示を行わなければならない旨を規定 ※ 意見書そのものを適時開示資料に添付し、開示

(1) 意見の入手先

上記のとおり、本見直し案による企業行動規範の見直し後は、支配株主による完全子会社化、MBO 及びその他の関係会社による完全子会社化を実施する場合、一定の意見の入手が必要となります。これまで、企業行動規範の定める意見の入手先は「支配株主との間に利害関係を有しない者」とされており、特別委員会のほか、利害関係を有しない社外取締役・監査役、有識者からの取得も可能とされていました。

この点、本見直し案では、利害関係を有しない社外取締役、社外監査役、社外有識者で構成される特別委員会からの意見の入手が義務付けられています。実務上は、上記のとおり、支配株主による完全子会社化や MBO に限らず、キャッシュ・アウトを伴う買収案件においては特別委員会を設置した上で意見書を取得する

⁵ 有価証券上場規程 441 条、441 条の 2、有価証券上場規程施行規則 436 条の 3。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

ことが通例となっており、本見直し案による実務への影響は限定的であると考えられます。

(2)取得すべき意見の内容

特別委員会から取得すべき意見の内容についても見直しが行われます。これまでは、「少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見」とされていましたが、本見直し案では、「一般株主にとって公正であることに関する意見」となります。これは、一定のプレミアムが付された価格で売却機会が与えられることをもって、簡単に「不利益でない」と意見する事例も見受けられるといった指摘を受けて、公正 M&A 指針を踏まえ、「企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引になっているか」という目線での意見を求める趣旨であるとされています。

さらに、特別委員会において実効的な議論が行われているか不透明との指摘を踏まえ、本見直し案では、意見にあたり検討すべき観点を明示するとともに、各観点到係る具体的な検討内容や最終的な判断の根拠について、意見の中で十分な説明・開示を行わなければならないこととされています。

具体的には、以下の項目について、特別委員会による検討及び説明を求めるものとされています。

M&A の是非	● 対象会社の企業価値の向上に資するか否か
取引条件の公正性	● 以下の全ての観点を踏まえて、取引条件(買収対価の水準、買収の方法、買収対価の種類等)が公正なものとなっているか ● 買収者との協議・交渉の過程 ※協議の経過(特別委員会の関与の内容を含む)、協議・交渉の方針、主要な論点があればその内容、当初の方針から変更が生じた場合にはその理由(破断リスクに関する検討内容等) ● 株式価値算定内容およびその前提とした財務予測・前提条件等の合理性 ※財務予測の前提が大幅に変更されている場合や、特殊な前提条件が置かれている場合などにはその合理性 ● 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の合理性 ※直前にネガティブ情報を公表している場合にはそれを踏まえた合理性 ● その他(例えば、買収者による過去の株式取得価格など)
手続の公正性	● 当該 M&A の具体的な状況を踏まえて、全体として取引条件の公正さを手続的に担保する観点から、十分な公正性担保措置が取られているか ● 公正 M&A 指針で例示する①～⑥の公正性担保措置の実施状況および一部の措置を実施しない場合には、その理由や、それについて公正性確保の観点からどう考えるか ※公正 M&A 指針の趣旨も踏まえ、東証としても、全ての措置の実施を求めるものではなく、事案に応じて適切に措置を組み合わせた上で、その状況を投資者に対しても説明するよう求めるもの ① 特別委員会の設置(設置の時期、構成、権限(交渉への関与、アドバイザーの選任)、委員の報酬) ② 外部専門家の専門的助言等(法務アドバイザー、第三者算定機関等) ※外部専門家の独立性に関する検討内容や判断の根拠 ③ マーケット・チェック(積極的なマーケット・チェック、間接的なマーケット・チェック) ※対抗提案を受けた場合(具体的なかつ実現可能性のある真摯な買収提案である場合)であって、MBO 等に賛同する場合は特別委員会における検討内容や当該判断の根拠 ④ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(株主意思の確認手続き) ⑤ 強圧性排除 ⑥ 情報開示(取引条件の公正性・手続の公正性を判断することが可能な程度の情報の開示)

これらの項目については、「公正 M&A 指針で例示されている措置をベースに、公正性を担保するのに十

分な措置が実施されているか・具体的にどのような実施内容となっているかについての説明を求める」趣旨であるとされており⁶、公正性担保措置についても、東証が例示する項目の全てを実施することを求めるものではないことが明記されています。各項目を見ていくと、概ね現在の実務においても、支配株主による完全子会社化や MBO に際して個別事案の状況に応じて検討がなされ、必要に応じて特別委員会の意見の概要の開示に盛り込まれている項目が並んでいます。もっとも、例えば、買付者との交渉に関する「主要な論点」の内容や、「当初の方針から変更が生じた場合にはその理由(破断リスクに関する検討内容等)」については、実務上は特別委員会における検討に際して考慮されていたとしても、買付者との交渉戦略の詳細などは必ずしも開示してこなかった部分もあると思われるところであり、今後の開示文書における記載や、同じく開示対象となる特別委員会の意見書(答申書)の記載に影響を及ぼすことも想定されます。

なお、プレミアム水準の合理性に関する検討に際しては、投資家の意見を踏まえ、直前に業績予想の下方修正などネガティブ情報を開示した場合にはそれを踏まえた合理性についての検討を求めることが明記されています。この点に関連して、フォローアップ会議における検討の過程では、一律の規制を設けるべきではないかとの意見も出されていたものの、最低限の基準を設けるとした場合には、これを超えていれば問題ないという実務が定着することへの懸念が存在することや、より厳しい基準を設ける場合でも、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難しいことから、そのような一律の規制を設けることは見送られ、上記のとおり、プレミアムの水準の合理性の検討・開示を求めることで公正性の担保を図る方向とされています⁷。

(3)意見書(答申書)等の開示

本見直し案では、新たに特別委員会による意見書(答申書)の全文の開示が求められています。これまでも、支配株主による完全子会社化や MBO に際しては、特別委員会の意見の概要の開示が求められており、答申書の要約が適時開示資料に記載されていましたが、本見直し案は、これにとどまらず、答申書そのものを適時開示資料に添付することを求めるものです。これにより、特別委員会の答申書は開示書類としての機能も担うこととなるため、答申書の作成についてより慎重な作業が求められることとなり、実務上の負担が増加することも想定されます。また、第三者に対して守秘義務を負う情報や営業秘密その他機微情報など、開示には馴染まない情報に係る判断については、答申書には記載せず、特別委員会の議事録などの非開示書類において別途記録化することも検討する必要性が生じるものと見込まれます。このように、実務対応上も相応に影響の大きな見直しとなっています。

なお、フォローアップ会議における議論の過程では、特別委員会における議事録の開示を求める意見も示されましたが、個々の委員の発言内容が残る形となると議論の委縮を招くことを懸念する意見や、特別委員

⁶ フォローアップ会議議事録第 20 回 7 頁 中村部員発言

⁷ フォローアップ会議資料 3「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」、フォローアップ会議議事録第 20 回 8 頁 中村部員発言

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

会の議事録に定まった形式がなく、各社の判断に委ねられている中で、議事録の公表を求めると、議事録自体を簡素化してしまうことも懸念されるとして、議事録の開示は求めないこととされました⁸。

3. 必要かつ十分な情報開示の内容の見直し

本見直し案による大きな変更点の三つ目として、「必要かつ十分」な適時開示の内容についても見直しが行われ、具体的には、株式価値算定の重要な前提条件として開示すべき内容が拡充されています。本見直し案により、新たに下表の下線部の項目について開示が必要となります⁹。

株式価値算定の概要	財務予測	財務予測(売上高、営業利益、EBITDA 及びフリー・キャッシュ・フロー(FCF)を含む)の具体的な数値 ¹⁰
		財務予測の作成主体
		<u>財務予測の期間の設定に関する考え方</u>
		<u>財務予測の前提となる考え方(事業内容や事業環境等についてどのような前提を置いているか)</u> - 財務予測に利益・FCFの大幅な増減を見込んでいるときは、当該増減の要因 <u>当該 M&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</u>
	割引率	上記予測が M&A 実施を前提とするものか否か
		割引率の具体的な数値(レンジ可)・種類 <u>小規模リスク・プレミアムの考慮等の特殊な前提条件がある場合には、その内容と根拠</u>
算定機関との関係	継続価値	<u>継続価値の具体的な数値(レンジ可)・算定手法</u> 継続価値の算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)、パラメータの設定に関する考え方 <u>最終事業年度の一時的な支出は考慮しないよう調整を行っている等の特殊な前提条件がある場合には、その内容</u>
	非事業用資産	<u>個別資産(賃貸等不動産、政策保有株式、余剰資金など)の算定上の取扱い(事業資産と非事業用資産の切り分けについての考え方など)(算定において重要性を有する場合に限る)</u>
	その他	特殊な前提条件がある場合にはその内容
		算定機関について重要な利害関係※がある場合は、そ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 ※ ①算定機関が関連当事者に該当する場合、②公開買付者からの斡旋また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算定機関またはその関係会社から当事会社が投融資を受けている場合など <u>第三者評価機関の報酬体系(M&Aの成立等を条件に支払われる成功報酬か、M&Aの成否にかかわらず支払われる固定報酬か等)</u>

これらの新たに追加された開示事項に関しては、直近に開示された中期経営計画との関係や第三者算定機関の報酬体系など、これまでも実務上開示が行われてきた項目もある一方で、必ずしも現在の実務上開

⁸ フォローアップ会議資料 3「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」、フォローアップ会議議事録第20回6頁 中村部員発言

⁹ ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法(DCF法)の場合。

¹⁰ フリー・キャッシュ・フローの計算過程の具体的な数値の開示を求める意見もありましたが、本見直し案には盛り込まれませんでした。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

示が行われていない項目も含まれており、具体的な開示の在り方については、今後の実務の動向を注視する必要があります。

なお、これまで株式交換による完全子会社等の上場株式を対価とする場合には、双方に市場株価が存在することを踏まえ、財務予測の具体的な数値についての開示は不要とされてきましたが、上場株式を対価とする場合の取引条件の公正性が現金対価の場合と比べて劣後しているのではないかという投資家からの懸念の声も踏まえ、本見直し案では、対象会社の財務予測の具体的な数値に限定して、同様に開示を求めることとされています¹¹。

Ⅲ.見直しの実施時期

本見直し案に基づく企業行動規範の見直しは、2025 年 7 月を目途に実施される予定です。当該見直しは、施行日以後に MBO や支配株主・その他の関係会社等による完全子会社化等を決定するものから適用することとされており、経過措置は設けられていません。そのため、2025 年 7 月以降を公表予定日とする案件については、施行日以前から本見直し案に則った検討・開示の準備を行う必要があると考えられるため、留意が必要です。

¹¹ フォローアップ会議議事録第 20 回 8 頁 中村部員発言

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.