

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（3）

—MBO等に関する規律—

2019年7月26日（金）15:00～16:58

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授

## 有価証券上場規程の具体的検討（3）

### —MBO 等に関する規律—

東京大学大学院法学政治学研究科准教授

飯 田 秀 総

#### 目 次

I. はじめに	1. MBO 目的～上場コストの削減
II. 対象会社の意見表明の適時開示	2. 有価証券報告書提出義務の免除を得る場合
1. 根拠条文となる上場規程・規則	3. 上場廃止のみの場合
2. ガイドブック（会社情報適時開示ガイドブック 2018 年 8 月版）	4. キャッシュ・アウトの上場廃止事由
III. MBO 後の再上場	5. 株主総会決議の取消・売渡株式等の取得の無効と上場廃止
IV. MBO による上場廃止の局面で、上場規則を守るインセンティブはあるか？	討 論
V. 上場廃止の一般論	

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、7月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（3）—MBO 等に関する規律—」というテーマで飯田先生からご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○飯田 それでは、お手元のレジュメに沿って報告したいと思います。

#### I. はじめに

本報告では、有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）における MBO 等に関する規律の概要を紹介したいと思います。

なお、本報告では、MBO のみならず、支配・従

属会社間の二段階買収のキャッシュ・アウトの規律も含まれることとなります。なぜならば、適時開示規則等において両者がまとめて「MBO 等」と規定されているからです。また、理論的にも利益相反の問題は共通してありますし、情報の非対称性の問題があること、それから対抗提案が事実上登場しにくいといった共通点がありますので、これらを統一的に取り上げるということにも理論的な根拠はあるだろうと思われま

す。MBO 指針の改訂版である経済産業省の公正な M&A の在り方に関する研究会（以下「公正研」という）の「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）でも両者が取り扱われています。

いずれにしても、本報告では、そのうちの特に MBO にフォーカスを当てて——しかもその対

象となるのはもっぱら開示の話ですけれども——その内容について検討したいと思います。

MB0 等に関する上場規程については、会社法及び金融商品取引法（以下「金商法」という）と同じくらいの実際の重要性があるように思われます。もっとも、MB0 の局面で上場規程のルールが現実的な影響力を持っているということは、ある意味では不思議なことです。というのも、上場規程に違反した場合の最大のサンクションとして上場廃止があるわけですけれども、MB0 においては、当事者は上場廃止を希望しているわけです。ですから、上場廃止がサンクションとして事実上機能しないのではないかとも思えるわけです。

そこで、MB0 等に関する上場規程のエンフォースメントというか、なぜ多くのケースでこれが遵守されているのかということについて最後のほうで検討したいと思います。

## II. 対象会社の意見表明の適時開示

### 1. 根拠条文となる上場規程・規則

MB0 等に関する上場規程においては、対象会社に対するルールがあるだけです。ですから、MB0 等を行う買収者についてのルール等は存在しません。これはある意味当然でして、東証が規律できるのは上場会社に対してであるということだろうと思われます。

具体的には、レジュメにありますとおり上場規程 441 条でして、MB0 に関して対象会社が意見を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わなければならないというルールです。

上場規程 441 条ですけれども、条文をご覧くださいとわかりますとわかっており、2 パターンのケースがカバーされています。一つは、公開買付者が対象会社の役員であるケースです。括弧書きにあるのが、例えば社長がファンドと組んで買収目的会社を設立して行うようなケースにおける公開買付けということになります。

この上場規程 441 条は、東証の「2008 年度上場

制度整備の対応について」（平成 20 年 5 月 27 日）に基づく改正の一環として新設されたものです。

その「2008 年度上場制度整備の対応について」では、コーポレート・ガバナンスの強化により国際的に遜色のない株主の権利保護を目標に設定し、特に少数株主の権利保護について強化するという方針が示されていました。もっとも、具体的に MB0 に関する規律を強化するといったことまでは記載されておらず、MB0 に対する言及などありませんでした。ただ、その後、この「2008 年度上場制度整備の対応について」に基づく上場制度の整備などが行われまして、上場規程が 2009 年に改正されて、この上場規程 441 条が導入されたという流れになります。

同条は、必要かつ十分な適時開示を要求するだけです。どういう開示が必要かつ十分なものなのかということについては、具体的には、会社情報適時開示ガイドブックで具体的な内容が記載されているという形になります。その関係箇所は、資料 1 のとおりです。

その 2009 年改正のときは、この改正の趣旨として、従前から東証が要請している対価の公正性や株主との利益相反回避措置などに関する説明を充実することなどが求められることになるという説明がされていまして、従来の東証の運用が明確化されたという関係にあります。

その後改正があったようでして、細かい改正の経緯は追っていないのですけれども、レジュメ 5 ページの注 3 で紹介していますタイミング、2013 年頃に重要な改正がありました。それは、算定書の提出など具体的な DCF 等の内容についての開示についてです。このような改正を経て、現在のルールはどうなっているかを今日は主に見ていきたいと思います。

### 2. ガイドブック（会社情報適時開示ガイドブック 2018 年 8 月版）

ガイドブックを見ますと、資料 1 にあるとおりですけれども、一般の公開買付けにおける意見表

明の場合が一般原則として記載され、その特則として、MBO 等の場合はこうしなさいという規定が点在しています。ですので、以下でも、一般的なルールも概観しつつ、特に MBO 等の場合の特則がある場合には、そこを重点的に紹介することにしたと思います。

### (1) 上場規程に基づく開示義務

一般的なルールとしまして、上場会社の業務執行を決定する機関が、公開買付け等に関する意見表明等を決定した場合には、直ちにその内容を開示しなければいけません(上場規程 402 条 1 号 y)。特則として、MBO の場合には必要かつ十分に行うことが義務付けられる(上場規程 441 条)。こういうパターンの規定が今後も続きます。

それから、同じような特則としまして、支配株主その他施行規則で定める者による公開買付けについても、MBO と同様に、必要かつ十分な開示が義務付けられています(上場規程 441 条の 2 第 2 項)。

ガイドブックによりますと、MBO と支配株主その他施行規則で定める者による公開買付けをまとめて「MBO 等」と呼ぶことになっていまして、基本的に統一的なルールが定められています。

定義として「支配株主その他施行規則で定める者」というのは、条文として引用していますが、大まかに言って、支配株主というのは、基本的に過半数の議決権の有無を基準とするということになります。ですから、40%程度を所有していても、ここでいう支配株主には該当しないということがあるということで、現在のルールは規律範囲がやや狭めの設定になっているという側面があるかとは思いますが。

### (2) 開示に関する注意事項

まず、事前相談が必要だという規定があります。公表予定日の 10 日前までの事前相談が必要なものは次の三つの場合です。

①MBO 等に関して意見表明を行う場合

②上場廃止となることが見込まれる公開買付けに関して応募することを勧める旨の意見表明を行う場合(二段階買収の予定がある場合を含む)

③その他開示上特に考慮を要する事情があると判断される場合

次に、一般的な規定として、公開買付け後の二段階買収については、公開買付けに関する意見表明の時点で——要するに一段階目の時点で——できる限り二段階目の行為に係る内容を開示することが求められています。

レジュメに矢印を書いているのは私のコメントでして、多くの二段階買収は、公開買付けの時点で二段階目の内容についても決定しているはずですから、この規律はまさに合理的と思われま。また、二段階買収であっても、二段階目の内容が不確定であるということもあり得るわけですが、この要請がありますので、対象会社としては二段階目の内容がどうなるかについて意識的に検討するようになるといった事実上の効果も期待できると思われま。そうであれば、公開買付けの強圧性の原因たる、二段階目がどうなるかわからないという不安を取り除くことにも一定の意味があると思われま。

### (3) その他の注意事項

①算定書の提出(MBO 等の場合、上場廃止が見込まれる場合)

これは要するに、第三者算定機関の算定書を対象会社が取得することが義務付けられて、それを東証に提出することも義務付けられているということです。この規律の根拠条文は上場規程 421 条でして、先ほどの必要かつ十分に適時開示せよというのとは違う条文です。ここで注意すべきことは、したがってこのルールは公表を予定しているものではないということです。

上場規程 421 条により提出される書類の中には、公衆縦覧に付されるものと付されないものがある

ことになっていまして、公衆縦覧に付されるものについては、条文上その趣旨が明確に規定されています。しかし、この算定書についてはその文言は使われていませんので、これについては開示の対象にはなりません。ですので、算定書それ自体は、東証には出すけれども、公衆縦覧対象にはなりません。

東証に提出すべき算定書の内容については、具体的なルールがあります。すなわち、算定書には具体的な過程及び算定の前提条件が記載されていなければなりません。ですから、結論だけが載っているようなものを出すのでは不十分だということです。

具体的な過程とは、具体的な算定方式、それを採用した理由、算定結果の数値などをいうとされています。算定の前提条件とは、算定において前提とした重要な要素として、具体的には、算定手法ごとに必要な項目がリストアップされています。

この算定書は、結論から言って、東証が確認するだけということではあるのですけれども、後に見ますように、実質的には、適時開示事項でもほとんどこれらの内容がカバーされますが、それは後で紹介いたします。

## ②MBO等に関する意見表明の適時開示について

まず、必要かつ十分に行うことというのが繰り返されていますが、そのみならず、「MBO等には該当しないものの、これに準じる公開買付け（例えば上場会社の40%以上の議決権を有する者による公開買付けなど）に関する意見表明を行う場合には、MBO等の場合と同様に充実した開示を行うことが考えられます」と書いてあります。

これは恐らく事実上の要請で、推奨事項だと思われませんが、いずれにしろ支配株主の概念がやや狭めに規定されていることから、その漏れを拾おうとする趣旨ではないかと思われます。

### (4) 開示事項及び開示・記載上の注意

#### ①公開買付けの開始時の開示

まず、自社に対して公開買付けが行われる場合、対象者は、公開買付けの発表等があった旨を適時開示しなさいということになっています。

この規律は、公開買付公告とか、公開買付届出書の提出があった場合のみならず、それ以外の方法によって公開買付けを行う旨の発表があった場合にも適用されます。ですから、金商法では、公開買付開始公告前には対象者の行為を規制する明文の規律はないわけですがそれでも、適時開示規則ではここを規律することになります。それは単にこういうことがあったということを発表するだけです。ですから、全く妥当・必要な開示だと思われません。

#### ②公開買付けに関する意見表明の決定時の開示

これが開示に関して最も重要な箇所ということになります。

＜意見の内容、根拠、理由＞

第一に、公開買付けに関する意見等を書きなさいということになります。基本的には、意見表明報告書と同様の記載がされることが想定されています。ただ、幾つか上乘せ事項がありますので、金商法では必ずしも要求されていないことが東証の適時開示規則の中では要求されることとなります。

すなわち、対象者が賛否・中立を表明している場合には、MBO等の実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載しなさいと書いてあります。ここで注目すべき点は、公開買付け自体に対する賛否や中立という意見表明の判断基準として、対価の高低だけではなくて、企業価値の向上に焦点を置くことが前提となっていることです。

これは単なる投資家保護を超えて、社会的に意義のあるMBO等であることを、上場廃止しようとする会社ではありますけれども、東証も、公共的な観点からと言えればいいのでしょうか、確保しようとしているといえます。

それから、応募推奨意見の場合ですけれども、買付け等の価格に関する判断の理由、それから公

正な手続を通じた株主利益への配慮に関する説明を含めて、株主に対して当該 MBO 等に応募することを勧めるに至った考え方について記載しなければならないと書いてあります。

ここでいう判断の理由については、算定結果の合理性を確認したうえで、算定結果と比較して買付価格が合理的な水準かどうかという観点から説明するというのが例示されています。

また、算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合や特殊な前提条件がある場合は、これを踏まえて記載せよということも例示されています。

例えば、算定結果が市場株価法を用いている場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合です。この場合には、対象者が参照した株価、あるいは算定結果の株価が割安だったこととなります。ですから、買付価格が不十分であっても、周りはその価格を参照していますから、見かけ上は高いプレミアムに見えるということがあり得ますから、そのような問題があることを開示させることによって、株主が誤解しないようにするものと思われま

す。その逆パターンもあるということですが、省略します。

#### <算定に関する情報>

株式価値算定書などを取得した場合の規律がありまして、一般論としては、取得していない場合はその旨を記載すればよいことになっているのですが、MBO 等の場合には、先ほど見たとおり算定書の取得が義務付けられていますから、それについて事細かに開示することが求められるということになりますが、これも幾つか重要な点があるかと思

#### ①算定機関の名称並びに上場会社及び公開買付者との関係

重要な利害関係がある場合は、その関係の内容の開示が必要であるということになります。そし

て、その重要な利害関係がある算定機関に依頼する理由を開示せよということになります。さらに、弊害防止措置があるときはその内容を開示しなければいけない。

ここでいう重要な利害関係の例としては、次の四つが挙げられています。①算定機関が関連当事者に該当する場合、②公開買付者（その株主、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対象会社側が依頼している場合、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、です。

ここでは恐らく、本来的には算定機関に重要な利害関係がない方が好ましいという規範を前提にしていると思われま

す。つまり、この開示規制というのは、実質的には Comply or Explain として機能するものと思われま

す。一般論として、算定機関の利益相反状況を開示したうえで株主の判断に委ねるということは、まさに妥当な規律だと思われま

## ②算定の概要

先ほど見ました算定書で求められているようなこととほぼ同様のことが開示する事項です。

一般の場面と MBO 等の場面に分れるわけですが、MBO 等の場面の方がより詳細な開示が求められることとなります。

市場株価法、類似会社比較法、DCF 法の3つが例示されています。

類似会社比較法を例にとりますと、一般の場合、つまり MBO 等ではない場合は、そもそも類似会社比較法についての言及はないわけですが、類似会社比較法を使った算定書を受け取っているとき、MBO 等の場合には、比較対象として選択した類似会社の名称及び当該会社を選択した理由の開示が求められます。要するに、類似会社比較法においてはどういう意味で類似しているのかがまさにこの結論を左右し、そこをかなり恣意的にやろうと思えばできてしまうわけですから、それが開示されるのは重要です。それから、マルチプルとして用いた指標（EV/EBITDA、PER、PBR など）が重要であるのは言うまでもありません。

DCF 法の算定書については、かなり詳細な事項が求められます。まず、算定の前提とした財務予測（売上高、営業利益、EBITDA、フリー・キャッシュ・フローを含む）の具体的な数値、例えば典型的には4、5年開示されている例が多いと思いますが、その具体的な数値を記載しなければいけません。ただし、上場維持を前提とする場合を除くと書いてあります。

まず、開示の是非ですが、DCF 法の将来の財務予測については、少なくとも金商法上はこの開示を求める記述はないわけですから、東証の上乗せ規制ということになります。したがって、これの是非が問題になると思うのですが、理論的には、将来情報の開示という側面と営業秘密の開示という側面があるわけですから、これが余りにも厳しいと、MBO の萎縮効果が懸念されます。

しかし、営業秘密といっても、ノウハウの開示

等と比べれば、所詮は財務予測にすぎないわけですし、要保護性の程度は落ちるのではないかと考えられます。また、将来情報ということですが、より詳細な開示がされているアメリカで MBO が萎縮しているという話も余り聞こえてこないで、それほど懸念することはないのではないかと思います。

また、むしろ日本の現状からしますと、買取価格あるいは買収価格の公正性を支えるのは主として株式価値算定書であることが多いように思われ、他方で DCF の財務予測は不正が行われやすく、そしてその影響も大きいところですから、それについて開示を要求するのは、まさに妥当な記述だと思われれます。

但書の例外の話ですが、これは上場維持を前提とする場合ですから、MBO の場合というよりは、支配・従属会社間の公開買付けなどが前提に置かれているのだと思いますけれども、こういう例外があることの理由としては、少数株主として株式を保有し続けることが可能であること等を考慮したという説明がされているところです（注5）。その意味するところが、これらの情報を開示すると、公開買付け後の市場価格に悪影響が生じるということであれば、非常に説得的な理由なのでしょうけれども、他方で利益相反問題への対応という観点から見ますと、上場廃止の場合と上場維持の場合とで差をつける必要性があるかについては疑問です。

それから、財務予測の出所も開示せよとあります。また、より重要なこととして、財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否かということも開示することになります。

実例としては、ほとんどが取引の実施を前提としないもの、つまりスタンドアロンの企業価値評価をしているわけです。ですから、シナジー効果を分配しなければいけないとか、あるべきシナジーの分配ということが会社法の方では一般的に必要と言われてはいますが、この算定書の実務とは大分違うわけです。ですから、算定書のレ

レンジ内に入っているというだけでいいのかとか、そういう問題が本来的には会社法の方であるはずですが、いずれにしても、どういう前提で数字を出しているのかを開示させるのは、まさに株主の誤解を防ぐ意味でも重要だと思われま

す。それから、DCF 法のと

き

の割り算の話は結果を大きく左右しがちだということもありますので、これらの開示を要求するのは非常に重要だと思います。しかし、果たしてこれで十分かというところは、やや疑問の余地もあるように思います。例えば、小規模リスクプレミアムなどは「特殊な前提条件」に該当するので、そういうものを入れているときには開示せよと説明されていますが、他方で割引率の計算過程については開示不要とされています。しかし、ここは端的に計算過程、ど

#### <いわゆる二段階買収に関する事項>

ういう項目を考慮して割引率を出したのかという程度の意味の計算過程で、要するに回帰分析というよう

なものは要らないということですが、もう少し細かい項目の開示程度は要求してもいいのではないかと気がします。

ガイドブックでは、全部取得のケースが例示されています。一般的な規律として、二段階目の株式の全部取得の予定時期、完全に買収される手段及びその対価、及び一段目の買付価格と二段目の対価に差がある場合はその内容及び差額を設ける理由が開示事項になります。最後の点は、恐らく公開買付けの強圧性に関する規律だと思いますが、この問題を Comply or Explain で対応するというのは難しいのではないかと、これはむしろ原則禁止にして、例外的な特殊な事情があるときには東証と相談のうえで許可するという制度にした方がより妥当なのではないかと思われま

す。MB0 等の場合の特則として、二段階目の行為に買取請求権等が確保できないスキームは使うべきでないという趣旨のものがあるわけですが、これは平成 26 年会社法改正後は余り問題にならないのではないかと思われま

#### <公正性を担保するための措置>

すので、省略します。一般的なルールが大分長くありまして、その後 MB0 等の特則があります。一般的なルールとして、公正性を担保するための措置についての開示が要求される場合には、その措置の例として、算定機関の見解を取得したこと、弁護士等の独立したアドバイスを取得したこと、公開買付期間を 30 営業日以上に設定することにより、対抗的 TOB の機会を提供すること、取引保護条項の合意を行わないこと、フェアネスオピニオンを取得することなどが例示されています。

例えば 30 営業日で対抗的 TOB が登場すると期待することができる場面もあるでしょうけれども、そうでない場面もあるはずですので、余り説得力がないように私には思われるところ

です。ただ、これは一般的な規律で、必ずしも利益相反問題はないという場面ですから、それはそれで構わないという気がします。それについては後でもう少し述べま

す。それから、取引保護条項の場合の話ですが、これは MB0 等の場合の特則ということになります。すなわち、MB0 等の場合の公正性担保措置の例示は、先ほどの一般的な場面と違



範を、この規律は前提にしていると思われまふ。一般論としては正しいのだからと思ふすけれども、常に正しいかという、そうとも言い切れないわけです。なぜかといへば、例へば事前のマーケットチェック、事前のオークションをやった、その結果として買収者を決めるという場面においては、事前のマーケットチェックを実質的に機能させるために取引保護条項をセットで約束しておくことがむしろ有益であるということもあり得るわけです。しかし、そういう細かい話はガイドブックにわざわざ書くようなことでもないのかもしれない。

それから、公開買付期間の長短ということですが、特に MBO の場面においては、例へば 30 営業日を確保するというだけで果たして対抗的 TOB の機会を確保したと実質的に言えるのかについては、かなり疑問があるように思われます。対抗的 TOB を日本でも時々見かけますけれども、類型的にこの場面においては対抗的 TOB はしにくいということですが。例へば、潜在的買収者にデューデリジェンスの機会を与えたりとか、買収者間の情報の不平等といったものに対処する仕組みの導入を促すような方向の開示、Comply or Explain 的な開示ルールを導入することも一考に値するのではないかと思われます。

それから、次の「利益相反を回避するための措置」ということで、ガイドブックでは項目が（6）公正性担保措置と（7）利益相反回避措置に分かれて規定されていますが、実質的には両者をトータルで考える必要がありますので、余り分けて考える必要はないのではないかと、レジュメの「なお」書きのところですが。

ただ、実際の最近の MBO の適時開示を見てみると、ここはまとめて書かれていますので、これはあえて申し上げる必要もないのかもしれない。

#### <利益相反を回避するための措置>

利益相反回避するための措置として求められる開示は次のとおりです。

まず、MBO 等の場合の措置というのは、例へば利害関係のある取締役・監査役の関与の排除、それから特別委員会の設置及び諮問・交渉の委託などです。

今申し上げたのは一般的なルールとして、利益相反回避措置の開示が必要な場合は、MBO 等の場合と、意見表明に関し利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合ということになります。

それに加えて、レジュメ 11 ページの下半分に書いていることが、MBO 等の特則としてあります。

MBO 等の場合は、次の内容を含める必要があります。すなわち、利害関係のある取締役・監査役の利害関係の内容及び意思決定過程への関与の有無です。それから、取締役・監査役が公開買付者との間で公開買付後の役職員への就任等に関して合意している場合には、その内容です。これは、いわゆる潜在的利益相反問題への対応ということになります。

それから、取締役会から独立した特別委員会を設置した場合には、その概要を開示することになります。また、特別委員会の構成に途中で変更があった場合も実務上よく見かけますけれども、何かあったということが疑われますので、その旨及びその理由も開示せよということになっています。

ここで、「取締役会から独立した」と書いているのですが、これは取締役会からの独立を問題にする話ではなくて、買収者からの独立性及び当該ディールの成否からの独立性を問題にすべきだと思います。

それから、独立性を確保する、あるいは投資者に独立性があるかどうかを評価できるようにするために、各委員を選任したプロセスの開示があった方がよいのではないかと思われます。

さらには、これは公正研の指針の発想でもありますけれども、今は、特別委員会を設置した時期と、当該取引の検討を開始した時期の開示などが求められていないわけですが、この項目なども一考に値するのではないかと思われます。な

ぜかといえば、一般論として、初期の段階から特別委員会がその検討過程をコントロールしておく方が好ましいからです。

それから、取締役会から特別委員会等に対して意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容等を開示せよということになっています。

また、特別委員会に対し公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合には、その旨を開示せよということになります。

この点についても、基本的に特別委員会が交渉の責任者となっていなければ、特別委員会はお飾りにすぎないという疑念を払拭できないのではないかと懸念があるように思われます。ですから、原則として特別委員会に交渉の権限を与えるということを原則として、特別委員会に交渉を委嘱しない場合には、委嘱しない理由の説明を開示するという Comply or Explain 的な発想を入れてみてはどうかという感想を、ガイドブックを讀んでいて持ちました。

#### ④公開買付者と自社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

これは、応募契約のことが書かれるのが一般的だと思います。ほかの契約があるときにはそれも書かれますけれども、この文脈では応募契約の話が重要だと思います。これは応募契約があるということを書けということなのでしょうけれども、実質的には、ほかの対抗的 TOB が来たときに乗り換えるということをする場合に、その応募契約違反に際して何らかの違約金が発生するのかどうかということが一番問題であると思います。つまり、取引保護条項はありませんとか、対抗的 TOB ができるように 30 営業日を確保しましたと言っておきながら、ここの④のところで、応募契約があつて違約金は非常に高額ですということが書いてありますと、対抗的 TOB は現実には起き得ないということになってくるわけです。

ただ、違約金条項の有無については、フォーマ

ットがあるわけではないので、それについて書いている例も多々あるわけですが、その有無それ自体について、そもそも開示事項にした方がよいのではないかと思います。

また、この話は、前述のように公正性ないしは利益相反回避措置と一体として評価すべきものですから、この④の話は、②、③の話と欄としては続いて出てくるわけですが、その相互参照というのがより重要なのではないかという気がします。この話は実は公開買付規制の方で対処すべき話のような気がしますけれども、同じ問題が東証の開示規則にもあるように思われます。

以上が開示に関する規律でありまして、会社法や金商法で求められているものよりもかなり上乘せ規制が含まれているということがご理解いただけたのではないかと思います。

冒頭で申し上げたとおり、このような規律を守るインセンティブはどの辺にあるのだろうかというのが今日の報告の二つ目の問題意識でありまして、それに関連するのは第3と第5の話ですので、その二点からお話しして、もし時間が余れば、第4の点を少し取り上げることにはしたいと思います。

### III. MBO 後の再上場

MBO 後の再上場が、実はこの規律を遵守するときのインセンティブの一つになるのだらうと思います。資料2は上場審査等に関するガイドラインです。

MBO 後の再上場に関して、東証では、2016年12月2日に「MBO 後の再上場時における上場審査について」という文書を発出しています。その内容が資料2に反映されているということになっています。Q&A などがあります。上場審査の視点は二つということになります。これは資料2をご覧くださいただければと思います。

#### ①MBO と再上場の関連性

上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一

性・連続性、MBO から再上場までの期間の長短などを確認するとされています。

関連性のある再上場は認められにくいということになるのだらうと思います。ただ、若干疑問を呈しますと、関連性があるということだけで再上場を認めるべきでないという方向の議論に果たして理屈があるのかという、やや疑問があるようにも思われます。確かに、ここでは、MBO の買収者が割安で買収し、高値で再上場して売り抜けることを防ぐことに狙いがあるのは明らかでありまして、その規制目的は非常に合理的です。ただ、MBO によって直ちに経営改革を行って、短期間のうちに再上場したとしても、何ら問題がないわけですから、これを上場審査の際に見抜けな可能性があるのであって、非上場の期間が短いということだけでネガティブに評価すべきではないと思われます。ただ、これは総合判断だと思いますので、ここだけを取り出して批判するのはフェアではないことではあります。

## ②プレミアム配分の適切性・MBO 実施の合理性

具体的には、MBO 時の手続の MBO 指針への準拠性などを確認するとされています。

これは、10 年前の MBO 指針の話ですけれども、MBO 指針はいわゆるベストプラクティスを例示するもので、ベストプラクティスをとっていないと再上場をしにくくするというわけですから、やや厳しいという側面もあるわけですが、私としては、これは非常に好ましい規律ではないかと思われます。

ただ、改定後の公正研の指針は両論併記がかなり目立つわけですが。原則としてこういうのは望ましいけれども、そうでない場面もあるだらうというタイプの記述が目立つわけですが。そうだとしますと、これに準拠しているかどうかというのはなかなか一概には評価しにくいのではないかと思われます。その意味では、今後は MBO の当事者が、例えば改定後の指針の精神をよく理解して、実質的にその精神を生かして取引を行ったかと、ちょ

っと精神論ですけれども、そのような形になるのではないかと思われます。

MBO 時の計画、こういうことをするので上場廃止にするのですという計画を発表してやるのが一般的ですけれども、その後の実際の進捗に乖離があるケースも少なくないと言われています。そのような場合であっても、一律に拒否するというのではなくて、再上場の審査のときにその理由を合理的に説明できるのであれば問題視しないということです。

いずれにしても、MBO 後の再上場というのはケースバイケースの総合判断によるということになるわけですから、形式的な制限はしない（MBO 後、一定期間は再上場を認めないといったルールはない）という方針はまさに適切なものと思われます。

以上が概要ですけれども、では、先ほど見た MBO のときの適時開示規則違反があった場合に、果たしてそのことは再上場審査でどのように評価されるのかということでもあります。もし違反があった場合には、次の2点で再上場が認められにくくなる要素として働くということです。

1点目は、MBO 実施時のプレミアムの適切性、MBO 実施の合理性の審査の中で開示違反があったということはネガティブに評価されるということです。2点目は、一般的な上場審査基準の一つであるところの「企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること」という審査項目についてもネガティブに反映されるということです。ですから、再上場を考えているケースにおいては、適時開示規則を守るインセンティブは非常に強いということになるかと思えます。

## IV. MBO による上場廃止の局面で、上場規則を守るインセンティブはあるか？

上場規則を守るインセンティブはあるのかということについて、思いつきを雑多に5点並べてみます。

①ルールに違反すること自体に対する心理的な

抵抗感（良心が痛むということ）があるのかもしれませんが。

②上場廃止後も企業は存続するので、上場規則あるいは東証の指導を無視して MBO を行った会社、といった評判の低下を避けるために、上場規則を守るインセンティブがあるかもしれません。

③上場契約違約金制度があるから（最大 9,120 万円）ということもあるかもしれないわけですが、果たしてこれに実効性があるのかというと、よくわからないところがあります。

④再上場時にサンクションがかかる可能性があるということです。特にファンドが参画して行う MBO や、LBO ファイナンスによって資金調達をした MBO であれば、ある程度のところで exit するのが一般的だと思います。その出口戦略としては、再上場か、M&A かというのが大きな二つの選択肢だと思うのですが、そのうちの一つの再上場を行う可能性がある場合には、東証の規則に従うインセンティブがあると思われます。逆に言うと、親子会社の M&A など、親会社の現金で買収します、でも子会社は言うことを聞きませんでしたというケースにおいては、親会社として何もできないということがあり得るわけですから、そういう場面においてどうなのかというのは若干気になりますけれども、いずれにしろ、そういう場面でも恐らく親会社がきちんとその後も関係を持つということから、守らせるということになるのだらうと思います。

それはさておきまして、MBO の話で特に典型的なのが次の⑤で、これが実質的には一番重要なかもしれません。すなわち、⑤公開買付けの資金を融資する銀行等が、融資の前提条件や期限の利益喪失事由に上場規則の遵守を入れているケースが、数件見ただけですが、多いように思われます。

例えば、レジюмеに記載のケースであれば、前提条件と期限の利益喪失事由において、取引所のルールに違反したとか、そういう指摘がないことを前提に融資しますということになっており、こ

れを守らないとそもそも公開買付けはできないということになりますから、買収者側、そして取引所の規則を守るのは対象会社ではあるのですが、そこは MBO ですから友好的にやっていますので、そこについては協力的に遵守するというのが一般的な現象なのではないかと思われます。

## V. 上場廃止の一般論

### 1. MBO の目的～上場コストの削減

MBO の目的の一般論の話から入るわけですが、その一つの理由として、上場コストの削減というのが掲げられるのが一般的だと思います。その上場コストの削減という中にもいろいろな意味があると思いますけれども、大きく次の二つに分けられると思います。

①東証に対して支払う金銭などの直接的なコストや、上場規程の遵守など東証から受ける指導に従わなければいけないことなどから生じる間接的なコスト

②有価証券報告書を提出することなど金商法上の継続開示規制に服することに関する直接・間接のコスト

### 2. 有価証券報告書提出義務の免除を得る場合

有価証券報告書の提出義務を免れるというのが一般的には重要な話だと思いますから、そのためには一定の要件を充たす必要があります。普通は上場会社であれば新株発行等を過去にしていますので、金商法 24 条 1 項 3 号ルートでの提出義務が及んでいますから、そちらの免除の要件も充たす必要があるということになると思います。ですから、株主数を 25 名未満にする必要があるということになりまして、これは普通はキャッシュ・アウトをするということになるわけです。

### 3. 上場廃止のみの場合

他方で、上場廃止だけすればよくて、有価証券報告書は継続的に出してもいいという会社は、論

理的にはあり得ないわけではないわけです。そのような上場廃止はするけれどもキャッシュ・アウトはしないということは、そもそも認められるのかということです。

上場規程を見ますと、608 条で、上場廃止申請書を提出すれば上場廃止できるかのように読めるわけですが、東証の実務では、上場廃止する旨の株主総会決議をするだけで上場廃止することは認めていないというふうに教えていただきました。担当の方によりますと、上場廃止する旨の株主総会決議をするだけで上場廃止できますかという問い合わせがあった場合には、レジュメ 15 ページに記載のような回答をするということです。要するに、株主保護の措置を十分に講ずる必要があるのではないか、そういう配慮をせずに上場廃止申請をしても受理しないということだそうです。

その理由は、上場会社が自発的に上場廃止を行って、かつほかの取引所などでも売買機会がない、流通市場がないということになりますと、これは一般株主から流通の場を奪うことになるわけです。ですから、事前に公開買付けを行うなど不特定多数の株主に売却機会を与えるというのが重要だということです。

確かに、上場廃止をいきなり公表することになりますと、非流動性ディスカウントを前提にした株価が形成されるということになるはずですから、株価は突如下落することになるはずですが、それはまさに投資者に不測の損害を与えるおそれが高いわけですから、この運用というのはまさに正当な取扱い、妥当な取扱いと言ってよいと思います。

ただ、上場規程に明文の根拠があるのかというのはよくわからないところです。解釈論としては、プロ向け市場である TOKYO PRO Market の場合は、上場廃止する旨の株主総会決議があるだけで上場廃止申請を認めるという規定が、レジュメ 15 ページに記載のとおりあるわけですが、それについては本則市場のところには規定がないので、その反対解釈をするということなのかもしれません。いずれにしても、ここはもう少し明示的に規定して

おいた方がわかりやすいということかと思います。

#### 4. キャッシュ・アウトの上場廃止事由

キャッシュ・アウトするというのは一般の実務ですが、その手法は、過去は全部取得条項付種類株式の全部取得、現在であれば、株式等売渡請求又は株式併合ということになります。対応する規定が上場規程 601 条 1 項 18 号、18 号の 2、20 号です。

具体的にいつの時点で上場廃止事由に該当することになるのかということについては、規程施行規則 601 条で規定されています。全部取得条項付種類株式の全部取得については、規程施行規則 601 条 15 項 2 号によるということです。

すなわち、上場会社から株式の全部を取得することが確定した旨の書面による報告を受けた日に上場廃止基準に該当したこととなります。実際には、株主総会決議で承認された日となるのが実務ということです。この時点で上場廃止が決定されるということです。

上場廃止事由の存在を判定する日と実際に上場廃止となる日は区別されていまして、全部取得の場合は効力発生日の 2 営業日前に上場廃止となるということが規程施行規則 604 条 6 号に出てきます。

株式等売渡請求の場合については、以上の話について 18 号と言っていたのを 18 号の 2 という形で読み替えていただきますと、全く同じ話ということになります。違うのは、総会決議ではなくて承認の日になるということですけれども、その点を除けば、スケジュールは全部取得の場合と同じということになります。

株式併合の場合については、実は明文の規定がないそうでありまして、上場規程 601 条 1 項 20 号の一般規定を使って処理しているという整理だと伺っています。ただ、運用としては、全部取得のケースと全く同様の取扱い・スケジュールで運用しているということです。

## 5. 株主総会決議の取消・売渡株式等の取得の無効と上場廃止

株式併合についての株主総会決議があったけれども、後で取消判決が出たとか、あるいは売渡しが無効判決が出たとか、そういった場面ではどうなるのかということをし少しだけ検討したいと思います。

株式併合を例にとりましますけれども、実際には、いわゆるアムスク事件で全部取得条項付種類株式の株主総会決議が取り消されたことがあると思えますけれども、そういう場合に果たして上場廃止の判断はどういう影響を受けるのか、あるいは受けないのかという話です。

通説・判例によれば、決議取消判決には遡及効がありますから、会社法上の議論としては、当該株主総会決議はなかったことになるわけです。そのことと東証の上場廃止事由該当性はどのような関係に立つのだろうかという問題です。取消判決には対世効（会社法 838 条）もあるということも考えますと、東証の上場廃止決定にも影響を及ぼさないのだろうかということですが。

論理的には、判決のタイミングで二つの場合に分けることができまして、一つ目は、判決が非常に早く出て、上場廃止日までに取消判決が確定するケースですけれども、これは非現実的ですから省略しまして、二つ目の、上場廃止日の後に決議取消判決が確定するケースが検討対象になるかと思えます。

この場合、もう既に上場廃止になって、株主に対しては現金が渡っているというようなことになった後で、忘れたところに取消判決が出るわけです。ですから、非常に困難な状況に陥るわけですが、取消判決には遡及効があると言ってみたと、取消判決確定と同時に上場が遡及的に復活するなどというのは非現実的ということになると思えます。そうだとしますと、遡及効の制限をしておくのが妥当な結論なわけですし、それについては、これは会社法の問題なのか、それとは別の問題として東証の上場廃止の判断においては余

り遡及効云々の議論は及ばないと思えるのか、どういう処理にせよ、いずれにせよ、取消判決があったからといって上場廃止事由がなかったという判断をすべきではないという結論は言えるのだろうかと思えます。

ただ、そうであれば、端的に遡及効を制限するような規定を用意しておいてもらえれば本当はよかったです。平成 26 年改正では、キャッシュ・アウト目的の株式併合の規律を整備したわけですが、事前・事後備置期間などは 6 か月間という規律になっているにもかかわらず、無効の訴えはないので、要するに取消訴訟の 3 か月を超えたところの残りの 3 か月分の開示の趣旨は何だろうか、といういろいろな議論があるわけです。いずれにしても、ここはやや気持ち悪いところはあるのですが、結論としては、復活することはないということになると思えます。

ただ、会社がその後決済の巻き戻しをしまして株主数が増えたということになったとき、しかもその後も MBO はさすがにできないということになったときには、やはり上場を復活したいと考えることもあり得ると思えます。そういう場合には、再申請するのではないかとすることでして、このあたりの処理の仕方については、これもまた東証の方に教えていただいたところをベースに報告しています。

いずれにせよ、上場の復活はないとしても、遡及的にその株主総会決議がなかったということになると、東証の上場廃止の決定は、上場廃止事由がないのに行われたこととなって、業務規程に違反した上場廃止の決定をしたのではないかと、金商法 127 条の問題が生じるのではないかと、疑問はあり得るように思えます。

私からの報告は以上とさせていただきます。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 どこからでも結構ですので、ご質問、

ご意見をいただければと思います。

【上場規則を守るインセンティブ、取引保護条項】

○白井 飯田先生、ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

二点ございまして、一点が意見で、一点が質問ということになります。

まず、意見の方からですが、レジユメの項目第5のMBOの場面における上場規則を守るインセンティブの有無に関する分析ですけれども、飯田先生がご指摘くださった五つの点、特に第5点目が実務上効いているのではないかとご指摘は、私も同感です。そのうえで、飯田先生が挙げられたそれぞれの点が遵守させるインセンティブになっているというところは私も同感ですけれども、ひょっとしたらそれ以外にも、遵守のインセンティブを与える可能性がある要因と考えられそうなものとして、価格決定とか買取請求の場面では手続の公正さが裁判における重要な争点になるわけですけれども、手続の公正さを判断するうえで上場規則の遵守というのが考慮要素の一つになる可能性があるのかもしれないと思いました。つまり、MBOの場面であっても上場規則を適切に遵守することで、後の価格決定のリスクを多少なりとも下げることができる考える余地があるのであれば、それが遵守のインセンティブになるのではないかとということです。

さらには、取締役・役員の実務責任の文脈でも、MBOの場面では善管注意義務の一環として適正情報開示義務があるというのが、近年、日本でも判例法理として確立しつつあるように思いますので、適正情報開示義務という観点からも、上場規則を遵守しない、そして求められている開示をしないというのはマイナスに評価される可能性が十分にありますから、そのことを踏まえたと、取締役・役員の実務責任という観点からも、一定程度は遵守させるインセンティブがあるのかもしれないと思います。

もちろん、飯田先生の分析が、今回は金商法上の議論のみで整理して、会社法上の観点はあえて

除いたということであれば、すみません、蛇足ということになるのですけれども、個人的には、以上述べたような会社法の観点からのインセンティブ付けというのがあるのかもしれないと思った次第です。

次に、質問の方ですが、レジユメの10ページで、取引保護条項の合意をした場合にはその内容及び理由を開示するというルールについて、飯田先生は、このルールは取引保護条項を使わない方が望ましいという規範を前提としているのではないかと分析されたうえで、それに対する批判として、取引保護条項の中にも企業価値とか株主利益といった観点から望ましいものもあるので、使わない方が望ましいと一概に決めつけることができるのだろうかご指摘されているように拝読いたしました。取引保護条項の中には望ましいものもあれば望ましくないものもあるという部分は、私も同感ですけれども、そもそも締結された取引保護条項の内容と理由を開示するという以上のルールが、使わない方が望ましいという規範を前提とするものであると果たして言えるのだろうか、やや疑問に思いました。

つまり、飯田先生が書かれているように、取引保護条項の中には望ましいものも確かにありますが、一方で、強力な取引保護条項が締結された場合には弊害が生じ得ることもまた事実で、対抗提案を完全に排除してしまったり、株主の判断機会を奪ったりするといった問題が生じ得るわけです。その点を考慮しますと、仮に飯田先生のお立場、これは私も同じ立場なのですけれども、取引保護条項の中には望ましいものもあるし、望ましくないものもあるという立場に立ったとしても、むしろそうであるからこそ、望ましくない取引保護条項の可及的排除の観点から、取引保護条項の内容と理由を開示するという規制は正当化する余地もあるように思います。そのように考えますと、使わない方が望ましいという価値判断に一方的に立ったルールであるという評価が妥当かどうかという点で若干疑問に思いましたので、質問させて

いただければと思います。

○飯田 上場規則を遵守するインセンティブの話は、全く白井先生の意見が正しいのではないかと思いますけれども、議論の余地はあるのだらうと思います。要するに、東証の上場規則は法律よりかなり上乘せの規制ですから、それに従わないことが、例えば価格決定の手の公正性の評価でどこまでネガティブに評価されるのか。従っていれば加点事由になるのは明らかだと思えますけれども、従わなかったときにどこまでネガティブに評価されるのか。従わないというのは現実的にはあまり想定しにくいのですけれども、例えばDCFの算定書で余り明確なことを書いていない場合というものはあるかもしれません。いずれにせよ議論の余地はあると思いますけれども、私は白井先生の指摘に全く賛成ですから、ご指摘内容をレジュメで⑥として記載すべきだったなと思います。

それから、ご質問の点については、確かにそうですね。ちょっと Comply or Explain の発想だけで整理しようとし過ぎていたのはそのとおりですので、これは端的にその内容と理由を開示せよということで、いい面もあれば悪い面もあるということから見ればそういうことになるのかなと思います。そこは白井先生の意見に全く賛成です。

ただ、何となくこういう書き方をしたのは、金商法の公開買付届出書の開示とか、あるいは公正研の指針とかもそうかもしれませんけれども、割と取引保護条項は、当然によくはないものではないかということを前提に議論されていることが少なくないのかしらという気もしまして、そこをちょっと言いたかったというだけでありまして、実質的には白井先生の意見と全く同じだと思っております。

○白井 ありがとうございます。

○伊藤 ほかにいかがでしょうか。

○白井 それでは、もう一つ、同じく取引保護条項のところ、取引保護条項の開示ルールは私も適切であると思えますけれども、そもそも取引保護条項という言葉がどこまでのものを含むの

かというのがよくわからないこともありまして、ご質問させていただければと思います。

飯田先生から事前に送っていただいたガイドブックの 215 ページでは、「上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等」を「いわゆる取引保護条項」と規定する部分があるのですけれども、一応「等」という言葉がありますので、接触を過度に制限するノートクとかノーショップのような条項だけではなくて、解約金条項なども含まれ得るのではないかとは思いますが、それではそれを超えて、どこまでのものを含んでいると読むべきなのかというところを教えてください。

そのような質問をする理由ですけれども、最近読んだアメリカの論文 (Fernan Restrepo & Guhan Subramanian, The New Look of Deal Protection, 69 Stan. L. Rev. 1013 (2017)) の中で、近年のアメリカの取引保護条項の実務は、合併契約の中に取引保護条項を盛り込むだけではなくて、合併契約とは別のサイドアグリーメントを結んで、そのサイドアグリーメントの中で実質的に取引保護条項と同等の機能を果たすようなものを盛り込むケースが散見されるようなのですが、後者の条項は、機能としては前者と変わらないにもかかわらず、ほとんど開示されないという問題があるということが指摘されておりました。このあたりのことが、取引保護条項に関する近年のアメリカの問題意識の一つとして位置付けられるのかもしれない。

例えば、合併契約の締結とあわせて買収者が対象会社に対して多額の貸付けをし、貸付契約において、仮に合併が完了しなかった場合には貸付債権は対象会社の株式に転換するというような条項を付けておく。そうすると、結局のところ、貸付契約を通じてストック・ロックアップと同じことが実質的にできてしまうのですけれども、合併契約とは別の契約であるので、形式的には取引保護条項に関する規制が及ばないかもしれないというような議論がアメリカであるようです。あくまで



海外の話ですけれども、そうした問題意識も踏まえますと、日本では開示対象になっている取引保護条項というのはどの範囲のものであると考えられるのか、実質的に取引保護条項の機能を果たすものを広く含むという解釈は可能なのだろうかということについて、ご感想等を教えていただければと思います。

○飯田　ガイドブックはどういう法的な根拠があってこういうことが書いてあるのか実はよくわからないのですけれども、これを読む限りは、そのようなものは入っていないのではないかという気がします。つまり、ノートクとか、その程度はカバーするのでしょうか、サイドアグリーメントで実質的に取引保護条項的に機能するものをカバーしているのかは必ずしも明らかではありません。特に「接触等を過度に制限するような」というフレーズがあるので、解約金も本当に入っているのかも、このフレーズからはよくわからないと思います。

ただ、解釈としては、いずれにしろ公正性を担保するための措置なので、そういう実質的に学術的な意味での取引保護条項があるにもかかわらず、それを開示していない場合、このガイドブックの趣旨に反しているのかも、よくわからないところもあります。その他の場面では非常にネガティブに評価されるのは明らかだと思います。

いずれにせよこのフレーズだけでは、そういう先端的なサイドアグリーメントによる取引保護条項というのは、まだ想定はされていないのではないかなという気はします。

○白井　ありがとうございます。

#### 【上場廃止と株式併合の株主総会決議の取消、株主総会決議のみによる上場廃止】

○前田　最後にご報告いただきました株式併合決議が取り消された場合の上場廃止の扱いについて、私も飯田先生がおっしゃったように、一旦上場廃止となってしまうと、株式併合決議が取り消されたからといっても、上場を遡及的に復活させ

るのは非現実的であって、再度上場申請をさせるという形をとらざるを得ないのではないかと思います。

ただ、このことは、決議取消に限らず、決議無効の場合も同じに考えていいのでしょうか。つまり、上場廃止になった後で判決によって無効が確認されるという場合があり得ると思うのですけれども、決議無効の場合は、初めから当然に決議はないのです。それでもやはり一旦上場廃止になってしまったら、上場廃止は覆らないと、同じように考えていいのか、やや細かなところなのですけれども、お考えをお聞かせいただければ幸いです。

○飯田　非常に悩ましいのですけれども、例えば株式併合についての株主総会決議があったというのが、東証の規則でいうところの上場廃止基準、上場規程 601 条 1 項 20 号に該当するというような整理になるわけですから、それが総会決議はなかったということになると、本来的には上場廃止事由は存在しないにもかかわらず、東証は上場廃止を決定したということになるので、理屈だけで考えますと、それは株主総会決議の有効性は問わずに、外形的にそういう株主総会決議というものが存在すれば上場廃止事由に該当するのですというテクニカルな解釈をすれば、東証の判断は全く正当だと言い切れると思います。しかし、ある程度そういう決議の有効なものがなされたというのが当然前提になっているということだとしますと、決議の無効とか、あるいは取消しの場合には遡及効果があるとか、決議が不存在という場面においては、これは実は上場廃止事由はなかったということにどうしてもならざるを得ないのではないかと思います。

ですので、法律論をせずに、レジユメの 18 ページで現実的に無理ですと書くだけにとどめましたのは、そこもありまして、外形的に株主総会決議らしきものがあって、それらしい議事録などが提出されて、それを東証が確認したという手続を踏んだのであれば、それはまさに上場廃止事由の判

断としては適法だったというふうな解釈をうまくひねり出すのが必要なのではないかという感触です。先生にもし何かご意見があれば、ぜひ教えていただければと思います。

○前田 ありがとうございます。今飯田先生の話をお聞きして、本来は上場規程でそういうことを定めておくのがいいのではないかと思いました。つまり、瑕疵はあっても株主総会決議をした以上、上場廃止は覆らないということを、上場規程で定めておくことはできると思うのですね。いやしくも株式併合決議をした以上は、上場廃止との関係ではもう後から覆りませんよと定めておく。現行の上場規程のままですと、確かに飯田先生のおっしゃったように、上場が復活しない理屈を考えるのはなかなか難しいように感じました。

それから、飯田先生のご報告の中で、平成 26 年改正では株式併合無効の訴えの制度が設けられなかったことが指摘されましたけれども、当時の議論では、もし株式併合無効の訴えの制度を設けて遡及効を否定してしまいますと、締め出された株主の救済にならないと考えられたからではなかったかと思います。

つまり、遡及効を否定してしまいますと、まとめた端数分の株式売却は有効だと解さざるを得なくなって、もとの株主は株式を回復できない。結局のところ、株式併合無効の訴えの制度を設けて無効判決が確定しますと、将来に向かって、その状況から反対の比率で株式分割をやるのと同じような処理をせざるを得なくなって、本来株式併合を無効にするのは株主を救済するためであるにもかかわらず、何も株主の救済にならないということで、無効の訴えの制度をやむを得ず断念したということではなかったかと思います。

○飯田 ありがとうございます。

○伊藤 上場廃止事由の該当性ですが、今の規定を前提にした解釈であれば、再々議論に挙げられているように、会社法上の決議の効力と上場廃止事由の該当性は全く関係ないと解釈するしかないと思いますし、上場規程でルールをつくった方が

いいと思います。

ここは、会社法上の考慮を一切遮断しないと、かなり困るのではないかと私は思っています。といいますのは、会社法には決議の効力の遡及効を否定するルールはありますけれども、その場合も将来効はあるのですね。会社法上の行為が無効になれば、遡及効を否定するルールがあるなら、遡及的には無効にならないけれども、将来的には無効にするというルールのはずなのですね。

売渡株式の取得の無効についても、将来的には無効にしますので、そういう考慮を上場廃止事由の該当性の方に持ち込まないようにする必要があるかと思います。

○飯田 なるほど。遮断すべきということで、このことに関しては全くそうすべきだなという気がします。

しかし、将来効は、上場廃止事由の該当性を判断した時点での判断の適切性というか適法性というか、根拠があるかという観点で考えると、将来効だけというか、遡及効がなければ、過去の東証の判断はその時点では正しかったということになるのではないかなという気がして……。

○伊藤 いえ、それは、判決が確定したとき以降、正しくなくなるということになるのではないのでしょうか、遡及効を否定する場合は。

○飯田 上場廃止の決定というのがある時点でなされたら、そこで完結しているのではないかなと思うのです。

○伊藤 ええ、もちろん。

○飯田 そうすると、その後になって、ここから先はその根拠の上場廃止事由はありませんでしたよということになったとしても、そこは過去の上場廃止の決定には影響を及ぼさないのではないのかなという気がします。が、あまりこれは議論を詰めるべき論点なのかという……。

○伊藤 ええ、結論については特に争いはないです。

○北村 確認と質問が一点ずつです。

一点は、レジユメの 17 ページの下から 2 行目に

「遡及効の制限が必要」と書かれている部分です。これは、上場規則で遡及効を制限する何らかの手当てをすべきということでしょうか。例えば株主総会決議がいったん行われれば、それに従って上場廃止を決定すればよく、決議取消しは上場廃止の効力に影響しないという意味の遡及効の制限なのか。あるいは会社法上の手当てが必要であるという趣旨のことをおっしゃっているのか、どちらなのでしょう。

もう一点は、15 ページの「上場規程に明文の根拠があるか？」というところです。14 ページから15 ページにかけて、東証の実務では、上場廃止する旨の株主総会決議だけでは上場廃止を認めないと述べられています。ただ、会社法上、上場廃止というのは重要な業務執行であり、機関決定としては取締役会決議で行うことができ、ただ、それを決議してしまうと、取締役の善管注意義務違反が問題となる、ということだろうと思います。それを前提に「上場規程に明文の根拠があるか？」という問題提起に対し「PRO-Market の規定の反対解釈」とありますが、反対解釈をしたらどうなるのかというのがよくわからなかったので、お教えいただければと思います。

○飯田 遡及効の話ですけれども、ここで書いてあることは、要するにさかのぼって上場廃止事由はなかったことになるという結論を避けるためには、遡及効を制限する必要があるということを書いただけですので、そのルートとして、先ほどの議論のように、上場廃止事由の該当性のところでは、会社法の世界と切り離されたものとして考えるというルートにしておけば、差し当たりは影響の少ない、広がり少ない議論になって、余り異論のないところかなという気がしています。

ただ、一般論として、株主総会決議の遡及効で、特に第三者との関係で、取引の安全について表見法理の規定を適用して安全を図りますとか、そのような議論をしてきたわけですけれども、昔の学説のようにここは本来的にはもう少し議論する余地のあるところではないかなという意味も含んで

おりますが、少なくとも会社法上どう解釈すべきかということについては、留保というふうに回答させていただければと思います。

それから、上場廃止の申請の話ですけれども、要するに反対解釈と書いたのは、TOKYO PRO-Market であれば、株主総会特別決議を経れば上場廃止申請できると書かれてある。その裏返しとして、それが書かれていない場面においては、それはできない。上場廃止申請の、上場規程 608 条が親の規定であって、その特則のところに、本則市場の場面とプロ向け市場の場面があって、TOKYO PRO-Market の方にはそういうことが総会でできると書いてあるのだったら、それを書いてない本則市場の方ではそれはできないということが含意されていると読み込めばいいのかもしれないということです。けれども、そこまでして、東証の実務を擁護する必要があるのかというのはちょっとわからないところです。

ただ、結論としては、要するに総会決議だけでは受け付けないという処理の方が好ましいような気がするので、そういう価値判断先行型の議論をしております（笑）。

○伊藤 今の北村先生の二つ目のご質問ですけれども、今おっしゃったような反対解釈はやはり無理があって、端的に上場規程にルールはないと捉えるべきではないかと考えます。

上場廃止をすれば、株主の利益が害されることは確かです、だからこそ株主総会の決議のみならず、株主保護のために必要な措置はやはりとられる必要があると思います。大事なのは売却機会の確保でしょう。ただ、そういう考慮は、会社法上の株主保護であるとか、あるいは金商法上の投資者保護という考慮です、本来は会社法ないし金商法に適切なルールが設けられなければならない事柄ではないかと思えます。

しかし、現状そのようなルールが会社法にも金商法にも明示的には存在しないわけですね。そういう状態で会社からの上場廃止をこのように制限しようと思えば、これは上場契約にきちんと書い

ておくか、上場規程にその旨を定める必要があるのではないかと思います。

これは、上場会社側からの上場契約の解除を制限するという話ですので、取引所の担当者がこれは受け付けないことにしていますと言うだけで済ませてよいのかはかなり疑問なのですけれど。

○飯田 全くおっしゃるとおりだと私も思っております。そもそも抽象的には完全に上場会社と東証の間の契約なわけですから、それをやめたいと言っているときに、契約のどこにも根拠がなさそうなことを理由に解約を制限することはできないのではないかということについては、全く伊藤先生のご議論に賛成です。

会社法に書くとか、金商法に上場の是非について書くというのが書いてあれば、そちらに委ねることになるのですけれども、そうでない現状においては、結局のところ、上場規程のところ、及び取締役の義務などのところで、考えざるを得ないのだらうと思います。

そういう意味で、先ほどの繰り返しですけれども、価値判断先行的に言えば、無理な解釈をして妥当な結論を導こうとしているというふうにご理解いただければと思います。

#### 【公開買付価格の公正性の開示と買付価格の変更】

○梅本 大ざっぱな話で恐縮ですけれども、今日のご議論だと、上場規程で、算出根拠ですとか、算出機関についてですとか、結局のところ、公開買付価格の正当性というか、これが公正な価格だよといったことをきちんと説明しろということだったのではないかと思います。

また、金商法上もそういったことが求められると思うのですけれども、ただ、あまり企業価値の見地からこういう価格が公正だということを言ってしまうと、最近ありますように、対抗的な TOB が出てきたときどう説明するのだらうと疑問に思うのです。対抗相手が高値で TOB 価格を提示すると、あとから自らも TOB 価格を引き上げたりしま

すが、そうすると、最初提示していた額は何だと。最初はこれが公正だと言っていたのに、対抗者が出てきたら、またこれよりも高い買付価格を出すというのは何かおかしくないのかなという気がしないではない。このあたりはどう考えればいいですか。対抗的な TOB が出てきた後に、買付価格を引き上げるに当たって、その価格も公正な価格だという説明をする必要があるのか、いや、それはまた別の段階になるので、そこはもう自由にやってくれという話なのか、どうなのでしょう。

○飯田 確かにそうですね。100 円が公正だと言っておいて、後で対抗馬が来たから 120 円が今度は公正ですと言うのは、いかにも二枚舌な感じはします。けれども、結局、公正性は幅のある概念で、最低限 100 円以上であれば公正だとかというふうな整理をしておけばいいのかなという気がします。

先生がおっしゃったことは、むしろ、価格が公正だから応募すべきだとかといった意見を表明させるということは、そもそもオークション状況が予定されている公開買付けの場面では、制度の本質的なものと矛盾するというご意見でしょうか。

○梅本 DCF みたいなものを使って、企業価値からしてこれが公正な価格だと言うと、あれ、最初言っていたのと違うではないかという話になります。市場価格にこの程度のプレミアムを乗せるので応募してよと言うのなら、相手が出てきた場合には、またこれにも若干上乘せというのは、何となくわかるような気がするのですけれども、企業価値、これが公正な価値だと言いながら、なぜ上げるのという素朴な疑問を常々感じているのです。全く法律的な話ではなくて恐縮です。それは私の感覚がおかしいと言われれば、そうかもしれないです。

○飯田 でも、DCF でレンジを出して、もともと最高値でオファーしなければいけないという規範があるわけではないので、DCF のレンジの中のある程度買収者もそれなりの利益が得られる価格で最初オファーを出して、対抗オファーが来

たので、ぎりぎり利益を出せるところまでは上乗せできますよということですから、必ずしも DCF を使ったからといって、矛盾するとか、おかしいというふうに私は感じません。

○梅本 瑣末な話ですが、レンジを超えて相手方がオファーしてきた場合、それを上回って価格を提示するという場合があると、やはり何か差し障りはありますか。

○飯田 そういうときは確かに買収者側の振る舞い方——そもそも買収者が DCF のレンジを出すかというのがありますが、仮に出していたとして、——としては、やはり事情が変わったので DCF を取り直しまして、高い評価をしてもらって買収するというのがよくあるケースではないかなという気はします。

いずれにしても、買収者としても赤字を出すような買収は普通しないと思うので、そうだとすると、よほどのケースではそういう対応をするのではないかなと。それはそれで、別に問題視するようなことではないような印象を持っております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【上場規則による少数株主保護の実効性】

○黒沼 MBO 等に関する上場規則のうち企業行動規範と言えるのは、株価算定書を出せというものだけで、あとは開示ルールになっているわけですね。また、MBO の場合には、どうせ上場廃止になってしまうから、これを守るインセンティブは余り大きくないと考えられる。そうした場合に、少数株主を保護するために上場規則でルール付けていくことは有効なのか。今後それを広げていくべきなのか。そのあたりをどうお考えなのか、お聞かせいただければと思います。

○飯田 取引所はこの MBO の場面の規律を非常に厳しくしていますが、それを守るインセンティブがあるのかというのがそもそもの疑問だったのです。ただ、他方で、先ほど白井先生との議論でもあったように、こういう実務が積み重なることで、ほかの会社法上の制度での評価とか、公正

性の評価とか、そういうところに影響を与えてくるというかなり間接的な形ですけども、長い目で見れば有意義なものなのかなという気はします。

ただ、本質的には、この話というのは、いずれも会社法ないしは金商法で——特に開示に関しては——書いておいてしかるべき話がほとんどだと思います。算定書の提出については、会社法上の議論なのではないかなという気がしております。

○黒沼 例えば公開買付けの際に、少数株主の過半数が応募しなければ次の段階に進まないというような条件を付けて、それを守らせるというのは、少数株主の保護にとって意味のあることだと思うのです。ただ、それは買付側のルールですから、対象会社のルールにはしにくいのです。

ですが、例えばそういう条件が付いていないような、そういうことを買付者に約束させられなかったような場合には、ちょっと暴論ですけども、たとえ MBO が行われて全部取得されても上場廃止にしないというルールをつくっておけば、その会社は東証にお金を払い続けなければならないし、上場会社はディスクロージャーの義務がありますから、開示費用も節約できないわけです。そうすれば、公開買付者に対する行為規範も入れられるのではないかと思います。ちょっと突拍子もない考え方ですか。

○飯田 株主一人であっても上場し続けるというケースですね。論理的にはあり得ます。そこまで東証で規律を頑張る必要があるのかというところが問題でして、確かに、ほかの規律が非常に緩やかであって、しかし東証としては、少数株主保護はもっと充実する必要があるという経営判断というか、自主規制法人の判断としてそういう判断をすれば、そういうことはあっても、別に論理的にはおかしくない話だとは思っています。

しかし、現状でそこまでやる必要はあるかというのは、私はそこまで必要ないのではないかなと、もう少し緩やかなものでも大分実効性を持っているのではないかと考えています。

### 【支配株主】

○片木 細かな点ですが、2ページから3ページにかけての用語のところを教えてくださいですか。

支配株主の定義が3ページに出ていて、これは上場規程2条42号の2だろうと思うのですが、「親会社又は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」、すなわち親会社プラスこの規則で定める者とある。その親会社というのは、上場規程2条2号の定義で、財務諸表規則8条3項に規定する親会社ということで、同規則8条3項、具体的には8条4項1号・2号・3号で、50%の場合、40%の場合、40%未満の場合という三つを会社法施行規則と同じように規定しているかと思うのですけれど。それで、過半数を大体原則としているのだというご理解のようですが、そこについて教えてくださいませんか。

○飯田 確かに40%でも親会社基準を充たす場合もありますけれども、ここで申し上げたかったのは、例えば35%とかで実質的に支配株主である場合——それを支配株主と評価するかは疑問もあり得ますけれども、理論的には支配権を握っているという場面であれば——それは恐らく取りこぼすのではないかということです。東証のルール of 基本的な発想は過半数基準なのですけれども、実質基準も入れているところがありますから、先生がおっしゃるとおりで、レジュメとしてはややミスリードで誤解を招く記述があります。が、例えば38%で従属会社を買収するというときには、これは恐らくMBO等の定義の対象外になるのだと思うのですけれども、果たしてそれでいいのかという問題はあり得るかというものが報告の趣旨でした。

### 【算定書の審査、開示】

○加藤 取引所がどこまでMBO等の問題に関与すべきかという話について、金商法には、主に買付者側の規制であるという限界が存在するよう

に思います。ですから、取引所がMBO等の問題に関与することの意義として一番重要なのは、対象会社側の行動を実効的に規制することが可能になるという点ではないかという気がします。

具体例を挙げると、東証によるMBO等を対象とした規制の中に、対象会社側が入手した算定書を東証に提出することが含まれていることは、非常に重要であると考えています。算定書の存在は、対象会社を買収者を相手方として実質的な交渉を行うことを可能にする手段としての意味もあると思います。ただ、算定書の原本を適時開示といった形で一般に開示することを求めるのではなく、東証への提出を義務付けることに留まっているので、規制の実効性を別に検討する余地があると思います。

例えば東証が算定書を突き返した例はあるのでしょうか。仮に東証が算定書の割引率の算定の仕方などについて実質的な審査を行っているのであれば、算定書の東証への提出義務にはそれなりの意味があるように思います。もし内部事情を飯田先生がご存じであれば、教えてくださいたいのですが。

○飯田 知りませんけれども(笑)。まあ、実質審査までしていなくても、こういう項目の載ったものを取得しなさいよということを義務付けること自体にも意味があるのではないかという気はします。

私の意見では、これは本来的には意見表明報告書の添付書類とかにして、しかしそれは開示しないとか、そういうぐらいのレベルの話であって、本来的には金商法で解決し、また、その場合は金融庁がまた実質審査するのかという問題はありますけれども、実質的にパネルのようにやるのかとか、そういう論点はあるとは思いますが。他方で、例えば割引率で怪しげな計算をしていることが発覚した、つまり東証は気がついたというときにどう対応されているのかというのは、確かに興味深い問題だと思います。

○加藤 ありがとうございました

○洲崎 レジューメ7ページの算定機関の利害関係に関する話ですけれども、重要な利害関係の例として①から④まで挙がっています。②と③は、公開買付者が算定機関の決定に関与している場合かと思うのですけれども、MBO の場合は、会社が算定機関に依頼する場合でも、事実上は会社の経営陣イコール公開買付者なので、会社が依頼する場合だと、利害関係はその時点であるといえます。だから、MBO の場合は、利害関係がありそうだとすることを前提にして、その後の実際の算定のところで非常に詳しい開示をさせているのかなと思ったのです。

そのような理解からしますと、7ページの下3分の1あたりにある「←MBO 等の特則は不要か？」というところで、「上記②と③のうち」として、②と③に限定して、算定機関が MBO の成否に関して利害関係を有する場合を取り上げておられるのですが、MBO の場合は、別に②・③ではなく、対象会社が算定機関を選定して依頼する場合でも、特別委員会にその選定をさせるのでない限りは、基本的に利害関係が非常に強くあるのではないかなと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○飯田 全くおっしゃるとおりです。私の想定では、当然特別委員会が算定機関に依頼しているという場面を想定しても、なお②、③というのは本当にだめなのではないかと、そのような気持ちでいましたが、おっしゃるとおり、そのような前提はどこにも書いてありません。ですから、特別委員会ではない人が、要するに対象会社の普通の取締役会のレベルで①から④のような重要な利害関係があるようなケースの人に算定機関を依頼するというのは、本来的にはやはり、特に MBO 等のときにはおおよそ好ましくないと思っております。ですから、そういう意味では、この←のところは不十分な記載だったと思います。

○洲崎 ありがとうございます。

#### 【会社情報適時開示ハンドブックの法的な根拠】

○志谷 先ほど飯田先生がご報告の中で少し触

れられたのですが、それは会社情報適時開示ガイドブックであるとか、あるいはほかにも、ご報告の中に上場審査等に関するガイドラインとかいのあるのですけれども、それらの法的な根拠、つまり、なぜこれは守らなければいけないのかということについて、もし何かお考えがあるようであれば、もう少し教えていただきますとありがたいのですが、いかがでしょうか。

○飯田 関係性は、恐らく開示規則の詳細を会社情報適時開示ガイドブックで定めているとか、あるいは上場審査基準の詳細を上場審査等に関するガイドラインのようなもので書いてあるという関係だったのではないかと思います。

ですから、いずれにしろ、ある種行政解釈というか当局解釈が示されているという関係性なのだろうと思います。

○志谷 上場会社と取引所との間には上場契約があるわけですね。私は文言を直接存じ上げないのですけれども、その上場契約の、ひょっとすると包括的に取引所が定めるルールについては、守りなさいよというような趣旨の文言が入っているのかどうかということ、取引所の方で教えていただけましたらありがたいのですが、いかがですか。

○飯田 入っているそうです。

○志谷 それがまあ根拠だということなのでしょう。

○飯田 適時開示の一般論については、10月の会でご議論いただくのがよろしいのではないのでしょうか（笑）。

○伊藤 去年の12月の研究会のご報告によれば、取引所が定める上場規程等を遵守することは上場契約で約束されていたかと思えます。

ただ、志谷先生のご質問に関連して気になるところが、会社情報適時開示ガイドブックは、例えば上場管理等に関するガイドラインとはやはり違うのではないかということです。上場管理等に関するガイドラインというのは、取引所がそのような業務を遂行するときに、自分でこういうのに従

いますよと言って約束しているものですが、ガイドブックというのは、東証ホームページの説明によれば、上場会社の実務担当者向けのマニュアルとして利用されることを目的につくられているもので、適時開示や企業行動規範に係る実務上の取扱いを体系的に取りまとめたものとされているだけです。

つまりこれは、本来は上場会社向けのマニュアルにすぎないもので、これが取引所の自主規制の根拠になるのかというのは、怪しいと思うのです。私は、こういう MBO 等についての重要なルールは、やはり、上場規程であるとか規程施行規則に定められるべきではないかと思うのですが。

○飯田 明確化という観点からは、それがいいのだと思います。ちなみに、東証の規則集の 1014 ページに、株券上場契約書がございます。その 1 項目のところを読みますと、「取引所が現に制定している、及び将来制定又は改正することのある業務規程、有価証券上場規程、そのほかの規則及びこれらの取扱いに関する規定のうち、上場株券等に適用のある全ての規定を遵守する」というのが上場契約書の 1 項に入っておりますから、ガイドブックも含めて、これらの取扱いに入るのではないかというふうに思われますから、これでいいのではないですかね。

○伊藤 いやいや、私はそれではよくないと思います。だって、規定ではないですから、ガイドブックは。

○飯田 取扱い……。

○伊藤 しかし、上場契約書の文言からしても、取扱いを単に記しているものであればよいのではなく、取扱いに関する規定でなければいけないと思います。上場管理等に関するガイドラインは、取扱いに関する規定と位置付けられますけれども、ガイドブックは、取引所の説明によれば、上場会社の担当者向けのマニュアルにすぎないものです。それを規定だと言うのはおかしいように思います。

そういうことをやっている、上場会社の管理が不透明になるのではないか、ということをおは

言いたいのです。

○飯田 確かに、例えばガイドブックはそもそも書籍でしか売っていないとか、不透明だというのは全く同感でして、私もこれを準備するのに非常に苦労したわけです。初めてこれを購入して開いたので、伊藤先生のご意見に全く同感で、これはぜひ規則化するのが本来あるべき姿であるということは、全くおっしゃるとおりだと思います。

#### 【MBO 後の再上場】

○松尾 13 ページの「MBO 後の再上場」に関して書いておられるところで、再上場を認めないことが抑止力的に働いている、MBO 時の規則遵守を促すとお書きになっています。再上場を認めるか否かの審査の視点として、主導者の同一性・連続性というのがあります。これは同じ会社が再上場する場合には、MBO 時に規則に違反していたりすると、再上場は認められにくくなるということだと理解しています。そうすると、例えば再上場直前ぐらいの段階で別のファンドにそれなりの値段で売って、そのファンドが再上場申請すると通りやすいということにならないでしょうか。だとすれば、規制の目的として書いておられる、MBO の買収者が割安で買収して再上場で高値で売り抜けるのを防ぐということは、潜脱されてしまうようにも思います。

○飯田 ちょっとご質問の趣旨を聞き漏らしてしまったのですが、要するに、MBO のときのファンドが M&A とかで株式を譲渡して、そのファンドが上場申請を主導したときに、それがこの審査基準ではすり抜けられるのではないかということでしょうか。

○松尾 そういことです。すり抜けやすくなるという理解でいいのですかね。

○飯田 そうですね、きっとそうなのでしょうね。主導者の同一性とか連続性という観点からいくと、同一性がなくなるという意味では、上場しやすくなるという方向に働くのだらうと思います。ですから、やはりこれは、あまり個別の項目を



取り出すというより、全体的な評価なのではないかなと想像するところではありますけれども。

○松尾　そうすると割安で買収して高値で売り抜けることを防止するというのは、今のように審査をすり抜けられるとすると、再上場して得られるときと同じぐらいの価格で第三者に売って、ということも可能になるかなと。

ここで書いておられる、割安で買収して高値で売り抜けることを防ぐというのは、どういうケースを具体的に想定されているのか……。

○飯田　これは単に、要するにフェアバリューから見て割安で買収して、何もせずに時期が来たら高値で、フェアバリューで IPO して、そのさやを抜くという何の価値も生まない MBO みたいなものはこれで防げるのではないかなということですか。

○松尾　そうすると、必ずしも積極的に買収時の価格を低く抑えようとしたというようなことまでは含んでいない。MBO 時に規則違反していなくても、市場の評価がかなり低いときに買収して、時期が来て評価が戻れば売ると、こういうケースを想定されているということですね。

○飯田　それも含むということですね。

○松尾　これも規制することは合理的である、こういうルールを設けておけばそういうことがしにくくなるだろうということなのですね。

○飯田　そういうことです。

○松尾　ありがとうございます。

#### 【特別委員会】

○石田　レジュメの 11 ページから 12 ページにかけて特別委員会のことに触れられていまして、メンバーの選出のプロセスの開示があった方がよいというのは、私もそう思いますが、12 ページの頭のところで、特別委員会に交渉権限を与えるべきだというようなご提案をなされています。そうすると、この特別委員になった者というのは、会社にとって最もよい条件を取り出してくるようなメンバーを想定されているのかなと。そうだとすると、会社の利害関係のない取締役以外に、例え

ばどういう方を想定されているのでしょうか。もう少し具体的なメンバー像をご説明いただけたらありがたいと思います。よろしくをお願いします。

○飯田　私のイメージでは、独立社外取締役が主たる想定する者です。そういう人がいないということであれば、外部の M&A 交渉プロフェッショナルみたいな人たちを呼んでくればいいのかという話です。そういうつてがないとか、そもそもそのようなことをするまでもなくいい値段ですということであれば、諮問型でもいいと思うのですけれども、そういう理由を開示すればいいということ想定しています。

○石田　ありがとうございます。

○伊藤　それでは、今日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。