

# 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

東京証券取引所 上場部

2024年8月19日



- 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検討を進めていくに際して、以下のようなご意見を頂戴した
  - ✓ 「資本コストや株価を意識した経営」の要請等を踏まえ、今後MBOや支配株主による完全子会社化の更なる増加が見込まれることも前提に、一般株主の利益を適切に確保する観点から、追加的な手当ての必要性について速やかに検討すべき
  - ✓ 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を踏まえ、どういったところに、一般株主の利益を適切に確保する上で課題があるかを明らかにすべき



## 市場関係者へのヒアリング

- 「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下、「公正M&A指針」という）策定後の実務の進展や最近の事例を踏まえ、一般株主の利益を適切に確保する上で引き続き課題と考えられる点などについて、幅広い市場関係者にヒアリングを実施
  - ✓ 対象：機関投資家（ロング投資家・アクティビスト）、リーガルアドバイザー、フィナンシャルアドバイザー、バイアウトファンド、コンサル、シンクタンクなど



- 本日は市場関係者へのヒアリングで寄せられた意見等を紹介
- そのうえで、企業行動規範の見直しの方向性についてご議論いただきたい

※ アメリカにおけるMBO等に関する規制・実務の概要についても別紙3のとおり取り纏め

- 対象会社のサポートを行うアドバイザー等からは、公正M&A指針を踏まえ、**一般株主の利益を適切に確保するための公正な手続が進展しているとの評価**が多く聞かれた
  - 近年の判例も踏まえて、**特別委員会の意識が変化**しつつあり、投資家から声があがることを念頭に、**実質的な検討が行われはじめているとの声**が多数
- 一方で、主に投資家からは、依然として、一部の事例で**価格が公正なものとなっていない／公正な手続が実施されていない懸念がある**との意見も
- なお、投資家からは、価格の公正性を判断するうえで、**買付価格ベースのPBRが1倍を超えているかどうか自体が直接の指標となるわけではなく、公正な手続を通じてベストな価格が実現されることが重要**との意見
- こうした中で、**公正M&A指針で示されている公正な手続がより機能し、公正な価格が実現されるように促していくことが重要**との意見が幅広い市場関係者から寄せられた
  - ※ 持分法適用関係にある上場会社でも、グループ経営の在り方の見直しが進むことが想定される中で、持分法適用関係にある資本上位会社による完全子会社化の場面における少数株主の利益の確保も論点になるとの見解も

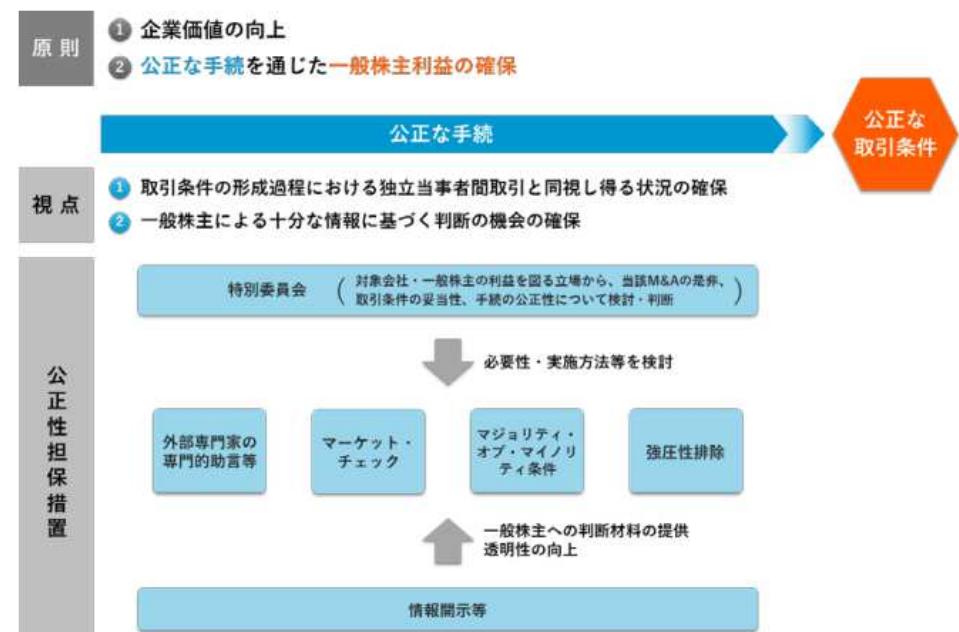
# 参考：公正M&A指針における公正な手続

- 公正M&A指針では、**公正な手続を通じてM&Aが行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべき**としており、一般に有効性が高いと考えられる典型的なものとして、**特別委員会の設置等の公正性担保措置を提示**

※ なお、いかなる措置をどの程度講じるかについては、特別委員会が主体となり、個別のM&Aにおける具体的状況に応じて検討すべきとしている

## 公正M&A指針で示されている公正性担保措置

特別委員会	<ul style="list-style-type: none"><li>独立した特別委員会が、当該M&amp;Aの是非、取引条件の妥当性・手續の公正性について検討・判断</li></ul>
外部専門家の専門的助言等	<ul style="list-style-type: none"><li>法務アドバイザーからの助言の取得、第三者評価機関からの株式価値算定書等の取得</li></ul>
マーケット・チェック	<ul style="list-style-type: none"><li>積極的マーケット・チェック ：潜在的買収者の有無の調査・検討</li><li>間接的マーケット・チェック ：M&amp;A公表後に潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築</li></ul>
マジョリティ・オブ・マイノリティ条件	<ul style="list-style-type: none"><li>一般株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&amp;Aの前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表</li></ul>
強圧性排除	<ul style="list-style-type: none"><li>公開買付に応募しなかった株主が、応募した場合よりも、不利に扱われないよう配慮（公開買付け後のスクイーズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買い取り請求権や価格決定請求権が確保できないスキームとしない、スクイーズアウトの価格を公開買付価格と同一とし、その旨を明らかにしておく等）</li></ul>
情報開示	<ul style="list-style-type: none"><li>一般株主による取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料の提供、透明性の向上</li></ul>



※各措置の実施状況は別紙2参照

# 市場関係者の意見（公正性担保措置）



- 公正M&A指針で示されている公正性担保措置の具体的な内容に関しては、以下のような意見  
論点

## 市場関係者の意見

	市場関係者の意見
特別委員会	<ul style="list-style-type: none"><li>近年の判例も踏まえて、<b>特別委員会の意識が変化</b>しつつあり、投資家から声があがることを念頭に、<b>実質的な検討が行われはじめている</b>との評価</li><li>一方で、投資家からは、<b>特別委員会において実効的な検討が行われているか不透明</b>な事例もあり、<b>検討の観点の明示や検討内容の開示の充実</b>を求める声も</li></ul>
株式価値 算定書	<ul style="list-style-type: none"><li><b>価格の公正性を判断するための株式価値算定の前提条件</b>（事業計画（フリー・キャッシュフロー含む）の前提となる考え方等）<b>の開示が進んでいない</b>として、投資家を中心に<b>開示の充実を求める声が多い</b><ul style="list-style-type: none"><li>※ 投資家からは、算定の前提条件に関する妥当性の検証を特別委員会に期待する声もある一方、事業に直接携わらない社外取締役がメンバーであるため、実効性に懸念の声も</li></ul></li><li><b>算定機関の独立性の確保のため、算定機関の利害関係に係る開示の充実</b>を求める声も<ul style="list-style-type: none"><li>※ 投資家からは、特別委員会による独自のファイナンシャルアドバイザーの選任・算定書取得の義務化を求める声があった一方、十分な独立性を有し得るかや、複数の算定書を取ることの実効性（通常、算定機関は会社の事業計画を所与として採用）には疑念の声も</li><li>※ フェアネス・オピニオンについては、法的な位置づけが明確でないことなどを踏まえ、現時点での義務化を求める声は聞かれなかった</li></ul></li></ul>
マーケット チェック	<ul style="list-style-type: none"><li>「企業買収における行動指針」等も踏まえ、<b>間接的マーケット・チェックへの期待が大きい</b></li><li>間接的マーケット・チェックを有効に機能させる観点から、<b>対抗提案に関する検討内容の開示の充実等</b>を求める声が寄せられた</li></ul>
マジョリティ・ オブ・マイノリティ 条件	<ul style="list-style-type: none"><li><b>公正性を担保する上で有効性は高い一方、案件の成立可否への影響等を踏まえ、一律の義務化には幅広い市場関係者から慎重な意見</b></li></ul>

# ご議論いただきたい事項 1. (企業行動規範見直しの方向性)



- 一般株主の利益を適切に確保する観点から、**公正M&A指針**で示されている**公正性担保措置の内容**その他必要な措置を、**上場規則（企業行動規範）**で義務化する必要性についてどう考えるか
  - **2019年の公正M&A指針の策定後、公正な手続は進展しつつあるとの評価**があるが、この点についてどう考えるか
  - **米国における規制・実務との比較**でどのように考えるか
  - 手続の進展や事案の個別性などを踏まえれば、一律の義務化ではなく、例えば、特別委員会における適切な検討や、一般株主が公正性を判断するうえで必要な情報開示の充実、一般株主の意思の反映など、**公正M&A指針**の枠組みがより機能するよう後押ししていくことも考えられるか

# ご議論いただきたい事項 2. (企業行動規範見直しの内容)



- 公正M&A指針の枠組みがより機能するよう、後押ししていく観点からは、具体的には、
  - ① 特別委員会から取得する「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方の見直しが考えられるか（対象の見直し（MBOへの拡大）、観点の明示、検討内容の開示充実）

(参考) 少数株主にとって不利益でないことに関する意見 企業行動規範の内容	MBO	支配株主による完全子会社化
対象外 ※実務上は特別委員会から答申書取得	対象	
<ul style="list-style-type: none"><li>支配株主との重要な取引等を決定する場合、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） ※意見にあたって検討すべき観点等の明示なし</li></ul>		

- ② 企業行動規範では意見表明に際して必要かつ十分な開示を求めていたるが、**株式価値算定の前提条件や対抗提案に係る検討内容について更なる開示の充実を進めていくことが考えられるか**

(参考) MBO等の開示に係る遵守事項 企業行動規範の内容	MBO	支配株主による完全子会社化
対象	対象	
<ul style="list-style-type: none"><li>MBO・支配株主による公開買付への意見表明を行う場合、適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け ※上場規則上、株式価値算定書の取得は義務。上記を踏まえて、概要の開示（11ページ参照）が必要</li></ul>		

- ③ 一般株主の意思を反映する観点から、**手続きとして、一般株主の意思確認（マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定など）を求めることが必要な場面はあるか**

# 参考：株式価値算定に関する現在の適時開示の内容



	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
株式価値算定に関する情報（算定の重要な前提条件）	<p>(DCF法の場合)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 算定の前提とした財務予測の具体的な数値<ul style="list-style-type: none"><li>- 財務予測に大幅な増減益を見込んでいるときは当該増減益の要因</li></ul></li><li>➤ 算定の前提とした財務予測の出所</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>➤ 割引率の具体的な数値</li><li>➤ 継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値</li><li>➤ その他特殊な前提条件がある場合には、その内容</li><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><li>※ 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）</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フリー・キャッシュフロー予測<ul style="list-style-type: none"><li>- 予測期間の考え方</li></ul></li><li>➤ 算定の前提とした財務予測の作成経緯（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>➤ 割引率の種類や計算根拠</li><li>➤ 予測期間以降に想定する成長率等の継続価値の考え方等</li><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>
第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報		

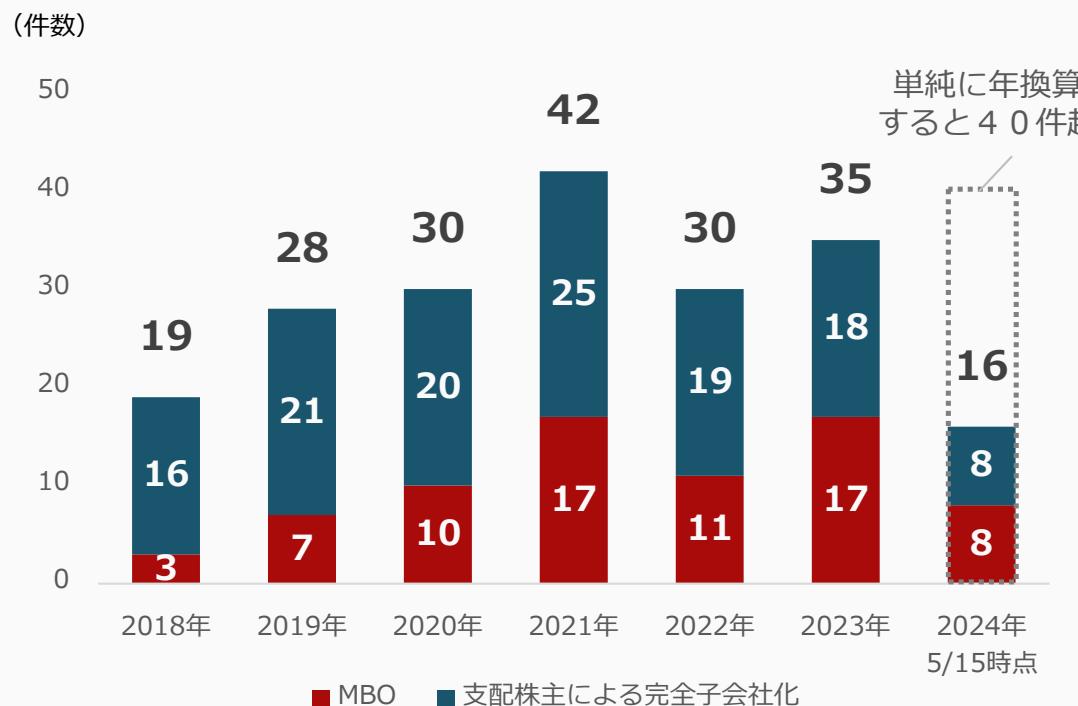
# 参考：MBO等の件数と買収プレミアムの分布

第16回会議資料再掲



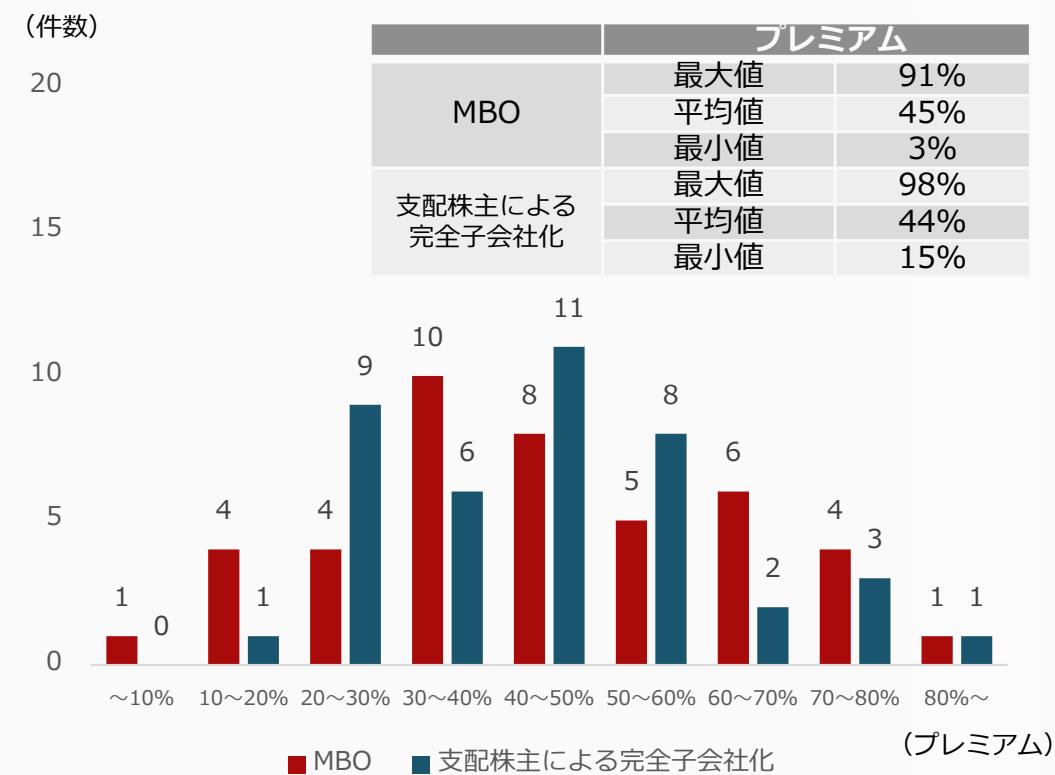
- MBOや支配株主による完全子会社化の事例数は高水準で推移
- 買収プレミアムは、公表前の市場平均株価に対して平均4割程度が付されている状況

## 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（廣済堂）、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、パイプド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