

公正性担保措置の実施状況

東京証券取引所 上場部

2024年8月19日

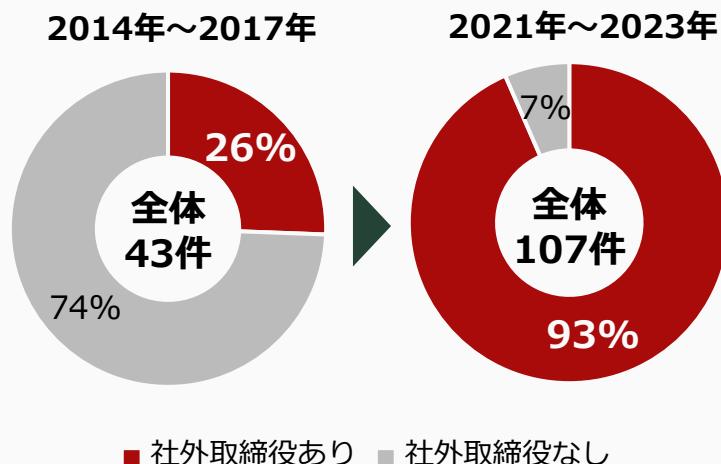


特別委員会の設置・活用の状況

● 公正M & A指針の公表後、特別委員会の設置・活用が実務上定着

- 最近のM B O・支配株主による完全子会社化の全ての事案において、特別委員会を設置
- 近年の独立社外取締役の選任の進展に伴い、**社外取締役を構成員とする事例が増加**
- 特別委員会の権限に関しても、対象会社において特別委員会を設置する際に、①**特別委員会の答申内容について最大限尊重して意思決定を行うこと**、②**特別委員会が取引条件について妥当でないと判断した場合には、公開買付けに賛同しないことを予め決定**している事例が大部分であるほか、特別委員会が**実質的に買付者との交渉に関与できるよう担保**している事例が多数

特別委員会の構成



出所：2014年から2017年については、第2回 公正なM&Aの在り方に関する研究会
「資料4 石綿委員ご提出資料」から東証作成
2021年から2023年については開示資料を基に東証集計

特別委員会の判断の取扱い

91%が①判断を最大限尊重し、
②取引条件が妥当でないと判断した場合は賛同しないことを予め決定



特別委員会による交渉への関与

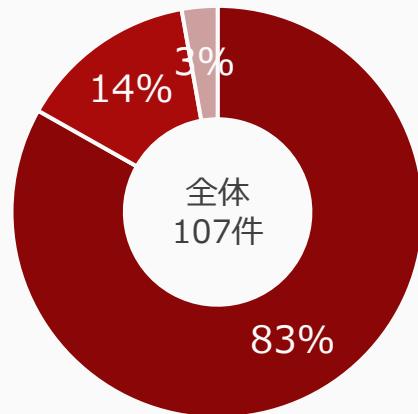
86%が交渉への関与を担保



株式価値算定書の取得状況

- 上場規則において算定書の提出が義務付けられていることを踏まえ、**最近のM B O・支配株主による完全子会社化の全ての事案で、対象会社あるいは対象会社の特別委員会が算定書を取得**
 - 対象会社が第三者算定機関から取得するケースが大半
 - 一部、**特別委員会が独自の第三者算定機関から別途取得する事例も（全体の14%）**
※ 支配株主による完全子会社化の事例や、対象会社の規模が大きい事例においては、比較的取得が進んでいる状況

算定書の取得状況



■ 対象会社が取得 ■ 対象会社及び特別委員会が取得 ■ 特別委員会が取得

出所：2021年から2023年の開示資料を基に東証集計
対象会社の時価総額はTOB公表日の数値

特別委員会による独自の算定書の取得状況

対象会社の規模が大きいほど取得率は高い

対象会社の時価総額	M B O	支配株主による完全子会社化
1, 000億円以上	33%	86%
250億円以上 1, 000億円未満	20%	21%
250億円未満	0%	7%
合計	7%	19%

支配株主による完全子会社化のケースのほうが取得率は高い

マーケット・チェックの実施状況

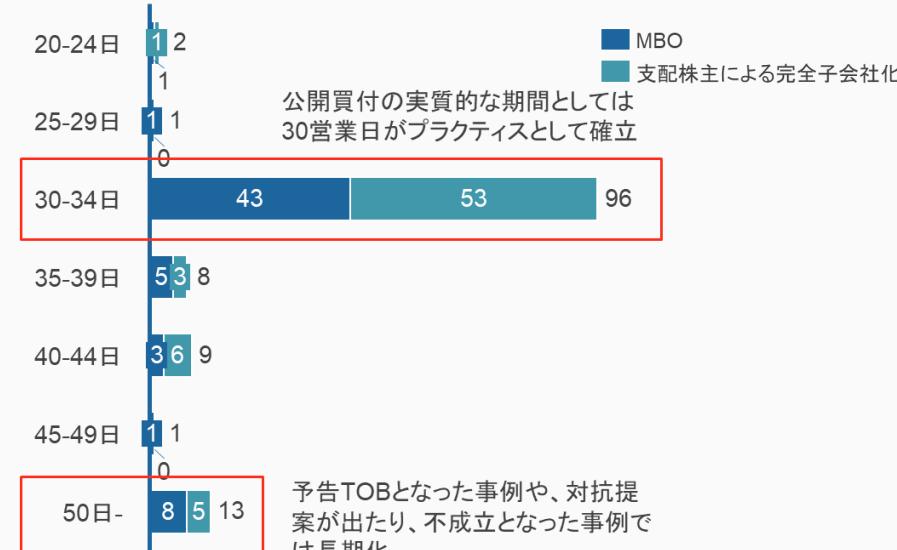
- MBO・支配株主による完全子会社化のいずれにおいても、**積極的なマーケット・チェックを行った事例は少ない**（MBO：4件、支配株主による完全子会社化：2件）
※ 公正M&A指針でも、支配株主による買収の場合には、積極的なマーケット・チェックが機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しいとされており、MBOの場合も、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等から常に実施することが望ましいとまでは言えないとされている
- 一方で、**公開買付期間において対抗提案が出てくる事例も生じており、対象会社も、間接的なマーケット・チェックの観点から、十分な公開買付期間を確保している旨を開示しているケースが多い**（実際の公開買付期間は30営業日程度）
※ 公開買付期間は、金商法上、20日～60日と定められている

対抗提案が生じたMBOの事例（ローランドDG）

- 2024年2月、ローランドDGが米投資ファンドのタイヨウ・パシフィック・パートナーズと組んでMBOを実施すると発表
 - TOB価格は当初1株5,035円
 - 公開買付期間は当初2月13日～3月27日（30営業日）
- 3月、ブラザーワークスが対抗TOBの開始予定を公表
 - TOB価格は1株5,200円
- ※これを受けて、ローランドDGはタイヨウの公開買付けに対する意見を変更（賛同は維持しつつ、応募推奨を撤回し、中立の立場に）
- タイヨウがTOB価格を5,370円に引上げ（ローランドDGは応募推奨に変更）、ブラザーワークスはTOB価格の引上げを行わないことを決定したことで、タイヨウのTOBが成立

公開買付公表日～公開買付終了日の分布

（営業日ベース；2019年1月～2023年12月公表）



注：公表日翌日から公開買付終了日までの日数をカウント（公表日と公開買付開始日が同日の場合は、公表日から公開買付終了日まで

出所：QuestHub作成

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定状況

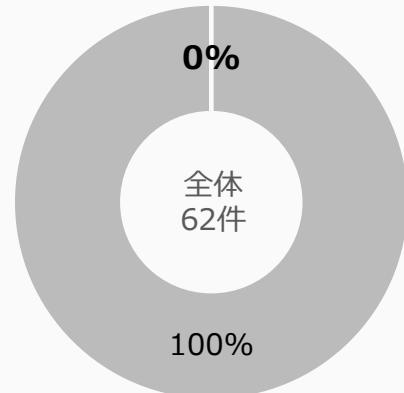
- 支配株主による完全子会社化の事例ではマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定した事例はない

※公正M&A指針でも、支配株主による買収のように買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値向上に資するM&Aの阻害効果の懸念等の指摘を踏まえると、常にM o Mを設定することが望ましいとまで言えないとされている

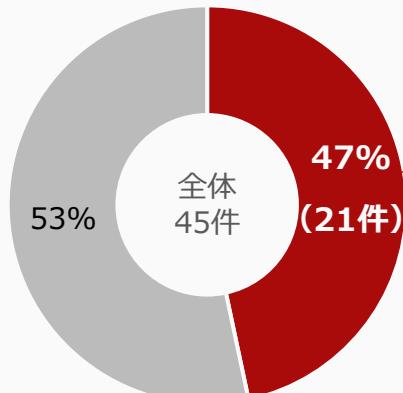
- M B Oの事例では47%がマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しているが、二段階買収の場合には二段階目のスクイーズアウトを確実に行うために下限を総議決権の2/3に設定するのが通例であり、その結果としてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を上回る下限となる場合が多数

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

支配株主による完全子会社化



M B O



2/3の下限を設定した結果としてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を上回る下限となっているケースが20件（実効性を伴う形での設定は1件）

■あり ■なし

出所：2021年から2023年の開示資料を基に東証集計