

従属上場会社における少数株主保護の 在り方等に関する研究会（第2期）

第9回 東証説明資料②

（MBO等の非公開化の場面での少数株主保護）

株式会社東京証券取引所

2026年1月26日



MBO・支配株主による完全子会社化に係る規範の見直し

- 東証では、昨年7月、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議における議論を踏まえ、**MBOや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**を実施

(規範の対象行為の見直し)

- 上場会社が**MBOや支配株主・その他の関係会社**^{※1}等による**完全子会社化**^{※2}を決定する場合等について、意見入手及び必要かつ十分な適時開示の義務付け

	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 <ul style="list-style-type: none"> ● 利害関係を有しない者からの意見の入手を義務付け ※ 今回の見直しにより、「一般株主にとって公正であること」に関する意見に変更 	対象	新たに対象	
②必要かつ十分な適時開示 <ul style="list-style-type: none"> ● 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。今回の見直しにより、株式価値算定に関する開示を拡充 	対象	新たに対象	

(※1) 財務諸表等規則第8条第8項に規定するその他の関係会社（20%以上の議決権を有している場合や、15%以上20%未満で重要な影響を与えられる場合）

(※2) いわゆる二段階買収や公開買付けを経ずに行う株式併合等のキャッシュアウトに加えて、支配株主やその他の関係会社が当事会社となって行う株式交換や株式移転を含む。

(規範の内容の見直し)

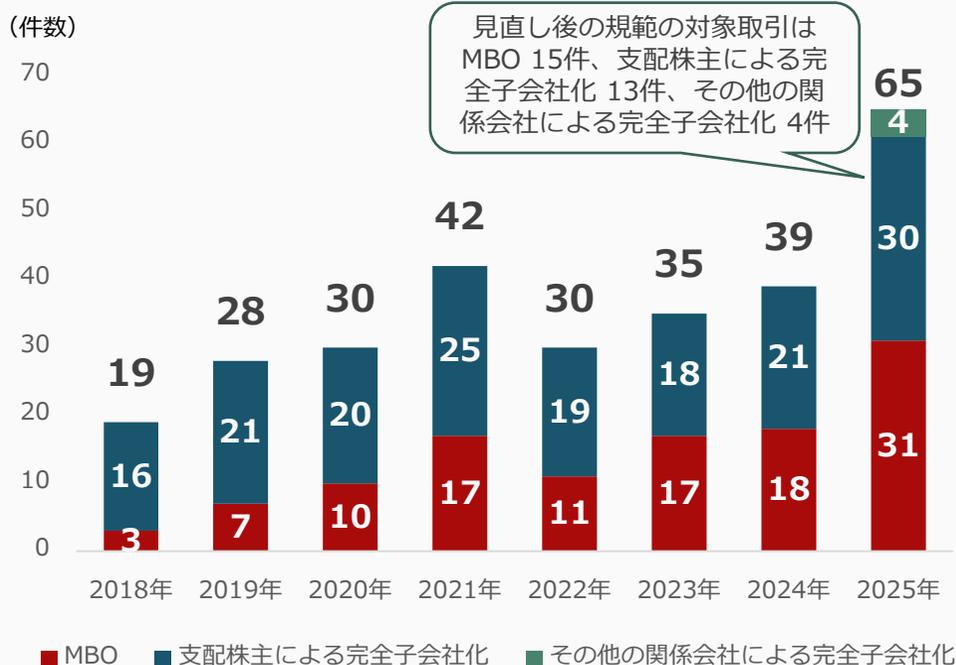
- ① 特別委員会における検討の実効性向上の観点から、「**少数株主にとって不利益でないことに関する意見**」の在り方（入手先・内容）を見直し
- ② 一般株主が十分な情報を得たうえで、取引の公正性を判断できるよう、**必要かつ十分な情報開示の内容**を見直し（株式価値算定の重要な前提条件に係る開示の拡充）

MBO等の件数

● 足もと、MBO等による非公開化の事例数は近年で最高水準

- 見直し後の規範の対象となった取引は**32件**（新たに規範の対象となったその他の関係会社による完全子会社化4件を含む）

最近のMBO等の開示件数の推移



※ 2018年から2025年に開示されたMBO等を集計（その他の関係会社による完全子会社化は、2025年7月22日以後に開示されたものに限る）

※ 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）、2025年には不成立となった2件のMBO（アールビバン、ソフト99コーポレーション）を含む

見直し後の規範の対象取引

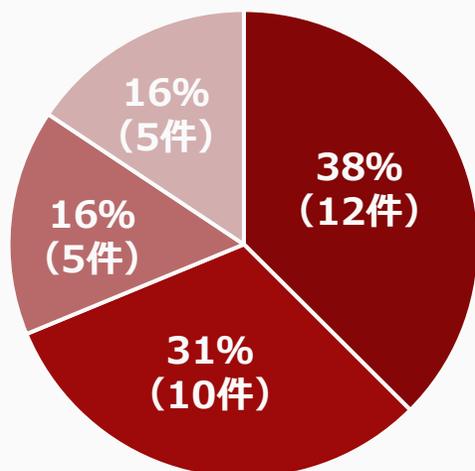
開示日	会社名	類型	開示日	会社名	類型
7/25	太平洋工業	MBO	10/15	スーパーバリュー	支配株主
7/25	ザッパラス	支配株主	10/28	田中化学研究所	支配株主
8/1	黒崎播磨	支配株主	10/29	S C S K	支配株主
8/6	T A C	MBO	10/30	住友理工	支配株主
8/6	ソフト99コーポレーション	MBO	10/31	ヤスハラケミカル	MBO
8/7	歯愛メディカル	その他の関係会社	11/7	セントケア・ホールディング	MBO
8/8	芦森工業	その他の関係会社	11/10	イーグル工業	その他の関係会社
8/8	桂川電機	MBO	11/12	パリミキホールディングス	MBO
8/8	パシフィックシステム	支配株主	11/12	アウトLOOKコンサルティング	支配株主
8/14	ドラフト	MBO	11/12	サンユー建設	MBO
8/29	アールビバン	MBO	11/12	杉田エース	MBO
9/10	マンダム	MBO	11/14	ライトオン	支配株主
9/11	富士石油	その他の関係会社	11/28	キヤノン電子	支配株主
9/24	パラマウントベッドホールディングス	MBO	12/1	Fast Fitness Japan	MBO
10/2	ダイセキ環境ソリューション	支配株主	12/11	ラクスル	MBO
10/14	東京個別指導学院	支配株主	12/25	ダイワ通信	支配株主

※ 2025年7月21日以前にTOBの予告に係る意見表明を決議していた場合は含まない

特別委員会の設置状況

- 特別委員会による取引が「一般株主にとって公正であること」に関する意見の取得を義務付け
 - 全ての事案において、**社外取締役を中心に構成される特別委員会から取得**
- 価格も公正意見の判断要素となっていることから、対抗提案が提出された事例を除き、特別委員会の意見を踏まえて対象会社によるTOBへの賛同・応募推奨が行われている

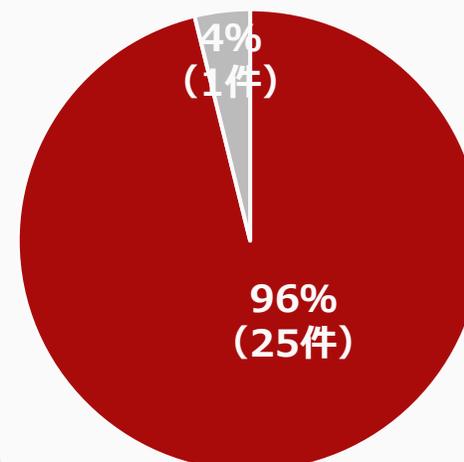
特別委員会の構成



- 社外取締役のみ
- 社外取締役・社外監査役
- 社外取締役・社外有識者
- 社外取締役・社外監査役・社外有識者

※ 2025年7月22日から12月30日に開示されたMBO等を対象として集計（2025年7月21日以前にTOBの予告に係る意見表明を決議していた場合は含まない）

取締役会による意見表明の内容



■ 賛同・応募推奨 ■ 賛同・応募中立

- 賛同・応募中立とした1件はソフト99コーポレーションのMBO
- ✓ アクティビストがMBOの価格が著しく割安であるとしてMBOの価格を上回る価格での対抗TOBを実施
 - ✓ 特別委員会は、対抗TOBは、企業価値向上に資するものとは認められず、一般株主にとって公正とも認められないほか、実現可能性についても疑義があるとして、対抗TOBに反対すべきと答申。答申内容を受け、MBOについては賛同を維持しつつ、応募については中立に変更

※ 公開買付けを経ずに株式併合を行う場合や株式交換・株式移転による場合を除く

特別委員会における意見の内容

- 特別委員会における検討の実効性向上の観点から、**特別委員会における検討の観点を明示し、各観点到に係る具体的な検討内容や最終的な判断の根拠について、意見の中で十分に説明・開示することを義務付け**

取引の是非	<ul style="list-style-type: none">● 対象会社の企業価値の向上に資するかどうか
取引条件の公正性	<ul style="list-style-type: none">● 以下の観点を踏まえて、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<ul style="list-style-type: none">✓ 買収者との協議・交渉の過程<ul style="list-style-type: none">※ 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（破談リスクに関する検討内容等を含む）✓ 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<ul style="list-style-type: none">※ 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<ul style="list-style-type: none">※ 買収の検討と近接した時期にネガティブ情報を公表している場合には、当該情報の合理性や当該時期に当該取引を行うことを選択した背景・理由等も踏まえた妥当性✓ その他（買収者による過去の株式取得価格など）
手続の公正性	<ul style="list-style-type: none">● 取引条件の公正さを担保するための手続が十分に講じられているか<ul style="list-style-type: none">✓ 公正性担保措置の具体的な実施状況および一部の措置を実施しない場合には、その理由や全体として取引条件の公正さが手続的に担保されているか<ul style="list-style-type: none">○ 特別委員会の設置○ 外部専門家の専門的助言等（法務・財務アドバイザーの選任、第三者算定機関からの株式価値算定書やフェアネス・オピニオンの取得）○ 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）○ マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定○ 強圧性排除○ 情報開示

開示状況（特別委員会の意見）

買収者との協議・交渉の過程の開示例

<SCSK> 「当社の親会社である住友商事株式会社の子会社であるSCインベストメンツ・マネジメント株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」
(2025年10月29日)

(vii) 第7回提案

(中略) 住友商事からの要請に基づき、第7回提案に係る価格の前提等に関する説明並びにこれに対する本特別委員会における意見及び問題意識についての面談を実施した。当該面談において、住友商事からは、同社におけるDCF法の算定等に基づき、住友商事が当該提案価格を合理的かつ十分な金額と考えていることにつき説明がなされた一方、本特別委員会は住友商事に対し、当社が、**2025年9月19日にネットワンシステムズとの合併の延期を公表**（以下「**本合併延期公表**」という。）し、それ以降、**当社の株価が一定程度下落していることを受け、本合併延期公表前の当社の株価との関係でプレミアム水準が過去事例に比して低いことを考慮しなければならないと考えている点を伝達した。**

そして、当社及び本特別委員会は、同日、第7回提案に係る価格は、依然として当社の本源的価値を反映した価格とはいい難く、当社及び特別委員会が本取引に賛同し、応募を推奨することのできる水準からは乖離しているとして、価格の引き上げを検討するよう要請した。

✓ 協議の経過や交渉における主要な論点を説明

✓ 意見表明公表前の業績予想下方修正について、修正要因、修正の実施時期と取引検討開始時期の先後関係から合理性を説明

株式価値算定の前提とした財務予測等の合理性の開示例

<富士石油> 「その他の関係会社である出光興産株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」
(2025年9月11日)

当社は、2024年8月9日付「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「**下方修正開示①**」という。）に記載のとおり、2025年3月期第2四半期累計期間及び通期の連結業績予想の下方修正を行っている。当社によれば、**当該下方修正は、2024年7月下旬の落雷による装置の一時的な停止及び生産計画の見直しや、当時当社の連結子会社であった東京石油興業株式会社の全株式を売却したことに伴う売却損等を要因とするものであり、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものである。**

また、当社は、2024年11月8日付「業績予想の修正に関するお知らせ」（以下「**下方修正開示②**」という。）に記載のとおり、再度、2025年3月期通期の連結業績予想の下方修正を行っている。当社によれば、**当該下方修正は、2025年3月期上期末の棚卸資産評価損の計上に加えて、当時の市場動向を踏まえたドバイ原油価格の引き下げや為替レートの円高予想への修正等を要因とするものであり、当社が意図的に当社株式の株価を下げる目的で当該下方修正を策定及び公表したものである。**

公開買付者によれば、公開買付者が、次期中期経営計画作成の一環として、石油製品について想定される環境条件及びそれを踏まえた供給体制に関する検討を開始したのは**2025年3月下旬**とのことであり、**下方修正開示①及び下方修正開示②は、公開買付者が本取引に関する検討を開始する以前に行われたものである。**

以上を踏まえれば、下方修正開示①及び下方修正開示②は、意図的に当社株式の株価を下げる目的で行われたものではないと考えることは合理的であり、前記(1)記載のみずほ証券による市場株価法の算定及び前記(2)記載のブルータスによる市場株価法の算定並びに前記(3)記載のプレミアム水準の判断において、下方修正開示①及び下方修正開示②以降の当社株式の株価も考慮の対象とすることに問題はないと考えられる。

株式価値算定の前提条件に関する開示拡充

- 一般株主が十分な情報を得たうえで取引の公正性を判断できるよう、**株式価値算定の前提条件（財務予測や算定手法の前提となる考え方）の開示を拡充**

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
		財務予測の作成主体、作成経緯及び目的
		財務予測の期間の設定に関する考え方
		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） <ul style="list-style-type: none"> - 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 - 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
		上記予測がM&A実施を前提とするものか否か
	割引率	割引率の具体的な数値（レンジ可）・種類 <ul style="list-style-type: none"> - <u>サイズリスク・プレミアムなど追加的なリスク・プレミアムの考慮がある場合には、その内容と根拠</u>
継続価値	継続価値の具体的な数値（レンジ可）・算定手法	
	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 <ul style="list-style-type: none"> - <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前提条件がある場合には、その内容（算定において重要性を有する場合に限る）</u> 	
非事業用資産	<u>個別資産（現預金、保有有価証券、賃貸等不動産など）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	
算定機関との関係	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	
	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）	

開示状況（株式価値算定）

財務予測の前提となる考え方の開示例

<スーパーバリュー> 「支配株主である株式会社OICグループによる当社株券等に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（2025年10月15日）

なお、本事業計画は、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的として、本中期経営計画に準拠した上で、**公開買付者との間で重要な利害関係を有しない当社取締役及び従業員で組成されたチーム（以下「当社プロジェクトチーム」といいます。）**が策定しており、その後、本特別委員会における検討を経て承認されております。本事業計画は、当社が2023年2月期以降、2026年2月期にかけて取り組んでいる経営改善施策によって得られる将来の収益及び利益を適切に反映させるため、2026年2月期から2029年2月期までの期間で作成されております。本事業計画の策定においては、**本取引の検討開始以前から取り組んでいる公開買付者との共同開発によるSM改装モデル店舗の構築や不採算店舗及び不採算店舗内売場の閉店・閉所、残存店舗の改装等の施策の効果を見込む一方で、事業環境の大きな変化は見込んでおりません。**

✓ **財務予測の作成主体・目的や財務予測の前提となる事業環境等に関する前提**を記載

<ドラフト> 「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（2025年8月14日）

本事業計画のうち、2026年12月期における財務予測は、2024年2月13日に公表した当社**中期経営計画において掲げた2026年12月期の目標値を下回っております**。これは、本事業計画が、足元の業況や現在の事業運営体制を踏まえて、現状に即した客観的かつ合理的な財務予測として本取引の実行に際して新たに作成されたものであることによります。具体的には、**売上規模が急速に拡大する一方で、それに対応する人員体制の整備が十分に進んでいない状況にあることを踏まえ、従来の成長率を前提とするのではなく、現在の事業運営体制を考慮した、より合理的な水準の成長率を基に作成しております**。なお、本事業計画においては従業員数の増加を織り込んでおりますが、人員体制の整備が事業の拡張に結びつくためには一定の時間が必要であり、本事業計画における急速な売上規模の拡大は想定しておりません。

個別資産の算定上の取扱いの開示例

<TAC> 「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（2025年8月6日）

また、当社の保有する**現預金については、当社における最低限の必要運転資金（2023年3月期から2025年3月期までの各事業年度における売上原価及び販管費の合計額に占める月別最大資金需要額の割合を算出し、当該割合の過去3事業年度の平均値に対して2026年3月期の売上原価及び販管費の合計額を乗じることにより算出された月別最大資金需要額となります。）を除き、残額を非事業用資産とし、当社の保有する投資有価証券については、持分法適用会社に対する投資を除き純投資目的として時価で売却することを想定した際の税効果を加味した上で非事業用資産とし、当社の保有する保険積立金については、解約した際の返戻金相当額に税効果を加味した上で非事業用資産として、当社の事業価値に加算しております。**

<サンユー建設> 「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（2025年11月12日）

なお、当社の保有する**賃貸等不動産については、不動産事業の一環である不動産賃貸業のために保有しているものであり、売却の予定がないことから、賃貸等不動産は事業用資産と捉えております**。また、必要運転資金を控除した余剰現預金は、株式価値算定に重要な影響を及ぼす非事業用資産として計上しております。

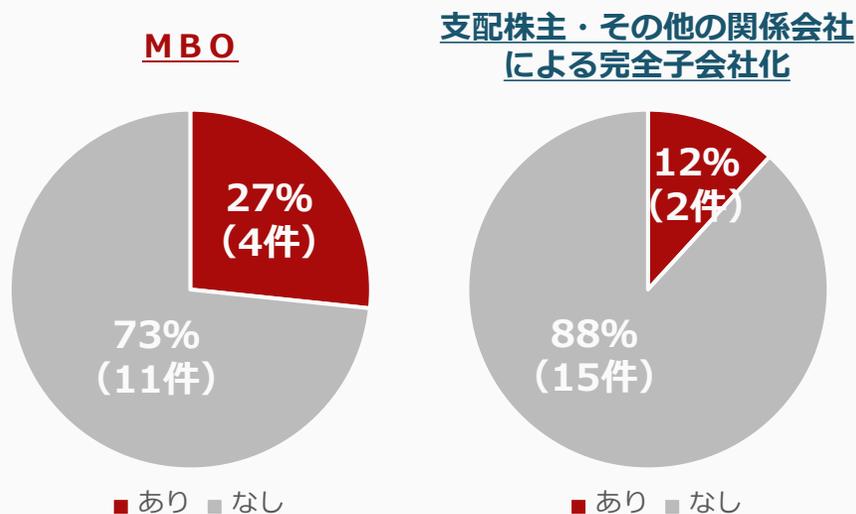
✓ **現預金、保有有価証券、賃貸等不動産等の評価方法について、その切り分けの考え方を記載**

✓ **財務予測の数値と公表済み中期経営計画の数値が大幅に異なることに関する説明**を記載

公正性担保措置の実施状況

- 個別具体的な状況を踏まえて、適切な公正性担保措置が実施されるよう、一部の措置を実施しない場合にその理由等に関する説明を義務化した。が、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定や、積極的なマーケットチェックなどの公正性担保措置の実施状況には大きな変化が見られない

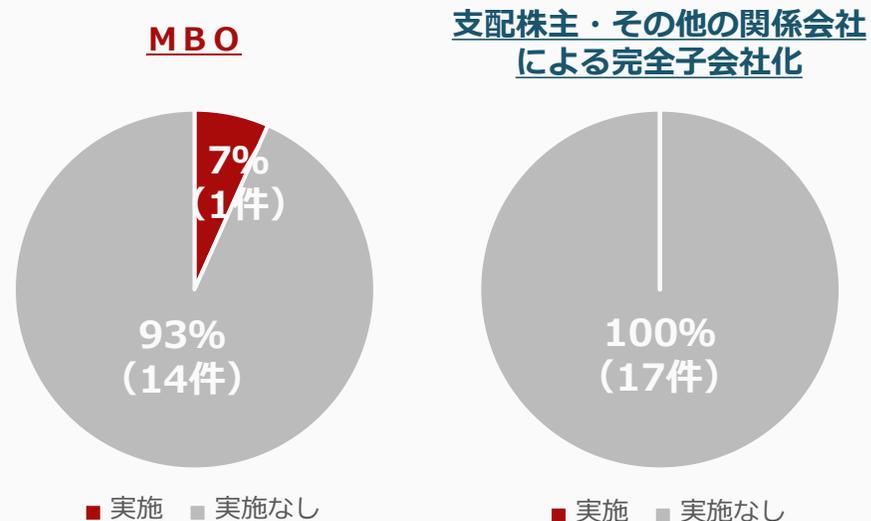
マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定



- ✓ 買収者の保有する対象会社の株式の割合が低いMBOやその他の関係会社による完全子会社化において、2/3の下限を設定した結果としてMoM条件を上回る下限となっている（実効性を伴う形での設定はなし）

- ✓ 買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いことにより、M&Aの成立が不安定になることの懸念を理由にMoMを設定しないと説明するケースが多い

積極的なマーケットチェックの実施



- ✓ TOB期間を法定の20営業日から30営業日に伸ばしたことをもって、マーケットチェックに配慮したと説明しているケースが多い

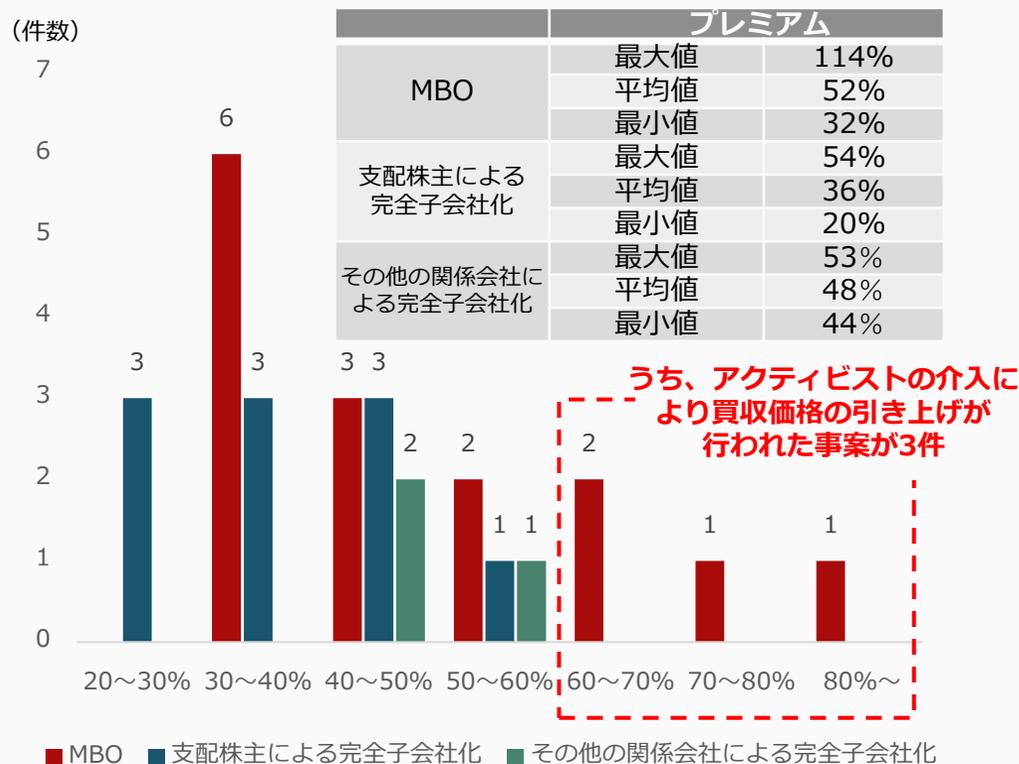
※ 2025年7月22日から12月30日に開示されたMBO等を対象として集計（2025年7月21日以前にTOBの予告に係る意見表明を決議していた場合は含まない）

参考：買収プレミアムの分布

- 買収プレミアムは、規範見直し前と同様、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

➤ アクティビストの介入により、**買収価格が引き上げられる事案も相次ぐ**

買収プレミアムの分布（規範見直し後）



※ 2025年7月22日から12月30日に開示されたMBO等を対象として集計（株式交換・株式移転による場合や、2025年7月21日以前にTOBの予告に係る意見表明を決議していた場合は含まない）

※ 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

買収価格の引き上げが行われた事案

会社名	経緯
太平洋工業	<ul style="list-style-type: none"> 7/25に1株2050円（プレミアム49.96%）でMBOを実施すると発表 その後、エフィッシモが買い増し、株価がTOB価格を上回って推移 → TOB価格を3036円に引き上げ（プレミアム122.09%）
ソフト99コーポレーション	<ul style="list-style-type: none"> 8/6に1株2465円（プレミアム54.74%）でMBOを実施すると発表 その後、エフィッシモが1株4100円で対抗TOBを実施すると発表 → TOB価格を2680円に引き上げ（プレミアム68.24%） ※ MBOは不成立
マンダム	<ul style="list-style-type: none"> 9/10に1株1960円（プレミアム36.49%）でMBOを実施すると発表 その後、シティインデックスイレブンスらが買い増し、株価がTOB価格を上回って推移 → TOB価格を2520円に引き上げ（プレミアム75.49%） ※ KKRから1株3100円の対抗提案を受領したと発表

※ 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ベース

機関投資家からのフィードバック

- 国内外の機関投資家からは、特別委員会の議論や情報開示については一定程度進展したとの評価が寄せられている一方、依然として公正性に懸念のある事例があるとして、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件や積極的なマーケット・チェック等の実施への期待が大きい

(参考) 機関投資家の声

【情報開示が充実】

- 依然として価格の公正性に懸念のある事例はあるが、特別委員会の議論や意見書等の開示は一定程度充実が見られる（国内機関投資家、海外投資家）

【M o Mやマーケットチェックの進展への期待】

- 昨年7月の企業行動規範の見直し後も、プレミアムの水準や、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などの公正性担保措置の実施状況には大きな変化がない（国内機関投資家）
- P B R 1 倍が絶対的な水準とは思わないが、少なくとも、積極的マーケットチェックを通じて、より高い値段で買収してくれる人が他にいないのかという検討は行うべき（海外投資家）
- 投資家は、上場を継続しながら更なる経営改善を図るプランや、他社への売却なども検討したうえで、完全子会社化が最適かどうかを判断することを求めている。（国内機関投資家）
- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を行わない理由等の説明について、多くの場合「不安定化」を挙げるに留まっている。特別委員会により設定が要請されたにも関わらず、最終的に設定に至らなかった事例や、事後的な買付条件の変更により、下限が引き下げられるような事例も発生しており、その経緯について明確な説明が期待される（国内機関投資家）
- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件における少数株主の範囲の設定の在り方についても、改善の余地があるのではないかと。例えば、資本業務提携先に該当する事前応募合意株主を少数株主に含めるなど、公正性に疑念を持つ事例もある（海外投資家）

【独立社外取締役の啓発が必要】

特別委員会の実効性は、構成員となる独立社外取締役に大きく左右される。取引所として、独立社外取締役の質の向上の観点から、必要な知識・スキルに関する講座の受講を求めると、平時・有事含め啓発を図っていくべきではないかと（海外投資家）

今後の取組み

- 昨年7月の見直しを踏まえ、特別委員会の意見書や株式価値算定に関する開示内容は一定程度充実
- 一方で、投資家からは、公正性確保に向けて、特別委員会の実効性確保や、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件や積極的なマーケット・チェック等の公正性担保措置の推進を求める声



- 引き続き、見直しをより実効的なものにしていく観点から、
 - 例えば、特別委員会の構成員となる**独立社外取締役向けに、公正性担保措置の実施に関する投資家の声や、その他特に懸念が示されやすい論点の周知**などを進めていくことが考えられるか（投資家を講師としたセミナー動画の配信等）
 - その他、補足して検討、周知・啓発していくべき事項などあれば、ご指摘いただきたい
- ※ 平時から企業価値について議論しておくことや、特別委員会のメンバーとして期待に応えられる独立社外取締役を選任しておくことも重要であり、**平時の取組み（例えば上場子会社においては、グループ経営等に関する開示の推進や、少数株主保護のための上場制度の整備）もあわせて進めていく想定**

参考：「公正なM&Aの在り方に関する指針」における買収対価の整理

2.2 買収対価に関する基本的整理

2.2.1 M&A に際して実現される価値についての概念整理

M&Aに際して実現される価値は、理論的には、(a) M&Aを行わなくても実現可能な価値と、(b) M&Aを行わなければ実現できない価値(14)の2種類に区別して考えることができる。そして、上記(a)および(b)の価値はいずれも全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであるが、これらを一般株主がスクイズ・アウトされる形態でのM&Aについて理論的・概念的な整理を行うとすれば、まず、上記(a)のM&Aを行わなくても実現可能な価値は、一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる(15)。他方で、上記(b)のM&Aを行わなければ実現できない価値については、M&Aによって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる(16)。



2.2.2 実際の事案における整理

以上のように、M&Aに際して実現される価値についての概念整理をすることが可能であるものの、実際の事案においては、上記(a)および(b)の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A公表前の市場株価が(a)の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難である(17)。加えて、(b)の価値についても、一般株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である。そのため、上記の理論的な概念整理から直ちに、実際の事案における妥当な買収対価の算定方法を導くことや、市場株価と比較して「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困難である。したがって、買収対価等の取引条件自体について何らかの一義的・客観的な基準を設けることは適当とはいえず、取引条件の公正さを担保するための手続(以下、このような手続を指して「公正な手続」という。)の在り方について指針を示し、こうした手続を通じてM&Aが行われることにより、一般株主が享受すべき正当な利益(以下、このような利益を指して「一般株主が享受すべき利益」や「一般株主利益」等という。)が確保されるべきものと考えられる。

(略)

14) MBOの場合には、理論的には、それ自体では企業結合等の場合のような相乗効果(いわゆるシナジー)は発生しないが、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果(一般株主との利害調整コスト、開示コスト等の削減)や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する経営者等の努力により創出される価値等が(b)のM&Aを行わなければ実現できない価値に含まれると考えられる。また、経営者が投資ファンド等と共同で行うMBOの場合には、投資ファンド等の支援による経営の効率化や、投資ファンド傘下の他の事業会社との間で創出されるシナジーも(b)の価値に含まれ得ると考えられる。

15) 例えば、多額の含み益を有する遊休資産を売却するのみで得られる利益等は、M&Aを行わなくても実現可能な価値であり、本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。また、M&A後に他社と事業提携等を行うことにより実現することが想定されていた価値についても、概念上は、M&Aを行うことによって実現する事業提携なのか、M&Aを行わなくても可能な事業提携なのかで区別することができ(実際の判別は困難であるが)、後者の場合には、当該価値は本来的には買収者が独占すべきものでなく、全ての株主が享受すべきものであると考えられる。

16) 会社法上、組織再編における株式買取請求手続における株式の買取価格は「公正な価格」と定められており(会社法第785条第1項等)、同価格は、①組織再編によって企業価値の増加が生じる場合には、組織再編が公正な条件で行われ、それによって、当該増加分が各当事会社の株主に公正に分配されたとすれば、基準日において当該株式が有する価値をいい、②組織再編によって企業価値の増加が生じない場合には、組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば基準日において当該株式が有していたであろう価格をいうと解されている。組織再編以外の方法によるキャッシュ・アウトの場合に裁判所が決定すべき価格についても、同様に解されている。

17) M&Aを行う前から保有している既存の経営資源を活用して実現可能な価値は、実際には実現されていない場合であっても、(a)のM&Aを行わなくても実現可能な価値に含まれると考えられる。この点に関連して、本来、(a)の価値は、MBOや支配株主による従属会社の買収により非上場化をする前から十分に実現していくことが期待されるものの、上場を継続している間には十分に実現されていない場合も少なくなく、このような状態を前提に株式市場の価格形成もされているとの指摘がある。