

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

2025年2月18日



（規範の対象行為の見直し）

- 利益相反が生じるキャッシュアウトの場合に求めている「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」及び「必要かつ十分な情報開示」について、対象行為を拡大

	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	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	新たに対象

（※）財務諸表等規則第8条第17項第4号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）

（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（→3～4ページ）
- 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）（→6ページ）

① 「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

- 特別委員会における検討の実効性向上の観点から、以下のとおり、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方を見直し

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

- ※ 特別委員会のほか、利害関係のない社外取締役・監査役、有識者からの取得も可能（実務上は全事例で特別委員会から取得）

- ✓ **特別委員会からの意見の入手**を義務付け
- ※ 検討主体を明確にする趣旨

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

- ※ 価格の公正性に懸念があるにも関わらず、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、「不利益でない」と意見する事例も
- ※ 意見にあたり検討すべき観点については具体的な定めがなく、投資家からは実効的な議論が行われているか不透明との指摘も

- ✓ 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
- ※ 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
- ✓ 意見にあたり**検討すべき観点（4ページ）を明示し、各観点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、意見の中で十分な説明・開示を行わなければならない旨を規定**
- ※ 実務上の影響を踏まえ、議事録自体の公表は求めない一方、検討・開示すべき観点を示すことによって、適切に説明責任を果たすよう求めていく想定

- 特別委員会からの意見等を踏まえた**最終的な取締役会の判断の根拠**についても引き続き十分な説明を求めていく
- あわせて、特別委員会の構成員となる独立社外取締役等向けに非公開化の局面で求められる対応や知見に関する情報発信も検討（外部有識者による解説動画の配信等）

<p>当該M & Aの是非</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 対象会社の企業価値の向上に資するか否か
<p>取引条件の公正性</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 <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） ✓ 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"> ※ 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）
<p>手続の公正性</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 当該M & Aの具体的状況を踏まえて、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 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 <ul style="list-style-type: none"> ※ 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うえで、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） <ul style="list-style-type: none"> ※ 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） <ul style="list-style-type: none"> ※ 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）

- MBO等の直前に**ネガティブな情報（業績の大幅な下方修正など）**を開示するケースも一部存在
- ネガティブな情報の開示に対する直接的な規制ではないものの、欧州では、**法令で公開買付に関する価格規制が導入**されており、直前の価格に関わらず、過去の**市場平均価格以上であることが求められる**

- **日本においても、諸外国で設けられている価格規制に抵触するような事例（公表前の市場平均価格を下回る価格での買収事例）は見られない中で、最低限の価格規制を設けると、かえって実質的な検討が行われなくなる懸念**
- また、より厳しい価格規制を設ける場合でも、**プレミアムが何パーセント以上であれば公正であるという一義的・客観的な基準を設けることも困難であることから、まずは、特別委員会において、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の検討を求めること**としたい

※ 公正M&A指針では、業績の下方修正後にM&Aを行うような場合等、M&Aが成立しやすくなるように意図的に市場価格を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、当該時期にM&Aを行うことを選択した背景・目的等に関して特に充実した説明が推奨されている

（参考）諸外国の価格規制の状況

	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	日本
最低価格規制	規制なし※	規制あり (通常は公表前3か月、強制的公開買付は公表前12ヶ月に支払った最高額以上)	規制あり (買付者が公表前6カ月に支払った最高額又は公表前3カ月の加重平均株価以上)	規制あり (強制的公開買付は過去12カ月に支払った最高額以上、任意買付で既に50%以上を保有する場合は公表前60日の加重平均株価以上)	規制なし (買付価格の事後的な引下げは禁止)

※ アメリカでは、Best Priceルールや全株主ルールが存在し、株主の平等性や価格の公正性を担保。最低価格に対しても一定の影響を与えている。(Best Priceルール:公開買付に応募があった株式については、均一かつ最高の価格を支払うことが必要、全株主ルール:公開買付は同種の株式のすべての保有者に対して行うことが必要)

②必要かつ十分な情報開示の内容の見直し（算定の前提条件の開示拡充）

- 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、**株式価値算定の重要な前提条件（財務予測や算定手法の前提となる考え方）の開示を拡充**

※ フリー・キャッシュ・フローの計算過程等における具体的な数値の開示は、事業戦略上の機密情報が明らかになる等の実務上の懸念や、前提となる考え方の拡充によって数値はある程度類推可能との意見が寄せられたことを踏まえ、今回は見送り

適時開示ガイドブック（下線が拡充箇所）

		適時開示ガイドブック（下線が拡充箇所）
株式価値算定の概要	財務予測	<p><u>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（成長率を含む）</u></p> <p>財務予測の作成主体</p> <p>財務予測の期間の設定に関する考え方</p> <p>財務予測の前提となる考え方（事業環境等についてどのような前提をおいているか）</p> <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 - <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> <p>上記予測がM&A実施を前提とするものか否か</p>
	割引率	<p>割引率の具体的な数値（レンジ可）・種類</p> <ul style="list-style-type: none"> - <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>
	継続価値	<p><u>継続価値の具体的な数値（レンジ可）・算定手法</u></p> <p>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）、<u>パラメータの設定に関する考え方</u></p> <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
算定機関との関係	<p>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</p> <p>※ 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</p> <p><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></p>	

買収対価の種類に関わらず開示を求める運用に見直し

✓ **上場株式を対価とする場合**については、現在、市場価格が存在すること等を踏まえ求めているが、投資者からの懸念の声を踏まえ、今後は、**対象会社側の財務予測に限定して開示を要求**