



福岡証券取引所  
Fukuoka Stock Exchange

# MBOや支配株主による完全子会社化 等に関する上場制度の見直しについて

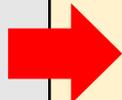
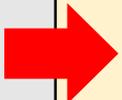
---

2025年5月22日  
福岡証券取引所 自主規制部

# MBO・支配株主による完全子会社化に係る規範の見直し（全体像）

## （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を決定する場合等※2について、企業行動規範の遵守すべき事項に規定する「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手及び「必要かつ十分な適時開示」の義務付けの対象に

	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
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

（※1）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）

（※2）具体的には、MBOや支配株主・その他の関係会社等による公開買付けに対して意見表明を行うこと及び支配株主・その他の関係会社等が関連する株式交換等を行うことを決定する場合（上場廃止となることが見込まれる場合に限る。）等を想定

## （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）（→5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

- 上場会社に対して、特別委員会から、取引が「一般株主にとって公正であることに関する意見」を入手し、当該意見を開示することを義務付け
  - 意見にあたり検討すべき観点の明確化も実施

## 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、利害関係を有しない社外取締役・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）

- ✓ 利害関係を有しない社外取締役、社外監査役、社外有識者で構成される**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
  - ※ 意見書そのものを適時開示資料に添付し、開示

# 意見における検討の観点

- 特別委員会には、**対象会社・一般株主の利益を図る立場※**から、以下の観点の検討・説明を求める

※ 公正M&A指針では、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場に立つのではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立つという点において、例えば企業等に対する中立性が求められる企業等不祥事における第三者委員会とはその位置付けを異にする点に留意すべきとされている。

M&Aの是非	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 対象会社の<b>企業価値の向上に資するか否か</b></li> </ul>
取引条件の公正性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 以下の全ての観点を踏まえて、<b>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</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>買収者との協議・交渉の過程</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>※ 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）</li> </ul> </li> <li>✓ <b>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</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>※ 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</li> </ul> </li> <li>✓ <b>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</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>※ 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</li> </ul> </li> <li>✓ その他（例えば、買収者による過去の株式取得価格など）</li> </ul> </li> </ul>
手続きの公正性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 当該M&amp;Aの具体的状況を踏まえて、<b>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</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 公正M&amp;A指針で例示する①～⑥の<b>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</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>※ 公正M&amp;A指針の趣旨も踏まえ、取引所としても、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るうえで、その状況を投資者に対しても説明するよう求めるもの</li> </ul> </li> <li>① <b>特別委員会の設置</b>（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）</li> <li>② <b>外部専門家の専門的助言等</b>（法務アドバイザー、第三者算定機関等） <ul style="list-style-type: none"> <li>※ 外部専門家の独立性に関する検討内容や判断の根拠</li> </ul> </li> <li>③ <b>マーケット・チェック</b>（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"> <li>※ 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</li> </ul> </li> <li>④ <b>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件</b>（株主意思の確認手続き）</li> <li>⑤ <b>強圧性排除</b></li> <li>⑥ <b>情報開示</b>（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）</li> </ul> </li> </ul>

## 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**

※ 買収対価の種類に関わらず開示が必要（ただし、財務予測の具体的な数値の開示については、上場株式を対価とする場合は、対象会社側の財務予測に限定）

		適時開示ガイドブック（下線が拡充箇所） ※DCF法による場合
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
		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"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
		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"> <li>- 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</li> </ul>
	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"> <li>- 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</li> </ul>
非事業用資産	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）	
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）	