

AIWA NEWS LETTER

あいわ税理士法人 & あいわ Advisory ニュースレター

マネージング・ディレクター 櫻田 洋次郎

MBO・支配株主による非上場化を巡る制度改革と公正性検証の進化

1. はじめに

2022 年の市場区分見直し以降、東京証券取引所（以下「東証」といいます。）は、上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営」を求める改革を推進してきました。その結果、多くの企業が経営改革に取り組む一方で、「市場や投資家との対話を前提とする経営の負担」を理由に、上場を維持せず MBO や 50% 超保有の支配株主による完全子会社化を選択するケースが増えています。実際、2024 年に東証で上場廃止した企業は 94 社と、2013 年以降で最多となり、東証の上場企業数は初めて減少に転じました（注 1）。2025 年に入ってから、1～3 月だけで上場廃止予定も含めて 31 社に達しており、過去最多ペースで推移しています（注 2）。

こうした動向を受けて、東証は市場の新たなダイナミズムを肯定的に捉えつつ（注 3）も、少数株主の保護と透明性の確保を目的として、MBO や完全子会社化に関する企業行動規範（以下「企業行動規範」といいます。）の見直しを進めています。

本稿では、制度見直しの概要を整理し、今後の制度の方向性や実務への影響について考察します。

2. 制度見直しの概要

企業行動規範の見直しは、東証の市場区分見直しに関するフォローアップ会議において議論されており、第 20 回会議（2025 年 2 月 18 日開催）の資料として制度見直しの概要が公表されています（注 4）。

制度見直しの主な狙いは以下の 3 点と考えられます。

- ① 上場廃止企業の増加を踏まえ、一般株主保護と取引の公正性を重視
- ② 上場企業数より市場の質を重視する方針を明確化
- ③ 企業支配権市場における新陳代謝の促進と透明性の向上

■ 制度見直しの主要論点

論点	見直しの要点
適用対象の拡大	「MBO や 50% 超保有の支配株主による取引」に加え、20% 以上の議決権を保有するその他の関係会社による完全子会社化の取引も対象に追加
特別委員会からの意見入手の義務化	取引の公正性に関する特別委員会の意見書の取得と開示が義務化 ※現行では、特別委員会のほかに、利害関係のない社外取締役や社外監査役、有識者の意見でも代替可能
特別委員会に求められる役割の高度化	価格条件で「少数株主にとって不利益でないこと」という限定された視点ではなく、取引価格及び手続全体において「一般株主にとって公正であること」という高次元での公正性の意見表明が義務化

このうち「特別委員会に求められる役割の高度化」では、特別委員会は、「MBO や支配株主による完全子会社化取引のように、構造的に対象会社経営陣と一般株主との間で利益相反が生じうる取引」に対して、ただ単に「市場価格に対して一定のプレミアムが付されているという事実をもって少数株主にとって不利益ではない」ということを検証するのではなく、「非上場化後に期待される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条件になっているか」という、いわば「企業価値を含めた取引条件の公正性」という観点から検証することを求められることになります。

今回の制度見直しで特別委員会の意見形成で求められる観点は以下の通りとなります。

M&Aの是非	● 対象会社の企業価値の向上に資するか否か
取引条件の公正性	● 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 ✓ 買収者との協議・交渉の過程 ※ 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 ※ 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 ※ 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）
手続の公正性	● 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 ✓ 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 ※ 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） ※ 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） ※ 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）

（出所）東京証券取引所「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」P4(2025 年 4 月 14 日付)

3. 特別委員会に期待される役割

MBO や支配株主による完全子会社化における企業評価では、ディスカウント・キャッシュフロー (DCF) 法による株式価値算定が中心となります。この際、財務予測や事業計画の内容と当該計画に基づいて予測されるフリー・キャッシュフローの合理性や作成経緯の妥当性が重要な検討事項となります。

2019 年 6 月 28 日に経済産業省が公表した「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下「公正 M&A 指針」といいます。）においても、特別委員会には「対象会社および一般株主の利益を図る立場から M&A を検討・判断する役割」が求められており、第三者評価機関に依頼した株式価値算定の合理性に対する高い検証力が期待されています。

実務上も、公正 M&A 指針に則り、対象会社の経営陣によって作成された事業計画について、特別委員会が説明を受けた上で審議して、合理性の確認を行う手続きが広く採用されています。しかし、今回の制度見直しの公表前の、2024 年 8 月 19 日開催された市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の中で公表された市場関係者からのヒアリング結果（注 5）を見ると、特別委員会の公正性検証の実効性について課題を見出していることが読み取れます。以下にヒアリング内容を一部抜粋した内容を掲載します。

<特別委員会による検討の促進・観点の明示>

特別委員会にも、公正 M&A 指針を踏まえたプラクティスが浸透してきている一方、クオリティ（特別委員会のメンバーに適切なファイナンスのリテラシーがあり、実効的な検討がなされているか）にブレがあるため、投資家から不満の声が上がるのだと思う。屋上屋に措置を求めていくのではなく、特別委員会がきちんと機能するように促していくというのが一番重要（フィナンシャルアドバイザー）

<特別委員会の検討内容に係る開示等>

投資家は将来予測などの内部情報を持っていないことから、公正性に関してはプロセスの部分を中心に見ている。そういった観点からは、どういったプロセス、検討内容があったかについて開示の充実を求めていくという方向性は良い。一方で、社内との情報格差、ビジネスの知見の乏しさ、フィナンシャルアドバイザーを使いこなせるかといった観点からは、特別委員会のメンバーである社外取締役はどこまで期待すべきかは難しい面もある（海外機関投資家）

<算定の前提条件等に関する開示>

算定の前提となる業績予想の妥当性が特に問題。公正 M&A 指針では、シナジー分も一部、一般株主が享受すべきとされているが、事業戦略に関わることもあり、シナジーを見込んだ業績予想は公表されない。スタンダードアローンの算定も、開示されていないところで、CAPEX や税率を調整して、フリー・キャッシュフローを減らしていたりと、妥当性に問題を感じる事例がある（海外機関投資家）

<特別委員会による妥当性の検証>

一義的には特別委員会が妥当性を検証する立場。会社も特別委員会には算定の前提条件を丁寧に説明しているはずであり、例えば、特別委員会による主要な Q A を開示させるだけでも、特別委員会がどういう前提で承認したのかといった観点で透明性が増すし、特別委員会の緊張感も増すように思う。事業に直接関わっていない社外取締役であることを前提に、コンサルティング会社などの必要なサポートを入れることも重要（海外機関投資家）

一方で、今回の制度見直しでは、対象会社による株式価値算定の前提条件の開示拡充案が以下のように示されています（拡充箇所は黄色ハイライト部分）。

		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）
		- 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
		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
	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
		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
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	
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が、M&Aの成否にかかわらず支払われる固定報酬が等）	

（出所）東京証券取引所「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」P5(2025 年 4 月 14 日付)

今回の制度見直しでは、対象会社による情報開示の充実化が進められる前提で制度改正が進められている

す。この充実化により、特別委員会の検証精度が高まることが期待されています。

特に、「財務予測」の項目での「財務予測の期間の設定に関する考え方」や「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）」、その補足項目として「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」の開示拡充は、特別委員会においてこれまで以上に取引公正性に関する審議の充実化につながる期待感が感じられます。

市場関係者は、特別委員会に対して、①公表されている中期経営計画よりも保守的な事業計画を前提とされていないか、②その場合の客観性や合理性が精緻に検証されているか、③財務予測期間の設定については、事業の成長率、CAPEX や税効果等を考慮したうえで対象会社の利益やフリー・キャッシュフロー等の業績指標が安定するまでの期間が設定されているか、④DCF で採用される割引率が恣意的に高く設定されていないか等々、株式価値が合理的な理由なく保守的な調整が行われることがないように対象会社の経営陣を牽制する機能を期待しています。もっとも、市場関係者にとって一番望ましいのは、米国のように株式価値算定書の開示義務化が図られ、特別委員会が独自に弁護士や FA（ファイナンシャル・アドバイザー）を起用して交渉主体となる制度の構築にあると考えられます。

日本の企業行動規範が、米国のような制度に近づくまでは、判例の蓄積や法制度の充実化とも関連するため容易なことではないにしても、対象会社の開示情報の更なる拡充、対象会社経営陣と特別委員会との間の協議内容の透明性向上並びに特別委員会自体の検証精度向上化等については、現状制度下で今後も進めるべき課題と言えます。

4. 最後に

今回の制度見直しは、2025 年 4 月 14 日から約 1 か月間のパブリック・コメントを経て 7 月を目途に有価証券上場規程の改正として施行される見通しです。これまで、2007 年 9 月 4 日に経産省により策定された「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」に始まり、2019 年 6 月の公正 M&A 指針（前掲）、2023 年 8 月の「企業買収における行動指針」などによって、企業行動規範の整備が進められてきました。

特に近年では「同意なき買収」事例も増加傾向にあり、日本の株式市場の活性化並びに一般株主保護のルール整備が進んできています。とはいえ、上記指針は法律上の強制力はなく、本改正は有価証券上場規程の改正となり、これらの指針に強制力が付与される点で大きな前進と言えます。この改正が契機となり、少数株主が無視されやすい買収者優位に若干偏った慣行が是正され、日本の株式市場の信頼性と活力の向上につながることを期待されます。

<参考文献・引用>

（注 1）日本経済新聞電子版 2024 年 12 月 15 日「上場廃止最多の 94 社 東証企業が初の減少、新陳代謝進む」

（注 2）日本経済新聞電子版 2025 年 3 月 17 日「上場廃止、25 年も最多ペース 基準猶予期間あと 1 年」

（注 3）MARR Online「[Web マール] （2025/03/28）東証が「MBO 新ルール」を導入する意図と背景」

（注 4）日本証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/>

4 月 14 日から 5 月 14 日までパブリック・コメント募集 <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20250414-01.html>

（注 5）日本証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」、第 17 回（2024 年 8 月 19 日開催）

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp77000000egyh.pdf>

本ニュースレターは、一般的な情報提供であり、具体的アドバイスではありません。お問い合わせ等がありましたら、下記専門家まで遠慮なくご連絡ください。

あいわ Advisory 株式会社 M&A 部門 (ma@aiwa-tax.or.jp)

マネージング・ディレクター	樺田 洋次郎
マネージャー/税理士	松井 善章
マネージャー	長谷川 允一

【あいわ税理士法人グループの概要】

◆ グループ構成

あいわ税理士法人

あいわ Advisory 株式会社

◆ 所在地

〒108-0075 東京都港区港南 2-5-3 オリックス品川ビル 4F

◆ URL

<https://www.aiwa-tax.or.jp/>

◆ 人員数

税理士・税理士有資格者：54 名

公認会計士：13 名

情報処理安全確保支援士：2 名

行政書士：1 名

科目合格者：8 名

総務ほか：18 名

合計：90 名(一部重複)

◆ 関与先概要

上場グループ 305 社 上場準備 200 社 非上場 265 社