

2025年5月14日

東京証券取引所 上場部 御中

特定非営利活動法人  
日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク  
理事長 牛島 信

## 「MBO や支配株主による完全子会社化に関する 上場制度の見直し等について」の CG ネットの意見

2025年4月14日に公表された、「MBO や支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等について」（以下「見直し案」という。）について、日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（以下「CG ネット」という。）として下記のとおり意見を述べる。

### 記

#### 1. MBO 等に関する規範について

それぞれ以下の理由から、見直し案に賛成する。

##### (1) MBO 及び関連会社による完全子会社化等の場面への適用の拡大について

見直し案は、意見入手の対象を、MBO 及びその他の関係会社による完全子会社化等の場面に拡大するものである。

このうち MBO は、対象会社の取締役自らが対象会社株式の買い手となることから、構造的に、会社に対して善管注意義務（会社法 330 条、民法 644 条）を負い、株主共同の利益のために行動すべき取締役において、一般株主の利益を犠牲にして、不当に安い価格で対象会社を買収するインセンティブを持つこととなる。このような構造的な利益相反から、MBO は、支配株主の有無に関わらず、支配株主による完全子会社化等と同様に、一般株主の利益が害されるおそれを有するのであり、その結果、そのプロセスや価格の公平性について、一般株主から不満が述べられることが多いのである。

したがって、市場の信頼性の確保のためには一般株主の利益の保護が極めて重要であることからすれば、MBO についても、一般株主の利益を保護するために、支配株主による完全子会社化等の場合と同様に意見入手の対象とすることに賛成である。

また、その他の関係会社（すなわち議決権保有比率として 20%程度以上の議決権を保有する株主）による完全子会社化等は、株主総会における議決権行使比率が一般的に 8 割程度であることからすれば、対象会社に対して大きな影響力を有する会社による完全子会社化等に他ならない。この点は、財務諸表規則 8 条 5 項において、「関連会社」が「出資、人

事、資金、技術、取引等の関係を通じて、子会社以外の他の会社等の財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる」ものと定義されていることから明らかである。そのため、その他の関係会社による完全子会社化等も、支配株主による完全子会社化等と同様に、一般株主の利益が害されるおそれを有するのであり、そのプロセスや価格の公平性について、一般株主から不満が述べられることが多いのである。

したがって、その他の関係会社による完全子会社化等についても、一般株主の利益を保護するため、支配株主による完全子会社化等の場合と同様に意見入手の対象とすることに賛成である。

## (2) 意見の入手先について

見直し案は、意見の入手先を、現行の「利害関係を有しない者」から「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」とするものである。

現行の企業行動規範においては、入手すべき意見として、第三者評価機関によるフェアネス・オピニオンや、特別委員会、社外役員による意見等が想定されていると解されている。このうち特別委員会は、MBO や支配株主による完全子会社化等の場面における公正性担保措置として特に重要なものと考えられている（2019年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「M&A指針」という。）参照。）。また、M&A指針が公表されて以降、MBO等の利益相反回避の必要性が高い事案では、専ら特別委員会が設置されており、特別委員会の設置は実務的にも定着している。

見直し案は、かかる特別委員会の位置づけ、実務を踏まえて、利益相反回避のために特に重要な役割を果たす特別委員会のみを意見の入手先とし、特別委員会による検討等を通じて一般株主の利益保護を図るものと解される。そのため、健全なMBOや支配株主等による完全子会社化等を促し、一般株主の利益を保護する観点から、一般株主と利益相反が生じるおそれのない独立社外取締役等で構成される特別委員会から意見を取得すべきものとすることに賛成である。

## (3) 入手する意見の内容について

見直し案は、特別委員会から入手する意見を、現行の「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」から、「一般株主にとって公正であることに関する意見」とするものである。

この点、M&A指針において、一般株主は、M&Aを行わなくても実現可能な価値と、M&Aを行わなければ実現できない価値のしかるべき部分を享受すべきものとされていることからすれば、現行の企業行動規範の定めも、一般株主が保有株式の対価として得る価値（すなわち買取価格）が、一般株主が享受すべき利益に比して不利益か否かについての意見を求めているものと解される。これに対して、一般株主が、保有株式の対価として、市場株価に一定のプレミアムが付された価格しか得られず、その享受すべき利益までは得られないという場合に、保有株式を売却できる機会が与えられることを理由として、特別委員会が「少数株主にとって不利益でない」と意見することは、一般株主の利益確保という特別委員会の役

割に沿わないものである。

見直し案は、かかる一般株主が享受すべき価値にもかかわらず、一定のプレミアムが付された価格で一般株主に売却機会が与えられることを理由として「少数株主にとって不利益でない」と意見する事例が見られることを受けて、「非公開化後に増加する企業価値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」という観点からの「公正であること」に関する意見を求めるものである。これは、M&A 指針において示される、「MBO および支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上と公正な取引条件、すなわち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条件の実現を担保するために、特段の実務上の対応が講じられるべき」との趣旨を明確化するものでもあり、特別委員会が担う役割にも沿うものであるから、適切なものと考ええる。

また、意見において「対象行為の是非」、「取引条件の公正性」及び「手続の公正性」を内容に含めるものとする、特に「取引条件の公正性」に関し「買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類等が公正なものとなっているか否か」の検討及び判断を内容とすべきとすることは、意見書そのものを開示するよう求めることと相まって、経営陣・支配株主等と一般株主との間の利益相反が問題となる事案において「非公開化後に増加する企業価値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」という観点から「公正であること」についての説明責任を果たすために必要不可欠なものと考えられることから、適切なものと考ええる。

以上の理由から、入手する意見の内容にかかる見直しに賛成である。

#### (4) 必要かつ十分な開示について

見直し案は、MBO 及び支配株主等による公開買付けに対して意見表明を行う場合などを対象としている必要かつ十分な開示を、その他の関連会社等による完全子会社化等を決定する場合にも求めるものである。

上記(1)に記載したとおり、その他の関連会社等による完全子会社化等の場合においても、支配株主による完全子会社化等の場合と同様に、一般株主の利益が害されるおそれを有するのであるから、支配株主による完全子会社化等の場合と同様に、必要かつ十分な開示がなされるべきである。そのため、その他の関連会社等による完全子会社化等を決定する場合についても、必要かつ十分な開示が求められることに賛成である。

また、見直し案は、必要かつ十分な開示の一環として求められる株式価値算定の概要の開示について、財務予測や算定手法の前提となる考え方の記載をするよう、開示範囲の拡充を求めるものである。

とりわけ MBO や支配株主等による完全子会社化等の場面においては、一般に、株式の買い手である取締役や支配株主は、株式の売り手である一般株主よりも、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、支配株主等と一般株主の間には大きな情報の非対称性が存在している。そのため、かかる場合には、一般株主が取引条件の是非等を判断するにあたって必要となる情報が適切に開示される必要があるところ、財務予測や算定手法の前提となる考え方は、かかる判断に不可欠なものであり、それらの記載の拡充を求める

見直し案は適切なものと解されるから、賛成である。

#### (5) その他

取引条件の公正性を判断するうえでは、特別委員会において、どのような審議がなされたうえで、結論に至ったかは極めて重要な情報である。経営陣・支配株主等と一般株主との間の利益相反が問題となる MBO や支配株主等による完全子会社化等については、特別委員会が実質的に機能することが特に重要であることから、特別委員会の審議過程は一般株主に対しても十分に示されるべきである。そのため、この点について、必要かつ十分な開示がされるための所要の措置が必要であると考えられる。

また、市場の信頼を確保するためには、一般株主の利益保護が極めて重要である。そのため、利益相反が問題となる取引については、それが一部の利害関係者のみを利するような内容とならないよう、厳正な対応が必要であると考ええる。

## 2. IR 体制の整備について

見直し案は、IR 体制の整備を求めるものであるところ、IR 体制の整備は、上場会社であれば当然求められるものと考えられる。すなわち、市場の透明性、公正性を担保するためには上場会社において株主・投資者に対する適切な情報提供が重要であるから、そのための体制の整備を企業行動規範の遵守すべき事項として規定することに賛成である。

この点、見直し案では IR 体制について画一的な定めは置かないものとしているが、企業が行うべき IR は企業規模や株主構成により異なるから、各社において、適切と考える IR 体制の具体的な内容を決定し、コーポレート・ガバナンス報告書においてその概要や IR の実施状況等の開示を求めることが適切であると考ええる。

なお、上場会社におかれては、IR 体制を整備するとともに、東京証券取引所から公表された「投資者の目線とギャップのある事例」（2024 年 11 月 21 日）、「親子上場等に関する投資者の目線」（2025 年 2 月 4 日）を参考に、IR 対応の充実を図るべきである。

以上