U & I NEWSLETTER

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

1. はじめに
2. 本改正の概要
3. おわりに

弁護士 丹波 岳

1. はじめに

2025 年 7 月 7 日、東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の有価証券上場規程（以下「上場規程」といいます。）及び有価証券上場規程施行規則（以下「施行規則」といいます。）が改正され、同月 22 日より施行されました。

同改正では、MBO や支配株主による完全子会社化等に関する規定の見直し、IR 体制の整備に関する規定の制定及びその他所要の改正がなされましたが、本稿では、その中でも、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係る改正（以下「本改正」といいます。）を取り上げます。

本改正では、①支配株主による完全子会社化等に際して上場企業が入手することとされていた「少数株主にとって不利益でないこと」に関する意見（本改正による改正前の上場規程（以下「改正前上場規程」といいます。）第 441 条の 2 第 1 項第 1 号）及び②かかる完全子会社化等や MBO に際して上場企業が行う「必要かつ十分な適時開示」（同第 441 条及び第 441 条の 2 第 2 項）についての規範が見直されました。本稿では、2025 年 7 月 7 日付けで公表された本改正に関するパブリック・コメント（以下「本パブコメ」といいます。）の結果を参照しつつ、本改正の内容を概観します。

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。
本書に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。
©URYU & ITOGA 2025

2. 本改正の概要

(1)対象行為の拡大

本改正による改正後の上場規程(以下「改正後上場規程」といいます。)では、MBO[1]の場合及び支配株主、その他の関係会社その他施行規則で定める者(※)による完全子会社化等[2]の場合に、①「一般株主にとって公正であること」に関する意見[3]の入手及び②必要かつ十分な適時開示が義務付けられることとなりました。

(※)「支配株主、その他の関係会社その他施行規則で定める者」とは、次のいずれかに該当する者をいいます[4]。

(a)支配株主[5]
(b)その他の関係会社[6]
(c)上場会社と同一の親会社をもつ会社等(当該上場会社及びその子会社を除く。)
(d)上場会社の親会社の役員及びその近親者
(e)上場会社の支配株主(当該上場会社の親会社を除く。)の近親者
(f)上場会社の支配株主(当該上場会社の親会社を除く。)及び前号に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社(当該上場会社及びその子会社を除く。)
(g)上場会社のその他の関係会社の親会社
(h)上場会社のその他の関係会社の子会社

---

[1] 公開買付者が公開買付対象者の役員である公開買付け(公開買付者が公開買付対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって公開買付対象者の役員と利益を共通にする者である公開買付けを含む。)をいいます(改正後上場規程第 441 条第 1 項第 1 号)。

[2] 支配株主、その他の関係会社その他施行規則に定める者よる公開買付け並びにこれらの者が関連する株式分割、株式交換、株式移転、全部取得条項付種類株式の全部の取得及び株式等譲渡承認請求に係る承認(当該事項又は当該公開買付けの実施後に予定している一連の行為により上場会社の株券等が上場廃止となる見込みがあるものに限る。)をいいます(改正後上場規程第 441 条第 1 項第 2 号及び第3号)。

[3] 後記 2(2)(b)のとおり、従前「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」とされていましたが、本改正により「一般株主にとって公正であることに関する意見」に修正されています。

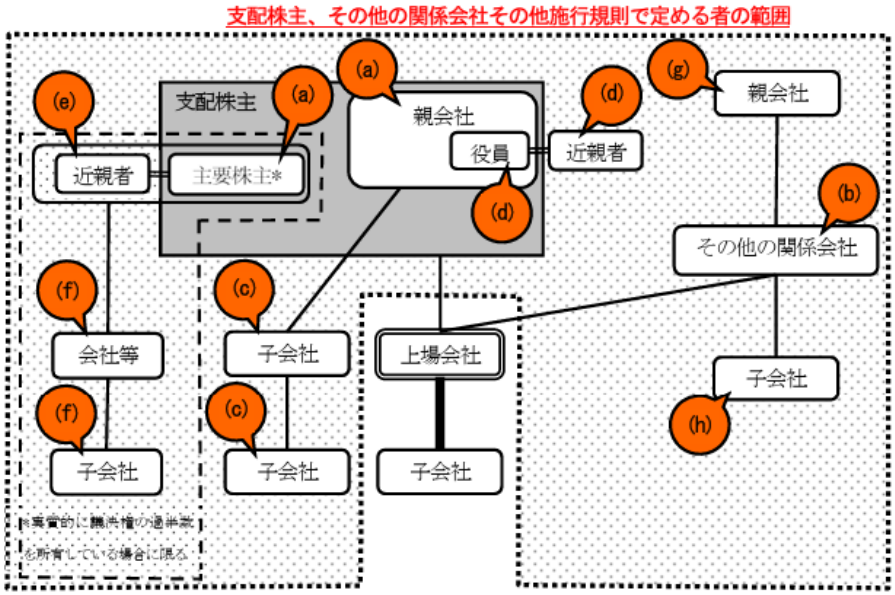
[4] その他施行規則で定める者については、改正後施行規則第 436 条の 3 第 3 項各号

[5] 親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者をいいます(上場規程第 2 条第 42 号の 2)。

[6] 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、15%以上 20%未満の議決権を有し、かつ、重要な影響を与えられる場合等)をいいます。

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025



（東証「会社情報適時開示ハンドブック」112 ないし 113 頁より抜粋）

対象行為に関する本改正による具体的な変更点は、次のとおりです。

①「一般株主にとって公正であること」に関する意見の入手については、従前(i)支配株主による完全子会社化等の場合にのみ義務付けられていましたが[7]、本改正により(ii)MBOの場合及び(iii)その他の関係会社その他施行規則で定める者による完全子会社化等の場合にも義務付けられることとなりました[8]。

②必要かつ十分な適時開示については、従前(i)支配株主による完全子会社化等及び(ii)MBO の場合に義務付けられていましたが[9]、本改正により(iii)その他の関係会社による完全子会社化等の場合にも義務付けられることとなりました[10]。

	(i)支配株主による完全子会社化等	(ii)MBO	(iii)その他の関係会社その他施行規則で定める者による完全子会社化等
① 「一般株主にとって公正であること」に関する意見の入手	従前より対象	本改正から対象	
② 必要かつ十分な適時開示	従前より対象		本改正から対象

（参考：東証上場部「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 4 月 14 日））

[7] 改正前上場規程第 441 条の 2 第 1 項第 1 号
[8] 改正後上場規程第 441 条第 1 項
[9] 改正前上場規程第 441 条、同第 441 条の 2 第 2 項
[10] 改正後上場規程第 441 条第 2 項

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025

本パブコメにおいては、その他の関係会社その他施行規則で定める者による完全子会社化等の場合を対象行為に含めることについて、積極的な意見と消極的な意見の双方が提出されています。積極的な意見は、その他の関係会社が対象会社に対して大きな影響力を有する会社であることを念頭に、一般株主の利益保護のために対象行為に含めることに賛成としています[11]。一方で、その他の関係会社による完全子会社等の場合には個別の事案によって利益相反の状況が異なるため、一律に上記①及び②の義務付けの対象とすることに対する消極的な意見も提出されています[12]。

これらに対し、東証からは、その他の関係会社と対象会社の間の構造的な利益相反リスクや、近年、持分法適用関係にある上場会社においてもグループ再編の動きが活発化していること等を踏まえ、本改正によりその他の関係会社その他施行規則で定める者による完全子会社化等の場合にも上記①及び②を義務付ける一方、利益相反の問題の程度は個別の事案によっても異なると考えられることから、全ての公正性担保措置について、必ずしも支配株主による完全子会社化等と同等の実施を求めるものではないとの考え方が示されています。また、他の公正性担保措置の実施の有無については個別の事案ごとに検討を行い、投資家に対して説明することが期待されているとの考え方も示されています[13]。

(2)①「一般株主にとって公正であることに関する意見」に関する改正

本改正では、「一般株主にとって公正であることに関する意見」の入手先、開示及び内容に関する改正がなされました。

(①「一般株主にとって公正であることに関する意見」に関する改正の概要)

	改正前	改正後
(a) 意見の入手先	利害関係を有しない者	独立性を有する特別委員会
(b) 意見の内容(1)	少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見	一般株主にとって公正であることに関する意見
(c) 意見の内容(2)		意見の検討の観点を明示
(d) 意見の開示	意見の概要の記載	意見書全文の開示

(a) 意見の入手先の改正:独立性を有する特別委員会に変更

従前、意見の入手先は「利害関係を有しない者」[14]とされていたところ、本改正により、買収者及び取引の成否からの独立性を有する社外取締役又は社外監査役その他の当該独立性を有する者で構成される特別委員会からの意見の入手が義務付けられます[15]。

実務では、支配株主による完全子会社化等、MBO 及びその他の関係会社による完全子会社化等のいずれの場合においても特別委員会からの意見入手が定着しているとこ

[11] 本パブコメ 4 及び 5
[12] 本パブコメ 6 ないし 10
[13] 本パブコメ 4 ないし 10 に対する回答をご参照ください。
[14] 改正前上場規程第 441 条の 2 第 1 項柱書
[15] 改正後上場規程第 441 条第 1 項柱書・改正後施行規則第 436 条の 3 第 1 項

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025

ろ、こうした実務の状況[16]や、本パブコメ、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。）等の内容を踏まえ[17]、上場規程においても独立性を有する特別委員会からの意見入手が明確に定められました。

独立性の判断方法については、東証が、本パブコメ及び「会社情報適時開示ハンドブック」（以下「適時開示ハンドブック」といいます。）において一定の考え方を示しています[18]。これらによれば、買収者からの独立性については東証の独立性基準[19]等を踏まえて、取引からの独立性については特別委員会の委員の報酬体系や買収者の関係者との関係性（買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供を行う金融機関の出身者等）を踏まえて、いずれにおいても、個別の事案ごとの具体的状況に応じて実質的に判断することが求められます。

なお、特別委員会の設置に関しては、企業の再生局面における買収等の緊急性が高い事案において特別委員会の設置が難しい場合があり、このような場合に例外的に特別委員会を設置しないことを認めることを検討すべきであるとの意見が提出されています[20]。かかる意見を踏まえ、本改正では、取引の緊急性が極めて高いものとして東証が認める場合には、特別委員会を設置することなく、上記の独立性を有する者から意見入手することで足りるとされました[21]。

（b）意見の内容の改正（1）：「一般株主にとって公正であることに関する意見」に変更

本改正により、特別委員会から入手すべき意見の内容について、従前の「少数株主にとって不利益なものでない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」に変更されました[22]。

これは、公正M&A指針においては特別委員会が「一般株主の利益を図る立場に立って」意見を述べることが期待されていることを踏まえ[23]、上場規程においても、特別委員会に対し単に「不利益なものでない」というだけでなく、一般株主が享受すべき正当な利益が確保されているかどうかという観点からの検討を求める趣旨であり[24]、特別委員会の検討の基本的な目線を示したものです[25]。したがって、企業価値の増加分やそのうち一般株主が享受すべき部分の価値について定量的な算出・説明を求める趣旨ではないことが、東証により明確にされています[26]。

なお、「少数株主」から「一般株主」への用語法の変更についての明示的な解説はなされていませんが、上記（1）のとおり意見入手の対象行為が拡大されて支配株主による完全子会社化等に限られなくなったことから、利益保護の対象となる株主が必ずしも「少数」とは限らなくなったことを反映したものと理解されます。

---

[16] 第20回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（以下「フォローアップ会議」といいます。）議事録6頁及び11頁の中村部員の発言をご参照ください。

[17] なお、2025年4月14日付けの見直し案（東証「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」）では、利害関係を有しない社外取締役等で構成される特別委員会とされていましたが、本パブコメ21や公正M&A指針3.2.4.2の内容を踏まえ、改正後上場規程では、独立性を有する社外取締役等で構成される特別委員会とされました。

[18] 本パブコメ21に対する回答及び適時開示ハンドブック113ないし114頁

[19] 「上場管理等に関するガイドライン」Ⅲ5.（3）の2参照

[20] 本パブコメ24

[21] 改正後上場規程第441条第1項柱書ただし書・改正後施行規則第436条の3第1項

[22] 改正後上場規程第441条第1項柱書

[23] 公正M&A指針3.2.1

[24] 第18回フォローアップ会議議事録16頁の山脇調査役の発言をご参照ください。

[25] 本パブコメ29に対する回答をご参照ください。

[26] 本パブコメ26ないし28に対する回答をご参照ください。

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025

（c）意見の内容の改正（2）：意見の検討の観点の明示

本改正では、特別委員会の意見に、（ア）取引の是非、（イ）取引条件の公正性及び（ウ）手続の公正性に関する検討内容、判断及びその根拠を含めることとされました[27]。

上記（a）ないし（c）の事項を検討する際の観点については、適時開示ハンドブック 114 ないし 116 頁に記載されており、次のとおりの内容となっています。

（ア）取引の是非

・当該取引が、対象会社の企業価値の向上に資するかどうか

（イ）取引条件の公正性

・次に掲げる観点等を踏まえ、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

・公開買付者等との協議・交渉の過程

・株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

・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

・その他（買収者による過去の株式取得価格など）

（ウ）手続の公正性

・当該取引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 指針で例示する公正性担保措置[28]の実施状況及び一部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[29]

・外部専門家の専門的助言等、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又は強圧性排除のいずれかを公正性担保措置を講じない場合には、その理由や、当該公正性担保措置を講じなくても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（これを補うために他の公正性担保措置を実施している場合にはその内容を含む）

（d）意見の開示の改正：意見書全文の開示

本改正により、入手した意見書は適時開示資料に添付する形で開示しなければならないこととされました[30]。このような改正がなされた経緯としては、従来の実務である特別委員会の意見の概要のみの開示では、特別委員会においてどのような検討が行われたかや具体的な判断の根拠に関する説明が不足しており、特別委員会の実効性に懸念があるという投資家からの指摘が多数寄せられていたことなどが挙げられます[31]。

他方で、特別委員会の意見書について、広く一般に開示するのが適切ではない機微情報・非公開情報が含まれる可能性があることを念頭に開示を求めることが適切でないとの意見も複数寄せられており、これらの意見を踏まえ、意見書に事実上の機密情報が含まれる場合には当該箇所について合理的な範囲で非開示としてよいこととされました[32]。

---

[27] 改正後施行規則第 436 条の 3 第 2 項

[28] ①特別委員会の設置（設置の時期、構成、権限等）、②外部専門家の専門的助言等、③マーケット・チェック、④マジョリティ・オブ・マイノリティ条件、⑤強圧性排除及び⑥情報開示

[29] 全ての公正性担保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上で、その状況を投資者に対して説明するよう求めるものであるとの東証の考え方が示されています（東証上場部「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 4 月 14 日）4 頁）。

[30] 改正後上場規程第 441 条第 2 項、適時開示ハンドブック 116 頁

[31] 本パブコメ 50 ないし 53 に対する回答をご参照ください。

[32] 本パブコメ 50 等及び本パブコメ 50 ないし 53 に対する回答

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025

なお、特別委員会や取締役会の議事録の開示については、改正の審議段階から検討されており、本パブコメでもこれらを開示すべきとする意見が複数提出されました[33]。一方で、上記の特別委員会の意見書の開示を求めることが適切でないとの意見の趣旨は、議事録の開示についても同様の消極的な見解を示すものと考えられます。本改正では、事業上の機密情報が多く含まれる、議論を委縮させることとなる等の懸念点を考慮し、特別委員会や取締役会の議事録の開示までは義務付けず、上記の特別委員会で検討すべき観点を明示した上で、各観点について、具体的な検討内容や最終的な判断の根拠の記載を求めることとすることとされています[34]。

(3)②必要かつ十分な情報開示の内容の見直し

本改正では、必要かつ十分な適時開示について、株式価値算定の重要な前提条件の開示を拡充しており、以下の事項について開示義務を定めています[35](下線部が本改正による実質的な拡充箇所です。)。

(i)算定機関との関係

・算定機関の名称

・算定機関の報酬体系(成立等を条件に支払われる成功報酬・成否にかかわらず支払われる固定報酬の別など)

・算定機関について重要な利害関係がある場合は、その関係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。この場合において、弊害防止措置等を講じているときは、当該措置の内容

・重要な利害関係がない場合には、その旨

(ii)算定の概要(DCF 法の場合)

(a)財務予測

・算定の前提とした財務予測(各事業年度における売上高、営業利益、EBITDA 及び FCF を含む。)の具体的な数値

・算定の前提とした財務予測の作成主体、作成経緯及び目的

・算定の前提とした財務予測の前提(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)及び期間の設定に関する考え方

・算定の前提とした財務予測が当該取引の実施を前提とするものか否か

・算定の前提とした財務予測が公表されている直近の数値と大幅に異なる[36]場合にはその理由

・算定の前提とした財務予測で利益又は FCF の大幅な増減を見込んでいるときは、当該増減の要因

(b)割引率

・割引率の種類及び具体的な数値(レンジ可)

―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

(c)継続価値

・継続価値の具体的な数値(レンジ可)

---

[33] 本パブコメ 54 ないし 57

[34] 第 20 回フォローアップ会議議事録 6 頁の山脇調査役の発言及び本パブコメ 54 ないし 57 に対する回答をご参照ください。

[35] 株式併合につき適時開示ハンドブック 35 ないし 36 頁、株式交換、株式移転、株式交付、合併及び会社分割につき同 44 ないし 45 頁、全部取得条項付種類株式の全部の取得につき同 90 ないし 91 頁、株式等譲渡承認請求に係る承認につき同 96 ないし 97 頁

[36] 「大幅に異なる場合」に該当するかどうかについては、公表されている直近の数値と比較した増加又は減少見込額が、売上高の場合には 10%以上、利益又は FCF の場合には 30%以上であるか否かを目安とすることが考えられるとされています(本パブコメ 71 及び 72 に対する回答)。

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025

・継続価値の算定手法、算定に用いたパラメータの設定に関する考え方及び具体的な数値（レンジ可）

―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（算定において重要性を有する場合に限る）には、その内容

(d)非事業用資産

・個別資産の算定上の取扱い（算定において重要性を有する場合に限る）

―現預金、保有有価証券、賃貸等不動産などについて、事業用資産と非事業用資産との切り分けについての考え方

(e)その他

・特殊な前提条件がある場合には、その内容

3. おわりに

本改正は、上場会社が買収者と一般株主との間で構造的な利益相反のリスクがある取引を行う際の意見入手及び情報開示の対象行為の範囲及び内容を見直すものであり、重要な改正であるといえます。本改正に基づく実務の運用状況について注視する必要があります。

本ニュースレターに関するお問合わせは、下記までご連絡ください。
（https://uryuitoga.com/form）

以上

当事務所は、本書において法的助言を提供するものではありません。個別の案件については案件ごとの具体的な状況に応じ、弁護士その他の専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。

©URYU & ITOGA 2025