

「公正なM&Aの在り方に関する指針」を踏まえた開示状況集計
(2021年7月～2022年6月)

2022年7月1日
株式会社東京証券取引所
上場部 開示業務室

1. 集計結果

- 集計対象：上場廃止を企図したMBO及び支配株主による従属会社の買収に関する適時開示資料
 - 対象期間：2021年7月1日から2022年6月30日までに公表された事例
- ※ 今年度より集計対象に追加した項目については下線を付している。

(単位：件)

| 開示事項 | 今回集計 (2021年7月～2022年6月) | | 前回集計 (2020年7月～2021年6月) | | | |
|----------------------------------------|---------------------------|------------|---------------------------|------------|----------|-----------|
| | MBO | 従属会社 買収 | MBO | 従属会社 買収 | | |
| 集計対象事例数 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 特別委員会の委員の適格性に関する情報 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 社外役員のみで構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示) | 13 (1) | 2 (0) | 11 (1) | 12 (4) | 3 (1) | 9 (3) |
| 社外役員及び社外有識者で構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示) | 27 (19) | 12 (7) | 15 (12) | 21 (10) | 8 (4) | 13 (6) |
| 社外有識者のみで構成している旨を開示 (うち選任理由等を開示) | 1 (1) | 0 (0) | 1 (1) | 4 (4) | 2 (2) | 2 (2) |

| 開示事項 | 今回集計 (2021年7月～2022年6月) | | 前回集計 (2020年7月～2021年6月) | | | |
|--------------------------------------------------------------|---------------------------|------------|---------------------------|------------|----------|----------|
| | MBO | 従属会社 買収 | MBO | 従属会社 買収 | | |
| 対象会社の取締役会による特別委員会の判断の取扱い | 39 | 14 | 25 | 33 | 13 | 20 |
| 特別委員会の判断内容を最大限尊重する旨を開示 | 1 | 1 | 0 | 2 | 2 | 0 |
| 特別委員会が取引条件が妥当でないと判断した場合に、当該M&Aに賛同しないこと等を取締役会にてあらかじめ定めている旨を開示 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 上記のいずれも開示 | 38 | 13 | 25 | 31 | 11 | 20 |
| 特別委員会の検討経緯（受領情報、審議）に関する情報 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 受領情報の類型及び審議回数・審議時間等を開示 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 特別委員会によるアドバイザーの選任権限又は対象会社のアドバイザーの承認若しくは指名・承認権限 | 39 | 14 | 25 | 36 | 13 | 23 |
| 独自のアドバイザーを選任する権限が付与されている旨を開示 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 対象会社のアドバイザーを承認している又は指名若しくは承認する権限が付与されている旨を開示 | 1 | 1 | 0 | 8 | 4 | 4 |
| 上記のいずれも開示 | 38 | 13 | 25 | 27 | 8 | 19 |
| 特別委員会によるアドバイザーの選任状況 | <u>10</u> | <u>1</u> | <u>9</u> | <u>8</u> | <u>2</u> | <u>6</u> |
| 独自の財務アドバイザー又は算定機関を選任 | <u>7</u> | <u>0</u> | <u>7</u> | <u>3</u> | <u>1</u> | <u>2</u> |
| 独自の法務アドバイザーを選任 | <u>1</u> | <u>0</u> | <u>1</u> | <u>2</u> | <u>1</u> | <u>1</u> |
| 上記のいずれも選任 | <u>2</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>3</u> | <u>0</u> | <u>3</u> |
| 特別委員会による取引条件交渉過程への関与 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 特別委員会が実質的に関与している旨を開示 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |

| 開示事項 | 今回集計 (2021年7月～2022年6月) | | | 前回集計 (2020年7月～2021年6月) | | |
|-----------------------------|---------------------------|------|------------|---------------------------|-----|------------|
| | | MBO | 従属会社 買収 | | MBO | 従属会社 買収 |
| (うち交渉権限を付与している旨を開示) | (35) | (11) | (24) | (16) | (5) | (11) |
| 特別委員会が直接交渉を行うことで関与 | 9 | 2 | 7 | — | — | — |
| 特別委員会が対象会社に意見を述べることで関与 | 32 | 12 | 20 | — | — | — |
| 特別委員会の設置時期 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 法務アドバイザーの選任時期 | 36 | 14 | 22 | 29 | 13 | 16 |
| 特別委員会又は算定機関による事業計画の確認状況 | 41 | 14 | 27 | 37 | 13 | 24 |
| 特別委員会が事業計画を確認している旨を開示 | 21 | 5 | 16 | 20 | 4 | 16 |
| 特別委員会及び算定機関が事業計画を確認している旨を開示 | 20 | 9 | 11 | 17 | 9 | 8 |
| 委員の報酬体系 | 39 | 14 | 25 | 34 | 13 | 21 |
| 固定報酬又はタイムチャージ制 (※1) | 39 | 14 | 25 | 34 | 13 | 21 |
| 成功報酬体系又は成功報酬を含む報酬体系 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 算定機関の報酬体系 (※2) | 35 | 14 | 21 | 32 | 13 | 19 |
| 固定報酬又はタイムチャージ制 | 18 | 9 | 9 | 19 | 11 | 8 |
| 成功報酬体系又は成功報酬を含む報酬体系 | 17 | 5 | 12 | 13 | 2 | 11 |
| フェアネス・オピニオンの取得 (※3) | 5 | 0 | 5 | 8 | 2 | 6 |
| マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定 | 7 | 7 | 0 | 10 | 10 | 0 |

※1 社外役員が特別委員会の委員に就任した事例について、社外役員の報酬とは別に特別委員会の委員としての報酬を支給しないこととしたものを含む

※2 対象会社が選任した算定機関の報酬体系について集計

※3 特別委員会が独自に選任した財務アドバイザー又は算定機関からの取得を含む

2. 概況

今回の集計では、特別委員会に関する情報について前回集計対象とした事項すべてを開示した事例が41件中35件（85.4%）と、前回の集計（37件中32件（86.5%））と同水準の結果となっており、「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「指針」という。）公表後の情報開示の実務は広く定着してきたものと認められる結果となった¹。

ただし、多くの事例で開示されている項目であっても、具体的な記載内容は事例ごとに様々であることには留意する必要がある。特別委員会には対象会社及び一般株主の利益を図る立場に立った検討・判断が期待されること²に鑑みれば、株主・投資者に取引条件の妥当性等の判断に資する判断材料を提供し、十分な情報に基づく適切な判断を促す観点から、特別委員会が重点的に検討した事項を中心に、具体的かつ丁寧な開示を行うことが望ましいと考えられる³。

また、前回は集計対象としなかったが、現在の実務の状況を明らかにする観点から、指針で言及されている手続きの一部についても実施状況を新たに集計した。各開示事項等の概況は以下のとおり。

▶ 特別委員会による取引条件交渉過程への関与に関する情報

指針では、特別委員会による取引条件交渉過程への関与について、案件の性質に応じた適切な方法や態様での関与が望ましいとされている。すべての事例で特別委員会が交渉過程に実質的に関与している旨が開示されているが、関与の態様について集計を行ったところ、特別委員会が自ら直接交渉を行った事例が41件中9件（22.0%）であり、交渉担当者に対して特別委員会が意見等を行うことで実質的に関与した事例が41件中32件（78.0%）であった。

▶ 特別委員会又は算定機関による事業計画の確認状況に関する情報

41件中40件（97.5%）の事例で、特別委員会が事業計画を確認している旨にとどまらず、その合理性を確認

¹ 支配株主による従属会社の買収には公開買付けと組織再編のいずれも含まれるが、公開買付け事案では全件で開示される内容（取締役会における特別委員会の判断の取扱い、特別委員会の権限等、委員又は算定機関の報酬体系）が組織再編事案の一部では開示されていないという傾向が見られた。

² 指針3.2.1参照

³ とりわけ、特別委員会の判断に特に高い関心が寄せられるような案件においては、より積極的にアカウンタビリティを発揮する姿勢が望まれる。

している旨が開示されており、実務への定着がみられる。ただし、合理性を確認したとの結論のみを記載するにとどまった事例から、事業計画が合理的といえる理由を具体的に記載した事例まで、開示の充実度には大きな開きがあった。算定の合理性に係る特別委員会の検討内容についても、事例によって記載の粒度に差が見られた。

なお、特別委員会が独自の財務アドバイザー又は算定機関を選任している事例は41件中9件（22.0%）であった⁴。こうした事例においては、当該独自の算定機関による算定の概要について、対象会社の選任した算定機関による算定の概要と同様に、算定の前提とした財務予測や前提条件を含め、詳細に開示が行われていた。

▶ その他

（算定機関の利害関係に関する情報）

算定機関の利害関係に関する情報として、算定機関と同一グループに属する銀行が当事会社に投融資を行っている場合に、そのような事実関係が存在する旨を明記した上で、適切な弊害防止措置を実施していること等を理由に独立性が確保されている旨が開示された事例が複数あった。

（算定の前提条件に関する情報）

今回の集計項目とはしていないが、集計対象の中に、対象会社側の算定における個別資産の取扱いについて、機関投資家より疑問が呈される事例が見られた。当取引所が発行している『会社情報適時開示ガイドブック』では、算定にあたって特殊な前提条件がある場合にその内容の開示を求めているが、この観点から、算定において個別資産が重要性を有する場合には、算定における考え方をあらかじめ丁寧に説明することが考えられる⁵。

また、DCF法で用いている割引率について、実際に割引率の計算根拠を開示した事例は見られなかったが、指針では、具体的な数値に加えて計算根拠まで開示することが望ましいとされている。とりわけ、小規模リスク・プレミアムを考慮しているなど特殊な前提条件がある場合には、その内容について説明することの有用性は高いと思われる。

⁴ なお、昨年の集計では37件中6件（16.2%）、一昨年の集計では29件中11件（37.9%）であった。

⁵ 指針の注記82も、「非事業用資産が株式価値算定において重要性を有する場合には、これについての考え方を説明することが望ましいとの指摘もある。」としている。

(参考) 集計対象とした事例一覧

MBO (14件)

| No. | 公表日 | 買収者 | 対象会社 |
|-----|---------------|-----------------|----------------------|
| 1 | 2021年 7月 27日 | サカイ繊維株式会社 | サカイオーベックス株式会社 |
| 2 | 2021年 8月 5日 | 山田マーケティング株式会社 | カーディナル株式会社 |
| 3 | 2021年 8月 6日 | AK コーポレーション株式会社 | 愛光電気株式会社 |
| 4 | 2021年 8月 18日 | 株式会社紳士服中西 | 株式会社オンリー |
| 5 | 2021年 9月 30日 | 株式会社ミライサイテキグループ | パイプドHD株式会社 |
| 6 | 2021年 11月 8日 | 株式会社かたくら | 片倉工業株式会社 |
| 7 | 2021年 11月 9日 | 株式会社おがの | 東京貴宝株式会社 |
| 8 | 2021年 12月 10日 | 株式会社NSSK-V | 株式会社鴨川グランドホテル |
| 9 | 2022年 2月 4日 | GC ホールディングス株式会社 | 互応化学工業株式会社 |
| 10 | 2022年 2月 7日 | 株式会社ジェネシス | 株式会社アルテ サロン ホールディングス |
| 11 | 2022年 2月 9日 | 株式会社AHC | 株式会社アイ・オー・データ機器 |
| 12 | 2022年 4月 12日 | 株式会社BCJ-60 | 株式会社トライステージ |
| 13 | 2022年 5月 10日 | 株式会社コマツコーサン | コマニー株式会社 |
| 14 | 2022年 6月 28日 | 株式会社ミライサイテキグループ | パイプドHD株式会社 |

支配株主による従属会社の買収 (27件)

| No. | 公表日 | 買収者 | 対象会社 |
|-----|---------------|---------------------|-----------------|
| 1 | 2021年 8月 5日 | 株式会社神戸製鋼所 | 株式会社神鋼環境ソリューション |
| 2 | 2021年 10月 27日 | 株式会社小林洋行 | フジトミ証券株式会社 |
| 3 | 2021年 11月 8日 | ブラザー工業株式会社 | 株式会社ニッセイ |
| 4 | 2021年 11月 10日 | 凸版印刷株式会社 | トッパン・フォームズ株式会社 |
| 5 | 2021年 11月 11日 | ロードマップ・ホールディングス合同会社 | 株式会社NIPPO |

| No. | 公表日 | 買収者 | 対象会社 |
|-----|-------------|---------------------------------|-------------------|
| 6 | 2021年11月29日 | 株式会社エー・アンド・デイ | 株式会社ホロン |
| 7 | 2021年11月30日 | 株式会社商船三井 | 株式会社宇徳 |
| 8 | 2021年11月30日 | 株式会社商船三井 | ダイビル株式会社 |
| 9 | 2021年11月30日 | ナカバヤシ株式会社 | 国際チャート株式会社 |
| 10 | 2021年12月 3日 | 株式会社内田洋行 | ウチダエスコ株式会社 |
| 11 | 2021年12月10日 | 穴吹興産株式会社 | 株式会社クリエアナブキ |
| 12 | 2021年12月23日 | 品川リフラクトリーズ株式会社 | イソライト工業株式会社 |
| 13 | 2021年12月24日 | 三井金属鉱業株式会社 | 三井金属エンジニアリング株式会社 |
| 14 | 2021年12月27日 | 株式会社パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス | 日本アセットマーケティング株式会社 |
| 15 | 2022年 1月 7日 | RIZAP グループ株式会社 | REXT 株式会社 |
| 16 | 2022年 1月18日 | 株式会社 HCMA アルファ | 株式会社シック・ホールディングス |
| 17 | 2022年 2月 4日 | 株式会社ツクイホールディングス | 株式会社ツクイスタッフ |
| 18 | 2022年 2月 4日 | 株式会社ダイフク | 株式会社コンテック |
| 19 | 2022年 2月10日 | 株式会社ヤマダホールディングス | 株式会社ヒノキヤグループ |
| 20 | 2022年 2月28日 | 中央魚類株式会社 | 株式会社ハウスイ |
| 21 | 2022年 3月16日 | 川崎汽船株式会社 | 川崎近海汽船株式会社 |
| 22 | 2022年 3月28日 | 株式会社ニッポン | オーケー食品工業株式会社 |
| 23 | 2022年 4月11日 | フリービット株式会社 | 株式会社フルスピード |
| 24 | 2022年 5月 6日 | JFE スチール株式会社 | JFE コンテナ株式会社 |
| 25 | 2022年 5月12日 | 株式会社カネカ | セメダイン株式会社 |
| 26 | 2022年 5月10日 | 西尾レントオール株式会社 | サコス株式会社 |
| 27 | 2022年 6月15日 | 株式会社光通信 | 株式会社 NFC ホールディングス |

以 上