

2023年3月13日

経済産業省 経済産業政策局 御中

株式会社ストラテジックキャピタル

代表取締役 丸木 強



公正な買収の在り方に関する意見について

本年2月22日付で、貴省が意見を募集しておられる表記の件に関し、下記の通り弊社の意見を提出いたします。弊社は金融商品取引法上の登録を行っている投資運用業者です。

記

1. 買収一般に関する原則

弊社は、公正な買収の在り方を検討するに際し、最も重視すべきは、「一般株主の利益」だと考えています。これは、2005年の「買収防衛指針」の表題にも含まれている「株主共同の利益の確保又は向上」と同義であり、2008年の「在り方報告書」においても、「株主共同の利益を確保し、向上させる」ことが買収防衛策の目的であると明記され、取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っていることが繰り返し記載されています。

しかし、公正な買収の在り方に関する研究会（以下、「研究会」といいます。）においては、「中長期的な目線で買収者（および買収者の提案内容）が対象会社の企業価値を向上させ得るものか」ということを重視しています。これは「株主共同の利益」を重視してきた、かつての考え方を大きく変更するものです。

弊社は、この「企業価値の向上」という原則は、「一般株主の利益＝株主共同の利益」よりも重要なものではないと考えます。理由は以下の通りです。

- ① 一般株主にとっては、対象会社の中長期的な企業価値向上は望ましいことですが、それ以上に投資リターン（株価、配当）が重要です。一般株主にとっての共同の利益とは、株価（の上昇）と配当しか無いのです。つまり、米国のレブロン基準と同様に、株主利益（売却価格の最大化）を第一原則とし、企業価値向上は従属的原則とすべきです。

機関投資家におかれても、「敵対的買収かどうか」、「企業価値向上に繋がるか」といった尺度ではなく、投資リターンを最重視して公開買付け（以下「TOB」といいます。）への応募の是非を判断されることが、受託者としての責任であると考えます。競合的な買収提案があった際、当初提案者よりも高い価格が提示された場合は、原則としてそちらを支持すべきでしょう。

- ② 「企業価値の向上」という視点は、対象会社が買収防衛策導入等の対抗措置を講じるためのその場限りの理由付けに使われています。実際、「買収者が事業内容を理解していない」等の理由で TOB に反対する対象会社取締役会の意見は多いものの、実際には買収が阻止された後の株価は長期に亘り TOB 価格を越えられず、株主利益を毀損しているのです。買収

の対象となった後の経営方針の変更が、中長期的な企業価値向上に繋がればそれに越したことはありません。しかし、長年に亘り解散価値を下回る株価を放置してきた企業が対象会社となった場合については、現経営体制のままでは企業価値向上は見込めないと考えることが合理的であり、このような企業が講じる買収防衛策は経営者の保身であると理解される可能性が高いでしょう。

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動

1と同様に2の論点においても、「企業価値の向上に資するか」との視点が繰り返され、これにより買収の是非を判断すべきとの整理ですが、弊社は「現在の経営陣が達成できる株主価値と買収者が提示する価格のいずれが株主共同の利益に資するか」が最も重要であり、それを吟味、価格交渉することが取締役会の最も重要な役割だと考えます。しかし、残念ながら日本の多くの企業では、必ずしも取締役会が十分な監督機能を有しているとは言えないため、株主利益の最大化ではなく経営者の保身のために行動しがちです。今回の指針策定においても、2008年の「在り方報告書」と同様、「取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っている」、という点を強調していただくことを要望いたします。

デューデリジェンスを誰に行わせるか、との論点については、およそ真摯に買収を検討している買収候補者には、平等にデューデリジェンスの機会を与えるべきです。株価が解散価値を下回って低迷している企業であれば尚更です。特に、友好的買収者が公表した買収価格よりも高い買収価格を提示する可能性がある買収候補者については、対象会社の取締役会は一般株主の共同の利益の最大化を自らの義務と理解し、必ずデューデリジェンスを行わせるとの市場慣行を確立するべきです。

対抗提案を受けた場合、「企業価値を向上させる提案と一般株主が享受する利益の確保により資する提案とが異なる場合」における取締役会の行動規範については、弊社は一般株主の利益を第一とすべきと考えており、そうしない理由が理解できません。

また、買収提案を検討する取締役会を補完する特別委員会を設置する場合は、誰に対しても何らの責任も負わない第三者ではなく、社外取締役を主な構成員とするべきです。そして、株主、特にスチュワードシップ責任を負った機関投資家の意見を十分に聞くべきです。

3. 買収に対する透明性の向上

対象会社が具体的かつ真摯な買収提案を受けた場合は、それが友好的か否かに拘わらず、その後の検討状況も適時に開示するべきです。ただし、会社による開示の前に報道される事例も多く、情報管理を適切に行っていただくことが重要です。

実質株主については、実質株主が最終的な議決権の指図権者であると明確に定義した上で、対象会社が買付者に求めることのできる情報を具体化すべきです。例えば、投資ファンドが買付者であって、対象会社が買収防衛策を導入した場合、買付者に対して個々の出資者の情報まで網羅的に対象会社側が要求する事例が散見されますが、多数の出資者を抱える投資ファンドが、全出資者から個別に情報開示の同意を取り付けることは非現実であり、このような無意味かつ非合理

的な情報開示請求を行うことは制限すべきです。

5. 買収防衛策の在り方

買収防衛策の導入については、事前警告型・有事導入型に関わらず弊社は反対いたします。買収防衛策は、研究会でも指摘されていますが経営者の保身に繋がるものです。そして、企業価値の長期低迷を招く要因となるだけでなく、健全な市場の機能を阻害します。事前警告型が発動する場合は言うまでもありませんが、有事導入型でも、例えば防衛策の導入によって買収者がTOBを断念した場合、その後の株価がTOB価格を上回ることなく低迷するケースが多く、少数株主の利益毀損に繋がっています。また、日本では近年、事前警告型の買収防衛策導入は減少していますが、一部では買収防衛策を実質的に事前警告型から有事導入型に切り替えているに過ぎず、批判を逃れるための表面的なガバナンスの改善に過ぎないと弊社は考えています。

そもそも、日本は経済規模に比して上場企業数が多すぎるとの評価もあるばかりでなく、その半数弱の株価が解散価値を下回っている状況です。資本効率の低い会社は駆逐されるという市場の自浄作用が、株式持ち合いや買収防衛策により機能しなかったことが、この状況を招いた一因であると考えられ、実際に、PBR1倍未満の企業の買収防衛策の導入割合が高くなっています。

当論点における弊社の意見については、「[コーポレートガバナンス～買収防衛策を中心に～](#)」もご参照ください。

最後に、公正な買収についてご検討いただくにあたり、既にご高承のこととは存じますが、次の点をご認識いただきたくお願い申し上げます。

- ① かつては30%を超えていた日本の上場企業の時価総額の世界における比率が5～6%程度に過ぎなくなってしまったこと
- ② 前記の通り、また、貴省が昨年11/25に東証に提出されたご意見で指摘しておられる通り、日本ではPBR1倍割れの上場企業が諸外国と比べて非常に多いこと
- ③ 上記②は、日本において敵対的買収の実行が難しいため、資本効率の低い会社があるまま存続してしまっていることも理由と考えられること

そこで、公正な買収の在り方を考察するに際しては、これも繰り返しになりますが、「取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っている」ことを再度ご確認いただきたいと存じます。日本企業の経営者の多くはこれを理解せず、その実行を怠ってきたために、日本経済が現状の姿となっていると弊社は考えております。

貴省におかれましては、上場企業の資本効率性の向上と株価の上昇、ひいては日本経済の活性化につながる検討をお願いしたいと存じます。例えば、買収防衛策を議論するのではなく、日本企業の株主価値向上策について広く啓蒙されてはいかがでしょうか。そして、海外の投資家から、「日本は特異な国である」と、これ以上思われぬような指針の策定をお願いいたします。

以上