

2025 年 5 月 13 日

株式会社東京証券取引所 上場部 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



「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」に係る意見

弊社は、金融商品取引法に基づき登録している投資運用業者です。

本年 4 月 14 日付けで貴取引所が公表された「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」に関し、弊社の意見をお伝えいたします。なお、意見提出フォームと本意見書に相違があった場合、本意見書に記載の内容が優先します。

記

【意見①】特別委員会の構成員の範囲に関する意見

見直し案において、特別委員会の構成員は、「利害関係を有しない社外取締役、社外監査役、社外有識者」とされていますが、さらに、「(ただし、対象上場会社若しくは当該対象上場会社の支配株主・その他の関係会社が保有している株式の発行企業、又は、対象上場会社若しくは当該対象上場会社の支配株主・その他の関係会社の株式を保有(ただし、株式投資による投資利益の獲得のみを目的とした保有は除く。)している企業(以下「持ち合い企業等」という。)からの独立性が認められる者に限る。)」こととしていただきたく存じます。

(持ち合い企業等の利害関係者を特別委員会から除く理由)

株式の持ち合い関係が資本市場の健全性を損なうものとして長らく批判の対象となってきたことは周知の事実であり、これに対して、貴所はコーポレートガバナンス・コードの策定や流通株式の定義の見直し等によって、持ち合い関係の解消を促してこられました。

一方で、見直し案では、特別委員会の構成員の適格性を判断するにあたって持ち合い関係は考慮の対象となっておりません。しかしながら、仮に、特別委員会の構成員が、持ち合い企業等の出身者に代表される持ち合い企業等の関係者であれば、当該持ち合い企業等の利益を優先するおそれ、つまり一般株主と共通する対象会社の株式保有による投資利益ではなく、当該持ち合い企業等が対象会社との取引関係から得られる利益を優先するおそれがあります。

貴所においては、会社法による社外取締役の定義に加えて、実質的な独立性を担保するために、独立役員を「一般株主と利益相反が生じるおそれのない」役員と追加で定義し、上場企業に対して届け出を求めています。このような独立役員の定義に従えば、持ち合い企業等も純粋に対象会社の株式保有による投資利益を追求している一般株主とは異なる利益を追求するおそれがあることから、独立役員及び特別委員会の構成員となるためには、持ち合い企業等からも、厳格な独立性が求められるべきです。

そこで、まず、貴所の独立役員の定義を改正して、持ち合い企業等からの独立性の確保を独立役員の条件としていただきたいと存じます。そのうえで、今般の見直し案における特別委員会の構成員の通りとしていただきますようお願いいたします。

【意見②】 特別委員会における検討事項の義務化に関する意見

対象上場会社が、MBO や支配株主・その他の関係会社等による完全子会社化等（以下「MBO 等」といいます。）を決定する場合、見直し案では、特別委員会において取引条件の公正性を担保するための手続きとしてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件（以下「MOM」といいます。）の検討・説明が求められていますが、MOM の設定を義務づけていただきたいと思います。

具体的には、以下の通り提案いたします。

- 公開買付けの場合：買付者、買付に賛同している対象上場会社の取締役及び事前に公開買付けへの応募を承諾しているその他の株主が合計で 20%以上の議決権を保有している場合は、これらの株主を除いた一般株主の過半が応募することを成立の条件としていただきたいと思います。
- 支配株主・その他関係会社等（以下「親会社等」といいます。）による株式交換、合併等（以下「会社再編」といいます。）の場合：親会社等及び対象上場会社の取締役が保有する株式を除く、一般株主の 3 分の 2 以上が賛成することを成立の要件としていただきたいと思います。

なお、技術的な対応として、親会社等及び対象上場会社の取締役会が、事前に「MOM を充足しない場合は株式交換を執行しない」と宣言して株主総会に議案を提出する方法が考えられます。

（公開買付け及び組織再編行為に MOM を義務づける理由）

2023 年 8 月 31 日付で経済産業省から公表された「企業買収における行動指針」では、強圧性について「強圧性とは、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題」（同指針 40 頁）と説明されています。

例えば、親会社等でも経営者でもない者が買い手となった公開買付けであれば、この強圧性は問題とならない可能性が高いと考えられます。公開買付者以外の一般株主が納得できる公開買付価格でなければ公開買付けは成立しないことが自明だからです。

しかしながら、親会社等が行う、又は事前に対象上場会社の取引先等多数の株主が応募に合意している公開買付けの場合は、公開買付価格の公正性に疑問がある場合でも公開買付けが成立してしまう可能性が高く、まさに一般株主にとっての「強圧性」が存在しています。これは、会社再編の場合の株主総会における一般株主の議決権行使でも同様と思われます。

したがって、親会社等が一般株主から対象上場会社の株式を買付ける価格、及び親会社等による会社再編の株式交換・合併比率といった最も重要な取引条件の公正性を担保するために、それぞれ一般株主の 1/2 及び 2/3 超の株主が賛同していることを買収成立の要件とすべきです。

以上