

公正な買収の在り方に関する研究会作成のポイント案・Q&A 案に対する意見

2026年 7 月

株式会社ストラテジックキャピタル

代表取締役 丸木強

MAIL: info@stracap.jp

総論

原案の一部には、「企業価値の向上」や「ステークホルダーへの配慮」が抽象的に強調される結果、一般株主にとってより有利な買収提案を現経営陣が拒絶する口実として用いられかねない記載が含まれている。特に現金対価による全部買収では、一般株主は買収後の対象会社の株主ではなくなる。したがって、一般株主保護の中核は、買収時点で一般株主が受け取る対価の最大化であり、また、複数提案がある場合には実現可能性を踏まえつつ最も有利な条件の提案を選択することにある。なお、買収価格の評価に際し、買収後の企業価値向上策においては、既存事業の継続に限らず、事業又は資産の譲渡、整理、再配分によって株主価値を実現することも含めて検討すべきと考える。

また、買収者に対して買収後の経営方針やステークホルダーへの対応について詳細な説明を求めるのであれば、対象会社側にも秘密保持契約等の合理的な条件の下でデュー・ディリジェンスの機会を付与すべきである。買収者のみ広範な説明責任を負わせ、対象会社は情報提供を拒むという運用は、買収者間の公正な競争を阻害し、結果として一般株主の利益を害する。

以上を踏まえ、当社は、買収局面における取締役会の規律を、一般株主の利益を最大化し、公正な買収市場を機能させる観点から整理すべきであると考え。以下、具体的な意見を述べる。

「企業買収における行動指針」Q&A（原案）等に対して

1. 「望ましい買収」、企業価値及び株主共同の利益の関係

意見：「望ましい買収」の判断においては、買収後の企業価値の向上と株主共同の利益の確保が常に一致するものではないこと、そして両社が対立する場合には株主共同の利益の確保が優先されるべきことを明記すべきであり、「・・・本指針はレブロン義務を定めるものではありません」との記述は削除するべきである。とりわけ、現金対価による全部買収においては、一般株主は買収後の対象会社の企業価値変動に経済的利益を有しないため、買収時点における一般株主の利益、すなわち提示された買収対価の公正性及び最大化を中心に判断すべきである。

さらに、買収の対価の妥当性を評価するにあたり買収後の企業価値向上策を検討する場合には、既存事業の継続のみに着目するのではなく、低収益又は赤字事業の整理、事業・資産の譲渡その他の方法により株主価値を実現することも含まれる旨を明確化すべきである。

理由：現金対価による全部買収の場合、一般株主は買収後の対象会社の株主ではなくなるため、買収後の事業運営や企業価値の変動に経済的利益を有しない。この場面で一般株主保護の中核となるのは、買収者の将来の事業方針を買収前の取締役会が抽象的に評価することではなく、買収されない場合の株式価値と提示された買収対価とを比較し、提示された買収対価が対象会社の価値を適切に反映しているかを判断することである。そもそも、買収後の企業価値向上は、買収者が必要に応じて取締役・業務執行者を新たに選任し、買収者の責任で買収価格を上回る価値の実現を目指すものであって、その実現可能性を買収前の取締役会が正確に評価することには限界がある。

したがって、「高値の買収価格であることのみをもって望ましい買収に当たるものではない」との記載は削除すべきである。また、以上の理由から、「・・・本指針はレブロン義務を定めるものではありません」との記述は削除するべきである。

なお、企業価値は将来キャッシュ・フローの現在価値である以上、対象会社の既存事業を継続することだけが企業価値向上ではない。本業の赤字が長期にわたり継続し、今後も収益改善が合理的に見込めない場合には、事業や保有資産の譲渡、整理又は廃止により株主価値を実現することも、企業価値向上の一形態である旨についても明確化が必要である。

2. 複数の買収提案が存在する場合の取締役会の規律

意見：全部買収の提案が複数存在する場合には、取締役会は、一般株主が最も大きな利益を享受できる提案を選択し、又はその実現に向けて買収者間の競争を促すべきである。

理由：複数の買収提案が存在する場面では、取締役会は、特定の買収者との関係や大株主の意向に引きずられるのではなく、一般株主にとって最も有利な条件を実現するために交渉し、競争環境を整えることが求められる。仮に大株主がより低い価格の提案に応募する意向を示している場合であっても、一般株主にとってより高い価格又はより有利な

条件の提案が存在するのであれば、取締役会は、大株主の意向を所与として安易により低い提案を支持するのではなく、より高い提案の実現可能性を検討し、又はより低い価格を提示した買収者に対して同水準までの引上げを求めるなど、買収者間の競争を促すべきである。また、提案の実現可能性は、株主との協議の進展、資金調達の進展、クリアランスの取得状況等により変動し得るものである。そのため、実現可能性を理由として提案を早期に排除することは適切ではない。また、取締役会がより低い価格の提案を支持する場合には、より高い価格の提案の実現可能性が乏しいと判断した理由、低い価格の提案者に対して価格引上げその他の条件改善を求めたか等を一般株主に対して具体的に説明すべきである。

3. 「真摯な買収提案」の要件・考慮要素

意見：買収後の経営方針の提示を要求するのであれば、買収者に対して必要なデュー・ディリジェンスの機会を与えることを前提とすべきである。また、支配株主が過去に売却意思を示していなかったことのみをもって、当該支配株主の保有株式の取得を前提とする買収提案の実現可能性を否定すべきではない。

理由：買収者が対象会社の内部情報にアクセスできない段階で、買収後の詳細な経営方針やシナジーを過度に具体的に示すことを求めるのは実務上不合理である。対象会社が買収後方針の具体性を問題にするのであれば、対象会社は、秘密保持契約その他の適切な条件の下で、買収者が合理的な検討を行うために必要なデュー・ディリジェンスの機会を提供すべきである。

さらに、支配株主が過去に売却意思を示していなかったことのみをもって、支配的持分を含む買収提案の実現可能性を否定すべきではない。支配株主の事情は変化し得るし、提示価格や取引条件によって意思が変わる可能性もある。

4. 競合提案の真摯性判断における取締役会の規律

意見：競合提案については、より高い買収価格の提示それ自体を「価格を吊り上げる目的」の真摯でない買収提案として、否定的に評価すべきではない。むしろ、より高い買収価格の提示は一般株主の利益のためには歓迎すべきことである。対象会社取締役会の主観的、情緒的な認定により、一般株主にとって有利な競合提案が排除されないようにすべきである。

理由：他の買収者がいる状況でより高い買収価格が提示されることは、一般株主にとってより大きな価値実現の機会であり、買収者間の競争原理が機能していることの表れである。これを「価格を吊り上げる目的」として否定的に扱うことは、買収者間の競争を抑制し、一般株主が受け取る対価を低く抑える方向に働きかねない。万が一、実行意思又は資金調達の裏付けを欠く予告 TOB や提案により株価を上昇させ、その間に保有株式を売却するような動きが確認される場合には、当該行為は金商法上の情報開示規制、風説の流布・偽計等の法規制により対処すべき問題である。

対象会社取締役会の主観的、情緒的な認定によって、競合提案を「真摯でない」として取り上げない運用は、むしろ一般株主にとって有利な提案を排除する危険が大きい。

5. 買収提案を拒絶する場合のスタンド・アローン計画の説明責任

意見：対象会社がスタンド・アローンの企業価値向上策を理由として買収提案に応じない場合には、当該施策の内容、実現可能性、買収提案内容との比較に加え、なぜ当該施策を買収提案前に実施しなかったのかについて、取締役会が合理的に説明すべきである。

理由：対象会社が買収提案を受けて初めて企業価値向上策を示す場合、当該施策が本当に実行可能であるのか、又は買収提案を拒絶するために後付けで示されたものにすぎないかを、株主が検証できる必要がある。現経営陣が新たな経営方針を公表しても、株価が買収価格を超えない場合には、市場は当該施策の実現可能性や価値を買収価格ほどには評価していない可能性が高い。

そのため、取締役会がスタンド・アローンでの企業価値向上策を理由として買収提案に反対する場合には、当該施策が、その実現可能性や実現までの期間も考慮した上で、一般株主に対して買収価格を上回る価値をもたらすと判断した具体的な根拠を示すべきである。このような説明を行うことなく、抽象的な企業価値向上の可能性のみを理由として買収提案に反対し、又は協議を打ち切るべきではない。

買収提案に対する取締役会の意見の役割は、株主の判断を代替することではなく、株主が買収提案とスタンド・アローンでの企業価値向上策とを合理的に比較するために必要な情報を提供することにある。したがって、取締役会が買収提案に反対する場合には、株主がその判断の合理性を検証できる程度に具体的な説明を行うべきである。

6. 株主への情報提供の範囲

意見：対象会社による情報提供事項には、複数の買収候補者が存在した場合に当該買収者を選定するに至った経緯を追加すべきである。

また、買収者による情報開示として、買収後のステークホルダーの取扱いに関する情報は、一般株主の判断にとって価格や取引条件と同列の重要性を有するものではなく、買収価格の公正性、取引の実現可能性又は対象会社の企業価値に重要な影響を与える範囲で提供を求めるべきである。

理由：対象会社が特定の買収者を選定した場合、どのような候補者が存在し、どのような比較・交渉を経て当該買収者が選定されたのかは、一般株主が取引条件の公正性を判断するための重要情報であるため、価格、条件、選定理由は開示されるべきである。

買収者による情報開示事項として、従業員や取引先等のステークホルダーの取扱いが重要であることは当然である。しかし、現金対価による全部買収における一般株主の合理的関心は、第一義的には買収価格及び取引条件にある。

従業員の処遇等を軽視する趣旨ではなく、株主の投資判断において価格・取引条件と同列の要素として扱うべきではない。価格が拮抗する場合には補助的な判断要素となり得るとしても、実効性の乏しい美辞麗句が、より高い価格の提案を拒絶する理由とされることは避けなければならない。従業員を大切にする経営方針が将来キャッシュ・フローや割引率を改善するのであれば、その価値は本来、買収価格又は株式価値評価に反映されるべきである。

なお、ステークホルダーの取り扱いを含め買収後の方針について詳細な情報提供を求める場合には、2023年に公表された企業買収における行動指針の注52が指摘するように、買収者が対象会社に対して詳細な戦略情報を開示することには買収戦略上の限界があることも踏まえ、対象会社による情報提供とデュー・ディリジェンスの機会付与を前提とすべきである。

7. 株主の意思決定を歪める行為

意見：株主の合理的な意思決定を歪める行為の例として、対象会社が、株主による買収提案の是非に関する合理的な意思決定を確保するためではなく、専ら特定の買収者からの買収を阻止し、又は現経営陣の地位を維持する目的で買収防衛策を導入又は発動することを追加すべきである。

理由：買収防衛策は、株主に情報と時間を提供し、株主の合理的な判断を確保するために用いられる場合には一定の意義を有し得る。しかし、実際には、特定の買収者を排除し、又は現経営陣の地位を維持するために用いられる危険がある。買収防衛策が株主共同の利益のためではなく経営陣の保身のために用いられる場合、株主が買収提案を受け入れるか否かを判断する機会そのものが歪められる。

「公正な買収の在り方に関する研究会において問題提起があった事項（原案）」に対して

1. 取締役・取締役会の行動規範及びマーケット・チェック

意見：積極的マーケット・チェックを実施しない場合には、取締役会は、当該手続を実施しなくとも提示された買収価格が対象会社の株式価値を適切に反映したものと評価できる理由について、株主に対して追加的かつ具体的な説明を行うべきである。

理由：競合提案の有無や候補者への打診方法は、買収価格の公正性に直接影響する。積極的マーケット・チェックを実施しない場合には、なぜ当該手続が不要であるのか、どのような代替的な公正性担保措置により価格の公正性を確保したのかを、株主が検証できなければならない。

2. アクティビストの折り返し出資等に関する問題提起

意見：アクティビストによる折り返し出資や PE ファンドとの連携について、透明性又は株主平等の観点から検討を要するものと位置付けるのであれば、規律の対象は提案主体の属性ではなく、利益相反、情報格差又は株主間の取扱いの差異が生じ得る取引構造に着目して定めるのが適切である。MBO における創業家、経営陣又は大株主の再出資、ロールオーバー、継続関与、買収ビークルへの出資、買収後の役職・処遇に関する合意等についても、同一の観点から透明性及び公正性を確保する規律の対象として整理すべきである。

理由：創業家や経営陣が買収ビークルに再出資し、買収後のアップサイドを期待できる機会を得る場合、一般株主とは異なる独自の経済的利益を有する点で、アクティビストによる折り返し出資と共通する構造を有する。

加えて、MBO においては、経営陣が対象会社の内部情報、事業計画、将来の収益見通し等にアクセスし、買収の検討・交渉過程にも関与又は近接し得る。そのため、外部株主であるアクティビストによる折り返し出資と比較しても、情報の非対称性及び利益相反の程度がより大きくなり得る。

したがって、透明性の観点から検討すべき対象は、特定の投資家属性ではなく、一般株主と異なる独自の経済的利益が存在する取引構造である。LP 出資を含む再出資、ロールオーバー、役職保証その他の継続的関与についても、その内容を適切に開示し、透明性を高めることが重要である。

3. 短期売買利益返還規制に関する問題提起

意見：短期売買利益返還規制を、アクティビスト投資家を規制するための政策手段として位置付けるべきではない。少なくとも、米国法制とのイコール・フットイングを理由に同規制を拡張する議論を行うのであれば、買収局面における取締役会の行動規範についても、一般株主の利益最大化を重視する海外法制の考え方と整合的に検討すべきである。

理由：そもそも、金融商品取引法第164条は、条文上、役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止する趣旨の規定であり、保護法益は、市場の公正性、健全性に対する信頼確保であった。したがって、本来は昭和63年に証取法にインサイダー取引規制が設けられた時点で削除されるべきであった。これを、主要株主が短期で利益を得ること一般を制裁する規定であるかのように扱い、アクティビスト投資家に対するネガティブな政策論の根拠とすることは適切でない。

また、資料では短期売買利益返還規制について米国とのイコール・フットイングが問題提起されている一方、買収に応じる場面では米国のレブロン義務を採用しないとする整理が示されている。論点ごとに海外法制を恣意的に参照するのではなく、一般株主の利益保護と公正な買収市場の形成という目的から一貫した制度設計を行うべきである。

4. 買収に関する株主意思の確認方法

意見：現金対価による全部買収において、株主総会における取締役の選解任議案への議決権行使をもって買収に対する株主意思の確認に代えることは、必ずしも一般株主の意思を適切に反映するものとはいえない。なお、株主意思の確認は、取締役の選解任議案ではなく、公開買付けへの応募状況で確認すべきである。

理由：現金対価による全部買収では、一般株主は買収後の対象会社に残らないため、買収後の企業価値向上策には合理的関心を有しない。一般株主の関心は、提示された買収価格を受け入れるか否かにある。

したがって、一般株主は買収成立後の対象会社の取締役構成には関心は無く、一般株主にとって買収提案と取締役選任議案は全く独立し、関連性が低い議案である。株主意思の確認は、取締役の選解任議案ではなく、公開買付けへの応募状況で確認すべきである。

以上