

意見書

2026年2月3日
アストナリング・アドバイザー合同会社
代表 三瓶裕喜

所用のため、公正な買収の在り方に関する研究会（第9回）を欠席いたしますので、以下の通り、事務局説明資料2.ご議論いただきたい論点に沿って書面にて意見を提出させていただきます。

本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点①

本指針の位置付け(1.2)

善管注意義務違反・損害賠償責任を心配する前に

- 企業買収は成長機会の獲得や事業の効率性・生産性の改善を通じて企業価値を向上させる経済活動であり、市場は経営支配権を公正に取引する機能を提供している。
- 上場企業が資本コストを下回る低い資本生産性を放置し市場評価が低迷している状況で、企業価値を向上する対案を持って対象会社の株主に市場価格より高い買収価格を提示し対象会社に経営交代を迫るのは合理的な行為である。
- 本指針は、こうした行為が公正に行われるよう行動規範を整備したものと理解する。したがって、ベストプラクティスに従わなかつたら取締役の善管注意義務に違反し、損害賠償責任を負うと心配する前に、現経営は対案の余地がないほど十分にすべきことを実行しているか点検すべきではないか。

「望ましい買収」の意味(2.1)

- 「高い買収価格の提案であり、その提案であれば断ることができない」と認識しているのであればそれは誤解である。
- 企業価値は将来実現する可能性（例えば、未だ実用化段階ではないが今後の追加投資、研究開発の成果が実れば画期的なソリューションとなり企業価値創造に大きく貢献する、など）を含む。
- 買収提案者が提示する高い買収価格には織り込まれていないが、対象会社の経営者が追求する企業価値には「将来実現する可能性」が含まれているのであれば株主に説明し賛同を得る必要がある。
- 経営支配権取引における株主利益は、買収提案が公表される前の株価より高い買収価格。したがって、前述の例との関係では、できるかどうかわからない研究開発、試験設備への追加投資を止めればROICが急改善する。部分買収であれば、追加投資を止めた分のキャッシュを対象企業の自社株買いに回せば株価を下支えする材料になる。全部買収では対象会社が追加投資を止めたことで生じる余剰キャッシュを取り込むことができるため相応のプレミアムを買収価格に反映することができる。
- 表面的には、買収価格が高い方が追い出される株主が享受する利益は大きくなるので株主にとつて望ましい。
- ただし厳密に言えば、株主間でも不確実性を伴う将来の経営方針への期待の差があるため、必ずしも「高い買収価格であれば望ましい買収である」とは言えない。経営陣が「将来実現する可能性」について、いかに本気度とコミットメントを示し説明責任と結果責任を果たすつもりか株主に訴えることが否定されるものではない。

「企業価値の概念」(2.2.2)

- 「従業員・労働組合等が反対の意向を表明している場合であっても、定性的な価値に過ぎないから企業価値の中で考慮してはならない」との認識には問題がある。
- 従業員・労働組合等が反対の意向を表明している場合、それを考慮すべきは買収者の方である。
- 合理化目的の買収ではなく相乗効果による価値創造が目的の買収の場合、手続きとして買収できても従業員が業務をボイコットすると買収効果を享受できない。プレミアムを払って取得した無形資産を毀損することになる。そのような買収は非合理的ではないかと対象会社の経営陣が買収者と交渉することが考えられる。

本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点②

取締役会における「真摯な検討」(3.1.2)

- 「現経営陣が経営する場合の方がより企業価値の向上に資するとして、買収に応じないと経営判断することも認められる」が、株主が納得するには以下のような条件がある。
 - これまでの株価をどう説明するのか(市場評価を得るためになぜ明確に説明してこなかったのか)
 - どのように企業価値向上を果たすのか
 - 買収提案者が示している株価を凌駕する企業価値実現がなぜ可能なのか
 - 企業価値向上にコミットする必要がある(買収価格を凌駕する企業価値実現ができなかつた際には、経営者を辞任すること)、など

買収に応じる方針を決定する場合における行為規範(3.2.1)

- 「買収提案が競合する場合においては、最も株主利益に資する提案に賛同しなければならない」と決めつけるのは、①その方が説明が簡単である、②責任を追及されない、などの理由が想定され、むしろ取締役会、特別委員会の怠慢・無責任である。

その他の指針見直しに向けた論点①

- 成長投資・経済安全保障
 - 成長投資と企業価値向上は相反するポイントではない。(本指針 2.2.2「企業価値の向上と株主利益の確保」の第1・2パラグラフに記載の通り。)
 - ① ROIC が資本コストを超えていれば、成長投資は企業価値拡大に寄与する。
 - ② ROIC が資本コストを下回っていれば、成長投資は価値毀損を悪化させる。
 - ③ 新規事業など先行的な成長投資の場合、当初は ROIC が資本コストを下回るが投資回収期に資本コストを超えるべき。投資家は理解している。上記③を踏まえて経営すべきであり、むしろ説明責任・結果責任を果たさないのは企業経営者の方である。
 - 個々の企業が経済安全保障を盾に買収提案を謝絶する場合、投資家は濫用・保身の可能性を警戒する。
 - 他方、日本版 CFIUS の創設など、国全体の経済安全保障の観点における買収の是非は、国が判断する事柄であり、対象会社が判断すべきではないとの考え方には海外投資家も理解を示している。(2020 年外為法改正の際の意見交換に基づく)

その他の指針見直しに向けた論点②

- 企業価値と株主利益が一致しない場合の考え方
 - 自らの能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねる場合等に対し、適切かどうか判断するために考慮要素や考え方を示す案が示されている。このことは冒頭「望ましい買収」の意味(2.1)で述べた、現経営者が主張する“将来実現する可能性”についても同様に過信・楽観ではないかどうか問われるべきではないかと考えるが、考慮要素はそれぞれの場合で相応しい事項を検討する必要がある。

以上