

2023年9月6日

企業買収における行動指針の概要①

—全体像、原則と基本的視点—

弁護士 佐橋 雄介

Contents

- I. はじめに
- II. 本指針の構成
- III. 「第1章 はじめに」のポイント
- IV. 「第2章 原則と基本的視点」のポイント

I. はじめに

経済産業省は、2023年8月31日、「企業買収における行動指針 —企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」¹(以下「本指針」といいます。)を公表しました。

経済産業省は、公正な M&A 市場における市場機能の健全な発展により、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指し、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上や、ベストプラクティスの提示に向けた検討を進めるべく、2022年11月に「公正な買収の在り方に関する研究会」(以下「本研究会」といいます。)を立ち上げました²。本研究会では、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえて、買収に関する当事者の行動の在り方等について検討が行われました。本研究会での全8回にわたる審議、パブリックコンサルテーション(2023年3月15日締切)、パブリックコメント手続(同年8月6日締切)を経て、パブリックコメント結果³とともに、本指針の確定版が公表されました。

¹ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf

² https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/index.html

³ 「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方(以下「パブコメ回答」といいます。)(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_4.pdf)

II. 本指針の構成

本指針は以下の章立てで構成されています⁴。

- 第 1 章 はじめに
- 第 2 章 原則と基本的視点
- 第 3 章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範
- 第 4 章 買収に関する透明性の向上
- 第 5 章 買収への対応方針・対抗措置
- 第 6 章 おわりに
- 別紙 1 取締役・取締役会の具体的な行動の在り方
- 別紙 2 強圧性に関する検討
- 別紙 3 買収への対応方針・対抗措置(各論)

本ニュースレターでは、このうち、第 1 章及び第 2 章のポイント及びこれらに関するパブコメ回答のうち重要と思われるものを紹介することとし、その他の章については、次回以降数回にわたって、取り上げることにいたします。

⁴ 本体と別紙とは位置づけに差はなく、一体となって一つの指針を成すものと説明されています(本指針 4 頁)。

III. 「第 1 章 はじめに」のポイント

- 1.1 本指針の策定経緯
- 1.2 本指針の意義と位置づけ
- 1.3 本指針の対象
- 1.4 本指針において用いる用語の意義

1.1 「本指針の策定経緯」(本指針 1 頁)について

これまでに経済産業省が策定してきた M&A に関連する指針や報告書(下表参照)を示しながら、この 20 年間における日本企業及び資本市場を取り巻く環境の変化、特に、近年、当初の買収提案を契機に第三者から新たな選択肢(対抗提案)が提示され、その評価を巡って見方が分かれるケースが増加していることや、買収への対応方針(従前のいわゆる「買収防衛策」。後述ご参照)に基づく対抗措置の発動やその差止めを巡る裁判例の登場を踏まえて⁵、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上やベストプラクティスの提示に向けた検討を進めるべく、本研究会を立ち上げ、買収に関する当事者の行動の在り方等について検討を行い、本指針を策定したことが述べられています。

2005 年	企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針(「2005 年指針」)	経済産業省・法務省
2005 年	企業価値報告書	企業価値研究会
2006 年	企業価値報告書 2006	企業価値研究会
2007 年	企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針	経済産業省
2008 年	近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方	企業価値研究会
2019 年	公正な M&A の在り方に関する指針(「公正 M&A 指針」)	経済産業省
2020 年	事業再編実務指針	経済産業省
2023 年	対日 M&A 活用に関する事例集	経済産業省

1.2 「本指針の意義と位置づけ」(本指針 3 頁)について

本指針の目的は、「上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&A に関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示すること」であると述べられています。したがって、本指針は、取締役の善管注意義務・忠実義務、「公正な価格」やこれについての裁判所の審査の在り方等について整理を行うことを直接企図したものではなく(本指針 10 頁・脚注 10)、また、あくまでソフトローとしての原則論やベストプラクティスを提示するものであって、何らかの法的な拘束力や罰則をもって対応することは企図されていないとされています(パブコメ回答 No.4~8)。も

⁵ さらに、買収と深く関係するコーポレートガバナンスについての 2 つのコード(コーポレートガバナンス・コード及びステewardシップ・コード)の制定も言及され、中長期的な企業価値や資本効率の向上への意識は高まっているものの、PBR1 倍を下回る上場企業が他国と比較して多い状況にあることが指摘され、複雑化した経営課題へ取り組む企業の戦略として、M&A が活用されることがこれまで以上に期待されている旨も述べられています。

つとも、実務上は、買収局面における行動規範としてのみならず、裁判等における解釈指針としても重要な影響を及ぼし得るものと思われる。

また、公正な M&A 市場を整備することで市場機能が健全に発揮され、「望ましい買収」(後述ご参照)が活発に行われることは、買収による企業の成長や、日本の資本市場における健全な新陳代謝等にも資するものであること、これまで、公開買付制度・大量保有報告制度などの法制度⁶や、判例法理が大きな役割を果たすとともに、経済産業省が定めてきた指針や報告書もこうした制度等を補完してきたが、本指針には、公正な M&A 市場の確立に向けたさらなる一助となり、さらには「望ましい買収」の実行を促進させることが期待されているとして、本指針の意義が述べられています。

<公正 M&A 指針との関係>

公正 M&A 指針は、MBO 及び支配株主による従属会社の買収を主に対象とするものでしたが、このような買収は、対象会社の取締役会が少数株主より買収者の利益に配慮するおそれがあるものであるのに対し、本指針は対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ異なる立場で異なる利益を有している通常の買収取引(友好的な取引、敵対的な取引を含みます。)を念頭に、経営陣の利益相反等の問題を考慮しつつ、いかにしてこうした買収取引を実現していくかに焦点を当てたものとなっています。

<2005 年指針との関係>

買収への対応方針・対抗措置(いわゆる買収防衛策)については、2005 年指針の運用状況、その後の裁判例、機関投資家の議決権行使行動の変化等を踏まえて見直しを行い、新たに本指針の第 5 章として買収への対応方針・対抗措置の在り方について定めています。本指針と 2005 年指針の内容が整合しない部分については、本指針の内容が優先することが想定されている点(本指針 4 頁・脚注 1)に留意が必要です。

1.3 「本指針の対象」(本指針 4 頁)について

本指針の主な対象は、「買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為」と説明されています⁷。このうち、対象会社の経営陣⁸からの要請や打診を受けて買収者が買収を提案する場合のみならず、経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行われる場合についても射程に含まれています。

買収の方法については、公開買付け等の金銭を対価とした株式の取得を主に念頭に置っていますが、株式を対価とする株式の取得や、合併等の組織再編によって経営支配権を取得する場合も対象として該当し得ること、経営支配権を取得するまでに至らない程度の数の株式を取得する行為(主に買収への対応方針・対抗措置が問題となる場面)や、経営支配権を取得する意図を明かさないうまま多数の取締役を入れ替えることにより経営支配権を取得する行為等についても、必要に応じて取り上げられています。

⁶ 現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において、公開買付規制や大量保有報告規制の在り方について議論されているところ、これに基づき関連制度が見直された場合には、必要に応じて本指針も見直される可能性が示唆されています(パブコメ回答 No.10、11)。

⁷ なお、非上場会社を対象とする取引においても、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、本指針を適宜参照することを否定するものではないとされています(パブコメ回答 No.25、26)。

⁸ なお、本指針における「経営陣」とは、典型的には、社長、CEO、業務執行取締役、執行役、執行役員等を想定しているとされています(パブコメ回答 No.27)。

1.4 「本指針において用いる用語の意義」(本指針 5 頁)について

本指針において用いられる用語の意義について説明がされています。特に以下の用語については、本指針を理解する上で、重要な内容を含んでいます。

- 「企業価値」とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和であるとされています⁹。
- 「買収」とは、主に、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為¹⁰を指すこととされています。
- 対象会社の取締役会の賛同を得ずに行う買収は、「同意なき買収」と定義され、このような買収に対抗する旨を定めた対応の方針を「買収への対応方針」又は単に「対応方針」、買収への対応方針で定めた新株予約権無償割当て等の具体的な行為を「買収への対抗措置」又は単に「対抗措置」と定義しています¹¹。
- 「平時」とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識していない段階をいい、「有事」とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識して以降の段階をいうもの¹²と整理されています。

⁹ 公正 M&A 指針と同様の定義です(公正 M&A 指針 5 頁)。また、「資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される旨も指摘されています(本指針 9 頁。後述ご参照)。

¹⁰ (議決権等の)何パーセントの取得がこれに当たるかについては、パブリックコメントにおいても述べられていません(パブコメ回答 No.174 ご参照)。

¹¹ このような買収は、これまでの実務上は「敵対的買収」と呼ばれ、また、これに対する対抗策は、「買収防衛策」と呼ばれることが一般的でしたが、「敵対的」との用語がネガティブイメージを喚起することなどから、中立的な用語に改められることになったようです(本研究会第 5 回議事要旨 28、29 頁等ご参照)。

¹² 敵対的な取引に発展する場面のみに限定されてないとされています(パブコメ回答 No.41)。

IV. 「第 2 章 原則と基本的視点」のポイント

- 2.1 3 つの原則
- 2.2 基本的視点
 - 2.2.1 望ましい買収
 - 2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保
 - 2.2.3 株主意思の尊重と透明性の確保

2.1 「3 つの原則」(本指針 7 頁)について

本指針における、上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき原則として、以下の 3 つが提示されています。

第 1 原則： 企業価値・株主共同の利益の原則	望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。
第 2 原則： 株主意思の原則	会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。
第 3 原則： 透明性の原則	株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

これらの原則相互の関係については、「第 2 原則及び第 3 原則は、第 1 原則を実現する前提として求められるものである」と説明されています(本指針 11 頁)。さらに、「第 1 原則については、政策的観点から、経済社会にとって望ましい買収の判断基準を示していますが、個別の対象会社の買収の是非については、最終的には第 2 原則や第 3 原則に照らし、透明性が確保された上で株主が判断することとなるものと考えており、第 1 原則と第 2 原則及び第 3 原則との間には位置づけの違いがあるものと考えてい」とも説明されています(パブコメ回答 No.76)。

続く 2.2 において、これらの原則の内容が敷衍して説明されています。

2.2 「基本的視点」

2.2.1 「望ましい買収」(本指針 7 頁)について

まず、第 1 原則に関する説明として、企業価値の向上及び株主利益の確保に資する「望ましい買収」とはどのようなものかということが説明されています。具体的には、(適切な)買収に際しては、買収者や対象会社、株主が合理的に行動し買収取引が行われることを通じて、シナジーによる価値向上や、経営の効率の改善が期待され¹³、また、買収の可能性があることは、現在の経営陣に対する規律として機能することが指摘されて

¹³ このようなシナジーの実現や、非効率な経営の改善などが、企業価値を「本源的価値」に近付け、又は「本源的価値」を高め

います¹⁴。また、買収が成立した場合には、買収者が自らの経営戦略の実行により向上した企業価値が買収対価を上回る部分を享受できる一方で、株主は買収対価が足元の株価を上回る部分(いわゆるプレミアム)を享受できる旨も指摘されています。そして、これらの買収が持つ機能が発揮され、市場が経済的な効果を上げるためには、買収の当事者・関係者が尊重し遵守すべき行動規範が求められる旨が述べられています。

2.2.2 「企業価値の向上と株主利益の確保」(本指針 8 頁)について

ここでは、引き続き第 1 原則に関する説明として、企業価値と株主利益の関係、さらに、それを踏まえた買収実行時において目指すべき取引条件等について説明されています。

< 企業価値の定義、株主利益との関係 >

企業価値とは、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表すものであるとしつつ、その中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値¹⁵も含まれていることが明示されています。

また、企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値と負債価値の合計として表され、会社の経営を通じて企業価値を向上させることは、市場の評価を通じて株式の時価を高めることにより、株主全体の利益(株主共同の利益)に資する関係にあると説明されています。

企業価値の概念については様々な考え方があり得ますが、本指針において、定量的に捉えられるものであると整理されている点は重要です¹⁶。また、経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではないと指摘されている点も注目されます。

< 買収時における取引条件の交渉 >

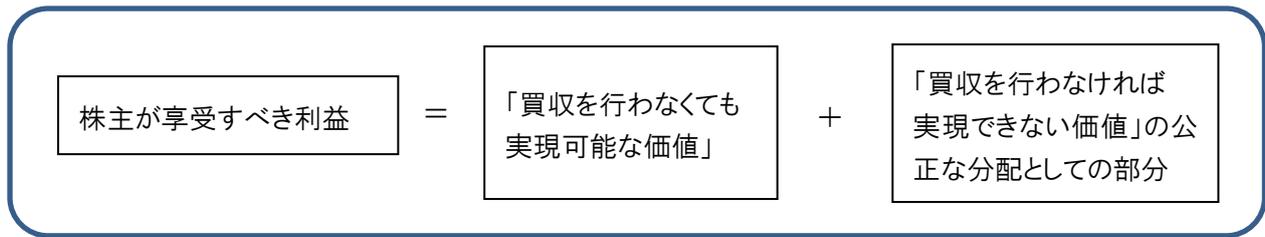
買収が実行される局面においては、売却に応じる株主は、会社の中長期的な企業価値の向上による利益の享受という形ではなく、買収対価を受領することによって直接に利益を享受することになります。これを踏まえて、本指針は、一般に、買収が実行される場合には、対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきであると述べています。また、理論的には、「株主が享受すべき利益」としては、「買収を行わなくても実現可能な価値」に加え、「買収を行わなければ実現できない価値」の公正な分配としての部分も保障されるべきであるとしています。

ることになる旨が指摘されています。なお、本指針では、本源的価値とは「会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値」のことをいうとされています(本指針 7 頁・脚注 4)。

¹⁴ なお、パブコメ回答によれば、対象会社の取締役会の賛同を得ずに行われる同意なき買収についても、望ましい買収に該当することがあること(パブコメ回答 No.49)、シナジーの実現に限らず、非効率な経営の改善を実現する買収なども望ましい買収に当たり得ることが示されています(パブコメ回答 No.51)。

¹⁵ 従業員のスキル、知識、モチベーションなどの人的資本の活用、テクノロジーやビジネスモデルの追求、キャッシュを含む資産の活用等を行いながら戦略を遂行する能力、地域社会や地球環境との関係などサステナビリティに関する事項を含む非財務情報の要素などが挙げられており(本指針 8、9 頁)、また、コーポレートガバナンス・コードにも掲げられているような、ステークホルダーとの適切な協働を否定するものではないともされています(パブコメ回答 No.70)。

¹⁶ ただし、実務上、定性的な要素を全く考慮すべきではないということまで意味するものではないとの考えが示されています(パブコメ回答 No.45)。



以上を踏まえて、本指針は、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、「対象会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動する、すなわち、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断することに加えて、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力が行われるべきである」ことを強調しています。

なお、本指針は、そのような努力がなされる場合には、買収が企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が公正に分配されるような取引条件で行われたものと期待しやすいためとしており、そのような場合には、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げることにもつながることになると思われま（本指針 10 頁・脚注 10 参照）。

さらに、本指針は、対象会社がこうした行動を行うに当たっては、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役¹⁷が重要な役割を果たすことがを指摘しています。また、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の設置や外部のアドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じるべきことも述べられています¹⁸。

2.2.3 「株主意思の尊重と透明性の確保」(本指針 11 頁)について

ここでは、第 2 原則及び第 3 原則に関する説明として、会社の経営支配権に関わる事項については、原則として、株主の合理的な意思に依拠すべきであるが、買収の是非や取引条件に関する正しい選択を株主が行うためには、十分な情報が株主に提供される必要があることが指摘されています。

<原則>

通常、買収における株主意思の尊重は、公開買付けへの応募等を通じて株主の判断を得る形で行われますが、必要な情報や時間を確保するための制度枠組みが構築されているため、基本的には、買収者と対象会社がこうした制度を遵守することを通じて、透明性を高め、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが期待される旨が述べられています。

より具体的には、買収者は、買収の公表に至るまでは対象会社に対して説明を行うとともに、公表後は公開買付届出書などへの適切な記載を通じて株主を含めた市場に対する説明責任を果たす必要があるとされ、

¹⁷ 原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている独立社外取締役が想定されるとしつつも、買収の文脈では当該買収に関する独立性が問題となし、具体的には、買収の当事者からの独立性や当該買収の成否からの独立性（株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと）が求められ、これらは、個別の買収事案ごとに実質的に判断されるべきとされています（本指針 10 頁・脚注 11）。

¹⁸ MBO や支配株主による従属会社の買収に内在する構造的な利益相反とは別の問題として、経営陣・取締役が自らの留任の可否や従業員の処遇等の経営陣・取締役や従業員等の利益を優先的に考慮するおそれという利益相反の問題があることが指摘されていますが、その程度は状況にもよるため、MBO 等と比較してどの程度の措置が求められるかは個別の判断を要するものとされています（本指針 11 頁・脚注 12）。

対象会社の取締役会は、当該買収が企業価値の向上及び株主利益の確保に資すると考えるか、より望ましい方策が他にあるかについて、自らの利害を離れて、自らの意見を株主に示すことが求められるとされています。第 2 原則及び第 3 原則、さらには第 4 章により詳細に定められるところによって、買収者及び対象会社による、より積極的な情報開示が促されることになると考えられます。

< 例外かつ限定的な場合 >

上記のような公開買付制度等の制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、同意なき買収に対して、会社の発意で買収への対応方針・対抗措置を用いることがあります。このような場合には、買収への対応方針や対抗措置への賛否を巡って、株主総会における株主の合理的な意思を確認することが基本となると述べられています。この点は、本指針第 5 章において、さらに詳細に説明がなされています。

以上

-
-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 佐橋 雄介 (yusuke.sahashi@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com