特集「企業買収における行動指針」と同意なき買収への影響

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第一小委員会委員　鈴　木　一　功 CMA

本号の特集テーマは、「「企業買収における行動指針」と同意なき買収への影響」である。本特集を組んだ背景に、2023年８月の同指針（以下、本指針）の公表によって、同意なき買収（≒敵対的買収）をめぐる環境が急速に変化していることがある。

日本における企業の合併・買収（M&A）は、2000年代以降拡大を続け、2024年には年間件数ベースで4,700件と過去最多規模となっており、年間公表金額合計も約20兆円となっている（レコフデータ調べ）。一方で、同意なき買収の成功事例は、本指針が発表された2023年以前には、2017年のソレキア、2020年の島忠など、ごく限られたものしかなく、日本において同意なき買収の成立は極めて困難、というのが一般認識だった。本指針は、この状況を一変させたようにもみえ、同意なき買収の試みの増加に加え、TAKISAWAや本特集で紹介するベネフィット・ワンのように実際に買収が成立する事例がみられている。

本特集では、買収を仕掛ける側のファンドや事業法人はもちろん、買収のターゲットとなった企業の経営陣、株主に対して、本指針がどのような影響を与え、実務の現場がどのように対応しているのかについて、法学者、事業法人、弁護士、機関投資家という四つの異なった立場の筆者による論文を通して考察を加える。

冒頭には総論として、**田中論文「総論―企業買収行動指針の概要―」**を掲載した。田中氏は、現在の会社法学会の中で最も影響力のある学者の一人である。同氏は、ここ数年の経済産業省が公表したM&A関連の指針策定過程の多くに参画し、本指針を策定した「公正な買収の在り方に関する研究会」の委員も務めている。田中氏は、本指針の策定経緯、編成・用語・原則について概要を紹介した後、本指針の章立てに沿って、指針の解説を記述している。

本稿の中で筆者が注目する指摘が二つある。一つ目は、本指針において「企業価値」という用語が、「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」と定義されたことである。従来、「企業価値を高めるM&A」とは何かと議論する際に、その「企業価値」が何を意味するのか明確ではなく、関係者が自己に都合の良い定義を持ち出し、議論がかみ合わないことが散見されたが、本指針で定義が明確にされたことで、論点が絞り込まれたことになる。

二つ目は、取締役・取締役会の行動規範に関する解説である。興味深いのは、本指針が示す取締

役会の行動規範は、米国におけるいわゆるレブロン義務とは異なっており、複数の買収候補者が存在する場合において、高い方の候補者の買収価格が過度に楽観的な予測に基づく可能性があると取締役会が考える場合、低い価格の候補者の買収提案に賛同する可能性があることが指摘されている点である。ただし同時に、そのような判断をできる場合は例外的であると指摘されていることにも注意を要する。

上記２点については、仮に企業価値を「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」と定義したとしても、その中身には短期的なリストラ等によるキャッシュフローのかさ上げもあれば、短期的にキャッシュフローが減少したとしても長期的なキャッシュフローの増加を期待する新規投資のようなものもあると思われ、どちらをより重視すべきかは、被買収企業の株主間でも見解の分かれるところだと思われる。

２本目の**井手論文「同意なき買収の境界線―ベネフィット・ワン買収を通じて―」**は、実際の同意なき買収が成立したベネフィット・ワン（以下、ベネワン）のケースについて、その買収者である第一生命ホールディングス（以下、第一生命）の関係者によって、その経緯や目的、実際のディールの進め方などが詳細に記録された興味深いものである。

本稿では、第一生命が以前よりベネワンの買収に対して検討を行っていたこと、その最中（2023年11月）にエムスリーによるベネワンへの株式公開買付（TOB）が開始され、いったんは諦めかけたものの社内での検討を重ねて同意なき買収へと舵を切ったこと、その意思決定には本指針が後押しとなったこと、当初「同意なき提案」で開始したとしても最終的にはベネワンの賛同を得て友好的買収となることを目指して協議したこと、などが記されている。

本指針公表後、事前に対象企業に接触すらせず、いきなり株式公開買付に臨むような「事前打診なき買収」も試みられているが、本論文に書かれているようにPMI（買収後の統合）フェーズのことまで視野に入れた場合、事前に相談なく、力ずくで対象企業を買い取ろうとするような同意なき買収が、本指針のいう「望ましい買収」なのかについては、今後議論が必要だと考える。

３本目の**柴田論文「「企業買収における行動指針」以降の同意なき買収事例から得られる示唆」**では、本指針発表後に発生した事例について、概要（経緯）、特徴を分析し、それぞれの事例から得られる示唆を解説している。そこで取り上げられているのは、TAKISAWA、ベネワン、東洋建設、ローランドDG、C&Fロジホールディングス、富士ソフト、牧野フライスの７社である。指針公表後に発生した有名事案のほとんどが、コンパクトにまとめられており、それぞれの事案から得られる「示唆」の項に記述されている内容は今後の参考になるものも多い。

柴田論文の第３章「最後に」では、企業法務に携わる弁護士の視点から、同意なき買収に関する論点を挙げている。それらの中には、すでに田中論文で指摘されている点に加えて、買付予定株数の下限が低く設定されていることによる強圧性の問題、同意なき買収提案を受けた後に新たに現経営陣が策定した中期経営計画の信憑性、従業員や取引先の同意なき買収への反対表明の是非などがあり、いずれも大変重要な指摘である。

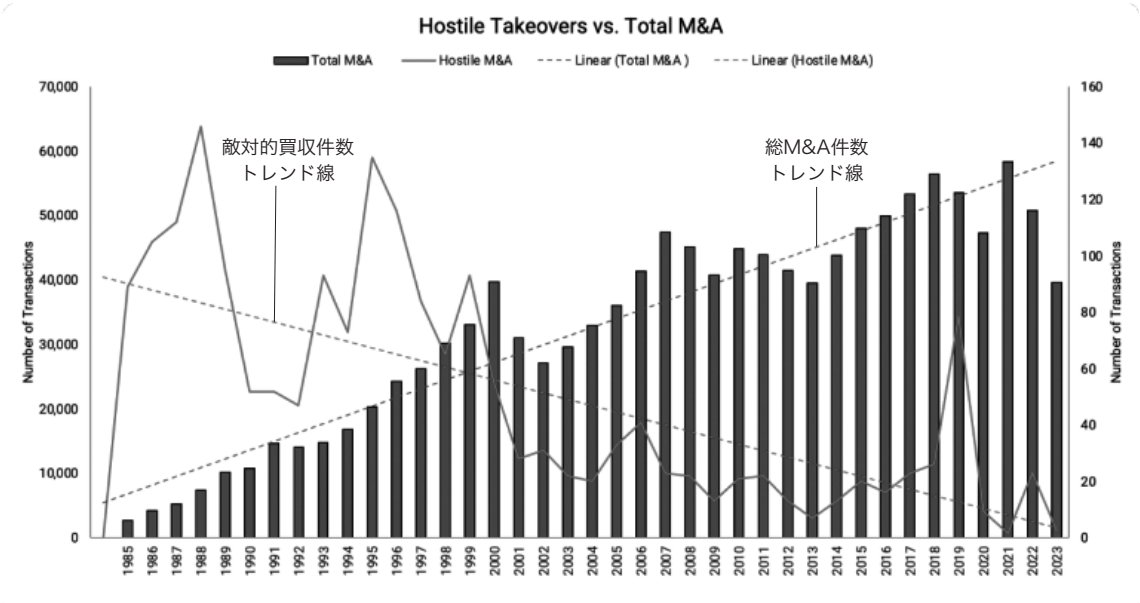
４本目の**池畑・斉藤、牧野論文「機関投資家が**

投資先企業に期待する買収提案への対応」では、本指針によって「事前警告型」の買収防衛策は潜在的な買収者に対する牽制効果としての意義を失ったと主張する。そして筆者の所属するアセットマネジメントOneにおいては、そうした認識に基づき、2025年４月以降、議決権行使判断基準・ガイドラインを改定し、（いわゆる平時の）買収防衛策については、一部の例外規定を廃止し、原則反対としたと述べている。これは本指針によって、上場企業が同意なき買収に対する事前の防衛策を採ることを機関投資家に賛同してもらうことが一段と困難になっている状況を示している。

一方で、同論文では、買収提案者についても、「買収後に企業価値や株主共同の利益が損なわれる濫用的買収を防止するため、（中略）自らの属性についての情報も開示すべき」としている。本指針に照らして妥当な要請であるが、機関投資家として議決権行使ができる被買収企業に比べ、買収提案者に対しては、どのようにしてこうした要請を強制（enforce）するかについて、今後工夫の余地があろう。例えば、機関投資家がTOB（特に同意がないケース）に関して、買収提案者が最低限充足すべき開示基準を事前に公表し、不十分な場合には有事の買収防衛策を諮る株主総会で賛成する、TOB自体に応募しない、といった対応が考え得る。

最後に、日本において同意なき買収が増加する一方で、敵対的買収（海外ではhostile takeoverという用語が今も一般的）が活発と思われている米国では、敵対的買収が減少傾向にあることを指摘しておきたい（**図表１**）。この傾向については、すでにFos［2017］でも指摘されていたが、最近の論文Burkhart *et al*.［2024］においては、この現象を説明する理論モデルが提示されている。彼らは、敵対的買収が減少しているのは、企業支配

図表１　米国における敵対的買収件数（折れ線）と総M&A件数（棒グラフ）



（出所）Burkhart *et al*.［2024］Figure 10: Hostile takeovers, total M&A, and M&A by financial acquirers

権市場が縮小しているからではなく、敵対的買収に代わってアクティビスト・ヘッジファンドとプライベート・エクイティファンド（PEファンド）がタッグを組んだ「買収アクティビズム（takeover activism）」が直接の敵対的買収に取って代わりつつあるためであるとし、こうした買収アクティビズムは、敵対的買収における少数株主のただ乗り（free riding）と買収者の被買収企業の価値に対する情報の非対称性を緩和する効果があるとしている。すなわち、最初にアクティビストが被買収候補企業の株式の一定比率を保有し（場合によっては取締役になり）、被買収企業の内部情報を入手、分析した後にPEファンド等の買収者に売却することで、いきなり敵対的買収を仕掛けた場合に比べて少数株主比率を下げ（ただ乗りを減らし）、対象企業価値の不確実性も緩和できるとしている。こうした買収アクティビズムは、「２段階型の同意なき買収」と考えられるかもしれない。

日本でも、すでにアクティビストによる株主総会での委任状争奪戦が活発化しており、実際にファンドの推薦する候補者が取締役に選任されるケースもみられている。今後、こうしたファンド側の取締役が選任された企業においては、自社を売り手とするM&Aが実施される可能性がある。過去、日本の企業支配権市場では、米国と同様の動きが周回（10～20年）遅れで起こってきたことを考えると、こうした２段階型の同意なき買収につながる（もしくは、買収を企図した）アクティビズムに対しても、動向を注視していく必要があるだろう。

〔参考論文〕

Burkhart, M., S. Lee and P. Voss［2024］“The Evolution of the Market for Corporate Control,” ECGI Finance Working Paper 956/2024. https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4709037

Fos, V.［2017］“The Disciplinary Effects of Proxy Contests,” *Management Science* 63(3), pp.655–671.