

2023年9月



Houlihan
Lokey

2023年8月31日公表
「企業買収における行動指針」の概要



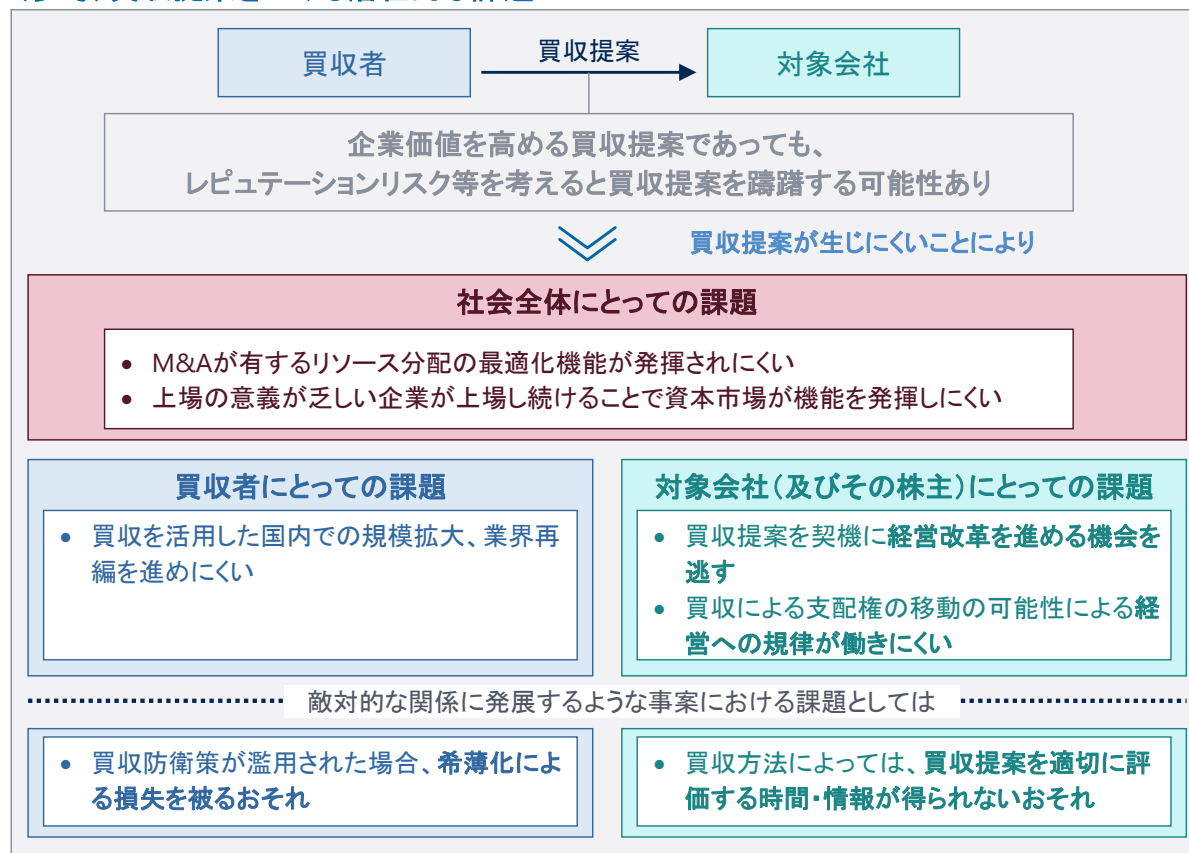
M&Aに関する近時の指針と今回の指針の位置づけ

経済産業省は、「企業買収における行動指針」(以下、本指針)を公表。これまで「公正M&A指針」等と同様、今回についても、買収提案が実施された際の実務プロセスや判断基準となるものと思われる

M&Aに関するこれまでの指針

| | | |
|----------------|--------------|--|
| 2005年 | 買収防衛指針 | <ul style="list-style-type: none"> • 平時型の買収防衛策の公正な使用方法 |
| 2007年 | MBO指針 | <ul style="list-style-type: none"> • 利益相反を防ぐ公正なMBO実施の実務ルール |
| 2019年 | 公正M&A指針 | <ul style="list-style-type: none"> • MBO指針の改訂。親会社による完全子会社化にも焦点 |
| 2020年 | 事業再編実務指針 | <ul style="list-style-type: none"> • 企業の事業ポートフォリオ経営のあるべき姿、事業切り出しの実務 |
| 2023年 8月31日 | 企業買収における行動指針 | <ul style="list-style-type: none"> • 望ましい買収を阻害しないための指針 |

(参考)買収提案をめぐる潜在的な課題⁽¹⁾



上記を踏まえた本指針策定の目的

公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により望ましい買収が生じやすくすることを目指し、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を図る

出所:
(1) 2023年5月18日実施の企業法制委員会で説明された2023年5月付経済産業省「公正な買収の在り方に関する政策動向」より引用

本指針の目的と主な内容

買収提案に対する当事者の行動の原則や在り方(ベストプラクティス)を示すことにより、買収者が経営陣からの要請や打診を受けずに実施される買収提案(unsolicited offer/bid)や望ましい買収(企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)を促進

(本指針の目的)

- 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
- 公正なM&A指針を継承・発展しつつ、公正なM&A市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には望ましい買収の実行を促進

(本指針の対象)

- 本指針では、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を主な対象とするもの
- なお、対象会社の経営陣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なわれる場合(英語のunsolicited offer/bidに相当)についても射程とする

本指針によって明確化された主な内容⁽¹⁾

現状

買収提案への対応

- 買収提案を受けた際の取締役会の一般的な行動規範を示す指針は存在しない

※MBOや親会社による子会社の買収については、**公正M&A指針**で行動規範を示している
(公正性担保措置)

買収者の透明性・公正性確保

- 市場内買付けで買収する場合は、公開買付制度の適用対象外
- 株主名簿上は誰が買収者か分からないことがある(実質株主を把握できる制度がない)

買収防衛策

- 平時導入型については、**買収防衛指針**で在り方を示している
- 現行指針の策定後に、株主総会決議を重視する司法判断が示されている

新指針案の主な内容

- 原則として取締役会に付議・報告すべきなど**取締役・取締役会の行動規範を提示**
- 一般株主利益の確保が重要となる場合において、**特別委員会の活用を推奨**
- 取締役会の対応を株主が評価できるよう、買収成立後に**取締役会の対応について開示することを推奨**

- 現行制度では開示が不要な部分(市場内での買い上がり)について、**任意の開示を促す**
- 買収提案をしようとするものは**実質株主の確認に応じるべき旨を記載**

※公開買付制度の見直し等について、今後、金融審で検討される予定

- 有事導入型の防衛策も指針の対象に**
- 株主総会にかけることを原則とするなど、司法判断や機関投資家の見方を踏まえた内容にアップデート**
- 「買収防衛策」の名称を見直し**



公式に「英訳版」も作成され、海外投資家に向けても公表

買収提案時に重視される原則と基本的視点

本指針で重視されている原則は以下の3つの観点。企業価値を定量的な概念として定義し、定性的で不明確な要素を排除した上でこれらの価値向上を意思決定の根本とし、その他、株主意思の尊重や検討プロセスの透明性等、基本的な原則を改めて整理

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

(本指針における内容)

- 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
 - － 「企業価値」は定量的な概念
 - － 対象会社の経営陣は、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
 - － なお、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
- また、「株主共同の利益」「株主の利益」「株主が享受すべき利益」等には、株主としての立場で享受する利益のみが含まれる
 - － 逆に、株主以外の立場で享受する利益（例えば、買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする株主が買収において他の株主と異なる利益を得る場合など）は含まれない

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

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
- － 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

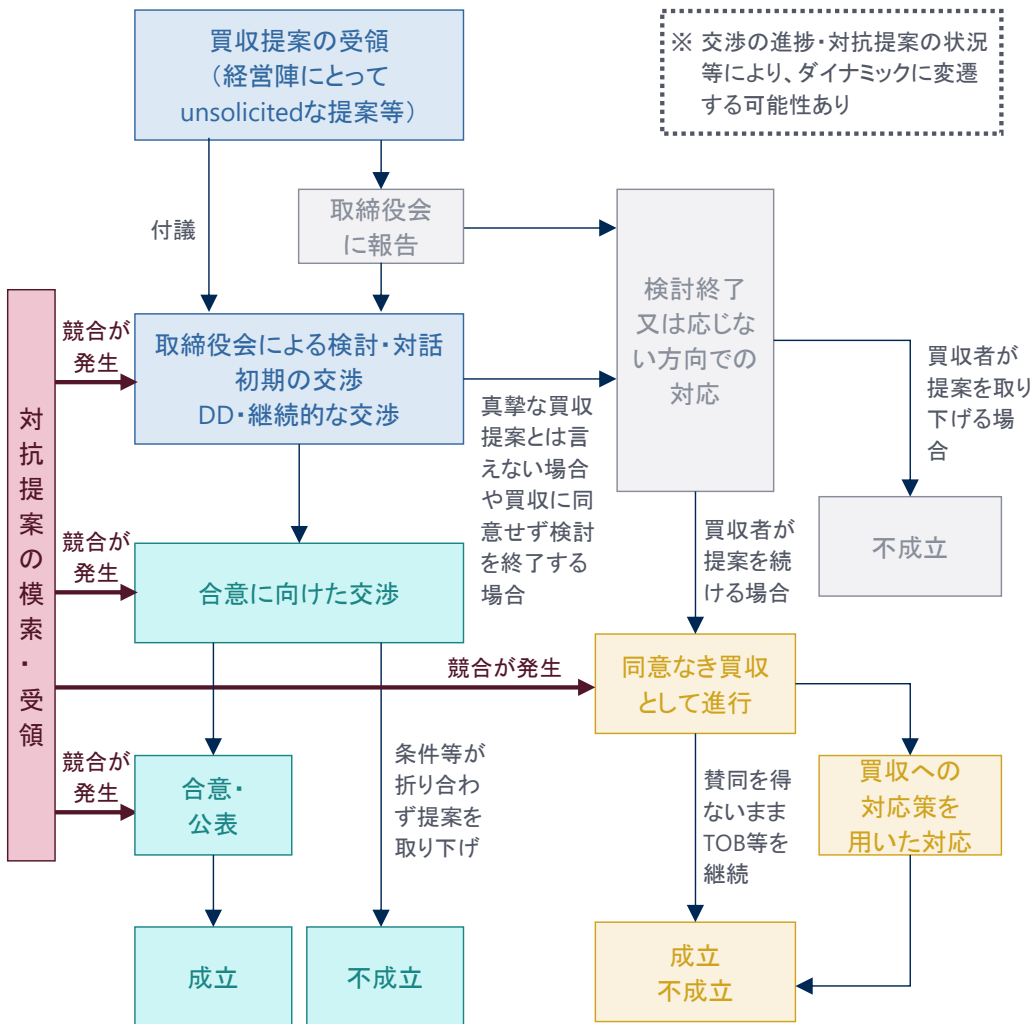
(本指針における内容)

- 会社を支配する者の変動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、買収者や対象会社の取締役会と株主の間には情報の非対称性があり、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

買収提案の検討における取締役・取締役会の行動規範

本指針では、買収提案がなされた場合の対象会社の取締役会の検討フローについて、企業価値の向上に資するか否かを検討する具体的な着眼点等を含めて、ベストプラクティスが示されており、今後、対象会社にはこれらに沿った説明責任が生じるものと考えられる

買収提案の検討フローの例(本指針における例示)



(1) 本研究会の議論は、買収提案の受領に先立って経営陣と買収者の間で要請や打診が行われていない「Unsolicitedな買収提案を受けた場合を主に 念頭に置いているが、大きな検討フローについては、そうでない場合も含め、買収提案を受けた場合一般に妥当するものと考えられる。

取締役会への付議

- 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則
 - 取締役会における取扱い(付議するか報告に留めるか等)を判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、例えば買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられる

取締役会での検討

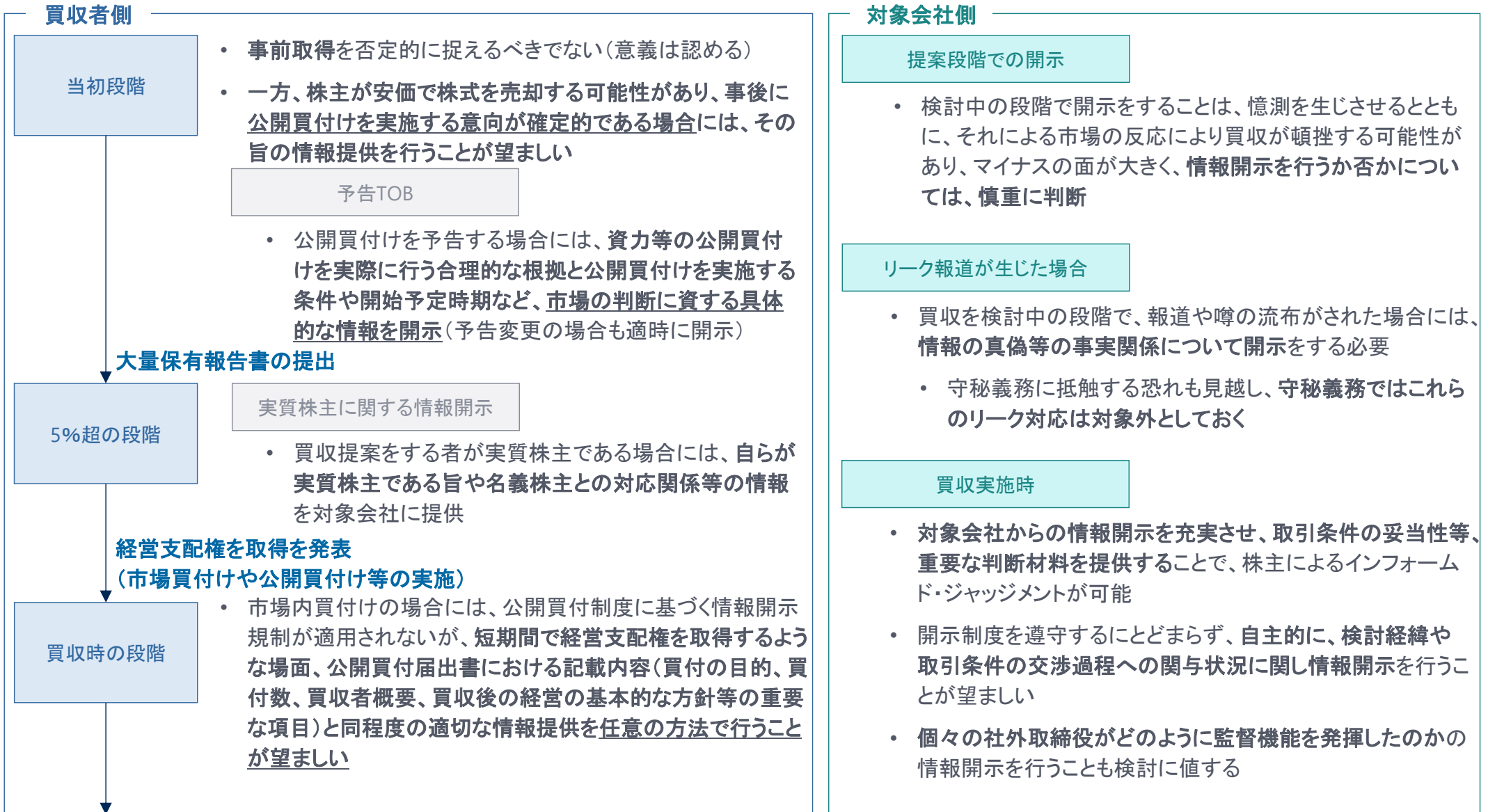
- 「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることが基本
 - 「真摯な買収提案」(具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案。英語の bona fide offerに相当する。)についても具体的な要件を紹介(後述)
- 買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討
- 多くの場合、買収価格は直前の株価(現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される)よりも高いと考えられ、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

- 買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等の取引条件が主な争点となることから、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められる(対抗提案がある場合は更に強まる)
- 買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべき

買収提案の検討プロセスにおける透明性の向上

また、透明性の観点では、買収者側と対象会社側の双方に、株主への情報開示のタイミングや内容に関する留意点やインフォームド・ジャッジメントを目的とした積極的な情報開示の重要性が述べられている



「『真摯な買収提案』に該当しない場合」及び「株主の意思を歪める行為」とは？

本指針では、買収提案を取締役に付議するべきか否かの判断材料となる「真摯な買収提案(bona fide offer)」であるか否かや、買収者及び対象会社の双方が避けるべき「株主の意思を歪める行為」等の例示が具体的に示されている

「真摯な買収提案」に該当しない場合

① 具体性が合理的に疑われる場合

- 買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案

② 目的の正当性が合理的に疑われる場合

- 経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案
- (他の買収者がいる状況において)買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
- 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案

③ 実現可能性が合理的に疑われる場合

- 買収資金の裏付けのない買収提案
- 当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案
- 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案

株主の意思を歪める行為

買収者による行為

- 強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと
- 不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと
- 買収の意図があるにも関わらず、それを隠して買付けを進めること
- 買収のために要する資力など、公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく、公開買付けの実施を予告すること
- 買収者の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

対象会社による行為

- 不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと
- 対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

買収への対応方針・対抗措置について

過去の「買収防衛策」という表現は本指針より「買収への対応方針」とされ、その発動についても、一定の前提で株主利益に寄与する可能性があるとの見方も示された。但し、引き続き、「好ましくない者」から経営陣を守るためのものではないと念押しされている

買収への対応方針が適切に用いられる場合には、

- 取締役会に買収者に対する交渉力を付与し、
 - 買収者や第三者からより良い買収条件を引き出すことを通じて、
- 株主共同の利益や透明性の確保に寄与する可能性もある

「買収への対応方針」が肯定的に認められる前提

株主意思の尊重

株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるものと考えられる

必要性・相当性の確保

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである

その他(特徴的な記載内容)

- **意思決定の公正性**
 - 対話や情報開示を行うことに加え、取締役会の構成の独立性を高めていく(例えば社外取締役の比率を過半数とする)ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重することで公正さを担保すべきである
- **対応方針の設計の工夫**
 - 対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計
 - 発動要件を限定した設計
 - 特殊な状況下の時限的な措置として設計

事前の開示

対応方針を平時に導入・開示することによって、有事に対抗措置が用いられ得ることについて、買収者、株主等の予見可能性が高まる(但し、導入自体で外部からの規律が弱まるとの考え方も存在)

資本市場との対話

対応方針の要否や求められる方策は異なりうるため、中長期的な企業価値の向上の観点から、対象会社と機関投資家との間で建設的な対話がされることが、本来望ましい姿

本指針から読み取れること／平時から取り組むべき事項

本指針において、「平時」の取組みに触れられている対応は以下の通り。昨今の東証及び金融庁が取り組むガバナンス改革における課題認識とも共通しており、資本コストや株価を意識した経営の実現が期待されている

本指針において「平時」の取組みとして言及されている事項



本来、会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる。

この観点から、取締役会の構成を独立性の高いものとすることが重要であるとともに、そのような取締役会において、事業計画(事業戦略及び資本政策)や資本構成の検証、定期的な事業ポートフォリオの見直し、投資家との対話や情報開示の充実、株式の流動性を高める取組み、経営陣の交代・強化やM&A、その他の課題の洗い出し等がされるべきである。特に、市場での株式の評価が客観的に低い会社については、こうした取組みを積極的に行うことが期待される。

「第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」より



我が国においてはこれまで、業績が低迷するなど経営を改善する余地が大きく、買収の経済的意義が発揮されやすい企業において対応方針が導入されやすい傾向があったことには、留意する必要がある。このような会社において買収への対応方針が導入され、これが経営陣の保身のために設計・運用されることとなれば、望ましい買収提案の躊躇や、買収を通じた規律付けの低下、買収提案に対する真摯な検討の阻害を生む結果となりかねない。

したがって、会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる。

「第5章 買収への対応方針・対抗措置／5.5 資本市場との対話」より



「資本コストや株価を意識した経営」の促進に向けた東証の要請内容

| 行動 | 見直しの観点 | 分析・評価の観点の例 |
|---------|--|--|
| 現状分析 | <ul style="list-style-type: none"> 自社の資本コストや資本収益性(ROE、ROIC等)を的確に把握 その内容や市場評価(株価・時価総額、PBR、PER等)に関して、取締役会等で現状を分析・評価 | <ul style="list-style-type: none"> 資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その要因 資本コストを上回る資本収益性を達成できているも、PBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因等 |
| 計画策定・開示 | <ul style="list-style-type: none"> 資本収益性や市場評価に関して、改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組について検討・策定 その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示 | <ul style="list-style-type: none"> 目標とする指標は、自社の状況を踏まえて設定 既に十分な水準が実現しており、改善の必要がないと考える場合には、その旨を開示 東証から新たに提供するフォーマットを利用した開示のほか、CGコード原則5-2の趣旨を踏まえ、経営戦略や経営計画を開示する中で示すことも可(いずれの場合でも、開示を行っている旨について、CG報告書に記載) |
| 取組実行 | <ul style="list-style-type: none"> 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進 | <ul style="list-style-type: none"> 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施 |

出所: 東京証券取引所
 (注: 資本コストや株価を意識した経営の促進に向け、東証が要請する開示項目としてグロース市場の開示義務である「事業計画及び成長可能性に関する事項」が参考にされている

留意事項

本プレゼンテーションは、フーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」又は「弊社」という。)が貴社(以下「貴社」又は「受領者」という。)の為に、貴社内部限りの利用を前提として作成したものです。本プレゼンテーションは、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的として作成されたものであり、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利も受領者に付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、弊社による口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。弊社の事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

弊社は、公共の情報源から入手した情報、その他弊社が独自に入手・検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし作成されたものであり、当該情報は、受領者が本取引を進めるか否かを評価するために必要とする可能性のあるすべての情報を含むとは限りません。フーリハン・ローキーならびにその役員、取締役、従業員、代理人および関係者は、本プレゼンテーションに含まれる情報(将来の予測、事業の推測、見込みまたは利益に関する成果または合理性を含む。)または受領者もしくはそのアドバイザーに対して書面もしくは口頭で提供されるその他一切の情報の正確性、完全性、クオリティ、妥当性または適切性に関し、現在または将来において、明示的にも黙示的にも表明または保証を行わず、義務または責任を負わず、かつ、それらの一切の責任は明示的に免責されます。本プレゼンテーションに含まれる一切の情報に関し、フーリハン・ローキーは独自の検証を行っていません。

本プレゼンテーションの内容は、法律、税務、規制、会計または投資に関する助言または勧告として解釈してはならないものとします。いかなる受領者も、本取引に関する法的事項その他の関連事項に関し、独自のカウンセル、税務アドバイザーおよび財務アドバイザーと相談すべきです。本プレゼンテーションは、すべての情報を網羅することを意図しておらず、また、貴社が必要とする可能性のあるすべての情報を含むことを意図していません。



Houlihan
Lokey

フーリハン・ローキー株式会社
〒100-6230 東京都千代田区丸の内 1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス丸の内30階
+81 3 6212 7100
CORPORATE FINANCE
FINANCIAL RESTRUCTURING
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY

HL.com