

2026 年 7 月 16 日

経済産業省「企業買収における行動指針」の解釈について(案)、「企業買収における行動指針」のポイント(案)及び「企業買収における行動指針」Q&A(案)」に対する意見

1. 総論

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」の解釈について(案)」(以下、解釈(案)という)、「企業買収における行動指針」のポイント(案)」(以下、ポイント(案)という)及び「企業買収における行動指針」Q&A(案)」(以下、Q&A(案)という)の全体

【意見】

本指針の趣旨の周知・徹底を図るため、解釈(案)、ポイント(案)、Q&A(案)を整理した今回の取り組みを歓迎します。特に、本指針の「本体」に修正を施さずに維持する形を採用したことを高く評価します。上場会社の取締役、特に社外取締役は、価格を評価するのではなく、価値を評価することを常に念頭においていただきたいと存じます。価値を正しく評価するために、上場会社は、取締役会のスキルセットのなかに、コーポレートファイナンスに関する知見と経験を加えられることを望みます。

【理由】

本指針は、我が国の M&A をより公正なものとする上で、重要な視座を提供していると考えます。しかしながら、M&A の実務において、取締役、特に社外取締役において、本指針の趣旨に沿って適切な判断が下せない場面があるという指摘を踏まえ、本指針の趣旨の周知・徹底を図る今回の取り組みは、有意義なものであると考えます。

同時に、取締役、取締役会には、常に企業価値に関する高い意識と、成長投資や買収提案を適切に評価できるコーポレートファイナンスに関するスキルが求められていると考えます。

2. 個別の意見

(1) 価格と価値

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」のポイント(案)

P4 (2)「企業価値」の意味

- － ただし、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要である。

【意見】

以下のように、下線部分の文章を追加し、修正していただきたいと思います。

- － ただし、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要である。取締役会が定量化をせず定性的な価値を重視した判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる。

【理由】

事務局説明資料((第 10 回研究会資料 3)にあるとおり、投資家は、定性的な価値についても、将来のキャッシュフロー又は割引率への影響について定量評価することを求めています。定量化が困難である場合があることは理解していますが、取締役、取締役会は、定量化を安易に諦め、測定困難であることを理由に説明責任を実質的に回避することのないように心すべきです。

特に、ファイナンシャル・アドバイザーの助言は、M&A に直接関与している場合、自らのビジネス上の利益の影響を受けやすいという側面があります。取締役には、コーポレートファイナンスに関する知見と経験を十分に備えることを望みますが、コーポレートファイナンスのスキルセットが乏しい取締役会は、M&A に関与していない第三者のアドバイザーによる助言を得るなど、適切に判断できる状態をつくることが望まれます。

また、買収によって事業ポートフォリオの変革やビジネスモデルの変化が見込まれる場合、生活環境が大きく変わる可能性がある従業員や取引関係が変わる可能性のある取引先も、自己の利益から買収提案に反対しがちです。さらに、情報の非対称性ゆえに、経済安全保障に関わる機微な技術等は買収提案者にはわかりにくいという側面があります。

事業のベストオーナーは誰かという観点で考えると、仮に買収提案で低収益事業の切り離しが示されていたとしても該当する従業員は必ずしも不幸になるとは限らず、斬新なビジネスモデルの構築や新技術の導入が示されていたならば、逆に経済安全保障が強靱化されることもあり得ます。

取締役、取締役会は、従業員や取引先などのステークホルダーの反対意見や経済安全保障を反対理由とする場合、これらのディスシナジーとなる定性的な理由の背景が、実はバイアスがかかりやすいものであり、外部者である買収提案者は反論しにくい理由であるということと、逆に、外部者ならではの新鮮な感覚がこれまでの旧態依然とした認識を打破しシナジーを生む可能性があること、これらの両側面を理解し、企業価値の向上という観点から定性的な価値を適切に評価し、株主に対する説明責任を認識していただきたいと思います。

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」Q&A(案)

P12 5.企業価値と買収価格の関係性

(答)4

対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます。

【意見】

以下のように、下線部分の文章を追加し修正していただきたいと存じます。

対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をする場合には、企業価値と買収価格の差を定量的に示しながら、株主に対する説得力のある説明が求められます。

【理由】(上記のポイント(案)p4 への意見の理由と同じ)

事務局説明資料(第 10 回研究会資料 3)にあるとおり、投資家は、定性的な価値についても、将来のキャッシュフロー又は割引率への影響について定量評価することを求めています。定

量化が困難である場合があることは理解していますが、取締役、取締役会は、定量化を安易に諦め、測定困難であることを理由に説明責任を実質的に回避することのないように心すべきです。

特に、ファイナンシャル・アドバイザーの助言は、M&A に直接関与している場合、自らのビジネス上の利益の影響を受けやすいという側面があります。取締役には、コーポレートファイナンスに関する知見と経験を十分に備えることを望みますが、コーポレートファイナンスのスキルセットが乏しい取締役会は、M&A に関与していない第三者のアドバイザーによる助言を得るなど、適切に判断できる状態をつくることが望まれます。

また、買収によって事業ポートフォリオの変革やビジネスモデルの変化が見込まれる場合、生活環境が大きく変わる可能性がある従業員や取引関係が変わる可能性のある取引先も、自己の利益から買収提案に反対しがちです。さらに、情報の非対称性ゆえに、経済安全保障に関わる機微な技術等は買収提案者にはわかりにくいという側面があります。

事業のベストオーナーは誰かという観点で考えると、仮に買収提案で低収益事業の切り離しが示されていたとしても該当する従業員は必ずしも不幸になるとは限らず、斬新なビジネスモデルや新技術の導入が示されていたならば、逆に経済安全保障が強化されることもあり得ます。

取締役、取締役会は、従業員や取引先などのステークホルダーの反対意見や経済安全保障を反対理由とする場合、これらのディスシナジーとなる定性的な理由の背景が、実はバイアスがかかりやすいものであり、外部者である買収提案者は反論しにくい理由であるということと、逆に、外部者ならではの新鮮な感覚がこれまでの旧態依然とした認識を打破しシナジーを生む可能性があること、これらの両側面を理解し、企業価値の向上という観点から定性的な価値を適切に評価し、株主に対する説明責任を認識していただきたいと思います。

(2) 社外取締役のバイアス

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」のポイント(案)

P9 定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討

－ 取締役会は、以下の①及び②について、いずれがより中長期的な企業価値の向上に資するか、シナジーとディスシナジーの双方を考慮した上で、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい。

① 買収者が提示する買収価格や企業価値向上策(買収者が提示する新たなビジネスモデルやイノベーション、買収者の経営資源によりもたらされるシナジーなど)

② 対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策

【意見】

当該部分に、以下のように、注記をしていただきたいと存じます。

定量的な観点から比較検討するにあたって、社内取締役はもちろん、独立性の高い社外取締役といえども、すでに就任後の取締役会における意思決定に関与しており、現在の経営方針を推し進める当事者の立場であることから、外部者である買収提案者からの提案に対し、心情的に反買収的なバイアスがかかり得ることを認識し、買収提案に対してことさら中立性、客観性をもって接することに努めるべきである。

【理由】

取締役会や特別委員会が買収案件を比較検討する際、独立性の高い社外取締役といえども、すでに就任後の取締役会における意思決定に関与しており、現在の経営方針を推し進める当事者の立場であることから、心情的に反買収的なバイアスがかかり得ることを認識し、買収提案に対してことさら中立性、客観性をもって接することに努めるべきです。

本指針注 11 では、「買収に関する独立性としては、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、個別の買収事案ごとに、買収者や対象会社との関係や当該買収との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきである。」とありますが、独立性の高い社外取締役といえども、スタンド・アローンの企業価値向上策に賛成し、経営陣の背中を押してきた立場です。人間だれしも過去の自分を否定することは難しいものです。本指針注 11 を厳密に実行しようとなると、これまでの取締役会の意思決定に関与していない新任社外取締役のみが判断することとなりかねず、新任社外取締役だけでは会社の状況に詳しくないことから適切ではありません。したがって、これまで経営を担ってきた現任の取締役も判断に加わることでありますが、社外取締役であっても、心情的にバイアスがかかり得るということを認識して、買収案件の判断に臨むべきです。

(3) レブロン義務

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」のポイント(案)」

5 買収に応じる方針を決定する場合

(1) 基本的な考え方

P9 6～8 行目

- なお、本指針は、米国デラウェア州のように、会社を売却すると決めた場合には、株主利益(価格)のみを考慮するという義務(レブロン義務)を定めるものではない。

【意見】

当該文章は削除すべきです。

【理由】

本指針 3.2.3 は、株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉を行うべき旨を示しており、「仮にこのような努力を貫徹しても、なお、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とはいえない難い提案に取締役会が賛同する例外的な判断」も、「判断の合理性については、十分な説明責任を果たす」ことによって可能としています。しかしながら、事務局説明資料(第 10 回研究会 資料3 p9)で、対象会社の一部には「最終的には競合提案の中から買収価格が高い方を選ばないと、訴訟リスクがあると認識していた。」との誤解があることが示されており、それが、今回の本指針の趣旨の解釈と徹底の取り組みの発端になったと認識しています。

しかしながら、本指針には「レブロン義務を定めるものではない」との記述はありません。

2023 年本指針の策定当時には、レブロン義務が日本において認められているのか、認められ得るのか等について様々に議論がなされ、第 5 回研究会の資料では、以下のようにそれ以前の議論がまとめられています。

- ・「日本ではレブロン義務が明確にあるわけではない」(玉井委員・第3回)
- ・「レブロン義務をそのまま日本にあてはめることが適切とは思わない」(別所委員・第4回)

- ・「レブロン義務は、防衛策を禁止するという「消極的なレブロン義務」と、価格が高い提案を選択するという「積極的レブロン義務」がある。消極的レブロン義務は、株主以外のステークホルダーの利益保護を目的として株主が賛成している買収提案を止めてはいけないというもの。積極的レブロン義務は、取締役の行為規範で、取締役自身が、買収価格の高い提案が来たら当該提案を採用しなければいけないもの。消極的レブロン義務は日本でも採用しようと考えており、裁判所も同じ考え方と思われるが、積極的レブロン義務については議論の余地がある。」(田中委員・第1回)

また、当時、機関投資家や事業会社からは、以下のような意見が寄せられていました。(第6回参考資料 1「パブリックコンサルテーション結果報告」より抜粋)」

- ・「株主価値を保護する観点や、過去の M&A において株主利益が軽視されてきた経緯も踏まえれば、買収価格の最大化のための合理的な努力を取締役に義務づけるレブロン義務のような規則が必要」
- ・「買収を巡る両当事者にとっての予見可能性の向上のためには、不要に厳しい買収防衛策の設計を助長し得ないようにするためにも、レブロン基準のような明確なガイダンスが必要。」
- ・「米国のレブロン基準と同様に、株主利益(売却価格の最大化)を第一原則とし、企業価値向上は従属的原則とすべき」

これらの議論を受けて、2023 年の本指針の策定時には、レブロン義務の内容を参照点として本指針が策定されています。その意味で、レブロン義務の要素が相当程度、本指針に取り込まれていると見ることができます。例えば、経営陣の保身ではなく株主が得るべき利益を確保するために行動する義務を取締役会が負うという点で、本指針はレブロン義務と共通する規範を含んでいると考えられます。

今回、2026 年研究会の議論の中で、一部の委員から、日本ではレブロン義務を採用していないと明記すべきとの意見があったと理解しています。しかし、「本指針はレブロン義務を定めるものではない」か否かについて議論が尽くされたとは言えません。

このような状況にも関わらず、レブロン義務の内容を殊更に狭く捉えた説明を加えて、レブロン義務が本指針に含まれていないと断言してしまうことは、2023 年当時、レブロン義務のような規則を導入すべきとの関係者からの意見を踏まえて、レブロン義務の重要な要素が相当程度取り込まれて本指針が策定されたという経緯には沿いません。今回、本指針に修正を加えないという前提を置きながら、「レブロン義務を定めるものではない」との新たな解釈を加えることは、本指針に修正を加えていることとなります。

我が国とは法理が異なる他国の判例であるレブロン義務について言及することは、かえって混乱を招くだけであり、わざわざ記述する必要性は無いと考えます。わ

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」Q&A(案)

P13 6. 買収に応じる方針を決定する場合

(答)1

なお、米国デラウェア州においては、会社を売却すると決めた場合には、取締役は、株主利益(価格)のみを考慮する義務(レブロン義務)³⁵を負うものとされていますが、本指針は、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合であっても、対象会社の企業価値を向上させるか否かの観点から判断することを求めるものです。したがって、本指針は、レブロン義

務を定めるものではありません³⁶。

³⁵ 具体的には、取締役会が積極的に会社を売りに出し買収者を募集する場合、支配権の異動を伴う M&A 取引を実行する場合、又は会社の解体を伴う M&A 取引を実行する場合、取締役は、競売人として、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務(レブロン義務)を負うとされています (Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. 1986))。

【意見】

当該文章と注記は削除すべきです。

【理由】（上記のポイント(案)p9 への意見の理由と同じ）

本指針 3.2.3 は、株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉を行うべき旨を示しており、「仮にこのような努力を貫徹しても、なお、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い提案に取締役会が賛同する例外的な判断」も、「判断の合理性については、十分な説明責任を果たす」ことによって可能としています。しかしながら、事務局説明資料(第 10 回研究会 資料3 p9)で、対象会社の一部には「最終的には競合提案の中から買収価格が高い方を選ばないと、訴訟リスクがあると認識していた。」との誤解があることが示されており、それが、今回の本指針の趣旨の解釈と徹底の取り組みの発端になったと認識しています。

しかしながら、本指針には「レブロン義務を定めるものではない」との記述はありません。

2023 年本指針の策定当時には、レブロン義務が日本において認められているのか、認められ得るのか等について様々に議論がなされ、第 5 回研究会の資料では、以下のようにそれ以前の議論がまとめられています。

- ・「日本ではレブロン義務が明確にあるわけではない」(玉井委員・第3回)
- ・「レブロン義務をそのまま日本にあてはめることが適切とは思わない」(別所委員・第4回)
- ・「レブロン義務は、防衛策を禁止するという「消極的なレブロン義務」と、価格が高い提案を選択するという「積極的レブロン義務」がある。消極的レブロン義務は、株主以外のステークホルダーの利益保護を目的として株主が賛成している買収提案を止めてはいけないというもの。積極的レブロン義務は、取締役の行為規範で、取締役自身が、買収価格の高い提案が来たら当該提案を採用しなければいけないもの。消極的レブロン義務は日本でも採用しようと考えており、裁判所も同じ考え方と思われるが、積極的レブロン義務については議論の余地がある。」(田中委員・第1回)

また、当時、機関投資家や事業会社からは、以下のような意見が寄せられていました。(第6回参考資料 1「パブリックコンサルテーション結果報告」より抜粋)

- ・「株主価値を保護する観点や、過去の M&A において株主利益が軽視されてきた経緯も踏まえれば、買収価格の最大化のための合理的な努力を取締役に義務づけるレブロン義務のような規則が必要」
- ・「買収を巡る両当事者にとっての予見可能性の向上のためには、不要に厳しい買収防衛策の設計を助長し得ないようにするためにも、レブロン基準のような明確なガイダンスが必要。」
- ・「米国のレブロン基準と同様に、株主利益(売却価格の最大化)を第一原則とし、企業価値向上は従属的原則とすべき」

これらの議論を受けて、2023 年の本指針の策定時には、レブロン義務の内容を参照点として本指針が策定されています。その意味で、レブロン義務の要素が相当程度、本指針に取り込まれていると見ることができます。例えば、経営陣の保身ではなく株主が得るべき利益を確保するために行動する義務を取締役会が負うという点で、本指針はレブロン義務と共通する規範を含んでいると考えられます。

今回、2026 年研究会の議論の中で、一部の委員から、日本ではレブロン義務を採用していないと明記すべきとの意見があったと理解しています。しかし、「本指針はレブロン義務を定めるものではない」か否かについて議論が尽くされたとは言えません。

このような状況にも関わらず、レブロン義務の内容を殊更に狭く捉えた説明を加えて、レブロン義務が指針に含まれていないと断言してしまうことは、2023 年当時、レブロン義務のような規則を導入すべきとの関係者からの意見を踏まえて、レブロン義務の重要な要素が相当程度取り込まれて本指針が策定されたという経緯には沿いません。今回、本指針に修正を加えないという前提を置きながら、「レブロン義務を定めるものではない」との新たな解釈を加えることは、本指針に修正を加えていることとなります。

我が国とは法理が異なる他国の判例であるレブロン義務について言及することは、かえって混乱を招くだけであり、わざわざ記述する必要性は無いと考えます。

(4) 本指針の変更と曖昧な文章

【該当箇所】

「企業買収における行動指針」の解釈について(案)

P1 4～7 行目

こうした「望ましい買収」は、買収者にとっては企業の成長に資するものであり、対象会社にとっても優れた経営戦略を選択する機会の確保や、経営に対する外部からの規律を向上させるものであり、それぞれの企業の成長を通じ、また、増加した企業価値が賃上げによって労働者へ分配されることで、日本経済全体の成長にも資するものである。

【意見】

当該文章を、本指針内の文章と整合性のある以下の文章に修正すべきです。

こうした「望ましい買収」は、買収による企業の成長に資するものであり、対象会社にとっても優れた経営戦略を選択する機会の確保や、経営に対する外部からの規律を向上させるものであり、対象会社の企業価値の向上と株主共同の利益の確保を通じ、日本経済全体の成長にも資するものである。

【理由】

本指針では、「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)が活発に行われることは、買収による企業の成長に資するものであり、また、対象会社にとっても優れた経営戦略を選択する機会の確保や、経営に対する外部からの規律の向上に資するものである。加えて、こうした買収が活発に行われることは、経済社会全体で見ても、M&A が有するリソース分配の最適化機能の発揮や、業界再編の進展、資本効率性の低い企業の多い日本の資本市場における健全な新陳代謝にも資するものである。」とあります。

解釈(案)では、本指針の上記下線部分を、「買収者にとって企業の成長に資するもの」と変えてありますが、これでは、買収者だけのメリットとなり、他の一般株主やステークホルダーが排

除されることとなり、主旨に沿いません。本指針は何も変えないという方針である以上、主旨が変わることに異論があります。

また、「それぞれの企業」とは、対象会社以外のどの企業を指すのか不明です。戦略的バイヤーであっても、買収提案者は、企業とは限りません。

さらに、「増加した企業価値が賃上げによって労働者へ分配される」との表現は、本指針とポイント(案)、Q&A(案)とは異なる文脈になります。

まず、「労働者」とは、対象会社の従業員を指すのか不明であり、本指針、ポイント(案)、Q&A(案)のいずれにも「労働者」を指す言葉は登場していません。

次に、本指針における「企業価値」の定義を踏まえれば、上の文章は、「増加した将来キャッシュフローの現在割引価値を労働者に分配する」という表現となり、意味不明です。事務局説明資料(第9回研究会 資料4 p15)においても、「企業価値ひいては株主の利益の確保」の説明として、「(a)買収による本源的な価値の反映等を基礎とした企業価値の向上⇒(b)(適正な取引条件による)企業価値の増加分の公正な分配⇒(c)株主の利益の確保」とあり、買収に応じる既存株主に対する公正な分配として、「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」させることで株主の利益を確保するという説明の文脈で使われています。

本来、経営の規律の中で、成長性や収益性の拡大を図る方針が示され、従業員への適切な労働分配などによって従業員や取引先の貢献を生み出し、顧客へより高い付加価値を提供することで、業績を拡大し、ひいては将来キャッシュフローの増加につなげることがファイナンスの基本理論であり、当該文章は因果関係が逆転した表現です。

また、「日本経済全体の成長」が、「それぞれの企業の成長」と、「賃上げによる労働者へ分配」によってもたらされるという論旨は、本指針になく、論理的ではありません。

投資家は、適切な労働分配を否定するものではなく、むしろ、我が国の給与水準を考慮すると、積極的に人的投資として労働分配に振り向けていただきたいと思います。ゆえに、企業価値が向上することで、人的資本を含む様々な経営資本に再投資が行われ、さらに企業価値が向上することを望むものです。当該文章の文意は理解しますが、本解釈(案)においては、唐突感否めず、違和感があります。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

理事長 木村祐基 事務局長 山崎直実

理事 大堀龍介、鎌田博光、小澤大二、中熊靖和、齊藤太

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

ウェブサイト <https://www.iicef.jp> メールアドレス info@iicef.jp