

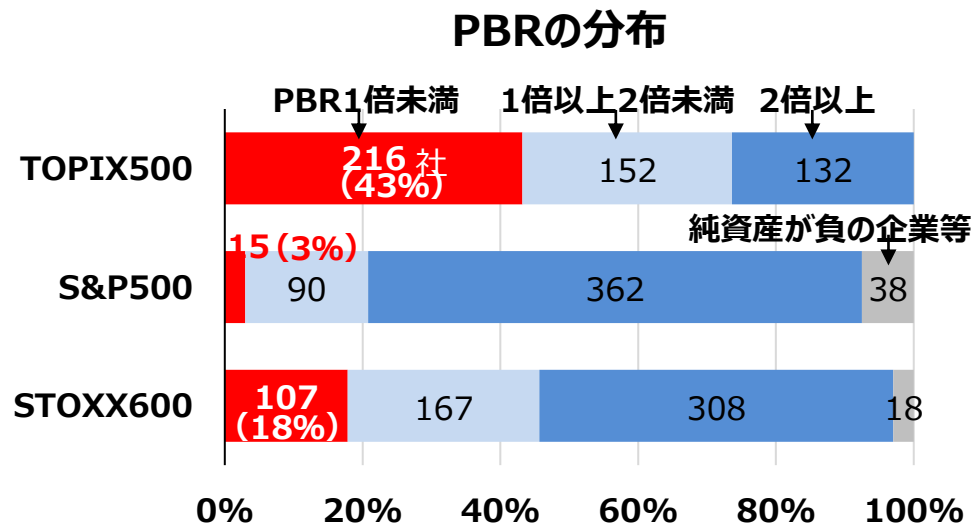
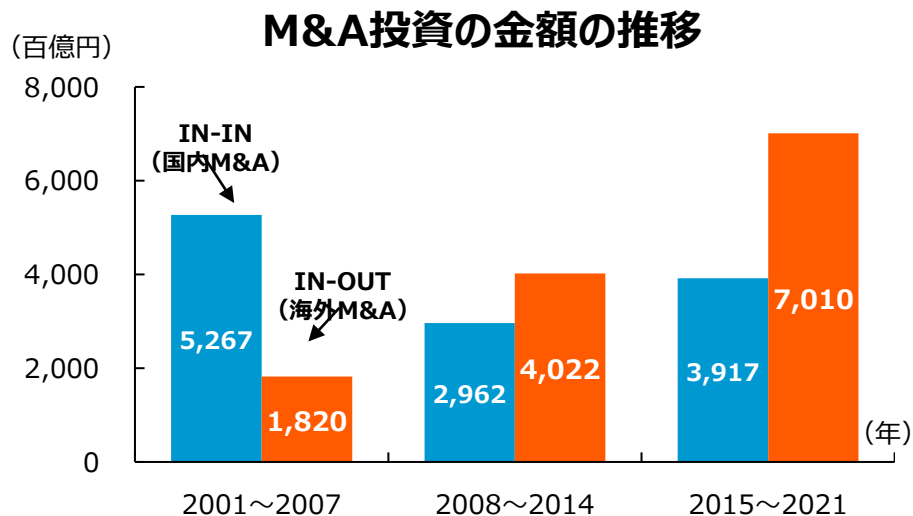
公正な買収の在り方に関する政策動向

経済産業省産業組織課長 安藤元太

2023年5月

研究会での検討の背景・位置づけ

- 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、買収をしようとする企業にとっては買収による成長に資するものであり、対象会社にとっては優れた経営戦略の選択肢確保や経営に対する外部の規律向上に資するもの。
- また、経済全体で見ても、リソース分配の最適化や、業界再編の進展、資本市場における健全な新陳代謝にも資する。
- しかしながら、近年は国内企業に対するM&Aよりも、海外企業に対するM&Aが積極的に行われている状況。また、PBR1倍割れの上場企業が他国に比して多い。



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。

(参考) 買収提案を巡る潜在的な課題



企業価値を高める買収提案であっても、レピュテーションリスクなどを考えると買収提案を躊躇する可能性あり。

買収提案が生じにくいことにより

社会全体にとっての課題

- M&Aが有するリソース分配の最適化機能が発揮されにくい
- 上場の意義が乏しい企業が上場し続けることで資本市場が機能を発揮しにくい

買収者にとっての課題

- 買収を活用した国内での規模拡大、業界再編を進めにくい

対象会社（及びその株主）にとっての課題

- 買収提案を契機に経営改革を進める機会を逃す
- 買収による支配権の移動の可能性による経営への規律が働きにくい

..... 敵対的な関係に発展するような事案における課題としては

- 買収防衛策が濫用された場合、希薄化による損失を被るおそれ

- 買収方法によっては、買収提案を適切に評価する時間・情報が得られないおそれ

(参考) 近年の「同意なき買収」の事例

- 2017年以降の主な「同意なき買収」では、ファンドに限らず、事業会社が買収提案を行った事案も一定数含まれている。交渉の結果、経営陣が同意に転じた事例も存在。

対象会社	買収提案者	公表時期	形態
ソレキア	佐々木バジ	2017年2月	資本参加 (TOB)
ぺんてる	ココロ	2018年3月	資本参加
サンヨーホームズ	日本アジアグループ	2018年4月	資本参加 (TOB)
ジェクシード	BMI Hospitality Services (香港法人)	2019年1月	資本参加 (TOB)
デザート	BSインベストメント (伊藤忠商事の完全子会社)	2019年1月	出資拡大 (TOB)
廣済堂	南青山不動産	2019年3月	買収 (TOB)
ユニゾホールディングス	エイチ・アイ・エス	2019年7月	出資拡大 (TOB)
東芝機械 (芝浦機械)	シティインデックスイレブンス	2020年1月	出資拡大 (TOB)
前田道路	前田総合インフラ (前田建設工業の完全子会社)	2020年1月	買収 (TOB)
澤田ホールディングス	ウブシロン投資事業有限責任組合 (META Capital)	2020年2月	買収 (TOB)
大戸屋ホールディングス	コロワイド	2020年7月	買収 (TOB)
京阪神ビルディング	サンシャインH号投資事業組合 (ストラテジックキャピタル、UGSアセットマネジメント)	2020年11月	出資拡大 (TOB)
日本アジアグループ	シティインデックスイレブンス	2021年1月	買収 (TOB+スキーズアウト)
東京製綱	日本製鉄	2021年1月	出資拡大 (TOB)
日邦産業	フリージア・マクロス	2021年1月	出資拡大 (TOB)
サンケン電気	エフィッシモキャピタルマネジメント	2021年2月	出資拡大 (TOB)
富士興産	アスリード・キャピタル	2021年4月	買収 (TOB+スキーズアウト)
東京機械製作所	アジア開発キャピタル	2021年7月	資本参加
新生銀行	SBIホールディングス	2021年9月	買収 (TOB)
シダックス	オイシックス・ラ・大地	2022年6月	資本参加 (TOB)






(備考) 事業会社が買収提案を行った事案をオレンジ網掛けで記載。

(出所) レコフデータベースに基づき、経営陣の賛同を得ずに、経営権の支配を目的として株式を買い付ける取引 (ただし、REIT、インフラ投資法人を対象とする案件を除く) を集計。集計対象期間は2017年1月1日～2022年8月31日までであり、最終的に買収等の取引が完結しなかった案件も含む。

TOBの取引の性質の各国比較

- 日本におけるTOBについては、米・英・独と比較すると同意なきTOBや競合的TOBが少なく、**他国と比して競争性が低い**という指摘もある。
- また、同業種TOBの割合が低く、LBOの割合が高い。日本ではTOBが、ファンドやMBOによる非公開化に使用されることが相対的に多いことが伺われる。

TOBの基本的性質別の国際比較
(2012～2021年の累計)

		日本 	米国 	英国 	ドイツ 	フランス 
TOBの合計件数		476件	584件	211件	326件	331件
各性質を持つ案件の比率	同意なきTOB	3.8%	16.6%	19.0%	9.2%	0.9%
	競合的TOB	3.2%	7.0%	10.9%	4.0%	2.7%
	同業種TOB	20.0%	40.8%	34.6%	23.0%	28.4%
	LBO	17.0%	6.8%	4.7%	4.0%	2.1%
	不成立となったTOB	5.0%	9.9%	9.0%	9.8%	2.7%

(注1) %は各国におけるTOB全体の案件数に対する各類型のTOB案件数の割合を表す。2012年1月から2021年12月（公表日ベース）におけるTOBを各国の証券取引所別で集計。自己株TOB及び未上場企業に対するTOBは除く。

(注2) 各性質を持つ案件は、Refinitivデータベースの下記の情報を用いてそれぞれ集計。

同意なきTOB：「当初の反応」フラグのうち、「Hostile」及び「Unsolicited」とされているTOB

競合的TOB：「競合案件：買収側」フラグに記載のあるTOB

同業種TOB：被買収側及び買収側における「ミッド業種」が一致しているTOB

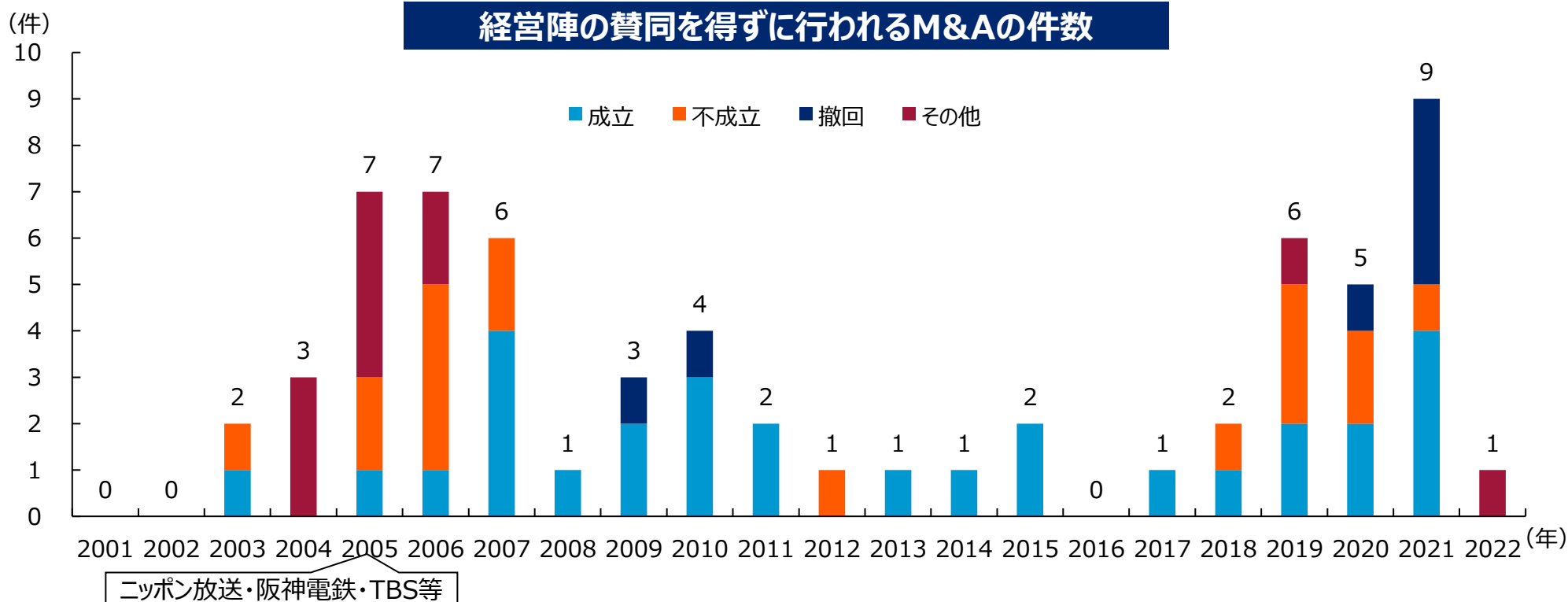
LBO：「レバレッジド バイアウト」フラグにおいて「TRUE」とされているTOB

不成立となったTOB：「案件ステータス」フラグにおいて「取り下げ」とされているTOB

(出所) Refinitivのデータを基に作成。

同意なき買収提案の増加

- 近年、日本において、対象会社の経営陣や取締役会の同意を得ずに行われるM&Aの件数が増加。この背景には、政策保有株式の減少や、資本効率性への関心が高まったことがあるという指摘もある。



(注1) レコフデータベースにおいて、経営陣の賛同を得ずに、経営権の支配を目的として株式を買い付ける取引を集計しているもの（敵対的M&A）。

(注2) なお、REIT、インフラ投資法人を対象とする案件が計3件（2022年：1件、2021年：1件、2019年：1件）含まれる。

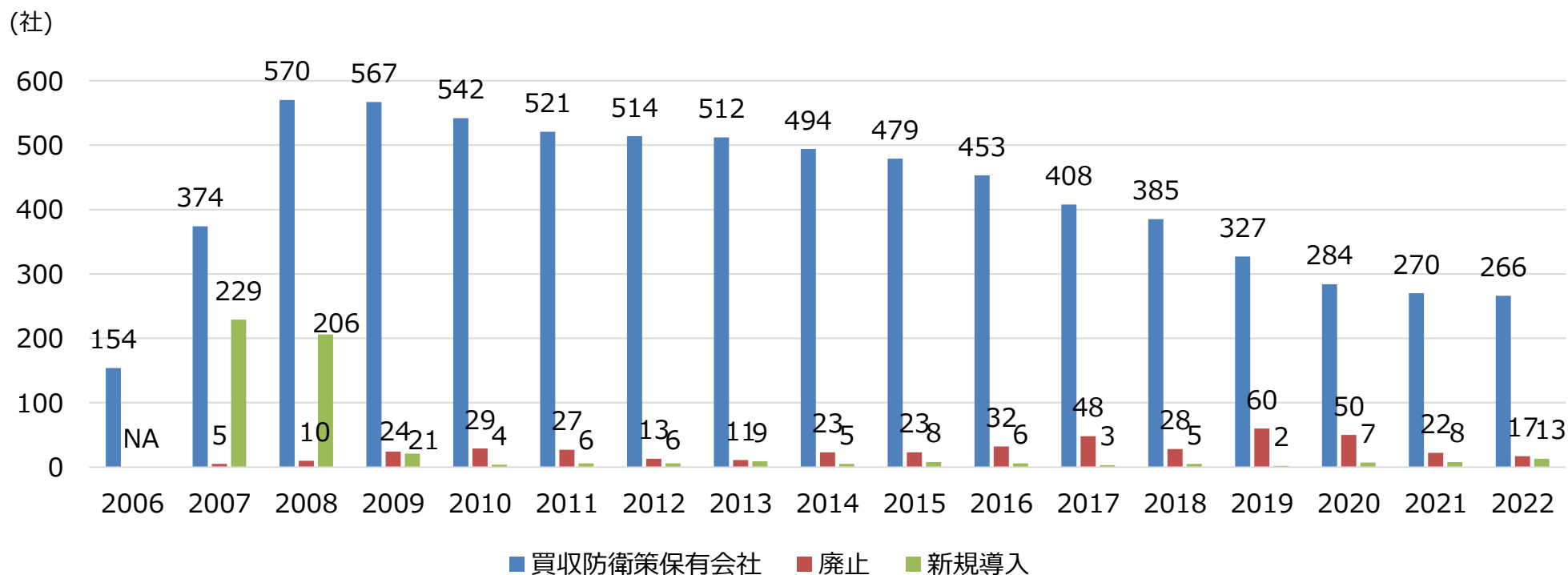
(注3) 「その他」にはTOB期間中や意見表明等を公式には出さずに立ち消えになった案件が含まれる。年は公表日ベース。2022年は2022年1月1日～2022年9月30日までの件数を記載。

(出所) レコフデータを基にして経済産業省が作成。

買収防衛策を巡る状況

- 買収防衛策を導入する企業は2008年まで急増。その後、世界的な金融危機の影響もあって敵対的買収が減少したこと等から、減少傾向に。
- さらに、2014年頃から買収防衛策を廃止する企業が増加し、導入企業数が減少傾向に。2017年のスチュワードシップコードの改訂で議決権行使の個別開示が導入されると、更に減少。

買収防衛策を導入している上場企業数の推移



出典：商事法務「敵対的買収防衛策の導入状況（2022、2021、2012、2006 三井住友信託銀行調べ）」から作成。なお、当該資料上、2006年の廃止・新規導入数の集計がないため、NAと表記している。

備考：国内上場企業の開示資料を基に三井住友信託銀行において調査し、その結果を毎年商事法務に掲載しているもの。

(参考) 公正な買収の在り方に関する研究会の検討経緯

第1回 (2022年11月18日)

- ・総論①—全体像、買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
- ・長島・大野・常松法律事務所プレゼンテーション (海外のM&A制度等に関する実態調査 (初期報告))
- ・太田弁護士プレゼンテーション (わが国における買収防衛事案の現況と課題)

第2回 (12月1日)

- ・総論②—買収への対応方針・対抗措置を巡る当事者の行動の在り方について
- ・SBIグループプレゼンテーション (SBIグループによる新生銀行への買収案件について)

第3回 (12月26日)

- ・各論①—買収提案を巡る当事者の行動の在り方について

第4回 (2023年1月26日)

- ・各論②—買収への対応方針・対抗措置を巡る当事者の行動の在り方について
- ・井上委員プレゼンテーション (ファイナンス研究から見た買収防衛策と制度設計への示唆)

第5回 (3月1日)

- ・これまでの議論を踏まえた検討の深掘り (買収提案を受けた取締役・取締役会の行動規範等)

第6回 (3月28日)

- ・指針原案の提示・検討①
- ・パブリックコンサルテーション結果報告
- ・金融庁プレゼンテーション (公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討)

第7回 (4月17日)

- ・第6回研究会の議論を踏まえた指針原案の検討②
- ・企業価値と株主利益の関係についての議論

第8回 (4月28日)

- ・第7回研究会の議論を踏まえた指針原案の検討③

海外のM&A制度等に関する実態調査

- ・実施期間：2022年7月～2023年2月
- ・委託事業者：長島・大野・常松法律事務所
- ・調査対象国：アメリカ、イギリス、フランス、ドイツ

主要論点についてのパブリックコンサルテーション

- ・実施期間：2023年2月22日～3月15日
- ・意見提出者：38者

指針案についてのパブリックコメント

- ・今後実施予定

(参考) 公正な買収の在り方に関する研究会委員一覧

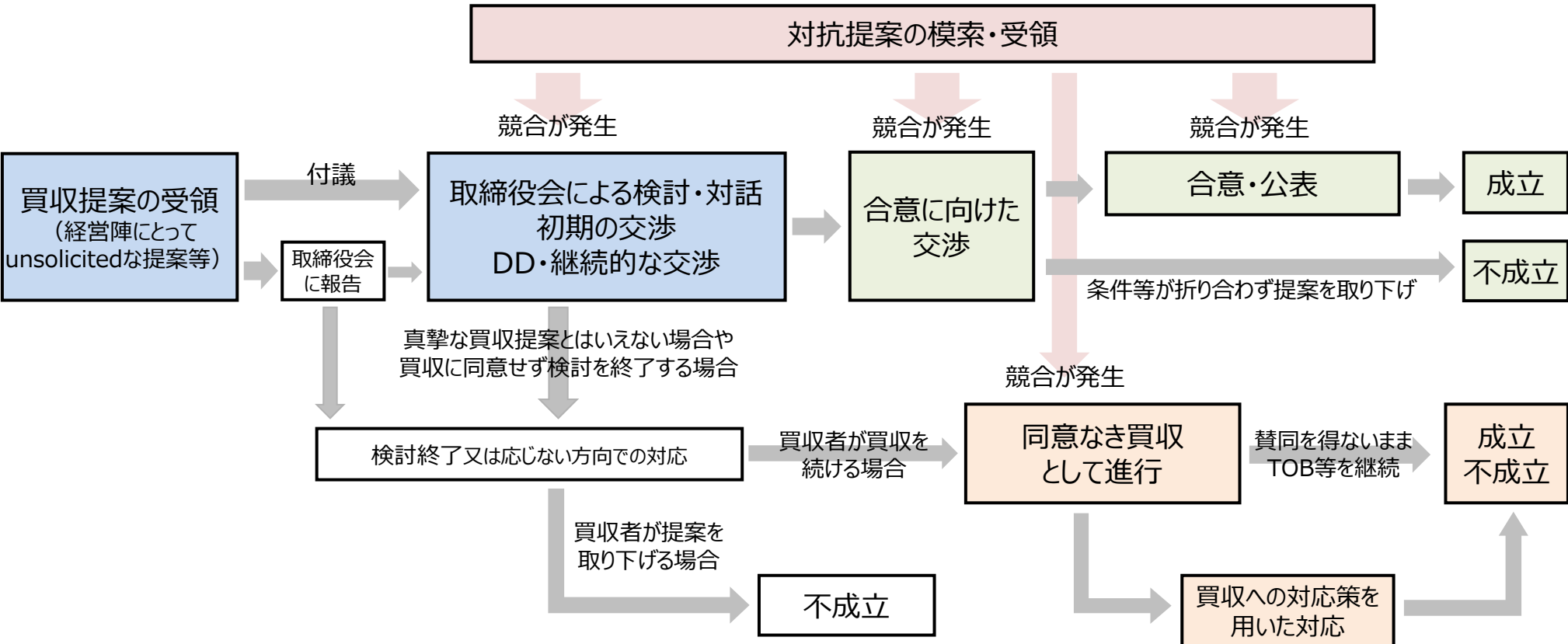
神田秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
市川章人	日本生命保険相互会社 株式部長
井上光太郎	東京工業大学工学院 教授
江良明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 マネージングディレクター・インベストメント・スチュワードシップ部長
太田 洋	西村あさひ法律事務所 弁護士
大塚博行	カーライル・ジャパン副代表兼 マネージング・ディレクター
小畑良晴	一般社団法人日本経済団体連合会 経済基盤本部長
小舘浩樹	アンダーソン・毛利・友常法律事務所 外国法共同事業弁護士
児玉康平	株式会社日立製作所 執行役常務CLO 兼ゼネラルカウンセル兼 Deputy CRMO 兼オーディット担当
三瓶裕喜	アストナリング・アドバイザーLLC 代表
武井一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
田中 亘	東京大学社会科学研究所 教授
玉井裕子	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
角田慎介	野村證券株式会社 経営役インベストメント・バンキング・プロダクト担当
藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
別所賢作	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 取締役副社長執行役員投資銀行本部長
松倉克浩	公益社団法人関西経済連合会 常務理事
三橋和之	三菱UFJ信託銀行 資産運用部副部長兼フェロー

【オブザーバー】

菊池教之	株式会社東京証券取引所上場部長
廣川 斉	金融庁企画市場局企業開示課長
渡辺 諭	法務省民事局参事官

買収提案の検討フローの全体像

※交渉の進捗・対抗提案の状況等により、ダイナミックに変遷する可能性あり



※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、そうではない場合も含め、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。

指針案の主な内容（現状との比較）

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者は**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**

買収一般において尊重されるべき原則と基本的視点

第1原則：企業価値・株主利益の原則

- 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、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。

望ましい買収の促進

- 企業価値の向上と株主利益の双方の確保の双方に資する「望ましい買収」を促進できるよう、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。

企業価値の向上と株主利益の確保

- 企業価値は、概念的には、ステークホルダーの貢献による将来の増加分も含め、企業が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。買収実行に当たっては、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。

株主意思の尊重と透明性の確保

- 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。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透明性を高める必要₁₂