

「同意なき買収」時代における上場の意義(2024/10)

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

清水雄也

yuya.shimizu@hibiki-path-advisors.com

目次

1. <u>はじめに</u>	P.2
2. <u>日本市場の変化 ～激動の2年間～</u>	P.3
3. <u>企業買収における行動指針と同意なき買収について</u>	P.5
4. <u>上場の意義、MBOの意義、他社グループに加わる意義</u>	P.11
5. <u>米国の資本市場</u>	P.17
6. <u>おわりに</u>	P.25
<u>(Appendix)</u>	P.26

図表一覧

図1：旧川澄化学、現SBカワスミの状況（2020年⇒2023年）

図2：レブロン事件の主要経緯

本書の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

1. はじめに

昨年8月、日本の資本市場の長期的変遷を米国の歴史との対比の上で考察し、今後起こるであろう株主構成の構造変化に対して企業としてどのように対峙していくべきかの提言を発表させていただいた（[6つの提言](#)）。それは、変えられない歴史の重みを受止め、投資環境や外部環境の変化、行政機関による規制改革も同時に正面から受け止めた上で「**上場を是とする場合**」における投資先企業への、未来志向の叱咤激励メッセージであった。

それから1年あまりを経て、過去最高の株主提案数や過去最高となるMBO（マネジメントバイアウト）の規模までは概ね想定が出来た中、一点、私どものナイーブな想像を超えてさらに環境が、非連続な形で、進化したと見受けられる点は、経済産業省による「企業買収における行動指針」の発表を転機として、「同意なき買収」事例が急増しつつあることである。これは、現在の私どもの理解では、日本の資本市場がルビコンを渡ったともいえる歴史的転換点を迎えたことを指示す。本書簡は、この環境変化を体感した上で、私どもが調査と考察を加えてたどり着いた、投資先皆様への新たな問題提起として位置付けられる。

6つの提言でも述べた通り、そもそもの「持合い構造（≡政策保有株式）」というものは、こうした「同意なき買収」といった事案を「あ、うん」の呼吸で、可能な限り事前に封じる目的もあり戦後の日本の資本主義の成長と共に広まったものと整理が出来る。その持合い、現代的には政策保有株式、という岩盤がまさに解体されつつある中での「企業買収における行動指針」の発表と「同意なき買収」の増加の意味するところを十分咀嚼することが今後の上場企業としての成長か停滞か、言葉を変えると、席卷か淘汰かの分岐点にもなり得ると私どもは感じている。

この潮流を「危機」と捉えるか「チャンス」と捉えるか、受け止め方は様々になろうと考えられるが、そこに改めて生じる根本的な問いは、「上場している意義とは何か」という点である。今回は、前回の6つの提言では実は素通りをしていたこの根本的な問いについて皆様と向き合っていきたいと考え本書簡を認めさせていただいた。途中、前回と同様、米国での資本市場とM&A市場の主要転換点なども並行して考察を加えながら進めさせていただく。

私どもの視点として、上場企業を取り巻く環境がここ2-3年で大きく変化していることを提示し、その上での上場を維持すること自体の意義も大きく変化していることを掲げたい。尚、上場の反対に当たる株式非公開化に関しても、客観的な視点にてそのプラス面とマイナス面を比較した上で、企業価値最大化の上で非公開化も「前向きな」手段として検討するべきであることも論じていきたい。

2. 日本市場の変化 ～激動の2年間～

(1) 激動前夜からの道筋

ここ2年は、アクティビスト投資家よりも、東京証券取引所、金融庁、経済産業省、議決権行使アドバイザー等による上場企業に対する立て続けともいえるプレッシャーが目を引いた。これにより従前、低iriターンが定常化した日本市場を忌避していた海外の長期資金が日本に向き始めたという意味で、日本市場に長年係わってきた投資家として極めて心強いものであった。しかし、この怒涛ともいえる最近の潮流は実はようやく地上に顔を出した「マグマ」であり、長年にわたる数々の外堀を埋める布石が打たれていた事実を忘れてはならない。ここでは、私どもが重要に感じている2つのみをご紹介します。

先ず、元をたどると、10年も前の2014年8月に経済産業省から公開された「[持続的成長への競争力とインセンティブ](#)（通称伊藤レポート）」において、昨今の改革の多くのエッセンスが既に語られていたことは実は忘れてはならない。多くの方々にもう一度熟読をいただきたい。そこでは、「資本効率を高める」「持続的成長」「レガシーとの決別」「企業と投資家の協創」「資本効率革命」「企業と投資家による高質の対話」「インベストメント・チェーン変革」といった、ようやくもって企業経営者層にも徐々に浸透しつつあるキーワードのほぼ全てが語られていたこと、そこから早10年が経ってしまっていた事実には複雑な思いを禁じ得ない。

二つ目は、2015年に東証より開示された「[コーポレートガバナンス・コード](#)（通称CGコード）」であろう。2018年、2021年に2度改定されているが、2015年当時から、いわゆる政策保有株式について、その保有目的を検証し開示すべき、と記載があり、その後の改定で文言が徐々に厳格化される中、2019年に金融庁の内閣府令により開示義務が強化され、有価証券報告書にて、政策保有株式の区分基準や、保有目的及び保有効果の定量的な説明が求められた。

はっきり申し上げると、各省庁や東証がこれを意識、意図したかどうかは別として、結果的には、現在は4,000社近くまで増加して、再編や新陳代謝が進まない上場企業群に対して「前門の虎（資本規律やPBR問題）」「後門の狼（政策保有株式の解消）」ともいえる現在の潮流のきっかけとなったことは間違いない。また、ROEと政策保有株式に関しては、既にISS、Glass Lewisといった議決権行使アドバイザーも定量基準を設けており、外堀は既に埋まっている状態と言えるであろう。であるからこそ、ここで改めてゼロベースで、「上場している意義とは何か」を検討することの重要性が増すのである。

そしてそこに、欧米市場に比べて長らく停滞が続いた「国内の上場企業同士のM&A」活動を活性化させるべく2023年8月に満を持して発表されたのが、経済産業省の「[企業買収における行動指針](#)」である。この指針では、「企業価値の向上に資する「良い買収提案」であれば、取締役会は株主の共同利益のために真摯に検討すべし」とし、その思想、過程や株主に対する情報開示など含め詳細に取締役会として取るべき行動の道筋を示したものであり、画期的であった。それと同時に、今まで「敵対的」と言われてきた、事前の合意がない買収提案を総称した俗語が、「同意なき」と言い直されたことで、一般世間におけるイメージをも刷新され、

「同意なき買収」の時代の幕開けとなった。これについては指針の内容及び具体的な同意なき買収の事例に対する私どもの解説として3章にて詳細に記載する。

(2) 2024年に入ってから動き

本章最後に、2024年の動きとして3点取り上げたい。先ず、市場の動きである。2023年の指針発表後の第一号案件となったニデックによるTAKISAWAへの買収提案（こちらは3.(2)に詳細に記載している）から始まり、ヤマウチNo.10ファミリーオフィスによる東洋建設への提案案件、第一生命によるベネフィット・ワン社への提案、ブラザー工業によるローランドD.G.への提案、物流のC&Fロジ社に対するAZ-COM丸和HD社への提案、そして最近発表され、大きな話題として取り上げられている、アリマントーション・クシュタール社によるセブン&アイへの提案など、規模、業種、海外企業による事例まで、大きな広がりを見せており、既に入場企業の新たな「攻め」の企業戦略の手段として発現をしていることは明らかとなっている。その帰結については、案件ごとに成否含め、個別性が極めて強いのでここでは立ち入らないが、経営権市場、いわゆるMarket of Corporate Controlの発展による資本市場の活性化と株主価値の向上という意味で、投資家・株主側に見れば大きなメリットがあり、強い期待が寄せられている。この旗印は決しておろしてはならないと私どもも考えており、一投資家としてこの潮流に対する多くの投資家の理解を深める貢献をしたいという意味でこの書簡を一般に公開するのである。

2つ目に、経済産業省の最近の動きについてである。2024年4月、同省を事務局として、「持続的な企業価値向上に関する懇談会」が設立されていることは意外と知られていない。先ほど触れた伊藤レポートの公開から10年が経過したものの、多くの日本企業において、これまで指摘されてきた課題が解消されず、パフォーマンスが上がらなかったのはなぜかという問題意識で、取り組みが不十分だった課題の要因分析と、今後の対応の方向性を検討することすることを目的としている。伊藤氏を座長としたこの懇談会から、2024年6月に中間として、「[持続的な企業価値向上に関する懇談会](#)」が公開されている。

この座談会においても、企業価値や株価に対する捉え方について、一部の企業と投資家の間での認識のずれがまだまだ生じているという見解が示されている。投資家は企業価値を将来にわたるキャッシュ・フローの割引現在価値とする捉え方をする一方で、企業はその考え方を理解はしつつも、その手段として多様なステークホルダーの価値増大が達成されれば、結果的に株主価値も高まり得るという従属的な考え方を持っていることが多く、その認識のずれを課題として指摘している。株主もステークホルダーの1つであることには変わりはないが、「直接的な目標」を将来キャッシュ・フローの割引現在価値の最大化に置かない場合、かみ合わない場面も生じ得るという見解が示されている。尚、企業買収における行動指針によって、同省が企業価値を「定量的なもの」として明白に定義し、「経営権市場（Market of Corporate Control）」が前述のように完全開放されたことによってこういった企業と投資家の認識ギャップは、経営者サイドの行動変容という形で急速に埋まらざるを得ない。その過程では、上場の意義を再検討することは不可避であると私どもは考える。

そして、3つ目であるが、市場の番人である東証により昨年鳴り物入りで公表された「資本コストや株価を意識した経営」の最新のフォローアップ資料が実は2024年8月に公表されている（[「資本コストや株価を意識](#)

した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について）。その中で、「資本コストと株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前となる市場を目指すために、上場企業と投資者との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備に更に注力。その結果、上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重。上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視。」とあり、いわゆる、マネジメント・バイアウト（MBO）や被買収といった株式非公開化に対して今までは明示的に触れることがなかった東証が、初めて企業価値を上げる手段の一つと是認し明白に一定の理解を示した点は極めて興味深い。私どもなりに意識をすとしたら「**単独企業としての上場維持ばかりがベストオプションではないのでよく考えるべし**」と言っているように聞こえるのである。

このように、東証の発信の経過を紐解いてみても、「企業価値向上を目指すことが当たり前と考える企業のみが存在する市場に整備する」という日本取引所グループの山道 CEO の強い意志が見て取れる。以前 2022 年に私どもから 東証にお送りした公開書簡 において、一投資家としての危機意識を表明させてもらったが、その東証自身の 2023 年からの覚悟に満ちた様々な市場改革施策には大いに敬意を表したい。

日本市場が世界の投資家に高く評価されるために、過去 10 年以上、ここに説明したように、様々な関係者より、多くの時間とエネルギーが投入されてきた事実は重い。そして、いわば資本市場の失われた 10 年の時を巻き戻すべく、その集大成としてのこの 2 年の動きは極めて速い。人口減少社会となった今、企業を支える労働人口は減り、国内市場も成熟から縮小に向かいつつある中、企業自体が再編をも是としつつ、強硬化し世界の競争の場に出ないと日本の復活はない、そういった危機意識を行政機関、経営者、そして投資家も含め共通認識としてもてるかどうか、最後のチャンスであろう。

社会及び市場に高く評価される上場企業として、厳格化する開示規制やガバナンス対策や投資家との対話等の多大な上場維持に係わるエネルギーと費用を支払ってでも、企業価値の持続的向上を計り株価を上げることで「上場の意義」を活用して市場で勝つことを目指すのか、それとも、前向きな形で非公開化（MBO や他社グループ入り）を選ぶのか、改めて各企業がこの議論をする局面に入ったと考える。尚、私どもの考える上場及び非公開化の夫々のメリット（意義）・デメリットの整理については、4 章にて詳細に記す。しかし、先ず、皆様の環境認識の一助のため、現在進行形の外部環境変化のうち、最も重要な要素であると私どもが考える、経済産業省発表の「企業買収における行動指針」の内容につき詳細に触れさせていただき、その指針による初の案件となったニデックによる TAKISAWA の買収事例についても、これが成功した背景など、私どもの解釈をご紹介させていただく。

3. 企業買収における行動指針と同意なき買収について

(1) 「企業買収における行動指針」の内容ご説明

先述の通り、2023 年 8 月 31 日、経済産業省から「企業買収における行動指針」（以下「本指針」）が公開された。本指針にて共有されるべき M&A に関する公正なルールを整備することで、「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)の活発化を狙っているものである。これによって、市場において企業価値の継続的向上(≒最大化)こそが正義であり、株主共同の利益の確保が第一ということが明確にされている。今後、経営者はいかなる時も企業価値を意識した経営を余儀なくされ、それによって同意なき買収は活発化することが想定される。

本指針にて、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3つの原則として、1. **企業価値・株主共同の利益の確保の原則**、2. **株主意思の原則**、3. **透明性の原則**が提示されている。買収提案が「望ましい買収」であるか否かの判断は、株主共同の利益を確保の観点で判断され、そしてそれは株主の合理的な意思に依拠し、透明かつ公正に情報開示や取引が行われることを担保するための原則となっています。私どもとしては、本指針の重要なポイントは3つあると考えている。それは、①**Market for Corporate Controlの確立**、②**企業価値の定義**、③**株主意思の尊重とエンゲージメント**、となる。

先ず、①**Market for Corporate Controlの確立**、についてである。この概念は主に企業価値の最大化を目指して、企業が他の企業を買収または合併する市場やメカニズムを指す。**Market for Corporate Control**が機能する市場では、経営者が企業価値を最大化しない場合、その企業が他の企業にとっては魅力的な買収対象となることから買収されるリスクが高まり、そしてその買収行動を「是」としている。この買収されるリスクがある構造自体が、経営者の善管注意義務と忠実義務を最大化させる「神の見えざる手」として機能し、少なくとも理論的には、経営者の責務である企業価値の最大化に努める強いインセンティブを解放する。本指針では、同意なき買収であっても「望ましい買収」に該当する場合は、取締役・取締役会はそれを真摯に検討し、たとえそれが現経営陣にとって好ましくない買収者であったとしても、株主共同の利益の確保の観点からその買収の是非を検討することを求めている。

5章にて考察する米国市場を始めに、この概念がすでに浸透している先進国は多い。日本は政策保有株式の持ち合いによる安定株主が多いことや、終身雇用制度により株主価値よりも従業員やステークホルダーの利益を優先する傾向にあったことで、この概念が浸透しないままここまで発展してきた¹。買収提案を受けたにもかかわらず、それが検討されずに水面下で採み消された事例が、過去に累積していると考えられるが、本指針はそのような行動を真っ向から否定する。東証プライム市場を中心に資本市場のグローバル化が進展し、国際的に活動する投資家も含む国内外のステークホルダーからの期待にも応えるという観点からも、従業員や狭義のステークホルダー主義の経営を否定し、そういった概念を包括する株主利益を主軸とした経営を上場企業に求めていると考える。**Market for Corporate Control**の概念を確立することで、市場において適切かつ効率的に資金が再配分されることを促進し、効率性の低い企業が多く存在する日本市場の新陳代謝を促す狙いは明らかであろう。

次に、②**企業価値の定義**についてであるが、本指針において、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、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(≒時価総額)と負債価値の合計として表されるとして、企業価値を定量的なものとして明確に定義した(上記②)。本指針「2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保」にて、「企業価値」は定量的な

¹ 日本の資本主義の独自発展過程については、2023年公開投資先レター「[6つの提言](#)」の第4~5章に詳しく記載

概念であり、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、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。としている。先ほども述べたように、従来日本の市場に蔓延っていた、従業員やステークホルダーの利益の確保といった、定性的側面を強調した企業価値の解釈について、本指針でそれを否定している。

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る。3.(3)の機関投資家株主の一般的スタンスのご説明、にて買収提案がなされた際の「機関投資家の反応」について後述するが、機関投資家の立場では、買収提案がされた際には、現経営陣が事業を継続することによる企業価値向上への期待と、買収者への株式売却による利益の確定（ここでは完全買収と仮定する）の比較検討において、一般的には後者を選択せざるを得ないケースが多いと考えられる。また、これは機関投資家に限った話ではなく、オーナー家や持ち合い先を除く、多くの株主の合理的な判断においても同様の選択を取ることが一般的と考えられる。それにもかかわらず、プレミアムが付与された買収提案を否定し、現経営陣が事業を継続する方が企業価値向上と株主共同の利益の確保に資するという判断をするのであれば、本指針「3.1.2 取締役会における検討において」、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかという判断の合理性について、（事後的に）説明責任を果たせるよう行動すべきである。と示されている通り、退路を断った覚悟と責任が問われている。

尚、4.(1)上場の意義とデメリットにてご説明をさせていただくが、上場企業は常に企業価値向上と最大化を目指す責任があり、これは買収提案を受けた際だけの議論ではない。現在の企業価値（株価）が、本源的価値や類似企業など他社との比較において、割安に放置されている場合は、経営者はそれを真摯に受け止めて改善に向けたアクションを早期に取ることが求められる。そしてそれは本指針において定義されたように、定量的なもの（煎じ詰めれば現在の株価）で測られることになる。

最後に、③株主意思の尊重とエンゲージメントについてである。本指針の第二原則「株主意思の原則」においても、「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。」とされている通り、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）を尊重することが求められている。先述の通り、買収提案がされた際には、現経営陣が事業を継続することによる企業価値向上への期待と、買収者への株式売却による利益の確定の比較検討にかかる、適切なインフォームド・ジャッジメントが行われる必要がある。そのために、株主には十分な検討時間が与えられ、公平で透明性のある情報開示がなされなければならない。たとえ経営陣が好まない買収者からの提案であっても、Market for Corporate Control が確立された市場において、定量的に定義された企業価値を合理的に判断した上で、今後の経営支配権に関わる事項については株主の判断に依拠するために、繰り返しだが、買収提案を社内で揉み消すようなことは許されないことが明文化されている。また、買収提案を真摯に検討した結果、それが真摯な対応に値しないとの判断がなされた場合には、防衛的な対抗措置の発動を検討されるケースも想定されるが、その際も株主意思の尊重の観点から、株主総会の承認を得ることでその必要性が推認されるものと考えられている。

本指針では、企業価値の最大化を目指して企業が他の企業を買収または合併する市場やメカニズムである、①Market for Corporate Control の概念を日本の市場においても確立し、②論点となる企業価値が定量的な概念であることを定義づけ、③その判断が株主意思に依拠することを定めた、という意味で、今までの、ノスタルジアにあふれる市場プラクティスを打破する意味で決定的である。今までの非合理的慣習が排除され、より合理的な市場慣行の下で、強い企業による「同意なき買収」が活発化し、従業員を含む全てのステークホルダーの期待に応えられる上場企業が日本の市場と社会の発展に大きく貢献することが期待される。

(2) 同意なき買収の最初の事例（ニデックによる TAKISAWA への提案）

経済産業省の指針が発表された後の最初の事例となり、また市場の変革を決定づける案件となったのが、2023年7月13日の「[企業価値の最大化に向けた経営統合に関する意向表明書](#)」から始まったニデック株式会社（“ニデック”）による株式会社 TAKISAWA（“TAKISAWA”）への同意なき買収（TOB）提案となる。ニデックはモーターを中心とする、世界的精密部品メーカーで、企業買収を続けて成長をしてきた側面が強い。ここ最近でこそ、三菱重工、オムロンと言った大企業の子会社の友好的引受けの機会も増えているが、以前は、三共精機製作所（2003年）、ユーシン（2018年）、OKK（2022年）といった、救済型とも言えるような買収も得意とする、いわば買収巧者である。本指針を活用し、日本企業同士の M&A 手法に新しい道筋を切り開くという意味で本件は重大な案件であったことから、私どもの理解に基づいた解説をさせていただく。

ニデックの TAKISAWA への買収が、昨年7月当初「同意なき買収提案」の状態であったにも係わらず、紆余曲折を経て、2か月後の9月に TAKISAWA 取締役会の賛同表明と応募推奨付きの TOB 公表となった、つまり「事後的に賛同に至った」背景に、経産省の行動指針が公表されたという外部環境が大きかったことは事実であるが、ニデック側のアプローチにおいて3つの重大なポイントがあったと私どもは考えている。それについてご紹介したい。

先ず、一点目として、ニデックが、「先ず水面下で打診する」という基本的な一手を打っていたという点である²。企業同士の M&A で最も大切なプロセスは統合後の PMI（Post merger integration）であり、長年異なる企業文化の下で事業を行ってきた2社が統合することは、特に買収される側にとっては、今までのやり方を変えるという意味で当然ながら従業員の間での様々な感情的な反発も予想される。そういった潜在的な問題を最小化する上で、水面下で交渉の後に親和的な形で M&A が発表されることを、特に日本企業は好む。ニデックも、TAKISAWA をグループに迎え入れる上で、様々なシナジーの絵を描き、企業として躍進する機会、また多くの従業員の人生が大きく好転するチャンスであることを具体的に提案したと想像する。しかし、このようにニデックから「友好的に手を差し伸べた」事実があったことは、その交渉が破談しても開示に至らず、ニデックによる先の「意向表明書」の公開にて初めて事後的に知られることとなった。いずれにせよ、このような真摯な提案とも取れるステップが踏まれていたこと（友好的な形を模索したエビデンスがあること）が、ニデックの TOB 予告のプレスで明るみに出た時点で、TAKISAWA 経営陣は極めて難しい立場に置かれたことは間違いない。

² 「[株式会社 TAKISAWA（証券コード：6121）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ](#)」 P.10 上段参照

二点目の重要点として、ニデックが、フルエクイティ（100%自己資金）で買収の提案をしたことである。今までの日本の M&A を必要以上に困難なものにしている背景に、①TOB を実行するに際して、極めて法的拘束力の強い資金証明が必要であること、②その買収資金の一部を銀行融資に頼る場合には、買収対象企業の取締役会の賛同がない場合に、日本の金融機関は依然として融資の実行に後ろ向きである、という点が挙げられる。監督官庁による投資家保護の視点が強い日本の資本市場において、資金証明の必要性は当然ともいえるが、融資の点に関しては、米国の歴史を紐解くと、既に 1980 年代には、市場性の調達を前提にしたメザニンファイナンスを含め、金融機関が「同意なき買収」に対しても極めて親和的に対応し、規制当局でさえ “Highly confident letter” という、いわば「融資十分可能であると考えられる趣意書」といったレベルの証明で同意なき買収提案の開始が可能となっていた状態には、依然としてほど遠いというのが今の日本の現状と言える。これは、日本の、遂に解消しつつある持合い関係の中心に、銀行が未だ厳然として存在しているということの弊害であると言えるが、ニデックは巨大なバランスシートと、現在所持している自己資金のみにて買収をする提案をしてきたことで、そういった過去のしがらみを振り切り、また、資金面での案件の実現性の観点における懸念も同時に一気に不問に付す内容であったという点である。

そして、三点目であり、最も大事なポイントは、詳細な買収前の調査、いわゆるデューデリジェンスが「必要ない」ことを公言した上で、過去の株価に対しておおよそ 100% という極めて高いプレミアムを付与してきたということであろう。先ず、TAKISAWA の株主の視点では、既に約 6 年もの間 PBR 倍率が 1 倍を割れていた「万年割安」と言われていた株式を圧倒的な過去最高値で「すぐに」現金化できる機会となり、渡りに船、であることは疑いの余地がない。そして、TAKISAWA の取締役会としては、まさに同じタイミングで、経済産業省より、M&A 指針及びその 3 原則：1. 企業価値・株主共同の利益の確保の原則、2. 株主意思の原則、3. 透明性の原則、が提示されたことにより、仮に本件を受け入れない場合には、単独で上場を継続した上で同様の価格以上が早期に実現できる蓋然性を指示す必要があり、現状の延長線上の経営では極めて困難であることが類推されることから、その（提案を受け入れないという）選択肢を「選択し得ない」形になったということが挙げられると私どもは考えている。ニデックは、自社の 2024 年 5 月 24 日のプレスリリースにおいても「会社は株主のもの」という表現をしておりますが、まさに自社及び他社においても、会社の行く末は株主が決めるというその信念を貫き、本件を実現させたということになる。

その他にも、第一生命が昨年、既にエムスリー社が TOB を発表していたベネフィット・ワン社に「同意なき」対抗の TOB 予告を開示し、その後見事に傘下に納めた事例、また、AZ-COM 丸和 HLD 社の C&F ロジスティクス HLD への同意なき買収提案（C&F 社はその後 SG Holdings により買収）や、投資ファンドのタイヨウパシフィックのローランド DG への非公開化案件に、待った、の声をあげたブラザー社の同意なき TOB 提案のケースのように、事前の同意なき買収提案は、日常茶飯事とまではまだ言わないものの、企業戦略の上で、合理的、且つ、実現性のある手段となりつつある。そして大事なことは、その判断が最終的には「株主」に委ねられるということだ。株式持合いが解消される中での、この地殻変動ともいえる極めて重大な M&A の文脈の変化について、例えば、時価総額が大きいと言えない企業群の経営陣は強く課題意識を持つべきであり、そういった被買収リスクを最小化するのには「企業価値の最大化」しかないということだ。尚、カナダ企業アリマンタション・クシュタールによるセブン&アイへの同意なき（友好的）買収提案が公表され、この時流が決して時価総

額が小さい企業だけの問題ではないことが明らかとなっている。上場しているということは、企業規模の大小に関わらず、こういった課題に対峙する覚悟があるということになる。

(3) 機関投資家株主の一般的スタンスのご説明

ここで、視点を変えて「同意なき買収」が起こった際に私どもを含む、他者から大事な資金をお預かりしている機関投資家がどのようなビヘイビアを取るか、ということ、出来る限り一般化した上で簡潔に御伝えしたいと思う。上場企業の経営者やIR担当者であっても、意外にもよくご存じない方が多いと感じる部分である。尚、こちらは、私どもの理解に基づく一般論であり、当然様々な投資家によりプロセスや判断基準など違いがある点をご留意いただきたい。

機関投資家/ファンドマネジャーには、顧客を相手にするプロフェッショナルとしての「善管注意義務」があるが、これは、お預かりした大切な資金を、全顧客に対し公平に、リスク最小化の上で、運用 portfolio 価値を最大化する「義務」があることを示す。そのような行動規範がある中で、「同意なき買収」のような事例があった際に、機関投資家が注視する点は、主に次の2点となる。それは、①買収の実現性、そして、②TOB 価格に十分な価値が反映されているか、である（議論単純化のためスクイズアウトを目指す100%買収のケースにとどめる）。

まず、①買収の実現性は、言葉の通り、果たしてこの買収提案は、外為法や、独占禁止法など様々な外部環境及び、現経営陣の賛同可否の可能性など、諸条件を考慮した上で実現性が高いかどうか、という部分になる。くだけた言葉でお伝えすると、果たしてその提案が「ブラフ」でないかということだ。尚、「同意なき買収」といったヘッドライン化しやすいニュースが出た場合、その企業への注目度が上がる分、売買する投資家が増え、株式の流動性も高まり、それ以前の、ともすれば、非効率的（見過ごされた）株価評価が修正される。その実現性の如何によって、どこまでその表明された買収提案価格に近い水準まで株価が修正されるかを投資家は注視することとなる。個々のプロの機関投資家として、独自に社内にてその案件の実現性などを分析することは当然であるが、その上で、市場価格は多くのビューのコンセンサスであるため、「神の見えざる手」としての市場価格推移も、フィードバックシステムとして投資家は重視する。

次に②の価格について、である。当然ながらプロの機関投資家は、各々独自に投資先の本源的価値（≒理論目標株価）を計算し、割安であるとの判断をした上で株式を保有している。投資先に対して「同意なき買収」の発表があったとすると、最初のテストとして先ずその本源的な価値と買収提案者の提案価格を比較検討し、さらにその上で、統合シナジーや将来的な成長を見込んでどの程度のコントロールプレミアムを付与されているかを分析・検討する。

ここで、再び機関投資家の「義務」に戻る。機関投資家は、上記のような分析をした上で、いわば、Apple to Orange の比較を余儀なくされることとなる。つまり、買収者が「今支払ってくれる現金」という、いわばほぼ確実な価値と、TOB に応募せず株を持ち続けることによって得られるかもしれない「将来的な株価」を比較す

なのだ。言葉を変えると、①時間価値の差（今、と将来の違い）と、②確実性の差（現金と変動する株）を比較考量する困難な作業が発生する。

ここで、例えとして、ある機関投資家の社内で算定された本源的な価値に対して、ある程度のディスカウント付き TOB であっても、その価値が実現されるまでのかかり得る時間や確実性を鑑みると、TOB に応じる方が投資家としての善管注意義務である「価値の最大化」に資する、という局面も往々にして発生し得ることとなる。また、それとは反対に、事後的に見た場合に、買収者がシナジーの期待値を誤って過度に価格に織り込んでいた（つまり間違っ「高く」評価し過ぎた）としても、それは新しい株主となる買収者の問題であり、それがたとえミスプライスであったとしても（と言うよりは、もしそうであれば、なおさら）現機関投資家株主は価値最大化のために持ち分を新しい株主に売却する「義務」が発生すると言える。

つまり、可能性は低いとは言え、こうしたことが考えられる。同意なき買収者が何等かの理由で高すぎると思われる価格を提示してきた際に、被買収者の取締役会として「この提案価格は異常であり合理的ではなく、統合後には大変なことになる可能性がある」と株主に対して感情的な主張をしたとしても、機関投資家は立場上、投資判断においては冷徹で合理的であることを職業倫理として要求されており、自社の評価より高い、ともすれば非合理的ともいえる高い提案価格が出た際には有無を言わず「売却」という判断をする蓋然性が高いと言うことだ。

昨年 8 月発行の [6つの提言](#) の 6 章、米国における株主構造の歴史（p.16-19）、にて 1970 年代～1980 年代の米国の資本市場の機関化、そしてそれによる株主反革命について記載をさせていただいたが、まさに今後日本においても持合いが急激に解消され、機関投資家がよりこのような事例のキャスティングボードを握るようになる場合に、どのようなことが起こりうるか、ご想像を頂けるかと思う。

このような環境にあるということをご認識いただいた上で、次に、本書簡の本題である「上場の意義」に関して考察をさせていただく。

4. 上場の意義、MBO の意義、他社グループに加わる意義

(1) 上場の意義とデメリット

上場の意義: 私どもは上場の最も重要な意義を、「**厳しい競争に勝つための強力な手段**」だと考える。具体的には、自社の株価評価を高くし、比較優位性を確保することで市場を味方につけ、M&A や資金調達においてダイナミックな成長戦略を実現する、である。よって、自社の企業価値を最大化させず、株価を割安で放置し続けている企業は、上場の恩恵を受けているとは言い難く、そうした企業が言わば惰性で上場を維持するため、戦略性もなく「受け身で」四半期開示や、増え続ける投資家 IR 対応をしている状況は実は不幸な状況であると感じる。

私ども Hibiki Path Advisors は、2016 年の創立当初から、多くの投資先にこの「上場の意義」について問いかけてきた。上場をしているということは、資本市場を味方に付けて、攻めるための「武器」を与えられているということである。2022 年に投資先の一社である全国保証株式会社宛にお送りした公開書簡「[企業価値評価改善及び ROE 改善施策のご提言](#)」の 3 章「資本市場を味方につける経営哲学」(Appendix に再掲)の中で、PBR といった高い株価評価が戦略的比較優位性につながるという簡易シミュレーション、そして実際の M&A 成功事例として 2016 年に、投資先であるシップヘルスケアホールディングス(3360)と小西共和ホールディングス(非上場企業)との事業統合につき解説をしている。詳細は本書簡では省くが、結論は、「M&A 等を実行する際は株価評価 (PER, PBR) の高い方が有利であり、そういった評価の高い企業が、株価評価の低い企業を買収することに明らかな合理性がある」というごく当たり前のものだ。反対に、「株価評価が高くない企業は M&A のターゲットにされる」とも言える。

現預金や政策保有株式等、内部留保を多くため込む企業は、それを「今後の M&A の準備資金として保有している」と説明される企業が多いという認識を、私どもは様々なエンゲージメントを行ってきた中で実感として持っている。しかし、皮肉なことに、そういった企業はバランスシートが過剰資本状態になり、ROE や ROA が低迷し、株価評価が上がらず、逆に恰好の買収ターゲットとなる、そういった時代に既に入ってきていると言える。

前章にて触れているが、2023 年に経済産業省から開示された「企業買収における行動指針」の第 3 章「買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」においても、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。と明記されている。「求められる」という言葉が指し示すように、これは、上場企業の取締役が「果たすべき責務」というニュアンスで表現されている。その責務を全力で果たし、さらにそのことが市場に信任されるその先に本質的な上場のメリットを享受出来る。尚、SNS 等によるつながる手段が空気のような存在となり、人と人がいつでもコミュニケーションをする今の時代、「採用上の信用メリット」としての上場の意義はほぼ崩れ去ったと私どもは考える。そうした SNS 媒体をも活用し、採用したい潜在的な人財への「デジタル発信力」がなく、受け身の状態の開示資料やウェブサイトでは、逆にその「受け身の上場姿勢」自体がサブリミナルメッセージとなり相対的なデメリットともなり得ることは、一つ大事な論点として申し添えたい。

上場のデメリット: 上場のデメリットは、①企業規模に関係なく発生する固定的で膨大な業務負担と、②被買収リスクの増大、であると私どもは考えている。

上場のための膨大な業務負担 (①) についてはプラクティカルな問題として企業には避けて通れない部分であり、当然ながら、コストも去ることながら多くのリソース及び業務プロトコルの整備が必要となる。にも拘わらず、昨今多くの上場企業において実感されている課題として、「一生懸命やっても株価が上がらない」という現象があり、多くの経営者の頭を悩ませる。しかし、それが実は、②の被買収リスクにつながる。本質的には、企業成長を実現する戦略立案、そのモニタリングプロセスの構築、そして常にフィードバックをして戦略を修正/進化させるための PDCA 実行、が絶対的に優位にあるべきものであり、企業として最もエネルギーを投入すべき部分だが、往々にしてリソース不足のため、その根源的な部分をおろそかにしてでも IR 対応にエネ

ルギーを割かざるを得ない状態になっているような企業も散見される。経営戦略や、企業として目指す方向性の中身自体が充実していないにも関わらず、IRの見せ方だけを進化させても当然株価は上がりやすく、現場の努力とエネルギーの浪費となり、疲弊しているIR担当者が多く散見される。

企業戦略の中身がない、もしくは市場に評価されない状態で株価評価が上がらない場合、戦略性を持って株価評価の高い企業が、自社の高い株価評価と信用力を盾に買収提案を仕掛けてくることは極めて合理的な戦術だが、過去には多くの場合、そういった内々の提案は、世の中に発表されずもみ消されてきた状態であったと推察している。しかし、2023年の経済産業省の指針発表からもご理解いただける通り、時代は明らかに変化し、既にそのような穏便なことでは済まなくなっている。そういった中、株価評価がされずに上場を維持することがリスク（デメリット）にもなり得ることは強くご認識いただかないといけない。ただ、ここで言うリスク（デメリット）は、「経営者の立場の維持」、「経営の連続性の維持」についての不確実性という意味で使っているが、より良い経営が出来るという意思表示で他社がTOB等で高い価格を株主に提示する機会は、株主にとっては実は大きな「メリット」であることは重大な潜在的利益相反の可能性を秘めると言えることには注意を要する。

尚、今でもオーナー家が株式の過半数を所有していたり、親子上場で親会社が過半数を所有したりしているケースが散見される。これは会社法上、他企業による被買収の可能性がほぼゼロに等しく、明らかに「少数株主保護」を図り難く、ガバナンス不全を回避出来ない構造である。昨今の市場の進化から取り残され、投資家からも評価されない状態となり得るため、その所有構造を可及的速やかに解消するか、若しくは反対に、早急に株式を非公開化することが本質的には望ましいと思われる。

(2) MBOの意義

そこでMBO（マネジメント・バイアウト）の話となる。MBOは2020年以降件数が急激に増えているが、先に述べさせていただいたように上場に係る業務がさらに煩雑化する中、上場のメリットを十分享受するためのエネルギーも今までのレベルでは通用しないこともあり、より現実的な経営スタイルを志向する経営者の手段として今後もますます増えていくことと推測する。

私どもは、MBOのメリットは主に4つあると考えている。それは、①長期的目線での経営、②短期プレッシャーからの解放、③独立性の維持、④ファンドのノウハウやネットワーク等の活用（ファンドからの出資を受入れる場合）、反対にデメリットとしては、⑤採用への影響や従業員モラルへの影響、⑥資金調達手法が限定されるといった点が挙げられる。

まずメリットの中でも、長期的目線での経営（上記①）と短期プレッシャーからの解放（上記②）については表裏一体であろう。上場をしている場合、一般の株主は個人であったり機関投資家であったり、機関投資家の中でもパッシブ投資家であったりアクティビスト投資家であったり多種多様である。しかも、ヘッジファンドのような超短期を指向する株主も増えている。そのような株主と面談し、意見交換をする、ということが、東証の求める「投資家との対話」で、まさに求められている部分である。しかし、いざ面談をしてみると、多くのそういった株主が貴社の、例えば5年後～10年後の将来に関心があるか、疑問に感じられることも多いので

はないだろうか。市場参加者の投資回転率は年々と速くなり、投資家サイドも運用成績の競争で時間に切迫されていることがその背景でもある。その中で、経営陣が「なるべく早く結果を出すために、より大きい成果が挙げられそうな中長期に亘る事業計画を放棄する」もしくは「四半期の凸凹をなるべくなくす」といった、本質的に企業価値の最大化に資する訳ではないような事にエネルギーを割いているとしたら、それは MBO を行い自社の本質的価値とその可能性に向き合えることは大きいメリットとなり得る。

また、後述の(3)他社グループ入りの意義、でご説明する通り、他社グループ入りによる非公開化を行うメリットも大きいですが、MBO では理論的には経営の独立性を維持（上記③）したまま非公開化することが出来る。ただ、釈迦に説法であるが、その際、プライベート・エクイティファンド（“PE ファンド”）等からの資金を受け入れる場合には、実際の株主は PE ファンドとなり、本当に意味での経営の独立ではないところには注意が必要であろう。しかしながら、MBO には金融機関との資金調達交渉、様々な関係者との工程調整や東証や関東財務局への相談実務もあり、多大なノウハウが必要であることから、そういった実務を得意とする PE ファンドの力を借りるということに十分な意義はあると考える。

MBO 後については、株主として様々な企業と並走してきたような PE ファンドの経営管理ノウハウを活用することも出来、さらには積極的に M&A を仕掛けに行くような戦略立案も PE ファンドは得意とされる（上記④）。相対的に規模の小さい企業にて、純粹培養の経営層の中には経験値が限られているケースも多く散見される。豊富な経営経験と専門知識の提供を受け、経営資源の最適化やコストカットのノウハウの享受、ファンドが有するネットワークと資源等のリソースを活用することで、本当の意味で過去からのしがらみなく、長い時間軸での企業価値の最大化を目指すことが可能となろう。

現在のように世の中がインフレ局面に入ると、金利も上昇し、様々な意思決定を早めないで競争に出遅れ、決断を先延ばしにするコストが高つく（割引率上昇による時間コスト増）。それこそ時間軸や事業に対する考え方が多様な様々な機関投資家や個人投資家に向き合うことも一定の「学び」になるかと思うが、それによって「迷い」が生じ、必要な判断を行うための調査や議論の時間が取れないことでジレンマを感じられることもあるかと思う。そういった意味で、非公開化は、本質的に事業成長を図る上での、十分に検討する手段であると私どもは感じている。

最後に、MBO のデメリットについてである。当然、上場企業のステータスを放棄することで、採用への影響や従業員のモラルへの影響（上記⑤）、資金調達手法が限定される（上記⑥）といった意見があると認識している。しかし、従業員に関しては、先述の通り、既に SNS といったつながる手段が空気のような存在となり、人と人がいつでもつながっている時代、採用したい潜在的な人財への「デジタル発信力」がない企業においては、その受け身の上場を維持する姿勢自体が「不作為の」デメリットにつながるリスクが高いと考える。むしろ、非公開化をした上で、その「浮いた」上場維持に係わる費用やリソースを従業員エンゲージメント、採用活動にさらに投下する方が大いにメリットとなり得るのではないかと。また、例え非公開化で一旦従業員の士気が下がったとしても、PE ファンドは通常、非公開化の株式のオプションを従業員に広く割り当てることで、一心同体で企業価値を向上することを得意とされる。資金調達に関しては、社債の発行がより困難になり得る、という意味で一定のデメリットはあろうかと思うが、そもそもバブル崩壊以降資金調達をしていない企業が上

場企業の大勢を占め、それでいて、現金過多な企業が多いことから、一般化できるような大きなデメリットとは言えないと私どもは考えている。

(3) 他社グループ入りの意義

本セクションでは、「他社グループ入り」が、相対的に規模の小さい企業にとって、どのようなメリット及びデメリットがあるか検討を加えていきたいと思う。

私どもは、他社グループ入りのメリットは主に4つあると考える。それは、①より強固な経営インフラを活用可能、②自身の事業のより大切な経営課題に集中することが可能、③事業活動のシナジー、④研究開発(R&D)のシナジー、反対にデメリットとしては、⑤経営権の問題、⑥従業員の心情、⑦将来戦略の蓋然性をより精細に求められる、といった点が挙げられるであろう。

メリットに関しては、本質的には、グループ入りする先の企業との事業面のシナジー（上記③）による部分への期待感が最も大きいことは間違いない。しかし、それ以前に必ず得られるメリットとして、例えば貴社が、従業員と資産規模が決して上場企業の中で大きいとは言えない場合、上場を維持するためだけに必要な、詳細な開示規則、報告義務やIR業務（資料及び投資家面談）、そして常に厳格化される道筋が明白な上場企業としてのガバナンス水準を満たしていくハードルは決して低いとは言えず、その（大切ではあるが極めて煩雑とも言える）ルーティンに割いている人財と膨大な時間を、自社の成長により資する業務管理改善や従業員エンゲージメントに割くことが可能になるということである。

さらに、研究開発の面で言うと、自社の枠を超えて他グループに長年蓄積されてきたノウハウとより規模の大きいと推測されるリソースを自由に活用し、新たな発想で高め合うことが可能となり（シナジーを最大化する上でグループ全体とのベクトルは合致しているものと推定）、また単独の上場企業に求められるような短期的な増収増益のプレッシャーから解放され、より大きなグループの中で、自社の予算制約を超えて、短期的な利益を犠牲にして得られるであろう長期的な成長目線での R&D 活動もそのグループ会社の承認さえ得られれば可能となる。不特定多数の、夫々独自の目線を持っている株主への説明と、その印象から派生し得る短期的な株価変動への懸念から解放された、「真に企業価値向上に資する」研究開発に対し、ともすれば、自社の規模感やマーケットへの印象から諦めていたようなものに果敢に挑戦することが可能となり、研究スタッフからしてもまさにこれこそ研究者冥利に尽きると言えよう。これが、上記の①経営インフラと④R&D シナジーに当たり、多くの M&A において、統合後の早期からメリットを享受可能な部分であると考えられる。

事業活動シナジー（上記③）については、M&A の組み合わせごとの個別性が強い部分であるが、売上規模が小さい多くの企業にとって、ビジネスデベロップメントや営業に係わる人員が売上規模見合いで相対的に少ないことが多くの場合拝見出来る。これは一般的に言えば、より規模の大きい企業との補完関係が成立する良いケースであると考えます。販売推進や価格交渉など、手間がかかる部分でのリソース不足はインフレ局面ではどうしても機会損失につながりやすい。そこで、他社グループ入りすることにより、グループ全体のネットワークや商流を活用することで一気に顧客リーチの広さと深さが加わり、既存ルートに上乘せする形でビジネスが拡大する可能性が広がることが考えられる。

以前私どもの投資していた先で、非公開化で大手グループの傘下に入り、飛躍的に事業拡大した会社の例をご紹介したい。血液バッグや特殊ステントなど医療用器具の製造販売をする（当時）川澄化学（上場時コード7703）である。TOB発表までの15年間PBR倍率は常に1倍を下回っていたが、2020年7月、当時の筆頭株主であった住友ベークライトが100%子会社化を決め、従前株価に対して100%以上のプレミアムにてTOBを発表した。川澄化学は、非公開化後に、「[SB カワスミ株式会社](#)」と会社名を改め、現在では、住友ベークライトのメディカル分野での主軸を司るグループ全体にとっても戦略的意義の大きい子会社となっている。図1にTOB前の最終年度と2022年度、2023年度との収益を比較してみた。

図1：旧川澄化学、現SBカワスミの状況（2020年⇒2023年）

(百万円)	FY2020	FY2022	FY2023	FY20⇒FY23 増加率
売上収益	22,323	28,941	31,505	41.1%
営業利益	648	2,163	1,938	3.0倍
当期利益(注1)	1,395	1,911	1,698	21.7%
資本合計	38,946	23,538	21,344	-45.2%
資産合計	44,130	31,852	30,638	-30.6%
営業利益率	2.9%	7.5%	6.2%	
ROA(営業利益)	1.5%	6.8%	6.3%	
ROE(当期利益)	3.6%	8.1%	8.0%	

(注1) FY2020に+12億円の特別損益を計上し、当期利益が営業利益を上回っている

(出所：川澄化学、住友ベークライト有価証券報告書より Hibiki 作成)

驚くことに、2020年度に比べ、2023年度は売上が40%以上増加し、営業利益に至っては3倍となっている（連結会社間取引相殺の上での数値）。また、非公開化後に、資本と現金を100億円程度圧縮し、資本効率も見事に改善している。この間に、住友ベークライトからの直接的な人的支援は、役員2名の兼任、及び従業員2名の出向と事務所賃借のみ³で、基本的には、今までは、上場企業同士としてあまり深入りできなかった住友ベークライトの商流を最大限活用し、旧川澄化学の良さを守りつつ一気に販売を加速させたことが見て取れる。研究開発面においてもグループ全体の十分な予算設定の下、積極的な交流が進んでいると間接的に伝え聞いている。川澄化学の本来持っていたその潜在力が、住友ベークライトという信頼ある大手企業と手を結んだことで大きく花開いた大変良い事例であると考えられる。

最後に忘れてはならないことが、最初の部分の②事業への集中のメリットと⑤経営権の制限または放棄の覚悟はセットであるということであろう。事業を運営することと上場企業の経営をすることは全く別であることは経営者皆様にはご理解いただけていることかと思うし、上場企業の経営は先ほど申し述べた「デフォルト」

³ 住友ベークライト株式会社第133期有価証券報告書より

にて行わねばならない数々の業務をこなすこととなり、十分な人財と規模の経済性で正当化できるレベルに自社の組織が構築されていない場合、「ベストな経営戦略を実現する環境」という意味で、決して理想的な状況と言いきることが往々にしてあり得る。上場企業の経営者であるよりは、大きなグループ内での一つの独立した事業体の経営者としてある方が、戦略の幅も広がり経営自体の醍醐味も増し、その組織の事業成長及び従業員の意欲の活性化にも適していることも十分にあり得ることを上記川澄化学の例は示唆しているのではないだろうか。

5. 米国の資本市場

ここで、口直しとして米国市場について考察を加えたい。3章では、「企業買収における行動指針」の内容を詳細に解説したが、この指針は、実は1980年代の米国にて、第四次M&Aブームと言われた時代の象徴ともいえる1985年のデラウェア州の判例「Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holding, Inc 506A.2D 173 (レブロン判例)」で確立された「レブロン基準」の内容を横目に参考にしたとされている。ここでは、その内容を解説した上で、このレブロン基準と日本の指針が目指すところの共通点及び相違点につき個人的な視点による論考を加える。

当時の米国では、1960年代～70年代にかけて進んだコングロマリット化を解体し再構築する上でLBO（レバレッジド・バイアウト）という新たな資金調達手法が確立され、「同意なき買収」が多発する中、被買収企業側の防衛策も巧妙化し、過剰なライセンス・プランの導入など、株主価値の向上に資すると言いき難い経営陣の自己防衛とも取れる内容が散見されていたことから、取締役の責務が「Custodian（管理者）⇒中長期的」から「Auctioneer（競売人）⇒短期的」に切り替わる瞬間を「Company for Sale」という視点で整理した初の判例という意味で画期的であり、野放図に乱れつつあったM&A市場の矯正と企業のガバナンス水準の規律を正すという意味で絶大な効果があったとされる。

（1） 米国判例「レブロン基準」

「レブロン基準」を一言で言うと、企業が売却や解体が避けられない状況において、取締役会は売却価格（短期の株主利益）の最大化に努めなければならない義務、である。その基準として、私どもが考える極めて重要な点は2点あり、(A)基準がトリガーされる瞬間の定義、そして(B)取締役の善管注意義務内容の「変化」の定義となる。レブロン判例を辿りながら説明したい。

本判例の一方の主人公であるR.ペレルマン氏は、新進気鋭の企業買収家であった。多数のM&Aを手掛けたが、本件の直前には自身の個人会社MacAndrews & Forbes Holdings社を使い、業績悪化中であったGMSのPantry Pride社（Pantry社）を買収/統合、その資産を矢継ぎ早に処分し大幅な赤字を計上した上で繰越欠損を活用しPantry社をさらに別の会社を買収する「箱」として活用した。実際に、本件勝訴後にRevlon, Inc（レブロン社）を買収した法人はPantry社の子会社であり、Pantry社も買収直後に社名自体をRevlonに変更している。他方の主人公であるレブロン社は、1970年代は圧倒的No.1の化粧品会社であったが、Estee LauderやCover Girlなど

の競合に押され、化粧品シェアが下がり、事業はじり貧でテコ入れが必要であった。と同時に、主力の化粧品事業に加えて、Vision Care（コンタクトレンズ関連）、National Health Care Laboratories（血液等の検査ラボ）といった、有望ではあるが化粧品と強いつながりがあると言えない関連部門にも多角化をしていた。

以下図2が本事件の大きな流れを図表化したものである。御覧いただける通り1985年の夏～秋のたかだか数か月の間に、レブロン社にまつわる攻防は激烈であり、交渉のテクニック、買収防衛策、企業価値評価や複雑な金融商品の活用など、多くの刺激的な示唆に富むものであるが、ここでは、敢えて「レブロン基準」と言われる部分に集中し考察する。

図2: レブロン事件の主要経緯（1985年6月～10月）

順序	主体	日時	動向/意思決定
A.	ペレルマン	6/17	レブロン社に株価\$42～\$45で「友好的」買収を提案
B.	レブロン社	7/23	価格が低い、と提案却下 ⇒ 総会で防衛策として取締役任期分散、ポイズンピルプラン導入を示唆(後のD.)
C.	ペレルマン	8/14	\$47.5でレブロン社に対し「同意なき」TOBを予告
D.	レブロン社	8/19	ペレルマン氏に買収後、解体されることを懸念し、2つの買収防衛策発表(同時にペレルマンに訴訟提起) ① 発行済み16%相当の自社株買い ② 買収者除く既存株主に\$65を転換価格とする12%利付転換社債の権利("Rights")を現物配当として支給決定
E.	ペレルマン	8/23	D.に示された買収防衛策の解除等の条件付で\$47.5でTOB開始
F.	レブロン社	8/26	追加対抗策発表: Equity-to-Debt Swap (EDS) ⇒ 資本の1/3以上を11.75%利子+優先株付社債("Notes")に転換 ⇒ 株主より申込殺到 同時に、水面下にて、ホワイトナイトとなるForstmann Little (FL社)と対抗の非公開化を交渉開始
G.	ペレルマン	9/16	D.のRightsの失効を条件とし90%取得を下限としてTOB \$42に新たに設定(上記F.におけるEDSによる25%dilutionを考慮)
H.	ペレルマン	9/27	株主に約束された諸条件を解除し「友好的な買収」を前提に改めてTOB\$50を提案 ⇒ \$53に失速し早に変更
I.	レブロン社	10/3	FL社からの\$56.00の友好的TOBを承認(付帯条件として①レブロン取締役会メンバーに統合新会社の持分25%を付与 ②統合後の主要事業の第三者への売却の承認、③追加負債を調達することの承認)
J.	ペレルマン	10/7	I.のFL社の条件と同一にてTOB価格を\$56.25に変更 ⇒ 追加条件: ペレルマン側から3人の取締役候補者の設定
K.	レブロン社	10/12	FL社が友好的TOB価格をさらに\$57.25に引き上げ、これを承認、但し、追加で3条件加わる ①既に発行されているF.のNoteをFL社が発行する新Noteに額面にて置き換える ②他社がレブロン社の40%超株主になった場合、主要2部門を\$525MNにてFS社が(市場価格より割安に)取得する権利を付与 ③No-Shop(他の買収者候補との交渉をしない)
L.	ペレルマン	10/14 10/18	レブロン取締役会における上記Kを不服として裁判所に即時停止措置(訴訟)を申し立て(裁判所は10/18受理) TOB価格を\$58とし、FL社の提示したNoteの交換条件をマッチすることを発表 ⇒ 10/23 裁判に勝訴し、レブロン社を獲得!
M.	ペレルマン	その後	一株\$58、合計29億ドルにてレブロン買収/統合成立、取締役役を替え、その後Kの2部門を約10億ドルで成功裏に売却

出所: 公開情報を参照し、Hibiki 作成

先ず、この発端として、先述の通り、当時のレブロン社は、創業者のレブロン氏の薫陶を得てその席を継いだベルジェラック氏がCEOとして10年程君臨していた。化粧品事業一本足打法を嫌い、そのキャッシュフローをヘルスケア分野への多角化に費やし、Vision Care（コンタクトレンズ関連）、National Health Care Laboratories（血液等の検査ラボ）といった、有望ではあるが化粧品と強いつながりがあると言えない関連部門を多数抱えていた。こうしたノンコア資産をM&Aにて処分し、本業に改めて回帰させることで企業価値の向上が見込める、とペレルマン氏が見立てたと考えられている。

ただ、図中A.B.欄の通り、当初、ベルジェラックCEOは、ペレルマン氏の友好的買収提案を「価格が低すぎる」とあっさり拒否している。その背景に、価格のみならず、ペレルマン氏グループの資産規模が小さく、買収資金が非伝統的で高リスクと言えるジャンク・ボンドによって調達され、その返済のために、レブロン社の事業が切り売りされることが見て取れたから、と言われていた。また、ペレルマン氏の「何か」が余程気に入らなかったのか、即座に買収防衛策まで準備をしている。

そして、図中 C.欄、8月14日にてペレルマン氏による「同意なき買収」予告が公開され、本格的な対立構造が明らかとなる。数日後、D.欄のように、レブロン社からは即座に対抗処置として、①大規模な自社株買い、そして②その当時株価より大幅に高い\$65未満の買収をトリガーとするポイズン・ピル（買収防衛策）を公表し、取締役会としてレブロン社の企業文化を棄損するような脅威から企業としての価値を守っていくことを高らかに宣言した。「レブロン基準」の論点である、「Company for Sale」が何時トリガーされるかどうか、ということと言うと、結局、裁判においては、ここまでの対抗策は取締役会の責務の全うという意味で正当なものである（つまりこの時点の取締役会の行動は問題ではない）、とお墨付きが与えられている。実際に本件の直前にあった「ユノカル vs メサ・ペトロリアム」の裁判では、企業文化を大きく棄損する可能性のある買収提案には、強制的で排他的でない限り買収防衛策を講じることに問題はない、という判例が出ている。この段階でのペレルマン氏の「予告提案」を評価検討している時点、または、それを正当な理由によって却下した時点では、取締役は「Custodian（管理者）」として本企業の Going-Concern を前提とした企業価値の最大化を目指しており、企業の連続性を確保する上での一定程度の買収防衛策をも是認される形となった。

本件における、重要なターニング・ポイントは図中の E.F.欄（8/23～8/26）である。E.欄においてペレルマンの「同意なき」TOB が開始され、レブロン社では、その TOB を阻止すべく、株式の希薄化を含む、追加的な買収防衛策を導入した上で、投資会社の Forstmann Little（FL 社）をホワイトナイトとして、秘密裡に交渉に入ったのだ。判例においては、まさにこの時点が、「レブロン義務」が発生したとされる。つまり、①現実的な「同意なき」買収の脅威が存在し、②それに対して取締役会が（別の企業に）会社を売却する「動き」を開始した、ということである。まさに、「Company for Sale」である。当然、このレブロン社取締役会としてのその後の動きが善管注意義務上問題視され、判例としての重要な論点となった。いわば、この時点で、取締役会の責務の方向性を変えておかないと「利益相反が高じ、その結果このような事態が起り得る」という象徴的な事例となってしまったのだ。

まず、取締役会の動きに二つ問題があった。一つ目は、当時のレブロン社が、ホワイトナイトを求める際に、FL 社という、いわゆる投資会社に打診をしている点である。二つ目は、入札競争の最終段階での FL 社に対する極めて優位な条件付与である。結局、投資会社は、自身の手で事業を切り盛りすることは困難であり、であるからこそ、（1）レブロン社の取締役の身分もしくは、その後の莫大な利益が保証される、（2）結果的に、事業承継者である FL 社が投資リターンを上げるために、レブロン社は当初の企業を守る方向を転換し、（ペレルマン氏が当初からそう企図していた）事業解体を承認することになった、ということである。

レブロン社の取締役会は、ペレルマン氏の9月中の継続的なアプローチと TOB 価格引上げ（図中の G.H.欄）を完全に無視し、I.欄の 10/3 には FL 社による TOB を承認及び公表するが、そこには、先ず、レブロン社の取締役会メンバーに新規会社の持分 25%が付与される条件が付されていた。これは株主を利するというよりは、レブロン社取締役個人を利する、という意味で極めて私利私欲にまみれた条件であることは明白である。さらに、買収後の FL 社がレブロン社の個別事業の売却を許可することも付記されており、この二つはいわばパーティーの関係になっている。実質的に当時の取締役会がそこで目指したものが「Custodian（管理者）」として一つの企業体の価値の最大化を目指すことから明らかに逸脱し、①ペレルマン氏に買わせないこと、②FL 社に買ってもらうことにより、同時に自身を利することに変化したことが見て取れる。

ペレルマン氏はその後も、TOB 価格を上げ続け、既に最後まであきらめない姿勢を明白にしている中、問題の二つ目として、善管注意義務上、決定的な問題であったのが、K欄の 10/12、FL 社による TOB 価格引き上げに付された条件である。この最後の引き上げは、J欄の 10/7 に全ての条件をマッチしてきたペレルマン氏との交渉を終わらせ、本件を速やかに終息させる意図があったと考えられるが、ペレルマン氏の\$56.25 より\$1 だけ高い\$57.25 であるが、その内容は首をかしげてしまうものであった。図中の K.の 3つの条件を改めて転記する。

- ① 既に発行されている図中の F欄の Note を FL 社が発行する新 Note に額面にて置き換える
- ② 他社がレブロン社の 40%超株主となる場合、主要 2 部門を\$525MN にて FL 社が取得する権利を付与
- ③ No-Shop(他の買収者候補との交渉をしない)

最後の③ No-Shop は①、②がある中では屋上屋のようなものであるが、ペレルマン氏との交渉を完全にシャットアウトする目的で設定されている。但し、①と②に関しては詳細な説明を必要とする。

先ず、①については、以前 F欄 8/26 で発行されていた、Note が、11.75%と高利回りであるにも関わらず、価格が大きく値下がりしていた背景がある。Note の発行時点で凍結を約束されていた新規負債の調達、新たに FL 社が TOB をする時点で解除された（当然 FL 社もジャンク債により資金を調達する目算があったことによる）ことで信用リスクが高まり、価格が暴落していたのだ。その Note を簿価で新 Note に振り替えるということは、その市場価格と簿価の間の穴埋めを「誰か」がしていることになるが、当然、取締役会はしていない。また、買収者の FL 社が表面上補填しているように見えるが、企業評価自体が上がる訳ではないので当然ながら株主価値から差し引いているだけである。結局、実際に補填をしているのは、前回 Note を申し込まなかった既存株主ということになる。以前は「同じ株主」であったのに、一方で Note への転換を申し込み、損失を負ってしまった「現債権者（元株主）」の便宜を図るために、申し込んでいない「現株主」の価値を奪ったのである。当時くすぶっていた社債権者からの株主代表訴訟（損害賠償請求）を避けるべく、取締役の隠れた意向により「株主価値」を意図的に棄損させたと判断された。

次に、②は一般的に Lock-up Option と言われる。他社（∴ペレルマン氏）が、FL 社に競い勝ってレブロン社を買収する（40%超を取得する）場合、そもそもペレルマン氏が目論んでいた売却予定の資産を、FL 社が「先に」「安い価格で」取ってしまう権利を FL 社に付与したのである。当然これは、「焦土作戦」を意味し、他社からの買収意欲をほぼ完全に払しょくすることが可能である。現在のガバナンス基準からはあり得ない、企業価値を大きく棄損するビヘイビアであるが、当時は買収防衛においてこのような焦土作戦も横行していたとされる。この 2つの事業は、最初にも御伝えした、コンタクト等アイケア用品を扱う、Vision Care と、血液検査ラボの National Health Laboratories であるが、FL 社が取得できる価格\$575MN は、レブロン社の投資銀行が評価した事業価値の想定下限レンジをさらに 10%以上下回った価値であることが、後に明らかとなっている。尚、裁判に勝訴したペレルマン氏は、この両部門をその後数年の内に合計で 10 億ドル以上の企業価値評価で売却した。

⁴ National Health Laboratories については株式公開を果たした

ここまでで自明の通り、レブロン・ケースでは、取締役の責務が「Custodian（管理者）」のままで「Auctioneer（競売人）」に切り替わらなかったことで、表面上は価格による入札合戦であったが、株主にとって最も重要である価格の最大化以外の様々な要素（過剰な買収防衛策、潜在的な株主価値の棄損、取締役の保身、ホワイトナイト側の隠れた意向など）が交錯し、問題が複雑化してしまった上に、もしこのままレブロン社がFLに買収されていたとしたら、重大な株主価値の棄損となり、その後のM&A市場や取締役会の行動基準に対して大いなるモラルハザードの悪影響を及ぼした可能性があった。通常運転の場合では「性善説」に基づく善管注意義務規範で律される取締役会が、「Company for Sale」の極限状態では、様々な雑念を排し「短期的な価格」の最大化のみに集中すべき、という米国のM&A市場の根幹の理念ともいえる規範がここに成立したのだ。

但し、ここで注意を要するのは、このような状況における「短期的な価格の最大化」と言っても、必ず複数社を招致して大々的にオークションをやらねばならない訳ではなく、また、水面下でホワイトナイトを模索することも全く否定はされていない上に、特定の買収候補者との（一定程度の合理性が認められる）Lock-up契約も是認されており、非常に幅広い戦略的オプションが取締役に認められているということである。あくまで取締役会として、現在置かれている状況において「短期的な価格の最大化」の様々な道筋及び可能性を十分に模索検討したと言えるか、という行動規範を示しているに過ぎないということである。

（２） 「レブロン基準」 確立後の米国の M&A 市場 ～RJR ナビスコ社を巡る買収劇～

先ほど説明をさせていただいた 1985-86 年の「レブロン基準」の確立により、企業が売却や解散が避けられない状況における取締役会の義務が確立されたことで、米国ではジャンク・ボンドを活用した「同意なき買収」より活発に行われていた。その 2 年後の 1988 年、今なお語り継がれる当時最高額の 250 億ドルの LBO、KKR による RJR ナビスコ社（大手タバコ会社の R.J. Reynolds Tobacco Company と、食品会社の Nabisco が 1985 年に合併）に対する「同意なき買収」が行われた。この「RJR ナビスコ社の買収劇」をリアルに描写した著書「Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco（日本語版：野蛮な来訪者 -RJR ナビスコの陥落-）」を参照し、「レブロン基準」によって、①「同意なき買収」の最大の防御は株価を上げること、②会社を私物化してはならない（出来ない）、という適切な資本市場の原理が当たり前となった米国のクラシックな事例を紹介させていただく。

RJR ナビスコ社は食品会社とタバコ会社の合併後、株価の低迷に悩まされていた。収益性（現金収入）は高いが、喫煙者の死に影響するというタバコ会社への訴訟等のレピュテーションリスクを有するタバコ事業によって、23 倍から 25 倍の PER（株価収益率）があってもいい食品事業を見殺しにする、コングロマリットディスカウントに陥っていた。当社の MBO 公表前の PER は 9 倍と、タバコ事業と食品事業の融合は市場で評価を得られておらず、その CEO であるジョンソン氏は投資銀行の Shearson Lehman Hutton（SLH 社）を主体とし、自分を含む経営陣が参画する MBO を決断し、1 株当たり 75 ドルで公開買付けを開始した。尚、当時は MBO という言葉がなく、一般的には Leverage-buy-out の略語である LBO という単語で語られるが、ジョンソン氏の計画では、自らは資金を一切拠出せずに非公開化後の株式の持分の 20% を SLH 社に要求していたことから、本件は現代の認識では完全な MBO 案件と言える。

ジョンソン氏は正式に自身の MBO を検討する前に、株主でもある実業家のスパングレー氏が RJR ナビスコ社の買収を企んでいることを認識する。当時ウォール街では株価が低迷する RJR ナビスコ社に目を付ける人は少なくなかった。事実、ジョンソン氏は買収防衛策の導入も検討していたようだが、直前に「ユノカル基準」「レブロン基準」が判例として打ち立てられていたことによって根本的な買収リスクを解決するような防衛策を講じることは出来ず、「同意なき買収」を避けるためにも全うに株価向上に努めた。食品重視の姿勢を示すために食品事業のハント・ウェッソン社を買収したり、自己株取得にも当時においては目を見張る程の大規模な、11 億ドルを充てている点は彼なりの資本市場と対峙する上での必死な努力であった。

しかし、それでも株価は上昇しなかった。当時もジョンソン氏はプライベートエクイティ投資会社として大手であった KKR の CEO クラビス等からも LBO のメリットのアドバイスを受けていたが、KKR の「手」は借りずに、「知恵」のみを拝借した上で、自身の欲のために MBO を決意することとなる。しかし、それが実際に、その後の究極の入札合戦の火ぶたを切って落とすことになることまではジョンソン氏自身想像をしていなかったようだ。

MBO をする、という決定は、それ自身が既に「Company for Sale」の条件の一つをクリアすることとなり、ここにもう一つの条件である「同意なき買収」が舞い込めば、取締役の責務は「レブロン基準」により「Custodian」から「Auctioneer」に変化することは前節に記載した。ジョンソン氏による 1 株 75 ドルの公開買付けに対して、「それにしても安すぎる、ジョンソン氏はどうやら会社をかすめ取る気だ」と、特に KKR のクラビスは激怒し、いち早く「同意なき買収」を決意することとなる。その後、KKR のみならず、レブロン社の事例にも出てきた FL 社を含め多数の「同意なき買収候補者」が参加する買収劇が繰り広げられ、最終的にはジョンソン氏 vs KKR の構図となり、KKR が 1 株 109 ドルで競り落とした。

ジョンソン氏は RJR ナビスコ社を非公開化後、バリュエーションの付きやすい食品事業を売却し、莫大な現金収入のあるタバコ事業を残すことで非公開化のメリットを最大限に引き出す計画を立てていた（そしてその価値の 20% を手中に納める予定であった）。本件までに「レブロン基準」がもし存在しなかったとしたら、取締役会と結託してタバコ事業の譲渡契約を結ぶなどの悪質ともいえる対抗措置を取ること、対抗入札を避けることもが出来たかもしれないが、既にそのような過度ともいえる Lock-up は認められないという規範があったことから、価格による勝負にもつれ込むこととなった。

尚、ジョンソン氏によりコントロールされていた当初の取締役会の行動規範は決して褒められたものではなかったが、案件が過熱化した最終段階において、特別委員会のメンバーであるアトキンズ氏「最も株主の利益に沿う結論に達するよう、努めなければなりません」というセリフを発している通り、売却の避けられない状況において、実現可能な最大の売値を見つけて即時に株主価値を最大化するという「レブロン基準」が、その産声を上げてから初期段階でも徹底されたことが、本件に株主にとって、そしてその後の M&A 市場にとっては幸いであった。

米国市場においては 1970 年代より元々活況でもあった M&A 市場 (market of Corporate Control) により、買収されるリスクが常にある構造自体、経営者の善管注意義務と忠実義務を最大化させる「神の見えざる手」として

機能していたため、ジョンソン氏は自社の独立性と自身の支配を維持するために株価向上に努めた。しかし、結果的に株価のテコ入れの結果が出なかったため、MBOによる解決を図った。その後は「レブロン基準」に基づく真っ当な価格勝負となるオークション状態となり、当初1株75ドルであった買収価格は最終的に109ドルとなった。LBOの約1年前の株価が40ドル台で推移していたことを考えると、株主にとっては約2.5倍でのExitとなり、市場の原理が正しく働いたことで、株主価値が最大化された素晴らしい案件となった。尚、後日談としてKKRは買収後、かなりリストラチャリングと企業価値向上に苦労したと言われ、結果的には「少々高く払いすぎた」と市場では言われていたとされる。また、ジョンソン氏CEOはKKR買収後、当然のごとく退任をさせられたが、その際には契約上の\$2.3億ドルの退職金（ゴールデンパラシュート）を受け取っている。壮絶なエゴの闘いでは敗者となったが決して本質的な敗者とは言えなかったことは興味深い。

(3) 日本市場へのインプリケーション

さて、ここで話を日本に戻したい。何故唐突に米国の1980年代の事例を二つ紹介したかという、似たもの同士として米国の「レブロン基準」そして日本の「企業買収における行動指針」として一見対比されがちなものだが、米国と日本の市場の土壌の違いがあり、その含意するものは決して一致してはいないということをご直観的にご理解いただきたかったためである。ここに、私どもが考える、マクロ的な視野における共通点と、相違点に関して解説をさせていただきたい（実務的にはさらに細かい論点が多数あるがここでは立ち入らない）。

まず共通点は、疑いの余地なく、M&A市場の健全な発展を後押しするために整備された基準/指針という点であろう。日本においては、大規模のM&A自体が稀であり、さらに係争も少ないため、こういった判例が積みあがることを永遠と待っている余地がなく、「企業の強靱化」を司る経済産業省が自ら腰を上げてソフトローの形で指針を策定したと考えられる。米国においては裁判所が中心となって、そのような崇高な理念を石積みのごとく一つ一つ積み上げて時間をかけてM&Aにおける行動規範が形成された。今後の日本に置いては、判例というよりは、複数の「事例」としての「企業価値の向上に資する良いM&A」が積み重なり、市場を担っていくように誘導しているという意味で理念は一致する。

大きな相違点はM&A市場の形成過程に起因する。つまり、米国においては、1980年代までに既に何回か大規模なM&Aブームが存在し、企業同士の合従連衡が全く珍しくない土壌がある中で、その弱肉強食と言えるパワープレイ（同意なき買収）とそれに抗う取締役会のビヘイビアが80年代に双方過激化していた事実があり、このままではM&A市場が「無法地帯」と化すことを懸念した上での、強い牽制となったのが「レブロン基準」である。それに反して、日本では、同意なきM&A自体が稀であり、多くの場合そういった提案があったとしても、「同意に至らなかった」という理由で闇に葬られていた経緯がある。そうして淘汰や再編が進まず、企業数及び上場企業数も増加の一途を辿り、産業の新陳代謝が進まない中、今までタブー視されてきた「同意なき買収」を促進せねばならない、という問題意識が（経済産業省内に）醸成されたとみる。

つまり、米国では、規律を導入することで乱痴気騒ぎになりかかっていたM&A市場を少し鎮静化させる役割があったのに対し、日本では、規範を導入した上で、今までにない形によるM&A活動（i.e.同意なき買収）を

活発化させる、という反対の目的が意識されたと私どもは見ている。号砲はならされた、ということで皆様におかれては緊張感を持ち、「そういった新時代に経営をしている」ことを意識いただきたい。

尚、そういった米国市場でさえ、当然ながら現在に至るまで多くの試行錯誤を繰り返している。最近のケースにおいて多くの示唆を与えてくれるのは、大きな社会的な話題にもなった2022年のイーロン・マスク氏によるTwitter社への「同意なき買収」提案であろう。当初Twitter社の9%を市場で買い集め、その後、市場価格より高い総額440億ドルで買収を提案したのだ。当然、Twitter社の取締役会は、このような規模で買収提案をされた場合、「レブロン基準」をベースとするとそれに抗うことが困難であり、十分に高い価格であることを理由に買収提案を早々に受け入れた。その後、Twitterのアプリ上にfake accountが多く存在することを問題視し、マスク氏が提案を一時取り下げたり、それに対してTwitter社がマスク氏に訴訟を行ったりと、色々なことがあったが最終的に無事買収が通ることとなった。

買収後のTwitter社は、名称も変わり、従業員の50%は解雇され、また、マスク氏の経営方針であるfree speech促進により、皮肉にも実際にはanti-LGBTQなどヘイトコメントが激増し、多くの広告主にとり好ましくないと判断され、2023年初頭には前年比で広告収入が-40%程度減少したと言われている⁵。このように、マスク氏買収後のTwitter社が企業価値をさらに増やしたと言えない状況であり、さらに従業員にとってこの経営の転換は悲劇的ともいえる結果となっている。マスク氏にとって、この買収は経済価値を超えて彼の理念の実現の上で大切であったと考えられるが、こういったアウトカムを見ていると、心情としては大変複雑な気持ちにならざるを得ない。ただ、「レブロン基準」により「短期的な価値が最大化」され、マスク氏の資産から多くの株主に膨大な富が移転されたことは、Twitter社の当時の株主（ストックオプションを保持していた多数の解雇された従業員を含む）にとってのみならず、米国の資本市場全体にとっても、やはり大いに意義があったと言えるのであろう。

⁵ <https://lawforbusiness.usc.edu/corporate-governance-and-twitters-demise-the-revlon-rule-in-focus/>

6. おわりに

冒頭に申し上げたとおり、昨今の企業を取り巻く事業競争環境は大変厳しく、また、変化の激しい局面に直面している。そして、日本の株式市場も激動の 2 年間を経験し、今後ますますその変化が加速していくであろう。金融庁、経済産業省、東証、ISS やグラスルイス等からの上場企業に対する要請によって、日本の市場が向かうべき方向は既に明確に示されている。上場企業は、企業価値向上の概念を改めて考え直し、真摯に向き合うことが求められていると言えよう。

資本主義先進国の米国にて Market for Corporate Control が確立される、重要な判例となった「レブロン事件」や、その後に見られた「同意なき買収劇」の事例について本書簡にてご紹介させていただいた。その米国のレブロン義務で謳われている要諦を、日本的土壌に合う形に意識して展開されているともいえる「企業買収における行動指針」が公表され、資本市場を積極的に活用した買収劇が近い将来、多数繰り広げられることは、もはや避けられないことかもしれない。

改めて、企業はこの厳しい環境下で、上場を維持しその上場企業としてのメリットを最大限享受すべく企業価値の最大化を追求していくのか、それとも非公開化（MBO または他社グループ入り）を選択し、自社のペースで発展を目指すのか、本質的な議論をするべき局面に突入したと私どもは考え、本書簡を認めさせていただいた。経営者の皆様におかれては、社外取締役を含む全取締役の間で、この重要な議論を、とことん闘わせていただきたいと思う。様々な見解に基づく激論の末、各企業が迷うことなく進むべき道を選択し、企業としての「形」に固執することなく、事業としてのさらなる成長を遂げることが、失われた 10 年、そして未来を担う従業員の輝きを取り戻す最も近道ではないだろうか。そして、結果として日本の国富が力強く回復し、次世代に受け継いでいかれることを、私どもとしては心から応援したいと考える。

以上

2024/10/18

(Appendix)

全国保証株式会社(7164) 2022年8月26日付公開書簡「企業価値評価改善及びROE改善施策のご提言」より、第3章「資本市場を味方につける経営哲学」抜粋

~~~~~

### 3. 資本市場を味方につける経営哲学

最後に、何故ここまでROEとPBRの改善にこだわる必要があるのか、という点に関して改めて事例を交えてお伝えできればと存じます。今までお伝えしてきたことの背景にある、資本市場は何のために存在しているのか、という原理に係る部分とご理解いただければ幸いです。

#### (1) 資本市場を有利に活用する上で欠かせない Valuation/資本コストの議論

資本市場は何のために存在しているのか、を一言で申し上げると、「リスクとリワードが適切に資本コストとしてプライシングされ、企業の適切な資本調達を可能とするため」です。間接金融と違い、株価やクレジットの水準によって当該企業がどのように評価されているか一目で分かり、それが今後の資本調達力やM&Aの可能性に大きな影響を与えるその基準となる市場が資本市場であり、今日までの人間社会の発展のエンジンである資本主義の根幹を担うものであります。

以下の例でPBRといった市場評価が高いことがいかに比較優位性につながるか、仮の設定にてご説明したいと思います。貴社と全く同じ規模、バランスシート及び利益構造のB社があったとし、この会社を100%取得するケースを見てみます。資産は100、負債資本構成は50/50、当期利益は10。よって両社ともROEは20%、D/Eレシオも1倍と完全に一致しています。また発行済み株式数は1株と単純化しています。

|                  | B社 B/S |     |                | 貴社 B/S(仮定)       |     |                |
|------------------|--------|-----|----------------|------------------|-----|----------------|
|                  | 資産     | 100 | 負債<br>50<br>資本 | 資産               | 100 | 負債<br>50<br>資本 |
| 当期利益             |        |     | 10             | 当期利益             |     | 10             |
| ROE              |        |     | 20%            | ROE              |     | 20%            |
| D/Eレシオ           |        |     | 1.0            | D/Eレシオ           |     | 1.0            |
| <b>PBR(独立変数)</b> |        |     | <b>1.0</b>     | <b>PBR(独立変数)</b> |     | <b>2.0</b>     |
| 株数               |        |     | 1              | 株数               |     | 1              |
| 一株当り資本(BPS)      |        |     | 50             | 一株当り資本(BPS)      |     | 50             |
| 株価               |        |     | 50             | 株価               |     | 100            |
| PER              |        |     | 5              | PER              |     | 10             |
| 株主資本コスト          |        |     | 20%            | 株主資本コスト          |     | 10%            |

唯一の違いは、独立変数とした PBR で貴社が 2 倍、B 社が 1 倍として、財務面、利益面で完全に同じ水準でも貴社の方が市場から経営力を高く評価されている状況です。株主資本コストはゼロ成長を前提とすると PER の純粋な逆数ですので、貴社は 10%、B 社は 20%という想定です。この B 社を 2 通りの方法で貴社が完全買収すると仮定しましょう。1つ目は i.株式交換による買収、2つ目は ii.現金による買収です。この株価市場評価のまま買収が実行できたとの前提で、統合会社でも PBR2 倍が変わらない（貴社が経営するので貴社の経営力評価が今後も継続するとのロジック）という仮定を置きます。2つの手法で興味深い差が出てきます。

| i.株式交換             |     |               |    | ii.現金買収            |     |            |    |
|--------------------|-----|---------------|----|--------------------|-----|------------|----|
| 連結B/S              |     |               |    | 連結B/S              |     |            |    |
| 資産                 | 200 | 100           | 負債 | 資産                 | 150 | 100        | 負債 |
|                    |     |               | 資本 |                    |     | 50         | 資本 |
| 当期利益               |     | 20            |    | 当期利益               |     | 20         |    |
| ROE                |     | 20%           |    | ROE                |     | 40%        |    |
| <b>D/Eレシオ</b>      |     | <b>1.0</b>    |    | <b>D/Eレシオ</b>      |     | <b>2.0</b> |    |
| PBR(独立変数)          |     | 2.0           |    | PBR(独立変数)          |     | 2.0        |    |
| 株数                 |     | 1.5           |    | 株数                 |     | 1          |    |
| <b>一株当り資本(BPS)</b> |     | <b>66.7</b>   |    | <b>一株当り資本(BPS)</b> |     | <b>50</b>  |    |
| <b>株価</b>          |     | <b>133.33</b> |    | <b>株価</b>          |     | <b>100</b> |    |
| PER                |     | 10.0          |    | <b>PER</b>         |     | <b>5.0</b> |    |
| 株主資本コスト            |     | 10%           |    | 株主資本コスト            |     | 20%        |    |

i. 株式交換の場合新株発行するので資本増加  
 ii. 現金買収の場合子会社持ち分と資本が連結上相殺

現金買収の場合、資本が相殺されており増えない  
 よって、D/Eレシオ2倍に、そしてROEは2倍の40%に！

PBRが両方のケースで変わらず2倍とすると・・・  
 i.株式交換：資本増より株数増が抑えられBPSが66.7に上昇  
 PBR2倍所与で、 $66.7 \times 2 = 133.3$ に株価上昇  
 ii.現金買収：PBR2倍で所与だと株価変わらず、但しPERが5倍に低下するので株価は上昇する「可能性」は高い

株式交換のケースは両社株主の同意が必要なため実行難易度がより高いと考えられますが、B社の「株主」へ新株が発行されるため、財務状態への悪影響が回避されます。反対に現金買収のケースは、資本と子会社株式が連結上相殺されるため、ROEを上昇させるのに極めて効果的な一方で、財務状態は悪化するので諸刃の剣であるとも言えます。

いずれのケースであっても、株価にはポジティブなインパクトがあると想定されます。i.株式交換のケースでは、貴社が、より株価評価の低い会社 B 社を新株発行によって買収するため、相対的な割合で新株の発行株数が抑えられ、（B社 PBR1 倍と貴社の半分なので 0.5 株だけ発行すれば良い）統合後の PBR が 2 倍で変わらないとすると株価は自動的に 33%上昇することになります。元々の貴社株主にとって「同じクオリティの会社をより割安に買収し、一株当たりの価値（BPS）が増えた」ということになるのです。このような買収を成し遂げる会社の経営評価は、統合後さらに高まる（PBR、PER がさらに上昇）蓋然性も高いと考えられます。次に ii.現金買収のケースでも、前述の通り、資本増加がなく利益が増えることで ROE が 40%に跳ね上がるため、PBR が買収前の 2 倍に留まるということは考えづらく、PBR も株価も上昇する蓋然性が高いのです。

ここで見てくるのは、i.株式交換の場合、2社の株式の相対的な評価、つまり自社の評価を相手先（B社）の評価より高めた状態で買収することにより、統合後の一株当たりの価値が自動的に高くなるということです。ii.現金買収の場合は、自社の評価はさておき、相手先をいかに「安く買うか」が統合後の評価に直結します

(高く買収するとのれんが統合後の BS に乗ることとなり日本の会計基準では償却費用として利益を圧迫します)。

しかし、最終的にどちらのケースでも自社の評価が高いことが極めて大事であることは言うまでもありません。何故なら、理論的に、企業はいつでも増資を行うことが出来るし、それを活用することが可能なのが資本市場であるからです。例えば、本件において現金買収により ROE が上昇して、反対に悪化した D/E レシオを過去の巡行水準近くまで戻す必要があると考えた場合は、当然資本政策として事後的に増資を検討すべきです。しかし、統合後の株価評価が下がってしまえば、増資の際により大きな株式希薄化が発生し、株主に損害が及びますが、長期戦略に見合う良い買収であると市場から高く評価され株価がさらに上昇し、例えば PER 20 倍で増資が可能（ゼロ成長モデルで）となれば、資本コスト 5% (1÷20) と比較的割安なコストで新規資金を調達出来たことになるのです（同じ額の金額をより少ない発行株数で調達）。まさにこれが「資本市場を味方につける」醍醐味と言えましょう。

日本の上場企業の経営者の中には、依然として自社のトップライン・利益額など、PL 項目にフォーカスして成長を成し遂げることが経営の最大の目標と考えておられる方がかなり多いと推察されます。しかし実はそれは「一株当たりの企業価値を最大化する」上での手段の一つであり、資本市場との対話を通じて資本コストをコントロールして、M&A などの機会がいつ何時遡上に上がったとしても、チャンスを逃さずに優位に進めていけるよう平時より備えることも、同様に極めて重要な経営戦略となります。

貴社の場合、顧客にとっての信用リスクが揺らがないよう「資本の部分を潜在的損失の 15 年以上に厚くしておく」という KPI を掲げておられますが、その KPI を構成する独立変数が、毎年の内部留保だけである、と認識している場合、どうしてもリスク回避的姿勢が強くなってしまうと考えます。反対に、ROE や成長力、事業の特性に見合った正当な評価を市場から得ておくこと、つまり資本市場そのものを味方につけてしまうこと（こちらも貴社の自助努力で達成可能な準独立変数）でいつでも前向きな増資が可能な状態を維持することで必要資本のレベルをコントロールできるとなった場合、自転車の前輪と後輪のように攻めと守りが有機的に組み合わさり、様々な経営施策の戦略オプションが自在に選択可能になってくるものと推察します。

## (2) 実例のご紹介－シップヘルスケアホールディングス株式会社

私どもの別の投資先様のケースを実例としてご紹介申し上げたいと思います。シップヘルスケアホールディングス株式会社 (SHH 社) という、医療設備等の総合調達管理及びコンサルティングなどを行う会社で、2022/3 期売上 5,143 億円、営業利益 205 億円、プライム上場の時価総額 2,594 億円 (8 月 23 日現在) となっております。医療関係者は知らない人がいないと言っていい、国内トップシェアの医療機器ディーラーです。同社は、時価総額で見るとまだ中型株という範疇ですが、資本市場との対話及び活用に大変長けた会社で、私どもが尊敬の念を持って保有させていただいている貴重な投資先の一社です。

2016年に株式譲渡と株式交換の組み合わせの取得により同社が対等の精神に基づき買収したのが、同業の準大手であった未上場の小西共和ホールディングン株式会社（KKH社）です。KKH社の株主は社員持ち株会とオーナー家中心でした。図15に当時のプレスリリースに記載された財務情報を掲げます。

図15：シップヘルスケア株式会社プレスリリースより

| (14) 最近3年間の経営成績及び財政状態 |                          |              |              |                      |              |              |
|-----------------------|--------------------------|--------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|
| 決算期                   | シップヘルスケアホールディングン株式会社(連結) |              |              | 小西共和ホールディングン株式会社(連結) |              |              |
|                       | 平成25年<br>3月期             | 平成26年<br>3月期 | 平成27年<br>3月期 | 平成25年<br>8月期         | 平成26年<br>8月期 | 平成27年<br>8月期 |
| 連結純資産                 | 42,547                   | 47,621       | 75,864       | 13,804               | 14,830       | 15,879       |
| 連結総資産                 | 144,389                  | 173,393      | 202,562      | 32,450               | 34,357       | 35,404       |
| 1株当たり連結純資産(円)         | 1,022                    | 1,173        | 1,524        | 22,990               | 24,699       | 26,443       |
| 連結売上高                 | 224,363                  | 259,189      | 273,327      | 75,821               | 81,296       | 83,589       |
| 連結営業利益                | 12,544                   | 13,857       | 13,597       | 1,525                | 1,539        | 1,358        |
| 連結経常利益                | 13,589                   | 14,754       | 13,910       | 1,658                | 1,588        | 1,448        |
| 親会社株主に帰属する<br>当期純利益   | 8,589                    | 8,523        | 7,472        | 951                  | 989          | 837          |
| 1株当たり連結当期純利益(円)       | 208                      | 211          | 168          | 1,587                | 1,650        | 1,397        |
| 1株当たり配当金(円)           | 45                       | 48           | 55           | 45                   | 50           | 50           |

(単位：百万円。特記しているものを除く。)

(出所：SHH平成28年3月1日プレスリリースより抜粋)

規模を比較すると、当時のSHH社の連結純資産が759億円に対してKKH社はその約20%程度の159億円と、財務的、戦略的に大きなインパクトのある経営統合でした。株式譲渡と交換が組み合わされた二段階の取引であったのですが、まずは株式譲渡（KKH社28,000円/株の評価で123億円の現金支払）でSHH社がKKH社の約73%持ち分を株主より取得し（取得前にSHHは約7%保有）、残りの20%分（約31億円）をSHHが新規に2,814円で発行する株式（つまり株式交換）にて決済することとなりました。

この株式交換比率に関し、KKH社1株単位に対して、SHH社9.95株が交換されることで決定（1:9.95）したのですが、先ず前提となる株価、SHH社の2,814円は株式交換効力発生日の近くの一定期間の「市場平均価格」です。KKH社の価格28,000円は、DCF等で第三者によって算定された価値を参考に決定された、当初80%分の現金による株式譲渡価格と同じ価格です。図16でご覧いただける通り、PBRで見た場合、KKH（1.1倍）に比較してSHHの方が高い評価（1.6倍）で統合比率が算定されていることが分かります。PERで見るとKKH社に少しプレミアムが乗っている状態ですが、統合後のシナジー分を考慮に入れるとほぼ同等かそれ以下の評価と言える範疇です。

図16：統合比率による株価バリュエーション

|      | 交換前提株価 | PER（前期実績ベース） | PBR（前期実績ベース） |
|------|--------|--------------|--------------|
| SHH社 | 2,814  | 16.7         | 1.6          |
| KKH社 | 28,000 | 20.1         | 1.1          |

(出所：SHH社資料、ブルームバーグよりHibiki試算)

この、現金+株式交換のハイブリッドの取引にて、先述の「ii.現金買収」の効果で実は SHH 社の ROE は自動的に 9.8% ⇒ 10.5%<sup>6</sup>に上昇しました。また、SHH 社の一株当たり純資産（BPS）は「i.株式交換」効果で自動的に 1%上昇したのです。例えば、本件で同じ交換比率で取引の全部が株式交換だったと仮定すると、BPS は約 7%も上昇していた計算になります。現金買収、株式交換のいずれの場合でも SHH の株主にとって非常にメリットの大きい統合であったことが見て取れます。これは、SHH 社が KKH 社の買収を、相対的に割安な評価<sup>7</sup>で行うことが出来た効果であり、株主からすると、「大変素晴らしい会社を上手に統合したことによって一株の価値が自動的に増えた」大変ありがたい結果となったのです。その後の Post-merger Integration もうまくいき、右肩上がりに EPS が成長したことは周知の事実です。

### (3) 実例のご紹介 - 米国ゼネラル・ダイナミクス社

また、米国で、ビジネススクールのケーススタディとしても良く取り上げられる、防衛機器大手ゼネラルダイナミクス社についても、簡単にご紹介したいと思います。本件は貴社の状況とは全く違い、新陳代謝及び浮き沈みが極めて激しい米国の防衛産業で、1980年代に名門とはいえ中途半端な存在であったゼネラル・ダイナミクス社が、1991年に外部から就任したビル・アンダース社長の大胆な経営戦略と「資本市場を味方につける」思考によって見事に蘇り、その後のジム・メラー社長（1993年～1997年）、ニック・チャブラヤ社長（1997年～2008年）とその思考が引き継がれて、3人の社長の期間、つまりアンダースが着任した1991年1月からチャブラヤが退任した2008年7月までの17年半に、アンダースと2人の後継者が生み出した価値は年率23.3%（複利）という驚異的なものでした（株価は30倍超）。ちなみに、同時期のS&P500種は年率8.9%でした。

この3人の社長の期間は17年と長く、事業環境も軍縮期から再拡大期とめまぐるしく変化していた時期でした。よって、各社長において重視された取り組みも臨機応変であり、一貫していない部分もあります。簡単に整理すると、アンダース社長は、「会社の資本の積極的縮小」でバランスシートを引き締めることに集中し、自社株買いなどを大胆に行い、一株当たりの価値の拡大に集中しました。そういったアンダースの手腕に惚れ込み株主になったのが先ほど来何度か名前が出ているウォーレン・バフェット氏です。バフェット氏はアンダースに一度会っただけでゼネラル・ダイナミクス株式の購入を決定し、さらに、保有株式の議決権をアンダース氏に預けて改革の後押しをした逸話は有名です。

アンダースの右腕であったメラー氏は、「オペレーションの鬼」であり信賞必罰で社内の規律を磨き上げた、叩き上げの社長でした。しかし、メラー氏はアンダースから受け継いだノンコア部門の売却をしつつ、1995年には3億ドルのバス・アイアン・ワークス社への大型の現金買収にも手をかけ、縮小から拡大への布石を打ちました。そして、チャブラヤ氏は、過去2代の社長が継続的に自社株買いを行い、PER（予想ベース）で23倍にまで高まっていた自社の株式市場における評価（つまりバリュエーションが高く、資本コストが低くなっていった）を活用し、当時の発行済み株式の1/3を超える\$53億ドルもの「新株発行による株式交換」にて、民間

<sup>6</sup> 統合前年の実績のBS/PL数値による計算

<sup>7</sup> 弊社による見解です

プライベート/ビジネスジェット大手のガルフストリーム社を買収したのです。まさに、自社の株価を「強い通貨」として最大限活用した白眉の案件だったといえましょう。尚、この希薄化を嫌気して発表後半年で株価は30%下落しましたが、統合効果が再評価され、その底値より3年で株価は約3倍となりました。

尚、上記のゼネラル・ダイナミクス社の破天荒なストーリーの詳細が興味深く展開されているソーンダイク氏の“Outsiders”という本の邦訳を本レターに添付させていただきました。

#### (4) 結びに — なぜ ROE にこだわるべきなのか

今まで、多くの事例を含め、IRの表現方法、及び企業評価を高めるための施策などの議論を数多くのページを割いて書かせていただきました。未だに語りつくせない部分が多くありますが、その真意を一言でまとめると、以下のようになります。

売上と利益の拡大を目標とすることはゴーイングコンサーンの企業にとって極めて大事な  
ことであるが、それを前提とした上で、一株当たりの価値を拡大させていくという覚悟  
及び施策を通じ、資本市場で評価されることが企業価値向上のためには不可欠。そして  
市場で評価されてこそ、さらなる成長の重要な要素である M&A 戦略にも厚みが増す。

売上と利益の拡大は経営者のその事業における才覚が問われる部分であり、貴社の過去からの実績及び今の業界内の立ち位置から鑑み、一株主としてその実績は信頼に足るものだと確信を持っております。しかし、貴社の現在の状況で多くの株主が懸念を持ち、よって PBR が低下してきているのは、貴社の株主リターン (ROE) が年々低下してきていることがその背景にあり (図5)、それが実際の収益性の悪化によるものではない点が挙げられます。

ROE の低下が収益性の悪化によるものであれば、事業構造改革など、大変なエネルギーと時間が必要となり、その改善も簡単には行きません。しかし、ROEの分子である利益が着実に拡大している中、分母である株主資本が順調に (順調以上に) 積みあがった結果による ROE の低下を食い止めるには、財務的アプローチによって対処する以外は極めて困難です。何故なら、利益による ROE 改善は、積みあがる資本のペースと同じかそれ以上の早いペースで利益を拡大することを意味し、事業の永続的「加速」を意味することとなり、現実的ではないからです。売上と利益の拡大に注力することは、実は資本市場での評価の必要条件ではありますが、十分条件とはなりません。資本政策がその成長戦略に有機的に結びつき、一株の価値を増大させることが必要十分条件となるのです。

~~~~~