

Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ —価値創造経営— vol.5

2026年9月

企業価値を巡る攻防——「企業買収における行動指針」からみる

7月30日に経済産業省から「企業買収における行動指針」¹（以下、「行動指針」）に関し、「『企業買収における行動指針』の解釈について」（以下、「解釈」）、「『企業買収における行動指針』のポイント」（以下、「ポイント」）および「『企業買収における行動指針』Q&A」（以下、「Q&A」）の3文書（総称して以下、「解釈等」）が追加公表された²。重要な点は、企業価値・株主共同の利益の原則を再確認した上で、定性的な価値の領域を拡大したことと、取締役会の経営判断の裁量を明確化したことである。2023年の「行動指針」の公表以降、日本におけるM&A市場は拡大し、2025年には件数と金額ともに過去最高を記録した。経営者は、企業価値を巡る攻防において3つの戦い（「時間との戦い」、「買収者との戦い」、「過去との戦い」）に直面し続ける。今回の解釈等は、中長期的な企業価値に関して、経営者を裁量と規律の間の緊張関係に改めて置くものであるといえる。

1. 行動指針のポイント

（1）企業価値の定量的・定性的な概念整理

今回の行動指針の解釈等は、2023年の行動指針が現時点においても妥当することを明示した上で、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①企業価値・株主共同の利益の原則、②株主意思の原則、③透明性の原則からなる3原則を維持している（図表1）。この企業価値を中心に置いた原則の源

¹ 経済産業省（2023）. 「企業買収における行動指針 —企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」 2023年8月31日.
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf

² 経済産業省（2026a）. 「『企業買収における行動指針』の解釈について —その趣旨の一層の浸透、より良い実践に向けて—」 2026年7月30日.
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_1.pdf;
経済産業省（2026b）. 「『企業買収における行動指針』のポイント ～より適切な実践に向けた趣旨の再確認～」 2026年7月30日.
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_3.pdf;
経済産業省（2026c）. 「『企業買収における行動指針』Q&A」 2026年7月30日.
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_5.pdf

流は、敵対的買収(同意なき買収)が社会的な注目を集めた 2005 年に経済産業省と法務省が定めた「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」に遡る³。

図表 1 行動指針の 3 原則

	原則	内容
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である

出所：経済産業省(2026b)を基に PwC Intelligence 作成

この原則の中心である「企業価値」の定義には多少の変遷がある(図表 2)。2005 年の指針においては「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」とのみ定義されたが、2023 年の行動指針では「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」と追記され、ディスカунテッド・キャッシュフロー(DCF)の概念が導入された⁴。2026 年の解釈等ではこれが維持されるとともに、「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)と負債価値の合計として表される」とされ⁵、時価によるバランスシートの価値を企業価値とするコーポレートファイナンスの標準的な理解と一致した⁶。

図表 2 「企業価値」の定義

	定義
2005 年指針	会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう
2023 年行動指針	会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、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
2026 年解釈等	「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」を意味する、定量的な概念である

出所：経済産業省(2005, 2023, 2026b)を基に PwC Intelligence 作成(ハイライトは筆者)

³ 経済産業省・法務省(2005)。「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」2005 年 5 月 27 日。
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf

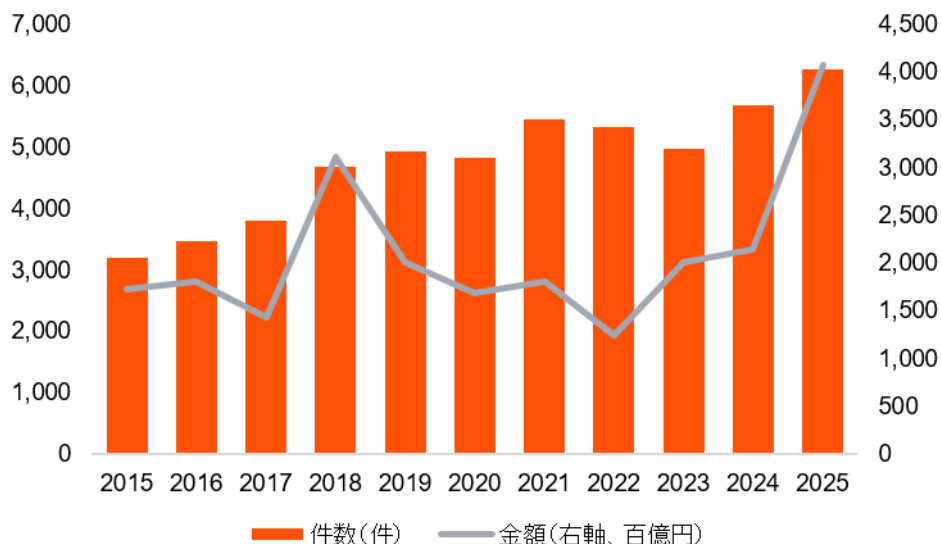
⁴ 「行動指針」1.4.

⁵ 「ポイント」2(2).

⁶ Modigliani, Franco, and Merton H. Miller(1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

行動指針の公表後、M&A 取引の増加が続き、2025 年には、件数、金額ともに過去最高を記録した(図表 3)⁷。その過程では、行動指針が定量的な企業価値(買収提案価格)のみを基準として取締役会の判断を求め、そうでない場合には責任を問うかのような誤解が生じているとの議論があった。

図表 3 日本企業が関与する M&A 取引の推移



出所:経済産業省(2026d)に基づき PwC Intelligence 作成

そこで行動指針の解釈等においては、企業価値を「定量的な概念である」と定義した上で、「一見して定性的な価値であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる」とされ、ステークホルダーへの配慮や経済安全保障への対応などの例示が行われた(図表 4)⁸。定量的な概念の範囲内ながら、中長期的な成長に寄与する定性的な価値にも注目し、これらが毀損される影響も考慮することで「中長期的な企業価値の向上」を目指すものである⁹。

ただし、「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」ともされ¹⁰、経営者に対する規律との間で一定のバランスを取っている。

⁷ 経済産業省(2026d)、「公正な買収のあり方に関する研究会 第 9 回事務局資料」2026 年 2 月 4 日。
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/009_04_00.pdf

⁸ 「ポイント」2(2)、「Q&A」4。

⁹ 「ポイント」4(2)、「Q&A」3。

¹⁰ 「ポイント」2(2)、「Q&A」4。

図表 4 「定性的な価値」の裁量と規律

	内容
裁量	将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる (例示) (1) 事業活動における従業員や取引先などのステークホルダーの貢献 (2) 迅速・果断な意思決定、ガバナンス体制の構築、地域社会・地域経済や地球環境を含む多様なステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動(リスク低減) (3) 経済安全保障に対応する経営(例えば、サプライチェーンを強靱化することや、自社又は取引先等の技術情報等の流出防止対策を講じること等)
規律	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

出所: 経済産業省(2026b)を基に PwC Intelligence 作成(ハイライトは筆者)

(2)いわゆる「レブロン義務」の不存在

レブロン義務は、米国における取締役の法的な義務であるとともに、株主至上主義のひとつの象徴として理解されている(図表 5)。1986 年のデラウェア州最高裁の判例は¹¹、化粧品会社のレブロン社の売却の局面において、取締役会が合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務を負うとした。買収など支配権移転の際には取締役が株主利益(つまり株式の売却価格)の最大化のみを考慮する義務であり、その違反が訴訟で争われる際には、裁判所は「経営判断の原則」(経営者に幅広い裁量を認める緩やかな判断基準)よりも厳格な基準を適用して審査する。ただし予見可能性を高めるため、例えば 2015 年の判例では、利害関係を有しない株主の過半数が十分に情報を得た上で、抑圧されていない状態で承認する手続きを経た場合には経営判断の原則を適用する明確化が行われた¹²。

図表 5 「レブロン義務」と行動指針の比較

	定義
レブロン義務	・企業の支配権移転が発生する取引では、取締役会は合理的に達成可能な株主にとって最善の価格を得る努力をする受託者責任(信託義務)を負う(裁判所は経営判断の原則よりも厳格な基準で審査) ・その局面では、取締役会の役割は「企業という砦の守護者」から、株主のために入手可能な最高の価格を得る「競売人」へと変化する
手続の明確化	・支配的株主が存在しない対象企業の支配権移転を、利害関係を有しない株主の過半数が十分に情報を得た上で、抑圧されていない状態で承認した場合には、経営判断の原則に基づく裁量が認められる
行動指針・解釈等	・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 ・取締役会は、買収に応じるか否かについて経営判断の原則に基づく広い裁量を有している ・指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することによって、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げる

出所: Revlon 506 A.2d 173(脚注 11)、経済産業省(2026b, c)を基に PwC Intelligence 作成(ハイライトは筆者)

¹¹ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173(Del. 1986). <https://www.law.upenn.edu/live/files/7446-revlon-inc-v-macandrews-forbes-holdings-506>

¹² Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A.3d 304(Del. 2015). <https://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=230530>

行動指針の解釈等は、行動指針がこの米国におけるレブロン義務を定めるものではない点を確認し、経営判断の原則にも言及している(ただし日本では、米国と異なり判断の過程だけでなく判断の内容も審査した上で、著しく不合理な点がない限り善管注意義務に違反するものではないとする)¹³。法的な構成や範囲は異なるものの、手続面で行動指針の示す「真摯な検討」を行うことで、「取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有して」おり、買収に応じない、または結果として賛同した提案よりも高い価格によって買収が成立した場合でも、それ自体は善管注意義務違反にならないとの見解が示された¹⁴。行動指針の解釈等は、企業価値の定量的な理解の下、真摯な検討という手続を経た上での取締役会の判断を尊重する論理を整理したといえる。

2. 企業価値を巡る攻防

企業が買収提案を受ける際、その判断の中心は企業価値であり、この原則は変わらない。現経営陣は、経営判断の裁量の下、この企業価値を巡る攻防において、3つの戦いに直面し、結論を導く必要がある。それは(1)時間の戦い、(2)買収者との戦い、そして(3)過去との戦いである(図表6)。この3点は、「企業価値とは何か」という問いを巡り、定量的にも定性的にも様々な角度からの検討を迫る。

図表6 企業が直面する「3つの戦い」

	内容	企業価値との関係
時間との戦い	・短期間の対応 (TOBでは10営業日以内の意見表明義務) ・将来の企業価値と現在の企業価値の比較	・経営陣による「中長期的な企業価値の向上」の期待は、現在の株価(市場価値)に反映 ・買収者が目指す将来の企業価値は、現在の買収提示価格(プレミアムを含む)に反映
買収者との戦い	・自社方針と買収提案の優劣を巡る評価 ・競合する買収者が提供する経営資源・シナジー創出の優劣に関する比較・評価	・情報の非対称性に起因する現経営陣・買収者それぞれによる情報開示の必要性 ・自社・買収者を含めた提案の独立委員会等による客観的な評価の必要性
過去との戦い	・過去からの積み重ねである現在の事業基盤・組織・経営者の再評価 ・事業ポートフォリオの再評価	・施策実行による潜在的価値の実現 ・過去から蓄積された現預金の株主還元だけでなく成長投資による企業価値の向上期待

(1) 時間との戦い

買収提案を受けた企業は、その受け入れの可否を限られた時間で判断する必要がある。買収者による株式公開買付け(TOB)の場合には、開始日から10営業日以内に取締役会の意見表明が必要である¹⁵。株主による検討時間を確保し、株主に判断材料を提供するため、買収者に情報開示を要請し、自らも情報開示が必要となるが、これは「時間との戦い」である。

¹³ 最判平成22年7月15日判時2091号90頁。

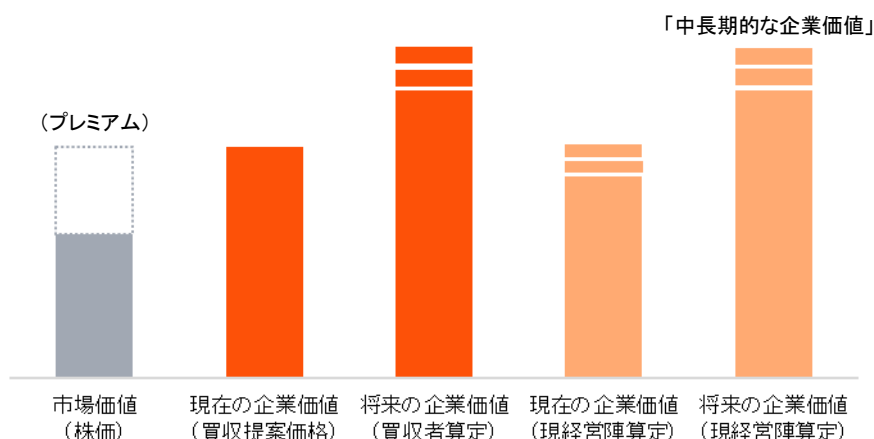
¹⁴ 「行動指針」2.2.2、「ポイント」4、「Q&A」3、7。

¹⁵ 金融商品取引法第27条の10。

さらに経営者は、支配権の移動によって企業価値の期待が揺れる中、将来の企業価値と現在の企業価値という異時点間の比較でも戦いを迫られる(図表 7)。通常、企業価値とは現在の価値をいう。負債を除いて考えると、買収者による買収提案価格は提案前の市場価値にプレミアムを加算した価値であるが、これは同時に、独自の分析によって買収者が算定する将来の企業価値に基づく、現在の企業価値である。この算定では、買収によって対象企業または買収者自身が享受するシナジーが考慮されている。将来の企業価値は不確実だが、買収の成立時に対価が現金で支払われるならばそれは確実な価値である。

一方、現経営者が目指す「中長期的な企業価値」に基づき現経営陣が算定する、本来の現在の企業価値の内、現在の市場価値(株価)に反映されていない部分は不確実である。買収提案を受け入れない場合、現経営陣に引き続き経営を委ねることで実現すると期待される「中長期的な企業価値」が、買収提案価格だけでなく、買収者が算定する将来の企業価値を上回る見通しを説得的に説明しなくてはならない。本来であれば、現経営陣が算定する現在の企業価値は市場価値(株価)に反映されるはずである。買収者が提案を公表した際、対象企業の企業価値に関する情報が、買収提案価格というシグナルとして市場に伝わることによって株価が上昇する現象がみられることは¹⁶、現在の株価に必ずしも反映されない価値が存在することを示している。このように現経営陣が中長期的に実現を見込むものの、短期的にはそれが株価に反映されないとき、その時間差を巡る戦いも、やはり時間との戦いである。

図表 7 将来価値と現在価値



(2) 買収者との戦い

現経営陣は、保身の批判も受け得るプレッシャーの下、企業価値を中心に自らの経営方針と買収者の提案を比較し、株主の支持を得る必要がある。現経営陣は、企業価値・株主共同の利益の観点から現体制の維持が最善であると主張するとき、株主の判断を巡って「買収者との戦い」に直面している。

¹⁶ Betton, Sandra, B. Espen Eckbo, and Karin S. Thorburn (2008). "Corporate takeovers." In B. Espen Eckbo (ed.) *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Vol. 2, Chapter 15, pp. 291-429. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50007-X>

買収者が複数存在し、相互に提案を競い合う場合でも同様である。取締役会による選択の妥当性が問われる際の中心的な論点も、やはり買収提案価格に表れる企業価値である。買収者は、プレミアムを負担した上で、それを回収してさらに利益を得られる将来の企業価値を実現する、または自社を含めてシナジーを実現する計画を有しており、その優劣は、少なくとも買収提案価格の差異に表れる。

比較が必要なのは、買収者によって経営方針、提供する知見や経営資源が異なるからである。属性としても競合他社、サプライチェーン上の取引相手、国内または海外のプレイヤーであったり、事業会社でなくプライベートエクイティ・ファンドなどのフィナンシャル・バイヤーであったりと多様であるとき、企業価値の向上がどのように実現されるかの手法や実現可能性には差異がある。さらに、買収を巡る利害関係や動機も異なる。買収者は、新たな事業や研究開発の成果を獲得したい、サプライチェーンを強靱化したい、あるいは、競合相手を統合することで競争を封じたいと考えているかもしれない。または、現預金や不動産などの遊休資産や非コア資産に着目して、その処分による株主還元を考えているかもしれない。これらの情報が、不確実性を伴いながらも買収提案価格に反映され、現経営陣の判断にも反映される。

なお、現経営陣は、買収提案が競合する場合や自らの経営方針が比較対象に含まれる場合には、客観的な判断を行っているとすることが外形的に困難な状況となる。取締役会の独立性は、このような場合に有効である。特別委員会の必要性は「取締役会の独立性を補完する必要性」に依存し、解釈等においても「社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、特別委員会を設置する意義は相対的に小さい」と示されている¹⁷。過半数の独立社外取締役を選任するプライム上場企業は 29.9%に達しているが¹⁸、過半数という意味での取締役会の独立性は、今後も志向されると見込まれる。

ただし、利益相反の程度などに応じて、特別委員会の設置やアドバイザーの助言等の公正な手続き（公正性担保措置）を経ることに対する株主の信認は引き続き高い¹⁹。特に、2025 年の東京証券取引所の規則改正によって、経営陣による買収（MBO）や支配株主その他の関係会社による TOB 等を通じたスクイズ・アウト手続きが行われる場合には、取締役会の独立性の程度によらず、特別委員会の意見の入手が義務付けられるなど²⁰、取引の実質的な内容に応じた措置が求められている。

¹⁷ 「行動指針」3.3、「ポイント」6(1)。

¹⁸ 東京証券取引所(2026a)。「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」2026 年 7 月 21 日。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/nlsgeu000005va0p-att/t13vrt000001jpn9.pdf>

¹⁹ 「行動指針」3.3、「ポイント」6(2)。

²⁰ 東京証券取引所(2025)。「MBO や支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等に係る 有価証券上場規程等の一部改正について」2025 年 7 月 7 日。
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/um3qrc000001o3n5-att/gaiyo.pdf>; 日本取引所グループ(2026)。「MBO 等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等」2026 年 8 月 20 日閲覧。
<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8686.html>

(3) 過去との戦い

現経営陣が新たな経営方針を示しつつ買収提案を拒否する際には、なぜこれまで実行しなかったのかという問いを避けられない。買収者の提案が、濃淡はあるものの、対象企業の改革の契機となることが珍しくないことは、改革の実行に何らかの障害があったことを示している。過去の経営者の経営方針からの転換が容易でなかったり、不採算事業の見直しが、組織の安定性やリスクを考慮した社内の反対によって頓挫したりするように、過去からの積み重ねによって現在までに形成された事業の再評価を行う必要に迫られたとき、現経営陣は、組織としても個人としても「過去との戦い」に直面している。潜在的には実現できる選択肢であるものの、企業内部の障害が大きいならば、その選択肢の価値は株価には反映され難い。

このような議論は、事業ポートフォリオの見直しにおいて典型的に行われる。7月に成立した改訂コーポレートガバナンス・コードや成長投資ガイダンスにおいても、事業ポートフォリオの見直しによる経営資源の配分の見直しは、成長を実現する柱のひとつになっている(図表 8・9)²¹。事業ポートフォリオの見直しとは、不採算事業の売却や処理だけを意味するのではなく、キャッシュフローを生み出すものの今後の成長やシナジーが見込まれない事業の分離や集約によって、成長が見込まれる事業に経営資源を再配分する判断を含む。

図表 8 改訂コードにおける事業ポートフォリオの見直し

	内容
原則 4-1	(取締役会の役割・責務 I: 企業戦略等の大きな方向付け) 取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、成長投資(設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等)や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきである
原則 4-1 解釈指針	取締役会は、その道筋を踏まえ、自社の資本コストを的確に把握した上で経営戦略や経営計画の策定・公表を行うべきである。また、それらにおいて提示した収益計画や資本政策の基本的な方針及び収益力・資本効率等に関する目標を実現するため、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等を行うなど、資本その他の経営資源を適切に配分すべきである
原則 4-2 解釈指針	取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、会社の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである

出所: 東京証券取引所(2026b)を基に PwC Intelligence 作成(ハイライトは筆者)

²¹ 東京証券取引所(2026b)。「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2026年7月21日。 <https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/01.pdf>; 経済産業省(2026e)。「成長投資ガイダンス ―価値創造の拡大を通じた企業の持続的成長に向けて―(価値創造レポート)」2026年7月21日。 https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/009_03_00.pdf

図表 9 成長投資ガイダンスにおける事業ポートフォリオの見直し

	内容
2.1.1	日本企業においては、価値毀損セグメントを保有している場合も少なくなく、事業ポートフォリオを継続的に見直した上で、成長が見込まれる分野へ資本を再配分することが重要である
3.1.4	企業が事業ポートフォリオを見直す際には、自社が当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体（ベストオーナー）であるかについて、明確な認識を持つことが重要である
3.3.1	事業ポートフォリオに関する基本方針の決定、及びその基本方針に基づき経営陣が行う職務の執行に対する監督は、取締役会の重要な役割である

出所：経済産業省（2026e）を基に PwC Intelligence 作成（ハイライトは筆者）

また、現預金が潤沢である企業は多い。真に余剰である場合は別であるが、前述の「時間との戦い」や「買収者との戦い」において、予期せぬ水準での現預金の大幅な配当や自社株買い、資産売却によるその原資の捻出に至るケースも見られる。むしろそのような状況に陥る前に、先手を打って成長投資を立案・実行し、成長の経路を提示することが必要である。

3. 企業経営への示唆

以上の議論を踏まえた、企業経営に対する示唆はどのようなものになるだろうか（図表 10）。現在の企業価値を理解し、どのように将来の企業価値を向上できるかという観点から考えてみたい。

図表 10 企業経営への 3 つの示唆

	項目	内容
1	「3 つの戦い」に戦わずして勝つ準備	・自社の企業価値の評価とその向上余地についての理解の深化 ・潜在的な買収者を想定したシナジーの認識 ・提案を受ける前に実行すべき M&A を含む施策のアップデート
2	株主の信認を得る平時のコミュニケーション	・情報開示・エンゲージメントを通じた透明性の確保 ・非常時における経営陣の判断への信頼性確保
3	取締役会を活用した「攻め」の先取り	・「攻め」を後押しする取締役会の構成と運営 ・取締役会から信認を受けた経営陣への権限移譲

(1)「3 つの戦い」に戦わずして勝つ準備

前述の「3 つの戦い」（時間との戦い、買収者との戦い、過去との戦い）とは、いずれも企業価値を巡る攻防である。企業は、企業価値・株主共同の利益の原則の下、これらの戦いに直面することを想定しながら、先取りした施策を実行する必要がある。そのことは、企業価値をそれ以上高める余地がない行動であることを意味し、結果として戦いを不要にする。

そのためには、短期間に結論を導くべく、平時から自社の現在における企業価値の評価と、自ら取り組む有形・無形資産への成長投資を含むその向上余地についての理解を取締役会とともに深めること、自社が単独で

は実現できないシナジーを認識した上で、潜在的な買収者を想定しつつ、M&Aによって創出できるシナジーを把握すること、そして過去と向き合い、買収者からの提案を受ける前に実行すべき施策をアップデートすることが必要である。シナジーの創出余地の把握は、逆に成長戦略の一環として、他社への買収提案を戦略的な選択肢とする契機ともなる。M&Aは「時間を買う」取引であるといわれるが、M&Aの実行を選択肢に含めることは、企業価値の向上までに要する時間との戦いに対処する観点でも有効な手段となる。

(2) 株主の信認を得る平時のコミュニケーション

企業買収や支配権移動の判断は、究極的には対象企業の株主による判断に委ねられる。そのため、企業としては企業価値・株主共同の利益に関する情報開示やエンゲージメントを通じた透明性の確保によって、株主の信認を維持することが必要である。平時のコミュニケーションによる信頼関係の確立は、非常時に株主に対して新たな経営方針や、競合する買収提案間の選択肢を提示する際に問われる。自社の経営方針にせよ、買収者による提案にせよ、将来の実現可能性について不確実性が存在する以上、重要なのは算定される企業価値の妥当性もさることながら、現経営陣の判断に対する信頼性である。高い信頼性を維持するためには、平時におけるエンゲージメントを含むコミュニケーションの積み重ねが欠かせない。

短期間での対応が求められるのは、株主にとっても同じである。株主も情報を収集・評価しながら、適切な判断を下す必要性に迫られている。そのようなとき、現経営陣によって判断材料が平時から適切に提供されることは、投資家からの信認を高める要因となる。非常時において投資家の判断が分かれる可能性のある論点を先取りして、望ましい施策を自ら提示し、実行することで信認を維持することは、平時に企業価値を高める上でも、非常時に防衛を望む場合にも有効である。

(3) 取締役会を活用した「攻め」の先取り

現経営陣の企業価値を巡る攻防を支えるためには、取締役会の後押しが欠かせない。取締役会はモニタリングを通じて株主からの付託に応える役割を負うが、改訂コードにおいては、成長投資を実現する「攻め」の取締役会の機能強化が意図されている²²。取締役会における戦略の集中的な議論を通じて、成長戦略を磨き、実現することで、追加的な「攻め」の提案の余地は狭まる。スタンドアローンの戦略策定のための議論においても、買収提案を受けたときの議論においても、取締役会は企業価値・株主共同の利益の原則に基づいて判断することになる。取締役会が既に同じ議論を経験しているならば、買収提案を受けた際にも短期間で結論を導くことができる。その際、議論した戦略を迅速に実行するためには、取締役会からの信認の下、経営陣とその判断の裁量を広く確保する権限移譲が欠かせない。

また、買収提案の検討のように現経営陣との利益相反の程度が大きい場合には、独立社外取締役による投資家に対する説明も重視される。前述の投資家とのコミュニケーションについては、非常時も念頭に置いた上

²² 金融庁・東京証券取引所(2026)。「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」2026年7月21日。
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/03.pdf>

で、平時から独立社外取締役による言葉を重視することもその土壌づくりに資する。現経営陣としては、逆にそのような運営を可能にする取締役会の構成を常に考える必要がある。

2023年の行動指針の公表以降、市場におけるM&Aの機運は高まり、解釈等の公表後も、その流れは続くと考えられる。むしろ、今回の解釈等は企業価値向上の経路を明示し、短期的な思考にとどまることなく、中長期的な企業価値向上の施策について、経営者が買収者や資本市場に向き合う基盤をさらに発展させたものといえる。経営者には、成長投資を含む戦略と実現までの時間軸、外部からの潜在的な買収提案、現在保有する経営資源と将来獲得する計画との組み合わせを考慮しながら、期待が現在の評価に反映される形で企業価値を高めることが求められる。今回の解釈等は、経営者が考えるべき中長期的な企業価値の向上のための要素を、定量的にも定性的にもさらに可視化した。企業が成長を実現するための手段として買収や支配権の移動を重要な選択肢として位置付ける基盤を整えるとともに、企業価値を巡る裁量と規律の間の緊張関係の下に経営者を置くものであるといえる。

朝岡 大輔

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社
〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2026 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.



Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ – 価値創造経営 –

vol. 1 「株式保有構造の変化——企業経営への含意を読み解く」(2026 年 5 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/assets/pdf/monthly-economist-report202605.pdf>

vol. 2 「戦略的なレジリエンスへ——企業評価の枠組みの変容」(2026 年 6 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/assets/pdf/monthly-economist-report202606.pdf>

vol. 3 「企業価値の質を高める——経済利益の意義」(2026 年 7 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/assets/pdf/monthly-economist-report202607.pdf>

vol. 4 「コーポレートガバナンス・コード改訂——成長を目指して」(2026 年 7 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/assets/pdf/monthly-economist-report202607-4.pdf>