

# 事務局説明資料

産業組織課

2026年2月4日

**1. 研究会再開の趣旨と直近の動向**

2. ご議論いただきたい論点

3. 今後の進め方


# 研究会再開の背景

## ● 指針策定の経緯

- 経済産業省は、公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により、経済社会にとって**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**に向けた検討を進めるべく、2022年11月に「公正な買収の在り方に関する研究会」を立ち上げ、2023年4月に至るまでに合計8回開催し、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえつつ、我が国における**M&Aを健全な形で更に発展**させていく観点から、買収に関する**当事者の行動の在り方等**について検討を行った。
- 経済産業省は、同研究会における議論等を踏まえて、我が国経済社会において共有されるべき**M&Aに関する公正なルール**として、2023年8月31日付で、「企業買収における行動指針」（以下、「本指針」という。）を策定した。

## ● 指針策定後の動向

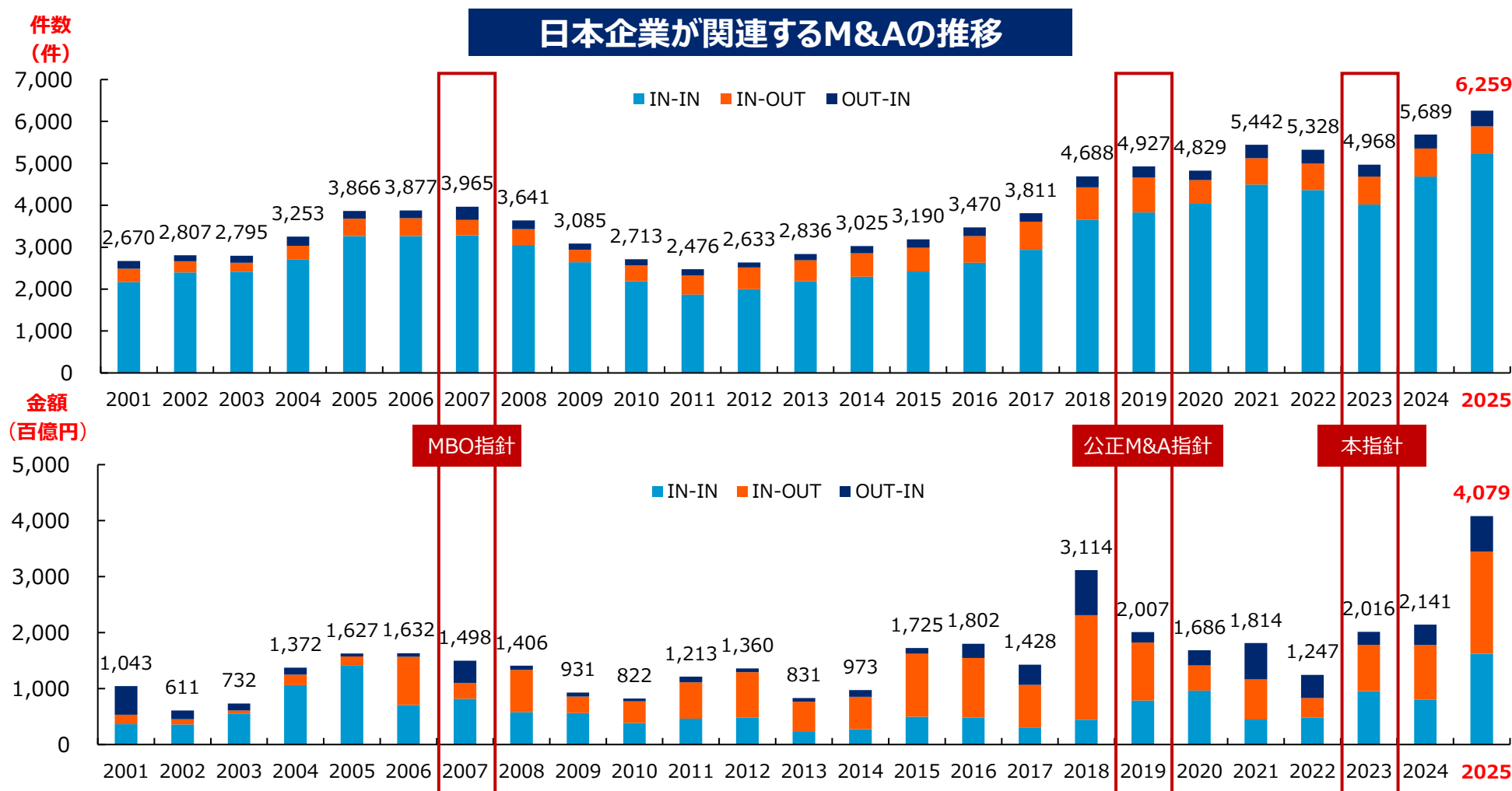
- 本指針の策定から時間が経過する中で、日本企業を取り巻く社会経済情勢にも様々な変化が生じており、**2024年・2025年と2年連続でM&Aの件数及び東証の上場廃止銘柄数が過去最多を更新**し、本指針に対する社会的な注目も高まりつつある。
- 他方で、**各方面から本指針の目的が十分に理解されていない可能性が指摘**されており、本指針の趣旨が正しく浸透しているかは必ずしも明らかではない。
- また、本指針策定後の**2024年に金融商品取引法が改正**され、公開買付制度や大量保有報告制度が見直されたこと等により、**企業買収における法制度等の変化**も見られるところである。



「公正な買収の在り方に関する研究会」を再開し、**関係者の認識や実態の調査**を行った上で、本指針の趣旨の周知や必要なアップデート等についての検討を行う。

# M&Aの件数及び金額の推移

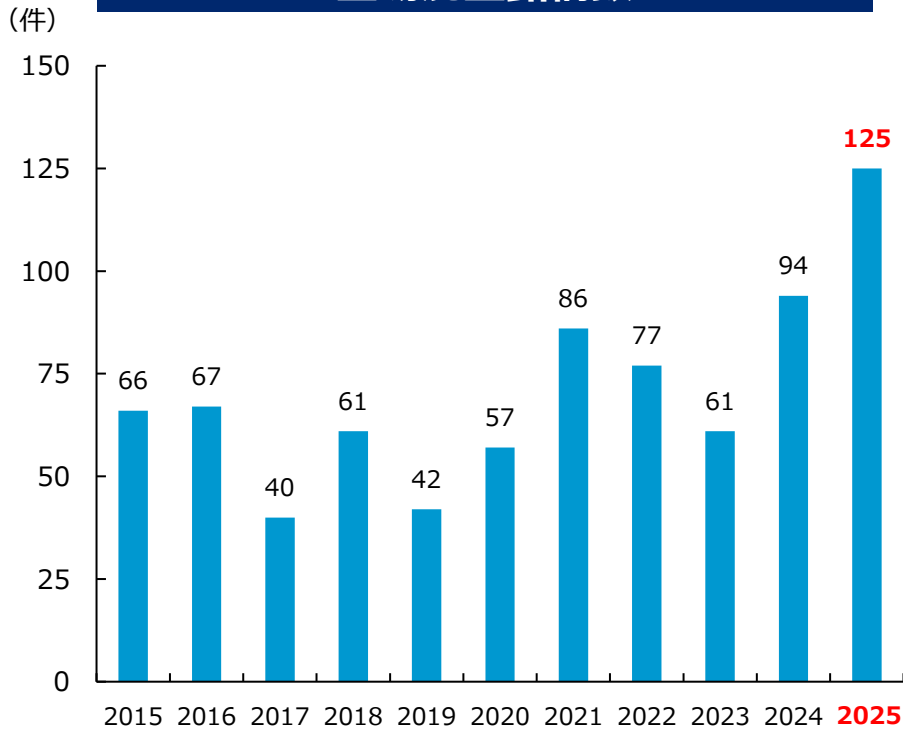
- 本指針を策定して以降、2024年・2025年と2年連続で日本企業が関連するM&Aの件数・金額は増加。
- 2025年は、M&Aの件数・金額ともに**過去最多**を記録。本指針が参照される場面も増加していると窺われる。



# 上場廃止銘柄数の推移及び上場廃止の理由

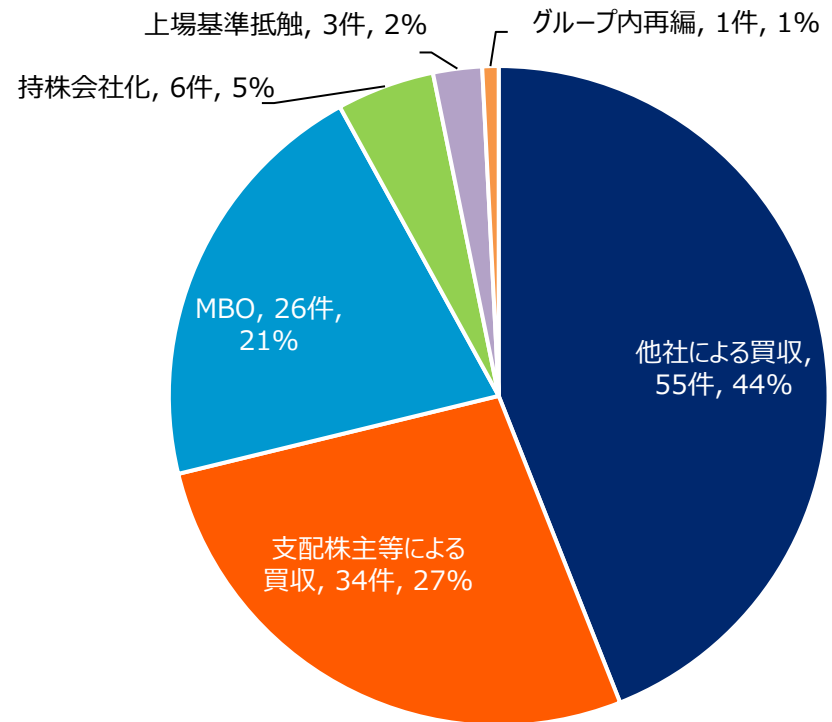
- 本指針を策定して以降、2024年・2025年と2年連続で、株式の**上場廃止銘柄数が増加**。
- **2025年は、過去最多**の上場廃止銘柄数（125件）を記録。
- **上場廃止の理由**としては、**他社による買収**が44%、**支配株主等による買収**が27%、**MBO**が21%。

## 上場廃止銘柄数



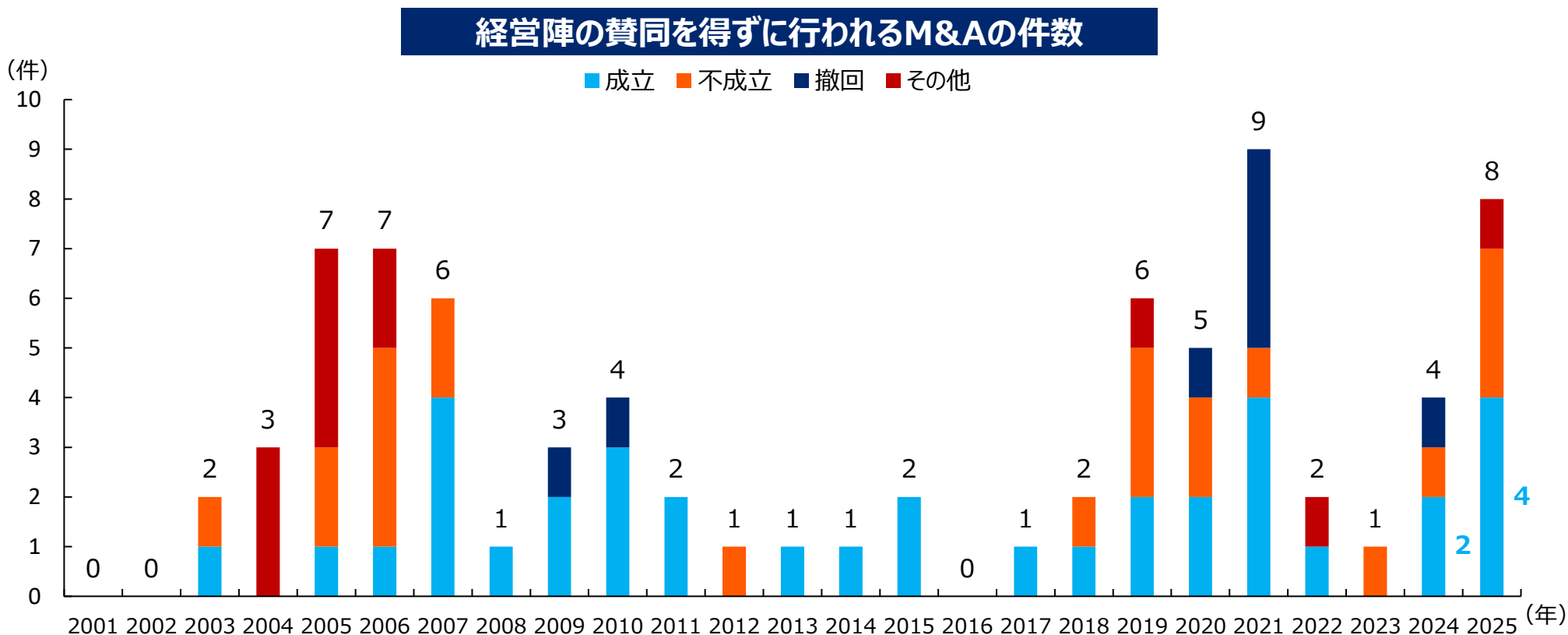
(注) TOKYO PRO Market、新株予約権を除く。

## 上場廃止の理由 (2025年)



# 同意なき買収の件数の推移

- 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。本指針を策定して以降、2024年は4件（うち**成立2件**）、2025年は8件（うち**成立4件**）の同意なき買収が発生。
- この背景には、**政策保有株式の減少**や、**資本効率への関心**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、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。

(注2) なお、REIT、インフラ投資法人を対象とする案件が計6件（2022年：1件、2021年：1件、2019年：1件、2022年：1件、2025年：2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。

(出所) 2026年1月13日時点で集計したレコフデータを基にして経済産業省が作成。

# 近年の「競合的な買収」の事例

- 本指針を策定して以降においても、当初提案に対して**対抗提案**がなされることにより**競合的な買収**に発展する事例が相次いでいる。結果的に**対抗提案者による買収が成立**した事例も存在。

対象者	公表時期	当初提案者	対抗提案者	概要
ベネフィット・ワン	2023年11月	エムスリー	第一生命ホールディングス	<ul style="list-style-type: none"><li>■ エムスリーが、対象者の賛同及び対象者の親会社であるパソナグループの応募合意を得て、部分買収のTOBを開始</li><li>■ 第一生命HDが<b>対象者の賛同を得ずに</b>エムスリーのTOB価格を上回る価格での全部買収の対抗TOBを予告公表</li><li>■ 対象者は<b>エムスリーへの賛同意見を撤回</b>（意見留保）し、第一生命HDに対して賛同意見を表明</li><li>■ 第一生命HDのTOBが成立（エムスリーのTOBは不成立）</li></ul>
ローランドディー・ジー・	2024年2月	XYZ（タイヨウ・パシフィック・パートナーズ）	ブラザー工業	<ul style="list-style-type: none"><li>■ ローランドDGの経営陣がタイヨウ・パシフィックとTOBを開始（MBO）</li><li>■ ブラザー工業が、<b>対象者の賛同を得ずに</b>MBOのTOB価格を上回る価格での対抗TOBを予告公表</li><li>■ MBOのTOB価格がブラザー工業のTOB価格を上回る価格に引き上げられたこと、ブラザー工業に買収された場合にディスシナジーの懸念があることから、対象者は<b>MBOへの賛同意見を維持</b></li><li>■ MBOが成立（ブラザー工業のTOBは実施されず）</li></ul>
牧野フライス	2024年12月	ニデック	MMホールディングス（MBKパートナーズ）	<ul style="list-style-type: none"><li>■ ニデックが、<b>対象者の賛同を得ずに</b>、TOBを予告公表</li><li>■ 対象者は、複数ファンドから初期的買収提案を受領した旨を公表した後、買収への対応方針を導入</li><li>■ 対象者の労働組合がニデックのTOBに対して反対意見を表明</li><li>■ ニデックがTOBを開始し、<b>対象者は反対意見を表明し、買収への対抗措置を発動</b></li><li>■ ニデックは裁判所に対して対抗措置の差止めを申し立てたが、認められず（東京地裁）</li><li>■ <b>ニデックはTOBを撤回し</b>、MBKパートナーズが対象者の賛同を得てTOBを予告公表</li></ul>
芝浦電子	2025年2月	YAGEO Electronics Japan（国巨（YAGEO））	ミネベアミツミ + アドバンテッジパートナーズ（AP）	<ul style="list-style-type: none"><li>■ YAGEOが対象者に対してTOBによる完全子会社化を提案</li><li>■ ミネベアミツミ + APがホワイトナイトとしてYAGEOのTOB価格を上回る価格でのTOBを提案し対象者の賛同を得てTOBを開始したが、YAGEOがミネベアミツミ + APのTOB価格を上回る価格でのTOB価格に引き上げた上で、<b>対象者の賛同を得ずに</b>、TOBを開始。YAGEOはTOB期間を延長し、外為法上の承認を取得</li><li>■ ミネベアミツミ + APのTOBが不成立となり、<b>対象者はYAGEOのTOBへの反対意見を撤回し</b>、賛同意見を表明。のちにYAGEOのTOBが成立</li></ul>
ソフト99	2025年8月	堯アセットマネジメント（ソフト99経営陣）	ECMマスターファンドSPV3（エフィッシモ）	<ul style="list-style-type: none"><li>■ ソフト99の経営陣がTOBを開始（MBO）</li><li>■ 対象者株式12.45%保有する主要株主であるKeePer技研がMBOに応募合意</li><li>■ <b>エフィッシモが、対象者の賛同を得ずに</b>、MBOのTOB価格を上回る価格での対抗TOBを開始</li><li>■ KeePer技研がエフィッシモのTOBに応募したことにより、エフィッシモのTOBが成立し、エフィッシモは対象者株式36.14%を取得（<b>MBOは不成立</b>）</li></ul>

（出所）レコフデータベースや公表情報を基に経済産業省作成

# 令和6年金融商品取引法等改正の概要

## 公開買付制度の見直し

### 1. 3分の1ルール改正

- ・ 強制公開買付けの対象となる3分の1ルールを30%に引下げ
- ・ 市場内取引（立会内）を30%ルールの適用対象に追加
- ・ 急速な買付け等の規制廃止

### 2. 適用除外買付け等の見直し

- ・ 一定の要件を満たす金融商品取引業者による顧客からの買付け等について適用除外買付け等に追加
- ・ 公開買付けと同時に公開買付価格より低い価格で行う買付け等のうち一定の要件を満たすものについて適用除外買付け等に追加

### 3. 形式的特別関係者の範囲の再整理

- ・ 形式的特別関係者の基礎となる関係性から「親族関係」、特別支配関係を有する法人等の役員を削除

### 4. 公開買付制度の柔軟化

- ・ 剰余金配当に伴う公開買付価格の引下げを許容
- ・ 有事導入型の買収への対応方針の導入等の撤回事由を拡充
- ・ 個別事案ごとに当局の承認を得ることにより、各種規制の免除等

### 5. 公開買付届出書等の記載事項の見直し

- ・ 部分買付けを行う場合における公開買付届出書の記載内容に、公開買付け後の少数株主との利益相反解消措置の内容等を追加

### 6. その他

- ・ 一定の要件を満たす株券等の間接取得について「株券等の買付け等」に該当することを明確化
- ・ 一定の事項について、公開買付届出書を参照すべき旨等を記載すれば、当該事項を公開買付説明書に記載したものとみなす

## 大量保有報告制度の見直し

### 1. 共同保有者の規律に関する協働エンゲージメントの特例

- ・ 機関投資家による協働エンゲージメントに関して、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、共同して株主として議決権等を行行使することの合意のうち、個別の権利の行使ごとの合意である場合には、共同保有者から除外

### 2. 重要提案行為等の範囲の見直し

- ・ 重要提案行為等の政令列挙事項から支配人等の選解任や支店等の設置・変更等を削除し、特定の者の役員への選任を追加する等、列挙事項の見直し
- ・ 相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高い列挙事項の提案又は（株主提案権の行使やキャンペーンの実施など）提案の採否を経営陣の自律的決定に委ねない方法・態様等による提案については目的要件を満たす可能性が高い旨の解釈明確化

### 3. みなし共同保有者の範囲の再整理

- ・ みなし共同保有者の基礎となる関係性から「親族関係」を削除し、役員兼任関係、資金提供関係、重要提案行為等の要請に基づく実施等を追加

### 4. 大量保有報告書の記載事項の見直し

- ・ 重要提案行為等の具体的内容・時期・目的、株券等保有割合を5%超増加させる行為の決定・予定を「保有目的」欄の記載事項に追加
- ・ 「担保契約等重要な契約」欄に記載すべき契約等の内容の明確化

### 5. 現金決済型エクイティ・デリバティブの適用対象化

- ・ 一定の要件を満たす現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について大量保有報告制度の適用対象に追加

### 6. 株券等保有割合の算定の方法の見直し

- ・ 取得請求権付株式や取得条項付株式については、当該株式がより多くの他の株式に転換される場合には、当該他の株式の数を分子として株券等保有割合を算出
- ・ 共同保有者間で引渡請求権等を存在する保有潜在株券等について、株券等保有割合の分母から重複控除



1. 研究会再開の趣旨と直近の動向

**2. ご議論いただきたい論点**

3. 今後の進め方

# 本検討の背景と仮説

## 背景

- 2023年の策定以降、本指針は企業買収の局面において**多くの実務家に参照**されており、一定の影響力。
- 2025年の買収件数が過去最多を記録し、本指針に対する社会的な注目度の高まり。
- 各方面から、「高い買収価格であれば望ましい買収であり賛同しなければいけないのか」旨の質問や「株主の利益の確保だけが強調され、指針の趣旨・目的が正しく理解されていない可能性がある」旨の指摘。

## 指針の記載と、現時点の仮説

- (7頁) 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
  - **(仮説)** 「企業価値 = 株主共同の利益」又は「**株主共同の利益の方が重要**」であり、**高い買収価格であれば「望ましい買収」と誤解されている可能性**
- (15頁) 企業価値を高める提案を安易に断ることにならないように留意、(15頁) 過去の株価水準よりも相応に**高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要**
  - **(仮説)** 企業価値を高める提案とは**高い買収価格の提案であり、その提案であれば断ることができない**と誤解されている可能性
- (9頁) 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**
  - **(仮説)** 買収提案に対して**従業員・労働組合等が反対の意向を表明していても考慮できない**と誤解されている可能性
- (18頁) 買収に応じる方針を決定する場合においては、(略) **株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべき**
  - **(仮説)** 複数の買収提案があれば**買収価格が最も高い提案を選ばなければならない**と誤解されている可能性

関係者の認識等を調査し、関係者に認識の齟齬が生じていることが確認された場合には、経済産業省として本指針の考え方を示し、経営者等の関係者に周知する必要があるのではないか

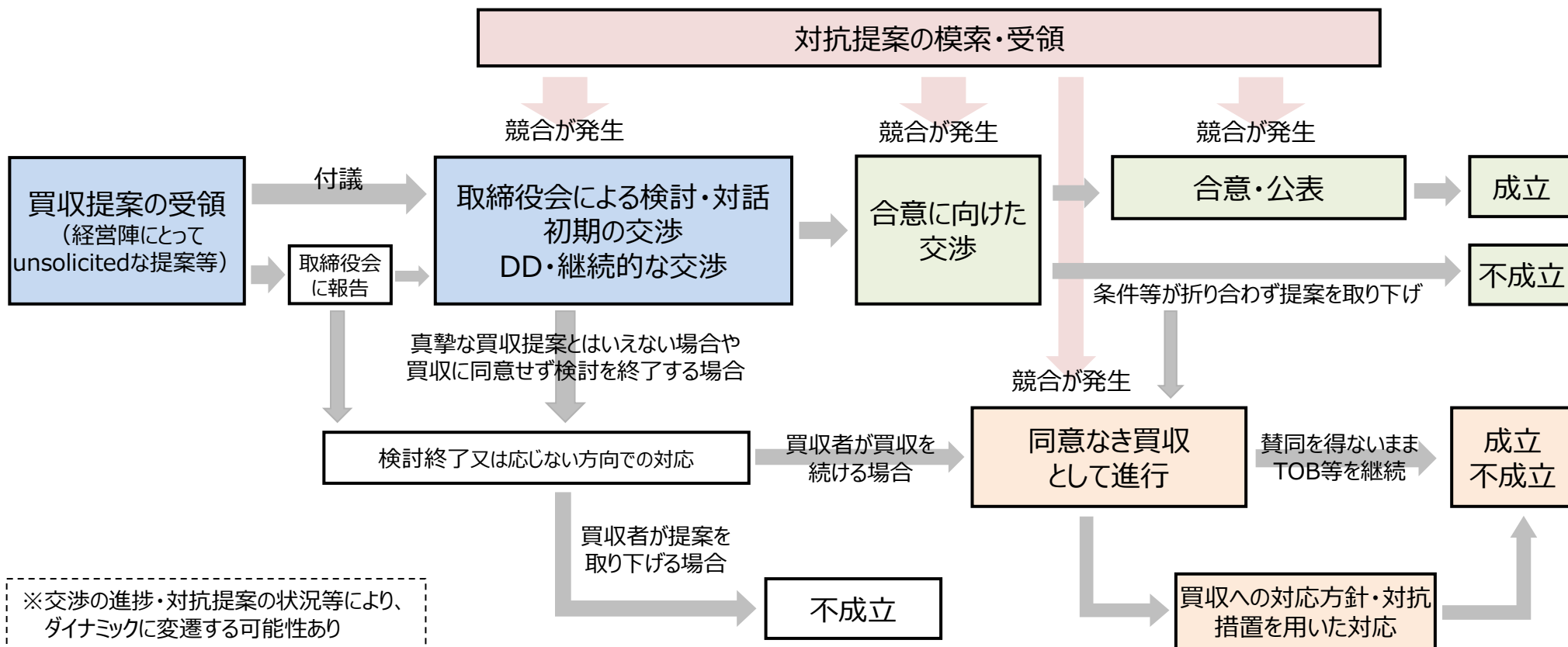
# 本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点①

	本指針の記載	本指針の趣旨	不十分な理解（可能性）
本指針の位置付け (1.2)	<p>（3頁）本指針の目的は、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&amp;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である。</p> <p>（略）本指針の内容は、会社法等の法令上の明確な位置づけを行うことを直接意図して提示するものではない。</p>	<p>本指針が提示するベストプラクティスに従わなかったことをもって、直ちに取締役の善管注意義務に違反するものではない。</p> <p>本指針は、損害賠償責任規範ではなく行為規範として活用されることを期待する。</p>	<p>本指針が提示するベストプラクティスに従わなかったら取締役の善管注意義務に違反し、損害賠償責任を負う。</p>
「望ましい買収」の意味 (2.1)	<p>（7頁）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。</p>	<p><b>①買収による企業価値の向上⇒②（適正な取引条件による）企業価値の増加分の公正な分配⇒③株主の利益の確保という連関</b>を通じて、企業価値ひいては株主共同の利益が確保される買収が「望ましい買収」であることを示したものであり、<b>企業価値が向上しない買収は「望ましい買収」には該当しない。</b></p>	<p>「企業価値ひいては株主共同の利益」は、「企業価値＝株主共同の利益」又は「企業価値より株主共同の利益が重要」という意味であり、<b>高い買収価格であれば「望ましい買収」である。</b></p>
「企業価値」の概念 (2.2.2)	<p>（9頁）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。</p>	<p>従業員や取引先が反対する買収提案については、<b>将来のキャッシュフローに悪影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、企業価値の中で当該キャッシュフローの悪影響を考慮することもできる。</b></p>	<p>買収提案に対して<b>従業員・労働組合や取引先が反対の意向を表明している場合であっても、定性的な価値に過ぎないから企業価値の中で考慮してはならない。</b></p>

## 本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点②

	本指針の記載	本指針の趣旨	不十分な理解（可能性）
取締役会における「真摯な検討」 (3.1.2)	<p>(15頁)「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないように留意する必要がある。</p> <p>この際、買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要がある。</p> <p>また、取締役会は、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい。</p>	<p>「買収に応じる方針を決定」していない段階においては、<b>取締役・取締役会には経営判断に係る広い裁量が存在</b>する。</p> <p><b>企業価値と株主利益（買収価格）は必ずしも一致するわけではないため、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示される買収提案であっても、必ずしも買収後の企業価値が適切に反映されていない可能性（企業価値の増加分を超えた買収価格が提示されている可能性）がある。</b></p> <p>これらを前提として、買収提案の内容と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討した上で、<b>現経営陣が経営する場合の方がより企業価値の向上の資するとして、買収に応じないと経営判断することも認められる。</b></p>	<p>過去の株価水準よりも相応に<b>高い買収価格が示されていれば、それと同程度の企業価値を高める買収提案である。</b></p> <p>そして、<b>企業価値を高める買収提案であれば断ることができない。</b></p>
買収に応じる方針を決定する場合における行為規範 (3.2.1)	<p>(18頁)特に取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、対象会社の取締役・取締役会（特別委員会を設置している場合は特別委員会を含む。以下同じ。）は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきである。</p>	<p>買収に応じる方針を決定する場合であっても、企業価値向上の観点から買収の是非を判断することになる。</p> <p><b>企業価値と株主利益（買収価格）は必ずしも一致するわけではないため、買収提案が競合する場面において、合理的な努力・真摯な交渉を貫徹しても、最も企業価値に資する提案と最も株主利益に資する提案が一致しない場合には、十分な説明責任を果たした上で、企業価値向上の観点を考慮して、最も企業価値に資する提案に賛同することが望ましい。</b></p>	<p>買収に応じる方針を決定する場合には、企業価値向上よりも買収価格が重要であり、<b>買収提案が競合する場面においては、最も株主利益に資する提案に賛同しなければならない。</b></p>

# (参考) 買収提案の検討フローの全体像 (本指針p.13から抜粋)





# (参考) 企業価値と株主利益の関係① (本研究会第7回 (2023年4月) 資料4から抜粋)

## 企業価値についての概念的な整理と株主利益との関係①

- 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であり、定量的な概念**。事業活動における従業員や取引先による付加価値の提供など、ステークホルダーが貢献することにより将来のキャッシュフローが増加する関係にあり、定量的な企業価値にステークホルダーの貢献は反映されている。
- 企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、**企業価値は株主価値と負債価値の合計として表される**。理論的には企業価値の変化は株主価値の変化に直接的にリンクするものであり、資本構成の比率が一定であれば、企業価値の変化率は株主価値の変化率と一致する。
- また、市場株価とそれをベースにした時価総額が、市場における株主価値の評価であり、**効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する**。  
(※1) ただし、市場によっては、多くの市場参加者による日々の取引が十分に行われておらず、適正な株価が形成されていないために、中長期にわたり株価が割高・割安になるケースがある。
- 企業価値を向上させることは、**中長期的に株式の時価を高めることを通じて、株主の利益(株主価値)にも資する関係にある**。すなわち、効率的な市場においては、**①企業価値の向上⇒②市場の評価による株価への反映⇒③株主の利益の確保の連関**が成り立つ。
- 2005年指針は、「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。」との関係に言及し、「**企業価値ひいては株主共同の利益**」との表現を用いている。「**ひいては**」の表現は、理論的には、**上記①～③の連関と同趣旨**であるものと解釈できる。

## (参考) 企業価値と株主利益の関係② (本研究会第7回 (2023年4月) 資料4から抜粋)

### 企業価値についての概念的な整理と株主利益との関係②

- 通常の事業運営 (買収提案に応じるかについて検討する場面を含む) においては、将来のキャッシュフローを高める事業活動を行うことにより、中長期的な企業価値を向上させ、そのことを通じて株主共同の利益を確保することを目指して会社を経営することについて、**対象会社の取締役は基本的な裁量を有する**というべきである。
- 現に買収が実行される局面においては、買収者が株式の売り手である株主から株式を取得することとなり、売却に応じる株主は、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する関係**に立つ。
- **したがって、上記の①～③のような関係ではなく、(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いう連関を通じて、企業価値ひいては株主の利益 (※2) が確保される。**

(※2) この場合の株主の利益には、買収について他の株主と異なる利益を受ける立場にある者が、(株主としてではなく) 当該立場に基づいて享受した利益は含まれない。

- 通常の事業運営の場面と異なり、買収の場面では、**買収による企業価値の向上について、市場の評価を通じた株価への反映 (前ページの②) がなされるとは限らない (※3)。**このため、株主利益の確保を実現するためには、対象会社の取締役会と買収者の間の交渉等によって、**いかに(b)を実現するか**が特に重要となる。

(※3) 買収提案の存在が市場に開示される前の段階では、株価には反映されない。また、TOBの場合など、買収への評価が市場株価に一部反映される場合もあるが、買収の実現可能性や情報開示の程度による。

- 以上の (a)～(c)が正しくつながることによって、**企業価値の向上はすなわち株主利益の確保であると言えるのが通常**である。

# 関係者へのヒアリング実施概要（案）

- 本指針の趣旨が十分に理解されているか、本指針の内容で見直すべき点はないか、その他本日の研究会で論点となった箇所等を実際の対象会社、買収者に対して2月以降ヒアリングを行うことを想定している。

## ヒアリング対象者

本指針策定後に企業買収に関与した対象会社、買収者、ファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザーなど複数社

## ヒアリング事項

### ① 平時の対応【対象会社】

- ・ 平時から、**買収提案を受ける可能性**が存在することは自覚していたか
- ・ 平時から、**企業価値を把握**し、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の企業価値向上に向けた取組み、ストラテジック・レビューを実践していたか。また、株主との間の建設的な対話を通じて、企業価値向上に向けた取組みが株主に理解されるよう実践していたか
- ・ 事業計画の策定方法（バックデータや合理的な根拠をもとに数字を積み上げたものか）

### ② 有事の対応【対象会社】

- ・ 買収提案を受領した際の**初動対応・体制構築**の状況
- ・ アドバイザー等から**指針の内容について説明**を受けたか

### ③ 指針に対する認識【対象会社、買収者、アドバイザー】

- ・ 指針に記載している**ベストプラクティスに従わなかった場合のリスク**はどの程度あると考えているか
- ・ 買収の是非は、**企業価値の観点から判断しているか、提案された買収価格**で判断しているか
- ・ 買収提案に対して従業員・労働組合や取引先等のステークホルダーが反対している場合や、成長投資等を否定する買収提案を受けた場合、ステークホルダーの反対や成長投資ができないこと等を企業価値の中で考慮するか、考慮する場合どのように考慮するか（数値又はレンジにより定量化することができるか）
- ・ 買収者が借入れによる資金調達を行う場合、当該借入れ等による企業価値への影響をどのように考えているか
- ・ 買収提案とスタンドアロンを定量的に比較検討する際に、どの程度の裁量があると考えているか。また、スタンドアロンを選択し、買収提案に反対することが困難であれば、その理由や支障となっている事情は何か
- ・ 積極的マーケットチェックにおいて複数の買収提案を受け、真摯に交渉を尽くしたが、最も企業価値向上に資する提案と最も株主利益に資する提案が異なった場合、いずれの買収提案に賛成するか。最も企業価値向上の資する提案を選択することが困難であれば、その理由や支障となっている事情は何か



# その他の指針見直しに向けた論点①

## 1. 金融商品取引法等の改正に伴う見直し

- (1) 2024年から2025年にかけて**金融商品取引法、同法施行令、他社株TOB開示府令**、更には金融庁が公表している**公開買付開示ガイドライン、公開買付けQ&A、大量保有報告Q&A**が改正され、2026年5月1日から施行されることに伴い、本指針を見直す必要があるか。
- (2) 本指針を見直す場合には、本指針が引用している公開買付けQ&Aの問番号や回答内容の変更についてのみ見直すといった形式的な対応に留めることが考えられるが、その他に改正に伴う見直しを行うべき事項はないか。

## 2. 成長投資・経済安全保障

- (1) 日本企業を取り巻く社会経済情勢が変化し、世界情勢が不安定化する中において、**成長投資や経済安全保障**が重要視されつつあるが、本指針においてどう考えるか。
- (2) 企業価値には、**成長投資や経済安全保障に対応する経営を行うこと**（例えば、経済安全保障リスクの予防等の観点から、サプライチェーンを強靱化したり、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）**により、定量的な将来のキャッシュフローが増加することによる価値**も含まれるか。
- (3) 他方で、**我が国全体の経済安全保障の観点**における買収の是非は、外為法上の問題として、国が判断する事柄であり、対象会社が判断するべきではないと考えられる。
- (4) 成長投資や経済安全保障への対応を**否定する買収提案**については、将来のキャッシュフローに悪影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、企業価値の中で当該キャッシュフローの悪影響を考慮することもあるのではないかな。

## その他の指針見直しに向けた論点②

### 3. 企業価値と株主利益が一致しない場合の考え方

- (1) 全部買収の場合には、対象会社の**企業価値の向上により資する買収提案**と、一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常一致するものと考えられるが、例えば、**一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が、①ステークホルダー（例えば従業員）の取り分を減らして株主の取り分を増やすものである場合、②自らの経営能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねるものである場合、③市場で一時的に過大評価されている買収会社の株式を買収対価とするものである場合等に、例外的に不一致が生じ、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案と対象会社の企業価値の向上により資する買収提案とが異なり得ることが指摘されている（公正M&A指針・注68）**。
- (2) 対象会社において、**提案されている買収価格が買収後の企業価値を適切に反映しているものであるか（企業価値の増加分を超えた買収価格を提示していないか）を判断するために、考慮要素や考え方を示す**のはどうか。
- (3) 例えば、買収者の**過去の買収後の行動**や、買収者が借入れ等により資金調達を予定している場合には当該**借入れに伴う対象会社の事業・財務状況に与える影響**、対象会社に対する**デュー・ディリジェンスの実施状況**などが考慮要素として考えられるか。

# 本日特にご議論いただきたい事項

## 1. 本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点について

- (1) 本指針のどの箇所が、関係者にどのように理解されている可能性があるのか（P11、P12）。
- (2) また、当該箇所に関する本指針の趣旨をどのように考えるか（P11、P12）。
- (3) どのような関係者に対して、どのような事項をヒアリングするのが適切であるか（P16）。

## 2. その他の見直しの要否について

- (1) 2024年の金融商品取引法改正に応じて見直すべき点はあるか（P17）。
- (2) 日本企業を取り巻く社会経済情勢の変化等に応じて見直すべき点はあるか（P17）。
- (3) その他に見直すべき点はあるか（P18）。

## 3. 公表物について

- (1) 本指針の趣旨を関係者に周知するためには、どのような公表物が効果的か（例えば、補足説明資料、本指針のエグゼクティブサマリー、本指針のQ&Aなどが考えられる。）。

## 4. その他、重点的に議論しておくべき点

1. 研究会再開の趣旨と直近の動向

2. ご議論いただきたい論点

3. 今後の進め方

## 今後の進め方（予定）

第9回 2月4日(本日)	<ul style="list-style-type: none"><li>・本指針に対する認識の確認</li><li>・ヒアリング事項の検討</li></ul>
2月～4月	<ul style="list-style-type: none"><li>・事務局による対象会社、買収者等へのヒアリング（非公開）</li></ul>
第10回 4月(予定)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ヒアリング結果の報告</li><li>・公表物の原案の提示</li></ul>

第11回以降は、必要に応じて開催し、検討を行う。その後、本年5月頃を目途に公表物を取りまとめ、公表・周知することを目指す。