

# 事務局説明資料

1. 指針についての調査結果
2. 今後の方向性（案）

経済産業政策局

産業組織課

2026年4月28日

**1. ヒアリングの結果報告**

2. ご議論いただきたい論点

3. 今後の進め方

# ヒアリング結果概要

- (2月の) 第9回研究会後、事務局が、**本指針策定後に企業買収に関与した、「対象会社、買収者、投資家、ファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザー（22者）」**から、本指針に対する認識・実態についてヒアリングを実施。
- 様々な立場の関係者から、指針について「**不十分な理解あるいは認識の乖離**」の可能性を裏付ける声を確認。

- 実施期間：令和8年**2月13日（金）**～**4月8日（水）**
- ヒアリング項目：次ページ
- ヒアリング対象者：**22者**（注：具体的な企業名は非公表）
  - 買収対象会社6者
  - 買収者6者
  - 投資家6者
  - ファイナンシャル・アドバイザー2者
  - リーガル・アドバイザー 2者

- 上記に加え、**投資家を中心としたM&A関係者（15者以上）**から経産省に対して、意見書の提出\*や、意見交換の申し出もあり。

\***ACCJ（在日米国商工会議所**:The American Chamber of Commerce in Japan）は、**意見書を公表**（3月）

- 意見書：Maintain the Positive Effects of the Corporate Takeover Guidelines to Continue Revitalization of the Japanese Economy（「企業買収における行動指針」がもたらす望ましい効果を維持し、日本経済の活性化の継続を）

# ヒアリング項目

## I. 平時の 対応

1. 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
2. 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
3. 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）

## II. 有事の 対応

1. 買収提案を受領した際の初動対応・体制構築の状況
2. 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. 指針に記載している**ベストプラクティスに従わなかった場合、どのようなリスク**があると考えていたか
4. 買収の是非を検討するにあたって、**企業価値の向上を重視したか、買収価格を重視したか**
5. 企業価値向上の検討に**必要な情報について買収者への質問**を行ったか、買収者からどの程度の回答を得られたのか
6. **スタンドアロンによる企業価値の向上**についても検討を行ったか
7. 買収により**ディスシナジーが生じると考えた場合**には、どのように考慮したか。定量化したか
8. LBOによる**財務負担等による企業価値への影響**について検討を行ったか
9. 個別案件における行動原理・行動理由、個別案件で感じた問題点など

## III. 本指針に 対する認識

1. 本指針の良かった点・悪かった点、企業が本指針に従う理由
2. **買収の是非**を判断する又は**複数の競合提案**の中から選択するにあたって、**企業価値を重視すべきか、買収価格を重視すべきか**
3. 高値の買収提案であっても、**成長投資や経済安全保障への対応**（サプライチェーンの強靱化）等を否定している場合や、**労働組合や主要取引先等のステークホルダーが反対**している場合、取締役会はどの程度考慮することができるか。定量化まで必要か。
4. **高値の買収提案**であるが、対象会社の**企業価値を毀損**する又はスタンドアロンに比して**企業価値は向上しない場合**（例えば、3～5年で買収価格より高い株価を実現できると考える場合）、どのように行動すべきか
5. LBOの場合、**対象会社の財務負担等も増加**すると考えられるが、どの程度考慮できるか
6. 買収者がDDを実施していない場合、対象会社の企業価値を過大評価している可能性があると考えられるが、どのように考慮するか

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

※主に複数者からの同内容の回答を抽出し、整理したもの。

※**青字**：主に対象会社の視点・関心事項、**赤字**：主に株主の視点・関心事項

## 1. 「本指針が提示するベストプラクティス」について

(ベストプラクティス：真摯な買収提案に対する、「**企業価値・株主共同の利益**」に照らした**真摯な検討**)

### (1) 対象会社からの回答

- ① 取締役としては、指針（※その内容を、「高値の買収提案に賛同すべき」と認識）に従わないと、**株主代表訴訟リスクがある**と認識していた。
- ② 取締役は、指針に従わなかった場合、訴訟リスクよりも**レピュテーションリスク**が一番高いと考えていた。
- ③ **社外**取締役は、**指針に従うのが当然という雰囲気**であった。

### (2) アドバイザーからの回答

- ① **社外**取締役が、「指針を一切逸脱してはならず、逸脱すると**リスクが非常に高い**」と捉えている場合がある。
- ② **社外**取締役が、**訴訟リスクを過度に**感じている（と窺われる）。
- ③ 取締役は、指針の内容から**少し外れた行動をした場合の予見可能性がなく**、指針を**遵守することが目的化**している（と感じられる）。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 2. 買収提案を受けた対象会社による、スタンドアローン（Stand Alone = 買収されずに独立して、現経営陣が経営）との比較検討について

### (1) 対象会社からの回答

- ① 「**スタンドアローンを選択したい**、それにより中長期的には**株主利益を確保できる**」と考えていたが、「**短時間で買収価格より高い株価を実現できない場合は、買収提案を断ることはできない**」と認識。
- ② 企業価値を総合考慮し、**スタンドアローンを選択した場合、善管注意義務違反にならないと明記されていない**ため、**責任を負うのか明確ではない**。

### (2) 投資家からの回答

- ① **スタンドアローンでも、数年後に当該買収価格を超える株価を実現できると主張することも許容はされるが、説得力のあるロジックがなければ、株主は納得しない**ため、公開買付けに応募することになる。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 3. 「(対象会社の) 企業価値」の概念について

(= 従業員・取引先の意向などの定性的な価値を考慮できるか)

### (1) 対象会社からの回答

- ① 定量化は困難であったが、少なくとも**将来キャッシュフローへの悪影響が見込まれたため、考慮した。**
- ② **定量化を試みた**が、買収者から、**(対象会社に生じる) ディスシナジーに関する質問への回答、情報**が十分得られなかったため、**定量化には限界**があった。

### (2) 投資家 (TOBに応募するか判断する立場の、一般株主) からの回答

- ① 定性的な価値については、取締役会が根拠なく主張するおそれがあるため、**定量評価が必要**である。
- ② 定性的な価値や**ディスシナジー**は、対象会社が**定量化を試み、定量化できないのであればロジカルな説明**を行うことにより、定性的な価値も、**株主に情報提供**を行うことが重要。
- ③ **経営陣が保身**のために**従業員に反対の意見を表明させることで買収の妨害を試みた歴史**がある。

### (3) アドバイザーからの回答

- ① (定性的な価値の) **定量化**は、株主に対して**合理的な説明をするための一つの有益な方法**であるが、**必須ではない。**
- ② (定性的な価値の) 定量化は、仮定に仮定を重ねれば**できなくはないが、実務上困難**であるし、定量化すれば**建設的な議論ができる**というわけではない。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 4. 対象会社の企業価値と株主利益が、一致しない場合について（＝不一致が発生するか、その対応方法）

### (1) 対象会社からの回答

- ① 同意なき買収者からデュー・ディリジェンス（DD）の実施を求められなかった。同意なき買収者との間で対象会社に生じるシナジーがなく、（対象会社に生じる）シナジーを超えた買収価格であった。

### (2) 買収者からの回答

- ① DDを実施しなかったが、買収後、ディスシナジーやリスク要因はあまり生じていない。むしろ時間を要するDDを実施せずに買収を行うことにより、早期にシナジーを実現できる。

### (3) 投資家からの回答

- ① 企業価値向上が高いのに買収価格が低いというケースは、極めて例外的なケースである。
- ② LBO（Leveraged Buy Out）では、買収資金を融資する銀行もリスク審査するため、（買収後の対象企業の）企業価値を毀損する過度なレバレッジは、基本的には生じない。

### (4) アドバイザーからの回答

- ① 買収提案者側にもシナジーが生じるため、それを買収価格に上乗せすることにより、「最も企業価値に資する提案と、最も買収価格が高い提案が異なる場面」は、例外的な場面に限られず、よく起こる。
- ② LBOによる事業・財務状況に与える影響については、「事業計画上、想定している施策ができなくなる等により企業価値への影響がある場合」には考慮できるが、それ以外の場合は難しい。
- ③ 実例としてはまだ少ないが、過去数年のM&Aについては、今後、（LBO資金の返済負担により）最終的に倒産手続に入るケースが出てくる懸念される。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 5. 対象会社による、競合提案の中からの選択について

### (1) 対象会社からの回答

- ① 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。
- ② 買収価格がより高い提案があっても、**企業価値向上の観点を重視**し、価格の低い提案を選択した。

### (2) 買収者からの回答

- ① 特別委員会が、**従業員・取引先等のステークホルダー**について答申で言及せず、**株主利益に偏った判断**を行っていた。
- ② 企業価値をもっと重視すべきであるが、**買収価格偏重のプラクティス**となっている。

### (3) 投資家からの回答

- ① **対象会社は**、買収の是非を判断する際に、**企業価値向上の観点を重視している**（と思われる）。
- ② **対象会社が**、**企業価値向上の観点から**、買収提案を選択して良いとは**認識していなかった**。

### (4) アドバイザーからの回答

- ① **高い買収価格**を提示した**買収提案を選択すべき**、と指針が誤解されている。
- ② 最も買収価格が**高い提案を選ばなかったことが**、**端的に善管注意義務違反になると誤解**している人がいる。
- ③ **企業価値を向上させることが責務**であるのに、**株主利益に偏った判断**をしていることがある。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 6. 対象会社から、買収者に対する（対象会社の企業価値に影響する事項の）質問、情報提供の要請について

### (1) 対象会社からの回答

- ① **（対象会社に生じる）シナジー**に関して質問したが、回答は**ほとんど得られなかった**。
- ② **企業価値向上策**に関する質問を行ったが、**事業内容を踏まえた具体的な方針が示されなかった**。
- ③ **デイスシナジーの懸念・代替策**について質問したが、**エビデンスのない精神論的な回答のみ**。
- ④ 買収者は**企業価値を毀損しないと回答**するが、それを**担保する方法が問題**。

### (2) 買収者からの回答

- ① 対象会社からの質問に対しては**真摯に回答を行った**が、**やむを得ず抽象的な回答の箇所も**ある。

# ヒアリングにおける、買収関係者からの主な回答

## 7. 今後の継続課題（「本指針の解釈」を超える問題も含む。）

- ① **リーク行為や観測報道**に対処すべき。意図的なリークによる報道、実現可能性のないM&Aが報道や、実態と異なる報道がなされることで、株価が操縦されるのは適切ではない。
- ② **対抗TOBの予告公表の問題点は重要**。今後、論じた上で、規制すべき。
- ③ 「**どういう場合に積極的マーケットチェック**をやるべきか」、積極的マーケットチェックをした場合に「何をどこまで情報開示すべきか」、議論すべき。他方、アメリカではレブロン義務があるため積極的マーケットチェックが必要とされるが、日本はレブロン義務がないため積極的マーケットチェックをどこまで推奨すべきか、慎重に考えるべき。
- ④ 利益相反が疑われるMBO等の場面においては、買収手続・買収価格を**厳格に審査するEntire Fairness基準**（デラウェア州：Weinberger、Lynch等）や、**（一定の要件を満たせば）緩やかなBusiness Judgment Ruleへの移行**（MFW）を、取り入れるべきである。
- ⑤ **社外取締役の独立性が不十分**で、特別委員会の独立性も不十分である。特別委員会の在り方を示した方が良い。
- ⑥ アクティビストとプライベート・エクイティファンド（PEファンド）が、**裏での預めの同調**が疑われ、アクティビストが株式を取得し**非公開化を要求し、PEファンドが買収する（と疑われる）事案**は問題。

1. ヒアリング結果報告

**2. ご議論いただきたい論点**

3. 今後の進め方

# 対応方針（案）

1. 企業買収の関係者に対するヒアリングを通じ、様々な立場の関係者における「**本指針の趣旨**」についての「**不十分な理解**、あるいは**認識の乖離の可能性**」を把握したところ。
2. 「**不十分な理解の解消**」、「**認識の乖離の縮小**」を目指すため、「**本指針そのもの**」は見直さない、維持することを前提に、経産省が考える「**本指針の趣旨**」を、**経営者等の関係者に対して分かり易く周知**していく。これにより、本指針の目的である**日本の経済社会**にとっての「**望ましい買収**」の**促進**につながるものと認識。
3. **経営者等の関係者に本指針の趣旨を正しく認識し、参照・実践していただくためには**、（更なる誤解を招かぬよう）分かり易い内容で、以下の2つの文書を、ヒアリングで得た情報と本研究会のご議論を踏まえ、**経産省による文書として取りまとめ、周知**してはどうか。
  - ①「**本指針の原則・エッセンス、留意すべき点**、それらを含めて**短くまとめた『指針のポイント』**」
  - ②「**具体的な局面を例示し、どのように行動するのが望ましいかを示す『Q&A』**」  
（※ 上記について、「なぜ今回、経産省が示すに至ったか」も含める）また、経産省による文書を公表するにあたって、**パブリック・コメント**手続を実施し、企業や投資家等から、より広く意見を聞いてはどうか。
4. なお、分かり易く、広く周知するためには、経産省HPでの公表にとどまらず、**様々な工夫**が必要ではないか。  
（例：専門家だけでなく、**経営者も意識した用語、分量**、経産省HPの分かり易さ。経済団体や、（国内外の）投資家団体、メディア等を通じた、（経産省からの）**積極的な情報発信** 等）
5. 本研究会で、各委員からご指摘のあった「**近時のM&Aの実態を踏まえた**」課題認識、**問題提起**についても取りまとめ、「**今後の検討課題**」として公表することは、本研究会の趣旨である「**望ましい買収の促進**」にも**有益**ではないか。

# 本日特にご議論いただきたい事項

## 1. 「指針の趣旨を正しく周知するための方法」、そのための公表物について（P13）

- (1) 公表物として、①本指針のQ&A、②指針のポイント、③今後の検討課題を策定することでどうか。
- (2) 公表する際の手続（パブリック・コメント手続）、分かり易く広く周知する方法。

## 2. 指針のポイントについて（P15）

- (1) 何についての記載が有益か。
- (2) 記載内容として、留意すべき点。

## 3. 本指針のQ&Aについて（P16、P18～P26）

- (1) どのような問が有益か。
- (2) 回答内容として、留意すべき点。

## 4. その他（日本の経済社会にとって「望ましい買収」の促進に向け、有益な点）

# 公表物の方針（案）

## 1. 指針のポイント

- 平時又は買収提案を受けた経営者が、どのように行動するのが望ましいか、理解・実践され易いよう、以下のトピックに関する原則、エッセンスを記載予定。
  1. **平時からの**、企業価値向上の把握、株主との建設的対話の重要性
  2. 買収提案を**受領した時の対応**（取締役会への上程・報告）
  3. 真摯な買収提案に対する、**真摯な検討（企業価値の向上の観点から判断）**
  4. ステークホルダーの**貢献も含めた企業価値と、株主利益の関係**（Q&Aも参照）
  5. 買収に**応じるか否か、応じる場合の方針**を決定する場合（企業価値向上の観点から判断、株主利益への配慮など）
  6. 十分な情報開示と、株主による判断

（※なお、買収への対応方針・対抗措置は、今回は取り扱わない。）

# 公表物の方針（案）

2. Q&A : Questionの一例（案）としては、以下のとおり（P18～P26も参照）。

（青字：主に対象会社の視点・関心事項、赤字：主に株主の視点・関心事項）

- Q1：対象会社の取締役会や特別委員会が検討すべき「望ましい買収」は、どのように判断するのが良いでしょうか？ 高値の買収提案を受けましたが、「望ましい買収」に該当するか、どう判断すれば良いでしょうか？ **注意すべき点**は何でしょうか？
- Q2：対象会社の取締役会や特別委員会が検討すべき「企業価値」とは、どのように判断すれば良いでしょうか？ 従業員や取引先の意向、技術流出対策やサプライチェーン強靱化なども、考慮できるのでしょうか？ **注意すべき点**は何でしょうか？ 対象会社が従業員・取引先等の意向を調査して良いのでしょうか？
- Q3：対象会社の取締役会や特別委員会は、**買収提案に応じるか**、又は、**応じずに上場・独立維持（スタンドアローン）**か、**どう検討し、行動すべき**でしょうか？ **買収者からの情報収集**は、どう考えるべきでしょうか？
- Q4：従業員や取引先などのステークホルダーが、**買収提案に反対している場合**、取締役会としては、どのように判断すれば良いのでしょうか？ **注意すべき点**は何でしょうか？
- Q5：「**対象会社の企業価値向上**」と、「**買収者による買収価格**」との**両者の関係**について、対象会社の取締役や特別委員会は、どう考えれば良いのでしょうか？
- Q6：対象会社の取締役会や特別委員会は、「最も企業価値向上に資する提案と、最も買収価格が高い提案が、**一致しないと判断した場合**」は、何を検討し、どう対応すべきでしょうか？ **注意すべき点**は何でしょうか？
- Q7：**買収提案を受けた企業の取締役**が、（真摯な提案を、真摯に検討しないなど）**本指針に沿った行動を取らなかった場合**には、どのような**効果・責任**が発生するのでしょうか？
- Q8：本指針策定後の法制度等の変化によって、本指針を読む際に**注意すべき点**は何でしょうか？

# 公表物の方針（案）

## 3. 今後の検討課題（委員・ヒアリング対象者から頂いた意見）

- 第9回研究会における委員発言の概要
  1. 予告TOBについて、一定の規律が必要
  2. 一部の株主による「再出資・折返し出資」について、透明性や株主平等の観点から整理が必要
  3. 短期売買規制の対象となる主要株主の範囲
  4. マンダトリーオファー（全部買付義務）の制度の検討
  5. 企業価値と株主利益以外に考慮すべき事項についての整理
  6. アクティビストとPEファンドが、水面下で同調する事例への対処
  7. 株主の短期主義を抑制すべく、透明性強化や株主権の在り方
  8. 第2原則（株主意思の原則）における、株主意思の確認方法の再整理
- ヒアリング対象者の意見（P11参照）

# Q&Aの骨子・方向性

※青字：主に対象会社の視点・関心事項、赤字：主に株主の視点・関心事項

問（案）	回答（案）
<p>問1：対象会社の取締役会や特別委員会が検討すべき<b>「望ましい買収」</b>は、どのように判断するのが良いでしょうか？ 高値の買収提案を受けましたが、「望ましい買収」に該当するか、どう判断すれば良いでしょうか？ <b>注意すべき点</b>は何でしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 「望ましい買収」とは、対象会社の<b>企業価値の向上と、株主共同利益の確保、その双方</b>に資する買収提案を意味します。 <b>高値の買収価格であることだけでは、必ずしも「望ましい買収」には当たりません。</b></li><li>2. より具体的に、「<b>企業価値、ひいては株主共同の利益を確保、向上させる</b>」とは、①買収によって、対象会社の<b>企業価値が向上し</b>、②その増加した企業価値が、<b>適正な取引条件によって株主に公正に分配され、株主の利益が確保</b>される、このような関係を意味しており、対象会社の<b>企業価値の向上を前提</b>としています。</li><li>3. 但し、対象会社の取締役・取締役会は、株主のために、買収者による<b>取引条件の引き上げを目指した交渉に注力すること</b>にも、注意する必要があります。</li></ol> <p>[注：本指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務について整理を行うことを直接企図したものではありませんが、一般論として、会社法では、取締役は一義的には<b>会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う</b>と考えられております。そのため、取締役は、<b>企業価値の向上の観点から、買収に応じるかどうかを検討</b>することが、会社法の整理とも整合的と考えられます。]</p>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問2：対象会社の取締役会や特別委員会が検討すべき「<b>企業価値</b>」とは、どのように判断すれば良いでしょうか？<b>従業員</b>や<b>取引先</b>の意向、<b>技術流出対策</b>や<b>サプライチェーン強靱化</b>なども、考慮できるのでしょうか？<b>注意すべき点</b>は何でしょうか？対象会社が<b>従業員・取引先</b>等の意向を<b>調査して良い</b>のでしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 「<b>企業価値</b>」とは、企業が<b>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</b>を意味しており、<b>定量的な概念</b>です。<b>経営陣は、定性的な価値を強調することで、保身を図るべきではありません。</b></li> <li>2. もっとも、定性的な価値であっても、             <ol style="list-style-type: none"> <li>①事業活動において<b>従業員</b>や<b>取引先</b>などの<b>ステークホルダー</b>による<b>貢献</b>、</li> <li>②<b>地域環境</b>、<b>地域経済</b>や<b>地球環境</b>を含む多様な<b>ステークホルダー</b>にも配慮した<b>サステナブルな事業活動</b>、</li> <li>③<b>経済安全保障</b>に対応する<b>経営</b>（例えば、<b>経済安全保障</b>リスクの<b>予防</b>等の観点から、<b>サプライチェーン</b>を<b>強靱化</b>したり、<b>自社</b>又は<b>取引先</b>等の<b>技術情報</b>等の<b>流出防止対策</b>を講じること等）を通じて、<b>定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値</b>も含まれます。</li> </ol> </li> <li>3. そのため、例えば、             <ol style="list-style-type: none"> <li>(i)<b>従業員</b>や<b>取引先</b>が<b>買収提案</b>に<b>反対</b>している場合、</li> <li>(ii)<b>買収者</b>により<b>技術情報</b>が<b>流出</b>する又は<b>調達先</b>の変更により<b>サプライチェーン</b>が<b>脆弱</b>となる可能性がある場合や</li> <li>(iii)<b>買収者</b>に<b>重大なコンプライアンス上の問題</b>が存在している場合であって、それらによって<b>定量的に、将来のキャッシュフローに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への影響を考慮することもできます。</b></li> </ol> </li> <li>4. <b>将来のキャッシュフローへの影響</b>についても<b>定量化</b>することが望ましいですが、<b>定量化</b>することが<b>困難</b>である場合には、<b>株主に対する説得力のある説明</b>が求められます。具体的には、<b>買収</b>に応じる方針を決定する場合には<b>株主</b>に対する<b>十分な説明責任</b>（<b>全部買収</b>の場合には<b>高度な説明責任</b>）を果たせる程度の<b>説明</b>が必要になります。</li> <li>5. <b>取締役会</b>としては、<b>将来のキャッシュフローへの影響</b>を測定するために、対象会社の<b>従業員</b>や<b>取引先</b>等の<b>買収成立後の具体的な意向</b>を確認することも考えられます。但し、<b>情報漏洩</b>や<b>インサイダー取引</b>を防止すべく<b>情報管理</b>を徹底した上で、当該<b>従業員</b>や<b>取引先</b>が、<b>取締役会</b>の意向を斟酌することなく<b>自由に意向を表明できるよう留意する必要</b>があります。</li> </ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問3：対象会社の取締役会や特別委員会は、<b>買収提案に応じるか</b>、又は、<b>応じずに上場・独立維持（スタンドアローン）か、どう検討し、行動すべきでしょうか？</b> <b>買収者からの情報収集</b>は、どう考えるべきでしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 取締役・取締役会は、買収提案に応じるかどうかについて、<b>上場・独立維持（スタンドアローン）で経営することも含めて、経営判断に係る広い裁量</b>を持ちますが、前提として、<b>真摯な買収提案に対しては真摯な検討をすることが必要</b>です。</li> <li>2. 真摯な検討においては、<b>企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを検討</b>することになります。この際には、買収者による買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード（行動履歴）・経営能力、買収の実現可能性、買収の実現時期等を中心に考慮することになります。</li> <li>3. 検討する際には、<b>買収提案についての追加的な情報を得るために、合理的な範囲で、買収者に対して質問</b>を行うことが考えられます。買収者においては、対象会社から受領した質問に対して、対象会社が<b>企業価値の向上に資するかどうかを判断するために必要な情報を、合理的な範囲で、具体的に（定量化が可能な事項については定量的に）</b>回答することが望ましい。</li> <li>4. 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（買収者の経営資源によりもたらされるシナジーなど）と、現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、いずれがより<b>企業価値の向上に資するか定量的な観点から、十分に比較検討することが望まれます</b>。定量化が困難である企業価値については、買収が公表された場合等に説明責任を果たせる程度の説得力のある説明ができるよう検討が求められます。取締役会は、このような検討を行った上で、<b>買収に応じるかどうか経営判断</b>することになります。</li> <li>5. ただし、会社の<b>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</b>すべき問題です。また、取締役会が<b>買収に応じないと経営判断した場合であっても、説得力のある説明ができなければ、結果的に買収が成立する可能性がある</b>ことにも留意が必要です。</li> <li>6. なお、取締役会が真摯に検討した上で、<b>買収に応じないと経営判断した場合に、結果的に買収が成立したとしても、取締役の経営判断について、直ちに善管注意義務違反になるとは考えていません</b>。</li> <li>7. 取締役会は、<b>買収に応じないと経営判断した場合には、当該買収提案により想定された企業価値の向上を超える、自社の企業価値向上策を実行</b>することが期待されます。</li> </ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問4：従業員や取引先などのステークホルダーが、<b>買収提案に反対している場合</b>、取締役会としては、どのように判断すれば良いのでしょうか？<b>注意すべき点</b>は何でしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 経営陣は、従業員や取引先の反対などの事実関係だけを持ち出し、<b>定性的な価値を強調することで、保身を図るための道具とすべきではありません。</b></li><li>2. その上で、<b>例えば、</b> ①<b>従業員や取引先が買収提案に反対している場合や、</b> ②<b>買収者により技術情報が流出する又は調達先の変更によりサプライチェーンが脆弱となる可能性がある場合であって、</b> それらによって、<b>定量的に将来のキャッシュフローに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影響を考慮することもできます。</b></li><li>3. 将来の<b>キャッシュフローへの影響についても定量化することが望ましい</b>ですが、定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます。具体的には、買収に応じる方針を決定する場合には株主に対する十分な説明責任（全部買収の場合には高度な説明責任）を果たせる程度の説明が必要になります。</li></ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問5：「対象会社の企業価値向上」と、「買収者による買収価格」との両者の関係について、対象会社の取締役や特別委員会は、どう考えれば良いのでしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 買収者が提示する買収価格は、<b>買収によりどの程度の対象会社の企業価値向上を見込むか</b>という買収者の評価と考えられ、<b>買収価格は、買収による対象会社の企業価値向上の程度を示す重要な要素</b>です。</li><li>2. その上で、<b>例外的に</b>、買収価格と企業価値の向上の程度が一致せず、「<b>企業価値の向上の程度を超えた買収価格</b>」が提示される場合もあります。対象会社の取締役会は、<b>買収者が提示する買収価格が、買収後の企業価値の向上の程度に見合っているかを確認</b>することが望ましいです。</li><li>3. 企業価値の向上の程度を超えた買収価格が提示される場合としては、例えば、以下が考えられます。<ol style="list-style-type: none"><li>①買収者が、従業員・取引先や地域環境、地域経済や地球環境を含む多様な<b>ステークホルダーの取り分を犠牲に株主の取り分を増やすものである場合</b>、</li><li>②買収者が<b>自らの経営能力を過信</b>している場合や<b>買収によるディスシナジーを軽視</b>している場合、</li><li>③対象会社において非公表のリスク要因を認識しているものの、<b>買収者がデュー・ディリジェンスを実施しておらず</b>、買収価格に当該リスク要因が織り込まれていない場合、</li><li>④対象会社の<b>事業上必要な資産を売却することを前提</b>にしている場合、</li><li>⑤買収資金の調達負担により、<b>事業計画において想定している施策が実施できなくなる場合</b>、</li><li>⑥<b>買収者側に生じるシナジーが</b>、買収価格に織り込まれている場合 等</li></ol></li><li>4. 対象会社の取締役会としては、上記の可能性がないか、<b>買収者のトラックレコード（行動履歴）を確認したり、合理的な範囲で買収者に対して質問を行う</b>ことが考えられます。買収者においては、対象会社から受領した質問に対して、対象会社が企業価値の向上に資するかどうかを判断するために必要な情報を、<b>合理的な範囲で</b>、具体的に（定量化が可能な事項については定量的に）回答することが望ましい。</li></ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問6：対象会社の取締役会や特別委員会は、「最も企業価値向上に資する提案と、最も買収価格が高い提案が、<b>一致しないと判断した場合</b>」は、何を検討し、どう対応すべきでしょうか？<b>注意すべき点</b>は何でしょうか？</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 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、取締役・取締役会（特別委員会を含みます。）は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収に応じるか否かやいずれの買収提案に応じるかを判断することになります。それに加えて、取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件（強圧性の排除を含みます。）で買収が行われることを目指して合理的な努力（真摯な交渉や他の買収候補の模索等）を行うことが求められます。</li><li>2. 通常は、<b>真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、企業価値を高めつつ、株主にとってできる限り有利な取引条件が実現される</b>と考えられます。</li><li>3. このような努力を貫徹しても、なお、最も企業価値向上に資する提案と最も株主利益が確保される提案（買収価格が高い提案など）が異なる場面は、例外的と考えられますが、取締役会は、<b>株主に対して十分な説明責任（全部買収の場合には高度な説明責任）を果たした上で、企業価値の向上の観点から、最も企業価値に資する提案に賛同できます。</b></li><li>4. ただし、会社の<b>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</b>すべき問題です。取締役会が<b>最も企業価値に資する提案に賛同した場合であっても、説得力のある説明ができなければ、結果的に、取締役会の判断とは異なる提案（買収価格が高い提案など）に係る買収が成立する可能性がある</b>ことには留意が必要です。</li><li>5. なお、取締役会が真摯に検討した上で、<b>最も企業価値に資すると判断した提案に賛同した場合に、結果的にそれと異なる買収提案が成立した場合であっても、取締役の経営判断について、直ちに善管注意義務違反になるとは考えていません。</b></li></ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
問7：買収提案を受けた企業の取締役が、（真摯な提案を、真摯に検討しないなど） <b>本指針に沿った行動を取らなかった場合</b> には、どのような <b>効果・責任</b> が発生するのでしょうか？	<ol style="list-style-type: none"><li data-bbox="457 201 2016 351">1. 取締役・取締役会が、本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動した場合（※）には、<b>通常、損害賠償責任が認められることはない</b>と想定されます。（※）例えば、真摯な検討を行った結果、<b>買収に応じないと経営判断をした場合</b>や、最も企業価値向上に資する提案と最も株主利益が確保される提案が異なる場面において、企業価値の向上の観点から<b>最も企業価値に資する提案に賛同する場合</b>も含まれます。</li><li data-bbox="457 394 2016 458">2. 本指針に記載の対応を<b>とらなかった場合</b>には、<b>直ちに取締役の善管注意義務・忠実義務違反になるとは考えていません</b>。</li></ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）
<p>問8：本指針策定後の法制度等の変化によって、本指針を読む際に注意すべき点は何でしょうか？</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>本指針について、以下の通り、読み替えることが考えられます。今後の法制度等の変化についても、以下のように、法制度等の変化の内容や本指針の趣旨を踏まえて適宜読み替えることが必要になります。</b> <b>（赤字：現行指針の記載・適用、 青字：法改正後の読み替え）</b></li></ul> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 令和6年 金融商品取引法改正等（<b>公開買付制度の変更</b>）：市場内取引により買付け後の株券等所有割合が30%超となる場合には、<b>公開買付けの実施が義務付けられるようになり</b>ました（金商法27条の2第1項1号）。<ol style="list-style-type: none"><li>① 本指針23ページ「4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供」2段落目、45ページ注79②(i)は、市場内買付けが強制公開買付けの対象外であり、<b>市場内買付けを通じて経営支配権を取得する場面には公開買付制度に基づく情報開示規制が適用されない前提で</b>記載されていますが、本Q&amp;Aの公表時点においては、<b>市場内買付けを通じて株券等所有割合が30%超となる場合には、公開買付けの実施が義務付けられること</b>となりました。</li><li>② 本指針41ページ以下の「2. 市場内買付けにおける強圧性」は、<b>市場内買付けが強制公開買付けの対象外である前提で記載</b>されていますが、本Q&amp;Aの公表時点においては、強制公開買付けの<b>対象外となる市場内買付け</b>についてのみ「2. 市場内買付けにおける強圧性」を検討することになります。なお、3段落目で言及されている裁判例（<b>東京機械製作所事件</b>）は、<b>強制公開買付けの対象外であった市場内買付け</b>により株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間に取得した事案であり、本Q&amp;Aの公表時点においては、<b>株券等所有割合が30%超となる市場内買付けは強制公開買付けの対象となることも踏まえて検討</b>することになります。</li></ol></li><li>2. 令和6年 金融商品取引法改正等（<b>大量保有報告制度の変更</b>）：①株券等保有割合を5%超増加させる行為（保有株券等の総数が増加しないものを除く。以下「5%超取得行為」といいます。）を行うことを決定した場合、②株券等保有割合の増加により大量保有報告書・変更報告書を提出する場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から3か月以内に5%超取得行為を行うことを予定しているときには、大量保有報告書の「<b>保有目的</b>」欄において、<b>その内容</b>（例えば、取得を行う株券等の種類、時期、取得価格、数量、<b>取得の目的、取得の方法、取得の相手方</b>）を<b>できる限り具体的に記載</b>することが求められるようになりました（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）。<ol style="list-style-type: none"><li>① 本指針24ページ「4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する<b>情報開示</b>」においては、上記の<b>大量保有報告制度の改正に従う</b>ことも求められることとなります。</li></ol></li></ol>

# Q&Aの骨子・方向性

問（案）	回答（案）		
<p>問8：本指針策定後の法制度等の変化によって、本指針を読む際に注意すべき点は何でしょうか？</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>その他、公開買付制度の変更、金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」の改訂及びコーポレートガバナンス・コードの改訂（※2026年4月10日付で公表された「コーポレートガバナンス・コード改訂案」に基づく記載）に伴い、本指針について、以下の変更が生じております。</li> </ul>		
	該当箇所	<b>旧</b>	<b>新</b>
	25ページ・注41	<p>金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」<b>問48</b>の回答によれば、個別事案ごとに判断する必要があるが、例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する<b>可能性</b>がある旨を公表するような場合、風説の流布（金商法158条）や相場操縦行為（金商法159条2項2号）等に該当する場合もあり得ると考えられる、とされている。</p>	<p>金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」<b>問31</b>の回答によれば、個別事案ごとに判断する必要があるが、例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がない（<b>公開買付けの決済に要する資金の調達について相当程度の確度がない場合を含む。</b>）にもかかわらず、公開買付けを実施する<b>予定</b>がある旨を公表するような場合、風説の流布（金商法158条）や相場操縦行為（金商法159条2項2号）等に該当する場合もあり得ると考えられる、とされている。</p>
	31ページ・注53	<p>コーポレートガバナンス・コード補充原則1-5①では「上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。」とされている。</p>	<p>削除            [注：コーポレートガバナンス・コード補充原則1-5①については他の法令等との重複があるため削除する改訂案となっているものの、株主の利益保護の観点からは基本原則1の解釈指針に記載が移されており、当該補充原則の記載の重要性が失われるものではない（序文12参照）。]</p>
46ページ【参考】	<p>東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）において、裁判所は、利害関係者の過半数を要件とする決議について、公開買付規制の適用対象外である市場内取引による株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収した行為には、一般株主に対する強圧性が認められるとしている。</p>	<p>東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）において、裁判所は、利害関係者の過半数を要件とする決議について、<b>当時の</b>公開買付規制の適用対象外である市場内取引による株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収した行為には、一般株主に対する強圧性が認められるとしている。</p>	

1. ヒアリング結果報告

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	<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、投資家等へのヒアリング（企業名等は非公開）</li></ul>
第10回 4月28日(本日)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ヒアリング結果の報告</li><li>・公表物の方針・骨子の提示</li></ul>
第11回 5月末～6月(予定)	<ul style="list-style-type: none"><li>・公表物の原案の提示</li></ul>

本年7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。