

(案)

「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X月XX日

目次

はじめに	1
1 平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性	2
2 「望ましい買収」	3
3 買収提案を受領した時の対応.....	5
4 「真摯な買収提案」に対する「真摯な検討」	6
5 買収に応じる方針を決定する場合	9
6 特別委員会の設置.....	10
7 株主への情報・時間の提供と、株主による適切な判断.....	12

なお、本書においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
企業買収における行動指針 https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf	本指針
「企業買収における行動指針（案）」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方 https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-c.pdf	パブコメ回答
「企業買収における行動指針」Q&A ●●	Q&A
公正な M&A の在り方に関する指針 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf	公正 M&A 指針

はじめに

経済産業省が2023年8月に公表した「企業買収における行動指針」（以下「本指針」）は、現時点においても妥当するものである。

この「『企業買収における行動指針』のポイント」は、本指針を維持することを前提として、本指針策定後の経営者等の認識や行動の実態を踏まえて、本指針の趣旨が多くの関係者により適切に正しく理解されることを目指して、本指針の原則論・エッセンス、留意すべき点等の重要なポイントを、経済産業省として明確にするものである。

まず、本指針は、買収者が上場会社の株式を取得することで、その経営支配権を取得する行為を主な対象とするものである。

経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行われる場合も対象である。また、株式を対価とする株式取得、合併、株式交換、株式交付等の組織再編行為も含まれ得る。

次に、本指針は、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原則として、以下の3つを提示している。

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。

1 平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性

(1) 企業価値向上に向けた取組み

- 本来、会社の取締役・取締役会には、平時¹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²。
- また、経済産業省が2025年4月30日に策定した「『稼ぐ力』を強化する取締役会 5 原則」や「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス」を参照した上で、価値創造ストーリーを構築し、その実現に向けて成長投資を実行することも有効と考えられる。
- こうした平時からの企業価値向上に向けた取組みを行うことは、買収提案を受けた際に、取締役会において、現経営陣が経営する場合（スタンド・アローン）の企業価値向上策と、買収提案の内容を速やかに比較検討することにも資するものである。

本指針第3章

(2) 資本市場との対話

- 平時から株主との対話を行うことは、企業価値向上策のブラッシュアップや信頼関係の構築、将来期待の醸成に資するほか、買収提案に対する取締役会の判断について、株主の理解と支持を得るための重要な基盤になり得る。

Q&A 問3

¹ 特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識していない段階をいう。

² この観点から、取締役会の構成を独立性の高いものとする（例えば社外取締役の比率を過半数とする）ことが重要であるとともに、そのような取締役会において、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がされるべきである。なお、事業ポートフォリオの見直しにおけるベストプラクティスについては、経済産業省「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」（2020年7月31日）参照。

2 「望ましい買収」

(1) 「望ましい買収」の意味

- 望ましい買収か否かは、対象会社の「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り、対象会社の①企業価値の向上と②株主共同の利益の確保の双方に資する買収が「望ましい買収」である。
- 高値の買収価格であることのみをもって「望ましい買収」に当たるものではなく、「企業価値の向上」が前提である。

本指針 1.2
本指針 2.1
Q&A 問 1

(2) 「企業価値」の意味

- 「企業価値」とは、「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」を意味する、定量的な概念である。
- 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。
- すなわち、企業価値の中には、例えば、
 - 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）や、
 - 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）を通じて、将来のキャッシュフローが増加することによる価値、又は割引率が低下することによる価値も含まれる。
- そのため、一見して定性的な価値であっても、買収により、対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該買収提案による

本指針 1.4
本指針 2.2.2
Q&A 問 4

企業価値の向上を検討する際に、ディスシナジーとして、当該将来のキャッシュフロー又は割引率への影響を考慮することができる。

- ただし、対象会社の経営陣は、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点に留意が必要である。

(3) 企業価値と買収価格の関係

- 買収者が提示する買収価格は、「買収による対象会社の企業価値の向上の見込み」という買収者の評価であると考えられ、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素である。
- そのため、買収者が、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格を示した場合には、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る。また、全部買収の買収提案が複数存在する場合、(a)対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、(b)一般株主が享受する利益（買収価格）がより大きな買収提案とは、通常は一致する。
- 例外的に、買収後の企業価値と買収価格が見合わない場合もあり得るが、取締役会がそのような判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる。

本指針 3.1.2
公正 M&A 指針
3.4.4
Q&A 問 5

3 買収提案を受領した時の対応

(1) 取締役会への付議・報告

- 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる。

本指針 3.1.1

(2) 付議・報告すべき買収提案の考慮要素

- 取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判断されるものである。
- 例えば、以下のような各要素により、買収提案が具体性を有していることが重要な判断材料となる。
 - a) 口頭の提案ではなく提案書の形式を取っている
 - b) 匿名での打診ではなく買収者が特定されている
 - c) 買収価格や買収時期について記載がある
- また、取締役会における取扱い（付議するか報告に留めるか等）を判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、例えば、以下のような各要素を踏まえた買収者の信用力を考慮することが考えられる。
 - a) 買収者としてのトラックレコード（過去の投資行動、買収を最後まで遂行した実績、買収した会社の企業価値向上を実現した実績など）
 - b) 資力の蓋然性

本指針 3.1.1

4 「真摯な買収提案」に対する「真摯な検討」

(1) 「真摯な買収提案」

「真摯な買収提案」に対する「真摯な検討」

- 取締役会は、「真摯な買収提案」に対して「真摯な検討」をすることが基本となる。

本指針 3.1.2

Q&A 問2

「真摯な買収提案」の要件・考慮要素

- 「真摯な買収提案」とは、①具体性、②目的の正当性、③実現可能性のある買収提案を意味する。
- これら①～③の事由が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもあり得る。
- 合理的に疑われるか否かを検討する際には、例えば、以下のような各要素を総合的に考慮する。

① 具体性が合理的に疑われる場合

- a) 買収ストラクチャー、買収対価の額や種類、取引実行の前提条件やスケジュール等の取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案

② 目的の正当性が合理的に疑われる場合

- a) 経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案
- b) (他の買収者がいる状況において) 買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
- c) 競合他社により、情報収集等を行う目的で行われる買収提案

③ 実現可能性が合理的に疑われる場合³

- a) 買収資金の裏付け(残高証明書、融資証明書・コミットメントレターその他資金調達の確度が高いことを示すために金融機関が出すレターなど)のない買収提案

³ ③の要素については、買収提案を受けた当初の段階(デュー・デリジェンスを実施する前の段階)においては、a)デュー・デリジェンスを踏まえた金融機関との交渉等、b)必要な手続や問題解消措置を講じること等、c)対象会社による支配株主への働きかけ等により、実現可能性を高める余地があり得るため、当初の段階から実現可能性がないと判断することが不適切な場合もあり得る点に留意が必要である。

- b) 当局の許認可（例えば、独禁法・外為法等の許認可）など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案
 - c) 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案
- 取締役会は、「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らないよう留意する必要がある。

(2) 「真摯な検討」

「真摯な検討」による経営判断

- 取締役会は、買収に応じる方針を決定していない段階においては、経営判断の原則に基づく広い裁量を有している。
- 取締役会は、真摯な検討を行った上で、買収提案に応じるか、又はスタンド・アローン（現経営陣が経営すること、現株主構成のもとで経営すること等）や第三者との提携・協業等も含め、広い裁量をもって経営判断することになる。

本指針 3.1.2
Q&A 問 4

「真摯な検討」の検討方法・考慮すべき事項

- 真摯な検討においては、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する。
- この際には、例えば、以下の点を中心に考慮する。
 - a) 買収者による買収後の経営方針
 - b) 買収価格等の取引条件の妥当性（買収価格の算定基礎に関する事項など）
 - c) 買収者及び買収者への出資者の属性（コンプライアンスの遵守状況や体制を含む。）
 - d) 買収者の資力・トラックレコード（過去の投資行動、買収を最後まで遂行した実績、買収した会社の企業価値向上を実現した実績など）・経営能力
 - e) 買収の実現可能性・実現時期
 - f) 買収者が提示する企業価値向上策の実現可能性・実現時期
- また、これら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を行うことが考えられる。

- 買収者においては、対象会社から受領した質問に対して、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）回答することが望ましい。

定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討

- 取締役会は、以下の①及び②について、いずれがより中長期的な企業価値の向上に資するか、シナジーとディスシナジーの双方を考慮した上で、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい。
 - ① 買収者が提示する買収価格や企業価値向上策（買収者が提示する新たなビジネスモデルやイノベーション、買収者の経営資源によりもたらされるシナジーなど）
 - ② 対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策

買収に応じないと経営判断する場合の留意点

- 取締役会が買収に応じないと経営判断した理由を株主に対して説得的に説明できない場合には、結果的に買収が成立する可能性があることにも留意が必要である。
- 対象会社の取締役・取締役会は、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することが期待される。

5 買収に応じる方針を決定する場合

(1) 基本的な考え方

- 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合⁴であっても、取締役・取締役会（特別委員会を含む。以下同じ。）は、対象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（買収に応じる方針を撤回するか否かを含む。）や、いずれの買収提案に応じるかを判断することになる。
- なお、本指針は、米国デラウェア州のように、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。
- この場合、取締役・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（買収価格の引上げや強圧性の排除を含む。）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る。

本指針 3.2.1
Q&A 問 6

(2) 複数の買収提案が存在する場合

- 通常は、真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、①最も企業価値の向上に資する提案と、②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）は一致する。
- このような努力を貫徹しても、なお、①最も企業価値の向上に資する提案と、②最も株主利益が確保される提案が異なる場面は、例外的と考えられるが、取締役会は、株主に対して十分な説明責任を果たした上で、①最も企業価値の向上に資する提案に賛同できる。
- ただし、取締役会が、①最も企業価値の向上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（②最も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ことには留意が必要である。

本指針 3.2.3
公正 M&A 指針
3.4.4
Q&A 問 6

⁴ 例えば、①対象会社として積極的に経営支配権の移転に係る買収提案を模索し提案の選択や条件の設定の交渉に入った場合や、②経営支配権を取得する旨の買収者からの提案に応じる方向で合意に向けた交渉に入った場合などが該当し得る。

6 特別委員会の設置

(1) 基本的な考え方

- 個別の事案における、利益相反の程度や情報の非対称の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の設置等の公正性担保措置を講じることが考えられる。これにより、通常は株主の利益が確保されやすくなる。
- 特別委員会についても、個々の事案ごとに、例えば、以下のような要素を考慮し、設置する必要性を検討すべきである。
 - a) 利益相反の程度
 - b) 取締役会の独立性を補完する必要性（社外取締役が取締役会の過半数を占めているかなど）
 - c) 市場における説明の必要性の高さ

本指針 3.3

(2) 特別委員会の設置が有用である場合

- 例えば、以下のような場合には、特別委員会の設置が有用であると考えられる。ただし、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考えられる。
 - a) キャッシュ・アウトの提案（全部買収の提案）であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合
 - b) 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合
 - c) その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合（例えば、複数の公知の買収提案がある場合や、事案にもよるが株式対価の買収提案の場合等）

本指針 3.3

(3) 特別委員会の設置が必要な場合

- 金融商品取引所の規則（企業行動規範における「MBO 等に係る遵守事項」）において、MBO や支配株主その他の関係会社による公開買付け等を通じたスクイーズ・アウトが行われる場合には、特別委員会の意見を入手することが義務付けられている。

Q&A（参考）

(4) 特別委員会の構成

- 特別委員会の構成としては、社外取締役を中心とすることが基本である。社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として考えられる。
- 社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の M&A に関するリテラシーを高める努力を行うことに加えて、アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用することが考えられる。
- また、個別の事案における、社外取締役・社外監査役の M&A に関する専門性の程度、M&A 取引の難易度や想定される委員への負担の程度等に応じて、社外取締役や社外監査役に加えて、社外有識者も特別委員会の構成員とすることが有益な場合もある。

本指針 3.3

7 株主への情報・時間の提供と、株主による適切な判断

(1) 買収者による情報開示・検討時間の提供

対象会社の株主に対する情報開示

- 買収者は、大量保有報告制度や公開買付制度などを遵守することにより、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが期待される。
- 具体的には、以下のような情報について、株主に対する開示・提供が検討されるべきである。
 - a) 買収の目的
 - b) 買付数
 - c) 買収者の概要
 - d) 買収後の経営の基本的な方針
 - e) 買収後のステークホルダー（従業員、主要取引先等）の取扱い
 - f) その他買収が対象会社の企業価値に及ぼす影響

本指針 4.1.1

本指針 4.1.1.1

本指針 4.1.2

対象会社の株主に対する検討時間の提供

- 株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要である。

(2) 対象会社による情報開示

- 対象会社からの情報開示を充実させ、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することで、株主によるインフォームド・ジャッジメントが可能となる。
- また、対象会社が買収提案をどのように取り扱い、買収実施に至ったのかについて事後的に情報開示を行い、取引条件の形成過程の透明性を向上させることで、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等が行われることが期待できる。

本指針 4.2

(3) 株主の意思決定を歪める行為の防止

- 株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要である。
- この観点から、以下のような行為が行われることは望ましくない（法令違反に該当する行為は行ってはならない）。
 - a) 買収者又は対象会社が、不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと
 - b) 買収者又は対象会社が、自らの取引先である対象会社の株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
 - c) 買収者又は対象会社が、議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと
 - d) 買収者が、強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと
 - e) 買収者が、買収の意図があるにも関わらず、それを隠して買付けを進めること
 - f) 買収者が、買収のために要する資力など、公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく、公開買付けの実施を予告すること

本指針 4.3