

(案)

「企業買収における行動指針」

Q&A

2026年●月●日

目次

1. 望ましい買収.....	1
2. 真摯な買収提案	3
3. 真摯な検討	5
4. 企業価値	8
5. 企業価値と買収価格の関係性	11
6. 買収に応じる方針を決定する場合	13
7. 本指針の位置付け.....	15
（参考）本指針策定後の法制度等の変化.....	17

なお、本 Q&A 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
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

1. 望ましい買収

(問1) 「望ましい買収」は、何を基準に判断するのでしょうか。

また、その際に注意すべき点は何でしょうか。

[設例¹] 上場会社 A は、買収者 B から、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が提示された買収提案を受領し、取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

買収者 B からの買収提案は、相応に高い買収価格であることをもって「望ましい買収」に当たるのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 C と買収者 D から複数の買収提案（いずれも全部買収）を受領し、取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

買収者 C の提示する買収価格の方が、買収者 D の提示する買収価格よりも高い状況ですが、買収者 C による買収が「望ましい買収」に当たるのでしょうか。

(答)

1. 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と考えられます²。

これは、①買収により対象会社の企業価値が向上し、②その企業価値の増加分が適正な取引条件により買収者・株主の間で公正に分配されることにより、③株主共同の利益が確保される、という一連の流れを満たす買収こそが「望ましい買収」であることを表現したものです。

つまり、対象会社の企業価値が向上することが、「望ましい買収」の前提になっています。

2. そのため、「望ましい買収」とは、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を意味します³。したがって、高値の買収価格であることのみをもって、「望ましい買収」に当たるものではありません。

¹ 問への検討が必要となるような、具体的な局面・設定の例を指します。

² 本指針 2.1 (7 頁) 第 1 原則

³ 本指針 1.2 (3 頁)、パブコメ回答 No.12 及び No.49。なお、「望ましい買収」は、対象会社や買収者等の特定の当事者にとって望ましいという意味ではなく、政策的な観点から、日本の経済社会全体にとって望ましいものであることを意味しています (パブコメ回答 No.49)。

3. 対象会社の取締役・取締役会は、「真摯な買収提案」に対しては、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真摯に検討することになります⁴。買収に応じる方針を決定する場合には、株主共同の利益を確保するために、買収者による取引条件の引上げを目指して合理的な努力を行うべきであることにも注意が必要です⁵。

⁴ 本指針 3.1.2 (15 頁)

⁵ 本指針 3.2.1

2. 真摯な買収提案

(問2) 「真摯な買収提案」とは、どのような買収提案を意味するのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 B から買収提案を受領し、取締役会に付議し、買収者 B の買収提案が「真摯な買収提案」に当たるのか検討しております。

A 社の取締役会としては、買収者 B による買収は、独禁法や外為法などの当局の許可が取得できない可能性があると考えておりますが、「真摯な買収提案」として取り扱うべきでしょうか。

(答)

1. 取締役会は、「真摯な買収提案」に対して「真摯な検討」を行うことが基本となります。ここにいう「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します⁶。
2. 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ます。
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ことになります。

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⁷

- 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⁸

⁶ 本指針 3.1.2 (15 頁)

⁷ ファイナンシャル・バイヤーによる買収であることや、競合他社による買収であることの一事をもって、目的の正当性が否定されることにはならず、その他の事情も総合考慮して判断されることが想定されます (パブコメ回答 No.113 及び No.114)。

⁸ 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

- 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
- 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

なお、以上の a)～c)の各要素は、総合考慮のための各要素を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば、直ちに「真摯な買収提案」に該当しなくなるわけではありません⁹。

また、以上の各要素に該当しない場合には直ちに「真摯な買収提案」として取り扱うべきとの帰結が導かれるものではなく、個別の事案に応じて総合考慮する必要があります¹⁰。

3. 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ります¹¹。

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す（本指針 3.1.2（16 頁）注 22、注 23 及び注 24）。

⁹ パブコメ回答 No.87。なお、提案の初期の段階において法的拘束力を有しないことの一事をもって、「真摯な買収提案」でないと判断することが適切ではない場合もあり得ます（パブコメ回答 No.107）。

¹⁰ パブコメ回答 No.109

¹¹ 本指針 3.1.2（15 頁）

3. 真摯な検討

(問3) 「真摯な検討」とは、具体的に何を、どのような情報に基づいて検討することを意味するのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 B から、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が提示された買収提案を受領し、取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

A 社の取締役として、買収者 B からどのように情報収集を行い、どのように検討するべきでしょうか。また、買収に応じずに、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) も選択できるのでしょうか。

(答)

1. 取締役会は、「真摯な買収提案」に対して「真摯な検討」を行うことが基本です¹²。

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¹³に基づく広い裁量を有していると考えられます。そのため、取締役会は、真摯な検討を行った上で、買収に応じるか、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ります。

2. 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とになります¹⁴。

この際には、例えば、以下の点を中心に考慮することになります¹⁵。

- 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、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容¹⁶など)

¹² 本指針 3.1.2 (15 頁)

¹³ 判例上、経営上の専門的判断 (経営判断) について、その判断の過程、判断の内容に著しく不合理な点がない限り、取締役の善管注意義務に違反するものではないと解されている (最判平成 22 年 7 月 15 日判時 2091 号 90 頁)。

¹⁴ 本指針 3.1.2 (16 頁)。なお、一般論として、会社法では、取締役は一義的には会社に対して善管注意義務・忠実義務を負うと考えられております。そのため、取締役は、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することが、会社法の整理とも整合的と考えられます。

¹⁵ 本指針 3.1.2 (16 頁)

¹⁶ 例えば、対象会社の事業上必要な資産を売却する場合であって、当該売却代金を成長投資の原資とし、収益力を高める場合には、企業価値の向上に資するものと考えられます。他方で、当該売却代金の全てを買収価格の原資とする場合には、企業価値の向上に資さない場合もあるものと考えられます。

また、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等により調達する場合には、買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には、対象会社の企業価値の向上に資さない場合もあるものと考えられます。

- 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みます。）
- 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

3. また、真摯な検討を行うに際して、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（買収者のトラックレコード、シナジーやディスシナジーの有無・程度を検討するのに有益な情報など）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）回答することが望ましいと考えられます。

4. 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¹⁷、シナジーとディスシナジーの双方を考慮¹⁸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れます¹⁹。

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

取締役会は、このような検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン等か、広い裁量をもって経営判断することになります。

5. 買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められます²⁰。

なお、株主から説明を求められた場合に、必ず定量的な観点から説明しなければならないとまで述べるものではなく、その内容や程度については個別の事案に応じ

¹⁷ パブコメ回答 No.124

¹⁸ 買収によりディスシナジーが生じる可能性があることをもって直ちに買収提案を断るのではなく、①シナジーからディスシナジーを控除することにより導かれる買収による企業価値の向上と②スタンド・アローン等による企業価値の向上を比較検討することが求められます。

また、平時から企業価値向上に向けた取組みを行うことにより、速やかにこうした比較検討することに資するものと考えられます（本指針第3章）。

¹⁹ 本指針 3.1.2（17頁）

²⁰ 本指針 3.1.2（17頁）。なお、平時から株主との対話を行うことにより、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ます。

て判断されるべきです²¹。ただし、仮に定量的な観点から株主に説明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できるよう検討することが求められます。

6. また、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問題です²²。そのため、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す²³。
7. 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ます。

²¹ パブコメ回答 No.123

²² 本指針 2.1 (7 頁) 第 2 原則

²³ 取締役会が真摯に検討した上で、買収に応じないと経営判断した場合には、結果的に買収が成立したとしても、取締役の経営判断に対する善管注意義務違反になることは基本的には想定されません (問 7)。

4. 企業価値

(問4) 「企業価値」とは、何を意味するのでしょうか。

また、「企業価値」を検討する際に、注意すべき点は何でしょうか。

[設例] 上場会社Aは、買収者Bから、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が提示された買収提案を受領し、取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

買収者Bからの買収提案がA社の企業価値の向上に資するかを検討するに際して、A社の従業員や取引先の意向等を考慮できるのでしょうか。

また、買収者Bが過去に買収した対象会社では、買収後、従業員の離職率が高いようですが、A社の取締役会としては、A社の従業員の声をどのように確認して、買収後のA社の企業価値についてどのように考えれば良いのでしょうか。

[設例] 上場会社Aは、買収者Cと買収者Dから複数の買収提案（いずれも全部買収）を受領し、取締役会で検討しております。

A社の取締役会としては、①必要物資の調達先を多角化してサプライチェーン強靱化への対策や、②自社の重要な技術・情報を外部からのサイバー攻撃から保全するための対策などの経済安全保障に対応する対策は、法令遵守、政府要請への対応に留まらず、自社の事業の継続・成長のためにも不可欠であると判断しております。

最も高い買収価格を提示している買収者Cからは、このような対策の重要性について特に言及されていない状況ですが、買収者Cによる買収後のA社の企業価値についてはどのように検討すれば良いのでしょうか。

(答)

1. 「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」を意味しており、定量的な概念です²⁴。

一見して定性的な価値²⁵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²⁶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ことになります。

すなわち、企業価値の中には、例えば、

²⁴ 本指針1.4(5頁)、本指針2.2.2(8頁)

²⁵ 後掲①～③(9頁)に記載した例をはじめ、定量化された要素ではないものの、企業価値に合理的に影響を与える要素を指します。

²⁶ 例えば、投資家が、対象会社のサプライチェーン途絶リスクの低減等により、経営の安定性が高まったと判断し、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率を低下させた場合には、対象会社の企業価値が向上するものと考えられます。

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・果敢な意思決定、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ます²⁷。

2. そのため、例えば、一見して定性的な価値であっても、

- ① a) 従業員や取引先が買収提案に反対している場合、
b) 買収者に重大なコンプライアンス上の問題や倫理的な問題が存在している若しくはサステナブルの視点を欠いている場合、又は、
c) 買収後、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や、技術情報等の流出可能性がある場合であって、
かつ、

②それらによって、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もできます。

ただし、対象会社の取締役・取締役会は、将来のキャッシュフローや割引率に対するプラスの影響とマイナスの影響の双方が存在し得ることに留意する必要があります。

3. また、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す²⁸。

そのため、買収により、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、当該影響については、定量化することが望ましいと考えられます。仮に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。

4. 対象会社の取締役・取締役会としては、将来のキャッシュフロー又は割引率への影響を検討するために、対象会社の従業員や取引先等のステークホルダーに対して、

²⁷ ①及び②については、本指針 2.2.2（8頁）

²⁸ 本指針 2.2.2（9頁）

買収成立後の具体的な意向を確認することも考えられます。ただし、情報漏洩やインサイダー取引を防止すべく情報管理を徹底した上で、当該ステークホルダーが、取締役・取締役会の意向を斟酌することなく自由に意向を表明できるよう留意する必要があります。

5. 企業価値と買収価格の関係性

(問5) 買収が企業価値の向上に資さないが高い買収価格が提示される場合や、最も企業価値の向上に資する買収提案と最も買収価格が高い提案が一致しない場合は、どのような場合でしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 B から過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が提示された買収提案を受領し、取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

買収者 B による買収提案は、A 社の企業価値を向上させる買収提案と考えるべきなのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 C と買収者 D から複数の買収提案（いずれも全部買収）を受領し取締役会に付議し、議論の結果、「真摯な買収提案」に当たると判断し、真摯に検討することとなりました。

買収者 C の提示する買収価格の方が、買収者 D の提示する買収価格よりも高い状況ですが、A 社の取締役会としては、最も買収価格が高い提案（買収者 C の提案）が、最も A 社の企業価値を向上させる提案として考える必要があるのでしょうか。

(答)

1. 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になります。
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、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得ると考えられます²⁹。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、通常は一致するものと考えられます³⁰。
2. 他方で、(a)買収が企業価値の向上に十分に資さないが高い買収価格が提示される場合や、(b)(i)最も企業価値の向上に資する提案と(ii)最も買収価格が高い提案が一致しない場合など、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ます。

²⁹ 本指針 3.1.2 (17 頁)

³⁰ 公正 M&A 指針 3.4.4 (38 頁)

例えば、買収によるディスシナジーが生じる場合（問4の2.参照）のように、買収により対象会社の企業価値に悪影響が生じる場合には、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があります。

買収により対象会社の企業価値に悪影響が生じるにもかかわらず、買収者が高い買収価格を提示できる理由としては、例えば、以下のような理由が考えられます。

- ① 買収者が、従業員・取引先、地域経済や地球環境を含む多様なステークホルダーの取り分を減らして株主の取り分を増やす場合³¹
- ② 買収者が、自らの経営能力を過信している場合³²
- ③ 買収者が、自らに生じるシナジーを買収価格に上乗せしている場合³³

3. 対象会社の取締役・取締役会は、買収者が提示する買収価格が、買収後の企業価値に見合っているかを検討する際には、問3及び問4を参照して、買収者やステークホルダーからも必要に応じて情報収集を行った上で、買収によるディスシナジーが存在するかを検討することが求められます。

買収者においては、対象会社から受領した質問に対して、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と考えられます。

4. 対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という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ます。

³¹ 公正 M&A 指針 3.4.4（38 頁）注 68

³² 公正 M&A 指針 3.4.4（38 頁）注 68。買収によるシナジーを過大評価している場合、ディスシナジーを過小評価している場合、買収者が認識していない対象会社のリスク要因が買収価格に反映されていない場合なども含まれると考えられます。

³³ 買収が成立する前においては、対象会社の取締役・取締役会は、買収者・対象会社の双方に生じるシナジーの合計を最大化するのではなく、あくまで対象会社の企業価値を最大化する責務を負うと考えられます。ただし、当該買収が成立した場合には、買収者・対象会社は経済的に一体と捉えられ、その双方に生じるシナジーを合計して考えれば、当該買収は日本の経済社会全体にとって望ましい、とも考えられます。

6. 買収に応じる方針を決定する場合

(問6) 対象会社の取締役会が、買収に応じるか否か、真摯な検討の結果、買収に応じる方針を決定し、複数の買収提案を検討する場面において、最も企業価値の向上に資する買収提案と最も買収価格が高い提案は、どのように判断すべきでしょうか。

また、この際に、注意すべき点は何でしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収に応じる方針を決定し、入札手続を開始したところ、買収者 B と買収者 C から複数の買収提案（いずれも全部買収）を受領しました。

買収者 B の提示する買収価格の方が、買収者 C の提示する買収価格よりも高い状況ですが、A 社の取締役会としては、最も買収価格が高い提案（買収者 B の提案）を選択しなければならないのでしょうか。

また、A 社の取締役会として、買収者 C の方が A 社の企業価値を向上させることができると考えている場合、買収者 C の提案に対して賛同してもよいのでしょうか。

(答)

1. 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合³⁴であっても、取締役・取締役会（特別委員会を含みます。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みます。）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。

なお、米国デラウェア州においては、会社を売却すると決めた場合には、取締役は、株主利益（価格）のみを考慮する義務（レブロン義務）³⁵を負うものとされていますが、本指針は、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、対象会社の企業価値を向上させるか否かの観点から判断することを求めるものです。したがって、本指針は、レブロン義務を定めるものではありません³⁶。

2. 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合、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みます。）

³⁴ 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と考えられます（本指針 3.2.1）。

³⁵ 具体的には、取締役会が積極的に会社を売りに出し買収者を募集する場合、支配権の異動を伴う M&A 取引を実行する場合、又は会社の解体を伴う M&A 取引を実行する場合、取締役は、競売人として、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務（レブロン義務）を負うとされています（Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. 1986)）。

³⁶ 英国においても、取締役会は、買収価格を決定的な要素として考慮することは義務付けられておらず、関連性があると考えられるその他の要素を考慮することも妨げられない旨が明記されています（The Takeover Code Rule 25.2）。

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³⁷。

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、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、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）は一致すると考えられます³⁸。

3. 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（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、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ます³⁹。

4. ただし、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問題です⁴⁰。

そのため、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す⁴¹。

³⁷ 本指針 3.2.1 (18 頁)

³⁸ 本指針 3.2.3 (20 頁)

³⁹ 本指針 3.2.3 (20 頁)、公正 M&A 指針 3.4.4 (38 頁)

⁴⁰ 本指針 2.1 (7 頁) 第 2 原則。なお、対象会社の株主である株式会社は、対象会社との信頼維持や関係性維持等の経営上の合理的な理由に基づき、対象会社の取締役会が賛同する提案（最も企業価値の向上に資する提案）に応募することも、経営判断として認められる可能性があることも踏まえて、いずれの買収提案に応じるかを検討する必要があります。なお、公開買付期間中に市場株価が公開買付価格を上回った状況において、市場売却ではなく、応募契約に基づき公開買付けへの応募を行った事例において、経営判断の原則に基づき取締役の善管注意義務・忠実義務違反を否定した裁判例が存在している（東京高判平成 18 年 10 月 25 日）。

⁴¹ 本指針 3.2.3 (20 頁)。なお、取締役・取締役会が、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尽くした上で、最も企業価値の向上に資する提案に賛同した場合には、結果的に取締役・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）に係る買収が成立したとしても、取締役の経営判断に対する善管注意義務違反になることは基本的には想定されません（問 7）。

7. 本指針の位置付け

(問7) 買収提案を受領した対象会社の取締役が、本指針が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、どのような効果が発生するのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収者 B から、真摯な買収提案を受領し、真摯な検討を行った結果、買収に応じないと経営判断しました。

その後、買収者 B が A 社に対する公開買付けを開始し、結果として、A 社が応じないと判断した当該公開買付けが成立しました。この場合、A 社の取締役は、善管注意義務に違反したことになるのでしょうか。

[設例] 上場会社 A は、買収に応じる方針を決定し、入札手続を開始したところ、買収者 C と買収者 D から複数の買収提案（いずれも全部買収）を受領しました。買収者 C の提示する買収価格の方が、買収者 D の提示する買収価格よりも高い状況です。

A 社の取締役会としては、買収者 D の方が A 社の企業価値を向上させることができると考えたため、買収者 D に対して買収価格の増額を要請し、真摯な交渉を尽くす等の合理的な努力を貫徹した上で、買収者 D の提案に対して賛同しました。

その後、買収者 C と買収者 D が、それぞれ A 社に対する公開買付けを開始し、結果として、A 社が賛同した買収者 D の公開買付けは不成立となり、A 社が賛同しなかった買収者 C の公開買付けが成立しました。

この場合、A 社の取締役は、A 社の株主が享受すべき利益が確保される取引条件による買収を目指して努力した上で、最も当社の企業価値を向上させる提案（買収者 D）に賛同したことについて、取締役としての善管注意義務に違反したことになるのでしょうか。

(答)

1. 本指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務等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、本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のが期待されます⁴²。
2. また、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と考えられます。

⁴² 本指針 2.2.2 (10 頁) 注 10

取締役会が真摯な検討を行った上で、買収に応じないと経営判断した場合には、結果的に買収が成立したとしても、取締役の経営判断に対する善管注意義務違反になることは基本的には想定されません。

3. 同様に、取締役・取締役会が、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尽くした上で、企業価値向上の観点から、最も企業価値の向上に資する提案に賛同した場合には、結果的に取締役・取締役会の判断とは異なる提案（最も買収価格が高い提案など）に係る買収が成立したとしても、取締役の経営判断に対する善管注意義務違反になることは基本的には想定されません。

4. 本指針の提示するベストプラクティスは、必ずしも法律上求められているものではないため、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合に、直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反になるものではないと考えています。

ただし、取締役は、会社の企業価値を向上させる責務を果たすために、本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することが期待されます。

(参考) 本指針策定後の法制度等の変化

(問) 2023年8月31日の本指針策定後、M&Aに関する法制度等が変化しておりますが、本指針を読む際に注意すべき点は何でしょうか。

(答)

本指針の策定後の法制度等の変化に伴って、例えば、以下の通り、本指針を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、法制度等の変化の内容や本指針の趣旨を踏まえる必要があるため、外部のアドバイザーの助言等を踏まえて、適宜読み替えることが必要になります。

1. 公開買付制度の変更（令和6年金融商品取引法等改正）

令和6年金融商品取引法等改正により、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、公開買付けの実施が義務付けられるようになりました⁴³。

- ① 本指針23頁「4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供」2段落目、45頁・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、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記載されていますが、本Q&Aの公表時点においては、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となりました。
- ② 本指針41頁以下の「2. 市場内買付けにおける強圧性」は、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されていますが、本Q&Aの公表時点においては、強制公開買付けの対象外となる市場内買付けについてのみ「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（東京機械製作所事件）は、強制公開買付けの対象外であった市場内買付け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&Aの公表時点においては、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することになります。

2. 大量保有報告制度の変更（令和6年金融商品取引法等改正）

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

⁴³ 金商法27条の2第1項1号

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「保有目的」欄において、その内容（例えば、取得を行う株券等の種類、時期、取得価格、数量、取得の目的、取得の方法、取得の相手方）をできる限り具体的に記載することが求められるようになりました⁴⁴。

本指針24頁「4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示」においては、改正後の大量保有報告制度に従うことも求められることとなります。

3. その他の変更

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&A」の改訂、コーポレートガバナンス・コードの改訂⁴⁵及び東京証券取引所の有価証券上場規程等の改正に伴い、本指針について、以下の変更が生じております。

該当箇所	新	旧
21 頁 注 32	<p>なお、金融商品取引所の規則（企業行動規範における「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」）において、公開買付け後のスクイーズ・アウト手続について、支配株主 <u>からの独立性を有する者</u>（特別委員会など）による、少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手が求められているため、当初の公開買付けの段階から、特別委員会の設置がされるケースが実務上多いと考えられる。</p>	<p>なお、金融商品取引所の規則（企業行動規範における「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」）において、公開買付け後のスクイーズ・アウト手続について、支配株主 <u>との間に利害関係を有しない者</u>（特別委員会など）による、少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手が求められているため、当初の公開買付けの段階から、特別委員会の設置がされるケースが実務上多いと考えられる。</p>
22 頁	<p>※上記類型とは別に、MBO や支配株主による従属会社の買収等の構造的な利益相反の問題が存在する取引の場合には、特別委員会の設置が望ましい（公正 M&A 指針参照）。なお、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・アウト手続が行われ</p>	<p>※上記類型とは別に、MBO や支配株主による従属会社の買収等の構造的な利益相反の問題が存在する取引の場合には、特別委員会の設置が望ましい（公正 M&A 指針参照）。</p>

⁴⁴ 大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c

⁴⁵ 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」に基づき記載していません。

該当箇所	新	旧
	<p><u>る場合には、一般株主にとって公正なものである旨の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ため、これらの場合には特別委員会の設置が必要となる。</u></p>	
25 頁 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&A」<u>問 31</u> 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（<u>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。</u>）にもかかわらず、公開買付けを実施する<u>予定</u>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&A」<u>問 48</u> 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<u>可能性</u>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 頁 注 53	<p><u>令和 8 年</u>コーポレートガバナンス・コード改訂前の同コード補充原則 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。」とされていた。</p> <p><u>当該補充原則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の基本原則 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）。</u></p>	<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>
46 頁 【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、<u>当</u></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、公</p>

該当箇所	新	旧
	<p>時の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>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>