

---

# AMT/NEWSLETTER

## M&A

---

2026 年 10 月 5 日

### 「企業買収における行動指針」のポイント及び Q&A 等の公表② —「企業買収における行動指針」Q&A 等の概要—

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 佐橋 雄介

#### Contents

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

#### I. 概要

経済産業省は、2023 年 8 月に制定した「企業買収における行動指針」(以下「本指針」といいます。)<sup>1</sup>に関連して、パブリックコメント手続<sup>2</sup>を経た上で、2026 年 7 月 30 日、「企業買収における行動指針」の解釈について<sup>3</sup>、「企業買収における行動指針」のポイント(以下「本ポイント」といいます。)<sup>4</sup>及び「企業買収における行動指針」の Q&A(以下「本 Q&A」といいます。)<sup>5</sup>を公表しました。

本ニュースレターでは、このうち、本 Q&A の概要、及び、本 Q&A に関するパブコメ回答のうち重要と思われるものに

---

<sup>1</sup> [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei\\_baishu/pdf/20230831\\_2.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf)

<sup>2</sup> 「「企業買収における行動指針」の解釈について(案)」、「企業買収における行動指針」のポイント(案)」及び「「企業買収における行動指針」Q&A(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(以下、パブリックコメントとして寄せられた意見を「パブコメ」、これに対する経済産業省の回答を「パブコメ回答」といいます。)

([https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin\\_20260730\\_7.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_7.pdf))

<sup>3</sup> [https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin\\_20260730\\_1.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_1.pdf)

<sup>4</sup> [https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin\\_20260730\\_3.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_3.pdf)

<sup>5</sup> [https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin\\_20260730\\_5.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_5.pdf)

ついて紹介することといたします。

なお、本 Q&A においては、問と答が記載されていますが、答の内容は、すでに前回のニュースレター<sup>6</sup>で説明した本ポイントと重複する内容が多い一方で、問の一部として示された設例に対する明示的な回答は記載されていません。そこで、本ニュースレターにおいては、本 Q&A の各問について、答の内容については(前回のニュースレターでは説明していなかった点を含め)「答の要点」としてその要点を示すとともに、答の内容から想定される設例に対する回答について「設例へのあてはめ」という形で構成を分けて説明します<sup>7</sup>。

## II. 本 Q&A の要点

### 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] 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」に当たのでしょうか。

#### < 答の要点 >

望ましい買収の判断基準、及び、これに基づき対象会社の取締役・取締役会が取るべき対応を示しています。

#### 判断基準

- 「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である<sup>8</sup>。
- 「企業価値の向上」が「望ましい買収」の前提であり、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い(ただし、一般的には、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値(買収者の評価)を示す重要な要素である。)

<sup>6</sup> 「「企業買収における行動指針」の解釈について」及び本ポイントの概要、並びに、本ポイントに関するパブコメ回答のうち重要と思われるものについては、2026 年 9 月 3 日付「「企業買収における行動指針」のポイント及び Q&A 等の公表①—「企業買収における行動指針」のポイント等の概要—」([https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1\\_pdf/260903.pdf](https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1_pdf/260903.pdf))をご覧ください。

<sup>7</sup> 「答の要点」においては、本指針では必ずしも明示的に述べられていなかった内容について下線を付しています。

<sup>8</sup> 本指針 1.2(3 頁)及び 2.1(第 1 原則)(7 頁)。なお、本 Q&A 1 頁・注 3 において、「「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」(以下「本指針パブコメ」といいます。)(<https://www.meti.go.jp/files/900014045.pdf>) No.12 及び No.49 が参照として挙げられており、「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、経済社会にとって望ましいものであることを意味する旨が指摘されています(本指針パブコメ No.49、パブコメ回答 No.37)。

#### 対象会社の取締役・取締役会がとるべき対応

- 「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る<sup>9</sup>。
- 買収価格との関係に関しては、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<sup>10</sup>。

#### <設例へのあてはめ>

1 つ目の設例について、買収価格が「過去の株価水準よりも相応に高い」としても、買収者 B による買収が、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るものと考えられます。

2 つ目の設例についても、「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」としても、買収者 C による買収が企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収者 C による買収に応じるかどうかを検討することになるものと考えられます。

## 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認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。

#### <答の要点>

取締役会が「真摯な検討」を行うことが必要になる「真摯な買収提案」の判断基準、及び、その解釈に当たっての注意点を示しています。

#### 判断基準

- 「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<sup>11</sup>。
- 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、これらの事由について、例えば、以下の各要素を総合的に考慮する。

<sup>9</sup> 本指針 3.1.2(15 頁)

<sup>10</sup> 本指針 3.2.1

<sup>11</sup> 本指針 3.1.2(15 頁)

|                    |                                  |                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 「真摯な買収提案」の<br>考慮要素 | ①具体性が合理的に<br>疑われる場合              | ● 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 <sup>12</sup> | ● 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<br>● (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<br>● 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                | ● 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<br>● 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<br>● 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 |

#### 注意点

- 上記の各要素は例示であり、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なく<sup>13</sup>、逆に、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もなく<sup>14</sup>、個別の事案に応じた総合考慮が必要。
- 取締役会は、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、真摯な検討を避けないよう留意する必要がある<sup>15</sup>。

#### <設例へのあてはめ>

設例においては、買収者 B の買収提案が「真摯な買収提案」に当たるかの検討に当たって、独禁法や外為法などの当局の許認可が取得できない可能性を、実現可能性の観点に関して考慮することができるものと考えられます。

もっとも、独禁法や外為法などの許認可について、必要な手続や問題解消措置を取れば許認可の取得が合理的に可能である場合に、当初の段階からその蓋然性が低い(ゆえに買収提案の実現可能性が低い)と判断すべきではないと考えられます<sup>16</sup>。また、このような要素があるからといって直ちに「真摯な買収提案」に該当しないものとして扱わず、恣意

<sup>12</sup> 本 Q&A3 頁・注 7 において、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る旨が指摘されています(本指針パブコメ No.113 及び No.114)。

<sup>13</sup> 本指針パブコメ No.87。なお、本 Q&A4 頁・注 9 において、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る旨が指摘されています(本指針パブコメ No.107)。

<sup>14</sup> 本指針パブコメ No.109

<sup>15</sup> 本指針 3.1.2(15 頁)。なお、本指針においては「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ることにならないよう留意する必要がある。」との記載ぶりになっていましたが、本ポイント及び本 Q&A においては「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」との部分「真摯な検討を避けないよう」との内容に変更になっています。この点に関連して、公正な買収の在り方に関する研究会においては、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が指摘されていました(経済産業省 経済産業政策局 産業組織課「事務局説明資料」(2026 年 2 月 4 日)10 頁)。

<sup>16</sup> 本指針 3.1.2・注 23。なお、パブコメ回答 No.50 において、「許認可の取得に長時間要する場合であっても、直ちに実現可能性が合理的に疑われるとは考えておらず、個別の事案に応じて、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」とされています。

的な判断とならないように、例えば、許認可の取得の蓋然性等に関して専門家の意見を取得する<sup>17</sup>などして、「真摯な買収提案」に当たるか否かを判断することが考えられます。

### 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。

#### <答の要点>

取締役会が「真摯な買収提案」に対して行うべき「真摯な検討」について、具体的にどのような情報を取得し、取得した情報に基づきどのような内容をどのように検討・判断すべきかを示しています。

#### 取得すべき情報

- 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る<sup>18</sup>。この際、例えば、以下の点を中心に考慮することとなる<sup>19</sup>。

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 「真摯な検討」の際に<br>考慮すべき事項 | <ul style="list-style-type: none"><li>● 買収者による買収後の経営方針</li><li>● 買収価格等の取引条件の妥当性(買収ストラクチャー、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<sup>20</sup>など)</li><li>● 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。)</li><li>● 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</li><li>● 買収の実現可能性・実現時期(許認可の取得の蓋然性・取得時期など)</li><li>● 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</li></ul> |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

<sup>17</sup> この点に関連して、パブコメ No.50 において「許認可の見通しについては、その分野の専門家の意見を参考にすることが有効である、という旨を追記いただきたい」との意見が述べられているのに対し、パブコメ回答 No.50 では、「許認可の見通しについてはその分野の専門家の意見を参考にすることが有効な場合もあると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます」と回答されています。

<sup>18</sup> 本指針 3.1.2(16 頁)。なお、本 Q&A5 頁・注 13 において、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、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る旨が指摘されています。

<sup>19</sup> 本指針 3.1.2(16 頁)

<sup>20</sup> この「対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容」との項目は、本ポイントには記載がありませんが、本 Q&A において記載されている内容となっています。この点に関して、本 Q&A5 頁・注 16 においては、「例えば、対象会社の事業に必要な資産を売却する場合であっても、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であっても、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り得るものと考えられます。」との指摘がなされています。

- 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<sup>21</sup>、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、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<sup>22</sup>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。

#### 検討・判断の対象・方法

- 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・アローンや第三者との提携・協業その他の戦略的選択肢も含め、経営判断の原則<sup>23</sup>に基づく広い裁量をもって経営判断する。
- 取締役会は、
  - 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等)及び
  - 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
 について、いずれがより中長期的な企業価値の向上<sup>24</sup>に資するか、シナジーとディスシナジーの双方を考慮<sup>25</sup>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る<sup>26</sup>(ただし、①について、定量的な分析が困難である場合には、買収者による定性的な説明が合理的・説得的であるか等を確認することにより代替することも考えられる。)。
- 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る<sup>27</sup>(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わけではないが、仮に定量的な観点から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求められる。)。
- 取締役会が買収に応じないと経営判断した場合であっても、買収の成否を最終的に決定するのは株主であるため、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。

21 本 Q&A6 頁・注 17 において、買収者に対する質問については、詳細な質問を過度に買収者に対して行うことが、実質的に経営支配権を取得する買収を阻止するための措置として行われてはならないことには留意が必要との指摘がなされています(本指針 4.1.1.1(24 頁)注 37)。

22 具体的には、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が言及されています(本 Q&A6 頁)。

23 本 Q&A5 頁・注 13 では、最判平成 22 年 7 月 15 日(アパマンジョブホールディングス事件・判時 2091 号 90 頁)を引いて「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」としています。

24 この点に関連して、公正な買収の在り方に関する研究会の事務局による関係者に対するヒアリングにおいても、スタンド・アローン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、短期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していた旨の回答がなされていました(経済産業省 経済産業政策局 産業組織課「事務局説明資料」(2026 年 4 月 28 日)5~11 頁)。

25 本 Q&A6 頁・注 19 において、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る旨が指摘されています。

26 本指針 3.1.2(17 頁)。なお、本 Q&A6 頁・注 20 において、買収者が提示する企業価値向上策は、新たなビジネスモデルへの転換を想定している等の場合によっては、対象会社の既存のビジネスモデルを前提とした企業価値評価とは前提条件等が異なり得る点に留意が必要である旨の指摘がなされています。

27 本指針 3.1.2(17 頁)。なお、本 Q&A7 頁・注 21 において、株主に対して説明する際には、例えば、経営陣の過去の経営実績、今後の企業価値向上策、企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であると考えられる等の指摘がなされています。

- 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、自社の企業価値向上策を実行し、当該買収により想定される企業価値を中長期的に超えることで、株主共同の利益を確保することが期待される。

#### <設例へのあてはめ>

設例においては、まず、上場会社 A は、上記において「真摯な検討」の際に考慮すべき事項として掲げた事項に関する情報を取得することが考えられます。そのような情報の取得に際しては、合理的な範囲で、買収者 B に対する質問を行うことも考えられます。

また、上場会社 A は、結論として、買収者 B による買収に応じずに、スタンド・アローンも選択できると考えます。買収に応じるか、スタンド・アローンを選択するかについては、①買収者 B が提示する買収価格や企業価値向上策と、②上場会社 A によるスタンド・アローンの企業価値向上策について、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して判断すべきと考えられます。なお、買収者 B による企業価値向上策について、定量的な分析が困難である場合には、買収者による定性的な説明が合理的・説得的であるか等を確認することにより代替することも考えられますが、買収提案が公表された場合等には、取締役会は、この点に関して株主に対する説得力のある説明が求められることになると考えられます。

## 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 に対して、買収後の経営方針を質問したところ、必要物資の調達を全て海外の安価なサプライヤー E に切り替えることにより収益性を高めることを合理的に推認させる回答を受けたのですが、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。

#### <答の要点>

買収者による買収提案について検討する際に検討すべき「企業価値」の意味、及び、そのような「企業価値」の検討に当たって注意すべき点を示しています。

## 「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。
- 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。
- したがって、例えば、一見して定性的な価値であっても、
  - ① a) 従業員や取引先などのステークホルダーの利益が害される場合、
  - b) リスク低減の観点から、買収者に重大なコンプライアンス上の問題や倫理的問題が存在している若しくはサステナビリティの視点を欠いている(事業活動による負の外部性がある)場合、又は、
  - c) 経済安全保障に対応する経営の観点から、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、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る<sup>28</sup>。

## 注意点

- 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く<sup>29</sup>、したがって、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(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る。)。
- 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、買収成立後の具体的な意向を確認することも考えられる(ただし、その場合、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にすべき。)。

## <設例へのあてはめ>

1つ目の設例について、まず、A社の従業員や取引先の意向等を考慮することはでき、A社の従業員や取引先に対して、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、そのような意向の確認に際しては、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、A社の従業員や取引先が、A社の取締役・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にすべきと考えられます。

また、A社の従業員の声(意向)を評価するに当たっては、上記のような形で表明された意向について、買収者Bが過去に買収した対象会社の離職率等を踏まえて、買収者Bによる買収が、従業員の利益を害する可能性があるという観点から、A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、そのような影響を可能な限り定量的に評価して(なお、定量化することが困難である場合には、買収提案が公表された場合等には、取締役会は、この点に関して株主に対する説得力のある説明が求められることになると考えられます。)、買収者Bによる買収がA社の企業価値に与える影響を検討すべきであると考えられます。

2つ目の設例についても、買収者Cによる買収が、経済安全保障に対応する経営の観点から、買収後、調達先がサプラ

<sup>28</sup> 本Q&Aは、さらに、本ポイントにはない指摘として、対象会社の取締役・取締役会は、買収者の提示する企業価値向上策に、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る旨も指摘しています。

<sup>29</sup> 本指針2.2.2(9頁)。なお、本指針においては「過度に」との文言はありませんでしたが、パブコメ回答No.190において、本指針も、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することをけん制する趣旨であり、本ポイント及び本Q&Aにおいてその旨を明確化した旨が説明されています。

イヤーEに変更になることにより、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に、A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、そのような影響を可能な限り定量的に評価して(なお、定量化することが困難である場合に、株主に対する説得力のある説明が求められることになりうることは、1つ目の設例と同様です。)、買収者Cによる買収がA社の企業価値に与える影響を考慮に入れた上で、買収者Dによる買収提案との間で比較・検討を行うべきであると考えられます。

## 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。

### <答の要点>

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の関係性を示しています。

#### 原則

- 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るため、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、企業価値を高めることが合理的に期待し得る<sup>30</sup>。
- 全部買収を目的とする真摯な買収提案が複数存在する場合、(a)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る<sup>31</sup>。

#### 例外

- 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。例えば、  
①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悪影響が生じることが合理的に見込まれる場合であって、かつ、  
②買収者が、例えば、以下のような理由により、高い買収価格を提示できる場合  
a) 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不当に減らして株主の取り分を増やす場合や、  
b) 買収後の対象会社の企業価値を過大評価している場合<sup>32</sup>

30 本指針 3.1.2(17 頁)

31 本指針では明示的に言及されていませんでしたが、「公正な M&A に関する指針」(以下「公正 M&A 指針」といいます。)3.4.4(38 頁)では言及されていました。

32 公正 M&A 指針 3.4.4(38 頁)注 68。なお、本 Q&A12 頁・注 32 において、買収により対象会社に生じ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

#### 留意点

- 対象会社の取締役・取締役会は、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、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いつつ検討することが求められる。
- 買収者においては、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。
- 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る。

#### <設例へのあてはめ>

1 つ目の設例について、買収者 B からの買収提案において、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が提示されていることから、通常は、A 社の企業価値を向上させる買収提案と考えるべきですが、必要に応じて情報収集を行いつつ、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をすることも許容されます。ただし、このような判断をした場合で、買収提案が公表された場合等には、株主に対する説得力のある説明が必要となります。

2 つ目の設例について、いずれも全部買収を目的とする真摯な買収提案が複数存在する状況であるため、通常は買収者 C の提案が最も A 社の企業価値を向上させる提案と考えられますが、例外的に、買収後の対象会社の企業価値と買収価格が見合わない場合には、買収者 D の提案が最も A 社の企業価値を向上させる提案と判断することも許容されます。ただし、このような判断をした場合には、株主に対する説得力のある説明が必要となります。

## 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。

#### <答の要点>

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の判断方法及び注意点を示しています。

#### 判断方法・注意点

- 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合<sup>33</sup>、取締役・取締役会(特別委員会を含む。)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。)

場合なども含まれると考えられる旨が記載されています。

33 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されています(本指針 3.2.1)。

や、いずれの買収提案に応じるか(賛同するか)を経営判断することになる<sup>34</sup>。

- 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<sup>35</sup>。
- 通常は、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るが<sup>36</sup>、合理的な努力を貫徹しても、なお、例外的に、①と②が異なる場合には、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すると経営判断することもできる<sup>37</sup>。

#### 留意点

- 取締役会が、①最も企業価値の向上に資する提案に賛同すると経営判断した場合であっても、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<sup>38 39</sup>。

#### <設例へのあてはめ>

いずれも全部買収を目的とする買収提案が複数存在する状況ですが、通常は、買収価格の高い買収者 B の提案が、最も企業価値を向上させる提案と考えられます。もっとも、株主利益の確保を目指した合理的な努力を貫徹しても、買収者 C の提案が最も企業価値の向上に資する提案であると判断される場合には、A 社の取締役会として、買収者 C の提案に賛同することも、経営判断として可能です。ただし、このような判断をした場合には、株主に対する十分な説明責任を果たす必要があります。

---

34 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)を負うものとされていますが、本指針は、レブロン義務を定めるものではないことも記載されています。

35 本指針 3.2.1(18 頁)

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

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

38 なお、本 Q&A14 頁・注 39 において、対象会社の株主(株式会社)として、いずれの買収に応じるか(公開買付けに応募するか)についても、経営判断の原則に基づく広い裁量が認められている旨が記載されており、通常は、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買収(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ことも踏まえて、いずれの買収に応じるかを検討する必要があると記載されています。また、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(東京高判平成 18 年 10 月 25 日)の存在にも言及されています。パブコメ回答 No.253 において、対象会社の株主は、売主として買収の当事者であると考えている旨が明記されているため、上記の記載も、本指針の内容として、売主である株主が参照すべきものと考えられます。

39 本指針 3.2.3(20 頁)

## 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、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、入札手続きを開始したところ、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。

### < 答の要点 >

本指針の遵守と取締役の善管注意義務等との関係を示しています。

#### 取締役の善管注意義務等との関係

- 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事が期待される<sup>40</sup>。
- 取締役会は、買収に応じるか否かについて、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、そのような経営判断自体が善管注意義務違反になることは基本的には想定されない。
- 取締役・取締役会が、株主利益の確保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すると経営判断した場合には、結果的に取締役・取締役会の判断とは異なる提案に係る買収が成立したとしても、そのような経営判断自体が善管注意義務違反になることは基本的には想定されない。
- 本指針の提示する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が、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る。

### < 設例へのあてはめ >

1 つ目の設例について、A 社の取締役会は、B 社の買収提案について、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ものであるため、結果的に B 社による公開買付けが成立したとしても、そのような経営判断自体が善管注意義務違反になることは基本的には想定されないと考えられます。

2 つ目の設例について、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したが、A 社の取締役・取締役会が、株主利益の確保を目指して合理的な努力を貫徹した上で、買収者 D の提案の方が企業価値

<sup>40</sup> 本指針 2.2.2(10 頁)注 10

を向上させることができると考え、これに賛同したものであるため、結果的に買収者 C の公開買付けが成立したとしても、そのような判断が善管注意義務違反になることは基本的には想定されないと考えられます。

## (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。

### <答の要点>

本指針策定後の法制度等の変化に伴って、本指針を読み替えるべき箇所を示しています。

#### 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った<sup>41</sup>。これにより、本指針中、市場内買付けが強制公開買付けの対象外であることを前提とした記載(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)や本指針 41 頁以下の「2. 市場内買付けにおける強圧性」など)は、適宜読み替えが必要となる。

#### 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)

- 令和 6 年金融商品取引法等改正により、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「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った<sup>42</sup>。これにより、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。

#### 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いる(本 Q&A18～20 頁抜粋)。

| 該当箇所         | 新                                                                                                                                                                 | 旧                                                                                                                                                                   |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 21 頁<br>注 32 | 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ズ・アウト手続について、 <u>支配株主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 | 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ズ・アウト手続について、 <u>支配株主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 |

<sup>41</sup> 金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号

<sup>42</sup> 大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c

| 該当箇所         | 新                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 旧                                                                                                                                                                                                            |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|              | 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。                                                                                                                                                                                                                                                          | 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。                                                                                                                                                                              |
| 22 頁         | ※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、 <u>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」)</u> において、 <u>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ズ・アウト手続が行われる場合には、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>                  | ※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)。                                                                                                                           |
| 25 頁<br>注 41 | 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 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。                              | 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。 |
| 31 頁<br>注 53 | <u>令和 8 年コーポレートガバナンス・コード改訂前の同コード</u> 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。 <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されたものの、株主の利益保護の観点は基本原則 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)。</u> | 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。                                                           |
| 46 頁<br>【参考】 | 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                                                                                                                                                                                                                                     | 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                                                                                                                                                          |

| 該当箇所 | 新                                                                                                                     | 旧                                                                                                           |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | <p>とする決議について、<u>当時</u>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>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> |

以上

- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 青柳 良則                    yoshinori.aoyagi\_grp[at]amt-law.com  
弁護士 佐橋 雄介                    yusuke.sahashi[at]amt-law.com  
※メールを送信する際には、[at]を@に変更してお送りください。
  
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。