
AMT/NEWSLETTER

M&A

2026 年 9 月 3 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①

—「企業買収における行動指針」のポイント等の概要—

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 佐橋 雄介

Contents

- I. 概要
- II. 「企業買収における行動指針」の解釈について
- III. 本ポイントの要点
 - はじめに
 - 1. 平時における企業価値の向上に向けた取組みの重要性
 - 2. 望ましい買収
 - 3. 買収提案を受領した時の対応
 - 4. 「真摯な買収提案」に対する「真摯な検討」
 - 5. 買収に応じる方針を決定する場合
 - 6. 特別委員会の設置
 - 7. 株主への情報・時間の提供と、株主による適切な判断

I. 概要

「企業買収における行動指針」(以下「本指針」といいます。)は「公正な買収の在り方に関する研究会」(以下「本研究会」といいます。)における議論等を踏まえて 2023 年 8 月に制定されました。2026 年 2 月に、経済産業省は、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いる等として、本研究会を再開し、その議論等を踏まえて、以下の 3 つの文書について、パブリックコメント手続¹を経たうえで、2026 年 7 月 30 日に公表しました。

¹ 「「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)

- 「企業買収における行動指針」の解釈について²
- 「企業買収における行動指針」のポイント³(以下「本ポイント」といいます。)
- 「企業買収における行動指針」Q&A⁴(以下「本 Q&A」といいます。)

本ニュースレターでは、このうち、「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を紹介することといたします。

II. 「企業買収における行動指針」の解釈について

「企業買収における行動指針」の解釈について」は、本ポイント及び本 Q&A の策定の趣旨等を説明した文書です。

まず、背景として、本指針の策定以降、本指針を踏まえた買収提案に対する検討が一層実行されるようになったり、本指針が参照される場面が増加している一方で、本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性が指摘され⁵、実際に関係者に対するヒアリングにおいても、不十分な理解や認識の乖離の可能性を裏付ける声が確認されたことが説明されています⁶。

そのうえで、本指針で示されたベストプラクティス、その根底にある「望ましい買収」の考え方そのものは、今日においても妥当であり、本指針を維持することを前提として⁷、本指針の趣旨が正しく理解され、実践されるよう、①「上場企業の役員や買収者が、本指針の原則論や留意点等の要点を理解できるよう整理」したものとして、本ポイント、及び、②「対象会社の取締役・取締役会が、買収提案の検討、買収に応じるか否かの判断、複数の買収提案の中からの選択を行うにあたって悩む点などを整理」したものとして、本 Q&A を、それぞれ策定した旨が説明されています。したがって、本ポイント及び本 Q&A は、本指針の趣旨を明確化するものであり、本指針を改訂したり、その内容を修正するものではありません⁸。

² https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_1.pdf

³ https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_3.pdf

⁴ https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule/pdf/kodoshishin_20260730_5.pdf

⁵ 2026 年 2 月に再開された本研究会において、①「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、②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、③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、④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)。

⁶ 取締役としては高値の買収提案に賛同しないと株主代表訴訟リスクがあると認識していた、スタンド・アローンを選択したいが、短期間で買収価格より高い株価を実現できない場合には買収提案を断ることはできないと認識していた、従業員・取引先の意向などの定性的な価値の定量化が困難であった、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、といった回答が示されました(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)。

⁷ パブコメ回答においても、本ポイント及び本 Q&A は、本指針を維持することを前提とするものであることが繰り返し述べられています(パブコメ回答 No.3、4 等)。

⁸ 本ニュースレターにおいては、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。

III. 本ポイントの要点

はじめに

本ポイントは、まず、本指針の対象について確認をしており、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こと、また、いわゆる「同意なき買収」や（金銭を対価とするもののみならず）株式を対価とする株式取得や組織再編行為も含まれ得ることを確認しています⁹。

また、本指針¹⁰において提示されている、上場会社の買収一般において尊重されるべき、以下の3つの原則を改めてその冒頭において示しています。

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の向上に向けた取組みの重要性

上場会社の取締役・取締役会の平時における取組みが、以下のとおり、買収提案を受けた際にも役立ち得ることが説明されています。このうち、資本市場との対話については、本指針では、特に買収への対応方針¹¹に関連して言及されていましたが、本ポイントでは買収提案一般との関係で言及されています。

平時における取組み	買収提案を受けた際の効果
企業価値向上を高めるための経営努力及びそれが時価総額に反映されるための取組み ¹²	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、買収提案の内容の速やかな比較検討に資する
資本市場との対話 → 平時からの株主との対話が、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	買収提案に対する取締役判断について、株主の理解と支持を得るための重要な基盤になり得る

⁹ 本指針 1.3

¹⁰ 本指針 2.1

¹¹ なお、本ポイントは、買収への対応方針に関してはほとんど言及していません（本 Q&A は全く言及していません。）。

¹² 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のが重要であるとされ、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とされています（本ポイント 2 頁・脚注 2）。

2. 望ましい買収

(1) 「望ましい買収」の意味

まず、上記の第 1 原則にもあるとおり、「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旨が述べられています¹³。本ポイントでは、これに加えて、高値の買収価格であることのみをもって「望ましい買収」にあたるものではなく、「企業価値の向上」が前提である旨が明示されています。

(2) 「企業価値」の意味

本指針¹⁴においては、「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」と定義され、また、定量的な概念であると説明されていました。一方で、本指針においては、非財務情報の重要性に言及しつつも、定性的な価値については、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旨が述べられていただけでした。

これに対して、本ポイントは、上記の内容に加えて、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価させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率¹⁵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、買収提案による企業価値の向上を検討する際に考慮することができることを明示しています。

そして、本ポイントは、そのような定性的な価値の具体例として、以下の 3 つのような事由¹⁶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を挙げています。このうち、③の経済安全保障に対応する経営は、本指針においては具体的に言及されていなかった事由です。

事業活動における従業員や取引先等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)
- 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)¹⁷

(3) 企業価値と買収価格の関係

本ポイントは、企業価値と買収価格の関係について 1 つのセクションを設け、まず、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ことから、本指針が述べるとおり¹⁸、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としています。

また、本ポイントは、(本指針においては明示的に述べられていなかった点ですが)「公正な M&A に関する指針」(以下「公正 M&A 指針」といいます。)の内容を引用して、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)対象

¹³ 本指針 1.2、2.1

¹⁴ 本指針 1.4、2.2.2

¹⁵ 本ポイントにおいては、対象会社の取締役会は、株式価値算定をする際に割引率を恣意的に操作し、企業価値を過大又は過少に評価すべきではない点に留意が必要である旨の指摘もなされています(本ポイント 3 頁・脚注 3)。

¹⁶ なお、パブコメ回答において、これらの 3 つの事由は例示であって、無形資産の流出等のその他の場面を否定するものではない旨の回答がなされています(パブコメ回答 No.192)。

¹⁷ なお、パブコメ回答において、(国家的な意味での経済安全保障等の)経済安全保障そのものではなく「経済安全保障に対応する経営」であって、経済安全保障という課題に対応する企業の経営戦略・経営施策を定性的な要素として例示したものである旨が繰り返し説明されています(パブコメ回答 No.179、201～204)。

¹⁸ 本指針 3.1.2

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¹⁹、ともしています。

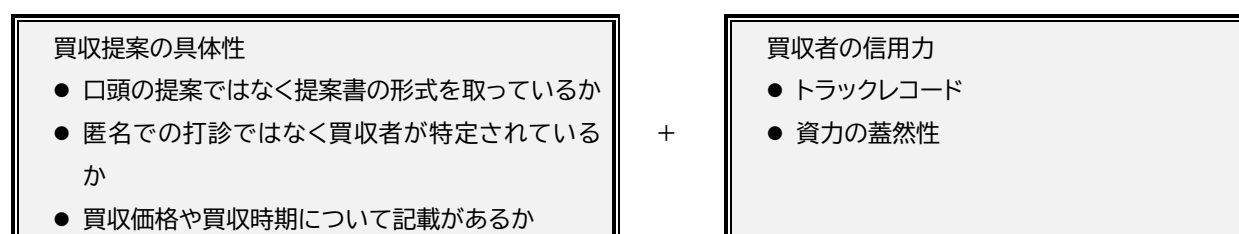
一方で、本ポイントは、例外的に、買収後の対象会社の企業価値と買収価格が見合わない場合もあり得ることを明示的に指摘するとともに、取締役会がそのような判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる旨を述べています²⁰。

3. 買収提案を受領した時の対応

この点に関しては、本ポイントは、本指針において述べられていた内容を重ねて説明しています。

すなわち、まず、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である旨が説明されています²¹。

また、取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうか(付議するか報告に留めるか等)は、以下のような各要素により、外形的・客観的に判断されるものであるとされています²²。



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」

本指針²³と同様に、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旨、及び、「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と、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」にあたらないと判断することもあり得る旨が述べられています。

また、合理的に疑われるか否かを検討する際に考慮すべき例として、下表の各要素が挙げられています。これらも、本指針に示されているものと実質的に同様ですが、本ポイントにおいては、下線部分が加えられています。

¹⁹ 公正 M&A 指針 3.4.4

²⁰ なお、パブコメ回答において、買収の成否を最終的に決定するのは株主であるところ、本指針、本ポイント及び本 Q&A は、株主が買収に応じるかどうかを判断する際の判断基準を提示するものではない旨の回答がなされています(パブコメ回答 No.219)。

²¹ 本指針 3.1.1

²² 本指針 3.1.1

²³ 本指針 3.1.2

「真摯な買収提案」の 考慮要素	①具体性が合理的に 疑われる場合	● <u>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</u>
	②目的の正当性が合理的に疑われる場合	● 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 ● (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 ²⁴ ● 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(<u>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等</u>)のない買収提案 ● 当局の許認可(例えば、 <u>独禁法・外為法等の許認可</u>)等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 ● 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

(2) 「真摯な検討」

<「真摯な検討」による経営判断>

本ポイントにおいて、「真摯な検討」にあたり、経営判断原則²⁵が妥当すること、すなわち、「取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有している」ことが明示されました。また、取締役会は、「真摯な検討を行ったうえで、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・協業その他の戦略的選択肢も含め、広い裁量をもって経営判断することになる」として、買収提案に応じない場合の選択肢も例示されています。

<「真摯な検討」の検討方法・考慮すべき要素>

また、本ポイントにおいて、「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と述べられ、その際に考慮すべき事項として、下表の各事項が挙げられています。本指針²⁶に示されているものだけでなく、下線部分の事項が加えられており、指針としての明確化が図られています。

²⁴ なお、パブコメ回答において、本指針、本ポイント及び本 Q&A は、より高い買収価格を提示することを否定的に評価するものではない旨、並びに、高い買収価格を提示することをもって、直ちに「価格を吊り上げる目的」であり目的の正当性が否定されると判断することは不適切であると考えている旨の回答がなされています(パブコメ回答 No.54、58)。

²⁵ 経営判断原則とは、取締役が、当該職務執行時点において合理的に知り得た情報を基礎に、(当時どのような経営判断をすべきであったか事後的に審査するのではなく)実際にされた経営判断そのものを対象として、合理的な手続に従い十分な情報を得て誠実に経営判断をしたときは、その判断内容(業務執行の決定)が著しく不当であるときを除いて任務懈怠責任は問われないことを意味するものとされ(岩原伸作編「会社法コンメンタール 9」242-243 頁(森本滋執筆部分)(商事法務、2014 年))、判例においても、取締役の決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反しないとして(アパマンショップホールディングス事件・最判平成 22 年 7 月 15 日集民 234 号 225 頁)、経営判断原則の考え方に沿った判断枠組みが用いられています。

²⁶ 本指針 3.1.2

「真摯な検討」の際に 考慮すべき事項	● 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(買収ストラクチャー、買収価格の算定基礎に関する事項等) ● 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。) ● 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等)・経営能力 ● 買収の実現可能性・実現時期(許認可の取得の蓋然性・取得時期等) ● 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
-----------------------	--

さらに、本ポイントにおいては、「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」として取締役会の対応策が補足されるとともに、「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」として買収者側の行動指針も示されました²⁷。

< 定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討 >

本指針において、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と述べられていましたが²⁸、本ポイントにおいては、より踏み込んで、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²⁹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うえで、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましいと述べられています。

また、本ポイントにおいて、上記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と補足も加えられています。

< 買収に応じないと経営判断する場合の留意点 >

本指針においては、買収に応じないと判断する場合の留意点については、その判断の合理性について事後的に説明責任を果たせるよう行動すべきである(特に、買収価格が直前の株価よりも高い場合には、この点を踏まえた説明が必要となり得ることも想定した検討をすべきである)とされていましたが³⁰、本ポイントにおいては、「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」、「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」ことが追加されています³¹。

²⁷ パブコメ回答においては、本ポイント及び本 Q&A 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際の考慮要素を例示しているものの、真摯な検討にあたって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えている旨の回答がなされています(パブコメ回答 No.70～80、83～90)。

²⁸ 本指針 3.1.2

²⁹ ②について、本指針では「現経営陣が経営する場合の企業価値向上策」と記載されていましたが、本ポイントでは、「『真摯な検討』による経営判断」の段落において、「スタンド・アローン」とは「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」と説明されているため、「現株主構成のもとで経営する場合の企業価値向上策」が内容として追加されていると思われます。

³⁰ 本指針 3.1.2

³¹ なお、取締役会が買収に応じるか否かについて経営判断の原則に基づく広い裁量を有していることと株主意思の原則(第 2 原則)との関係について、パブコメ回答において、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、買収者は買収の手続(公

5. 買収に応じる方針を決定する場合

(1) 基本的な考え方

本指針において、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合³²には、対象会社の取締役・取締役会は、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とされています³³。

本ポイントにおいては、本指針の「買収の是非」に相当する内容として、「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(賛同するか)」とのより具体的な内容が示されるとともに、その判断が経営判断であることが明示されています。また、「株主が享受すべき利益が確保される取引条件」に「買収価格の引上げや強圧性の排除」を含むことが示され、「合理的な努力」の内容として、「真摯な交渉や他の買収候補の模索等」が示されており、内容が明確化されています。

なお、本ポイントにおいて、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とも明記されています。

(2) 真摯な買収提案が複数存在する場合

本指針においては、取締役会は、株主にとってできる限り有利な取引条件を目指して交渉すべきであることが強調され、真摯な買収提案が複数存在する場合に、「仮に努力を貫徹しても、なお、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い提案に取締役会が賛同する例外的な判断をするのであれば、その判断の合理性については、十分な説明責任を果たすべきである」として³⁴、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い提案に取締役会が賛同することについて、ネガティブな評価を与えているとも読める記載があります³⁵。

本ポイントにおいては、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等)は一致するものの、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合に、「取締役会は、株主に対して十分な説明責任を果たしたうえで、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できる」として、そのような判断が必ずしもネガティブに評価されるものではないことを示していると思われます³⁶。

開買付け等)を進めることは可能であり、株主は、当該買収に応じる(公開買付けに応募する等)ことができるため、株主意思の原則(第2原則)を妨げるものではないと考えている旨の回答がなされています(パブコメ回答 No.163)。

³² 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等が該当し得るとされています(本指針 3.2.1)。

³³ 本指針 3.2.1

³⁴ 本指針 3.2.3

³⁵ なお、公正な M&A 指針 3.4.4 においても、いずれの買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかについては慎重な判断が求められ、企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同するという判断を不明確にすることは望ましくない旨述べられています。

³⁶ ただし、そのように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等)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とも述べられています。

6. 特別委員会の設置

本指針において、公正性担保措置の一つとしての特別委員会の設置について、個別の事案ごとに、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、c) 市場における説明の必要性の高さ等に応じて、特別委員会の設置の要否を検討すべきであると述べられています³⁷、本ポイントにおいても、基本的な考え方として同趣旨の記載がなされています。なお、本ポイントにおいて、b) 取締役会の独立性を補完する必要性に関して、「社外取締役が取締役会の過半数を占めているかなど」が例示されていますが、本指針においても、「特別委員会が有用と考えられる場合でも、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、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいとも考えられる」と述べられていたところであり、必要性を減じる要素として整理して記載されたものと思われます。

また、特別委員会の設置が有用である場合又は必要である場合として、下表の内容が説明されています。

特別委員会の設置が有用である場合について、本指針においても、脚注により記載されていたところ（「株式対価の買収提案の場合」）も含め、同様の例が挙げられていたところであり³⁸、本ポイントにおいては、改めて整理して記載されたものと思われます。

特別委員会の設置が必要な場合は、本ポイントにおいて新たに加えられた内容ですが、これは本指針の公表後の金融商品取引所の「MBO 等に係る遵守事項」の施行³⁹に伴うものです。

設置が有用である場合	● 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 ● 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合 ● 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、株式対価の買収提案の場合等)
設置が必要な場合	<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ーズ・アウト</u> <u>手続が行われる場合には、金融商品取引所の「MBO 等に係る遵守事項」において、特</u> <u>別委員会の意見を入手することが必要</u>

特別委員会の構成については、本指針と同様に、社外取締役を中心とすることが基本であるとしつつ、独立性等の観点から適切ではない場合には、社外監査役や社外有識者等を構成員とすることも次善の策として考えられること、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、アドバイザー等の専門的助言等を活用することが考えられることが述べられています。

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

対象会社の株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）を実現するため、買収者は、大量保有報告制度や公開買付制度等を遵守することにより、対象会社の株主や取締役会に十分な情報や時間を提供することの必要性及び下表のとおり情報が株主に対して開示・提供されるべき旨が説明されていますが、これは、本指針の内容⁴⁰を端的に整理したものと考えられます。

³⁷ 本指針 3.3

³⁸ 本指針 3.3

³⁹ 2025 年 7 月 22 日施行

⁴⁰ 本指針 4.1.1、4.1.1.1、4.1.2

- 買収の目的
- 買付数
- 買収者の概要
- 買収後の経営の基本的な方針
- 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
- その他買収が対象会社の企業価値に及ぼす影響

(2) 対象会社による情報開示

株主によるインフォームド・ジャッジメントの観点から、対象会社による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の必要性についても述べられています。また、対象会社による、より慎重な検討・交渉等が行われることが期待できるという観点から、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の重要性についても述べられています。これは本指針の記載内容⁴¹と同じです。

(3) 株主の意思決定を歪める行為の防止

株主が必要な情報の提供を受けたうえで、合理的な意思決定が阻害されないために、下表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。)と説明されています。本指針においては買収者と対象会社とで分けて記載されていた内容⁴²がまとめられています。

- 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
- 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
- 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
- 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
- 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
- 買収者が、買収のために要する資力等、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

以上

⁴¹ 本指針 4.2

⁴² 本指針 4.3

-
-
- 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。