

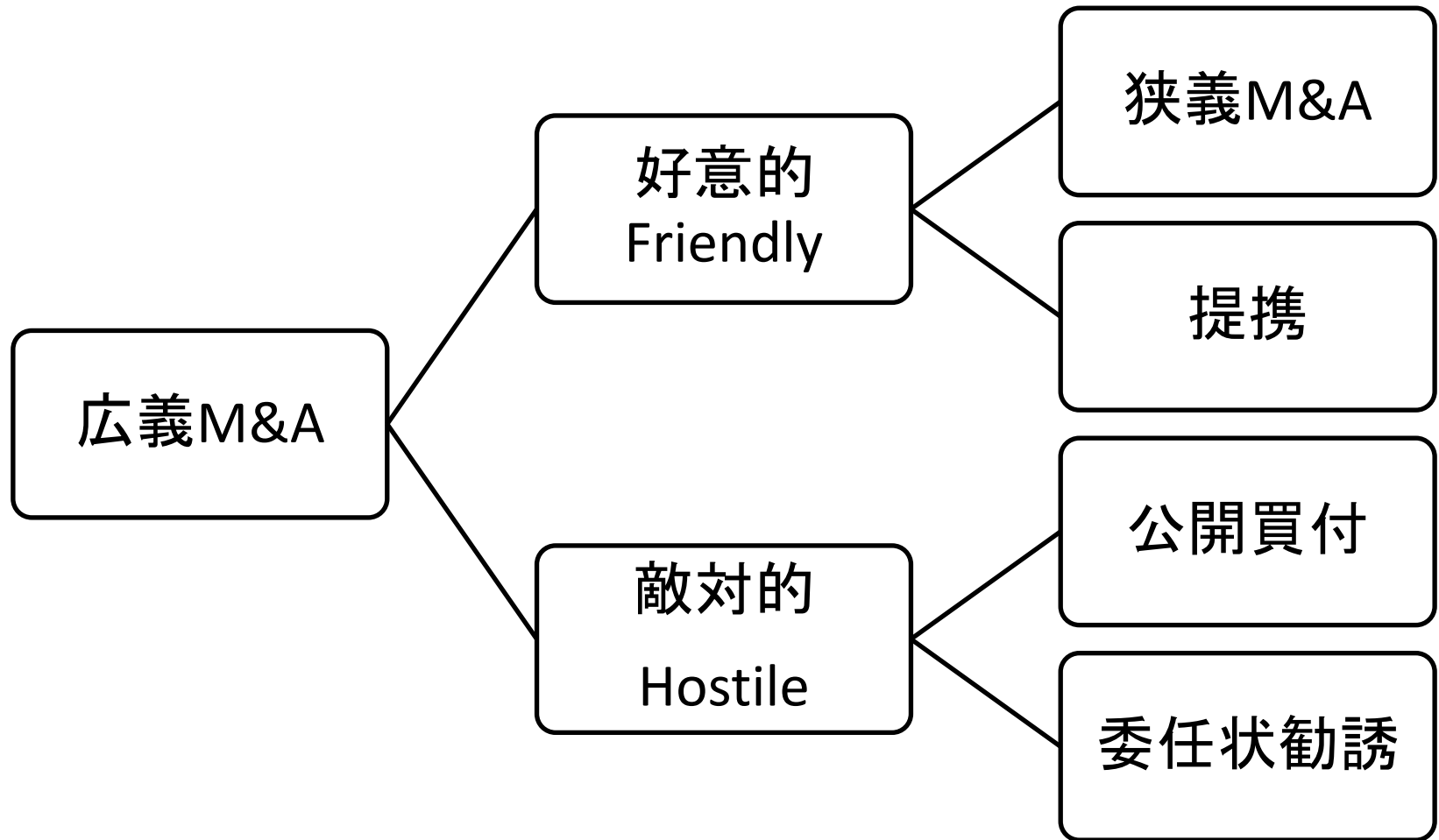
野畑証券研修教材

公開買付制度の法改正

2024.8.22(木)

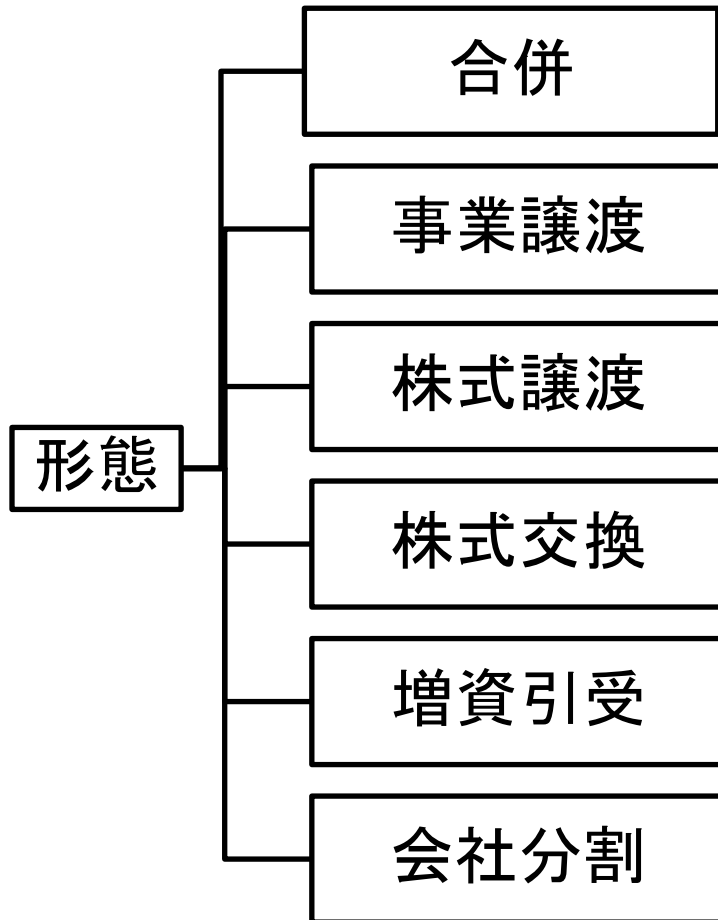
企業M&Aの諸形態

Merger(合併)and Acquisitions(買収)

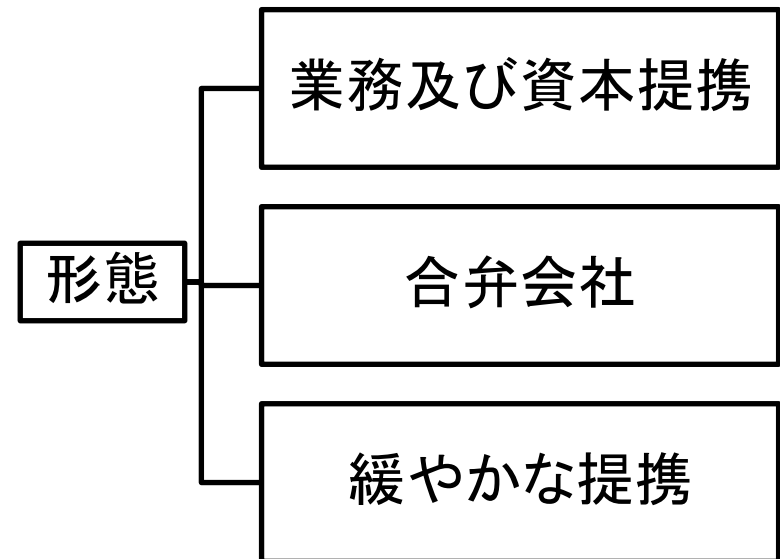


好意的M&A

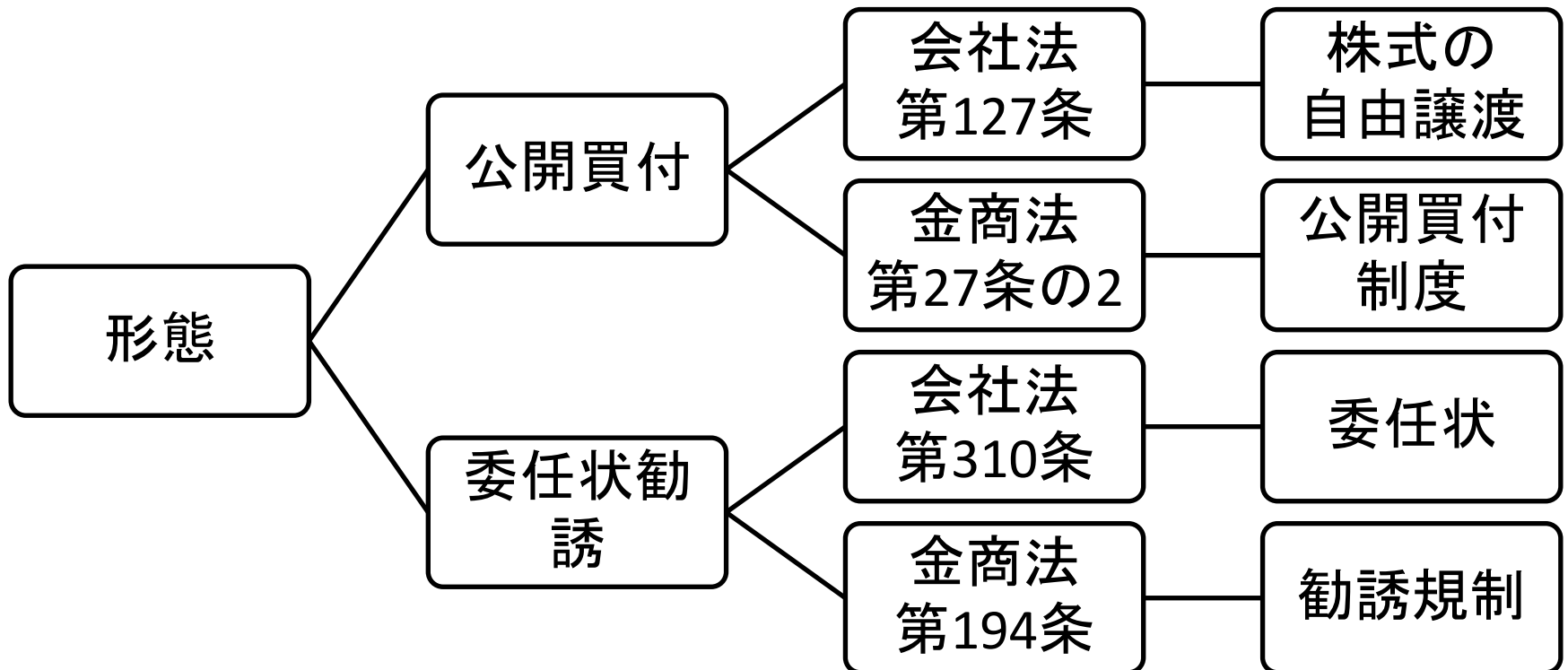
狭義のM&A



提携



敵対的M&A



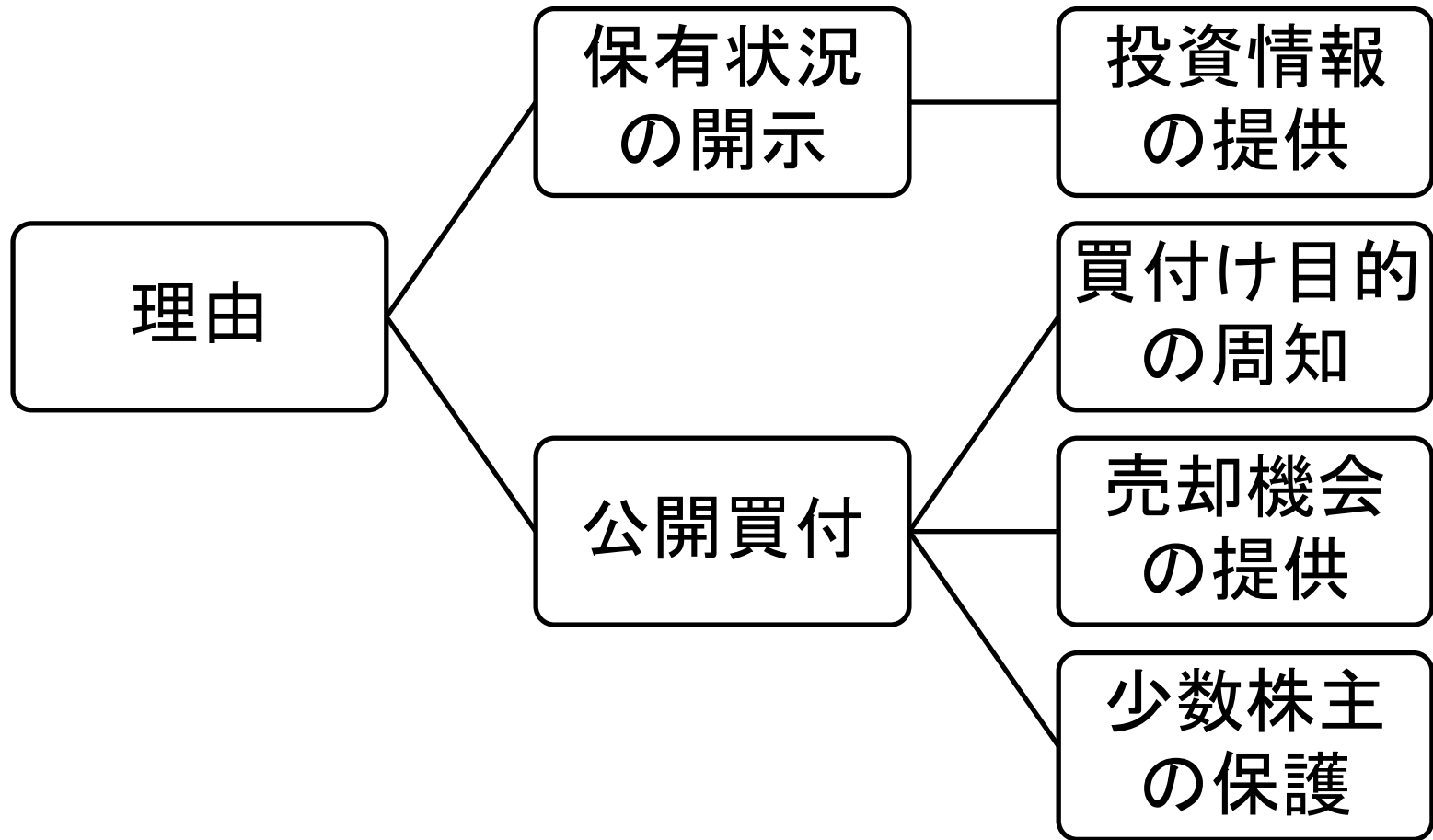
敵対的買収＝敵対的TOB (TAKEOVER BID)

- 企業買収の手法の一つ
- 買収対象となる企業の経営権（株式の50%超）の取得を獲得することを目的として、その企業（経営陣）の合意を得ずに株式を取得
- その手法は法制度化
- 敵対的買収と敵対的TOBは、同義

有名な敵対的公開買付の例

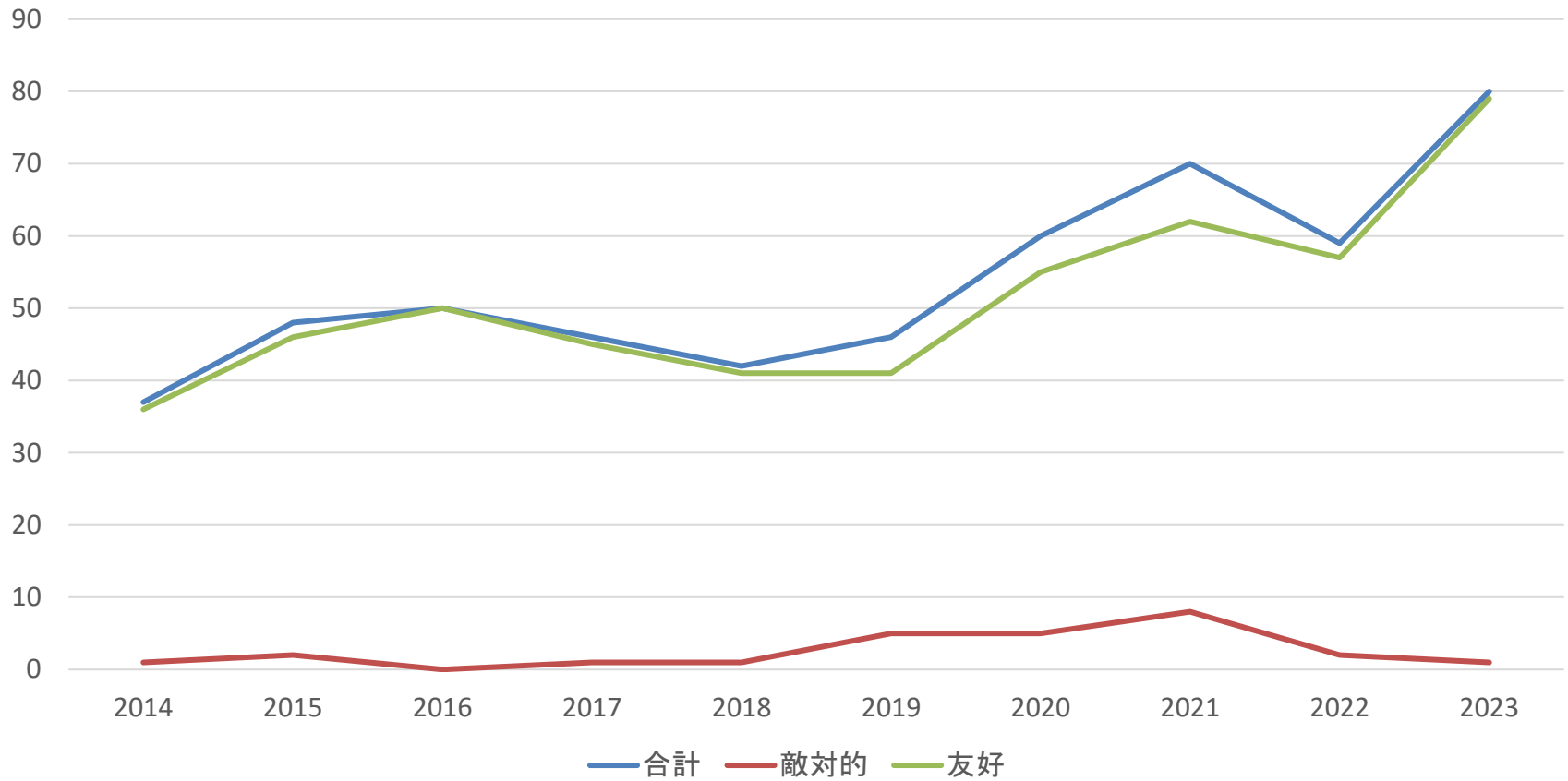
	公開買付者	対象企業
2000	村上ファンド	昭栄
2003	スティール・パートナーズ	ソトー
2005	ライブドア	ニッポン放送
2006	ドン・キホーテ	オリジン東秀
	王子製紙	北越製紙
	スティール・パートナーズ	明星食品
2007	スティール・パートナーズ	ブルドックソース
2012	PGMホールディングス	アコーディア・ゴルフ
2025	サーベランス	西武ホールディングス

公開買付を制度化している理由



(資料:金融庁金融審議会他)

公開買付の件数



典型的成功の事例・2017年 フリージア・マクロスによるソレキアの買収

○製造供給事業を行うフリージア・マクロスは、2017年に、テクノロジーやプロダクツ事業を行うソレキア(商社)に敵対的買収を実行

○その対抗策として、ソレキアは友好的企業である富士通に対して、ホワイトナイトの打診(水面下)
⇒富士通は25億円を投じてソレキアの完全子会社化に乗り出したものの、結果的には買付価格の上昇によって子会社化を断念

○フリージア・マクロスによる敵対的買収が成功

典型的失敗事例・2005年

ライブドアによるニッポン放送の買収

○時点フジテレビとニッポン放送は親会社と子会社の関係

しかし、ねじれ現象アリ：子会社が親会社よりも企業価値が高い

○ライブドアは、ニッポン放送の経営権獲得による間接的にフジテレビの支配を企画

○ライブドアは、ニッポン放送株式を50%超取得することに成功

—2

○対抗策としてニッポン放送は、自らが保有するフジテレビの株式を、SBIインベストメント株式会社（旧ソフトバンク・インベストメント）に貸株（株式を貸して金利を得ること）として供与

⇒貸株にすると借主・SBIインベストメントが議決権など株主の権利を動かせる⇒フジテレビの経営については関与不可

○結果的に、ニッポン放送とライブドアが和解

公開買付に臨む理由（メリット）

- 買収先企業の経営権を取得できる
- 会社のあり方を株主に問える
（委任状勧誘と類似）
- 株式を一定の価格で取得できる
（市場内取引より有利）
- 買収計画が立案容易
- 余分な交渉等のコストが不要

同デメリット

○成功率が低い

○買収後にシナジー(synergy・相乗)

効果が発揮できない可能性がある

(買収後の従業員の流出等)

○レピュテーションリスク

(reputation risk)

創造的破壊Creative destruction



ヨーゼフ・アロイス・シュン
ペーター (Joseph Alois
Schumpeter、1883～
1950)

オーストリア・ハンガリー
帝国生まれの経済学者
著書『資本主義・社会主
義・民主主義』の第7章で
提唱された経済学用語

内容

○経済発展というのは新たな効率的な方法が生み出されれば、それと同時に古い非効率的な方法は駆逐されていくという、その一連の新陳代謝

○創造的破壊は資本主義における経済発展そのものであり、これが起こる背景は基本的には外部環境の変化ではなく、企業内部のイノベーションである

○持続的な経済発展のためには絶えず新たなイノベーションで創造的破壊を行うことが重要

実証的研究:カバレロ=ハマー

Ricardo J. Caballero and Mohamad L. Hammour, 2000,

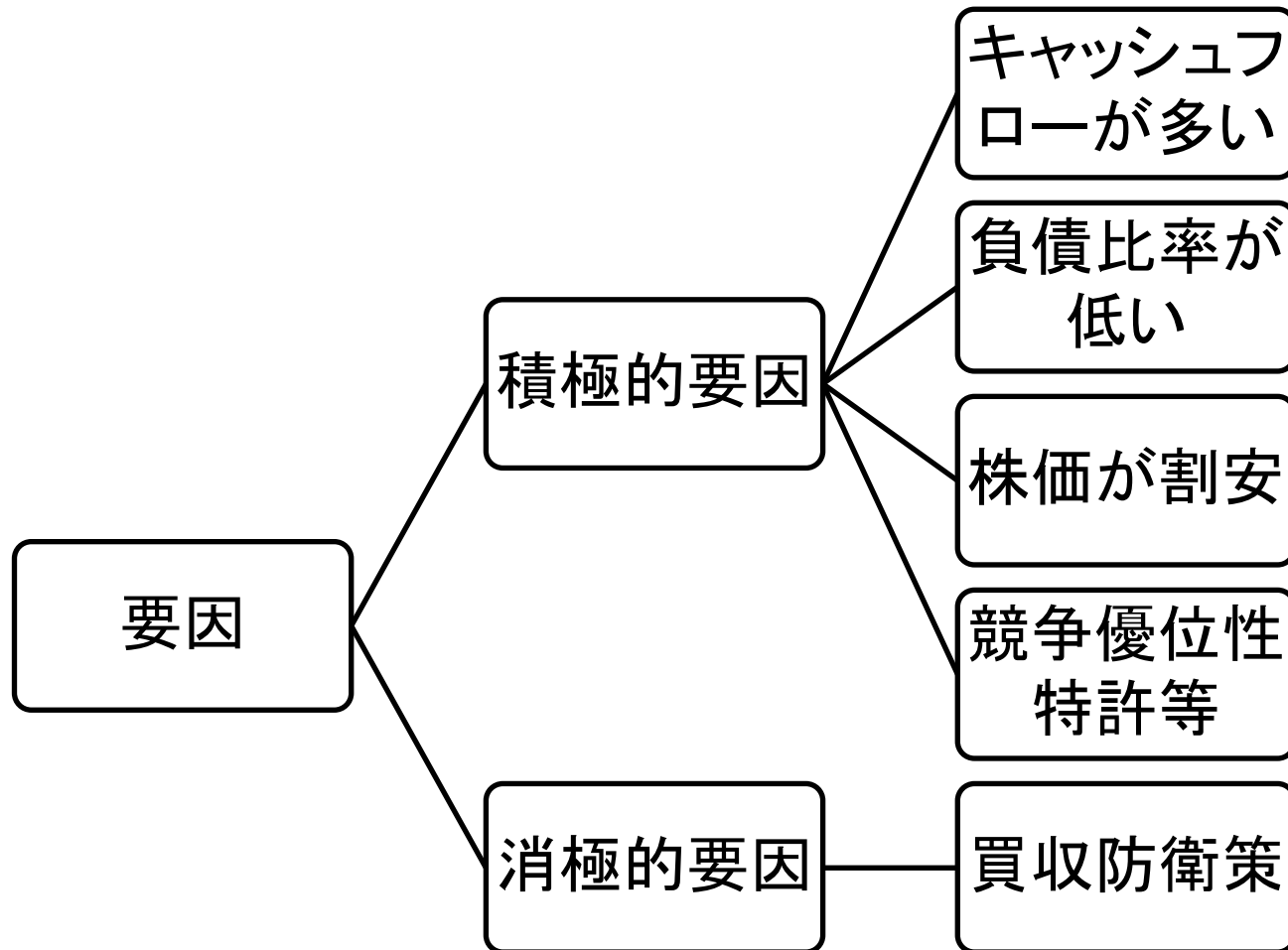
○1972-1993年のアメリカの製造業のデータを用いて分析:不況下では起こらない

⇒不況によって社会的に有用な企業の倒産がむしろ増加

⇒不況によって新規参入は困難となり、老朽化した企業の存続を助長

○わが国の研究失われた20年:同様
開業率が少なく、廃業率が多い

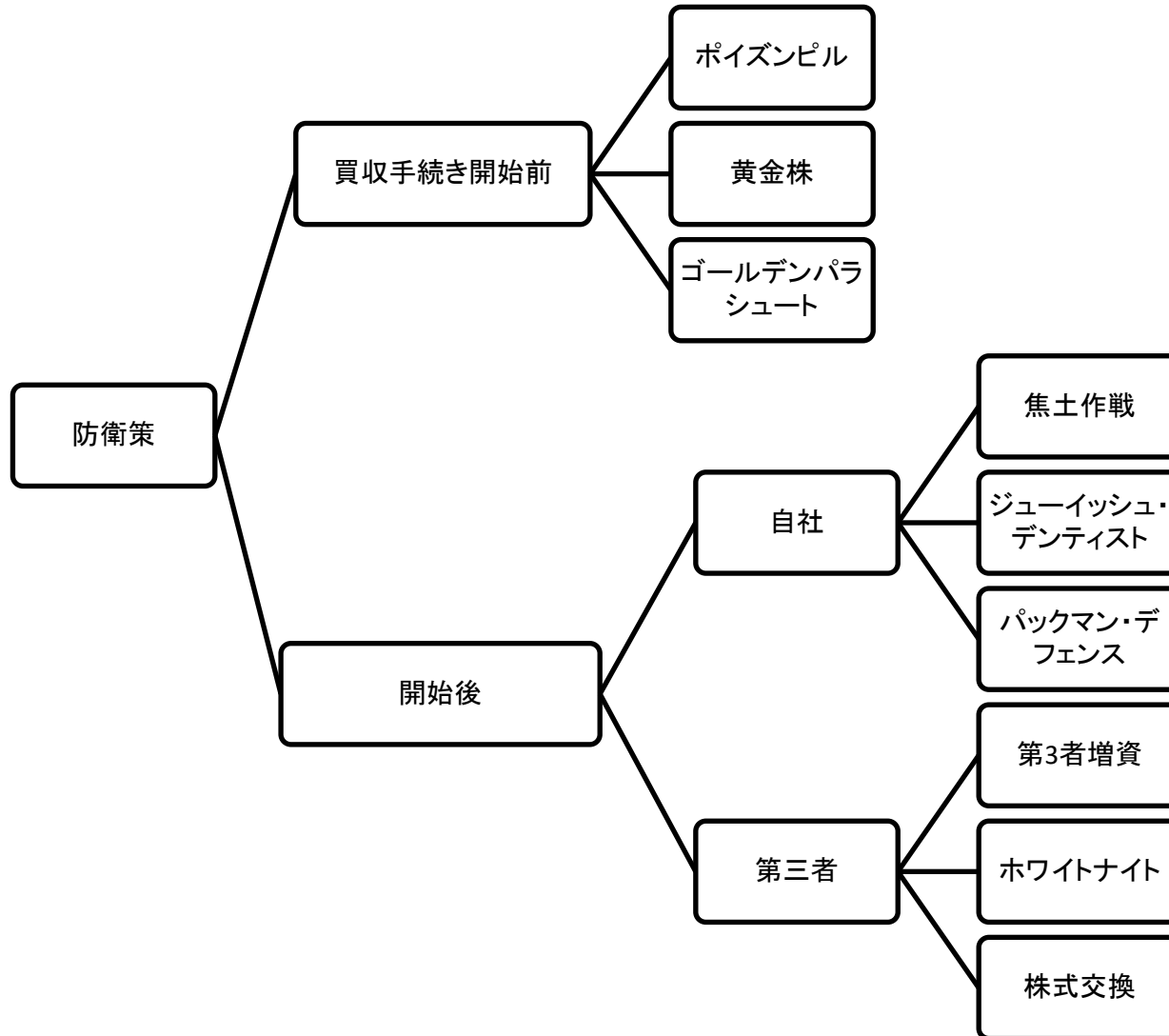
買収対象企業（狙われる企業）



敵対的公開買付に対する防衛策

1. ホワイットナイト
2. ポイズンピル
3. パックマン・ディフェンス
4. 焦土作戦(クラウン・ジュエル)
5. ゴールデンパラシュート
6. マネジメント・バイアウト
7. 第三者割当増資

防衛策の設定

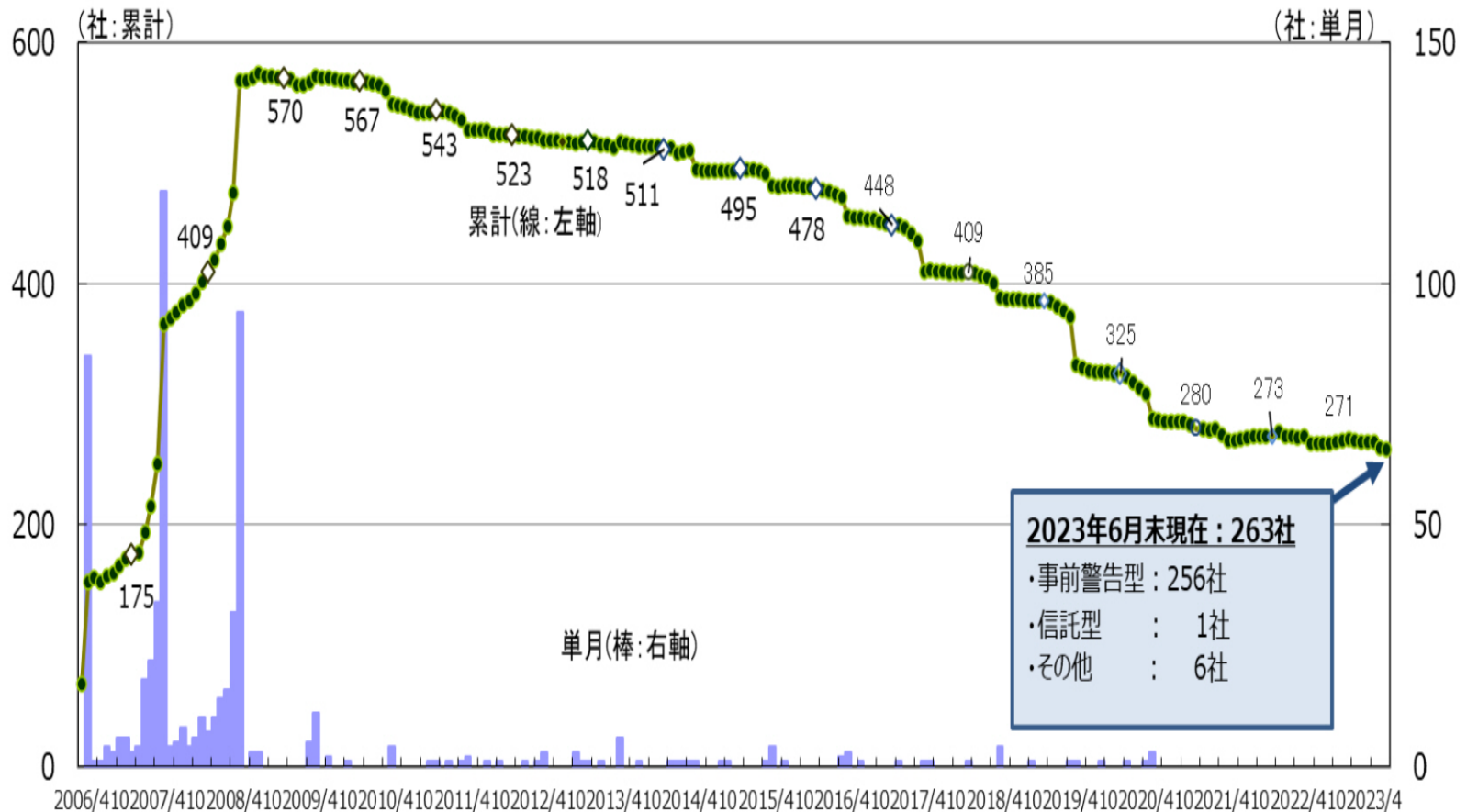


敵対的買収の防衛（成功事例）

- 東洋電機製造へのTOB
- 明星食品へのTOB
- 北越製紙へのTOB
- ニッポン放送へのTOB
- ブルドックソースへのTOB

買収防衛策の導入状況

(資料: 引用大和総研コンサルティングレポート2024年2月6日9頁)



経済産業省のスタンス

企業買収における行動指針

—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—

2023 年 8 月 31 日

行動指針のポイント

○本指針の目的は、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、

M&A に関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することである。

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3つの原則

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。

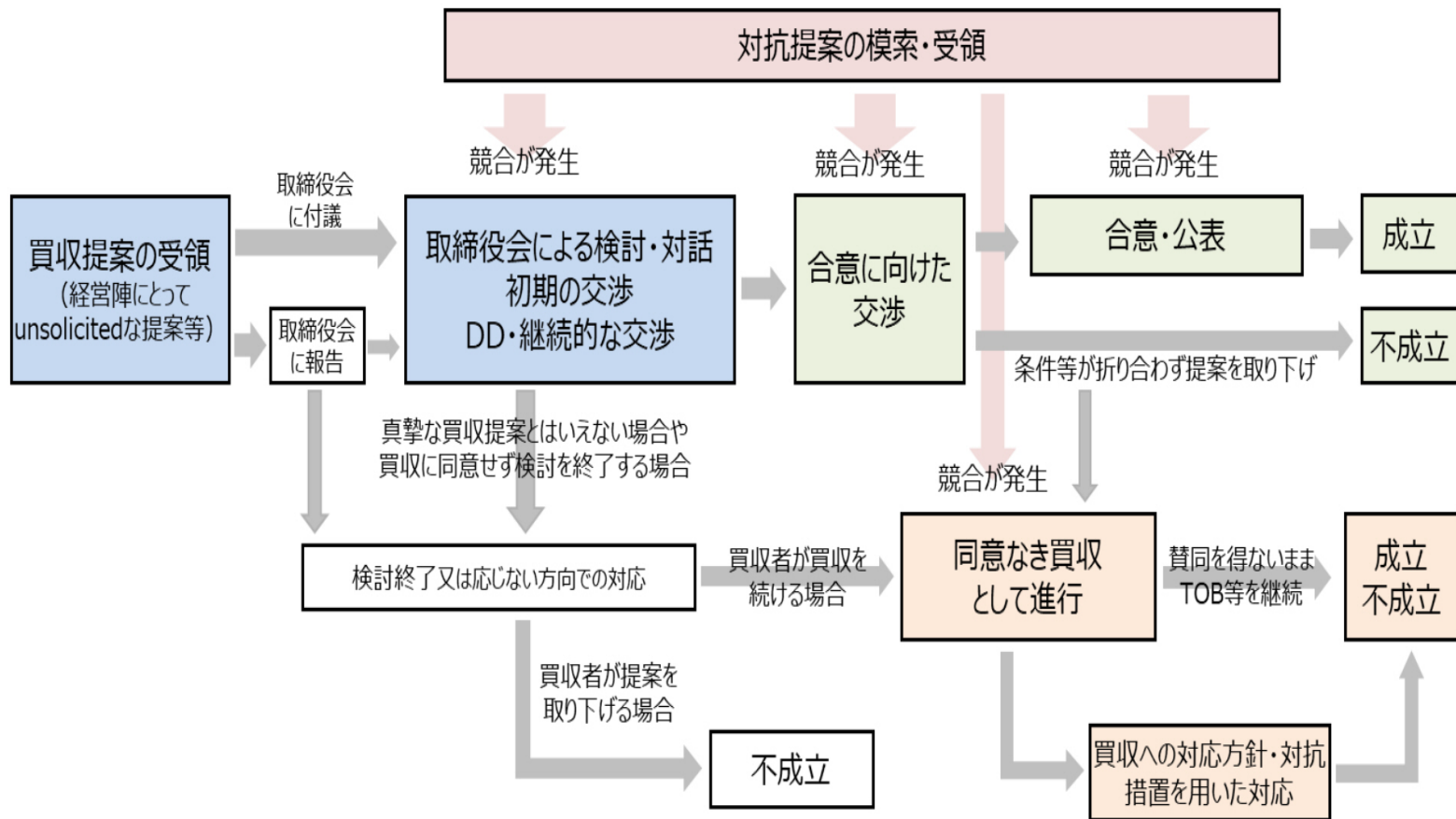
第2原則：株主意思の原則

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

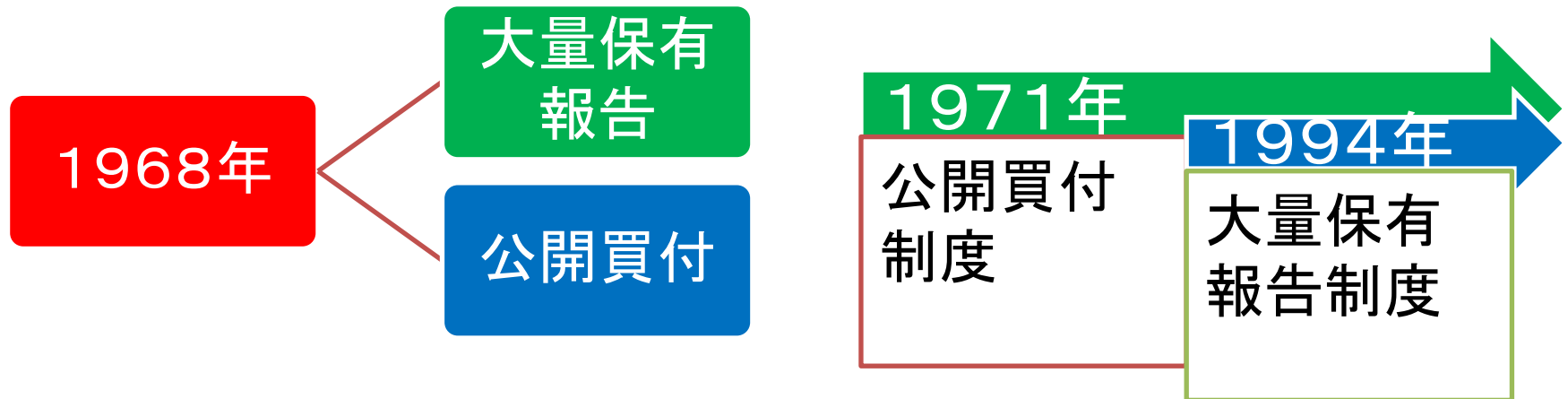
株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

買収提案の検討フローの例



比較法

米国証券取引所法・ウィリアムズ法 証券取引法・金融商品取引法



公開買付制度の国際比較

目的	アメリカ	イギリス	日本
目的	投資家、株主の保護	小数株主の保護	投資家、株主の保護、 少数株主の保護
閾値(境界域)	市場外5%	市場内外30%	市場外5% 1/3 2/3 今回の改正 市場外5% 市場内外30% 市場内外2/3
公開時期	事前(購入開始時)	事後(購入後)	事前(購入開始時)
価格	均一価格	最高価格	均一価格
全部買付義務	なし	あり	あり(2/3)

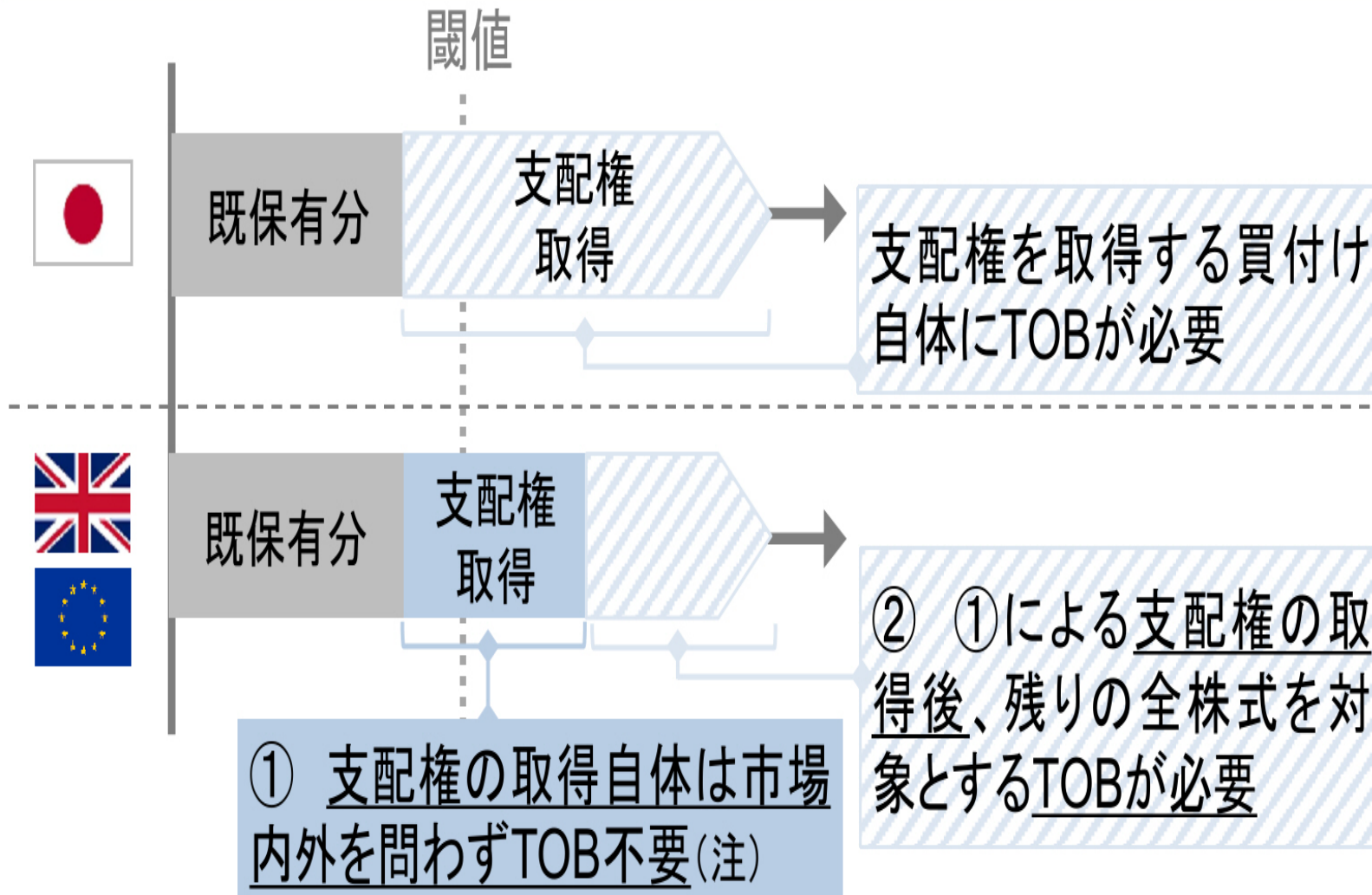
2023年金融審議会の議論

- 公開買付制度については、欧州型の規制への転換の是非についても検討すべきとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 日本の公開買付制度は、閾値を超える議決権を取得することとなる買付け自体を公開買付けで行うことを要求するものである。他方、英国等の欧州の公開買付制度では、閾値を超える議決権の取得自体について方法の制限はなく、その後、すべての株主に対して公開買付けをすることを要求する事後的な規制となっている。
- 日本型の規制と欧州型の事後的な規制では、公開買付規制の適用範囲等も異なり得ることから、事後的な規制を含む欧州型の規制に転換することの是非について検討すべきとの指摘がある。

日本型と欧州型の差異



欧州型の規制の特徴

欧州型の公開買付規制は、**支配権移転の場面において、少数株主が公平な価格で売却する機会を確保するための制度**と言われており、その帰結として、日本の公開買付制度と異なる以下のような特徴がある。

- 事後的規制
 - ⇒ 市場内取引・第三者割当も規制対象
 - 全部買付・全部勧誘義務(部分買付けの原則禁止)
 - 最低価格規制
- 等

- 本WGの議論において、「欧州型の規制(事後的な規制)への転換」については、これに賛同する意見も見られた一方、これに反対する意見又は中長期的な課題として検討すべきという意見が多く見られた。

	主な根拠
賛同	✓ 支配株主と一般株主との利益相反構造を踏まえ、一定の閾値を超えた場合には取引類型を問わず公開買付けを義務付けるとともに、一般株主が平等に退出する機会を確保するために部分買付けを原則禁止する、という欧州型の規制は合理的。 ✓ 支配権移転の場面において一般株主が公平な価格で売却する機会を確保することは非常に重要であり、これを担保できる形に近づけることが望ましい。
反対	✓ 欧州型の規制への転換は抜本的な改正となるが、そこまでのニーズは現時点でいまだ我が国で確認されていないのではないか。 ✓ 資本業務提携の場面など、部分買付けについては一定のニーズがあり、これを全面的に禁止するような規制はM&Aの機動性・柔軟性を損なう。
中長期的な課題	✓ 企業買収に対する阻害効果と、日本独自の規制となっていることが日本市場への投資を阻害しているのかを丁寧に検証すべき。 ✓ 少数株主の保護のあり方について幅広く検討した上で、それに合致する形で公開買付制度の改正を検討すべき。 ✓ 取締役の中立義務やセルアウトなどの会社法上の規律とも足並みをそろえて整備していく必要がある。

参考事例：東京機械製作所事件

○アジア開発キャピタル投資会社は子会社のアジアインベストメントファンドを通じて2021年6月から東京機械製作所の株を買い増し、9月上旬の時点で全体の約4割を保有

○経営陣は買収防衛策として同投資会社を除く既存の株主にのみ新株予約権を与えることにした。（投資会社の保有比率を引下）

○株主総会承認が必要だが、株主総会前に買収防衛策が株主平等の原則に反するとして上記新株予約権の割当ての差止めを申立

市場取引を巡る裁判例

(資料: 金融庁審議会参考資料より)

- アジア開発キャピタル(株)ら(以下「買収者ら」)による(株)東京機械製作所(以下「対象会社」)の株式買集めについて、裁判所は以下のとおり決定した。

事案概要

- 買収者らが、2021.6.9から市場内取引(立会内取引)による対象会社株式の共同取得を開始し、2021.8.2の時点で対象会社株式の34.06%を保有。その後も継続し、2021.9.10の時点で39.94%を保有。
- 対象会社が、2021.8.6に有事導入型買収防衛策の導入を決議し、2021.8.30にその発動(新株予約権無償割当て)を決議。2021.10.22の株主意思確認総会において、利害関係者以外の出席株主の過半数の賛同をもって、有事導入型買収防衛策の発動を承認。
- 買収者らが、新株予約権無償割当ての差止めの仮処分を申立て。

【参考】

買収者らの保有割合
と市場株価の推移

日付	保有割合	市場株価	備考
2021/6/9	0.29%	703円	買い集めの開始時点
2021/7/13	8.08%	732円	5%超となった時点
2021/7/20	26.50%	813円	初回の大量保有報告書提出
2021/7/30	32.72%	1,095円	—
2021/8/2	34.05%	1,139円	3分の1超となった時点
2021/10/22	39.94%	1,636円	株主意思確認総会時点

続き

裁判所の 決定

- 東京地方裁判所は2021.10.29に買収者らの申立てを却下。これに対して買収者らは抗告し、東京高等裁判所は2021.11.9に抗告を棄却(その後、2021.11.18に最高裁判所が許可抗告・特別抗告を棄却)。
- 東京高等裁判所はその決定文において、以下のとおり買収者らによる買収行為の強圧性を指摘。

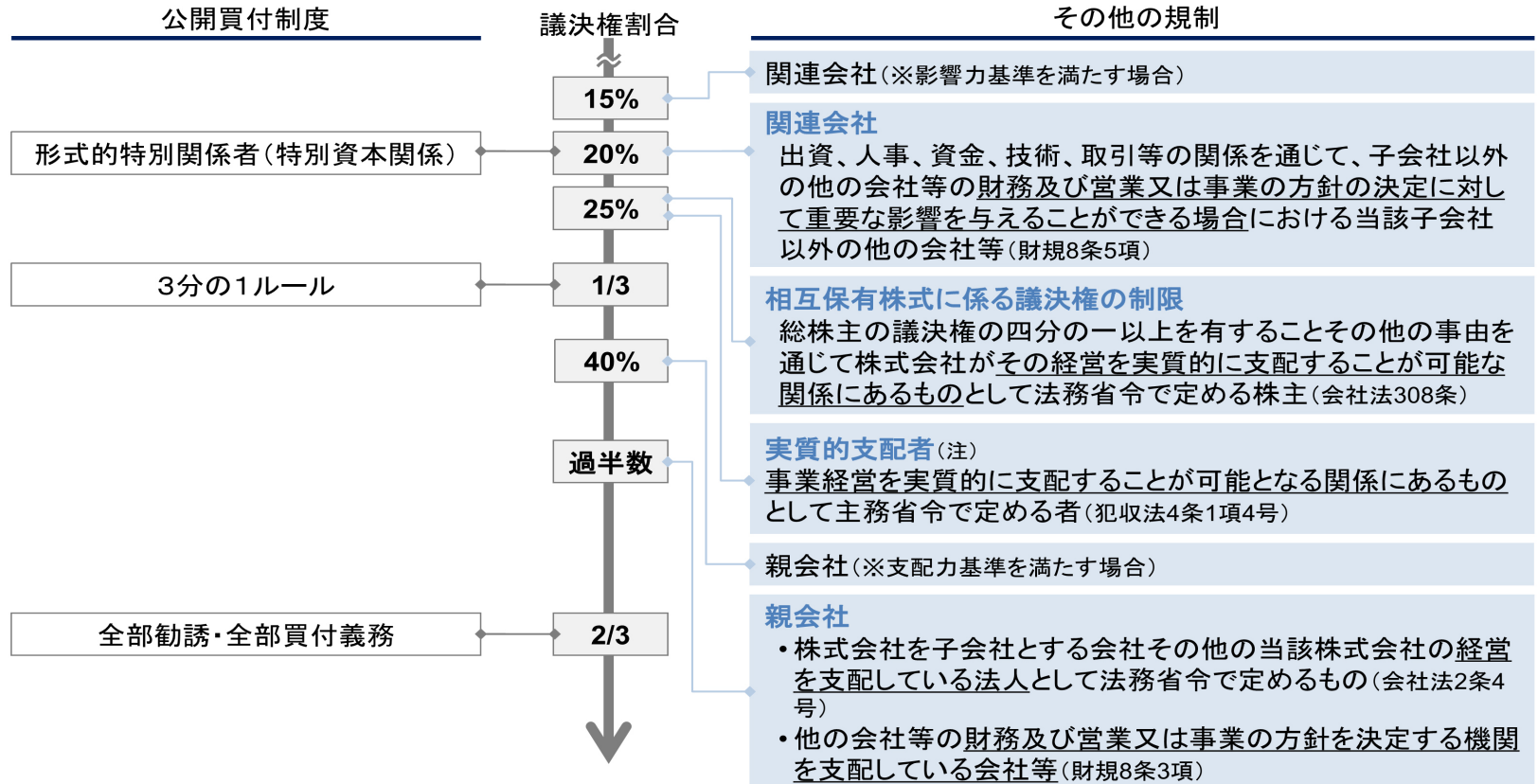
…抗告人らは、TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力(強圧性)を持つものと認められる。…

続き

Ⅱ F

各規制における支配権等に関する基準

□ 公開買付制度及びその他の規制における支配権等に関する基準は以下のとおり。



(注) 事業経営を実質的に支配する意思又は能力がないことが明らかな場合又は他に議決権の総数の50%超を有する自然人がいる場合を除く。

2024年改正

○【改正金商法第27条の2第1項第1号】

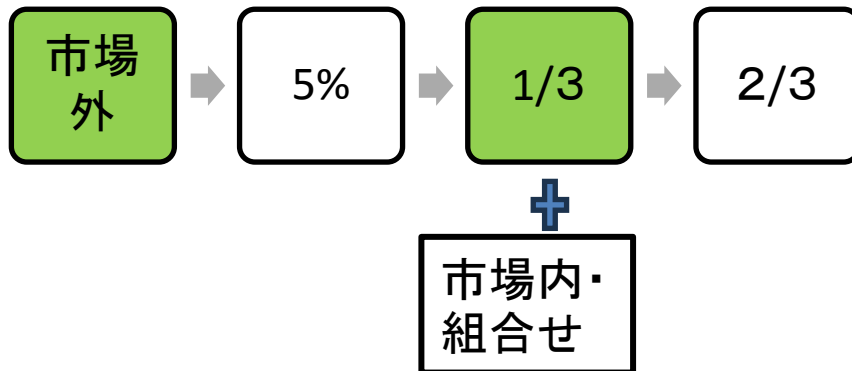
取引の透明性・公正性を確保するため、市場内取引(立会内)も「3分の1ルール」の適用対象にする

○【改正金商法第27条の2第1項第1号】

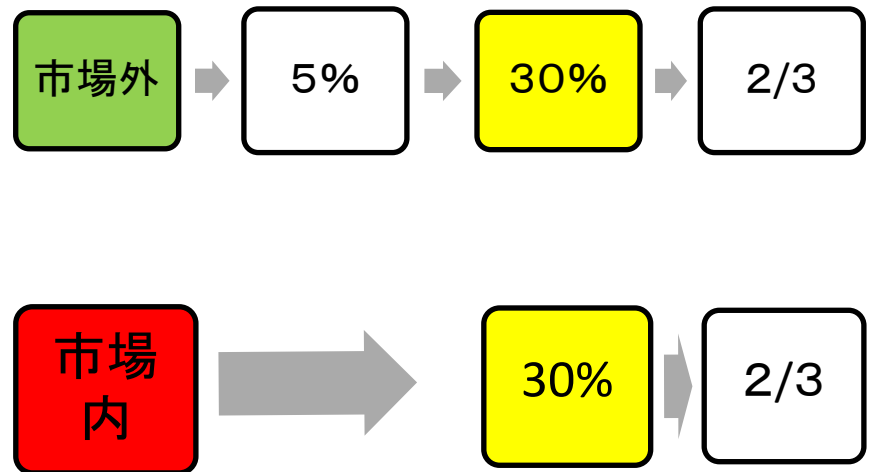
企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、議決権の「3分の1」から「30%」に引下げ

改正のポイント

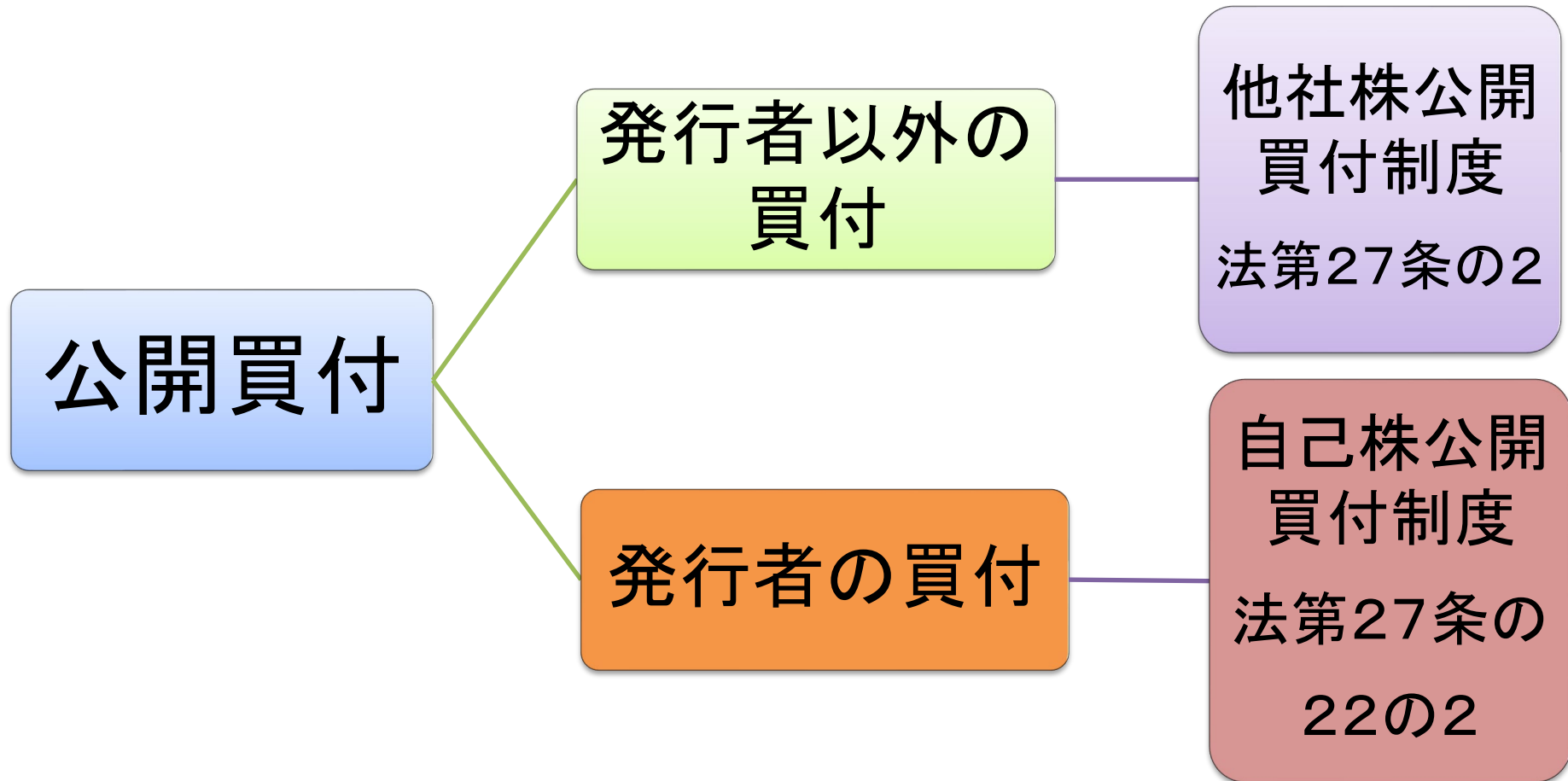
改正前



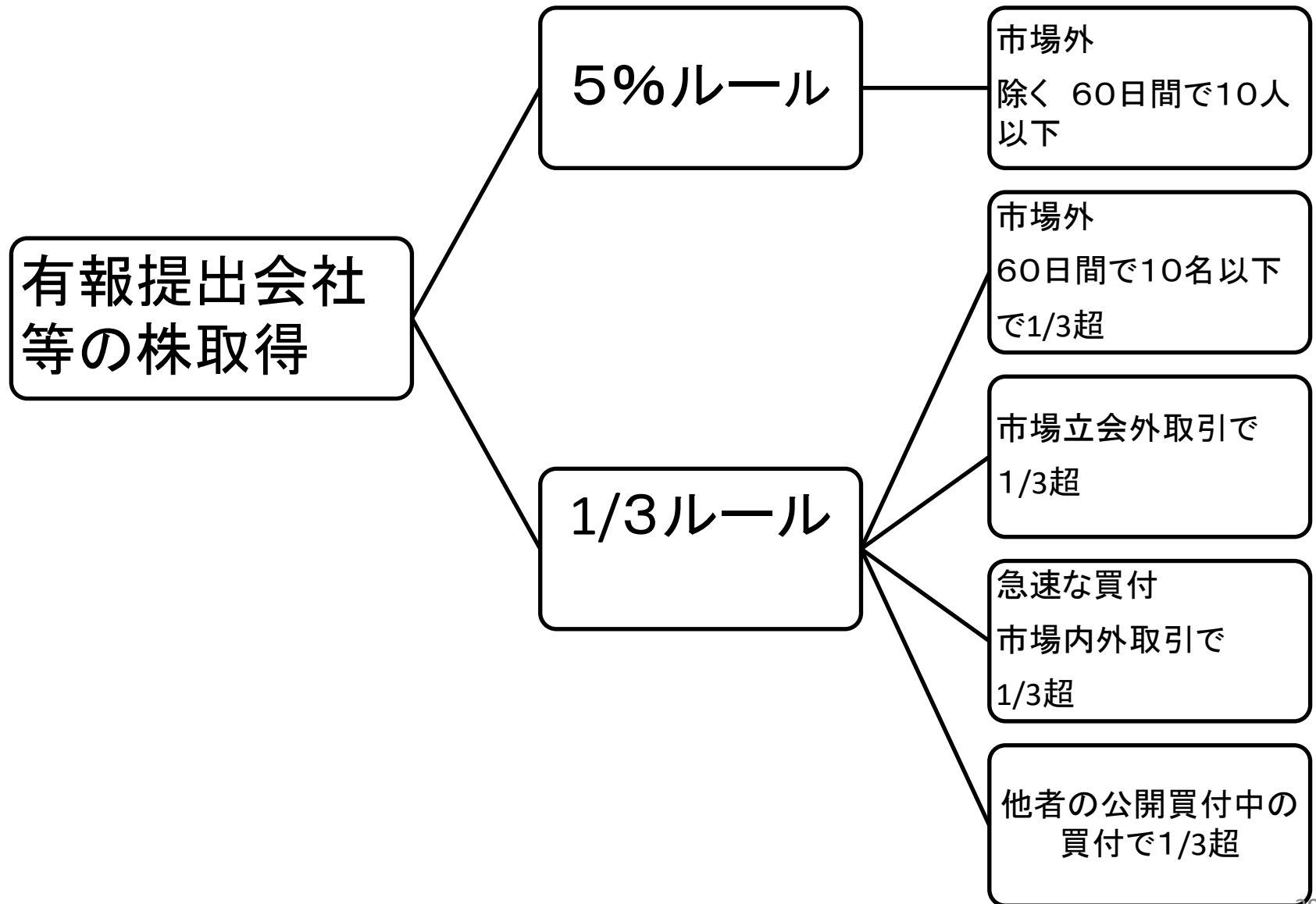
改正後



公開買付制度



公開買付制度



公開届出書記載事項

公開買付要綱

- － 対象者名
- － 買付け等をする株券等の種類
- － 買付け等の目的
- － 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付け予定の株券等の数
- － 買付け等を行った後における株券等所有割合
- － 株券等の取得に関する許可等
- － 応募及び契約の解除の方法
- － 買付け等に要する資金
- － 買付け等の対価とする有価証券の発行者の状況
- － 決済の方法
- － その他買付け等の条件及び方法

公開買付者の状況

- － 会社の場合
- － 会社以外の団体の場合
- － 個人の場合

公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有の状況及び取引状況

- － 株券等の所有状況
- － 株券等の取引状況
- － 当該株券等に関して締結されている重要な契約
- － 届出書の提出日以後に株券等の買付け等を行う旨の契約

公開買付者と対象者との取引等

- － 公開買付者と対象者又はその役員との間の取引の有無及び内容
- － 公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容

対象者の状況

- － 最近3年間の損益状況等
- － 株価の状況
- － 株主の状況
- － その他

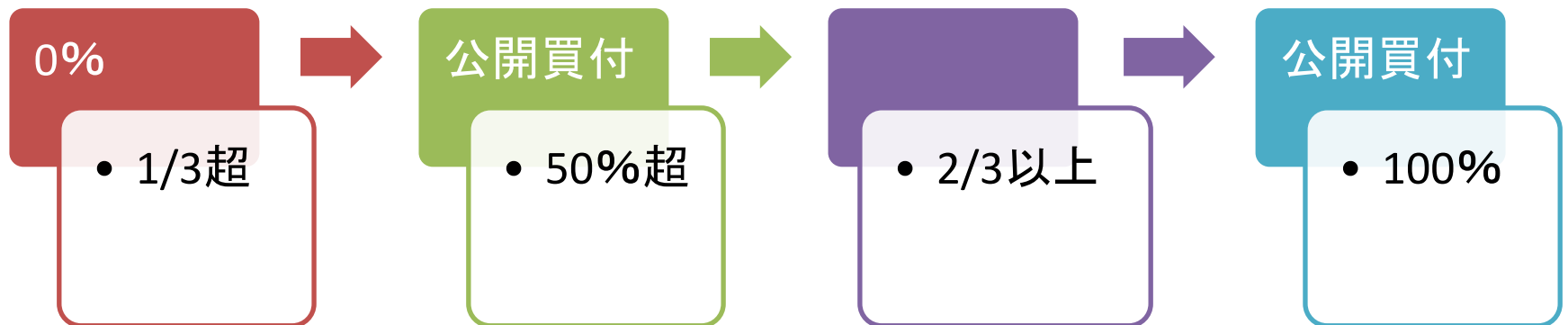
5%・1/3ルール(法第27条の2第1項)

- 取引所外(60日以内11名以上) 5% 1号
- 取引所外(60日以内10名以内) 1/3超 2号
- 取引所内(立会外) 1/3超 3号
- 取引所内外組合(3ヶ月以内) 1/3超 4号
 - 取引所内(立会外)or取引所外⇒5%超
 - +
 - 取引所内(立会)or第三者割当=10%超
 - +
 - 既往所有分=1/3超
- 取引所内(立会 他者公開買付期間内買付) 1/3超 5号
 - 1/3超の所有者 他者の公開買付期間中 5%超の買付

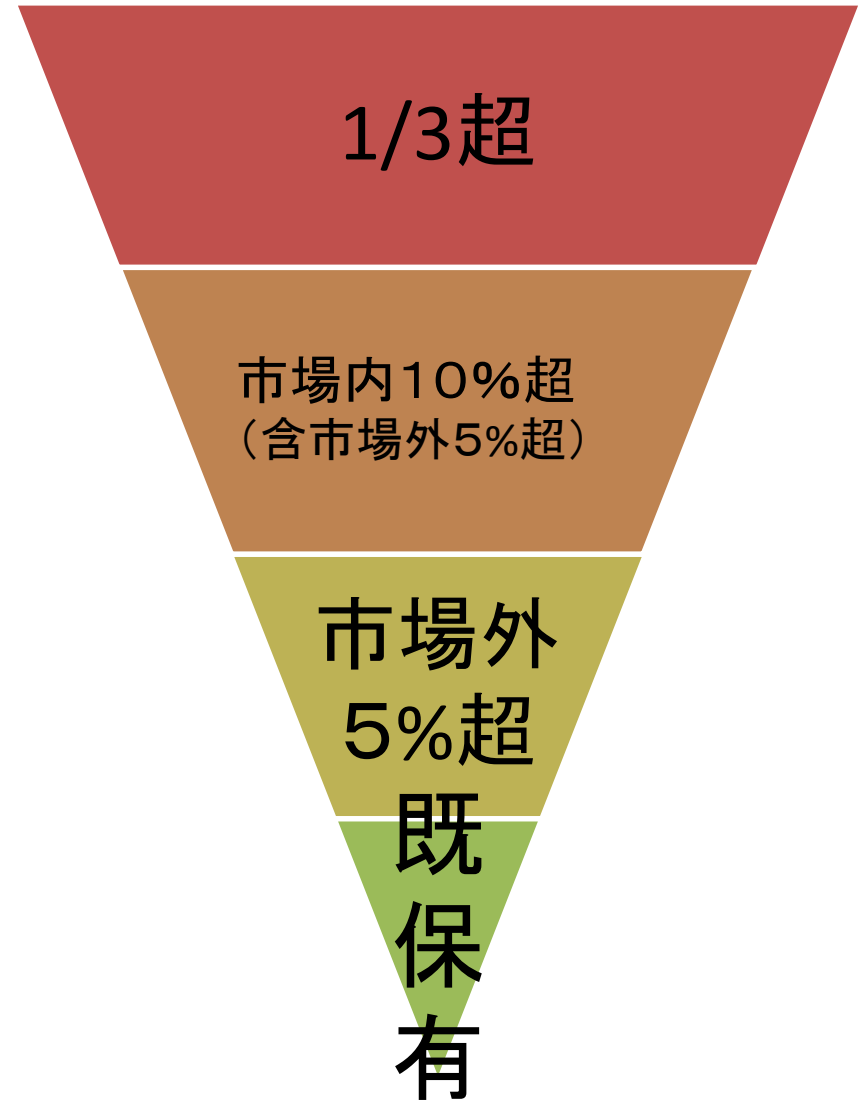
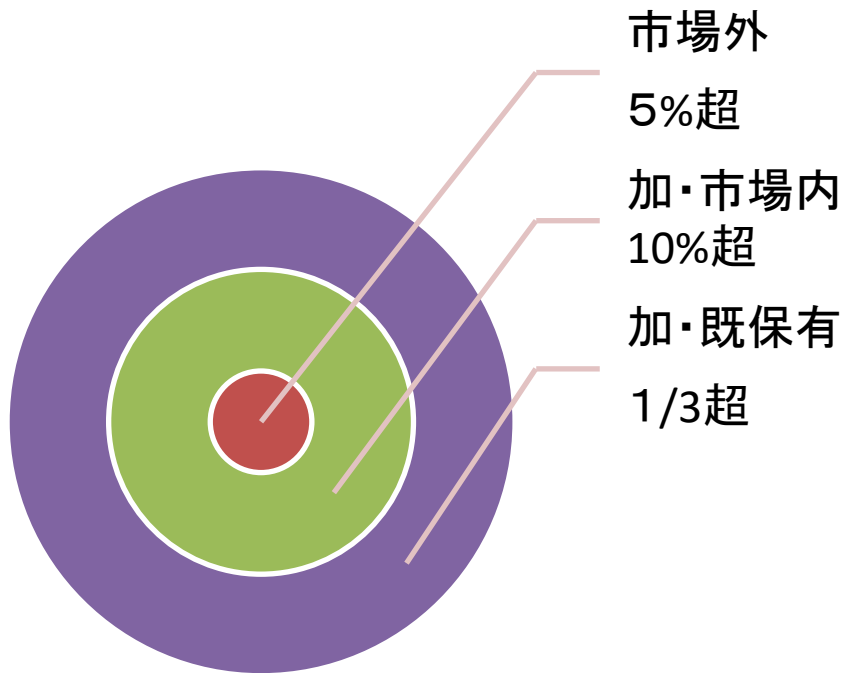
公開買付の形態

	取引所外 ・1号	取引所外	取引所内 立会外・2号	取引所内外 組合・3号	取引所内 立会・4号
	10名超 (11名以上)	10名以内		急速な買付 (3月以内)	
2/3超~	○	○	○	○	○
1/3超~	○	○	○	○	○
5%超~	○	不要	不要	不要	不要
1~5%	不要	不要	不要	不要	不要

1/3ルール



取引所内外組合取引



公開買付対象の株券等

公開買
付対象

株券

新株予約権証
券・予約券付社
債券

投資証券等

対象外

無議決権株式

無議決権株式
付与新株予約
権証券・予約券
付社債券

普通社債等

公開買付期間の趣旨

20日未満 違法

応募株主の準備が不十分

対象会社の検討期間の必要性



20営業日以上

応募株主の熟慮期間

対象会社の検討期間

対抗TOBの準備期間



60営業日以内

応募株主の判断期限

対象会社の不安定性払拭

既存の公
開買付

公開買付
期間

延長が可
能

60営業日
でも可能

対抗公開
買付

公開買付期間

公開買付制度のステップ

広告日

- 公開買付開始広告
- 公開買付届出書の提出
- 対象会社等へ公開買付説明書の写しを交付
- 翌日⇒公開買付開始(公開買付説明書交付)

広告日を含む
10営業日以内

- 対象会社の意見(質問)表明報告書提出
- 公開買付者等へ写しの送付

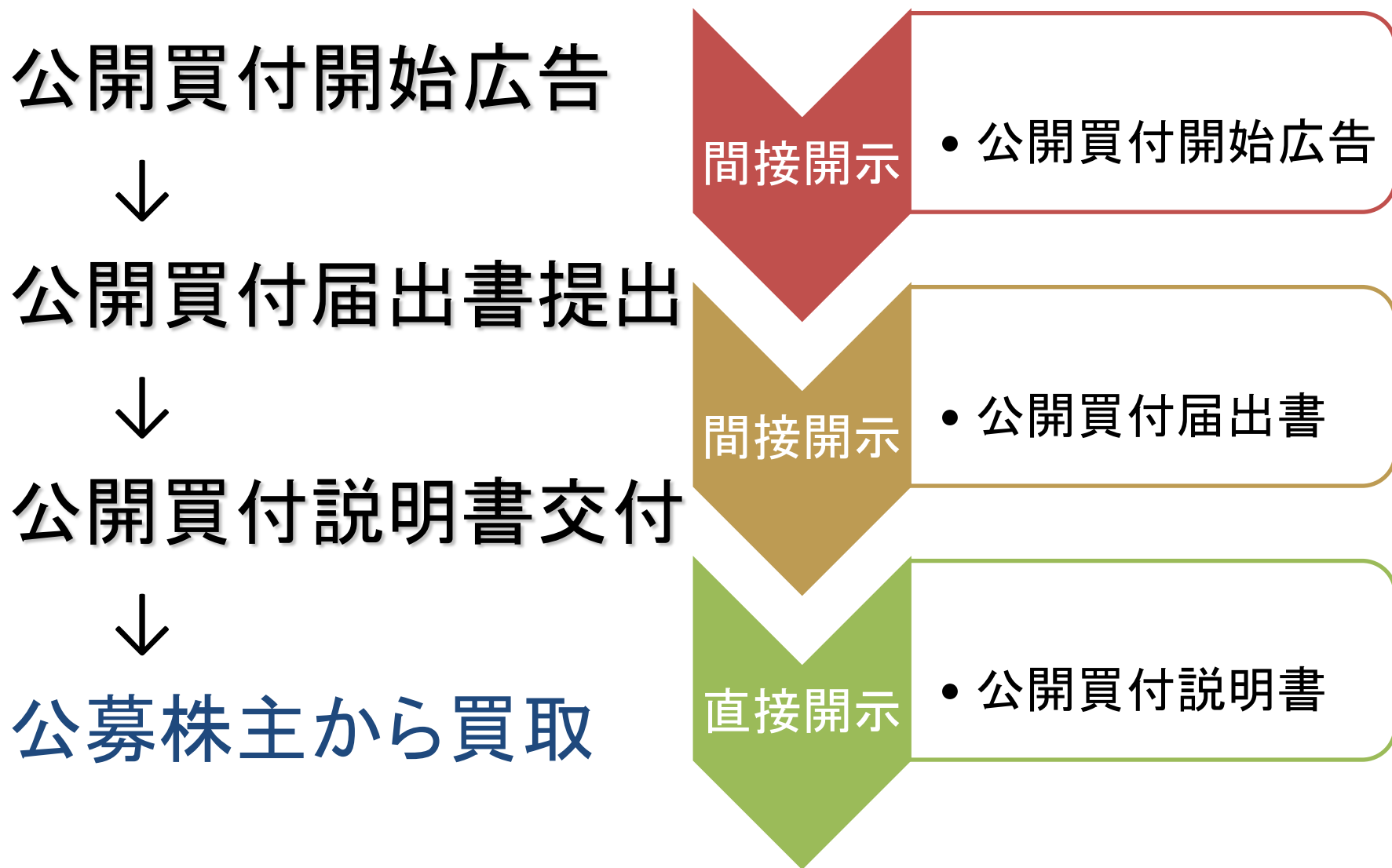
写しの受領日を含む
5営業日以内

- 対質問回答報告書の提出
- 対象会社等へ写しの送付

公開買付期間の終了
(広告日翌日から20以上
60営業日以内)

- 公開買付の終了
- 翌日⇒公開買付の結果広告・公表 公開買付報告書の提出

公開買付のプロセス



公開買付意見報告書

公開買付者	←意見表明報告書	対象会社
	●公開買付への賛否	
	●その意見理由	
	●買収防衛策発動の有無	
	●結論に至った過程	
	●質問など	
公開買付者	対質問回答報告書→	対象会社

株券の所有割合計算

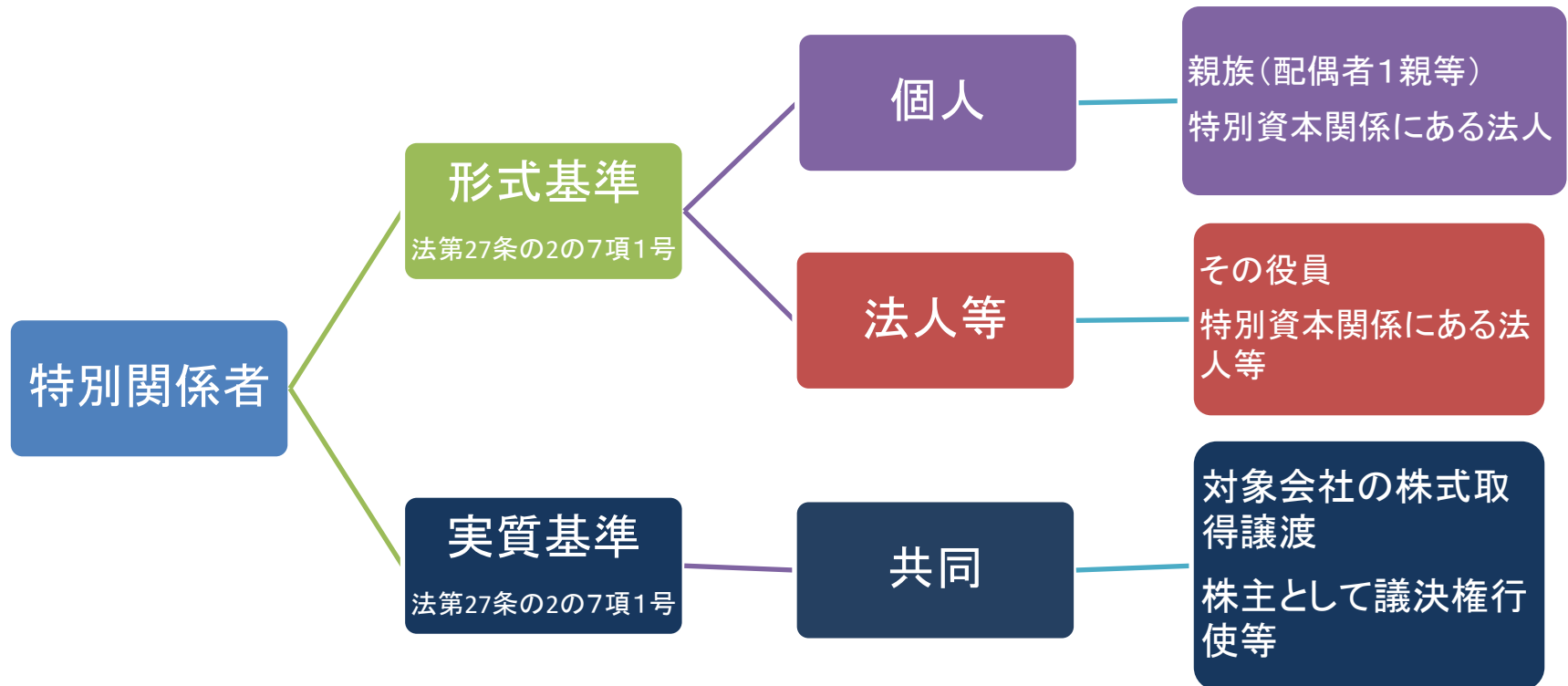
買付者が所有する株式等の議決権数

+ 特別関係者所有株式等の議決権数

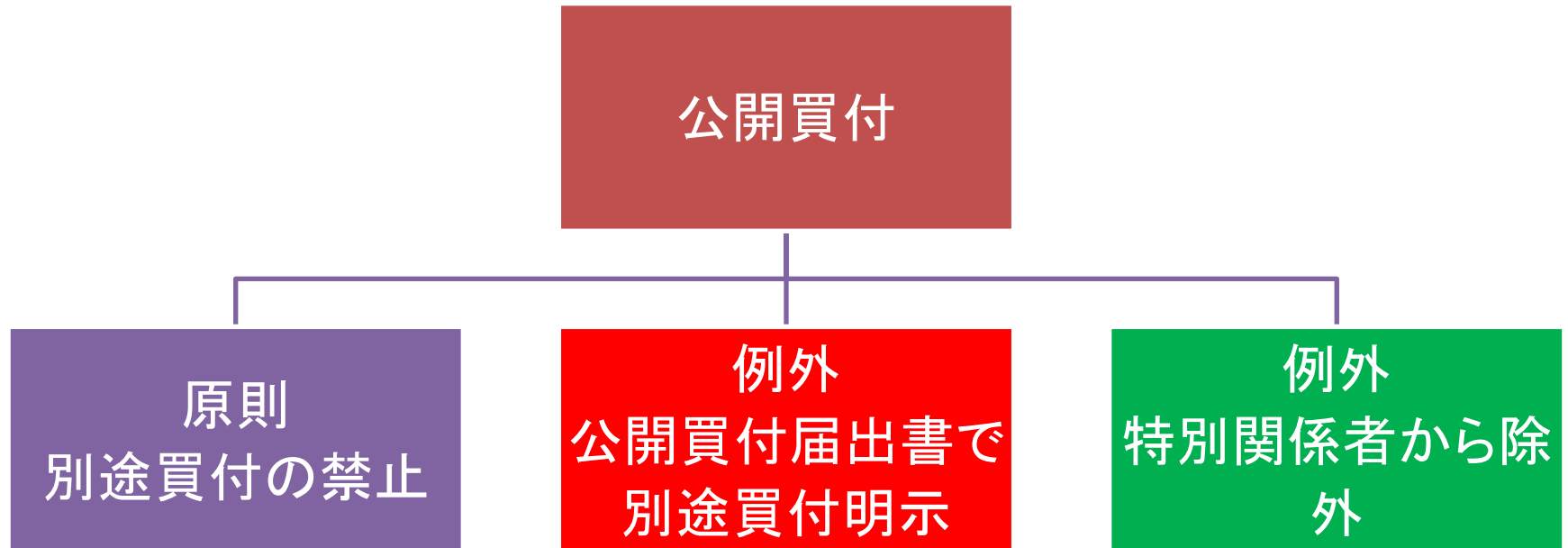
株券所有割合 =
$$\frac{\text{買付者が所有する株式等の議決権数} + \text{特別関係者所有株式等の議決権数}}{\text{総株主の議決権数}}$$

+ 買付者・特別関係者所有潜在株式の議決権数

特別関係者

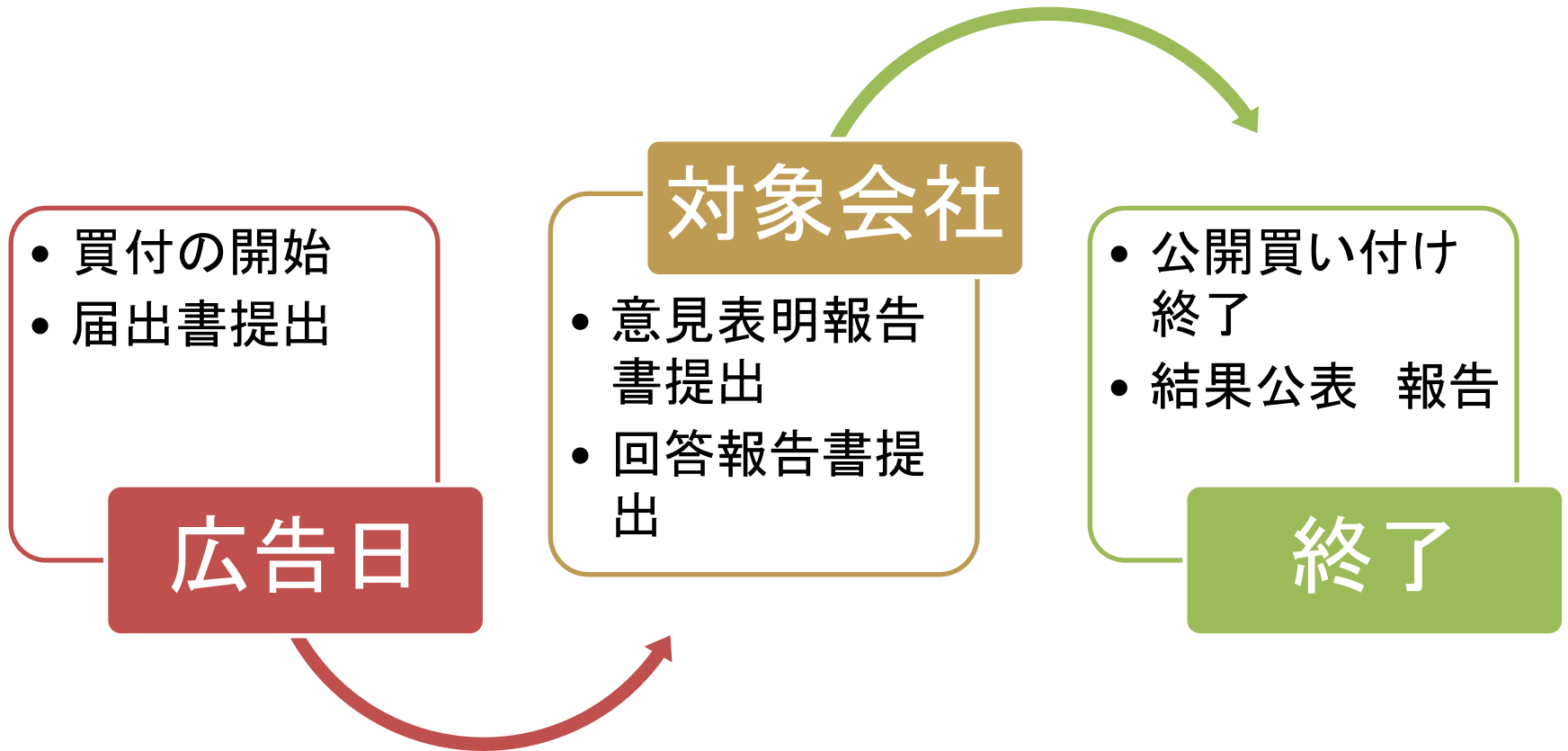


別途買付の禁止

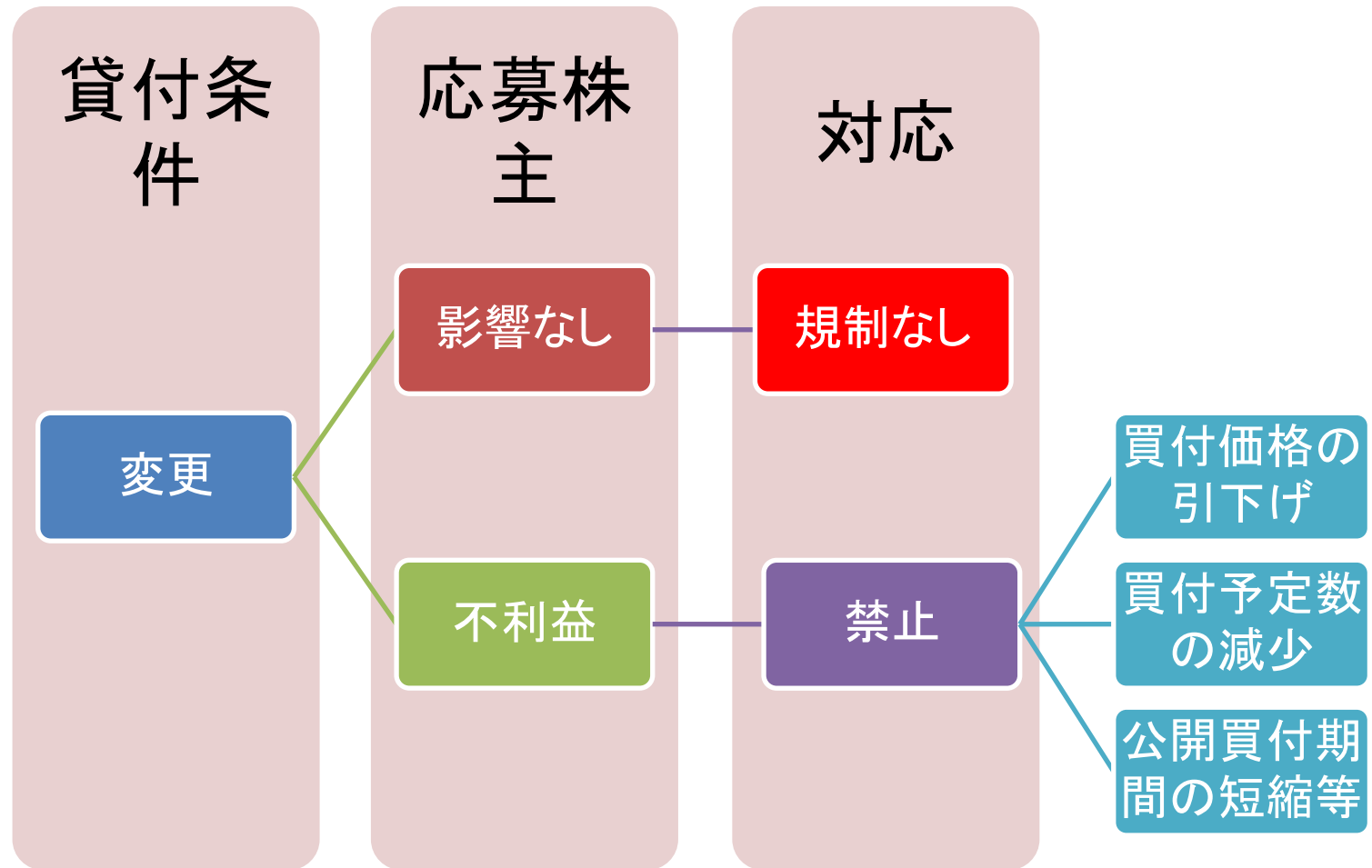


公開買付の手順

20営業日以上60日以内



買付条件の変更



公開買付の撤回

禁止

安易な公開買付を回避

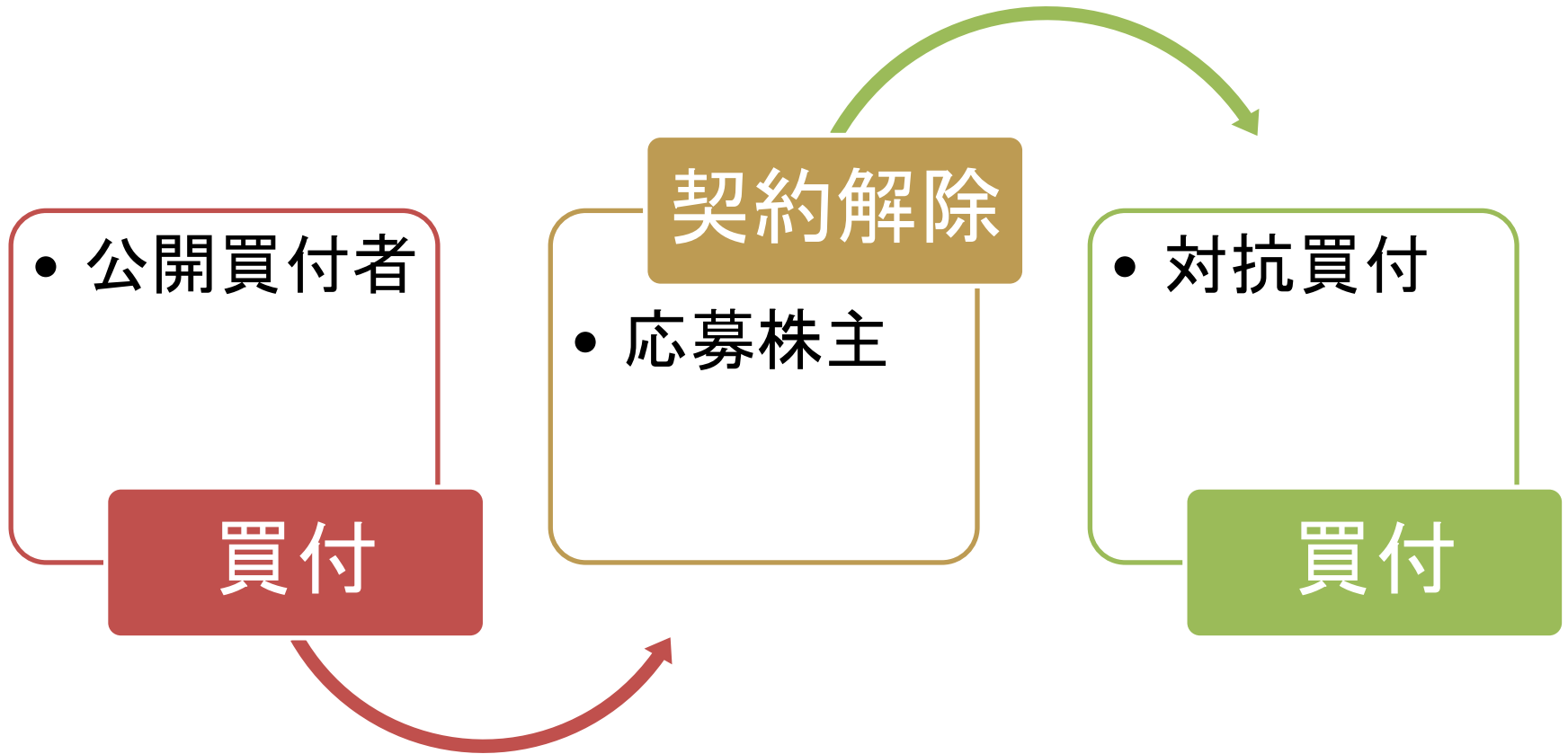
投資家保護
株価変動は公開買付者の
リスク

例外

公開買付者の重要な事情
変更
(死亡、解散、破産宣告等)

撤回条件明示開示
(株式分割等対抗策発動)

応募株主の契約解除権



対象会社の公開買付期間延長請求

主体	公開買付者 ⇒	対象会社 ⇒	公開買付者 ⇒	対象会社 ⇒
内容	30営業日未 満の公開買 付実施	意見表明 報告書 期間延長 請求	公開買付期 間の延長 30営業日	期間延長 請求広告