

# 公開買付制度の現状について

～MBOや同意なき買収の増加に投資家はどの様に対応すべきか



令和7年2月28日

株式会社資本市場研究所きずな

## 公開買付制度を取り巻く環境について

上場会社の株式を市場外で大量に買付ける公開買付（以下、TOB）が増加している。2024年では初めて100件を超え、2025年も2月7日までに17件のTOBが公表された。

これは上場会社を取り巻く環境が大きく変化しており、制度面においてはコーポレートガバナンス・コードにより、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が求められ、東京証券取引所よりプライム及びスタンダード市場上場会社に対して資本コストや株価を意識した経営を行うことへの要請も出されている。その影響により、上場会社の自己資本有効活用意識が高まり、次の成長の為のM&Aも増加している。買収対象が上場会社というケースも増えており、TOBの実施も目立ってきた。

また、PBR1倍割れなど市場評価と純資産額の間大きなギャップのある上場会社においては、経営陣による非上場化を目的にしたMBO（Management Buyout）が行われることも増える一方、同意なき買収を行うことのハードルも

下がってきており、TOB制度への注目度は高くなっている。

現行のTOBでは短期間（20日～60日）に対象株式を買い集める為、時価に数割のプレミアムを上乗せしてTOB価格とするケースが多く、TOBは投資家にとって関心が高い情報となっている。

その為、個人が関わる不公正取引において、TOBに関するインサイダー取引も多くなっている。昨年発覚した事案の中では、TOB公表前に公開買付報告書の事前相談を受ける立場の金融庁職員（裁判所からの出向者）が2024年に実施されたTOB10件に関して、また、東京証券取引所の情報開示部門の担当者が同年のTOB3件に関して、インサイダー取引を行ったとして告発されたことが特筆される。

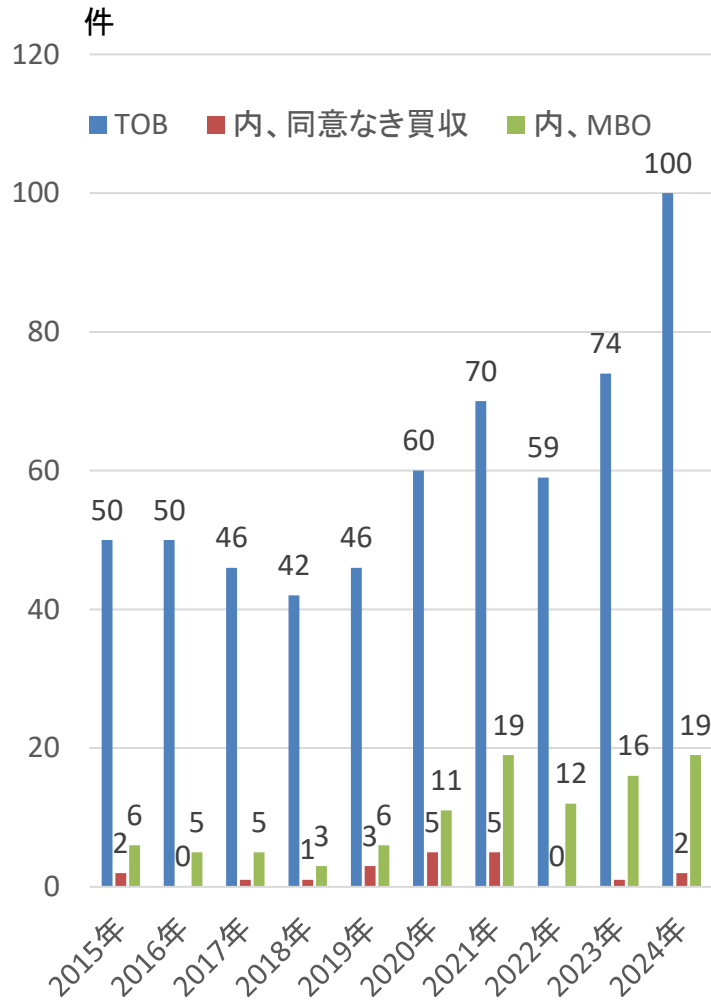
株式市場において、大量に株式を買い集める行為は、直接的には市場の需給関係に大きな影響を及ぼし、間接的には買い集めの目的が他の事業会社の子会社化や経営者による非上場化であれば、企業の在り方も大きく変わる可能性が高い。その為、市場における公正な取引の維持や少数株主の保護が必要となる。

TOB制度は1971年に米国制度を参考に導入され、1990年に支配権に影響を及ぼす市場外買付けにTOBを義務付ける3分の1ルールや大量保有報告書制度が追加で整備されている。

但し、両制度は市場外における大量の株式買付や市場内外問わず5%超を保有した場合の報告の手順や公表内容を定めたものなので、市場環境の変化や買付者の多様化などによって、制度本来の目的から逸脱していると思われる事例も発生している。

例えば、短期間の市場取引で支配権に影響を及ぼす買付けを行った者や、大量保有報告書の提出を故意に遅らせたり提出しないで買付けを進めるケース、同一の買付け目的を持つ複数の者が、共同保有者の定義を遁れ、後で対象会社に対して同一提案を行うケース、完全子会社を目的に行うTOB後のスクイズアウトの株価が少数株主に著しく不利となった事例などがある。

# TOB件数の推移



# TOB制度の主要ポイント

情報開示	公開買付者	公開買付報告書の提出義務 (買付内容、経営方針等も記載)
	対象会社	意見表明報告書の提出(任意)
買付内容	期間	20日~60日の間
	条件変更	撤回は原則不可 買付価格の引下げ等、株主に不利な方向の条件変更は不可
株主保護 (買付の公正性)	買付価格	均一の条件
	別途買付	買付者は、公開買付期間中、TOB以外の買付けが原則禁止
	超過応募	応募数が買付予定数を上回る場合、全部買付け又は按分比例の選択可能

## TOBや大量保有報告書制度等の見直しについて

市場に関する制度はその環境や経済活動の変化とともに見直されるべきで、前章末で紹介した問題事例への対策も含めて、2023年後半に金融審議会のワーキンググループにおいてTOB制度や大量保有報告書制度に関する議論が行われた。

ワーキンググループでは、当初、少数株主保護や市場取引の公正性をより強く求める欧州型の規制への変更で議論が進められたが、企業再編ツールとしてTOBが円滑に実施できることを重視する立場や、第三者割当増資や種類株式などに関するTOB規制適用については、企業側の資本政策の柔軟性を確保することを重視する立場から検討事項の一部に対しては反対意見も出されていた。

その結果、令和6年度金商法改正(2024年5月成立)では次の見直しが行われている。

### ◆TOB義務付け基準の変更：

現行の3分の1ルールを現状の議決権行使状況からみて

30%まで引き下げる。この変更によりTOBが更に増えて、より多くの投資家がTOBに参加する機会が増えることが期待されている。

### ◆市場内取引(立会内)におけるTOB規制導入：

市場内取引(立会内)についても、適用対象とする。なお、ToSTNeT取引等の立会外市場内取引については、2006年にTOB義務の適用対象とされている。これにより、市場内における大量買付けによるM&Aがより透明化され、投資家保護が強化される。

### ◆大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化：

支配権に影響を及ぼすような重要な提案を会社側に行わない限り、共同保有者に該当しないことを明確化した。一方、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に対応するため、一定の外形的事実がある場合に共同保有者とみなす規定を政省令で整備する予定とした。

東京証券取引所の市場区分の見直しに関するフォローアップにおいても、TOBIについては近年増加しているMBOや支配株主による完全子会社化に対して、上場会社に望まれる対応を企業行動規範の中で定め直そうという検討が進んでいる。

他にも2019年9月には経済産業省により「公正なM&Aの在り方に関する指針」が策定され、対象会社における特別委員会の設置等の公正性担保措置が示されている。しかし、特別委員会において実効的な検討が行われているか不透明な事例もあり、検討の観点の明示や検討内容の開示の充実を求めるべきとの意見も出されている。

また、投資家の関心が高い公開買付価格に対する評価基準となる株式価値算定書については、算定根拠となる事業計画(フリーキャッシュフロー含む)やその考え方などが開示されていないケースが多い。

少数株主保護や公正取引を維持するため、罰則のある企業行動規範にこれらの情報開示を求めることでMBOなどの透明性を確保することが取引所の目的でもある。

# 東証上場会社における議決権行使比率 (2022年総会)

	社数	平均値	中央値
全体	3,163	57.1%	61.3%
プライム	1,699	65.8%	72.4%
スタンダード	1,132	49.8%	48.9%
グロース	329	37.1%	30.1%

## 大量保有報告書等の提出状況

※2019年～2022までの平均値

提出件数	年間約14,000件
提出遅延の発生件数	年間約1,500件

- ①法令の不知及び理解不足
- ②EDINETの操作不慣れ
- ③事実把握の遅延

※2008年から2022年までの課徴金事例  
合計：8件

金融庁 金融審議会資料より作成

## 制度上の主な課題

TOB制度

支配権へ影響を及ぼす買付け比率

3分の1でいいのか？  
(議決権行使比率からみて引下げるべき)

市場内買付(立会内)の扱い

TOBを行わず急速な市場内買付けを行う事例で弊害

大量保有報告書制度

共同保有者の定義

実質的な共同保有行為逃れの事例

意図的な不提出・遅延への対応

制度の実効性を上げる仕組みが必要

## 投資家からみたTOB等の課題について

TOB制度や大量保有報告書制度の課題について 株主を含む投資家からみた視点で再考したい。

投資家にとって最も重要なことは、TOBに関する情報が公平に取り扱われていることだ。適時開示や公開買付報告書の事前相談に関わった者によるインサイダー取引が発生してしまったが、これらの公的機関の情報管理厳格化は取引所や当局に委ねるとして、M&Aの進行に従って関係者が増えていく中、TOB情報をどの様に管理するかが重要な課題となっている。

先ずM&Aの進行において、買付者の内部検討の次にリーガル・アドバイザー（法律事務所）やファイナンシャル・アドバイザー（証券会社や金融機関）など社外の専門家が加わる。ここで、TOBの目的を明確化し、公開買付価格を検討し、概ねのストーリーを作成していく。

対象会社においても同様に独自に任命する外部専門家の支援が行われる。その為、TOB関係者間の情報の管理としては、当該情報を知る者のリストを関係者間で共有し、

TOB業務が進む段階において適時リストを更新していく。勿論、リストに載る者の対象会社株式の売買は禁止され、TOB終了後1年程度続くケースもある。また、個人としても関連情報に関する守秘義務を負い、情報漏洩は損害賠償請求の対象にもなるように管理される。

これらの情報管理が不十分な場合、インサイダー取引が発生しやすい環境となり、証券取引等監視委員会の調査対象となることもある。

投資家にとって次に重要なことはTOB実施内容が平易で正確に伝えられることだ。

具体的には買付者の目的や対象会社がどの様になる可能性があるか、公開買付価格の根拠については市場価格（時価）に対するプレミアムが適切であるかなどが投資家の関心度が高い。加えて、TOB実施後の対象会社の地位（上場維持か完全子会社化か）や、買付者の事業戦略上で対象会社の機能がどの様に利用されていくかということ等も注目される事項だろう。また、対象会社が自社へのTOBに関してどの様に考えているかということも、投資家にとっては重要な情報となっている。



これらの内容は、金商法上の提出義務がある公開買付届出書や対象会社が任意提出する意見表明報告書に記載されるが、実状としては法的リスクを避ける為に個人にとっては分かり難い言い回しになっているケースも目立っている。

一部の買付者は、投資家向けにTOBIに関するQ&Aを公表しているが、一般の株主や投資家向けには市場仲介者などがTOB内容を正確に把握し、それを投資家に分かりやすくかつ目的を正確に伝えることも必要ではないかと考える。

また、大量保有報告書については投資家の関心が高い法的開示書類の一つであるが、変更報告書を含めると過去1年間で1.2万件以上が提出されている。

アクティビスト活動や同意なき買収が増えている現状にあって、上場会社の経営への影響を監視し、市場の公正性や透明性を確保するためには、これらの目的の実効性向上が重要だ。

その為には、共同保有者の定義の厳格化が必要で、意図的な未提出や提出の遅延を防ぐ措置(一時的な議決権停止など)も望まれる。

# 投資家からみたTOB制度等の課題

## TOB情報管理

買付者内における  
検討

外部専門家招集に  
よるTOB内容の検討

対象会社への打診

財務局、取引所へ  
の事前相談

TOB  
公表

TOB情報保有者の  
拡大

関係者間リストで管理

## TOB内容の分かりやすさ

### 公開買付報告書の主要内容

TOB目的

公開買付価格の  
根拠

対象会社の地位  
の変化

買付者と対象会社  
の関係

買付者の  
事業戦略

### 対象会社の意見表明届出書

※上記主要内容にたいしてどの様に考えるか

既存株主や投資家に分かりやすく  
伝わるのが重要

## 大量保有報告書制度の実効性

共同保有者の定義の厳格化

意図的な未提出や提出の遅延を防ぐ措置

## 市場仲介者にとってのTOBについて

投資家がTOB案件に接したとき、当該TOBに対する評価や結果の予想、終了後の影響を検討することが必要となる。これらを支援する者として、議決権行使助言会社や情報ベンダー、そしてアナリストなどが存在するが、分析などに時間がかかる。その間も市場取引は継続して行われており、証券会社などが市場の仲介者として望まれることは、適時関連情報を分析し、情報ベンダーやアナリストの判断を踏まえて、ハウスオピニオンなど独自の評価情報をタイムリーに提供することだろう。

更に、TOBが増加している最近の状況を鑑みて、対象となる可能性がある上場会社に関する情報や具体的に検討している上場企業における事業戦略上の評価など、アナリストレポート等で証券会社から投資家に提供されることにも期待したい。

以上のことは、証券会社がTOB関連情報に付加価値をつけて投資家に提供することになり、結果として証券会社の収益向上に貢献する可能性が高い。

次に証券会社の独自の関連業務として公開買付代理人業務がある。

基本的にはTOBの対象会社株式の受渡機能が中心になるが、その為には応募する既存株主の口座を開設して、株式を預り、応募のキャンセルにも対応しながらTOBの決済を行うものだ。

特に引受リスクや販売リスクを負うわけではないが、買付人から数千万から数億円の手数料が支払われることもある。

最近の三菱UFJ銀行によるウエルスナビへのTOBにおいては、公開買付説明書の記載によると2.5億円が公開買付代理人の三菱UFJモルガン・スタンレー証券(公開買付複代理人:auカブコム証券)に支払われた。

証券会社や金融機関等が行う関連業務で、最も収益性の高いビジネスはファイナンシャル・アドバイザー業務で、これはリーガル・アドバイザーと協力して、TOBの実務的内容への助言やTOBストーリーなどを作成していくが、当該TOBへの関与の仕方によってはM&Aの仲介者並みに公開買付総金額の数%が報酬となるケースもある。

この業務も取引リスクや市場リスクを負う訳ではないが、買付者への助言によって成り立つので、キャンセルリスクはあるものの証券会社にとって収益性の高いビジネスとなっている。

なお、情報管理徹底の為に、公開買付価格算定においては外部機関を使わずにファイナンシャル・アドバイザーである証券会社が自ら行うことも多い。

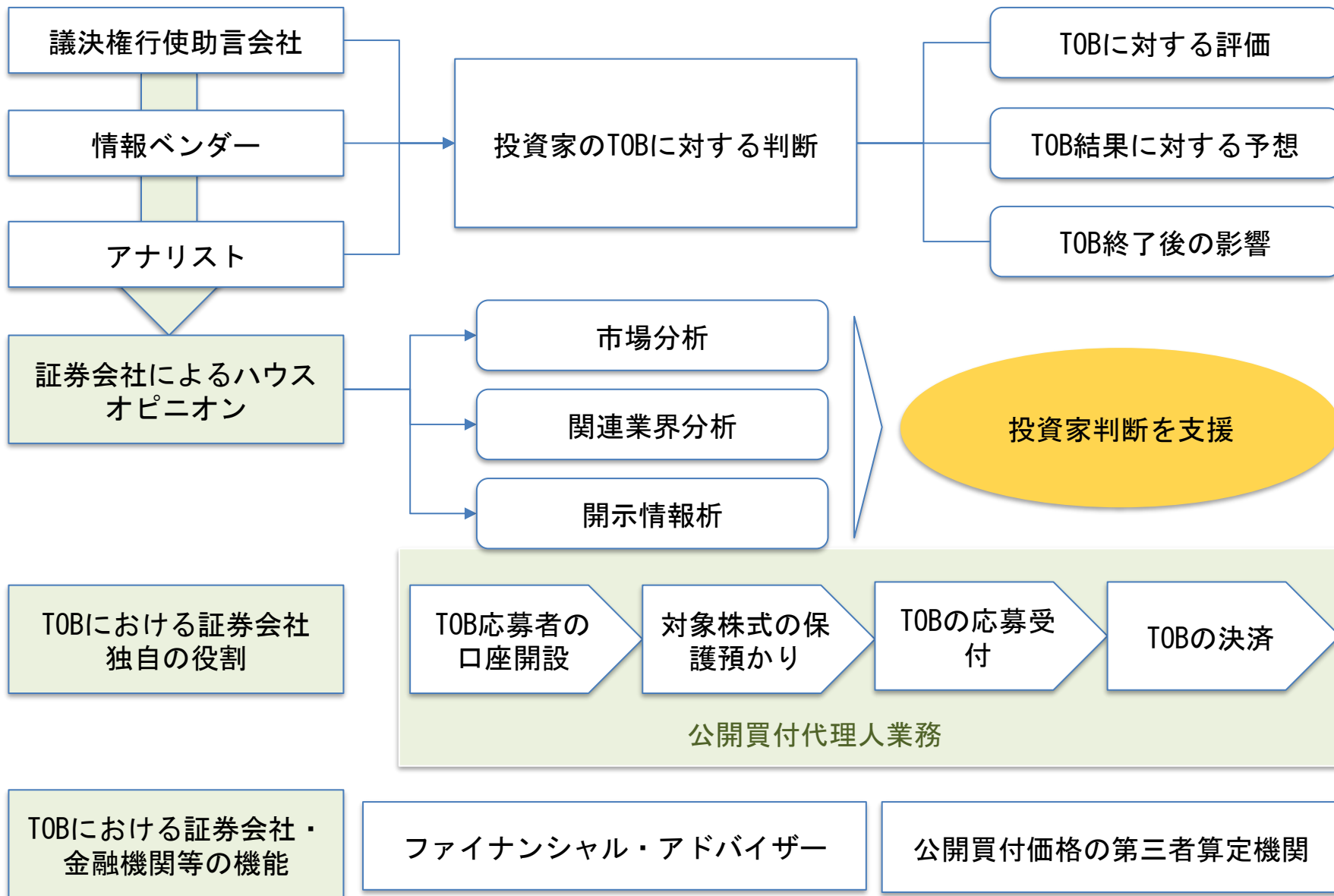
一方、対象会社においてもファイナンシャル・アドバイザーや公開買付価格の算定が必要で、買付人と対象会社が合意したTOBであっても、利益相反を避けるためには買付人とは別のファイナンシャル・アドバイザーや公開買付価格の第三者算定機関を選任する。

今後のTOB増加予想によって、これらの業務も証券ビジネスとして増えていくことが期待されている。

以上のTOB関連業務は、これまでは大手証券や外国証券中心に行われてきたが、公開買付代人業務では一部中堅証券会社の実績を残している。今後、中小規模の上場会社がTOBにかかわることも期待され、機密保持の観点で親密性が重視され、中堅・地方証券会社が関与することも

増えていくことが予想される。中堅・地方証券会社において、対応可能な法人ビジネスとして取り組まれることにも期待したい。

# 市場仲介者にとってのTOB



※利益相反を避ける為、買付者、対象会社双方にそれぞれ必要