

MBO等における公開買付けの買付下限

～マジョリティ・オブ・マイノリティと三分の二下限～

梅本 剛正

1 はじめに

(1) MBO等の対価の公正性

MBOや支配株主による完全子会社化（以下、「MBO等」）を目的とした公開買付けは近年増加している。年間一〇〇件以上実施される公開買付けの半数近くは四〇件前後をMBO等目的のものが占めている⁽¹⁾。

案件が増えると同時に公開買付けが不成立に終わるものが見られるようになってきた。公開買付け規制の基本的な建付けは、応募した株式等の全てを公開買付け者が買い付けるものであるため一株でも応募があれば成立するものである（金商法二七条の一三第四項）。公開買付けが不成立になるのは、公開買付け者が公開買付けに条件を設定して実施し、その条件が満たされないからである。公開買付けが不成立となる条件のほとんどは、買付下限、つまり買付予定の株数を公開買付け者が買い集められなかった場合に、買付けを実施しないというものである⁽²⁾。

MBO等においてこのような買付下限の条件を設定するのは、それが公正性担保措置、すなわち、公開買付けの対価を公正なものとする措置の一つとされているからである。MBO等については会社の売り手であると同時に買い手となる会社経営者の構造的利益相反が問題とされる。実際に、かつてはMBO等では株価を低くしたう

えで、安価に公開買付けを実施する事例を頻繁に目にすることがあった。近年では平均プレミアムは四五%前後とされているが、依然として株主が買収価格に不満を抱く事例が散見される。⁽³⁾

MBO等の非公開化手続きは、第一段階として対象会社に公開買付けを実施し、次いで第二段階として株主総会で株式併合を決議する等して残存株主を排除（スクイーズアウト）して完成するのが一般的である。非公開化の第一段階と第二段階において株主に支払われる対価は同一額なので、買収対価の適正さは公開買付価格が適正か否かという形で問題になることが多い。

教科書的な説明では、MBO等の対価に不満を持つ株主は、第二段階で行われる株式併合において会社に対して公正な価格での買い取りを求めて株式買取請求権を行使することで救済されることになる。しかし、制度が利用可能であることと、容易に利用できるかは別問題であり、わが国の株式買取請求権は少なくとも個人株主にとつては、利用コストが高すぎる等の理由で現実的な救済手段としては機能していない。⁽⁴⁾

なによりも、株式買取請求権では申し立てをした株主しか救済されずそれ以外の株主は泣き寝入りせざるを得ない。そのため、第一段階の公開買付価格を適正にすることが少数株主の保護の見地からも重要になるわけである。

(2) 対価の公正性を確保するための規制

MBO等の対価を適正にするための規制としては、経済産業省の策定した指針がある。二〇〇七年九月四日に経産省は「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下、「旧指針」）を策定したが、その後の実務の蓄積と環境変化を踏まえて内容を改定した指針を二〇一九年六月に

「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下、「公正M&A指針」として公表している。「我が国企業社会において共有されるべき公正なM&Aの在り方として、原則論を含めた考え方の整理と、その考え方に基づいた実務上の対応について」提示するものである。具体的には、MBO等を実施する会社に対して、買収対価の公正性を確保するためのいわゆる公正性担保措置について採用すること等を求めている。

近時では自主規制においても、規制の動きがみられる。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会議」⁽⁵⁾では、MBO等の増加が見込まれることも踏まえ、少数株主の権利保護の観点から規制の必要性について検討することとして、MBO等に関する企業行動規範の見直し作業が行われている。具体的には特別委員会による「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方について議論が進められている。東証も公正M&A指針と同じくMOMを含めて全ての公正性担保措置の実施を求めるものではなく、事案に応じて適切に措置を組み合わせたうえで、その状況を投資者に対しても説明するよう求める方向のようである。

本稿では、MBO等における買付下限が実際にどのような機能しているかを踏まえたうえで、その必要性について検討を加えることとしたい。以下では、公正性担保措置としてのMOM等の買付下限の内容を確認したうえで(2)、その理論的な問題点と今日的意義を指摘し(3)、近年におけるMBO等が買付下限の設定により阻止されたり危険にさらされたりした事案を検討し(4)、最後にアクティビスト全盛時代のわが国において、買付下限を設定することの意義と問題点について一応の結論を示してむすびとしたい(5)。

2 公正性担保措置とMOMおよび三分の二下限

(1) 公正性担保措置

公正M&A指針で求められている公正性担保措置には、特別委員会の設置、第三者算定機関からの算定書の取得、フェアネスオペニオン、マーケットチェック、マジヨリティ・オブ・マイノリティ等がある。

これらの公正性担保措置は「MBOおよび支配株主による従属会社の買収において公正な取引条件を実現するための必要条件ではなく、常に全ての公正性担保措置を講じなければ公正な取引条件の実現が担保されないというわけではない」とされており、個々の取引の実情に応じて採否が決定されれば足りるものとされている。

公正性担保措置の基本になるのは、対象会社の特別委員会の設置であり、概ね全てのMBO等で特別委員会は設置されている。⁶⁾ 特別委員会は、構造的利益相反を踏まえて独立性のある社外取締役を中心に構成されるのが通例である。

特別委員会の役割は、M&Aの是非について検討・判断するとともに、一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性および手続きの公正性について検討・判断することにある。M&A取引の公正さを確保するためには、どの公正性担保措置を実施するか等については、特別委員会が決定することになるため、特別委員会はMBO等の公正性を担保するうえで中心的な役割を担うことになる。

(2) マジヨリティ・オブ・マイノリティ(MOM)

公正性担保措置の一つであるマジヨリティ・オブ・マイノリティ(以下、「MOM」とは、公正M&A指針によると、「買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&A

の成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表すること」をいう。⁽⁷⁾

MOMが公正性担保措置として機能するのは、当該条件を設定することで、一般株主の過半数が取引条件に満足していることが確認できること、MOMを設定すれば公開買付けを成立させるために、買取者が取引条件を公正なものとするインセンティブが働く等の理由からである。

ただし、公正M&A指針ではMOMが公正性担保措置として必須のものとはまでは評価していない。つまり、「支配株主による従属会社の買収のように買取者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念等も指摘されていることを踏まえると、常にマジヨリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとまでいうことは困難」⁽⁸⁾として、対象会社の特別委員会が個別事情に応じてその要否を判断すべきものとしている。

(3) わが国の買付下限の実務——三分の二下限

わが国のMBO等では、買付後の持株比率（株券等所有割合）が三分の二となるように買付下限を設定するのが一般的である（以下、「三分の二下限」⁽⁹⁾）。三分の二下限とアメリカ由来のMOMは根拠が必ずしも同じではない。前述したように、MBO等では第一段階として公開買付けを実施した後に、第二段階として株主総会を開催して株式併合の決議をして残存株主を排除することで成立するのが通例である。第一段階の公開買付けの結果、総議決権の三分の二に相当する株式を取得・保有することは、公開買付者が単独で特別決議を通すことができることを意味するので、買取者はそれだけの株式を集めるのが妥当という考えに基づいている。⁽¹⁰⁾

買付下限の三分の二は、多くの場合にMOMを上回る要件になる。それゆえ、わが国のMBOでは事実上、M

○M以上の条件を設定しているとみることができる。

ただし、MBOと類似の、支配株主による完全子会社化については、もともと支配株主が相当数の株式を保有している状況で行われるため、M○Mを設定した方が三分の二よりも多くの株式取得を必要とする場合が少なくない。ところが、このような完全子会社化のケースでは三分の二を上回る形でM○Mが設定される事例はほとんどない。⁽¹¹⁾

3 M○Mの批判的検討と今日的意義

(1) TOB条件に拘わらず応募しない株主の存在

利害関係者以外の株主が公開買付けに応じるのは、株主が対価に満足していることを意味し、そのような株主の過半数の応募は対価が公正であることの証左である、というM○Mの理論的根拠は理屈として粗雑であり十分な説得力を欠くように思われる。

まず、個人株主は公開買付けの条件がどうであれ、公開買付けに応じない者が多い。二〇二三年の東芝の非上場化においても、三分の二に設定していた買付下限を満たすことができるかが最後まで危ぶまれた。その理由の一つは個人株主が公開買付けに応じない可能性があったからである。⁽¹²⁾ 公開買付けが不成立となり非公開化に失敗すれば、東芝の株価が大きく下落することが予想されたので、株主が公開買付価格に不満で応じなかったわけではない。

個人株主が公開買付けに応じないのは、保有株を市場売却する方が、手続きが簡単であることや、⁽¹³⁾ 応募することで長期間投資資金が拘束されるのを嫌う等の理由からである。M○Mには、公開買付けに対する株主の対応が

応募するか否かだけでなく、市場売却と公開買付け応募の選択の問題でもあるという視点も抜け落ちているように思われる。⁽¹⁴⁾

条件いかに拘わらず公開買付けに応じないのは個人株主に限らない。公正M&A指針も指摘しているとおり、インデックス運用の投信の中には、指数をトレースするという目的との関係で、条件の適否に拘わらず公開買付けに応じないものがある。個人株主やインデックス投信の保有比率が多い会社では、M・O・Mは公正さの指標というよりも単に公開買付けの成立を不安定にする効果しか有さないとみることもできる。

(2) 持合株主等の扱い

技術的な難点を指摘すると、M・O・Mの計算上の分母に当たる少数株主（マイノリティ）をどの範囲とするかは明確にされておらず、その点もわが国では問題となりそうである。持合い株主は、必ずしも株主としての経済合理性に基づき売買を判断するわけではないが、このような持合い株主の扱いは必ずしも定まっていないからである。持合い株主はM・B・O等において応募契約を締結するのが通例であるため、当該株主を少数株主から除外することも考えられる。しかし、応募契約を締結する株主は多様であり、実際に公正M&A指針は応募契約を締結したからといって、直ちに利害関係株主に当たるとはみていない。⁽¹⁶⁾他方で応募契約を締結せずに事実上応募の約束をしているような株主も少数株主に含まれる可能性はある。現在のM・O・Mは解釈の仕方次第で恣意的に運用されるおそれがある。

これまでのわが国の事例をみても、会社の取引先等の持合い株主は、継続的な取引関係を重視するため、公開買付けの条件を経済合理性に基づいて評価しているようにはみえない。⁽¹⁷⁾

(3) 株主の属性と不公平感

より本質的には、MOMでは投資家の不公平感が解消できないという問題がある。MBO等の公正性について多くの投資者が不満を抱くのは、買付価格の高低もさることながら、右肩下りの株価推移の底値付近でMBO等の公表がなされるためである。とりわけ半年ないし数日前に不自然な業績下方修正や中期計画の見直しを公表することで市場の失望を買って株価を下落させる行為がときとして行われるために、多くの市場関係者がMBO等を実施する主体に対して不信感を抱くことは決して珍しいことではない。⁽¹⁸⁾

買収対価を公正に算定することは重要であるが、公正さにそれなりの幅があることを踏まえると、手続きに対する投資家の納得感はそれ以上に重要であるとも考えられる。MOMは株主の多様性を無視して、多数決により公正さを判断できるという（敢えていうなら）誤った発想に基づいているのではないだろうか。

発行済株式一〇〇株のP社がMBOをするという単純な事例で考えてみよう。P社の株主構成は長期保有株主の保有する四〇株、短期売買株主の保有する四〇株、持ち合いを含む会社関係者の保有する二〇株だったとする。株価が右肩下がりであれば、長期保有株主にとっては、底値付近で少々のプレミアムを付けて公開買付けをされても、取得価格を下回る含み損状態にある。彼らはP社株価の反転上昇を期待して株式を保有しているのであり、損失が確定する公開買付けには応じたくはないはずである。株価の下落が経営陣の経営能力の拙さや意図的なりりす等に起因したものであれば、なおさらである。

他方で直前にP社株を取得した短期株主は、プレミアム次第では公開買付けに喜んで応ずる可能性がある。公開買付けの結果、会社関係者と短期株主を中心に過半数の株主が公開買付けに応じてMOMの要件が満たされたとして、その公開買付価格が公正といえるだろうか。MOMの要件が満たされたからといって当該MBO等に対

する投資家の不公平感が解消されるとは思えない。

(4) M O Mの今日的意義

少数派株主の過半数が公開買付けに応ずることが公正性の目安というM O Mの理屈は説得力を欠くにせよ、買付下限を公開買付条件に設定すること自体は、買収対価の公正性を担保するうえで必ずしも無意味だとはいえないようにも思われる。つまり、近年のようにアクティビストの活動が活発化している中においては、大株主が対象会社に対して対価の公正さについて交渉力を高めるといふ意味を見出すことができるからである。

4 事例分析

(1) 国内の事例

ここでは、M B O等のための公開買付けが不成立となったものや不成立となるおそれがあった事例を幾つかみていくこととしよう。ほとんど全てが何らかの形でアクティビストが関わったケースである。わが国におけるアクティビストによる対抗手段は、後にみる欧州の事例のように、アクティビスト自身がM B O等の阻止可能な株式を取得するのではなく、売買を通じて対象会社の株価を公開買付価格より高く推移させることで圧力を加え、条件改善を求めるものが多いようである。

① 焼津水産化学工業のM B O

二〇二三年八月七日、焼津水産化学工業は投資会社と組んで株式を非公開化するための公開買付けを実施する

ことを公表した。公開買付価格は一一三七円で三分の二の買付下限が設定されていた。

ところが、PBR〇・七倍程度⁽¹⁹⁾の買付価格が低すぎることや、非公開化の手續きに問題があるとして、大株主のナナホシマネジメントが反対した。加えて公開買付け公表の数日前に中期経営計画の目標を大幅に引き下げる旨の開示⁽²¹⁾を行っていたこと等から、株主・投資者の不信感を招き、公開買付け公表後に旧村上系投資家や3D等のアクティビストらが焼津水産化学株式を市場で買い進めたため、焼津水産の株価は公開買付価格を上回り、同年一〇月一九日に公開買付けの不成立が公表された。

その後、いなば食品系企業が焼津水産化学株式に対して、前回より高値の一四三八円で公開買付けを実施した。事前にアクティビスト等と応募契約を締結する等したため、今回の公開買付けは成立した。

② 日立国際電気の非公開化

二〇一七年四月二六日、日立製作所は投資会社KKRと組んで子会社である日立国際電気の非公開化を目的に、公開買付けを実施する予定であることを公表した。公開買付価格は二五〇三円としていたが、その後まもなく日立国際電気の半導体事業が好調となり、短期間のうちに株価が上昇したため、公開買付予定価格二五〇三円を株価が上回る状態となった。これを受けて、日立国際電気の設置した特別委員会が買収者に価格見直しを求めたため、この公開買付け実施は見送られた。

日立とKKRは公開買付価格を二九〇〇円として、同年一〇月一二日に正式に公開買付けを開始した。この公開買付けには、日立の保有分を除いた日立国際電気株式の過半数である二四・一六%の株主の応募を下限とするMOM条件が設定されていた⁽²²⁾。

しかし、その後の日立国際電気の株価は公開買付価格二九〇〇円を継続的に上回って推移した。同年九月にアメリカのアクティビストのエリオット・マネジメントによる五%超の株式取得が大量保有報告制度で明らかとなり、エリオットはその後も株式買い増しを進め、一〇月には八・五九%まで取得していることが判明したため、エリオットによる買付けが日立国際電気の株価に影響していたとみられていた。

日立国際の公開買付価格は最終的に三二二二円まで引き上げられ、一二月九日に買付下限を上回る二五・五%の応募をうけてかろうじて成立したことが公表された。⁽²³⁾

三二二二円への買付価格引き上げはエリオットの圧力によるものと推察されたが、エリオットの平均買付け価格は二七〇〇円半ばであり、その程度の利益に満足したものとは思えなかった。一部の報道によると、日立はイタリヤにおいて鉄道信号会社アンサルドSTSの買収を巡り、エリオットと争っていたため、エリオットの主たる介入目的は、アンサルドSTSの買収で日立に妥協を強いることであり、それを条件に日立国際電気の公開買付けに応募する約束をしていたとされる。⁽²⁵⁾

③ ニチイ学館のMBO

二〇二〇年五月八日、介護事業大手のニチイ学館はベインキャピタルと組んでMBOを実施した。⁽²⁶⁾ 公開買付価格は一五〇〇円で、買付条件として三分の二下限を設定したが、創業家を含む応募株主の保有株の比率が約四%あったため、M〇Mの方が要件の高くなるケースであった。そのため、ニチイ学館側は公開買付けの成立を不安定にするとの理由でM〇Mは設定していない。

ニチイ学館はMBOを公表する前年の二〇一九年一月一二日に業績下方修正を公表していたが、⁽²⁸⁾ デイサービ

スセンターの大規模修繕をわざわざ前倒しして実施し、経常利益を大きく下げるといふかなり不自然なものであった。⁽²⁹⁾

リムアドバイザーズやエフィッシュモキャピタル等のアクティビストは、MBO公表前からニチイ学館の株式を保有していた。リムアドバイザーズはニチイ学館の公開買付けの買付け条件にMOMの設定を含めることや、独自に計算した公正な価格である二四〇〇円に公開買付け価格を引き上げを求めていた。ニチイ学館の株価はアクティビストらの買いによるためか、一貫して公開買付け価格一五〇〇円を上回って推移していた。

二〇二〇年七月三十一日にニチイ学館は買付け価格を一五〇〇円から一六七〇円に引き上げることとした。⁽³⁰⁾ 同時にエフィッシュモが買収側に資本参加することが公表された。二〇二〇年八月一七日に八二%の応募が集まり公開買付けは成立し、臨時株主総会を経てニチイ学館株式は同年一月五日に上場廃止となった。

④ 片倉工業のMBO

二〇二一年一月九日に片倉工業は、MBOを目的に公開買付けを実施した。買付け価格は一株二一五〇円で三分の二の下限が設定されていた。公開買付け時の応募契約では、筆頭株主のオアシスを含めて三一・六〇%の大株主が応募を承諾していた(内訳オアシス…一〇・五七%、三井物産…六・六一%、損保ジャパン…五・一五%、農林中金…五・〇五%、大成建設…四・二〇%)。ところが、公開買付け期限の直前に、筆頭株主のオアシスが、公開買付け価格より高値の二三五〇円で、鹿児島東インド会社(代表者は重田光時氏)に保有株を譲渡したため、期限が延長されることとなった。鹿児島東インド会社は、公開買付け価格が低いことを問題視したようであるが、⁽³¹⁾その後、公開買付け価格は引き上げられず、二〇二二年一月一二日に、公開買付けの不成立が公表され、現在も上

場を維持している。⁽³²⁾

(2) 海外の事例

わが国が公正性担保措置として、特別委員会の設置やM・O条件を求めるのは、アメリカのデラウェア州の判例法を参考にしたものである。⁽³³⁾ アメリカにおいても、アクティビスト全盛期において、M・Oのような条件を設定することは、ホールドアップ問題を招く等として、実務は批判的である。アメリカではアクティビストがM・Oを濫用するような動きはなさそうだが、EU加盟国ではファンドが会社の非公開化を阻止し、後に高値買取を求める事例が散見される。⁽³⁴⁾

EU各国では、スクイーズアウトを行うためには、九〇%ないし九五%の株式を取得する必要がある。⁽³⁵⁾ この要件は法定の買付下限とみることができるが、裏を返していうと、アクティビスト等は五%〜一〇%の取得で買収者によるスクイーズアウトを阻止することが可能ということである。その結果、買収者はスクイーズアウトを失敗した後に、アクティビストから高値で保有株を取得せざるを得なくなる。実際に、欧州ではこの数年間、エリオット等のアクティビストがこの制度を利用したリザヤ稼ぎを頻繁に行っている。⁽³⁶⁾

国内では報道されていないが、日本企業のなかでは、キヤノンがこれまでに二回、欧州の会社を完全子会社化するに当たり、アクティビストにプレミアムを支払っている。

二〇〇九年にオランダの印刷機器メーカーのオセ社の買収を実施したところ、イギリスのファンドのオービスがオセ社の株式を買増して、スクイーズアウトを阻止されたため、二〇一二年にオービスからより高値で保有株を取得して完全子会社化を行った。当初の買付け価格は八・六€であったところ、オービスからの買付け価格

は九・七五€であった。⁽³⁷⁾

二〇一五年にキヤノンがスウェーデンの監視カメラ企業のAXISを完全子会社化しようとしたときにも、一〇%強の株式をエリオットに握られ、二〇一八年一〇月に残りの株式を買い取るまで完全子会社化を阻止された。⁽³⁸⁾

(3) 事例のまとめ

焼津水産化学の事例(①)は、買付下限の設定が公正性担保措置として機能したものと見えそうである。ただし、不公正な条件の買付けが阻止されたのは、多数決で株主の評価が示されたからというのではなく、アクティビスト等のファンドが買付条件に反対し、市場介入等をしたためとみるのが正確といえる。

日立国際電気の非公開化(②)やニチイ学館MBO(③)では、アクティビストらの圧力で公開買付価格が引き上げられ、一般株主にも恩恵が及んだことはたしかである。しかし、同時にアクティビストの目的は自己の利益を追求することであり、他の株主の利益を図るために買付価格を上げる努力をするとは限らないという(当たり前の)教訓をこれら事案から得ることができる。②ではエリオットの主たる目的が公開買付価格の引き上げ以外にあり、非公開化の対価も公正だったとすると、MOMにより企業価値向上につながるM&Aが不成立になる危険にさらされたとみることもできる。

アクティビストの買取側への参加が価格引き上げと同時に公表された③のケースでは、買取側の持分取得によりアクティビストが公開買付けの引き上げ幅で妥協した可能性も否定できず、そうであればニチイ学館の他の株主はより高値で買い付けてもらえる機会を逸したとみることができるとは考えられない。

また、④のケースではアクティビストの目的は不明であるものの、かりに非公開化が企業価値を向上させるものであったとすると、買付下限の設定が公開買付けの成立を不安定にするという実務の懸念が裏付けられたといえそうである。

5 おわりに

MBO等の公開買付けにおいて買付下限を設定することは、会社に対する大株主の交渉力を高めて、対価を適正にする効果は認められる。実際にアクティビストらの活動によって公開買付価格が引き上げられた事例も散見される。わが国の証券市場ではアクティビストを含めたファンドの影響力を無視して議論することはできないが、次の二点について指摘しておきたい。

一つは、アクティビストがMBO等を契機に狙う利益は必ずしも買収対価の引き上げによるものとは限らないということである。公開買付けを阻止しうる条件を付けることは、対価を公正にする機能がある反面、アクティビストが自己利益を追求することで有益なM&Aが阻害されるおそれがあるほか、対価の引き上げが不十分に終わる危険もあることには十分に注意したい。

二点目として、買付下限を設定するとして、どの水準に設定するのが適切なのかは問題となりうる。買付下限の水準は現在の実務で採用されているような、三分の二下限やMOMという基準が論理必然的とみることはできない。アメリカ由来のMOMは少数派の過半数が賛成すれば取引条件の公正さが担保されるという、良くいえば素朴な、悪くいえば大雑把な前提に基づくものであり、理論的に適切なものか疑わしい。

三分の二下限については、第二段階で必要となる特別決議を通すうえで当該議決権比率が必要だからといっ

て、公開買付けの段階で三分の二を取得することを要件とする理由にはならないように思われる。なおEUのような高い法定基準を設定すると、アクティビストに付け入る隙を与えるだけであり、望ましくないことはいうまでもない。わが国の同意なき買収において、近年五〇%の下限が利用されつつあることにも注目しておきたい。

当面の結論としては現在のソフトウェアのように、買付下限の設定については、MBO等における公正性担保措置の一つとして、対象会社の特別委員会が自社の置かれた事情に応じて採否を決めれば足りると捉えておくのが妥当といえよう。

注

(1) J P X 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第一六回会議資料二「企業行動規範の見直し（前回会議の補足資料）」三頁参照。

(2) 金商法は、公開買付けの買付条件等を公開買付届出書等の記載事項としているが（二七条の三第二項一号）、買付下限はこの「買付条件等」に該当し、具体的には「応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数の全部又はその一部としてあらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書において記載された数に満たないときは、応募株券等の全部の買付け等をしてしないこと」（二七条の三第四項一号）を指す。本稿では主として「買付下限」と称する。

(3) 前掲注（1）資料参照。

(4) 株式買取請求権では、裁判所に対する価格決定申し立てにより公正な価格を算定してもらうことになるが、通常は弁護士等の専門家の協力が不可欠となり、相応の報酬支払いを伴う。権利行使の前提として個別株主通知等、手数料の支払いも必要となる（二〇二五年四月時点において、SBI証券の個別株主通知手数料は一銘柄当たり税込み三三〇〇円）。

- (5) <https://www.jpvc.co.jp/equities/follow-up/index.html>参照。
- (6) 株式買取価格決定申立事件においても特別委員会の役割は重視されつつある。伊藤忠によるファミリーマートの完全子会社化の際の株式買取請求権の価格決定申し立てにおいて、ファミリーマートに設置された特別委員会が親会社と十分な交渉を行なったとは認められない等として、スクイーズアウト価格より高値の買取価格が公正な価格とされた。東京地決令和五年三月二三日金融法務事情二二三〇号五九頁および抗告審の東京高決令和六年一〇月三十一日資料版商事法務四九〇号九五頁参照。
- (7) なにが重要な利害関係を共通にしない株主に含まれるかについては、買収者と会社関係者の保有株数を控除することになるが、後述するように一律の基準は存在しない（公正M&A指針三九頁・注七二）。
- (8) 公正M&A指針四〇～四一頁。
- (9) わが国で三分の二下限の慣行が利用されている根拠は必ずしも明らかではないが、旧指針の「株主の適切な判断機会の確保」との関係で実務上の対応として「MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること」が拳がっており（旧指針一八頁参照）、買付下限の水準として「例えば、会社法上は、公開買付けにおいて三分の二以上の議決権を取得した場合には、他の株主の賛同如何に関係なく完全子会社化（スクイーズアウト）が可能であるが、株主の意思確認を尊重する見地から、より高い水準で公開買付けの下限を設定することが考えられる」とされていたことが、その後の実務に影響を与えたのかもしれない。
- (10) 三分の二下限は、公開買付けの強圧性の議論にも関わる。わが国の買収ではこれまで強圧性を排除する趣旨で三分の二下限の条件が付けられてきた。ところが、近年の同意なき買収では、三分の二ではなく、ニテックによるTAKISAWAに対する公開買付けや牧野フライスに対する公開買付け提案のように、五〇％を買付下限に設定するも

のが現れている。直近ではYAGEOによる芝浦電子に対する公開買付け提案等でも採用されている。

- (11) 二〇二三年四月一日から二〇二四年三月三十一日までに公開買付け届出書が提出されたMBO等の中では、二〇二三年八月一四日に伊藤忠が大建工業の完全子会社化のために実施した公開買付けだけがこれに当たる。ただし、このMも六八・一七%なので三分の二と大きく異なるわけではなかった。佐橋雄介ほか「買収行動指針および公正M&A指針を踏まえた上場会社をめぐる買収事案の事例分析(下)」資料版商事法務四八四号(二〇二四年)一一頁、二六頁参照。

- (12) 二〇二三年九月六日付け日経オンライン「東芝株へのTOB、個人株主の動向焦点」参照。同記事では「約一八%を占める個人株主の動向が焦点になっている。手続きが面倒なためTOBに応募せず、その後のスクイズアウト(強制買取り)で株式を手放そうと考える個人株主が少なくない」と個人投資家の行動形態が障害になっているとの見方を示す。

- (13) 手間暇がかかるということに加えて、公開買付代理人の証券会社に口座を移管することで税制上不利を被ることもある。

- (14) サヤ取り狙いの投資家が介在することで公開買付けの応募率ないし公開買付けの成否が分かれることはたしかであるが、それは公正さとは関係ない。

- (15) 公正M&A指針四〇頁注七四参照。

- (16) 公正M&A指針三九頁注七一参照。

- (17) 大正製薬によるMBOにおいても、持ち合い株主が次々と賛同を表明した。それら株主が上場会社であれば、自社の株主に対する善管注意義務違反に問われる可能性もあるが、経営判断原則が適用されるほか、長年の取引関係にある

持ち合い株主の簿価は多くの場合、時価よりも低いため、会社に損害は生じていないと評価されるため、株主代表訴訟が歯止めにはならない。

- (18) この点について、東証の規則改正において公開買付け直前に業績予想の下方修正等のネガティブ情報を開示して、意図的に価格を引き下げている事例等に対しても、特別委員会が時価とプレミアムの合理性について意見を述べることで求められる点に注目される。J P X「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第二〇回資料三「M B O・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」参照。
- (19) 焼津水産が第三者算定機関から得た株式価値算定書では、D C F法で評価した株式価値は一株当たり一〇〇九円〜一四三七円であり、公開買付け価格一一三七円はかなり下限寄りといえた。
- (20) 取締役の責任追及逃れや、特別委員会に焼津水産化学のメインバンクで公開買付け資金の出し手である静岡銀行出身の取締役が入っていることも問題視されていた。二〇二三年一〇月一七日付東洋経済オンライン「村上系ファンドの餌食に、静岡・老舗企業の盲点」参照。
- (21) 「中期経営計画『ビジョン』『価値創造の加速』」の見直しに関するお知らせ（二〇二三年八月四日）参照。連結売上高はほぼ同じであるが、連結営業利益を大きく引き下げ、R O Eを五%から一・九%まで目標を大幅に引き下げたのであった。
- (22) 日立はK K Rの組成したファンドに出資するものの、公開買付けには応募せず、公開買付け成立後に日立電気に自己株取得に応ずるといやや複雑なスキームであった。日立国際電気「H K Eホールディングス合同会社による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（二〇二七年一〇月二日）参照。
- (23) 公開買付け最終日の株価が公開買付け価格を上回っていたため、最後まで成立が危ぶまれたが、エリオットが公開買付

けに応募したことで成立したという見方が強かった。

- (24) 奥貴史「日立国際TOB」[※]「最恐」投資家に狙われたのは日立だった」二〇一七年二月二二日付日経オンラインは、「つまり、最初からエリオットの狙いは日立国際の買収をやめさせたり、買収価格をつり上げたりといったことではなく、この案件をフックに日立本体からイタリア案件の譲歩を引き出すという壮大な戦略だった可能性が高い」との見立てをする。

- (25) 二〇一八年一〇月二九日付ロイター電子版「日立、伊アンサルドSTS株を追加取得 完全子会社化へ」（日立はイタリア子会社を通じてエリオットの保有するアンサルドSTSの株式を取得し、同社を完全子会社化すると報じているが対価については触れていない）参照。

- (26) このMBOはニチイ学館の創業者が前年に亡くなったことによる税金対策が主たる理由ではないかとの疑いが早くから指摘されていた。二〇二〇年六月二〇日付け東洋経済オンライン「ニチイ学館、MBOに見え隠れする「創業家の利益」参照。

- (27) 正確にいうと創業家の資産管理会社の保有分二四・七六％は公開買付け後に譲渡する契約となっていたので、買付下限の四一・九〇％を設定して合計三分の二となるわけだが、応募契約を締結した会社関係者の保有分が一九・二八％あったので、市場で買い集めるのは二二・六二％で足りた。単純にMOMを設定すれば、二八％取得する必要があるがこれより低い水準ということである。

- (28) ニチイ学館「業績予想の修正に関するお知らせ」（二〇一九年二月二二日）。

- (29) これに対しては、みずほ証券のアナリストが投資家向けレポートで「二〇二〇年三月期の通期計画の下方修正後の株価下落は違和感が強く残る」として買い推奨をしていた。二〇一九年一月一九日日経速報ニュースアーカイブ

- 「ハ東証Vニチイ学館が高い　みずほ証が目標株価上げ「直近の下落に違和感」参照。
- (30) 二〇二〇年七月三十一日(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更について」
- (31) 二〇二二年一月六日付日本経済新聞朝刊参照。
- (32) 最近の類似の事例として、二〇二五年二月一三日に香港のグローバルマネジメントパートナーズ(代表者は重田光時氏)の介入により大阪油化の子会社化が不成立になったものがある。東証スタンダード市場上場の大阪油化は近年業績低下が著しくなり、非公開化のためのパートナーとして産廃処理大手のダイセキの傘下に入ることを決定した。二〇二四年二月一三日、ダイセキは大阪油化株式に公開買付けを実施したが、グローバルマネジメントパートナーズの市場取得により株価が公開買付け価格より高値で推移したため、三分の二の買付下限に達せず不成立となった。
- (33) Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).
- (34) Edward B. Rock, MOM Approval in a World of Active Shareholders (March 1, 2018), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3122681>. ドイツではこのスキーズアウトの閾値の高さが問題になっているようである。斎藤真紀「公開買付け規制の課題」商事法務二二二六七号(二〇二四)五三頁、五五頁参照。
- (35) EU公開買付けディレクティブ(2004/25/EC)一五条二項参照。
- (36) Rock, *supra* note 34 at 16.
- (37) Martha Entwistle, Hedge fund play won't delay Canon-Axis deal, Security Systems News Vol 18 number 6 (Jun 2015),「キャノンがオセ社を完全子会社化へ、強制買い取り開始」ロイター電子版二〇二二年二月二五日参照。
- (38) Rock, *supra* note 34 at 18.

(つめもと　よしまさ・甲南大学教授)