

## 企業買収ルールのあるべき姿

TOB・大量保有報告制度の見直しは、金融審議会に諮問された。その背景にはアクティビスト株主の活動が盛んになるといった環境変化があるが、企業買収ルールは、攻守のバランスに配慮した中立的な内容であることが求められる。

### 金融審議会への諮問

2023年3月の金融担当大臣による諮問を受け、金融商品取引法（以下、金商法）の株式公開買付（TOB）制度と大量保有報告制度の見直しに向けた金融審議会の議論が始まろうとしている。

TOB制度は、企業の支配権に影響を及ぼすような株式の大量取得を規律するもので、取引所市場外での買付けにより株式保有比率が3分の1を超えることとなる場合にはTOBの実施が義務づけられるなど、様々なルールが定められている。

一方、大量保有報告制度は、5%ルールとも呼ばれる。上場会社の株式の5%超を保有することとなった大量保有者に情報開示を義務づけ、その後1%以上の保有割合の変更が生じた場合にも開示が求められている。

かつては、TOB・大量保有報告制度は円滑な企業再編を妨げる過剰な規制だとの批判もみられた。しかし、2000年代半ばのライブドアによるニッポン放送株式の大量取得や「物言う株主」として知られた村上ファンドによる複数の上場会社への経営介入とも思えるような働きかけなどを契機に、TOB・大量保有報告制度が企業買収を規律する重要なルールだという認識が高まり、2006年には大きな制度改正が行われた。

他方、敵対的買収の脅威にさらされる上場会社が、買収者の株式保有比率を引き下げるための新株予約権発行などを柱とする買収防衛策を導入する事例も増加した。2007年のブルドックソース事件では、一定の条件の下での買収防衛策の発動を容認する司法判断が、最高裁判所によって示された。

### 相次いだ司法判断

近年、機関投資家と投資先企業の建設的な対話を通じて企業価値の向上を図るスチュワードシップ・コードと証券取引所が上場会社に対して取締役会の経営監督機能強化などを求めるコーポレートガバナンス・コードを車の両輪とするガバナンス改革が進められている。

コーポレートガバナンスへの関心の高まりを背景に、上場会社の大株主となって経営戦略の転換や経営陣の交代を働きかけるアクティビスト株主の活動が盛んになっている。対象会社経営陣の同意を得ない敵対的企業買収の試みも増加した。

今回のTOB・大量保有報告制度の見直しは、こうした市場環境の変化に対応しようとするものだが、2021年から22年にかけて敵対的買収者に対する買収防衛策をめぐる興味深い司法判断が相次いだことも検討の引き金となった。

例えば、2021年の東京機械製作所事件では、取引所市場内で急速な株式買い集めを行った買収者への防衛策発動が容認されたが、取引所市場内での買付けにTOB実施義務がないことや現行の大量保有報告制度の下では、買い集めの進捗状況が的確に開示されないことを疑問視する声が上がった。

一方、2022年の三ツ星事件では、複数の株主が大量保有報告制度上の共同保有者に該当するかどうか重要な争点となった。共同保有者ではないとする株主を一体視する買収防衛策の発動は認められなかったが、大量保有報告書の情報開示が適切に行われていないのではないかと指摘もなされた。

図表 TOB・大量保有報告制度、買収防衛策規制の国際比較

	シティ・コード型 (英国・EU)	デラウェア型 (米国)	日本型
TOB制度	30%以上保有した者にTOB強制。義務的TOBには全部買付義務あり。	事前の明確なTOB義務はないが、市場の内を外を問わず、一定の要件に該当する大量買付けはTOBルールに従って行う必要。	市場内取引にはTOB不要。市場外で3分の1を超える場合TOB強制。3分の2を超える場合全部買付義務。
大量保有報告制度	5%、10%、15%といった閾値を超える際の報告義務。	5%で大量保有報告、1%以上の変動で変更報告。純投資の機関投資家等は年1回。	5%で大量保有報告、1%以上の変動で変更報告。純投資の機関投資家等は月2回報告。
買収防衛策	取締役会のみ判断では導入・発動不可。導入・発動には株主総会特別決議が必要。	防衛の必要性と手段の相当性が認められれば、取締役会のみ判断でも発動可能。平時から導入している会社が少なくない。	防衛の必要性と手段の相当性が認められれば、取締役会のみ判断でも発動可能。平時から導入している会社が少なくない。
攻守のバランス	買収は仕掛けにくく、対象会社による防衛は困難。	買収は仕掛けやすく、対象会社による防衛が可能。	買収はやや仕掛けにくく、対象会社による防衛が可能。

(出所) 各種資料を基に野村総合研究所作成

## 今後の検討に求められること

金融審議会での検討は、あくまでTOB・大量保有報告制度の見直しを目的とするものだが、同制度が、会社法の規定やその解釈をめぐる判例を通じて形成されてきた買収防衛策と相まって、全体としての企業買収ルールを形成していることを見逃してはならない。

日本では敵対的買収が否定的にみられることが少なくないが、買収の脅威は経営者の規律付けとして機能し、企業価値の向上を促す。アクティビスト株主の働きかけを受けた上場会社の株価は、相対的にパフォーマンスが高いと指摘する実証結果もある。

他方、買収の手法次第では、一般株主の投資判断が歪められ、企業価値の毀損につながる危険も否定できない。一部のアクティビスト株主が短期主義に陥っているとの批判もあり、買収防衛策を全否定することは難しい。

とはいえ、企業買収ルールは、あくまで攻守いずれの側にも肩入れしない中立的な内容であるべきだろう。

そうした観点から日本のルールを欧米と比較してみる

と、日本では一定の場合にTOBの実施が義務づけられるなど買収を仕掛けにくい一方で、対象会社は買収防衛策を発動でき、やや対象会社の経営者に有利な制度となっているように思われる（図表参照）。今後の検討では、攻守のバランスをさらに防衛側に有利な方向に傾けることのないよう期待したい。

そもそも敵対的買収は常に投資ファンド等と上場会社の対立という構図になるわけではない。最近では事業会社があえて敵対的買収に踏み切る例も現れている。アクティビスト株主の脅威を過度に意識して防衛側に有利な方向だけの制度改革を行えば、事業会社の経営戦略上の選択肢を狭めることになるという認識も重要だろう。

## Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター  
主席研究員  
専門は証券市場論  
focus@nri.co.jp