

令和6年改正 Before/After 公開買付けを用いた 買収スキーム素描



大江橋法律事務所 弁護士 /
ニューヨーク州弁護士
浦田 悠一

▶ PROFILE

yuichi.urata@ohebash.com

第1 本稿の目的

公開買付制度及び大量保有報告制度を大改正するいわゆる令和6年改正金商法が、関連政府令とともに、2026年5月1日に施行されました。改正項目は多岐にわたり、立案担当者や実務家から既に多数の解説等が出されているので、本稿ではそれらを単になぞることはいたしません。本稿では、公開買付けに一定のなじみのある読者を対象に、公開買付けを用いた買収スキームに絞って、①改正前は可能だったが改正後は不可能になったもの(○→×)、②改正前は不可能だったが改正後は可能になったもの(×→○)、③改正前後で理由は異なるものの結論が変わらないもの(×→×)を、端的に図示します。皆さまが公開買付けを用いた買収スキームを検討される際の出発点^{注1}となれば幸いです。

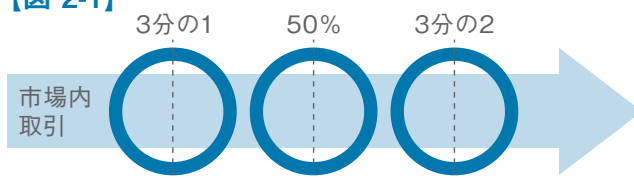
略語については、末尾の凡例をご覧ください。

第2 市場内買付けによる 支配権取得(○→×)

1 Before

シンプルなところから始めましょう。改正前金商法のもとでは、公開買付けが義務付けられるいわゆる3分の1ルールの対象は市場外取引に限定されていました(改正前金商法27条の2第1項2号・3号)。このため、(市場株価が上がってしまうため経済合理的な買収手法であるかどうかはさておき)市場内取引で買い上げるにより情報開示が乏しいまま対象会社の支配権を獲得することも可能でした^{注2}。

【図 2-1】



2 After

令和6年改正により閾値が株券等所有割合(金商法27条の2第8項。以下同じ)の3分の1から30%に下がったうえに、市場内取引も適用対象となりました(金商法27条の2第1項

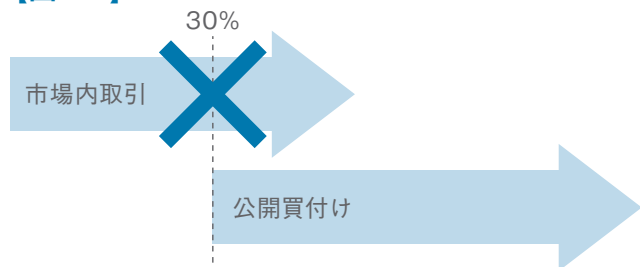
^{注1} タイトルを「素描」とし、また、ここであくまで「出発点」としているのは、実際のスキーム(ステップ、スケジューリングなど)を確定するにあたっては、改正大量保有報告制度の影響(たとえば、大量保有報告書の保有目的欄における5%超取得行為等の記載必須化の影響)や、従前から存在する主要株主による上場株式の譲渡に伴う売出し規制など、他の規制も検討する必要があります。

^{注2} いわゆる5%ルール(金商法27条の2第1項2号)の内容については改正がなかったため(立案担当者法解説12頁)、本稿では5%ルールは度外視します。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

1号注3)。つまり、株券等所有割合が30%超となる場合には取得方法の市場内外を問わず公開買付けが義務付けられることとなりました。

【図 2-2】

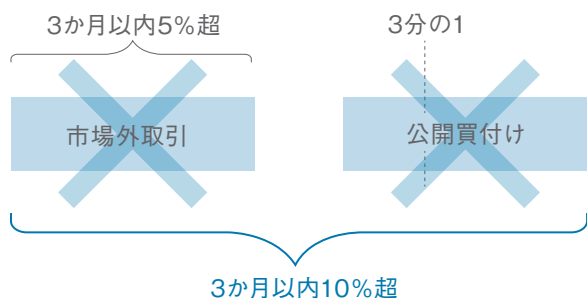


第3 支配株主からの30%未満のディスカウント相対取得直後のプレミアム全部取得公開買付け(×→○)

1 Before

改正前金商法のもとでは、市場外取引で株券等所有割合5%超の対象会社株式を取得してから3か月以内に、対象会社株式について公開買付けを実施し株券等所有割合10%超かつ累計で株券等所有割合3分の1超の対象会社株式を取得することは、急速な買付け規制(改正前金商法27条の2第1項4号・6号、改正前金商法施行令7条7項2号。以下同じ)によりできませんでした(全体について公開買付けを行う必要がありました)。

【図 3-1】



2 After

令和6年改正により急速な買付け規制自体が廃止されたため注4、先行取引と後続取引が3か月以内に行われるか否かを問わず、上記の例は条文上では禁止されなくなりました。もっとも、立案担当者は、令和6年改正後も、「各取引の目的の共通性や時間的近接性等の個別の事情を勘案し実質的な観点から複数の取引が一連の取引と評価される場合がある」との従来の当局見解を維持しているため(立案担当者法解説15頁)、今後は、急速な買付け該当性という形式的判断ではなく、「一連の取引」かの実質的判断が重要となります。

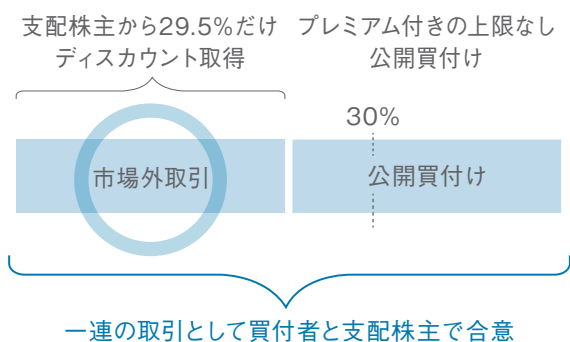
たとえば、買付者が株券等所有割合50%超の支配株主から市場価格よりも低い価格で30%ルールに抵触しない範囲の株券等所有割合29.5%分だけ対象会社株式を取得したのちに、市場株価にプレミアムを付した公開買付価格で上限なしの公開買付けを実施することは、条文に反しませんし、支配株主が不利益を容認して一般株主の経済的利益を害することなく買付者が買収総額をおさえるスキームですから、(仮に「一連の取引」と評価されとしても)実質的に不当でもなく問題視される可能性は低いでしょう。しかし、買付者が同じ支配株主との間で上記29.5%分を公開買付価格よりも高い価格で相対取得し、残りは公開買付けで応募してもらう合意を予めして一連の取引を実行する場合には、先行相対取得と公開買付けとの間に3か月超の期間が空いていたとしても、支配株主を利して一般株主の利益を害する一連の取引であるとして、「一連の取引」(全体について公開買付けを行う必要がある)と評価されるおそれがあるでしょう。

注3 理由については立案担当者法解説12頁。

注4 理由については立案担当者法解説14頁以下。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

【図 3-2】

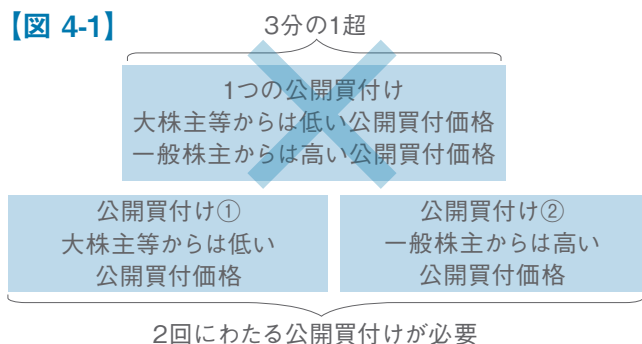


第4 異なる価格の並行買付け (×→○)

1 Before

令和6年改正の前後を問わず、公開買付価格は均一でなければならず、1つの公開買付けにおいて複数の公開買付価格を設けることはできません(金商法27条の2第3項)。改正前金商法のもとでは、この点について例外規定が存在しませんでした。また、いわゆる別途買付けは禁止されており、公開買付期間中は公開買付けによらず対象会社株式の買付け等を行うことはできません(金商法27条の5本文)。そのため、特定の大株主等から、一般株主より低い価格での応募同意を得た場合であっても、1つの公開買付けの中で公開買付価格を区分することができず、(1つのグループからの取得数が株券等所有割合にして3分の1を超える場合には)2回にわたって公開買付けを実施しなければなりません注5。

【図 4-1】



2 After

令和6年改正により、次の要件を満たす場合には、公開買付けと並行して、市場外相対取引により、一部の株主から公開買付価格と異なる価格での対象会社株式の買付け等が可能となり(金商法施行令7条1項13号)、かつ、かかる並行買付け等は別途買付け禁止にも該当しないと整理されました(金商法施行令12条6号)。

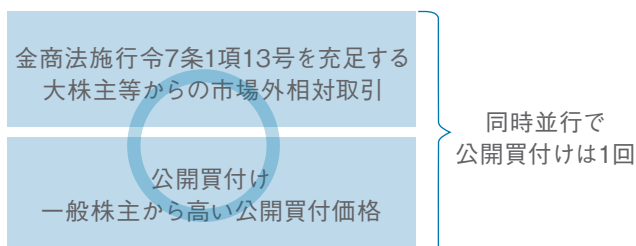
- ① 公開買付者と同一の者が行う買付け等であること
- ② 特定の株主からの買付け等に係る買付け等の価格が公開買付価格を下回ること
- ③ 当該特定の株主からの買付け等に係る決済が公開買付けに係る決済と同時に行われること
- ④ 当該特定の株主との間の買付け等に係る契約の締結までに、当該買付け等を行う者が、当該特定の株主に対し、公開買付けの内容を記載した書面を交付し、又は当該内容を記録した電磁的記録を提供したこと
- ⑤ 公開買付けに買付予定数の上限が付されていないこと
- ⑥ 公開買付けに係る公開買付届出書において④の契約があること及びその内容を明らかにしていること

令和6年改正により、第3記載のスキームが可能となっているので、大株主等からのディスカウント取得の合計が株券等所有割合30%以下なのであれば、本第4記載のスキームを採用する必要はないでしょう。

注5 この「2回にわたって公開買付けを実施しなければならない」の意味は、公開買付価格の均一性の問題なのか、別途買付け禁止の問題なのか自明ではありません。当局の立場が、公開買付価格の均一性の問題であり、同一銘柄に対する公開買付価格を異にする複数の公開買付けの公開買付期間を重複させてはならないというものであることを示唆するものとして、森本大介ほか「自社株公開買付けと他社株公開買付けの価格差組合せ取引の検討—増進会出版社による栄光ホールディングスの完全子会社化事例を踏まえ—」旬刊商事法務2077号40頁(特に43頁以下)があります。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

【図 4-2】

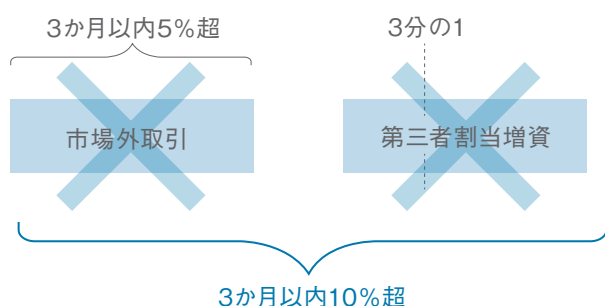


第5 大株主からの相対取得直後の第三者割当増資による支配権取得(×→×)

1 Before

改正前金商法のもとでは、市場外取引で株券等所有割合5%超の対象会社株式を取得してから3か月以内に、第三者割当増資により株券等所有割合10%超かつ累計で株券等所有割合3分の1超の対象会社株式を取得することは、急速な買付け規制によりできませんでした(全体について公開買付けを行う必要がありました)。

【図 5-1】

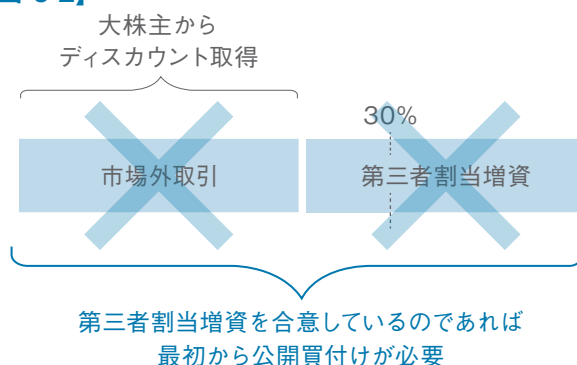


2 After

前記のとおり、令和6年改正により急速な買付け規制自体が廃止されました。そこで、今後は、対象会社の買収を企図す

る者は、対象会社の大株主から相対取引により対象会社の株式を取得したうえで、直ちに、第三者割当増資により対象会社株式を引き受け、公開買付けを経ることなく、対象会社を買収することも可能になったかのようにも思われます。しかし、今回の改正では、買付者と発行会社との間で新規発行についての合意がある場合注)6には、これも「所有」に準じるものとされました(他社株府令2条の7第3号)。この結果、合意している第三者割当増資分が株券等所有割合の算定にあたり加算されるので、もともと企図していた市場外取引分(典型的には大株主からのディスカウントでの相対取得)と第三者割当増資分の合計が株券等所有割合にして30%を超える場合には、結局、市場外取引分自体は株券等所有割合30%以下であっても、その段階から公開買付けが義務付けられます。令和6年改正前であっても、予め「大株主からのディスカウント相対取得+第三者割当増資」を一体のものとして関係者間で合意している場合には、両取引の間に3か月超の期間を空けて急速な買付け規制を免れたとしても、第3の2で述べた「一連の取引」の解釈により公開買付けが義務付けられた可能性が高いと考えられますので、関係者の合意に基づく「大株主からのディスカウント相対取得+第三者割当増資」スキームは改正の前後を通じて困難なスキームではないかと考えられます。

【図 5-2】



注)6 この点の解釈についてはバブコメ回答106を参照。

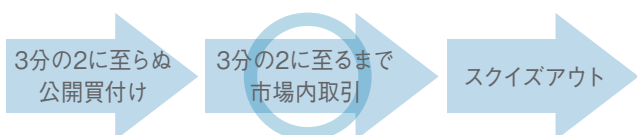
本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

第6 二段階買収における3分の2未満の下限(○→×)

1 Before

第2の1で述べたとおり、改正前金商法のもとでは、市場内取引は公開買付け規制の適用対象外であったため、いわゆる二段階買収(公開買付け+スクイズアウト手続)における公開買付けの下限を、スクイズアウトを確実にする総議決権の3分の2とせず、公開買付けの結果がこれに満たなかった場合には、市場内取引等により追加取得をしたうえで、そののちに、スクイズアウト手続に移行することも可能でした。

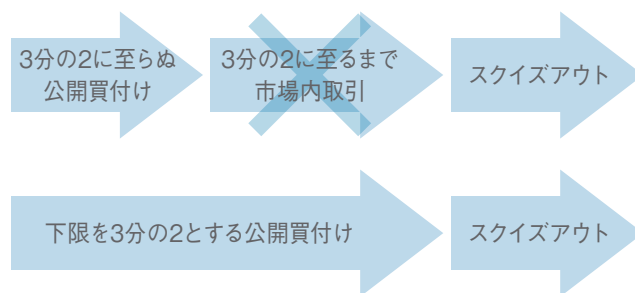
【図 6-1】



2 After

第2の2で述べたとおり、令和6年改正により、株券等所有割合が30%超となる市場内取引も公開買付け規制の対象となったため、僅少な買付け等(金商法施行令7条3項注7)に該当しない限り、二段階買収における公開買付けにおいては総議決権の3分の2を下限とする例が増えるのではないかと考えられます。なぜなら、そうしない場合には、3分の2に至るまでの追加取得も公開買付けによらねばならず(2回公開買付けをしなければならず)、通常は、スケジュール的にも経済的にも合理性が乏しいからです。

【図 6-2】

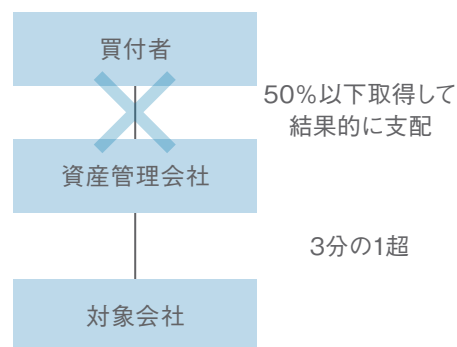


第7 50%を超えない間接取得(×→○)

1 Before

改正前金商法のもとでは、株券等所有割合3分の1超の対象会社株式を所有する資産管理会社を結果的に支配する場合には(いわゆる間接取得)、公開買付け規制の潜脱にあたるとして対象会社に対する公開買付けも要すると解釈されてきました(改正前公開買付けQ&A問16)。改正前公開買付けQ&Aにおける資産管理会社の総議決権の過半数(50%超)取得への言及は例示であって、それ以下の取得を通じて資産管理会社を結果的に支配する場合には抵触リスクがありました。

【図 7-1】



注)7 立案担当者政府令解説16頁以下。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

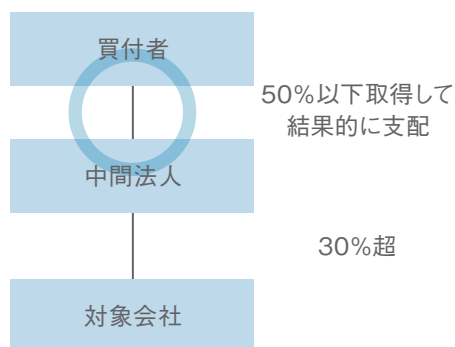
2 After

令和6年改正により、間接取得のうち次のものが「買付け等」に該当することとなり（他社株府令2条の2第2号）、公開買付け Q&Aからも「…など、結果的に支配する場合」というキャッチオール的文言がなくなって他社株府令の左記条項のみが言及されるようになりました（公開買付けQ&A問9）。

- ①株券等を所有する法人等（以下、仮に「中間法人」といいます）の株式又は出資の有償の取得であって、当該取得後の中間法人に対する議決権所有割合が新たに50%を超えることとなること
- ②専ら当該株券等を取得し、又は当該株券等に係る議決権の行使について中間法人に対して指図を行うことを目的として行うものであること

したがって、今後は、中間法人の株式の総議決権の50%以下の取得にとどまる限り、結果的に又は事実上中間法人を支配し、対象会社に重大な影響を及ぼせるようになったとしても、中間法人が対象会社の株券等所有割合の30%超を所有している場合でも、対象会社に対する公開買付けを実施する必要はないと考えられます。

【図 7-2】

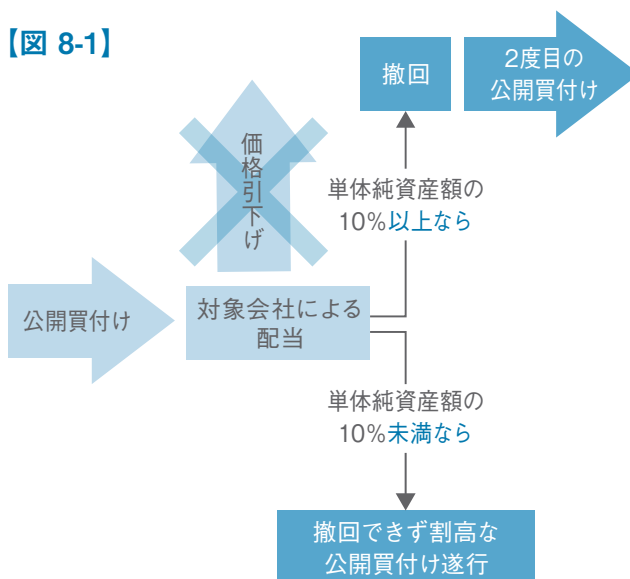


第8 対象会社が公開買付期間中に配当した場合等の価格引下げによる公開買付け維持 (X→O)

1 Before

改正前金商法のもとでは、公開買付期間中に、剰余金配当が実施された場合であっても、公開買付価格の引下げが認められておらず、かつ、配当額が単体純資産額の10%未満である場合には、金商法施行令14条1項1号ネに定める「イからツまでに掲げる事項に準ずる事項」として、公開買付届出書に記載していたとしても、公開買付けを撤回することができませんでした（公開買付けQ&A問39）。このため、対象会社が公開買付期間中に配当を実施すると、公開買付けを撤回できる場合には、公開買付けを撤回して価格を変更したうえで再度公開買付けを実施しなければならず、公開買付けの撤回が認められない規模にとどまる配当が実施された場合には、割高な公開買付けの遂行を強いられるリスクが買付者がありました（対象会社にとっては配当による防御活動が可能でした）。

【図 8-1】

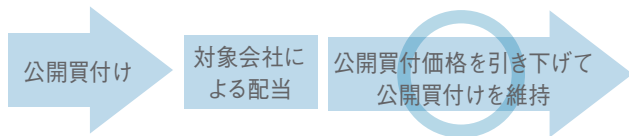


本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

2 After

令和6年改正の前後で撤回に関する公開買付けQ&A問39の内容は変わっていませんが、令和6年改正により、公開買付け期間中に対象会社が剰余金の配当を行った場合や公開買付けの決済開始日より前の日を基準日として対象会社が剰余金の配当を行う旨の決定をした場合には、配当により1株に対して割り当てられる配当財産の価額又は金銭の額を公開買付価格から控除した額を下限として、公開買付価格を引き下げることが可能となりました(金商法27条の6第1項1号、金商法施行令13条1項3号、他社株府令19条1項3号)。これにより、対象会社が公開買付け期間中に配当を実施等しても、買付者は公開買付価格を引き下げることにより、公開買付けを維持できることとなりました。

【図 8-2】



<凡例> (法令等は断りのない限り令和6年改正後のもの)

金商法	金融商品取引法
改正前金商法	令和6年改正前の金融商品取引法
金商法施行令	金融商品取引法施行令
他社株府令	発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令
公開買付けQ&A	金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&A」
改正前公開買付けQ&A	令和6年改正前の金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&A」
パブコメ回答	金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方(公開買付制度関連)」(2025年7月4日)
立案担当者法解説	野崎彰ほか「公開買付制度に係る金融商品取引法等の改正」旬刊商事法務2363号11頁
立案担当者政府令解説	新谷垂紀子ほか「公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令等の改正等の解説」旬刊商事法務2402号14頁

以上

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋及び上海にオフィスを構え、ジャカルタではデスクを開設しており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。