

研究員 の眼

芝浦電子の公開買付け ヤゲオの TOB 成立

保険研究部 研究理事 松澤 登
(03)3512-1866 matuzawa@nli-research.co.jp

芝浦電子の M&A 攻防については以前の「[研究員の眼](#)」で途中経過を報告した¹。今回は、当初、敵対的買収を仕掛けていたヤゲオが公開買付けに成功したとのリリースを行ったため、その内容を検証する²。

簡単に経緯を振り返ると、2025 年 2 月 5 日に台湾の電子部品メーカーであるヤゲオ(YAGEO)は芝浦電子を 1 株当たり 4300 円で公開買付けすることを公表した。公開買付けとは、市場外で不特定多数の株主から大量に株式を取得する際の手続きである（金融商品取引法 27 条の 2 第 6 項）。

芝浦電子はヤゲオの買収にシナジーが認められないとしてホワイトナイトを模索した結果、ミネベアミツミが同年 4 月 10 日、1 株当たり 4500 円での友好的買収を発表した。ミネベアミツミは、ヤゲオが 4 月 17 日に買付価格を 5400 円にすると公表したことを受け、5 月 2 日より芝浦電子 1 株当たりの買付価格を 5500 円に上げて公開買付けを開始した。他方、ヤゲオは 5 月 9 日から芝浦電子 1 株当たり価格をさらに上げ、6200 円で公開買付けを開始した。

これを受け、芝浦電子は 5 月 21 日付けで、5 月 1 日に出したミネベアミツミの公開買付けへの賛同意見は維持するものの、5 月 1 日付で株主に応募を推奨していたものを、中立へと意見を変更した³。また、ヤゲオの公開買付けには意見を留保することとした⁴。

ミネベアミツミは 8 月 14 日に買付価格をヤゲオと同額の 6200 円まで引き上げた。しかしヤゲオが 8 月 21 日に買付価格を 6635 円まで引き上げると、同日ミネベアミツミは 6200 円を超えて価格競争には応じない旨を公表した⁵。ミネベアミツミは 9 月 12 日に買付結果を公表したが、買付下限株式数が約 754 万株であったのに対して、応募株式数が 356 万株しかなく公開買付けは不成立に終わった⁶。

このような結果に終わったのはいくつか理由があると思われるが、二つだけ述べる。まず 6200 円が

¹ 研究員の眼「芝浦電子に対する M&A 攻防―公開買付け期間の延長」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=83023?site=nli>

² https://www.yageo.com/jp/PressRoom/Content/press_room?category=ir_pr&news_id=20251003&page=1 参照。

³ <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02620/29c5a659/80f1/44e6/bc20/5a0820325dec/140120250521560362.pdf> 参照。

⁴ <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02620/61a35016/7436/43bf/8f42/d0a2846ff07e/140120250521560361.pdf> 参照。

⁵ https://www.minebeamitsumi.com/news/press/2025/1210417_20342.html 参照。

⁶ https://www.minebeamitsumi.com/news/press/2025/_icsFiles/afieldfile/2025/09/12/press_release_20250912.pdf 参照。

経済的に説明可能な金額の上限に近かったということである。ミネベアミツミが大和証券に芝浦電子の株価の算定依頼をしたところ、4つの価格帯が示された⁷。そのうち最も高い金額を示したディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）⁸でも4116円～6300円であった⁹。この客観的第三者の評価を超える公開買付価格を設定する場合、公正価値を上回る「高値掴み」ではないかとの懸念が生じ、ミネベアミツミは自社株主に対する説明責任を負うこととなる。ヤゲオが6635円まで公開買付価格を引き上げたときに、すでにミネベアミツミは価格面では打つ手がなくなっていたと考えられる。

もう一つの要因は、公開買付期間の長期化である。ミネベアミツミは公開買付価格を引き上げないとしたリリースの中で「外為法のクリアランス¹⁰を取得できないまま2度にわたりその待機期間が延長される¹¹という異例中の異例の状況が続いています」と記載しており、8月28日の公開買付期間を延長することはないとしている。報道でも「他の戦略的投資案件に着手できない」¹²との経営者からの発言が見られる。ミネベアミツミの公開買付期間はその後、ヤゲオの公開買付条件の変更等に基づく訂正届出書の提出を受けて延長され、結局9月11日までとなった。ミネベアミツミの公開買付けには、5月2日以降、合計91営業日という期間を要した。これは、金融商品取引法の定める公開買付期間の基準である60営業日を大幅に上回っている。これが違法ということではないが、芝浦電子の株主、ミネベアミツミの株主を長期的に不安定な立場に置き、ミネベアミツミの経営戦略に影響を及ぼしたのは想像に難くない。

このようにミネベアミツミの公開買付けが不成立に終わったのち、芝浦電子はヤゲオとの面談や現場視察などを通じて、ヤゲオによる買収によりシナジーが得られるとして、事業運営方針等に関する合意書を締結した。そのうえで9月16日付で、ヤゲオの公開買付けに賛同し、芝浦電子株主にも応募を推奨する旨の意見変更を行った¹³。この時点で友好的な買収に変わったといえる。

結果、冒頭に述べた通り、ヤゲオは公開買付けに成功した。同リリースによれば87%に相当する株式の応募を受けたとのことである。公開買付期間は10月20日までで計112営業日、価格は最終的には1株当たり7130円である。

ヤゲオの外為法クリアランス取得には2月6日の届け出から9月2日まで7か月も要したことから、政府としても判断のむづかしい案件だったと推察される。そのような案件において、日本基準から見れば経済的に説明のつかない買付価格設定が行われた点は、今後の検討課題である。最終的には友好的買収に変わったものの、今後の経済安全保障の確保に係る官民の役割の在り方等について問題を投げかけたと考えられる。

⁷ https://www.minebeamitsumi.com/news/press/2025/_icsFiles/afieldfile/2025/05/01/press_release20250501.pdf 参照。

⁸ 企業の予想将来収益に基づき生まれるキャッシュフローを、リスクや時間の経過を考慮した割引率で割り引いて、そのキャッシュフローの現在持っている価値として算出する方法。

⁹ そのほか、市場株価法（2025年2月5日基準）が3135円～3279円、市場価格法（2025年4月9日基準）が3720円～4456円、類似会社比較法が2857円～3877円とより低い金額が示されている。

¹⁰ 外為法クリアランスとは、外国為替および外国貿易法（外為法）に基づく事前届け出制度で、外国投資家が経済安全保障上重要な企業（防衛、通信、エネルギー、半導体など）の買収にあたって、日本政府が日本の安全保障に支障がないかを審査する制度である。

¹¹ 審査中は株式の取得が禁止される（外為法27条2項）。また安全保障上問題があると判断されるときには、定められた期間内における株式取得の中止勧告がおこなわれる（同条5項）。

¹² 日経新聞 2025年10月5日7面、ミネベアミツミ貝沼吉久最高経営責任者発言部分

¹³ <https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02620/12b9d25e/84d5/4edd/b567/fdeb7341b681/140120250916558420.pdf> 参照。