

2025 年 7 月 11 日 全 11 頁

データから学ぶ TOB（株式公開買付け）

TOB の拡大が示す、企業戦略の新局面

マネジメントコンサルティング部
主席コンサルタント 弘中秀之

[要約]

- 株式公開買付け（TOB）が近年増加している。本稿では、2020 年から 2025 年 6 月末までのデータを基に TOB の種類やその使われ方、傾向を調査した。
- TOB は大きく二つに分類できる。一つは、ある会社が他の会社の株式を取得するために行う「他社株 TOB」、もう一つが、自己株式を取得するために行う「自社株 TOB」となる。
- 2024 年は過去最多 127 件の TOB が実施され、前年比 21.0%の増加となっている。2025 年は半年が経過した 6 月末時点で 81 件と過去最速のペースで増加しており、このままの傾向が続けば、過去最多件数に達する。
- 2024 年は、M&A 案件ベースでは 95 件の他社株 TOB が行われた。内訳を見ると、第三者による TOB が 51 件と最も多く、次に親会社による子会社または関連会社を対象とする TOB が 26 件、続いて、MBO を目的とした TOB が 18 件であった。自社株 TOB は 29 件であった。
- 2025 年に入り TOB は昨年を上回るペースで増加している。特徴としては、今までに類を見ないような大型のグループ再編・業界再編、業界を跨いだ再編が行われており、その実現手段として TOB が利用されている。
- 日本は世界的に見て上場会社数が多く、東京証券取引所は、「日本市場の魅力向上に向けて、上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視」する方針を打ち出している。今後、各上場会社が経営の「質」を高めていく過程において、M&A は当然検討される打ち手の一つとなり、その実現手段として TOB はこれからも暫くは増えていくことが想定される。

1. 株式公開買付け件数の推移

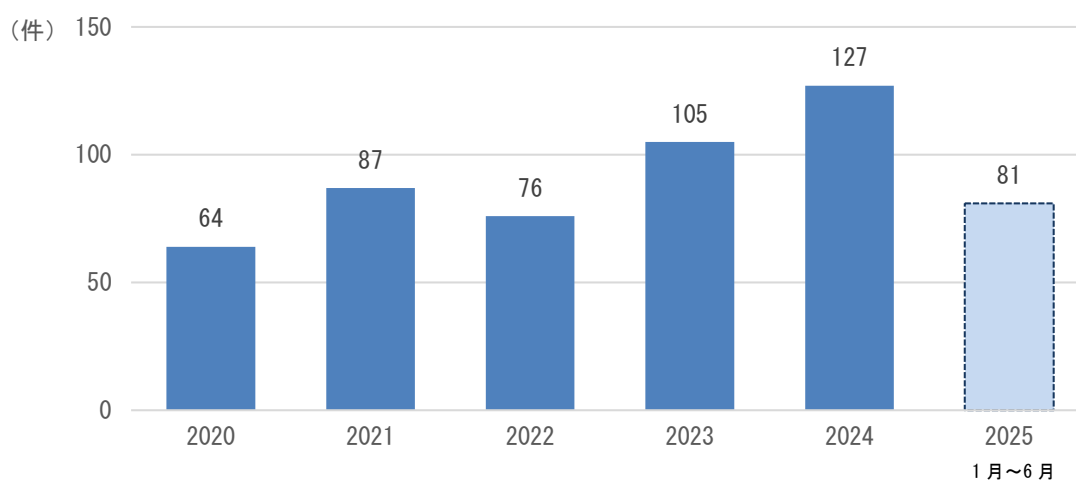
株式公開買付け（TOB）が近年増加している。TOB は、有価証券報告書提出会社（主に上場会社）の株式を対象¹に買付価格や買付株数、期間等を定め、対象会社の完全子会社化や子会社化、3分の1超の株式取得の際等を実施されるイメージがあると思われる。しかし、TOB にどのような種類があり、どのように利用され、どのような傾向があるのかはあまり知られていないと思われる。

そこで本稿は、制度面からではなく、データを使い TOB への理解を深めることを目的に、2020 年から 2025 年 6 月末までの期間に適時開示され、本稿執筆時点（2025 年 7 月 1 日）までに開始された TOB に関し、その使われ方やデータを調査し、TOB の分類や内訳、内訳ごとの件数推移を整理した。また、2024 年の TOB データを基に TOB 実施会社と TOB 対象会社の傾向の整理も行った。

なお、集計にあたっては、例えば 2024 年に適時開示され、TOB 開始条件に定められた海外の競争法に基づく必要な許認可の取得に時間を要し、適時開示の翌年 2025 年に TOB が開始されるような場合もあるが、本稿では適時開示が行われた年を基準とし 2024 年案件として集計した。適時開示されても TOB が開始されていない場合は集計対象外とした。

TOB 件数は、図表 1 のとおり増加傾向にあり、2022 年に一時的に減少しているものの増加傾向が続いている。2024 年は 127 件の TOB が実施され、前年比 21.0%の増加となっている。2025 年は半年が経過した 6 月末時点で 81 件と過去最速のペースで増加しており、このままの傾向が続けば、過去最多件数に達する。

（図表 1）TOB 件数の推移グラフ



出所：スピーダおよび各社開示資料より大和総研作成

¹ [金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」](#) 問1 回答より

2. TOB の分類

では、どのような TOB が行われているのだろうか。その内訳を示したものが図表 2 である。

TOB は大きく二つに分類できる。一つは、ある会社（者）が他の会社の株式を取得するために行う TOB であり、本稿では、「他社株 TOB」と定義する。もう一つが、自己株式を取得するための TOB であり、本稿では「自社株 TOB」と定義する。

他社株 TOB は、株式の発行者（TOB 対象会社）以外の会社（者）が TOB 対象会社（の株式）に対して行う TOB であり、自社株 TOB は株式の発行者自身が自社（の株式）に対して行う TOB と整理することもできる。

（図表 2）TOB 件数の推移内訳						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TOB件数	64	87	76	105	127	81
他社株TOB	56	69	58	79	98	61
自社株TOB	8	18	18	26	29	20

1月～6月

出所：スピーダおよび各社開示資料より大和総研作成

（1）他社株 TOB の使われ方

他社株 TOB は、以下のようなケースで利用される。

- ① TOB 対象会社の完全子会社化、子会社化、関連会社化を目的に行う TOB
(TOB 対象会社との間に親会社等の資本関係がない第三者による TOB)
 - ② 上場子会社または上場関連会社の完全子会社化を目的に行う TOB
(TOB 対象会社との間に親会社等の資本関係がある会社による TOB)
 - ③ TOB 対象会社の経営陣が非上場化を目的に行う TOB (MBO：Management Buyout) 等
- 一般的には、この他社株 TOB を前提に TOB の動向等が語られるケースが多い。

（2）自社株 TOB の使われ方

一方、自社株 TOB は、上場会社が特定の株主から自社の株式を取得する際に主に利用される。例えば、昨今増加している株式持ち合い解消の際に、出来高が少なく、市場にて売却が行われると株価への影響が懸念されるような場合に、資本効率向上や株主への利益還元の視点、特定株主の意向等を総合的に勘案の下、自社株 TOB が行われる。

その他に、第三者による TOB が行われる際に、一定割合の株式を保有する特定株主がいる場合に、多段階の TOB が行われ、そのストラクチャーの中で自社株 TOB が利用されることがある。

例えば、二段階 TOB が行われる際の第一段階において、当該第三者自体は TOB を実施せず、TOB 対象会社自らが特定株主から自社株を取得するための自社株 TOB を実施し、特定株主を退出

させた後に、第二段階で当該第三者が他社株 TOB を行う方法で利用される。案件によっては、第一段階が他社株 TOB、第二段階が自社株 TOB の場合もあれば、三段階 TOB の中で自社株 TOB が 2 回利用されるケースもある。

このような多段階 TOB の中で自社株 TOB を利用する場合、当該第三者が全株式を対象にした他社株 TOB を行う買収ストラクチャーと比較し、当該第三者は自社株 TOB に要する資金分、必要なキャッシュが削減されるため、当該第三者自身にとっては少ないキャッシュアウトにて目的を達成することが可能となる。

(3) TOB の分類別の違い・傾向

他社株 TOB と自社株 TOB を比較すると TOB 価格に関して特徴的な違いがある。他社株 TOB では、上場維持を前提に特定株主のみから株式を取得するようなケースを除けば、多くの株主から多くの株式を取得する必要があるため市場株価にプレミアムを付けた価格に決定される場合が多い。一方で、自社株 TOB においては、特定株主からの株式取得を目的としていることが多いため、特定株主以外の他の株主が応募しないように市場株価より低い株価にて TOB が行われる（ディスカウント TOB）場合が多い。

他社株 TOB および自社株 TOB の件数推移を見ると、ともに増加傾向にある。伸び率で見ると、他社株 TOB の方が大きく、2024 年は、他社株 TOB が 98 件（前年比+24.1%）、自社株 TOB は 29 件（同+11.5%）となっている。2025 年は 6 月末の半年が経過した時点で他社株 TOB 61 件、自社株 TOB 20 件とそれぞれ前年を上回るペースで増加している。

多段階 TOB の実施件数を見ると、2024 年の内訳は、二段階 TOB 4 件、三段階 TOB が 1 件であり、2025 年は、二段階 TOB 1 件となっている。

3. 他社株 TOB の内訳（2024 年実績データより）

(1) 他社株 TOB の推移

2024 年は 98 件の他社株 TOB が適時開示され、開始されている。この 98 件の内訳を見てみると、2024 年は二段階 TOB において両段階とも他社株 TOB で行われたものが 3 件あり、これら二段階 TOB の重複を調整し各 1 案件とカウントすると、M&A 案件ベースでは 95 件の他社株 TOB が行われたことになる。

95 件の TOB を分類すると、第三者による TOB が 51 件と最も多く行われており、前年と比較して+54.5%と大きく伸びている。次に親会社による子会社または関連会社を対象とする TOB が 26 件（前年比-3.7%）、続いて、MBO を目的とした TOB が 18 件（同±0%）となっている。2024 年は、前年比で見ると「子会社または関連会社を対象とする TOB」、「MBO を目的とした TOB」は伸びてはいないが、2025 年は 6 月末までに「MBO を目的とした TOB」は 13 件となっており、単純平均換算ではあるが前年比 4 割超のペースで増加している。

(図表 3) 他社株 TOB (M&A 案件ベース) の推移内訳

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
他社株取得TOB件数	56	69	57	78	95	60
		23.2%	-17.4%	36.8%	21.8%	
第三者によるTOB	28	34	22	33	51	33
		21.4%	-35.3%	50.0%	54.5%	
子会社・関連会社TOB	16	17	22	27	26	14
		6.3%	29.4%	22.7%	-3.7%	
子会社TOB	12	14	12	17	13	9
関連会社TOB	4	3	10	10	13	5
MBO	12	18	13	18	18	13
		50.0%	-27.8%	38.5%	0.0%	

1月~6月

注：多段階で実施された他社株 TOB はあわせて 1 件としてカウント

出所：スピーダおよび各社開示資料より大和総研作成

(2) 他社株 TOB の不成立・撤回の状況

他社株 TOB が開始されたものの不成立や撤回されるケースもある。2024 年に適時開示され、その後開始された TOB のうち、5 件が不成立・撤回となっている。不成立案件としては、TOB 開始後に他の買付者が現れ、そちらの TOB が成立した C&F ロジホールディングスを対象としたもの等があった。撤回案件は、事前同意がない状態で TOB が開始され、その後撤回された牧野フライズ製作所を対象としたものであった。

不成立・撤回となった TOB の実施主体の属性を見ると、上場会社が 4 件、ファンドが 1 件であった。

(3) 他社株 TOB 後の上場維持、非公開化の選択

TOB には、対象会社の上場維持を前提にするものと、非公開化を前提にするものがある。

2024 年は、上場維持を前提とした他社株 TOB が 20 件 (21.1%、うち 1 件は不成立) あり、非公開化・上場廃止を前提とした TOB は 75 件 (78.9%) であった。上場維持前提での成立した TOB の内訳は、対象会社の子会社化や関連会社化を目的としたものが 17 件あり、TOB 実施後に議決権所有割合が過半数を超えたものは 13 件、20%以上 50%以下は 4 件であった。TOB 実施後に議決権所有割合が 20%未満のものが 2 件であった。

上場維持前提の TOB は、対象会社の親会社や特定株主からのみの株式取得を前提にディスカウント TOB を行っているケースもあれば、不特定多数の株主からの株式取得を前提にプレミアムを付けた TOB 価格としているケースもある。

4. グラフから見る他社株 TOB の傾向（2024 年実績データより）

2024 年における他社株 TOB を実施した会社と TOB の対象となった会社を市場別、属性・会社規模別、属性・業種別、および買付代金別に図表 4 のとおりグラフ化し整理した。

市場別で見ると、TOB 実施会社は「東証プライム」、TOB 対象会社は「東証スタンダード」に所属する会社が多い。

属性・会社規模別に関しては、上場会社は時価総額規模別に集計し、TOB 実施会社の中で上場していない会社（事業会社、ファンド、MBO 実施を目的に設立された会社等）は「非上場」として集計した。なお、上場会社の 100%子会社が TOB を実施している場合はその上場会社を実施会社とした。集計結果は、TOB 実施会社に関しては「非上場」会社が多く、次に時価総額「1,000 億円超」の大規模な会社が続く。TOB 対象会社は TOB 実施会社とは逆に、時価総額が比較的小さい「100 億円以下」の会社が約半数を占め、同「50 億円以下」の会社も 26%あった。一方で、時価総額「1,000 億円超」の会社も 14%存在する。その内訳を見ると、大規模な会社やファンドによる大規模な会社を対象とした TOB が行われており、重要な経営戦略や投資戦略が実行に移されていることが伺える。

TOB 買付代金（公開買付届出書の記載の買付対象株式購入資金総額）に関しては、「50 億円以下」と「100 億円超 500 億円以下」の二つの区分が 31%と多かった。TOB 買付代金と TOB 対象会社の時価総額は関連するため、両グラフはある程度似た構成になっている。一方で、TOB 買付代金「1,000 億円超」も 12%あり、比率としては多くはないが、取引金額としては最大の区分となる。

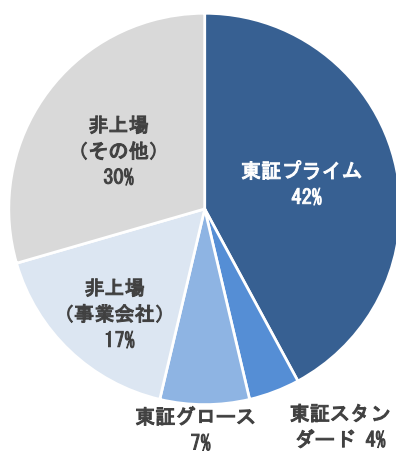
属性・業種別の分類も行った。TOB 実施会社に関しては、上場会社の業種を東京証券取引所 TOPIX-17 シリーズの分類に基づき整理し、上場していない事業会社を「非上場（事業会社）」、ファンドや MBO 実施を目的に設立された会社等を「非上場（その他）」として集計した。

属性・業種別で見ると、TOB 実施会社は「非上場（その他）」が 28 社と最多であった。次に「情報通信・サービスその他」が 17 社と続く。この 17 社の内訳を見ると、「情報通信業」が 10 社、「サービス業」7 社となっており、TOB を実施した上場会社としては、「情報通信業」が最多であった。

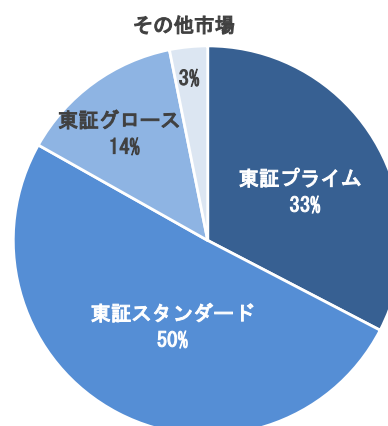
TOB 対象会社は「情報通信・サービスその他」が 37 社と最多であり、他の業種より 3 倍以上多くなっている。この 37 社の内訳を見ると、「情報通信業」が 23 社、「サービス業」12 社、「その他製品」2 社となっており、「情報通信業」を対象にする TOB が最多であった。

(図表 4) 2024 年他社株 TOB (M&A 案件ベース) の傾向

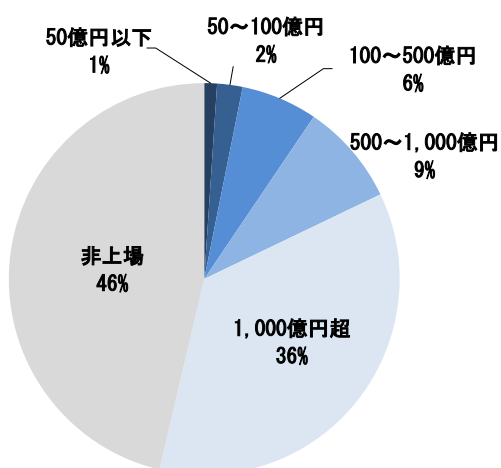
TOB 実施会社市場別



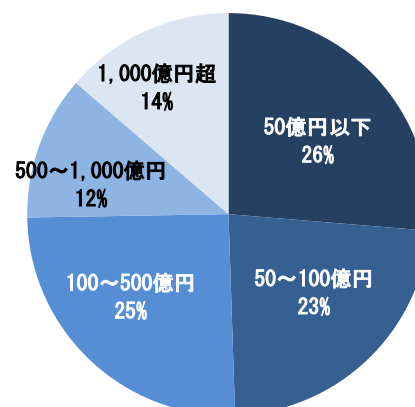
TOB 対象会社市場別



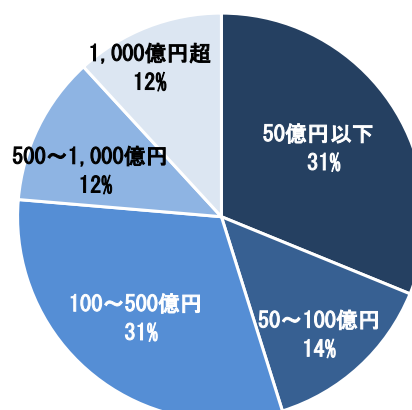
TOB 実施会社属性・規模 (時価総額) 別内訳

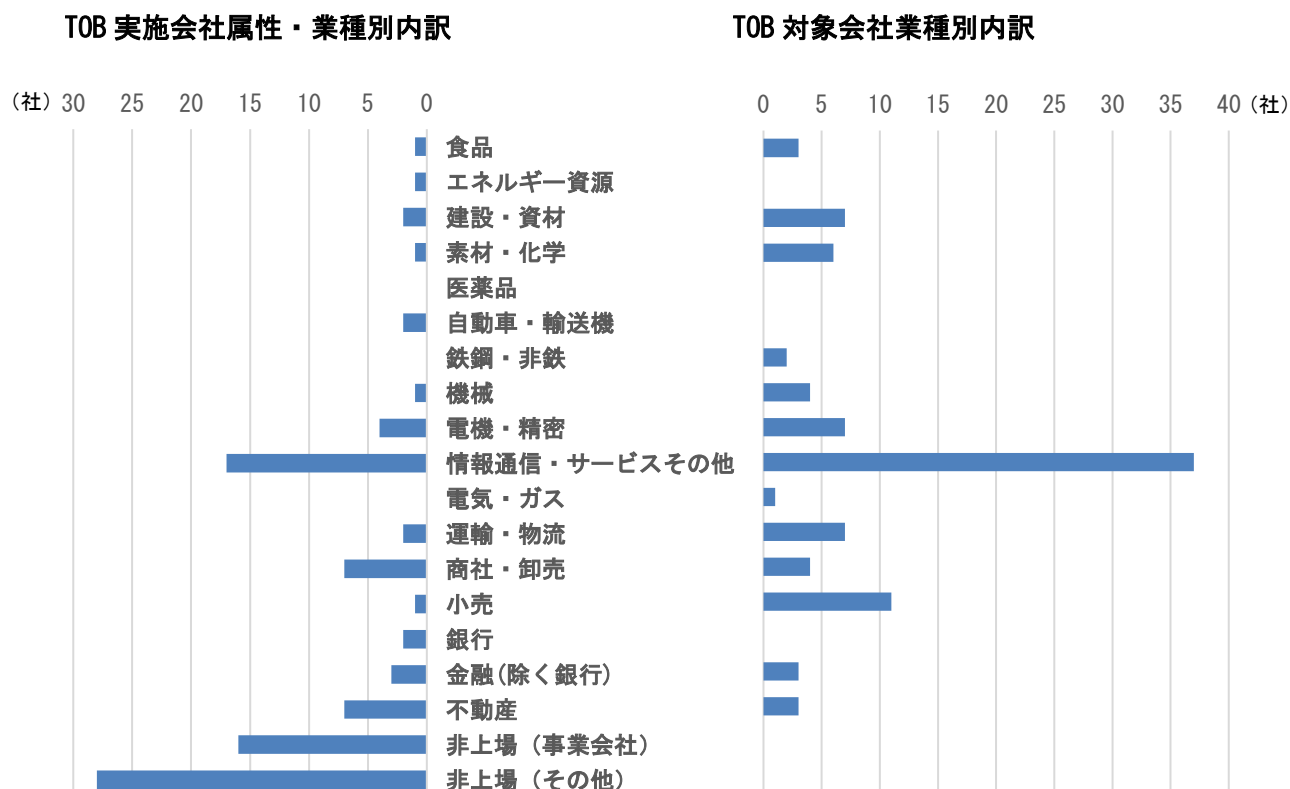


TOB 対象会社規模 (時価総額) 別内訳



TOB 買付代金 (公開買付届出書の記載の買付対象株式購入資金総額)





注：2024 年に適時開示され開始された他社株 T0B95 案件（M&A 案件ベース）を対象に集計

注：時価総額は、T0B 公表日の前営業日終値株価を基に算出（自己株式除く）

注：上場会社の 100%子会社が T0B を実施している場合はその上場会社を実施会社として集計

注：業種の内訳は、上場会社に関しては、東京証券取引所 T0PIX-17 シリーズの分類を基に集計

出所：スピーダおよび各社開示資料より大和総研作成

5. 自社株 T0B の内訳（2024 年実績データより）

2024 年に開示された自社株 T0B は、29 件（前年比+11.5%）あり、その内訳は、特定株主からの取得を目的とした自社株 T0B が 26 件、多段階 T0B の中で行われた自社株 T0B が 3 件であり、この年に不特定株主からの取得を目的とした自社株 T0B の実施はなかった。

多段階 T0B の中で行われた自社株 T0B の内訳は、1 件が二段階 T0B の第一段階で行われたもので、2 件が三段階 T0B の一段階目と二段階目に行われたものであった。

特定株主からの取得を目的とした自社株 T0B26 件のうち、前日終値と比較し、ディスカウントとなる T0B が 25 件、プレミアムの付いた自社株 T0B が 1 件であった。

ディスカウント率については、市場株価の公表日前日終値または過去 1 カ月間の終値平均を基に 10%のディスカウントを行い決定しているケースが多いが、資産管理会社等の特定株主からの取得に関しては、少数株主の保護を目的に 10%超のディスカウントが行われているケースもある。

プレミアムの付いた自社株 TOB1 件は、過去 1 カ月間の終値平均を TOB 価格として決定しており、前日終値と比較すると 5%を上回るプレミアムが付いたものであった。特定株主以外からの応募があったものと思われ、結果として買付予定数を 12 倍以上上回る応募数となり、あん分比例方式により決済が行われている。

自社株 TOB は、利用されるケースは限られているものの、株式持ち合いの解消等で売却検討対象となる株式が増加している中、売却ストラクチャーの一つとして増加している他、他社株 TOB のストラクチャーの一つとして活用されている。

6. 2025 年（1 月～6 月）の TOB の状況と特徴

冒頭でも述べたとおり、2025 年に入り TOB は昨年を上回るペースで増加している。特徴としては、今までに類を見ないような大型のグループ再編・業界再編、業界を跨いだ再編が行われており、その実現手段として TOB が利用されている。

2025 年 5 月 8 日に NTT による NTT データへの TOB が公表された。これは単なる上場親会社による上場子会社の完全子会社化というグループ再編の範疇に留まらず、ICT 業界にインパクトを与える再編型の大型 TOB と言える。6 月 3 日に公表された豊田自動織機を対象としたトヨタグループの再編（本稿執筆時点で TOB が開始されていないため 2025 年件数には未計上）も、単なるグループ再編の域に留まらない大型再編と言える。

5 月 29 日に公表された NTT ドコモによる住信 SBI ネット銀行への TOB は、NTT ドコモの親会社である NTT、住信 SBI ネット銀行の株主である SBI ホールディングスおよび三井住友信託銀行の資本提携や業務提携も関係する業界を跨いだ再編型の大型 TOB となる。

また、海外の事業会社による日本の会社への国を跨いだ大型 TOB として、2025 年 2 月 5 日に台湾のヤゲオによる芝浦電子への TOB が公表され、5 月 9 日から開始されている（6 月末時点で継続中）。この他に海外の事業会社による日本の会社への国を跨いだ TOB としては、台湾 Silitech Technology Corporation による FDK への TOB が 2 月 12 日公表され 3 月 13 日に終了、成立している。TOB は開始されていないが、カナダのアリマンタシオン・クシュタールによるセブン&アイ・ホールディングスへの買収提案等の動きが昨年から継続している。

経済産業省が「対日 M&A 活用に関する事例集」²を作成し、海外資本を活用した「企業変革・経営改善・飛躍的成長」を日本企業の経営課題解決や成長の加速に向けた選択肢の一つとして提示する等の動きもあり、今後国を跨いだ TOB は増加していく可能性がある。

ヤゲオによる芝浦電子への TOB に関しては、この公表を受け、ミネベアミツミによる芝浦電子への対抗 TOB が 5 月 2 日から開始される等、一つの TOB に関連し他の動きが始まるようなケースもある。2025 年に入り、TOB の件数の増加だけではなく、上記に挙げたようなインパクトあ

² 「対日 M&A 活用に関する事例集」 ～海外資本を活用して、企業変革・経営改善・飛躍的成長につなげた日本企業のケーススタディ～ 経済産業省（2023 年 4 月 19 日）より

る TOB が動いており、今後のこれら案件の展開やどのような新しい動きが始まるのかが注目される。

7. TOB 増加の背景と今後の見通し

日本は世界的に見て上場会社数が多い。東京証券取引所は、「日本市場の魅力向上に向けて、上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視」³する方針を打ち出している。

上場会社としても、マーケットから持続的な成長や中長期的な企業価値の向上を求められ、要求されるレベルも毎年高まっている状況にある。この期待に応えるための成長戦略の策定や資本効率改善策の検討、事業ポートフォリオの見直しを実行していく必要があり、成長性や収益性の高い注力事業領域の会社獲得の他、資本効率性等を見極め、上場子会社・関連会社の完全子会社化や他社への売却が選択肢の一つとなる。

上場会社の中には、取引所の上場維持基準として規定される時価総額基準を満たしていない会社もあり、そのような会社は、自力での成長が難しい場合、他社を買収し規模の拡大を目指すのか、他社との経営統合を目指すのか、他社へのグループ入りして非上場化を目指すのかといった検討が喫緊の課題になっている。

このように、様々な施策検討の中で、M&A が、東京証券取引所の重視する「質」を高めていくための打ち手の一つとなる。

また、2023 年 8 月に経済産業省より「企業買収における行動指針」⁴が公表され、M&A や TOB がこれまで以上に促進される環境が整ってきている。

M&A は、多くの会社の成長戦略の施策として掲げられる時代となった。現状は、その対象を自社より規模の小さい非上場会社を前提に考えている会社も多いと思われるが、日本に上場会社数が多いということは、すなわち TOB の対象となる会社が多くあるということであり、今後は、上場会社による上場会社をターゲットとする M&A が増加していくだろう。また、TOB による事業拡大を模索していた会社が逆に突然、思わぬ会社から TOB のターゲットとされ驚くようなケースも出てくるであろう。上場していることにより、今まで以上に、上場会社間の緊張関係が生じる時代へと変化してきていると言えるだろう。

同意なき TOB を仕掛けられた会社が、その対抗措置としてホワイトナイトとなる他の事業会社やファンドを探し、そこに買収されるようなケースも増えてくる可能性がある。MBO が検討さ

³ [『「資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について』東京証券取引所 上場部（2024 年 8 月 30 日）より](#)

⁴ [「企業買収における行動指針」経済産業省（2023 年 8 月 31 日）](#)

れるケースも出てくるであろう。

今後、このような買収や経営統合の検討が多くの会社の中で日常業務の一つとして行われるようになってくることが考えられる。

また、昨今の再編の動向を見ると、“部屋の中の象”のように、誰もが企業価値向上のために解決が必要なことを理解していながら気付かないふり、対応の先送りをしていた大きな問題に正面から向き合い解決すべき局面に日本企業が入ってきたと考えられる。

ここまで述べてきたような様々な課題解決の実現手段として TOB はこれからも暫くは増えていくことが想定される。攻めのためにも守りのためにも、経営の質を高め企業価値向上を図るための経営戦略を検討し、遂行していくことが重要となる。

—以上—