

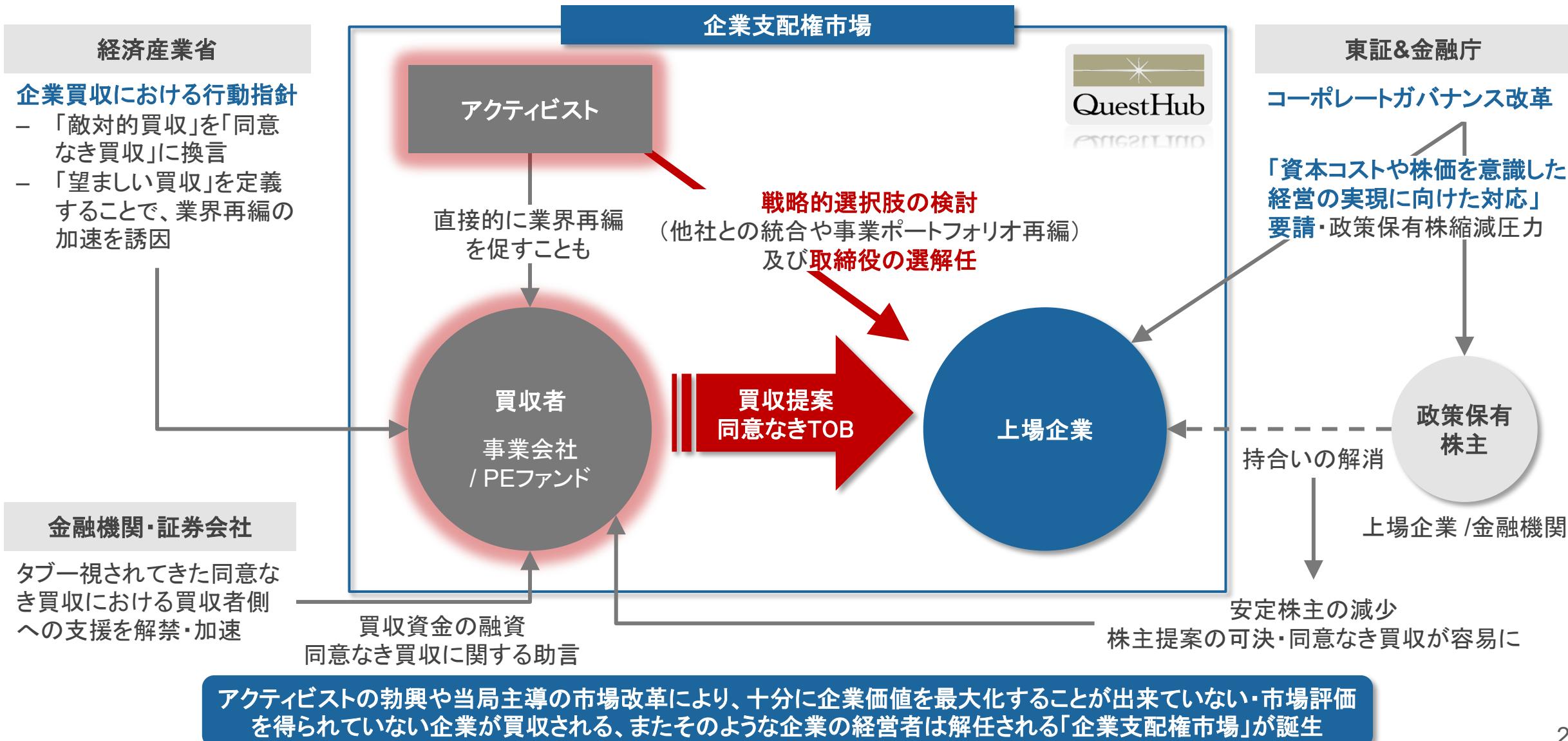
# 『買収提案を受けた上場企業社外取締役はどう振る舞うべきか』

## 不公正な非公開化プロセスがアクティビストによる介入や公開キャンペーンを招いた事例

セミナー資料  
2025年7月

株式会社QuestHub

QuestHubは企業支配権市場のプロフェッショナルファームとして、「企業価値最大化計画の策定」から「アクティビストへの対応」や「同意なき買収への対応」をご支援



# 指針策定後の同意なき買収・対抗提案の完了事案は5件あり、内2件にQuestHubは関与

「企業買収における行動指針」以降における同意なき買収・対抗提案<sup>1</sup>案件(完了)

QuestHubがアドバイザーとして関与

買収提案者 (時価総額 <sup>2</sup> )	対象会社 (時価総額)	取引概要
ニデック 4兆3,922億円	TAKISAWA 95億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>本件以前 対象会社はニデックからの資本業務提携(第三者割当増資)の提案を謝絶</li> <li>23年7月 <b>ニデックが同意なきTOBを公表(予告)</b></li> <li>9月 買収防衛策に基づく約1か月の検討を経て、<b>対象会社が賛同表明</b></li> <li>24年1月 ニデックによるTOBが成立、対象会社上場廃止</li> </ul>
第一生命 3兆2,251億円	ベネフィット・ワン 2,428億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>23年11月 エムスリーによるTOB公表(上限55%とした部分買付け、対象会社は賛同、応募は株主判断に委ねる旨の意見)</li> <li>12月 <b>第一生命が同意なきTOBを公表(予告。非公開化前提)</b></li> <li>24年2月 対象会社は<b>第一生命TOBに対し賛同、エムスリーTOBに対しては留保に変更</b></li> <li>5月 第一生命によるTOBが成立、対象会社上場廃止</li> </ul>
ブラザーアイ 6,390億円	ローランドDG 618億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>24年2月 投資ファンドTaiyoをスポンサーとするMBOを公表(賛同あり)</li> <li>3月 <b>ブラザーアイが同意なきTOBを公表(予告)</b></li> <li>4月 TaiyoがTOB価格を引き上げ(賛同維持)</li> <li>5月 メディアを通じた舌戦を経て、<b>ブラザーアイがTOB価格引き上げず事実上断念</b></li> <li>9月 TaiyoによるTOBが成立、対象会社上場廃止</li> </ul>
AZ-COM丸和HD 1,973億円	C&FロジHD 524億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>24年3月 <b>AZ-COM丸和HDが同意なきTOBを公表(予告)</b>。対象会社は質問状を実施の上、意見留保</li> <li>5月 SGHDがTOBを公表。<b>対象会社はSGHDTOBに対し賛同、AZ-COM丸和HDTOBに対し反対表明</b></li> <li>6月 AZ-COM丸和HDによる<b>同意なきTOBが不成立</b>となる</li> <li>10月 SGHDによるTOBが成立、対象会社は上場廃止</li> </ul>
ペインキャピタル PEファンド	富士ソフト 6,504億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>23年7月 筆頭株主の3Dが非公開化を通じた企業価値策を潜在的な投資から募集</li> <li>24年8月 KKRによるTOB公表(予告)。対象会社は賛同</li> <li>10月 <b>ペインキャピタルが対象会社の賛同を前提とするTOBの予定があることを公表</b></li> <li>12月 <b>ペインキャピタルTOBに対象会社は反対表明</b>。ペインキャピタルが<b>前提より対象会社からの賛同を外し同意なきTOBを公表</b></li> </ul>

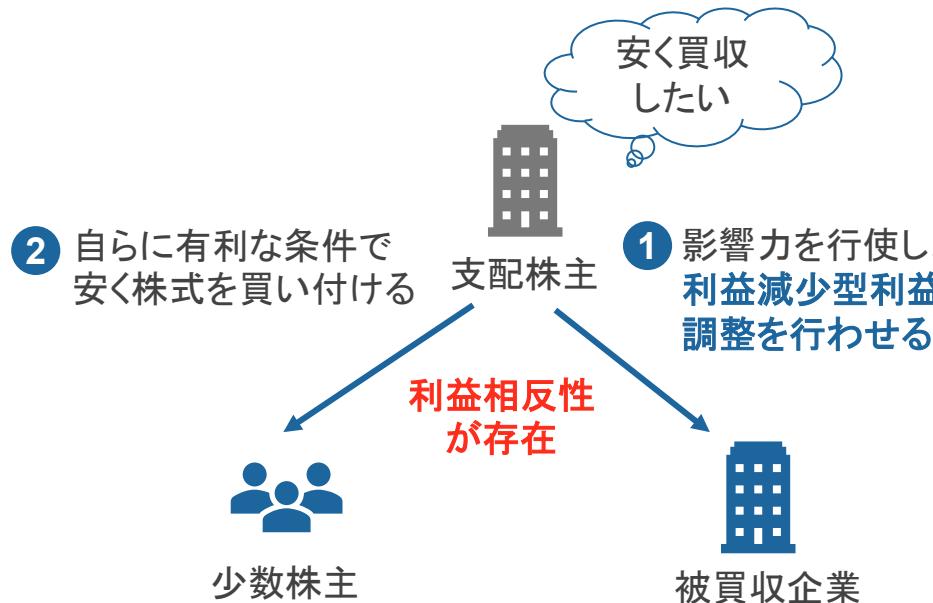
1: 完全子会社化を企図した案件 2: 時価総額: 同意なきTOB公表前日終値

資料: アンダーソン・毛利・友常法律事務 小館弁護士他「買収行動指針公表後のM&A実務の動向[上]—公表事例と実態調査を踏まえて—」商事法務よりQuestHub作成

(図表1) 支配株主による上場企業の買収では、被買収企業による利益減少型の利益調整行動を通じ少数株主にとり不利な条件での買収が行われ、「悪しきベストプラクティス」となっている可能性

### 支配株主による上場企業のバイアウトにおける利益減少型の利益調整行動の研究

### 不公正バイアウト事例は「悪しきベストプラクティス」



※会計発生高とは、**会計上の利益の中でもキャッシュによる裏付けのない部分**のことを差し、その中でも、裁量的会計発生高は、減価償却の方法や棚卸資産の評価法の変更などを通じて**会計ルールの枠組みの中で経営者の裁量に調整された部分**であり、**利益調整の代理変数**となる

「あえて決算を悪い形で発表し、株価を下げた上で、PEファンドが買収し、創業家に業績達成SOを付与し、再上場を目指すというモデルは、全てのステークホルダーにとってハッピーなのではないか」

「このようなスキームは今後も増加するだろうし、自分たちが買収していく際にも使っていきたい」

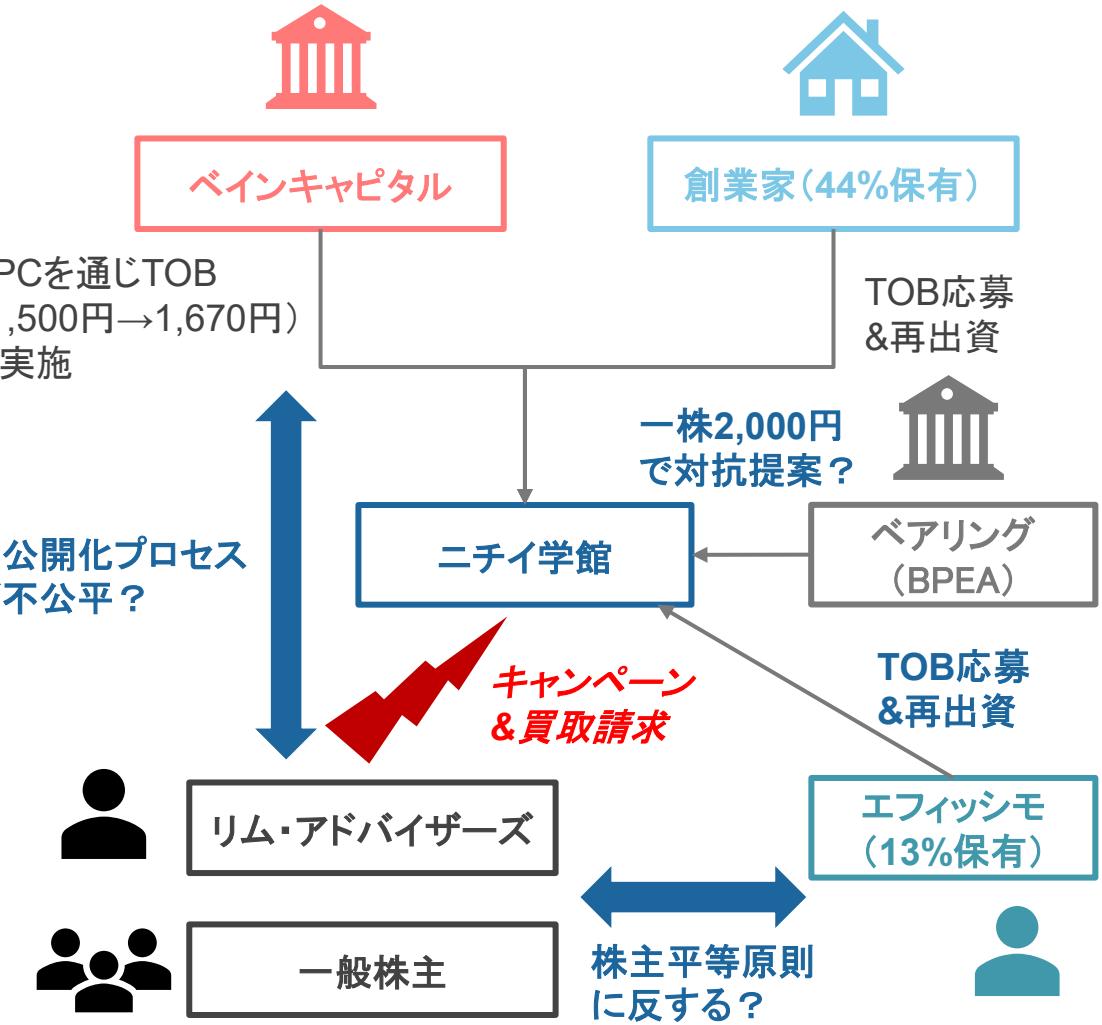
著名グロース企業CEO

- 本多(2024)は、2006年以降の日本における上場企業の非公開化案件をサンプルとした実証分析を行い、**支配株主**(当研究では20%以上の株式を保有する株主を支配株主と定義)による上場企業の完全子会社化では、**支配関係のない企業の完全子会社化よりも買収アナンス直前期の被買収企業における利益減少型の利益調整行動が確認された**
- 被買収企業の表面上の利益の圧縮を通じてTOB価格や株式交換比率の面で支配株主がより安く買収できる有利な条件での買収が行われ、**少数株主の富が榨取されている可能性**
- **こうした事例が放置されれば不公正なバイアウトが買い手にとって魅力的な「悪しきベストプラクティス」となる**

## (図表2)ニチイ学館:MBOの際にアクティビストが複数の複数の論点を取り上げる形で不公正性の余地を追及した

### ニチイ学館のMBOを巡る経緯

- 2020年5月、ニチイ学館が、株式の約44%を保有する創業家と、米投資ファンドのベインキャピタルによるMBOを実施すると発表(TOB価格は当初1株1,500円)
- 6月、リム・アドバイザーズが、以下の点を批判したうえで、会社側に公正性を問う質問状を送付
  - 本件MBOの検討プロセスが公正性を欠き、「M&A指針」にも反する点
    - TOBの下限がMoM条件を満たしていないこと
    - スポンサー関係者が同社の社外取締役であったこと
    - アドバイザー兼第三者評価機関に対して支払われる報酬に成功報酬が含まれていたことなど、取締役会・特別委員会の独立性の欠如を批判
  - コロナ禍による株価下落タイミングを狙った恣意性
    - また、前年の創業者逝去による相続税納付タイミングに合わせて「駆け込み」的に行われたMBOである点を指摘
  - 同社の本源的価値を大きく下回る水準のTOB価格
- 買付価格を当初の1,500円から1,670円に引き上げ、同社株式の約13%を保有していたエフィッシュモが非公開化後も同社に再出資するスキームで応募契約を締結
  - リム・アドバイザーズは、特定の大株主のみにそのような出資機会を与えることについて、不平等な取り扱いを支持するものであると問題視
- 公開買付期間の最終日(8/17)に、PEファンドのベアリング(BPEA)が、7月にTOB価格を上回る1株2,000円でのTOBを提案していたことが、日経ビジネスにより報じられた(会社側は否定)
- 最終的に、本件TOBは約82%の応募を集め成立



(図表3) 焼津水産化学工業:MBOを試みたもののTOB価格がPBR1倍水準を大きく下回る安価なものであったことから複数のアクティビストファンドの介入を招き、一度MBOを断念

焼津水産化学工業の非公開化を巡る動向

経営陣とファンドによるPBR1倍水準を下回る価格でのTOBは、旧村上ファンド系と3Dの介入により失敗。いなばグループによる高値でのTOBは成立

23年5月22日	○	ナナホシ・マネジメントがDOE10%程度の配当を行うことをはじめとした株主提案を提出	<b>A</b> 焼津水産化学工業(YSK)の業績・株価は低迷していたが、J-STAR主導による再建の一環としてMBOを公表 <ul style="list-style-type: none"> <li>従前より同社に株主提案を行っていたナナホシ・マネジメントは、MBO公表直後に以下の点を批判する書簡を公開               <ul style="list-style-type: none"> <li>TOB価格は1,137円と<u>PBR1倍水準の価格(1,663円)を大きく下回る水準(0.7倍)であった</u></li> <li>特別委員会の委員に、<u>同社のメインバンクかつ本件において最大100億円規模のファイナンスを実行予定だった静岡銀行の出身者が就任</u>しており、利益相反の疑いが存在</li> </ul> </li> </ul>
8月4日	A	J-STARがTOBを開始	<b>B</b> 旧村上ファンド系の <u>南青山不動産</u> とシンガポールに拠点を置くアクティビストの <u>3Dインベストメント</u> が、YSK株をそれぞれ10%程度保有 <ul style="list-style-type: none"> <li>株価がTOB価格を上回って推移した結果、J-STARによるTOBは不成立に</li> </ul>
9月中	B	旧村上ファンド系及び3Dインベストメントが相次いでYSK株を大量保有	<b>C</b> いなば食品グループ主導による再度のTOBが実施 <ul style="list-style-type: none"> <li>TOB価格は1,350円と、前回のTOBから価格は引き上がったもののPBR1倍水準には届いていない水準だった</li> <li>3Dはいなば食品グループによるTOB実施のアナウンス後も買い増しを行っていたが、<b>TOB価格は1,438円へ再度引き上げられ、最終的にTOBは成立</b></li> </ul>
10月19日	○	YJホールディングスのTOBが不成立に	
24年2月5日	C	いなば食品の関連会社がTOBを開始	
2月14日	○	3DがYSK株を買い増し	
3月27日	○	いなば食品によるTOB成立	

# (図表4) ネットワンシステムズ(1/2): 経営統合の受け入れとスタンドアローン(上場維持)のいずれを選択すべきかについて、真摯かつ是々非々に検討

## ネットワンシステムズをめぐる経緯

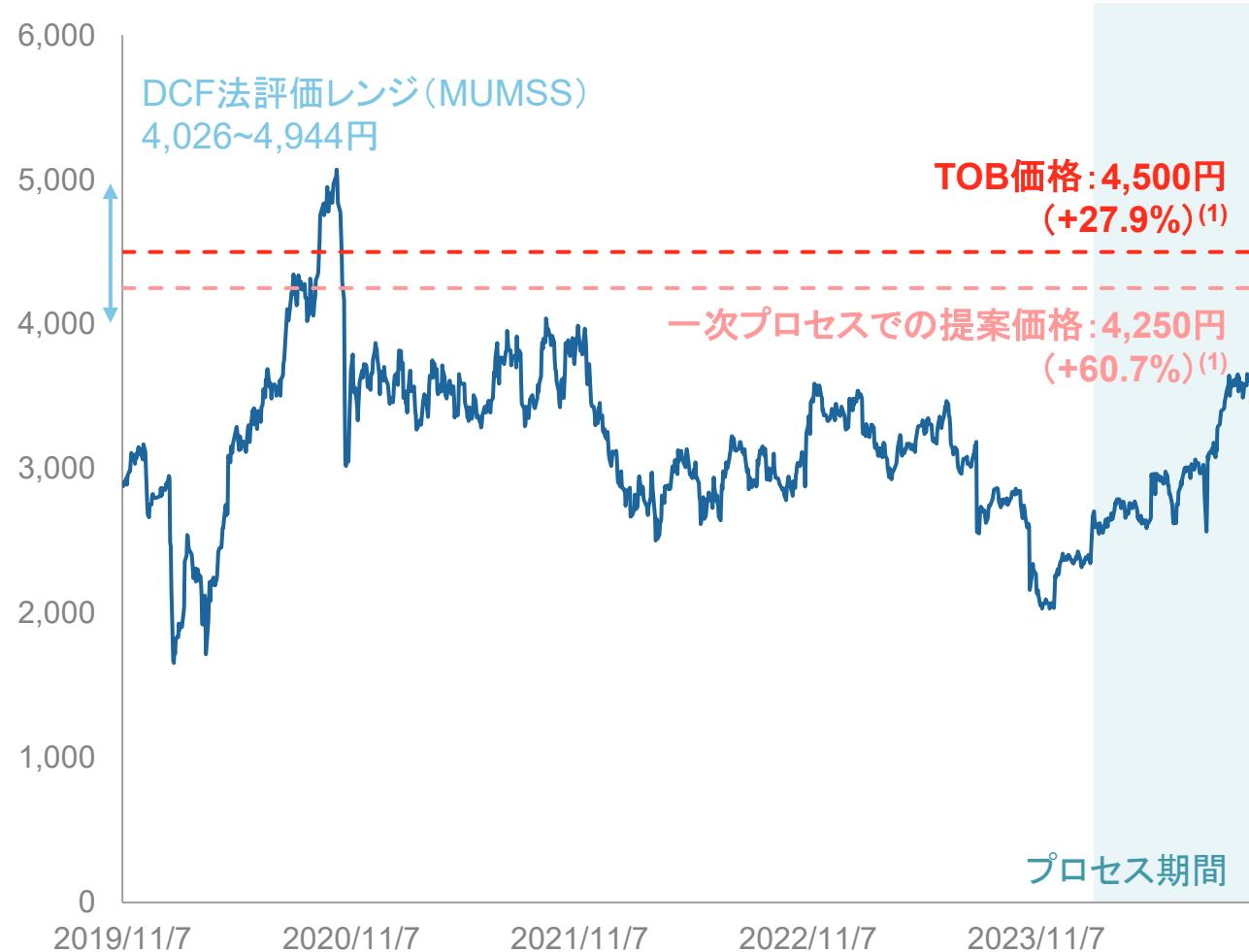
22年 4月28日	中期経営計画(2022-2024年度)の策定・公表 … ①
:	3社の事業会社から資本業務提携等について関心が示され、協議の申し入れや初期的提案を受領 社内では経営理念の実現に向けて資本業務提携等による非連続な成長の必要性についても検討しており、各社と初期的に協議
23年 12月1日	パートナー候補のうちの1社から非公開化を含む一定の具体性のある戦略的提案を書面で受領(価格の記載はなし) <b>戦略的提案とスタンドアローンとの比較検討するためにプロセスを開始する方針決定 … ②</b>
24年 2月29日	FAとして三菱UFJモルガンスタンレー証券をリテインし、第一次プロセス開始
4月中旬	スタンドアローンによる企業価値向上を含む戦略的選択肢の検討等のためのストラテジック・アドバイザーとしてQHリテイン … ③
4月30日	2社から法的拘束力のない初期的意向表明書を受領
7月下旬	第二次プロセスを開始 … ④
11月6日	SCSKとの対等な精神に基づく経営統合及びそのステップとしての公開買付けの公表 … ⑤

## ポイント

- ① QuestHubは中期経営計画の策定を支援
- ② 「取締役会は、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」という「企業買収における行動指針」のコンセプトに則って対応
- ③ プロセスをコントロールするFA(ファイナンシャル・アドバイザー)とは別にストラテジック・アドバイザーとして過去に中期経営計画策定を支援した弊社を起用。FAとは異なり、ディールに紐づかない報酬体系によりフラットな立場からご支援
- ④ 初期的意向表明書受領から第二次プロセス開始まで約3ヶ月確保。スタンドアローンとの比較を含めて複数の戦略的選択肢の検討を行った上で第二次プロセスを開始
- ⑤ 企業理念として最上位に掲げるパーカスはスタンドアローンでも実現が可能な一方、より発展的に実現できると判断しSCSKとの対等の精神に基づく経営統合を意思決定

(図表5) ネットワンシステムズ(2/2) : 本件を通じて株主価値はおおむね最大化が達成されたとみることができる

過去5年間の株価推移; 円



1: 一次プロセスでの提案価格は提案同日対比、TOB価格は公表直前対比

資料: 公開情報よりQuestHub作成

ポイント

- 過去最高値との比較:  
過去5年間の最高値は5,000円超であったものの、2020年12月に循環取引に関する不祥事が判明し、株価が下落
- 一次プロセス時点でのプレミアム水準:  
一次プロセス時点でのSCSKの提案価格は4,250円と不祥事前の株価を下回っているものの、直前株価に対しては60.7%のプレミアムが付されており、他の非公開化案件と比較しても非常に高い水準
- プロセス中の株価推移:  
特に二次プロセス開始から公表にかけてはリーク報道等がなかったにも関わらず株価が上昇
- TOB価格のプレミアム水準:  
SCSKによる最終提案価格は4,500円まで引きあがったものの直前株価に対して27.9%のプレミアムと水準は決して高くなかった。一方、DCF法の評価レンジに対しては中点を上回る価格であった

# 東洋建設: 買収提案への杜撰な対応があったとアクティビストから指摘があり、取締役選任提案を受けた。最終的には真摯に検討を重ね、スタンダードローン(上場維持)を可能にした

## 東洋建設を巡る動向

22年3月22日	○	インフロニアHDが東洋建設に対し1株770円でTOBを開始すると発表。当初、取締役会は応募推奨を決議
4月28日	○	YFOが東洋建設に対し、取締役会の賛同を条件として1株1,000円での非公開化を提案。これを受け、取締役会はインフロニアHDによるTOBへの応募推奨を撤回
5月20日	○	インフロニアHDによるTOB不成立
23年1月23日	A	YFOが取締役選任の株主提案を実施することを発表
6月27日	B	23年定時株主総会にて、取締役会の過半数をYFO提案の社外取締役等が占める新体制が発足
9月27日	○	東洋建設が、独立した第三者によるガバナンス上の問題に関する調査を開始すると発表
12月14日	C	取締役会は、YFOが9月に提案していた1株1,255円でのTOBについて、全会一致で反対意見を表明
12月20日	○	YFOがTOB提案の取り下げを発表

**A YFOは、株主総会で取締役候補を株主提案し、取締役会の刷新を図る方針を発表するとともに、ガバナンス上の問題点を複数指摘**

- YFOやPEファンドからの非公開化提案に対し、特別委員会や取締役会による機関決定を経ずに拒絶しており、真摯に検討しなかった点
- マリコンでないことを理由に拒絶した一方で、インフロニアHDによるTOBに対しては特別委員会を設置し、賛同及び応募推奨を行った点
- 一般株主への説明や情報開示に著しく不誠実な対応があつた点
- 取締役会がこれら東洋建設事務局の問題行動を放置してきた点

**B 取締役会13名中7名をYFO提案の取締役が占めることに**

- 東洋建設は、総会前にYFOと交渉を行っていた社長らの退任を発表
- 会社提案の取締役候補は11名のうち6名の可決に留まつた

**C 企業価値向上策の不十分さやTOB価格の低さを理由に反対**

- 社外取締役7名で構成される特別委員会を立ち上げ、デューデリジェンスを部分的に受け入れるなど、真摯な対応を実施
- 上場維持(スタンダードローン)での企業価値向上を選択

## ディスクレーマー

本資料は、株式会社QuestHub(以下「弊社」といいます。)が、公開情報及び弊社の独自の調査により取得した情報に基づいて作成しています。

本資料をもとに貴社が施策の実行する場合も、貴社は自らの責任で、又は貴社の顧問弁護士、会計士又は税理士その他の専門家のアドバイスをもとに、意思決定をおこなうものであり、弊社はその結果に対して一切の責任を負うものではありません。また、公開情報について弊社は独自に裏付け調査等はおこなっておらず、当該公開情報の不正確等に起因して貴社が何らかの損害を被った場合でも、弊社は一切の責任を負うものではありません。

また、本資料にかかる一切の権利は弊社に帰属するものであり、弊社の事前の明示的な承諾がない限り、本資料を複製又は翻案することができず、本資料を第三者に提供又は漏洩をすることができないものとします。弊社の事前の明示的な承諾がなくこれらの行為がおこなわれた場合、貴社は弊社の要請に従い、提供又は漏洩した資料の回収を含む一切の対応をおこなうものとします。