



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

敵対的買収の現状と課題

2020年9月12日
株式会社ストラテジックキャピタル
丸木 強

目次

1. 敵対的買収を取り巻く環境	・ ・ ・ ・ ・ 2頁
2. 友好的買収の問題点	・ ・ ・ ・ ・ 9頁
3. 敵対的買収の意義	・ ・ ・ ・ ・ 17頁



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

敵対的買収を取り巻く環境

弊社による用語の定義

敵対的買収	■ 買収対象会社の取締役会が反対を表明した買収
コーポレートガバナンス	■ 株主利益の最大化という株式会社の目的を達成するための規律又は仕組み
株主	■ 株式会社のオーナー、かつ、有権者
株主の利益	■ 株価の上昇 ■ 配当金
取締役	■ 株主総会において株主の投票により選任され、株主に対し受託者責任を負う ■ 取締役会の一員として業務執行に関する決定を行う

(参考：関係当局による定義)

コーポレートガバナンス (東京証券取引所)	■ 「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」 (「コーポレートガバナンス・コード」より)
株主共同の利益 (経済産業省・法務省)	■ 「株主全体に共通する利益の総体をいう。」 (2005「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」より)

海外における敵対的買収の事例

「過小評価・買収金額が安い」という理由で反対される

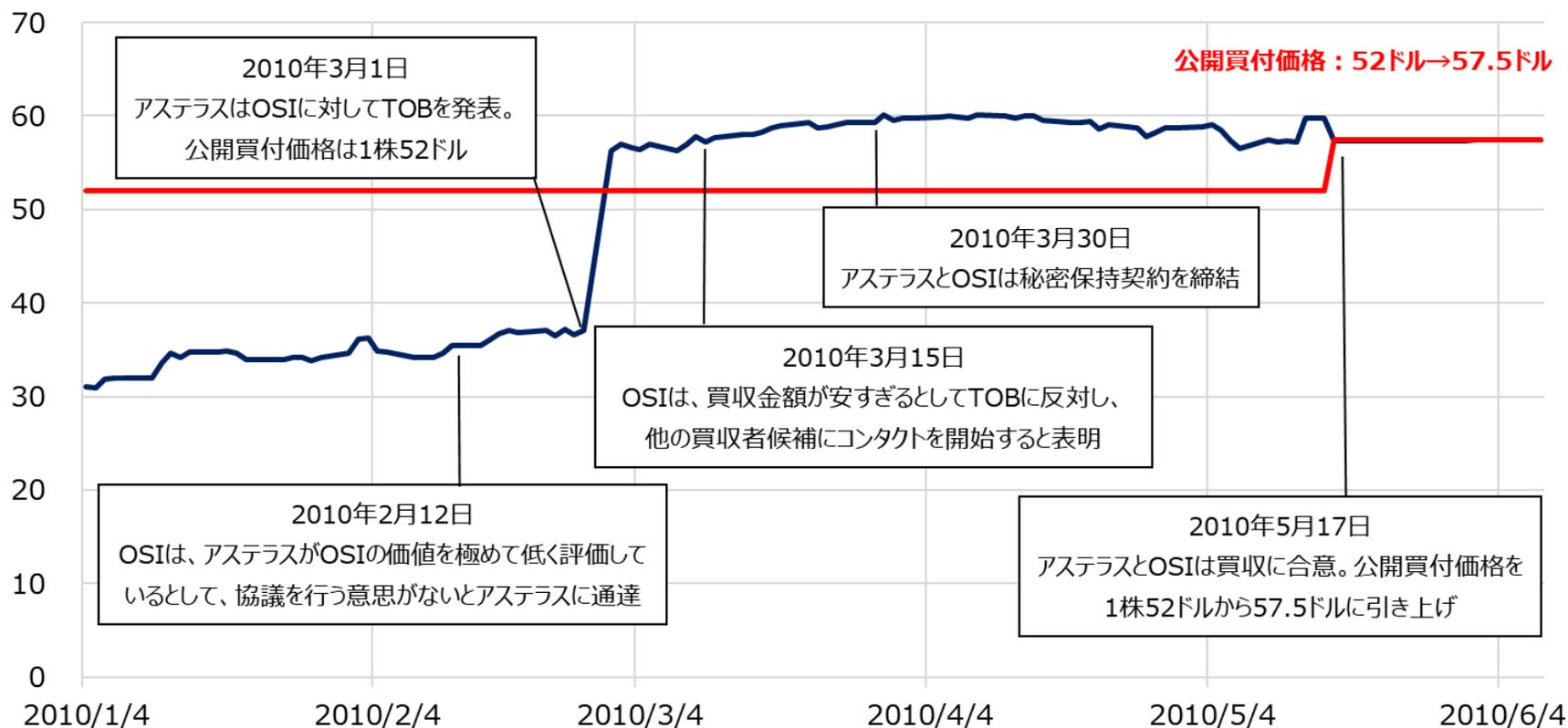
公表年月	被買収者	買収者	反対理由
20年3月			■ 「（買収案は）HPの企業価値を下回り、ゼロックスの株主にだけ多くの恩恵が及ぶ」
18年9月			■ 「MEGエナジーを大幅に過小評価しており、MEG株主にとって最善の利益ではない」
17年11月			■ 「クアルコムを過小評価している」
11年7月			■ 「当社の価値を低く見積もっており、信頼性がなく適切でもない」 ■ 「売却に反対しているわけではなく、タダ同然で手放すことに反対している」
10年3月			■ 「アステラスの提案価格はOSIの基礎的・内在的価値を十分に反映していない」
09年2月			■ 「アステラスの提案価格は、CVの価値を大幅に過小評価している」

出所：会社開示資料、各種報道記事

アステラス製薬によるOSI Pharmaceuticals買収のケース

OSI経営陣は買収金額が安すぎるとして反対し、敵対的買収に発展。
一方で、買付価格が引き上げられると合意し、株主価値の向上に成功

【OSI Pharmaceuticalsの株価推移（単位：ドル）】



出所：会社開示資料、各種報道記事、QUICK

日本における敵対的買収の難しさ

実務上のハードルに加え、コーポレートガバナンスの未熟さが敵対的買収を抑制

買収準備段階

- 敵対的買収を企図、またはそのアドバイザーとなると、買収対象以外の上場企業経営者から嫌悪され、ビジネスに悪影響を及ぼす
- 買収者が大企業でない限り、外部アドバイザー選任が困難
 - 大企業：王子製紙、伊藤忠、前田建設等
 - 外部アドバイザー：FA、公開買付代理人、弁護士等
- 負債性の資金調達が困難
- デューデリジェンスの機会を与えられない

買収実施段階

- 大株主、または安定株主に守られ、妥当な条件の敵対的買収も不成立となり易い
 - 大株主：創業者一族／親会社
 - 安定株主：持ち合い株主／政策保有株主（株主から預かった会社の資産で、取引先経営陣の保身に協力する仕組み）
- 敵対感を弱めるため、または成功確率を高めるため、買収後の持株比率を40～50%とするケースが多い

日本における最近の敵対的買収の事例

反対理由は、情緒的で非論理的。株主の利益を考えるのであれば、取締役会の反対理由は「買収者の提示条件は低すぎる」「現経営陣の方が買収者よりも株主価値を高められる」、等となるべきでは？

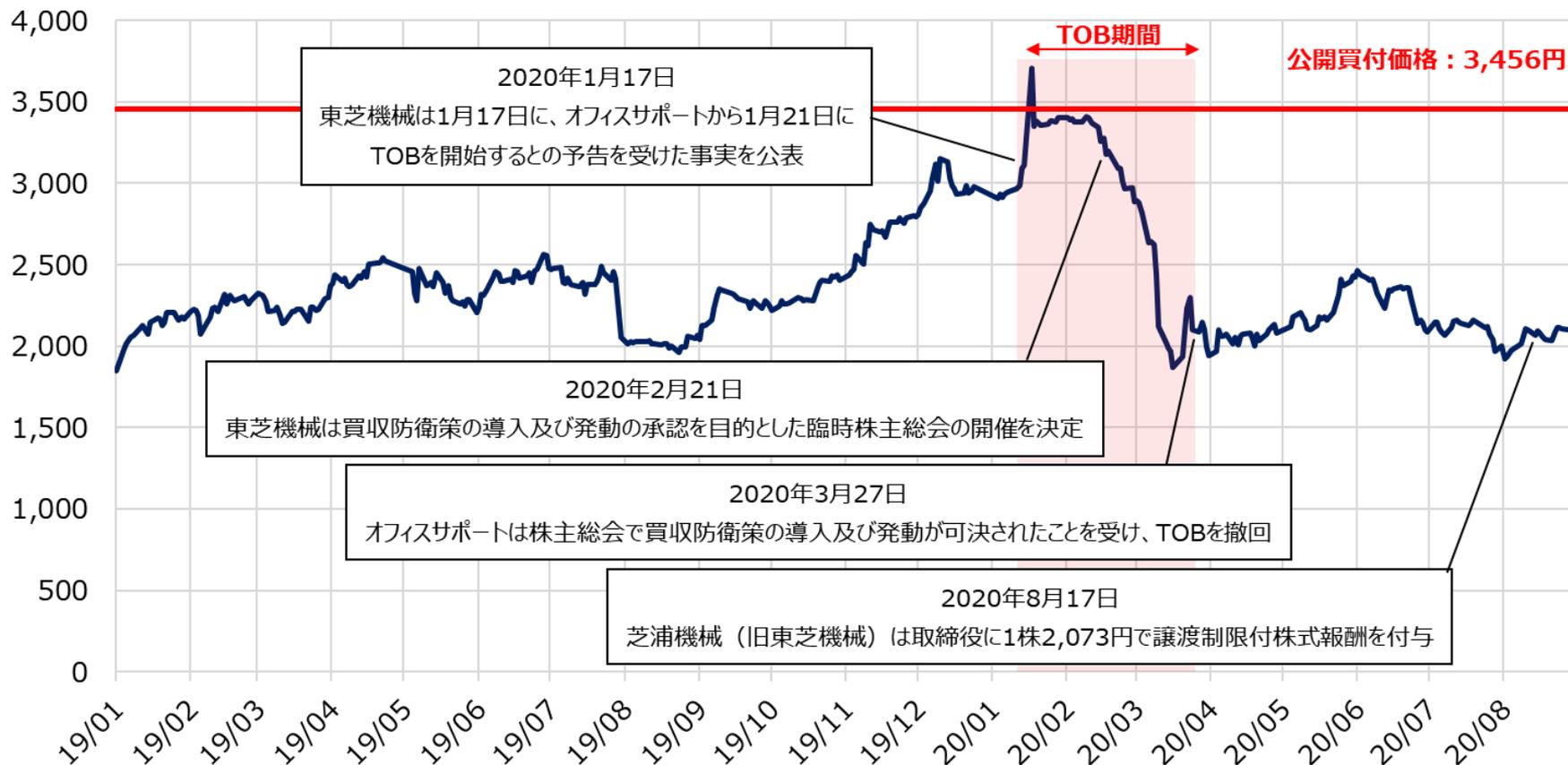
公表年月	被買収者	買収者	被買収者による反対理由
20年7月			<ul style="list-style-type: none"> ■ 「当社の経営理念がないがしろにされる」 ■ 「株主提案が否決され、TOBを強行するのは株主の意思に反する」
20年4月			<ul style="list-style-type: none"> ■ 「シナジー創出の見込みはない」 ■ 「資本市場からの評価がより乏しい企業によって経営される」
20年1月		シティインデックス イレブンス (投資ファンド)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「（投資会社側が）買い付け後の経営方針を一切示しておらず、当社の企業価値や株主の共同利益を損なう可能性が高い」 ■ 「手続きを無視した強圧的な手法で、株主の意思を軽視」
19年7月			■ 「ターゲットとなる顧客層が明白に異なる」ことから「シナジー創出は期待できない」
19年2月			■ 「伊藤忠の利益が優先され、当社の企業価値が毀損される」
18年5月			■ 「当社のビジネスパートナーとして相互理解を得られるとは思えない」
17年3月		佐々木ベジ氏 (個人投資家)	■ 「当社の事業分野における経験が乏しく、事業、ひいては企業価値の本質についての理解も不足していると見受けられる」

出所：会社開示資料、各種報道記事

東芝機械（現 芝浦機械）の株価推移と敵対的TOBの経緯

会社の株価は公開買付価格を大きく下回って推移。
TOBに反対した現経営陣は、買付者よりも株主価値を大きく毀損している？

【東芝機械の株価推移（単位：円）】



出所：会社開示資料、QUICK（2020年8月31日時点）



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル



友好的買収の問題点

経営陣・支配株主が関与する友好的買収の事例

大株主・経営者が行う友好的買収には割安な買収価格が多い

公表年月	被買収者	買収者	買付価格	プレミアム ¹	割安と見られる根拠 ²
20年7月	川澄化学工業	 住友ベークライト	1,700円	116.8%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 川澄化学の一株当たり純資産：1,884円、キャッシュ：1,168円で買付価格はPBR0.90倍の水準 ■ 事業価値が非常に低く評価されている上、解散価値未満
20年6月	KOJIMA (小島鐵工所)	経営陣	570円 →620円	42.1% →54.6%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1株当たり不動産含み益⁴を加えた修正一株当たり純資産は976円で買付価格はPBR0.58倍の水準 ■ 解散価値を大きく下回る水準の買付価格
20年5月	 ニチイ	 BainCapital (MBO)	1,500円 →1,670円	29.9% →44.6%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 別のPEファンドからTOB期間中に2,000円での買収提案があったにも関わらず、経営陣は公表しないまま1,670円の買付価格に賛成推奨
19年5月	 図書印刷	 TOPPAN	凸版印刷株 0.8株 =1,369円 ³	41.3%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 図書印刷の一株当たり純資産は1,844円で買付価格はPBR0.74倍の水準 ■ 解散価値にも達しない割安な買付価格
16年10月	 JDL Japan Digital Laboratory	経営陣	2,420円	48.1%	<ul style="list-style-type: none"> ■ JDLの一株当たり純資産：2,385円、キャッシュ：1,904円で買付価格はPBR1.01倍の水準 ■ 事業価値は非常に低く評価されている

出所：会社開示資料、各種報道記事、QUICK

1：公開買付の判明直前株価からのプレミアムを算定。

2：各社の財務情報は公表前の直近の通期決算期末時点の値を参照。PBRはいずれも買付価格変更前の数値を参照。

3：株式交換比率発表直前（2019年5月13日）の凸版印刷株価1,711円を参照。

4：1株当たり不動産含み益⁴={ (賃貸等不動産時価 - 賃貸等不動産簿価) × (1 - 税率30%) } ÷ (発行済株式数 - 自己株式数) で算出。

割安な買収事例①：ニチイ学館

TOB公表後にTOB価格が低過ぎとの指摘を海外ファンドから受け、修正。
TOB期間中の7月、別のPEファンドが3度に渡り2,000円での買収を提案。
しかし、経営陣は協議を拒否し、この事実を株主に公表しなかった

【ニチイ学館の株価推移】



出所：会社開示資料、各種報道記事、QUICK（2020年8月31日時点）

割安な買収事例②：図書印刷

一株当たり純資産1,844円に対して、事実上1,369円で株式交換

【図書印刷の上場廃止までの株価推移】



出所：会社開示資料、QUICK

割安な買収事例③：日本デジタル研究所

一株当たり純資産：2,385円／キャッシュ：1,904円に対して、
2,420円でTOB。事業価値は過小評価された割安な買付価格

【日本デジタル研究所の上場廃止までの株価推移】



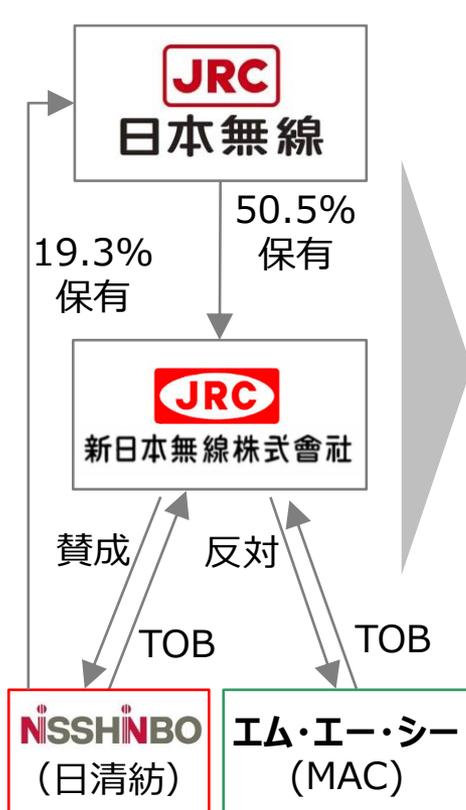
出所：会社開示資料、QUICK

割安な買収事例④：新日本無線

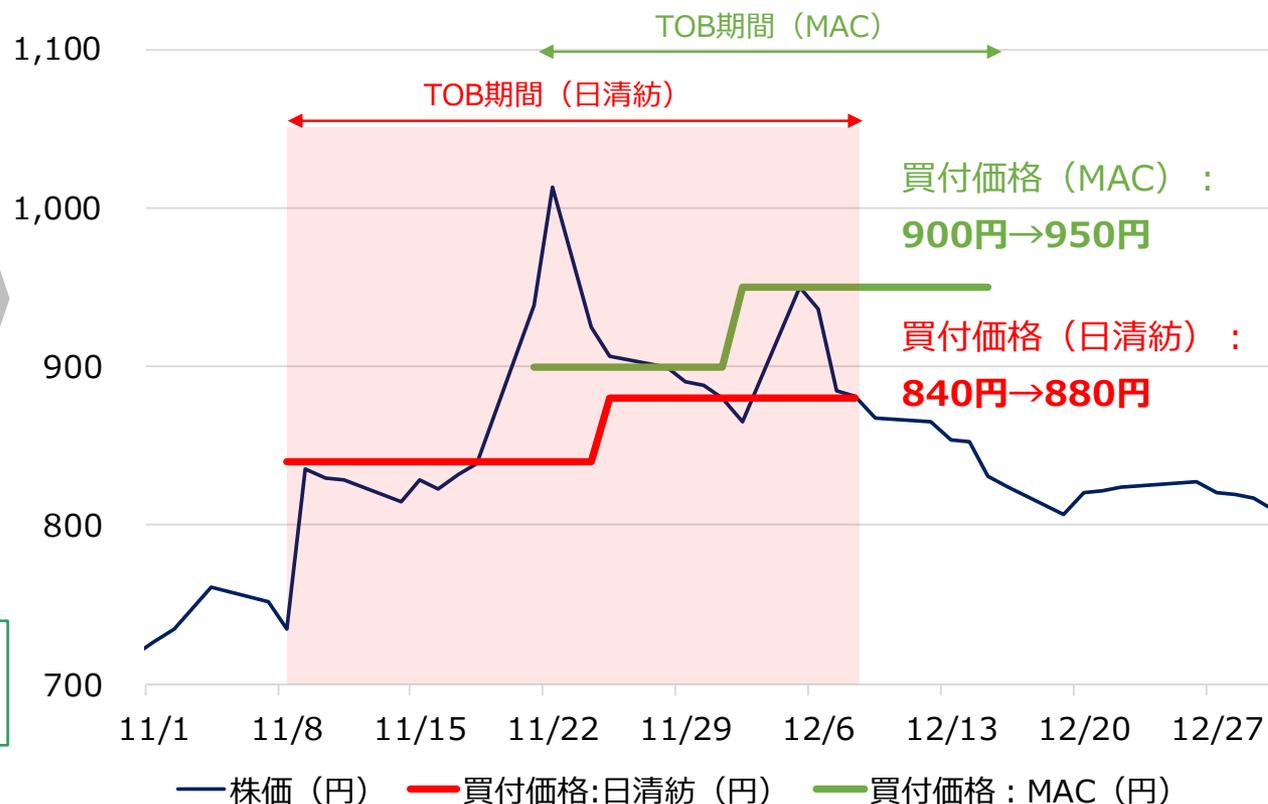


新日本無線株式会社

新日本無線は株主価値をより低く評価した日清紡のTOBに賛成し、大株主の日本無線はTOB価格が安い方のTOBに応募。少数株主はより高い価格で売却する機会を大株主に奪われた



【新日本無線のTOB期間中の株価推移（2005年）】



出所：会社開示資料、各種報道記事、QUICK

日本における公正な買収価格に対する考え方

大株主・経営者が行う友好的買収には割安な買収価格が多く、
少数株主は公正に扱われていない

裁判所は、ある程度プレミアムが付与され、外形的に公正に見える手続きを経ている限り
公正という立場であり、企業価値を踏まえた買収価格の公正さについては判断しない

■ テクモ事件

- 「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど**一般に公正と認められる手続きにより株式移転の効力が発生した場合**には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における**株式移転比率は公正なものとするのが相当**である。」

(出所：最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁)

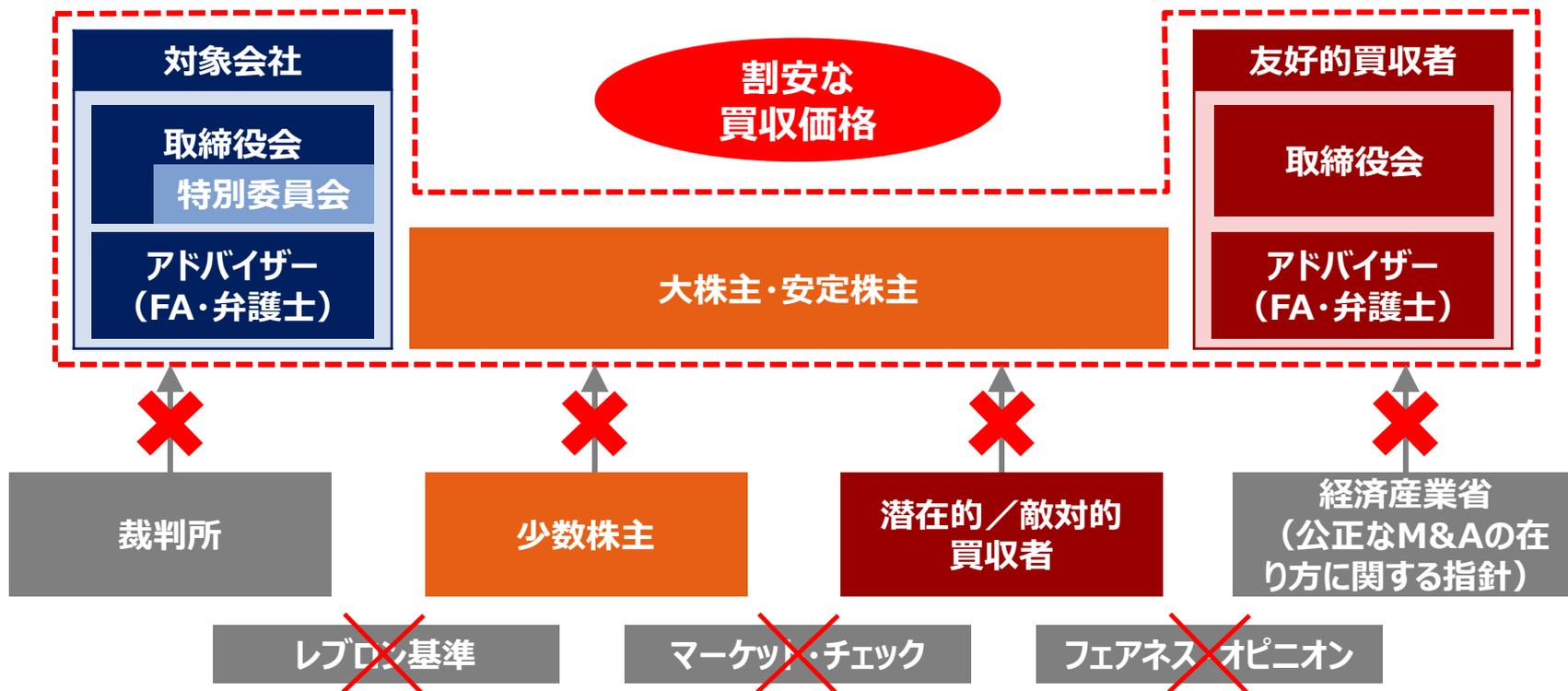
■ 判例の流れ

- 「**市場の株価には、当該企業の資産価値等の全ての情報が織り込まれている**」
- 「**市場の株価にある程度のプレミアムが付与されていれば良い**」

(出所：東京地判平成19年12月19日判時2001号109頁（レックスHD事件原々決定）等)

買収価格のチェック機能の欠如

取締役会・友好的買収者・大株主／安定株主の“談合”により
設定された、割安な買収価格を是正することは現状不可能



レブロン基準のような判例もないため、経営陣は対抗TOBの封じ込めが可能。
ニチイ学館の事例のように、株主はより良い条件で売却する機会を失っている場合が多い



Strategic Capital

株式会社 ストラテジックキャピタル

敵対的買収の意義

まとめ

敵対的買収の意義

- 「公正なM&Aの在り方に関する指針」により、特別委員会を設置するケースが増加する見込み
 - 特別委員会に買収を申し入れた買い手候補にデューデリジェンスの機会を与えるべき
(=マーケット・チェック)



- ① 敵対的買収提案はマーケット・チェック機能を果たし、株主は公正な価格での株式売却が可能になる（少数株主の利益保護につながる）
- ② 怠惰な経営者により割安に放置された株式の評価（*）が是正される
- ③ 株主価値向上への関心が低い経営者に規律をもたらすことが期待できる

* 「買収対象会社の株価を割安に放置すると、友好的買収者は割安な価格で買収できる」

* 「意図的に株価を割安に放置して株価連動報酬を経営者に付与」



FA、証券会社、銀行、弁護士等にとってはビジネスチャンス

投資家のみならず、日本経済にとっても望ましい結果が期待される