

## Bevalco Report Vol.18

2007年2月28日

### 2006年 TOB(公開買付)全データ

2006年度(2006年1月 - 12月)に行われたTOB(公開買付)は届出が行われたものが全部で68件、成立したものが64件、金額ベースで3兆3193億円であった。金額ベースで最大はソフトバンクによるポータフォン買収(1兆6612億円)で、1件で50%を超えた。

【2006年度 TOB(公開買付)全データ】

( )単位:百万円

公開買付届出書提出日	対象企業	市場	実質買付者	買付総額	買付後の出資比率	摘要
2006/01/05	ビジネスブレイド太田昭和	JQ	日立ソフトウェアエンジニアリング	1,960	36.79%	
2006/01/05	タイホー工業	JQ	イチネン	2,647	55.01%	
2006/01/16	オリジン東秀	東証2	ドン・キホーテ	不成立	31.06%	敵対的
2006/01/31	オリジン東秀	東証2	イオン	52,599	95.89%	
2006/01/16	コージツ	JQ	小杉産業	2,597	60.26%	
2006/01/27	大阪港振興	JQ	辰巳商会	3,784	73.21%	
2006/02/06	宇徳運輸	東証1	商船三井	2,485	51.97%	
2006/02/22	カネボウ	非上場	アドバンテッジパートナーズ 他	3,534	104.89%	
2006/02/24	オザキ軽化学	JQ	盛田エンタプライズ	1,898	51.91%	
2006/02/24	パンプレスト	東証1	バンダ付ムホルディングス	17,145	97.04%	
2006/03/01	サンボット	東証2	日本みらいキャピタル	2,144	67.01%	
2006/04/04	ポータフォン	非上場	ソフトバンク	1,661,258	97.64%	
2006/04/04	小僧寿し本部	JQ	すかいらーく	3,145	52.69%	
2006/04/05	ダイヤモンドシティ	東証1	イオン	68,750	60.80%	
2006/04/13	うかい	JQ	船井財産コンサルタンツ	2,933	40.16%	
2006/04/24	ギャバン	JQ	味の素	1,656	56.44%	
2006/04/25	和光堂	東証2	アサヒビール	42,689	91.57%	
2006/05/12	麒麟ビバレッジ	東証1	麒麟麦酒	69,461	97.07%	
2006/05/16	グラフィック ㊦㊦	JQ	アーク	3,104	53.82%	
2006/05/17	日本アクセス	非上場	伊藤忠商事	14,359	60.77%	
2006/05/19	オアト エム リンクラブ	非上場	染宮公夫	20	43.17%	

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.

公開買付届出書提出日	対象企業	市場	実質買付者	買付総額	買付後の出資比率	摘要
2006/05/22	テニスコポレーション	JQ	ロイヤルホールディングス	493	50.40%	
2006/05/24	リゾートリユース	東証1	三井不動産	1,964	40.42%	
2006/05/30	阪神電気鉄道	東証1	阪急ホールディングス	249,841	64.75%	
2006/06/09	すかいらーく	東証1	野村プリンスホテル・ファイナンス、経営陣	256,506	94.38%	
2006/06/09	日本技術開発	JQ	エイトコンサルタント	1,987	72.43%	
2006/07/04	ユニダックス	東証1	菱洋エレクトロ	4,320	34.72%	
2006/07/20	ヤギコーポレーション	JQ	経営陣	5,002	96.47%	
2006/07/24	キャビン	東証1	ファーストリテイリング	5,702	51.84%	
2006/07/27	日の出証券	非上場	大和証券グループ本社	5,822	93.23%	
2006/07/31	三菱伸銅	東証1	三菱マテリアル	4,744	51.36%	
2006/08/02	北越製紙	東証1	王子製紙	不成立	3.08%	敵対的
2006/08/09	旭ホームズ	JQ	セボン	2,940	89.76%	
2006/08/11	大興製紙	非上場	ホリス・プリンスホテル・ファイナンス	2,245	92.63%	
2006/08/28	ダイナシティ	JQ	インボイス	2,829	65.69%	
2006/08/29	オーシーシー	非上場	ロングリーチグループ	4,096	99.96%	
2006/08/30	遠州トラック	JQ	住友倉庫	5,660	60.68%	
2006/09/13	コマツ電子金属	東証2	SUMCO	36,965	51.07%	
2006/09/19	興人	非上場	三菱商事	5,429	73.25%	
2006/09/20	江戸沢	東証2	ジー・テイスト	16,821	57.06%	中立
2006/10/03	セントラルユニ	JQ	グリーンホスピタルサブライ	7,168	63.76%	
2006/10/05	フジソク	非上場	日本電産コバル電子	886	98.96%	
2006/10/06	キューサイ	東証2	エヌ・アイ・エフ SMBC ベンチャーズ、経営陣	61,351	97.83%	
2006/10/19	サンテレホン	東証1	JMBO Fund Ltd.	2,811	39.61%	敵対的
2006/12/21	サンテレホン	東証1	日本産業パートナーズ、ベインキャピタル	33,875	96.92%	
2006/10/24	住信リース	東証1	住友信託銀行	40,685	96.44%	
2006/10/25	クラリオン	東証1	日立製作所	31,995	63.67%	
2006/10/27	明星食品	東証2	スティーラー・パートナーズ	不成立	24.22%	敵対的
2006/11/16	明星食品	東証2	日清食品	31,985	89.07%	
2006/10/27	神明電機	JQ	エヌ・アイ・エフ SMBC ベンチャーズ、経営陣	8,846	95.11%	
2006/10/31	アトラス	JQ	インデックス・ホールディングス	4,189	54.96%	
2006/10/31	住商リース	東証1	住友商事	183,244	96.56%	
2006/11/01	東芝セラミックス	東証1	エゾキャピタル、カライル、経営陣	83,084	91.01%	
2006/11/01	筒中プラスチック工業	東証1	住友ベークライト	8,877	90.71%	
2006/11/07	NEOMAX	大証1	日立金属	85,029	93.91%	
2006/11/09	テスコ	JQ	乃村工藝社	1,104	51.00%	
2006/11/10	インターネットセキュリティシステムズ	JQ	ISS Investment Holdings, Inc.	6,916	99.02%	
2006/11/11	レックス・ホールディングス	JQ	アドバンテッジパートナーズ、経営陣	45,724	75.43%	
2006/11/15	八千代工業	JQ	本田技研工業	9,904	52.66%	
2006/11/17	メルシャン	東証1	麒麟麦酒	24,790	50.89%	
2006/11/20	ベルテクノ	JQ	ウッドワン、経営陣	6,152	96.99%	

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

公開買付届出書提出日	対象企業	市場	実質買付者	買付総額	買付後の出資比率	摘要
2006/11/24	サライズキャピタル証券	非上場	ジェイ・ブリッジ	不成立	0.00%	賛同
2006/12/04	カーチス	東証2	ソリッドアコースティックス	11,795	51.00%	
2006/12/09	カウボーイ	JQ	ゴールドマン・サックス、スルーク証券	1,871	58.14%	
2006/12/14	コムシード	セントレックス	サイカン	1,261	43.82%	
2006/12/26	日本ファイリング	JQ	経営陣	4,569	98.25%	
2006/12/27	旭ダンケ	JQ	経営陣	2,220	97.94%	
2006/12/28	菱和ライフクリエイト	東証2	リアップ、リーマンブラザーズ	47,482	97.38%	
合 計				3,319,348		

( ) 摘要欄は TOB に対する経営陣の意見。空欄はすべて「賛同」意見。

金額ベースではソフトバンクによるポータフォン買収が目を引くが、そのほかにも MBO によって上場を廃止したすかいらーく、当初は友好的 M&A を提案しながら結果的に敵対的 TOB に発展した北越製紙、ドン・キホーテによる敵対的買収を仕掛けられてイオンがホワイトナイトとなって幕を引いたオリジン東秀、同じくスティール・パートナーズに敵対的買収を仕掛けられライバルであった日清食品の傘下に入った明星食品、など、話題となった TOB も多い。

2006 年に行われたこれらの TOB はいくつかの特徴でくることができるので、以下では傾向を分析してみる。

【参考：2006 年 TOB 金額上位 10 件】

( ) 単位：百万円

順位	対象企業	実質買付者	買付総額
1	ポータフォン	ソフトバンク	1,661,258
2	すかいらーく	野村プロシパル・ファイナンス、経営陣	256,506
3	阪神電気鉄道	阪急ホールディングス	249,841
4	住商リース	住友商事	183,244
5	NEOMAX	日立金属	85,029
6	東芝セラミックス	エゾキャピタル、カライル、経営陣	83,084
7	麒麟ビバレッジ	麒麟麦酒	69,461
8	ダイヤモンドシティ	イオン	68,750
9	キューサイ	アイエフ SMBC ベンチャーズ	61,351
10	オリジン東秀	イオン	52,599

## 敵対的買収

本題に入る前に、ここであらためて敵対的 TOB の定義をしておきたい。さまざまな意見はあるかと思うが、ここでは敵対的 TOB の定義を「経営陣が意見表明報告書で『反対』意見を表明した TOB」としておく。したがって、王子製紙による北越製紙への TOB は「提案型 TOB であって敵対的 TOB ではない」という意見が

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

あることも承知しているが、ここでは敵対的買収として定義する。

【 2006 年に行われた敵対的 TOB 】

公開買付届 出書提出日	対象企業	実質買付者	買付予 定数	応募株数	買付株数	買付後の 出資比率
2006/01/16	オリジン東秀	ドン・キホーテ	3,580	0	0	31.06%
2006/08/02	北越製紙	王子製紙	100,818	11,254	0	3.08%
2006/10/19	サンテレホン	JMBO Fund Ltd.	2,808	2,555	2,555	39.61%
2006/10/27	明星食品	スタイル・パートナーズ	42,593	0	0	24.22%

買付予定数には超過買付数を含む。単位は千株。

2006 年に行われた敵対的 TOB は全部で 4 件であった。この敵対的 TOB にはある共通したパターンがある。まず、市場または大株主との相対取引で株式をある程度まで買い進め、次いで会社側に友好的 M&A の協議のテーブルにつくように仕向けて協議が整わないと、敵対的 TOB を仕掛ける、という手順だ。オリジン東秀では創業者一族からドン・キホーテが相対取引で 23.6% (発行済株式ベース) 取得してから提携協議につくように提案したにもかかわらず拒否反応が強かったため、敵対的 TOB に発展した。サンテレホンでは JMBO ファンドが TOB 前に市場を通じて 31.4% まで買い進めていたし、明星食品ではスタイル・パートナーズが 23.1% まで買い進んでから TOB を仕掛けた。

しかし、会社側が反対する TOB では、友好的な関係が構築しにくいいためか、ホワイトナイトが現れて対抗 TOB を行い、敵対的買収者がこれに応じて手打ち、となるケースが多い。実際にオリジン東秀ではイオンが、サンテレホンでは別の友好的投資ファンドが、明星食品では日清食品が対抗 TOB を行い、いずれの敵対的買収者もそれに応じている。特に投資ファンドが仕掛けた敵対的 TOB ではこの傾向が顕著だ。経営をする意思がなければ、大量に取得した株式を売却する出口が必要になるからだ。

表を見る限り、敵対的 TOB に応じる株主は一見少ないように見える。しかし、JMBO ファンドによるサンテレホンの TOB は買付予定数には及ばなかったものの、予定の 91% に当たる株主が敵対的 TOB に応じ、株式を売却している。最終的に友好的ファンドが対抗 TOB を行ったため、事なきを得たかに思えるが、一旦は敵対的買収が成立したと認めても良いだろう。もはや敵対的 M&A は対岸の火事ではないのだ。

2007 年 5 月から三角合併が解禁される。三角合併は友好的 M&A としてしか使えないから脅威にならない、という意見もあるが、では TOB によって力技で 3 分の 2 以上の株式が買い集められたら話は別だ。株主総会を開催して敵対的買収者の意に沿う取締役を選任すれば、「友好的」に敵対的買収を行うことができるようになる。ファンドを触媒とした敵対的三角合併が成立しないと断言できないだろう。

敵対的 TOB を脅威と捉えるならば、今からでも買収防衛策を導入するなどの備えをしておくことが必要かもしれない。

## MBOによる非公開化

2006年は大型のMBO(経営陣による企業買収;この日本語訳に対しても異論があるところであるが、とりあえず一般的な日本語訳としてこのように訳しておく)が多かった。買収目的会社を設立し、経営陣がファンドや銀行などから資金調達を行って会社を買収して非公開化する取引である。

### 【 MBOによる株式非公開化 】

日付	対象企業	買収者	買付総額	買付後出資比率
2006/06/09	すかいらーく	野村ブリンパルファイナンス、経営陣	256,506	94.38%
2006/07/20	株式会社コーポレーション	経営陣	5,002	96.47%
2006/10/06	キューサイ	イ・アイ・エフ SMBCベンチャーズ、経営陣	61,351	97.83%
2006/10/27	神明電機	イ・アイ・エフ SMBCベンチャーズ、経営陣	8,846	95.11%
2006/11/01	東芝セラミックス	エゾンキャピタル、カライル、経営陣	83,084	91.01%
2006/11/11	レックスホールディングス	アドバンテッジパートナーズ、経営陣	45,724	75.43%
2006/11/20	ベルテクノ	ウッドワン、経営陣	6,152	96.99%
2006/12/26	日本ファイリング	経営陣	4,569	98.25%
2006/12/27	旭ダンケ	経営陣	2,220	97.94%

大企業がMBOによって株式を非公開化する流れは2005年のワールドから始まった。2006年はその流れを受けて一気に加速した感がある。三角合併解禁や世界的なカネ余りの状況を考えると2007年以降もまだその流れは続く可能性がある。

一方で経営陣が売り手と買い手の両方の立場になるため、利益相反問題があるとの指摘がなされている。買い手としては安く買収したいわけであるが、この買収者が経営者の場合、売り手である株主からの受任者として高く売れるように交渉する義務を負うわけだ。このため、TOB価格の決定には通常のM&A以上に公平さが必要だ。こういった意見を取り入れる形で東京証券取引所が2006年12月にTOBの際の価格算定根拠の開示を厳格化した。ただし、それでも本質的な問題解決にはいたらないだろう。

## 上場子会社の完全買収

もうひとつ、上場子会社をめぐる問題だ。以前は「子会社も上場して一人前」とのコンセンサスから、優良な子会社を上場させることは概ね好感されていた。株式市場での売却を通じて親会社の資金調達にもなった。しかし、会計制度が連結主体になったところから、逆に優良な子会社に外部株主がいるということは企業価値の流出につながるとの認識に変わってきた。

また、敵対的買収が実際に行われるようになってくると、親会社以外の大株主が現れる可能性もありうる。そうなっては子会社の経営がやりにくくなるし、ガバナンス上の問題が生じるケースも起こりうるだろう。このような流れから、戦略上の理由で上場子会社を完全子会社化するためのTOBも多く行われた。

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

【 上場子会社を完全子会社化するための TOB 】

日付	対象企業	親会社	買付総額	TOB 前 出資比率	TOB 後 出資比率
2006/02/24	バンプレスト	バンダ インベスティングス	17,145	51.0%	97.04%
2006/05/12	麒麟ビバレッジ	麒麟麦酒	69,461	59.4%	97.07%
2006/11/01	筒中プラスチック工業	住友ベークライト	8,877	51.0%	90.71%
2006/11/07	NEOMAX	日立金属	85,029	50.3%	93.91%
2006/11/10	インターネットセキュリティシステムズ	ISS Investment Holdings, Inc.	6,916	87.1%	99.02%

買付総額の単位: 百万円、日付は公開買付届出書提出日。

TOB 前出資比率は発行済株式に対する比率

TOB 実施後、株式交換、合併、その他の方法により、上場子会社を完全子会社若しくは合併等により親会社に吸収している(予定している)。

従来、TOB 実施後に完全子会社とする手法としては、株式交換によって完全親会社の株式を交付することにより完全子会社とするか、産業活力再生特別措置法の活用により、金銭等を交付する手法が用いられてきた。

会社法の施行により、株式交換の対価として完全親会社の株式以外の金銭等の交付が認められたため、会社法の範囲内で株式交換の対価として金銭等の交付が可能となっている(実務上は、会社法施行後 1 年間は完全親会社株式以外の金銭その他の交付は認められていないため、対価として金銭等を交付する場合には産業活力再生特別法が用いられている)。

また、会社法によって新たに種類株式が導入され、種類株式を用いた完全子会社化の手法もとられている。インターネットセキュリティシステムズの完全子会社化では、全部取得条項付株式を活用する手法が予定されている。具体的には、まず、現在の発行済み株式を全部取得条項付株式に変更する。会社法の規定に基づき、インターネットセキュリティシステムズで全部取得条項付の株式を取得して、当該取得の対価として新たにインターネットセキュリティシステムズの株式を株主に付与するが、その際に親会社以外の株主に対する交付株数が一株未満の端数となるような割合で株式を付与する。一株未満の端数となるため、一株未満の端数の合計数に相当する株式を売却することによって得られた代金を株主に交付する。結果として、少数株主に対して、金銭を交付したのと同様の効果を生じさせるのである。

【 TOB 実施後の完全子会社化のための手法 】

対象企業	親会社	TOB 実施後の手法	株式交換日等
バンプレスト	バンダ インベスティングス	株式交換	2006/6/1
麒麟ビバレッジ	麒麟麦酒	株式交換(金銭交付)	2006/10/1
筒中プラスチック工業	住友ベークライト	株式交換	2007/3/1(予定)
NEOMAX	日立金属	合併	2007/4/1(予定)
インターネットセキュリティシステムズ	ISS Investment Holdings, Inc.	種類株式の利用	2007/4/27(予定)

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

### 関連会社の子会社化

最後にもうひとつの類型として、関連会社(出資比率 20%以上 50%以下)の会社を子会社化する流れも加速している。出資比率 20%以上 50%以下というのは、実は出資比率としては中途半端で、そこを突いてくる買収者がいても何ら不思議ではない。特に自社を買収防衛策で守れたとしても、関連会社やあるいは重要な部品を作っている取引先などが敵対的買収者の手に落ちてしまえば、本業に被害が及ぶことも想定される。関連会社や取引先であれば小額で買収できるうえにガードが緩いケースが多く、敵対的買収者にとっては狙い目である。サプライチェーンのもっとも弱いところを攻撃しようという戦略だ。

こういった背景もあって関連会社をまずは子会社化しようという動きも目立った。

### 【 関連会社を子会社化するための TOB 】

日付	対象企業	親会社	買付総額	TOB 前 出資比率	TOB 後 出資比率
2006/02/06	宇徳運輸	商船三井	2,485	31.2%	51.97%
2006/04/04	小僧寿し本部	すかいらーく	3,145	30.0%	52.69%
2006/04/24	ギャバン	味の素	1,656	40.1%	56.44%
2006/05/17	日本アクセス	伊藤忠商事	14,359	32.2%	60.77%
2006/05/22	テン コーポレーション	ロイヤルホールディングス	493	33.3%	50.40%
2006/06/09	日本技術開発	エイトコンサルタント	1,987	30.1%	72.43%
2006/07/24	キャビン	ファーストリテイリング	5,702	31.6%	51.84%
2006/07/31	三菱伸銅	三菱マテリアル	4,744	34.2%	51.36%
2006/09/19	興人	三菱商事	5,429	30.0%	73.25%
2006/10/31	住商リース	住友商事	183,244	36.2%	96.56%
2006/11/09	テスコ	乃村工藝社	1,104	33.1%	51.00%
2006/11/15	八千代工業	本田技研工業	9,904	34.5%	52.66%

買付総額の単位: 百万円、日付は公開買付届出書提出日。

TOB 前出資比率は発行済株式に対する比率

以上  
(文責 荒井 邦彦)

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。