

2026 年 1 月 27 日 全 8 頁

直近の MB0 による株式非公開化トレンド

事例比較による公正性担保措置の実務ポイント

コーポレート・アドバイザー一部	主席コンサルタント	吉田 信之
コーポレート・アドバイザー一部	主任コンサルタント	坂本 隼一
コーポレート・アドバイザー一部	コンサルタント	鵜飼 祐太
コーポレート・アドバイザー一部	コンサルタント	杉本 亜門

[要約]

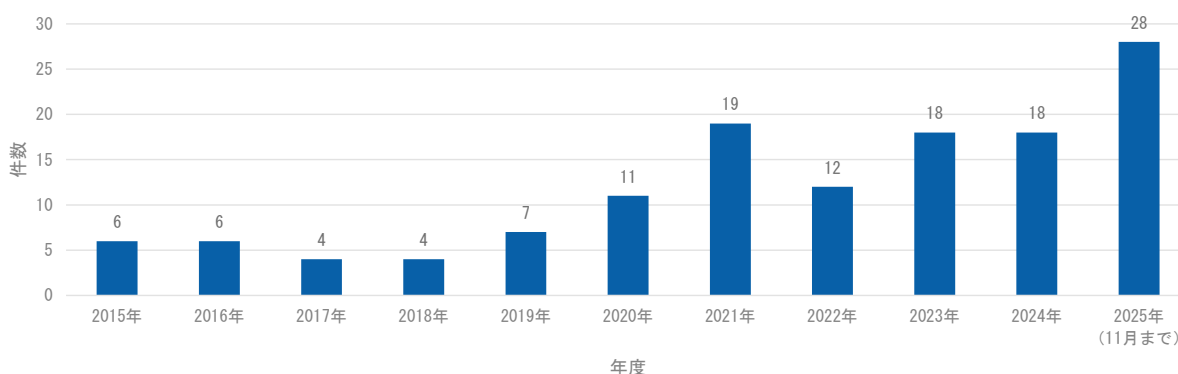
- 近年、日本の上場企業におけるマネジメント・バイアウト（MB0）は、コロナ禍以降の経営環境の変化、東京証券取引所（東証）改革、アクティビスト対応、資本効率改善要請などを背景として増加している。特に 2024 年以降は大型 MB0 が相次いで公表され、中小規模の企業だけでなく大規模企業にとっても MB0 は資本政策上の重要な選択肢として定着しつつある。
- 本稿では、2025 年 6 月から 11 月までの半年間に公表された株式非公開化を伴う MB0 案件（16 件）を対象として、その特徴や傾向、実務上の論点を整理した。対象 16 件のうち、2026 年 1 月 16 日時点で 12 件が成立、2 件が不成立、2 件が TOB 期間延長中である。
- TOB プレミアムの平均は約 47%（TOB 価格引き上げ前 39.3%、引き上げ後 46.7%）。TOB プレミアムが 45～50%と高水準の事例が存在する一方で、そうであったとしても TOB 価格を PBR1 倍未満と設定した企業に対しては、一般株主から価格妥当性への批判の声も聞かれる。
- 公正性担保措置として、特別委員会の設置や法務アドバイザーの助言、第三者算定機関による株式価値算定書の取得等が標準化されてきている。MB0 実施にあたっての一般株主保護のための仕組みは、概ね日本の実務において定着しつつあると言える。
- 総じて、MB0 の戦略的活用は今後も拡大が見込まれる一方で、アクティビスト介入、対抗 TOB への備えや TOB 価格の妥当性を担保するために、公正性担保措置の高度化・透明性向上が進むと考えられる。案件の性質に応じてどの程度の公正性担保措置を講じれば一般株主への説明責任を果たしたと言えるのか、その標準化が今後の株式非公開化を伴う MB0 実務における論点として注目される。

1. 株式非公開化を伴う MBO の動向と背景

(1) 公表件数の推移

2015 年 1 月から 2025 年 11 月までに公表された日本の株式非公開化を伴う MBO 件数は、以下の通りである（図表 1）。コロナ禍の 2020 年以降から件数は増加傾向にあり、特に 2025 年は急増している。その背景としては、コロナ禍での経営の立て直しに加え、東証により 2022 年 4 月に実施された上場維持基準の厳格化や 2023 年 3 月に公表された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請、2023 年 8 月の経済産業省による「企業買収における行動指針」の公表、海外プライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）の日本市場への積極的な参入、アクティビスト（物言う株主）による経営介入リスクの増大などが挙げられる。2024 年以降は、ベネッセホールディングス（以下、「HD」）・大正製薬 HD・永谷園 HD・パラマウントベッド HD・久光製薬等の大型 MBO が相次ぎ、中小規模の企業のみならず、大規模企業にとっても MBO は資本政策上の重要な選択肢として定着しつつある。

（図表 1）2015 年 1 月から 2025 年 11 月までに公表された MBO 件数



出所：レコフデータおよび各社開示資料等に基づき大和総研作成

本稿では TOB 公表日が 2025 年 6 月から 11 月までの半年間のデータを基に、株式非公開化を伴う MBO 案件（16 件）を対象に、特徴や傾向を整理した（図表 2）。本稿執筆時点（2026 年 1 月 16 日）では 12 件が成立、2 件が不成立、2 件が公開買付期間中である。

(図表 2) TOB 公表日が 2025 年 6 月から 11 月までの MB0 案件

No.	企業名	上場市場	TOB公表日	TOB期間 (営業日)	TOB成立状況
1	日本コンセプト株式会社	東証プライム	2025/06/30	30	成立
2	フロイント産業株式会社	東証スタンダード	2025/07/14	30→52→ 61→71	成立
3	株式会社DDグループ	東証プライム	2025/07/14	30	成立
4	太平洋工業株式会社	東証プライム 名証プレミア	2025/07/25	30→40→ 50→60→ 70→80→ 90→100→ 110→119	TOB期間延長中
5	株式会社ソフト99コーポレーション	東証プライム	2025/08/06	30→38→ 48→58→ 66	不成立
6	TAC株式会社	東証スタンダード	2025/08/06	30	成立
7	桂川電機株式会社	名証ネクスト	2025/08/08	30	成立
8	株式会社ドラフト	東証グロース	2025/08/14	30	成立
9	アールビバン株式会社	東証スタンダード	2025/08/29	30→39	不成立
10	株式会社マンダム	東証プライム	2025/09/10	30→37→ 47→57→ 64→74→ 81	TOB期間延長中
11	パラマウントベッドホールディングス株式会社	東証プライム	2025/9/25	36	成立
12	ヤスハラケミカル株式会社	東証スタンダード	2025/11/4	30	成立
13	セントケア・ホールディング株式会社	東証プライム	2025/11/07	30	成立
14	サンユー建設株式会社	東証スタンダード	2025/11/12	30	成立
15	杉田エース株式会社	東証スタンダード	2025/11/12	30	成立
16	株式会社パリティホールディングス	東証スタンダード	2025/11/12	30	成立

出所：各社開示資料等に基づき大和総研作成

(2) MB0 の目的・意義

そもそも、上場企業はなぜ MB0 を行うのか。上記図表 2 にある各社の開示資料をまとめると、主な目的は以下の通りである（・・・以降は該当の目的が開示資料に記載されている件数）。

- ✓ 経営の自由度確保（短期収益志向の株主要請からの解放）・・・14 件
- ✓ 中長期的な成長戦略の実行・・・16 件
- ✓ 事業再編・構造改革の加速・・・6 件
- ✓ 創業家や経営陣による経営権強化・事業承継・・・5 件
- ✓ 上場維持コストや情報開示負担の軽減・・・12 件

もともと上場する企業は、株式を公開することで広く投資家から資金を調達し、その資金を設備投資・研究開発・M&A などに活用することで、自社単独では実現が難しい事業戦略、成長戦略を実現することを目的としている。一方で、上場後当初想定していた事業戦略・成長戦略を実現できず、株価が低迷する企業も少なくない。株価の低迷は新規の株式による資金調達（エクイティファイナンス）の実施を困難にする一方で、既存資金の出し手である株主からは株価上昇に直結する「短期的な業績向上」を求められることになる。その結果、既存の上場維持コストに加え株主に対するよりきめ細かな報告責任を果たすための情報開示負担も増大し、中長期的な目線での経営戦略、成長戦略を描きにくい等の悪循環に陥ることになる。上場のメリットをうまく享受できていない企業も多く見られる中、最近ではアクティビストによる株主提案が活発化するなど、株主の短期的な収益志向は一層高まっているとも言えるであろう。

このように日本の上場企業を取り巻く環境が激変している状況を踏まえ、近年では中長期的な成長戦略が取りにくくなっている企業、特に、PBR が 1 倍未満の企業やアクティビストによる株主提案リスクが高い企業において、資本政策上の重要な選択肢の一つとして MB0 を選択する企業が増加してきていると言える。

2. 直近の MB0 案件の特徴（2025 年 6 月～11 月）

（1）TOB におけるプレミアム水準

TOB におけるプレミアム水準は、対象会社が営む事業の将来性や現在の株価水準、案件の規模（ディールサイズ）や PBR の水準（買収総額が純資産価額を上回るかどうか）、潜在的な対抗 TOB 発生の蓋然性、アクティビストの存在などによって大きく変動する。特に対抗 TOB が発生した場合や、対象会社の PBR が著しく低いまま放置されていた場合には、TOB プレミアムが 50% を超える事例も存在する。

直近半年間（2025 年 6 月～11 月）に公表された MB0 案件（16 件）の TOB プレミアム水準は以下の通りである（図表 3）。TOB 公表日前営業日の株価対比での TOB プレミアム水準の平均は、TOB 価格引き上げ前で 39.3%、TOB 価格引き上げ後で 46.7%となっている。

（図表 3）直近 MB0 案件の TOB プレミアム水準（2025 年 6 月～11 月）

No.	企業名	アクティビスト 介入	PBR (倍)	TOB 価格 (円)	プレミアム水準 (%)			
					公表日 前営業日	1ヶ月平均	3ヶ月平均	6ヶ月平均
1	日本コンセプト株式会社		2.20	3,060	38.0	57.4	70.6	69.4
2	フロイント産業株式会社		1.21	1,085	42.6	46.0	47.9	44.4
3	株式会社DDグループ		3.55	1,700	15.3	17.5	25.4	28.3
4	太平洋工業株式会社	○	0.71	2,050	40.3	50.0	55.7	52.9
			→1.01	→2,919	→99.7	→113.6	→121.7	→117.7
5	株式会社ソフト99コーポレーション	○	→1.05	→3,036	→107.8	→122.2	→130.6	→126.4
			0.93	2,465	53.1	54.8	52.6	55.2
6	TAC株式会社		→1.01	→2,680	→66.5	→68.3	→65.9	→68.7
			0.98	350	49.6	54.3	53.4	60.1
7	桂川電機株式会社		0.34	960	34.8	41.0	43.3	38.1
8	株式会社ドラフト		2.20	750	31.8	37.5	40.9	38.9
9	アールビバン株式会社		1.01	1,670	51.8	55.7	58.7	58.0
10	株式会社マンドム	○	1.29	1,960	30.4	36.5	37.8	42.2
			→1.66	→2,520	→67.7	→75.5	→77.2	→82.9
11	パラマウントベッドホールディングス株式会社		1.47	3,530	31.4	32.1	35.5	40.1
12	ヤスハラケミカル株式会社		0.57	1,380	26.5	31.8	46.2	56.2
13	セントケア・ホールディング株式会社		1.76	1,220	48.1	43.4	48.3	54.2
14	サンユー建設株式会社		0.44	1,600	36.6	39.7	40.6	42.7
15	杉田エース株式会社		0.80	1,710	40.4	39.9	37.3	40.3
16	株式会社バリミキホールディングス		0.99	581	57.9	63.2	47.3	70.5

TOB プレミアム平均（公表日前営業日ベース）	TOB 価格引き上げ前	39.3%
	TOB 価格引き上げ後	46.7%

○：TOB 期間の延長を行った企業

※表中の「→」は TOB 価格引き上げ後の各種数値を表す

出所：各社公開買付届出書に基づき大和総研作成

TOB プレミアムが 45～50% の高水準の事例も存在する一方、TOB プレミアムが高水準であったとしても TOB 価格を PBR1 倍未満と設定した企業に対する案件では一般株主からの批判の声も聞かれている。当初の TOB 期間を延長した 5 件のうち 3 件（太平洋工業、ソフト 99 コーポレーション、マンドム）は、アクティビストの介入により TOB 価格の引き上げを行った。中でも注目す

べきはソフト 99 コーポレーション（以下 S 社）の案件である。アクティビストのエフィッシモ・キャピタル・マネジメントが 4,100 円（TOB 価格に対する PBR：1.55 倍、TOB プレミアム：154.7% 相当）で対抗 TOB を行った結果、当初は S 社経営陣側と応募契約を結んでいた第 2 位株主の KeePer 技研がエフィッシモ側の TOB へ応募変更し、S 社経営陣の TOB は不成立となった。このような事例の増加は、一般株主の視点でプレミアム水準が妥当でないケースでは TOB が不成立となり得ることを示すものであり、TOB 実務に大きな影響を与えている。

（2）公正性担保措置・利益相反回避措置

株式非公開化を伴う MB0 では、公開買付者となる経営陣と一般株主との間で利益相反および情報の非対称性が生じる。このため、一般株主保護を目的とする公正性担保措置・利益相反回避措置をどのように講じるのかが非常に重要となる。また、本稿においては取り上げないが、これは上場子会社に対する親会社による完全子会社化のための TOB においても同様である。親会社と子会社のパワーバランスにより子会社の一般株主の利益が毀損されやすい性質があるため、株式非公開化を伴う MB0 と同様に公正性担保措置・利益相反回避措置による透明性・説明責任がその他の株式非公開化を伴う TOB と比較して一層重視される。

以上の注意点を踏まえたうえで、現在の日本の TOB・MB0 実務において、一般的に実施される公正性担保措置は以下の通りである。

- ✓ TOB の成否から独立した特別委員会の設置（対象会社の取締役会にて委員を選任）
- ✓ 当事者および TOB の成否から独立したファイナンシャル・アドバイザー（FA）、リーガルアドバイザー（LA）の採用
- ✓ 当事者および TOB の成否から独立した第三者算定機関による株式価値算定書の取得
- ✓ 当事者および TOB の成否から独立した第三者算定機関によるフェアネス・オピニオン（FO）の取得
- ✓ 適切な情報開示を行い、公正性を外部に示すこと

更に、MB0 案件における公正性担保措置について、①対象会社、および②特別委員会のそれぞれの立場で、どのような取組みを行っているかをより詳しく見て行く。

① 対象会社の公正性担保措置

直近 MB0 案件における対象会社の立場での公正性担保措置の一覧は以下の通りである（図表 4）。以下の傾向が見られる

- ✓ 16 件全件で特別委員会を設置
- ✓ 16 件全件で FA、LA を採用
- ✓ 独立した第三者算定機関による株式価値算定書を取得
- ✓ FO を取得した案件は 0 件

(図表 4) 公正性担保措置の一覧 (対象会社)

No.	企業名	公正性担保措置 (対象会社)			
		FA採用	LA採用	株式価値算定書	F0取得
1	日本コンセプト株式会社	○	○	○	×
2	フロイント産業株式会社	○	○	○	×
3	株式会社DDグループ	○	○	○	×
4	太平洋工業株式会社	○	○	○	×
5	株式会社ソフト99コーポレーション	○	○	○	×
6	TAC株式会社	○	○	○	×
7	桂川電機株式会社	○	○	○	×
8	株式会社ドラフト	○	○	○	×
9	アールビバン株式会社	○	○	○	×
10	株式会社マンダム	○	○	○	×
11	パラマウントベッドホールディングス株式会社	○	○	○	×
12	ヤスハラケミカル株式会社	○	○	○	×
13	セントケア・ホールディング株式会社	○	○	○	×
14	サンユー建設株式会社	○	○	○	×
15	杉田エース株式会社	○	○	○	×
16	株式会社バリミキホールディングス	○	○	○	×

出所：各社公開買付届出書に基づき大和総研作成

公正性担保措置の内容は、利益相反のリスクを排除し、少数株主の利益を保護するための取組みとして外部に公表・開示される。公開買付者の立場であれば公開買付届出書、対象会社の立場であれば意見表明報告書に記載が求められ、双方にとって手続の公正性を外部に示す事例として蓄積されている。前述の一般的に実施される公正性担保措置は、対象会社において F0 の取得を除き実務上のスタンダードとして定着しつつあると言える。

② 特別委員会の公正性担保措置

直近 MBO 案件における特別委員会の立場での公正性担保措置の一覧は以下の通りである（図表 5）。以下の傾向が見られる。

- ✓ 特別委員会の構成員は社外取締役が中心。構成員数は全件で 3 名以上
- ✓ FA、LA の採用および株式価値算定書を取得した案件は一部
- ✓ F0 を取得した案件は 16 件中 4 件

(図表 5) 公正性担保措置の一覧 (特別委員会)

No.	企業名	設置	公正性担保措置 (特別委員会)					
			特別委員会構成員				FA採用	LA採用
			合計	社外取締役	社外監査役	外部有識者		
1	日本コンセプト株式会社	○	3	2	0	1	×	○
2	フロイント産業株式会社	○	4	2	1	1	×	○
3	株式会社DDグループ	○	6	4	0	2	×	×
4	太平洋工業株式会社	○	4	4	0	0	×	×
5	株式会社ソフト99コーポレーション	○	4	2	2	0	×	×
6	TAC株式会社	○	3	3	0	0	×	×
7	桂川電機株式会社	○	3	1	1	1	×	×
8	株式会社ドラフト	○	4	4	0	0	×	×
9	アールビバン株式会社	○	3	1	1	1	×	×
10	株式会社マンダム	○	5	3	2	0	○	×
11	パラマウントベッドホールディングス株式会社	○	3	3	0	0	×	×
12	ヤスハラケミカル株式会社	○	3	2	0	1	×	×
13	セントケア・ホールディング株式会社	○	3	3	0	0	×	○
14	サンユー建設株式会社	○	5	2	1	2	×	×
15	杉田エース株式会社	○	4	2	0	2	×	×
16	株式会社バリミキホールディングス	○	3	2	0	1	×	○

出所：各社公開買付届出書に基づき大和総研作成

特別委員会における公正性担保措置について、16 件全件で 3 名以上の構成員による特別委員会が設置された。社外取締役、社外監査役以外の構成員は、弁護士、公認会計士、税理士の他に大学教授等の株式価値算定に知見を有する外部有識者から選定されているが、外部有識者を選任しなかった事例も 7 件と、全体の半数弱を占めた。過去には外部有識者を積極的に活用する案件も多かったが、2019 年 6 月に公表された「公正な M&A の在り方に関する指針」（経済産業省）で、「社外有識者は、株主総会において株主の付託を受けて選任されているわけではなく、社外役員に比べて会社や株主に対する責任関係も不明確である」と示されたことが、活用が減少した一因と思われる。特別委員会で独自の株式価値算定書を取得した案件は 16 件中 6 件であり、それ以外の 10 件では対象会社が取得した株式価値算定書を参照して TOB 価格が妥当であるかを検証している。

特別委員会側で F0 を取得している案件は 16 件中 4 件と多くはないものの、アクティビストを含む一般株主への説明力を強化する目的で取得されたものと見られる。一方、F0 を取得していない案件については、実務上株式価値算定書と役割が重複しており、かつ取得費用が高額であることから、他の公正性担保措置と比較し F0 取得の追加的なメリットが乏しいと判断されたと推察される。

(3) TOB 価格と株式価値算定結果の関係

直近 MBO 案件における TOB 価格と株式価値算定結果は以下の通りである（図表 6）。対象会社および特別委員会による株式価値算定手法については全件で DCF 法と市場株価法が採用されており、TOB 価格引き上げ前の価格は DCF 法の評価額レンジの範囲内に収まっていた。アクティビストの介入により TOB 価格を引き上げた 3 件のうち、太平洋工業は TOB 期間中の 2025 年 11 月に直近株価が TOB 価格を上回っていることを理由に複数の株主から株式価値算定書を再取得すべきとの意見を受け対応している（前回の株式価値算定と結論は変わらず）。

（図表 6）TOB 価格と株式価値算定結果

No.	企業名	TOB成立状況	TOB価格	株式価値算定結果（対象会社）						株式価値算定結果（特別委員会）					
				DCF法		類似会社比較法		市場株価法		DCF法		類似会社比較法		市場株価法	
				下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
1	日本コンセプト株式会社	成立	3,060	DCF法 ・市場株価法	2,488	3,087	-	-	1,795	2,217	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	2,144	3,597	1,508	2,784
2	フロイント産業株式会社	成立	1,085	DCF法 ・市場株価法	861	1,117	-	-	734	761	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	726	1,147	903	961
3	株式会社DOグループ	成立	1,700	DCF法 ・市場株価法	1,687	2,370	-	-	1,323	1,469	-	-	-	-	-
4	太平洋工業株式会社	TOB期間延長中	2,050	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	1,594	2,393	668	1,804	1,317	1,461	-	-	-	-	-
5	株式会社ソフト99コーポレーション	不成立	2,465	DCF法 ・市場株価法	2,320	2,893	-	-	1,588	1,615	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	2,362	3,155	2,379	3,445
6	TAC株式会社	成立	350	DCF法 ・市場株価法	302	383	-	-	219	234	-	-	-	-	-
7	桂川電機株式会社	成立	960	DCF法 ・市場株価法	720	1,053	-	-	670	712	-	-	-	-	-
8	株式会社ドラフト	成立	750	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	679	970	457	716	532	545	-	-	-	-	-
9	アールビバン株式会社	不成立	1,670	DCF法 ・市場株価法	1,520	2,150	-	-	1,053	1,100	-	-	-	-	-
10	株式会社マングラム	TOB期間延長中	1,960	DCF法 ・市場株価法	1,649	2,454	-	-	1,378	1,503	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	1,778	2,902	-	-
11	パラマウントベッドホールディングス株式会社	成立	3,530	DCF法 ・類似会社比較法 ・市場株価法	2,149	4,225	2,038	2,406	2,520	2,687	DCF法 ・市場株価法	3,291	3,935	-	-
12	ヤスハラケミカル株式会社	成立	1,380	DCF法 ・市場株価法	1,186	1,612	-	-	883	1,091	-	-	-	-	-
13	セントウエア・ホールディング株式会社	成立	1,220	DCF法 ・市場株価法	869	1,278	-	-	791	851	-	-	-	-	-
14	サンユー建設株式会社	成立	1,600	DCF法 ・市場株価法	1,451	1,788	-	-	1,122	1,171	-	-	-	-	-
15	杉田エース株式会社	成立	1,710	DCF法 ・市場株価法	1,465	1,920	-	-	1,218	1,245	-	-	-	-	-
16	株式会社バリミキホールディングス	成立	581	DCF法 ・市場株価法	475	604	-	-	341	394	DCF法 ・市場株価法	477	622	-	-

※TOB価格の引き上げを行った企業
※表中の「-」はTOB価格引き上げ後の価格を表す

出所：各社公開買付届出書に基づき大和総研作成

3. 今後の展望と論点

コロナ禍の経営環境の変化や東証改革、資本効率改善要請、アクティビスト対応などを背景として、株式非公開化を伴う MBO は資本政策・経営戦略の重要な選択肢として定着してきている。今後は業績や株価が低迷している企業、中でも上場維持基準未達企業や、PBR が 1 倍を下回り短期的に 1 倍回復が見込みにくい企業において株式非公開化を伴う MBO が増加するものと予想される。また、経済産業省の指針および前述の背景により MBO 案件数が増加し、事例の蓄積に伴って特別委員会の設置をはじめとする公正性担保措置の実務上のスタンダードが定着しつつある。今後はアクティビスト介入、対抗 TOB への備えや、TOB 価格の妥当性を担保するための積極的なマーケットチェックや F0 取得の必須化、意見表明報告書の記載内容の更なる充実などの公正性担保措置の高度化・透明性向上が進むと考えられる。

また、公正性担保措置の高度化・透明性向上が進んで行く中、案件の性質に応じてどの程度の公正担保措置を講じれば一般株主への説明責任を果たしたと言えるのか、その標準化が注目すべき論点となるだろう。

－以上－

参考文献

- ・ 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針-企業価値の向上と株主利益の確保に向けて-」（2019 年 6 月）
- ・ 経済産業省「企業買収における行動指針-企業価値の向上と株主利益の確保に向けて-」（2023 年 8 月）
- ・ 西村あさひ法律事務所・外国共同事業 弁護士 森本 大介、小林 咲花、白澤 秀己、金崎 拓磨、金子 弘平、中村 日菜美、黒崎 万里 著
『「M&A 特別委員会」設置・運営の実務』中央経済社（2024 年 9 月）