

2025 年 11 月



株式会社オアース
コーポレート・アドバイザリー事業部

事業会社とファンド等による共同投資について

■ 主な事例と事業会社の目的・効果

● はじめに

事業会社による買収の形態・手法として、事業会社がファンド等の金融投資家と組み、共同して買収を行う場合がある。以下では、主な事例を抽出しつつ、参画する事業会社の一般的に想定される目的や効果を整理する。

また事例のなかから、ユーグレナがアドバンテッジ・パートナーズ（AP）等と組んでキューサイを買収した案件について取り上げ、案件概要を深掘し、ユーグレナの具体的な意図を確認する。

● 主な事例

- － 特定の事業会社（原則 1 社。一部例外を含む）が特定の金融投資家（ファンドのみならず、自己勘定で投資する投資家を含む）と組んで買収を行う主な事例を、過去 10 年間に遡り抽出した（下記図ご参照）。

取得対象	公表日	取得主体 (金融投資家)	当初持分	取得主体 (事業会社)	当初持分	連結 子会社化	取得主体 (その他)	当初持分	備考
National Car Parks (駐車場運営/英)	2017/7/14	DBJ	49%	パーク24	51%	○	-	49%	2025/11：パーク24がDBJ49%を追加取得し100%化（プットオプション行使）
泉精器製作所	2018/8/7	DBJ	60%	マクセル ホールディングス	40%	○	-	-	2019/4：商号変更「マクセルイズミ」
キューサイ	2020/12/15	アドバンテッジ・ パートナーズ	67.22%	ユーグレナ	12.84%		東京センチュリー	19.94%	2021/5/17：ユーグレナが連結化
まるきん製菓	2023/1/27	CAS Capital	75%	ブルボン	25%		-	-	PMI継続
BookandLink Pte. Ltd. (シンガポール)	2023/9/13	DBJ	46.6%	トリブラ	53.4%	○	-	-	アジア展開の共同推進
旧ビッグモーター関連事業 の再編受け皿	2024/3/6	J-Will Partners	50.1%	伊藤忠商事 伊藤忠エネクス	49.9%		-	-	当該案件は事業譲受・共同出資案件 店舗・在庫再構築進行
ミナシア（ホテル運営）	2024/6/7	Star Asia Group	95%超	Polaris Holdings	5%未満		-	-	ブランド再編など収益改善施策進行
水田湖一株式会社	2024/12/5	SMFLみらいパー トナーズ	ND	自然電力	ND		-	-	国内12カ所の水上太陽光発電所運営会社 の買収
新光電気工業	2025/2/17	JIC Capital	80%	大日本印刷 三井化学	15% 5%		-	-	富士通はTOBには応募せず、後段の自己 株式取得で売却
ワコーパレット	2025/2/26	DBJ	49%	芙蓉総合リース	51%	○	-	-	子会社化後に成長投資
新潟トランス	2025/8/6	J-Will Partners	ND	ヤシマキザイ	ND		JA三井リース	-	IHIからの譲渡案件

- ・ 抽出の条件として、特定の事業会社が買収対象会社（SPC 等を介した間接を含む）の議決権を取得する案件に限定した
- ・ 複数のファンドや事業会社がコンソーシアムを組んだ案件（ex.東芝の非公開化案件/2023 年）や匿名組合や有限責任パートナー（LP）として出資し、議決権を取得しない案件（ex.メディパルホールディングスによる日医工案件への関与等/2022 年）は除外している
- － なお、本資料では、社名は略称表記（法人格・敬称略）とさせていただく。

● 参画する事業会社の一般的に想定される目的・効果

－ 共通

- ・ 相対的に少ない資本で（投資額を抑えリスクをコントロールしながら）、戦略的なシナジー効果の獲得を狙うことが可能
- ・ 段階取得のオプションを持ち、失敗時は限定損失に留められる
- ・ 事業会社が参画し、対象会社と事業面での補完関係を築くことにより、当該投資案件の成功確度を高める効果が期待される
- ・ パートナーとなる金融投資家の豊富な経営資源を（組成力、交渉力、ネットワーク、資金力、人材、経験値など）を活用することができる

－ 当初より連結子会社化する場合

- ・ 対象会社をフル連結（対象会社の資産・負債・売上・費用を 100%取り込み）
- ・ 日本会計基準（J-GAAP）では、のれんは、取得持分相当額のみを計上（部分のれん法）
- ・ 主導権確保・フル統合で製品/顧客/人材/データを自社に取り込み、より大きなシナジー効果の早期実現を目指す
- ・ 連結子会社化後の非支配株主持分の追加取得は資本取引として処理され、PL への影響は原則生じない（利益・費用は発生しない）。また、支払対価と消滅（または減少）する非支配株主持分の帳簿価額の差額は資本剰余金等で調整し、のれんも増減しない。

－ 当初はマイノリティー出資（連結外）に留める場合

- ・ 対象会社のデットや LBO デットを連結外とすることで、自社のレバレッジ・格付などへの影響を最小化することが可能
- ・ 投下資本（連結ベース）や連結のれんの計上を抑えつつ、持分法損益で利益寄与を取り込み、ROE の希薄化を抑えながらアップサイドを狙うことができる

■ アドバンテッジパートナーズ（AP）・ユーグレナ等によるキューサイ買収案件

● 案件概要と時系列

- － 2020 年 12 月 15 日

AP・ユーグレナ・東京センチュリーの3者がSPCを組成し、コカ・コーラ ボトラーズジャパンホールディングスからキューサイ株式100%を取得することで合意。SPCの当初持分は、AP67.22%、ユーグレナ12.84%、東京センチュリー19.94%

ユーグレナは1年以内に持分を最大49%まで引き上げ、連結子会社化する方針を明示

－ **2021年2月1日**

株式譲渡クロージング

－ **2021年5月17日**

ユーグレナがSPC持分を49%に引き上げ、みなし取得日を2021年6月30日としてキューサイを連結子会社化する旨公表（SPC持分は、AP約47%、ユーグレナ49%、東京センチュリー約4%に）

● **ユーグレナが当初から連結子会社化しなかったと思われる理由**

－ **最大の要因は資金調達**

ユーグレナは、SPCの持分追加取得（コールオプションの行使）のために2021年4月22日を払込日とする海外募集による新株式発行を行い129億円を調達。そのうち約89.4億円を行使原資に充当し（2021年5月20日ユーグレナ決算説明会）、5月14日にコールオプションを行使、5月17日にSPCの持分を13%から49%へ引き上げている

－ **連結決算業務・監査対応・J-SOX対応等への対応準備**

ユーグレナの臨時報告書では、海外公募による必要資金の調達が完了した点の他に、連結子会社化に伴う連結決算業務・監査対応・J-SOX対応等に向けた諸対応の目途が立ったため、取得・連結化に進んだ旨が明記されている

● **〔考察〕なぜ、東京センチュリーを含む3者による座組なのか**

－ **主要因として、APと東京センチュリーの戦略的提携関係の存在**

- ・ 両社は2019年から戦略的提携関係にある。尚、現在は、更に関係を強化、東京センチュリーがAPグループの統括会社の株式を追加取得し、持分法適用関連会社化するに至る（2025年9月、東京センチュリーによる「戦略的パートナーシップの更なる強化について」プレスリリース参照）
- ・ 同プレスリリースにおいて、「・・・両社の協業関係は当初の想定を上回る形で進展しています。東京センチュリーは投資先候補をAPグループに紹介し投資実現に結び付けているほか、キューサイ株式会社、エナジーウィズ株式会社などの事例では共同投資を通じて大幅な企業価値向上を実現しています。」との記述があり、キューサイ案件で具体的に担った役割までは読み取れないものの、日常的な案件ソーシング面での貢献を通じた共存協栄関係が伺える

－ **その他**

- ・ 上記以外の理由も想定されえる。東京センチュリーが3者目の出資者として参画することで買収資金の組成（自己資金＋借入枠形成）の柔軟性が増したり、事業特性の異

なる 3 者が組むことでより適切な役割分担・補完関係が構築できたり、AP が運営するファンドのエクスポージャーの分散ができる、など

- **〔考察〕 ユーグレナは、なぜ、49%出資による子会社化を行いつつ、残り 51%の更なる取得をオプションに留めるのか**

- － ユーグレナは残りの 51%を将来一括取得できる権利（コールオプション）を持ち、逆に AP/東京センチュリーはユーグレナに一括売却できる権利（プットオプション）を保持

- ・ **ユーグレナのコールオプション**

- 2023 年 8 月以降に行使可能で、譲渡価格は 262 億円以上を下限とし、時期に応じて変動

- ・ **AP/東京センチュリーのプットオプション**

- キューサイの EBITDA 水準達成を条件に 143 億円～239 億円の範囲で譲渡価格が変動

- － **当初 49%出資に留める、想定される主な理由**

- ・ **実質支配権の獲得**

- 49%でもキューサイを連結子会社化し実質支配権獲得は可能

- ・ **資金希薄化・リスクのコントロール**

- 残りの 51%は、キャピタルアロケーション上の優先順位づけを前提に、資本効率・希薄化・リスクを総合管理する余地を確保できる

- ・ **のれん水準・のれん償却負担の軽減・コントロール^注**

- 日本会計基準（J-GAAP）では取得持分相当額のみ（キューサイの事案では 49%分）ののれんが計上される（部分のれん法）為、いきなり 100%買収するより当初ののれん残高を抑えやすい

- 〔追加取得の会計への影響〕**

- 連結子会社化後の非支配株主持分（キューサイ案件では残りの 51%部分）の追加取得は資本取引として処理され、PL への影響は原則生じない（利益・費用は発生しない）。支払対価と消滅（または減少）する非支配株主持分の帳簿価額の差額は資本剰余金等で調整し、のれんも増減しない。（キューサイ事例に即せば、SPC を連結しているユーグレナの連結貸借対照表の株主持分が直接増減する。）

注：

IFRS（国際財務報告基準）の場合は、部分のれん法と完全のれん法（非支配株主持分を公正価値で測定し、識別純資産の 100%に対するのれん（親会社分＋非支配分）を認識する方法）の選択が可。かつ、のれんは非償却で每期減損テストを実施。

以上