2026 年 3 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

大口株主の出口が会社を変える

― 特に中堅上場会社で問われる、株主構成と経営の帰趨 ―

上場会社では、資本提携や安定株主の確保が、事業運営や資本構成の一環として位置づけられることが多い。もっとも、特に中堅上場会社では、一つの大口持分の移動が株主構成や経営体制に与える影響が相対的に大きくなりがちです。

本稿では、ソフト 99 コーポレーション（以下、「ソフト 99」という。）と養命酒製造（以下、「養命酒」という。）の事例を通じて、大口株主の出口が会社の進路にどのような影響を及ぼし得るかを整理します。

■ 事例①：ソフト 99 コーポレーション

- 時系列
  - ソフト 99 は、2025 年 8 月に創業家が主導する MBO を公表（MBO 価格は 2,465 円/株）
  - その後 Effissimo Capital Management が運用する ECM Master Fund の SPV（以下、「ECM」という。）が対抗 TOB を開始しました（TOB 価格は 4,100 円/株）
  - 決定的だったのは、大口株主 KeePer 技研（12.38%）の応募先変更です
    - KeePer 技研は、従前の大口株主であるシンプレクス・アセット・マネジメントとのブロック取引により大口株主として登場したものと推察される
  - KeePer 技研はもともと MBO 側への応募契約を結んでいましたが、価格差の大きい対抗 TOB の登場により、より高い価格を提示した ECM 側へ応募先を変更しました
    - MBO 価格と対抗 TOB 価格の差額は 1,635 円/株で、同社に生じる投資有価証券売却益の差額は約 4,394 百万円と無視できない規模であり、外部弁護士の助言を受けつつ、創業家側、ECM 双方と面談し、ソフト 99 および特別委員会にも質問し、さらに MBO 価格の引上げも打診
    - MBO 価格はその後 2,680 円まで引き上げられましたが、なお ECM 価格を大きく下回ったため、KeePer 技研は 2025 年 10 月 24 日に応募先を MBO 側から ECM 側へ変更しました
  - その結果、第 1 回 ECM TOB 後には ECM グループが 36.14％を保有し、創業家側は ECM

の協力なしに 3 分の 2 へ届きにくい構図になりました。つまり、大口持分の出口先が変わっただけで、非公開化の主導権までひっくり返ったことになります

- 創業家側は、MBO 開始時点で、創業家関係者等 5 者で不応募合意していました（合計 31.63%）。MBO の下限 7,566,400 株は、総議決権の 3 分の 2 からこの不応募合意株式分を差し引いて設定されていました。これは、MBO スキームがもともと創業家側 31.63%＋外部からの取得分で 3 分の 2 に乗せることを前提にしていたことを意味します

日付	内容
25/3/10	**KeePer技研がソフト99株2,687,700株の取得（12.38%） 取得元はその後の大量保有報告書からシンプレクス・アセット・マネジメント（シンプレックスAM）保有分[注1]とみられる**
25/8/6	**創業家側MBOを公表（1株2,465円）。ソフト99（以下「会社」）は賛同・応募推奨を決議**
25/8/15	**KeePer技研が保有全株をMBOへ応募する方針を決議**
25/9/2	**KeePer技研が、会社の賛同意見維持を条件に、MBOへの応募契約を締結**
25/9/16	**ECM Master Fund SPV 3（以下「ECM」）[注2]が対抗TOBを開始 会社はECM案への意見表明を留保しつつ、MBOへの賛同は維持、応募推奨は撤回**
25/9/25	**会社がECM第1回TOBに反対表明**
25/10/17	**創業家側MBOの価格を2,680円へ引き上げ**
25/10/24	**KeePer技研が応募先をMBOからECMへ変更**
25/11/14	**ECM第1回TOBが成立。ECMグループは36.14%を保有し、第2回TOBへ**
26/2/17	**会社がECM第2回TOBに賛同・応募推奨へ転換**
26/3/7	**ECM第2回TOBが成立。ECM主導の非公開化が最終段階へ**

注1： シンプレクス・アセット・マネジメントによるソフト99の株式保有に関しては、2014年11月28日（初回の大量保有報告書）時点で1,158,600株（5.20%）を保有。その後、公開されている5%ルールの履歴では、2014年12月31日6.23%、2015年4月30日7.26%、2015年10月30日8.29%、2018年12月14日9.32%、2021年1月12日10.33%、2021年2月17日11.37%、2021年3月16日12.53%と、段階的にポーションを増やしている。その後、2025年3月10日に12.53%から0%へ減少しており、ここがKeePer技研へのブロック売却に対応するとみられる。

注2： Effissimo Capital Managementが運用するECM Master FundのSPV

■ 事例②：養命酒製造

- 時系列
  - 養命酒は 2005 年、大正製薬との業務提携・資本提携を公表。大正製薬を割当先とする自己株式処分（6.6%）を行い、その後大正製薬は 20%まで保有比率を高めました
    - 大正製薬が比率を高める過程で、加ト吉（大正製薬との提携公表時点では 5.28%を保有する大株主）は持分を減少させている（変更報告書の提出があり 5%未満に低下したことが確認される）

- ところが 2025 年、大正製薬 HD の保有持分は湯沢へ市場外で移転し、これがその後の流れを大きく変えます
- 養命酒は第三者による非公開化も模索しましたが、湯沢は第三者による TOB への応募を拒否
- 最終的には、湯沢が残ることを前提に、レノによる TOB・非公開化を経て、非事業性資産を湯沢に移管し、事業会社としての養命酒をツムラへ承継させる構図が組まれました
- なお、2026 年 3 月 10 日時点ではレノ TOB は進行中で、最終完了前です

日付	内容
05/7/11	大正製薬と業務提携・資本提携を公表。自己株式処分等により大正製薬が6.6%を取得
06/4/18	大正製薬が20%まで保有比率を引き上げ、その他の関係会社化[注1]
12/1/5	20%持分の保有主体が大正製薬から大正製薬HDへ移管
25/3/21	大正製薬HDが全持分を湯沢へ市場外で売却。大正製薬との資本・業務提携は解消
25/4/2	湯沢・野村幸弘氏が養命酒製造（以下「会社」）と初回面談。非公開化を含む選択肢が具体化
25/7上旬	会社主導の非公開化入札プロセスを開始
25/10/14～/10/17	湯沢が市場外・市場内で買い増し、湯沢と野村幸弘氏の合算持分が合計33.36%に
25/12/1	会社がKKR・ツムラ連合に独占交渉権を付与
25/12/30	湯沢がKKR・ツムラ案を拒否し（12/8）、独占交渉権は失効
26/1/9	湯沢が『非公開化→非事業性資産取得→事業売却』案を提示
26/1/30	事業売却先としてツムラが最適パートナーと判断される[注1]
26/2/25	レノがTOB開始（1株4,050円）。非公開化・事業再編スキームが正式始動
26/2/25	ツムラが、事業再編後に養命酒を68億円で取得予定と公表

注1：　出所：2026年2月25日付「レノによる当社株式に対する公開買付けに関する意見表明」

■ 2 つの事例から見える共通点

両社に共通しているのは、大口株主が存在したこと自体ではなく、その持分の出口が会社側にとって望ましい形で着地しなかった点にあります。大口持分は、保有されている間は安定株主や提携先として整理できることが多いものの、移転先が変わる局面では意味合いが一変します。

ソフト 99 では、創業家 MBO の局面で表面化したのは KeePer 技研の応募先変更でしたが、その前にシンプレクスの持分が KeePer 技研へ移っていたことが、その後の展開の下地になっていました。養命酒でも、第三者との非公開化が本格化する前に、大正製薬 HD の 20%持分が湯沢へ移っていたことが、その後の選択肢に大きく影響しました。いずれの事例でも、最終局面の前に生じた大口持分の移転が、その後の帰趨を左右しているといえます。

加えて、両社とも、その起点となった局面で PBR は 1 倍を下回っていました。PBR の低さだけで事態を説明することはできませんが、市場から十分な評価を得られていない状態が続いていたことは、会社側にとって不利に働いた可能性があります。

■ 実務的な示唆

この 2 つの事例から見えてくるのは、中堅上場会社にとって重要なのは、資本提携や安定株主づくりそのものではなく、大口持分の入口と出口をどこまで見通せているか、という点です。

入口の局面では、まず株価を割安なまま放置しないことが重要になります。資本コストや事業価値に見合った評価を得る努力を続けることは、単なる株価対策ではなく、大口株主との関係を考えるうえでの前提条件といえます。そのうえで、資本提携や政策保有のように一定の持分を持たせる場合には、「なぜ持ってもらうのか」だけでなく、「関係が変わるとき、その株がどこへ移り得るのか」まで織り込んでおく必要があります。

出口の局面でも、会社が受け身のまま大口移転を迎えてしまうことは避けたいところです。状況によっては、自己株買い、自己株 TOB、提携先との継続的な対話、株主間契約上の工夫などによって、一定の受け皿や手順を整える余地もあります。もちろん、上場会社である以上、株式の移転を完全に縛ることはできません。しかし、持たせる場面だけを考えるのと、出口まで含めて設計しておくのとでは、後に表れる差は小さくありません。

中堅上場会社にとって問われるのは、誰に持ってもらうかだけではなく、その株が将来どこへ移り得るのか、その局面で会社としてどこまで選択肢を確保できるのか、という点ではないでしょうか。

以上