



Houlihan
Lokey

Measurement Sector Update

FY23 12月期

ご挨拶

レポートをご覧の皆様へ

フリーハン・ローキーのインダストリアルテクノロジーチームより、この度新たに計測・測定セクターの業界レポートをリリースさせて頂くこととなりました。

2023年度12月期は、製造業各社の自動化・省人化需要に起因した旺盛な設備投資需要に支えられ、増収増益を達成する企業も一定数存在する反面、半導体市場の市況軟化を背景に、特に半導体関連製品・検査ソリューションを提供する企業は減収減益という結果となりました。当セクターの株価については、景気後退懸念により落ち込み、市場インデックス成長を下回る水準となっているものの、直近は回復基調に転じております。

M&A市場に目を向けると、今四半期の案件数は縮小しており、大手企業による高い技術力を持つ小規模プレーヤーの買収や、スタートアップ投資等の中小規模の案件が散見されています。主な日本企業関連案件としては、東陽テクニカによるEMC受託試験のトーキンEMCエンジニアリングの買収、あいホールディングスによる岩崎通信機への資本参加などの案件が発表されました。また海外案件では、Brukerによる日本にてレーザーラマン顕微鏡の開発を行うベンチャー企業Nanophotonの買収や、分子診断システムを手掛けるELiTech Groupの買収等の案件が発表されています。

本レポートが同業界に関する直近動向の整理の一助となりましたら幸いです。掲載を希望される情報やコンテンツ、その他お気づきの点がございましたら、お気軽に下記担当者までご連絡ください。

皆様からの忌憚なきご意見をお待ちしております。

HLインダストリアルテクノロジーチーム

2024年5月

インダストリアルテクノロジーセクター カバレッジチーム

セクター情報掲載Webサイト



村井 慎
Managing Director
Shin.Murai@HL.com
+81-80-9022-1577



平野 恭広
Senior Vice President
Yasuhiro.Hirano@HL.com
+81-80-9022-1558



検見崎 三奈
Associate
Mina.Kemmisaki@HL.com
+81-70-3831-9316



加藤 勇希
Analyst
Yuki.Kato@HL.com
+81-70-8690-9892

日本最大級のM&Aコンテンツサイト
フリーハン・ローキー「[インサイト](#)」



[フリーハン・ローキーHP](#)

Houlihan Lokey

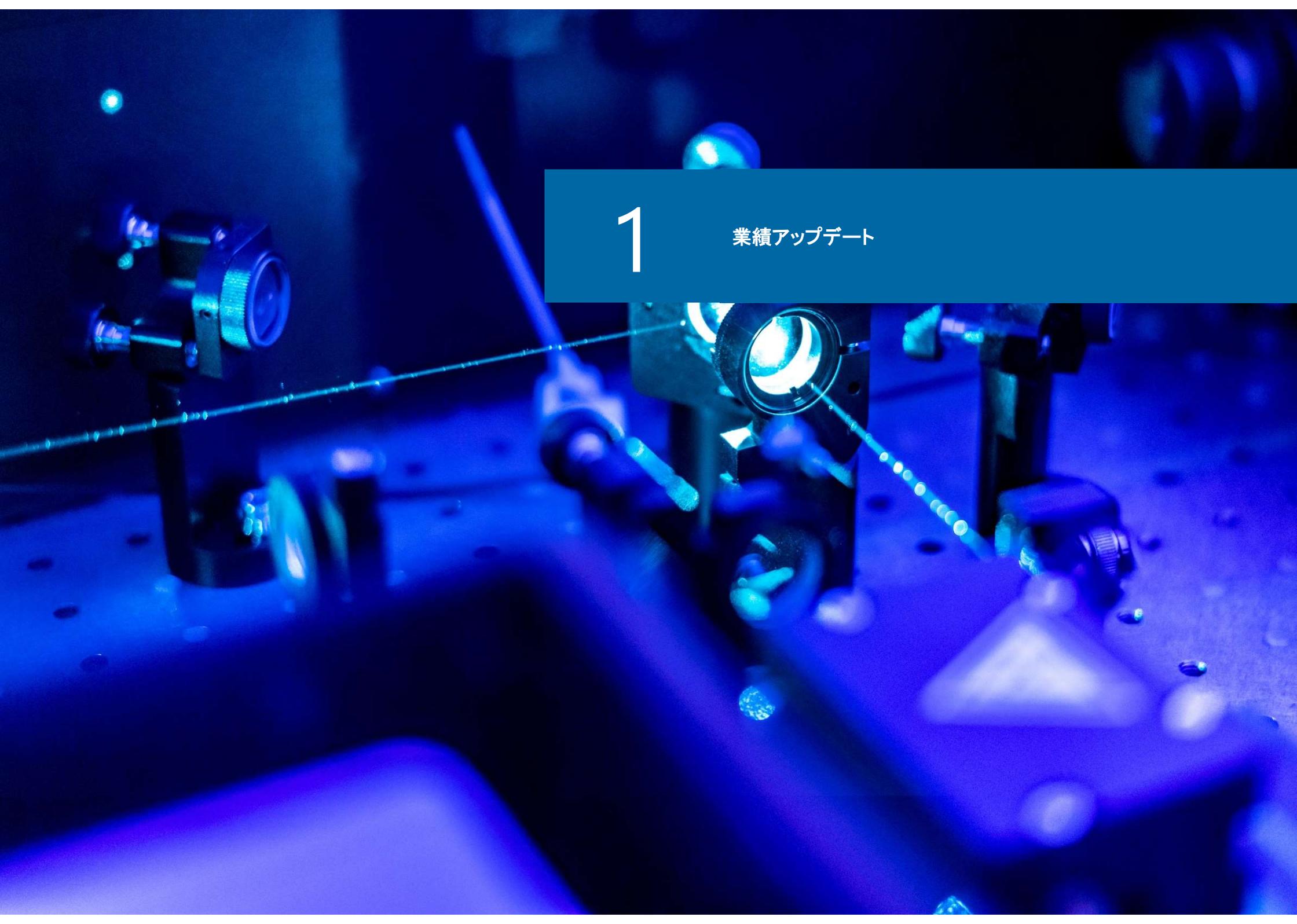


Houlihan
Lokey



01	業績アップデート	5
02	株価・バリュエーション推移	18
03	M&A動向	27
04	Data Sheet	35
	Appendix - 上場企業を取り巻く環境と同意なき買収	38

(Intentionally blank)



1

業績アップデート

本レポートにおけるサブセクター区分と採用企業一覧

主要上場企業及び財務数値が取得可能な非上場企業について、下記の定義に基づいてサブセクターを設定したうえで各社を分類

サブセクター区分	定義	採用企業
国内総合計測・測定	<ul style="list-style-type: none"> - 計測・測定関連事業を中心に展開する企業群 - 対象領域が多岐にわたる企業、以下の領域に関するソリューションを展開する企業 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 電気・ガス・温度・湿度・圧力・流量測定 ➢ 環境計測 ➢ ラボ用分析機器 ➢ 電子顕微鏡・光学顕微鏡 ➢ 光センサ・分光器・分光センサ ➢ レーザー ➢ X線カメラ・センサ 	KEYENCE SHIMADZU Excellence in Science HAMAMATSU HORIBA ACCRETECH JEOL TOPCON Anritsu HIOKI 東陽テクニカ GL Sciences TOA DKK KYOWA ONOSOKKI Mitutoyo Hitachi High-Tech ThermoFisher SCIENTIFIC danaher AMETEK Agilent Technologies FORTIVE KEYSIGHT TECHNOLOGIES METTLER TOLEDO Halma TELEDYNE TECHNOLOGIES INCORPORATED reivity BRUKER spectris RENISHAW OXFORD INSTRUMENTS
海外総合計測・測定		
国内自動化・制御	<ul style="list-style-type: none"> - 自動化ソリューションにおいて制御技術を中心に、製造ライン内での計測・測定ソリューションも展開する企業群 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 制御(計装)システム ➢ マシンビジョンシステム ➢ 流量制御(フローコントロール) ➢ 表面検査 	OMRON YOKOGAWA ◆ azbil CHINO NIRECO
海外自動化・制御		EMERSON HEXAGON TECAN
国内メーター	<ul style="list-style-type: none"> - 電気・ガス・水などのメーターを主力製品とする企業群 	NKS 長野計器 愛知時計電機株式会社 OSAKI OVAL
国内その他 コングロマリット	<ul style="list-style-type: none"> - 多角的に展開する事業の一部にて計測・測定関連事業も展開している企業群 	FUJIFILM FE 富士電機 Nikon KONICA MINOLTA

(ご参考)計測・測定業界におけるマクロトレンド

電気計測器・計測機器類に関しては、輸出額・輸入額ともに増額傾向にあり、国内における需要は増加傾向にある

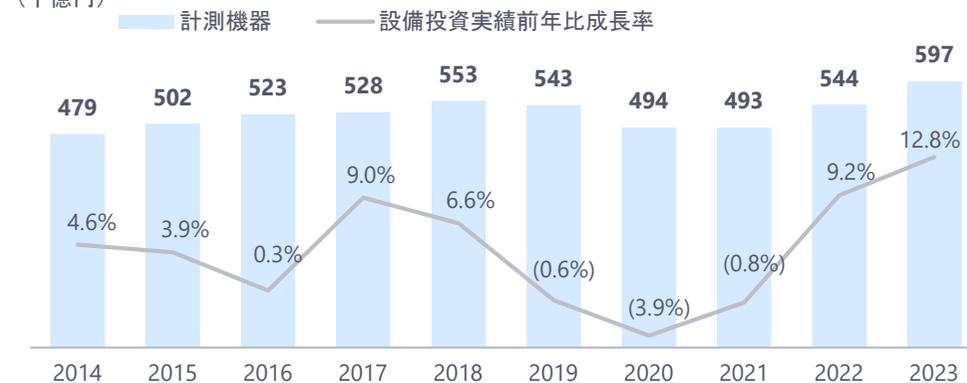
電気計測器および計測機器類の輸出額推移⁽¹⁾

(十億円)



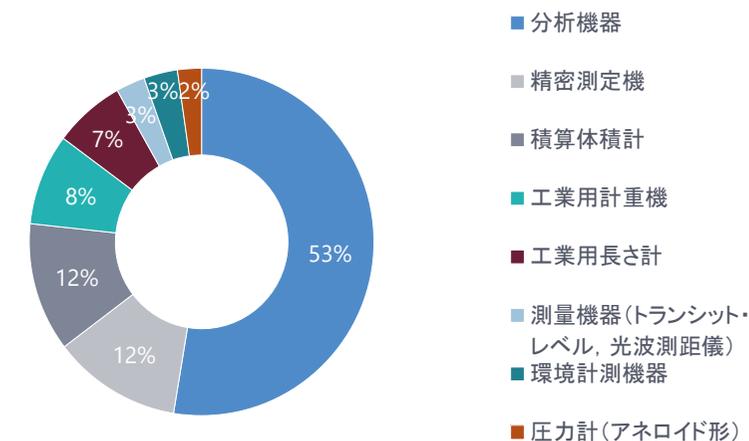
計測機器国内販売金額推移及び2023年度品目別内訳⁽³⁾

(十億円)



電気計測器および計測機器類の輸入額推移⁽²⁾

(十億円)



出所: 財務省貿易統計、経済産業省生産動態統計、日本銀行短観(設備投資額実績)

(1) 概況品コード70327「電気計測機器」および8110117「計測機器類」を対象。半導体ウエハー又は半導体デバイスの測定用又は検査用の機器など一部本業界対象外の品目を含む

(2) 概況品コード70313「電気計測機器」および8110101「計測機器類」を対象。半導体ウエハー又は半導体デバイスの測定用又は検査用の機器など一部本業界対象外の品目を含む

(3) 生産動態統計の計測機器より、材料試験機・動的試験機・構造物試験機を除外

国内各社業績の状況(四半期比較 前期3Q(4-12月期)累積 vs. 今期3Q累積)

設備投資需要の増加及び研究開発投資の増加等に伴い多くの企業が増収増益を確保。一方で、半導体市場の低迷を背景に、東京精密や浜松ホトニクスをはじめとする半導体関連事業(半導体・半導体製造装置)を展開する企業は減収減益の結果に

売上高・営業利益成長率(前年同四半期累積⇒直近四半期累積)⁽¹⁾

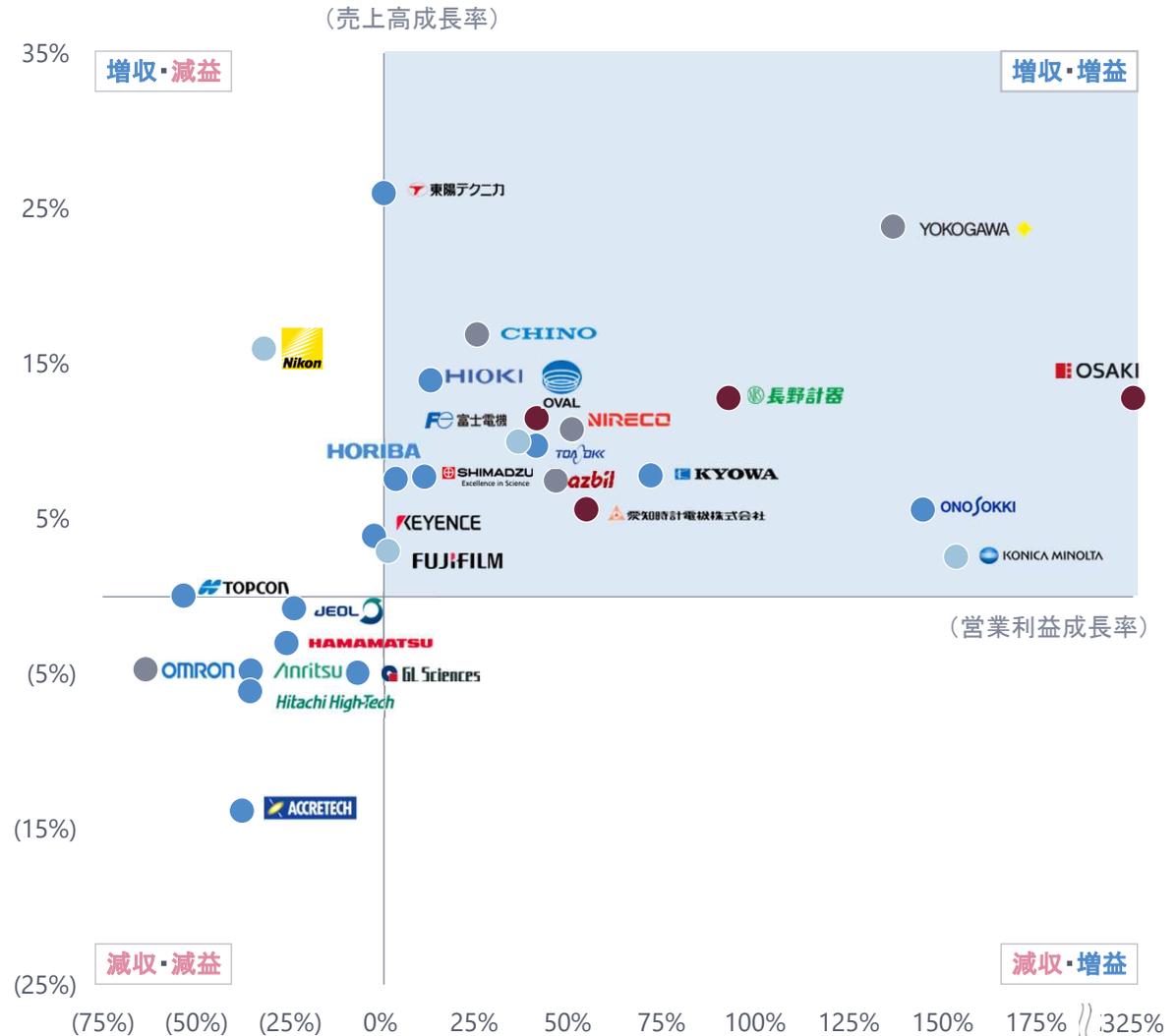
(億円)		売上高			営業利益		
		21/12	22/12	23/12	21/12	22/12	23/12
国内総合計測・測定	キーエンス	5,453	6,806	7,072	3,024	3,690	3,595
	島津製作所	3,059	3,395	3,656	455	458	507
	浜松ホトニクス	470	552	535	112	155	115
	堀場製作所	2,243	2,701	2,906	320	458	473
	東京精密	934	1,031	889	193	231	144
	日本電子	908	1,077	1,069	88	174	133
	トプコン	1,248	1,568	1,569	103	140	65
	アンリツ	759	817	778	109	80	52
	日置電機	293	344	392	58	71	80
	東陽テクニカ	56	55	69	4	(2)	7
	ジーエルサイエンス	236	277	263	34	43	40
	東亜ディーケーケー	118	113	124	14	9	12
	共和電業	145	138	149	9	6	11
	小野測器	99	109	115	(9)	1	1
	日立ハイテク	5,016	5,016	4,710	374	783	504
	ミットヨ	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	国内自動化・制御	オムロン	5,586	6,380	6,080	669	729
横河電機		2,808	3,175	3,931	221	247	584
アズビル		1,793	1,911	2,054	160	159	233
チノー		147	162	189	7	11	14
ニレコ		60	64	70	4	7	10
国内メーター	長野計器	404	465	524	29	31	59
	愛知時計電機	333	353	373	22	19	30
	大崎電気工業	538	606	684	8	11	44
	オーバル	81	95	106	2	9	13
国内その他 コングロ マリット	富士フイルム	18,609	20,943	21,554	1,865	2,026	2,049
	富士電機	6,200	6,908	7,597	327	424	577
	ニコン	4,063	4,561	5,289	470	506	344
	コニカミノルタ	6,615	8,210	8,420	(102)	34	86

※表内ブルー・ハイライト箇所は前年同期比で増収/増益

出所: Capital IQ、決算短信、決算説明会資料

(1) 浜松ホトニクス、東陽テクニカは22/10~12月期と23/10~12月期累計、堀場製作所、日置電機、共和電業、小野測器は22/1~22/12月期と23/1~23/12月期累計の比較

(2) ミットヨは半期決算のみの開示であるためNA



海外各社業績の状況(四半期比較 前期3Q(4-12月期)累積 vs. 今期3Q累積)

国内企業と同様に、顧客企業の堅調な設備投資需要や研究開発投資の増加を背景に、増収増益の企業が太宗を占める

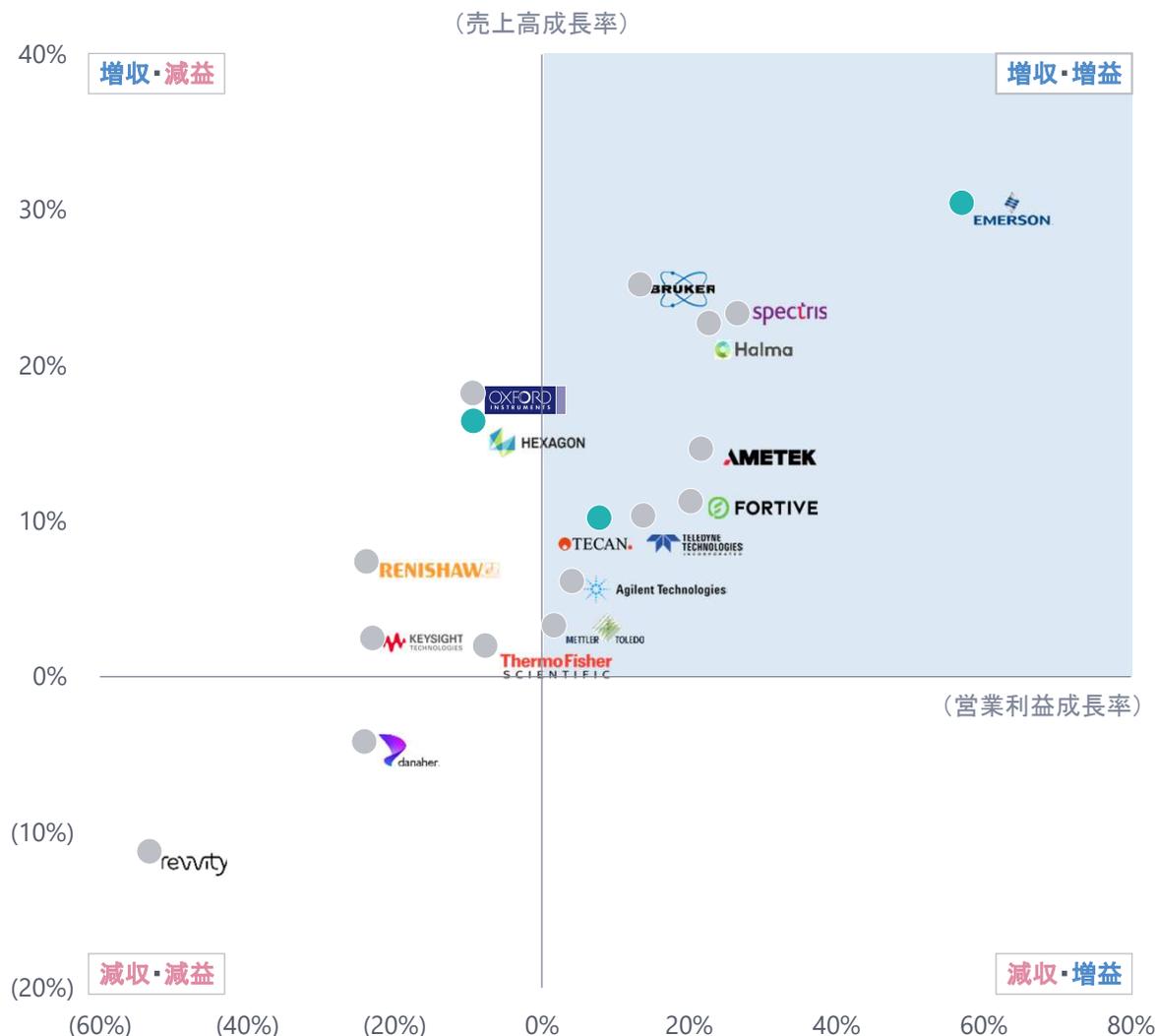
売上高・営業利益成長率(前年同四半期累積⇒直近四半期累積)⁽¹⁾

(億円)		売上高			営業利益		
		21/12	22/12	23/12	21/12	22/12	23/12
海外総合計測・測定	Thermo Fisher Scientific	45,147	59,231	60,412	11,942	11,288	10,423
	Danaher Corporation	28,557	35,135	33,676	8,154	9,996	7,585
	AMETEK	6,386	8,111	9,299	1,507	1,979	2,407
	Agilent Technologies	1,929	2,285	2,426	445	561	584
	Fortive Corporation	6,050	7,683	8,550	933	1,326	1,594
	Keysight Technologies	1,440	1,797	1,842	328	426	328
	Mettler-Toledo International	4,281	5,169	5,340	1,158	1,507	1,533
	Teledyne Technologies	5,313	7,198	7,944	854	1,297	1,476
	Revvity	4,407	4,367	3,877	1,629	1,151	538
	Bruker Corporation	2,784	3,337	4,179	489	602	682
	Halma	1,110	1,412	1,732	210	248	305
	Spectris	1,813	2,109	2,602	247	287	363
	Renishaw	507	552	593	125	115	87
	Oxford Instruments	256	323	382	36	47	43
海外自動化・制御	Emerson Electric	3,634	4,448	5,803	610	785	1,232
	Hexagon	5,684	7,273	8,469	1,696	2,089	1,895
	Tecan group	1,196	1,632	1,799	185	211	227

※表内ブルーハイライト箇所は前年同期比で増収/増益

出所: Capital IQ、決算短信、決算説明会資料

(1) 海外企業は22/1~12期と23/1~12期累計の比較が基本も、AgilentとKeysightは22/11~23/1期と23/11~24/1期累計、Halma、Oxford Instrumentsは22/4~22/12期と23/4~23/12期累計、Emersonは22/10~22/12と23/10~23/12期累計、Renishawは22/7~22/12期と23/7~23/12期累計の比較



国内各社業績の状況(通期比較 前期 vs. 今期見込)

設備投資需要や研究開発投資の堅調な推移等を背景に、大半の企業が通期でも増収増益を見込む。一方で、半導体市場低迷の影響や中国市場不調の影響を受けた東京精密・オムロンなどは減収減益に

売上高・営業利益成長率(直近通期⇒今期見込)⁽¹⁾

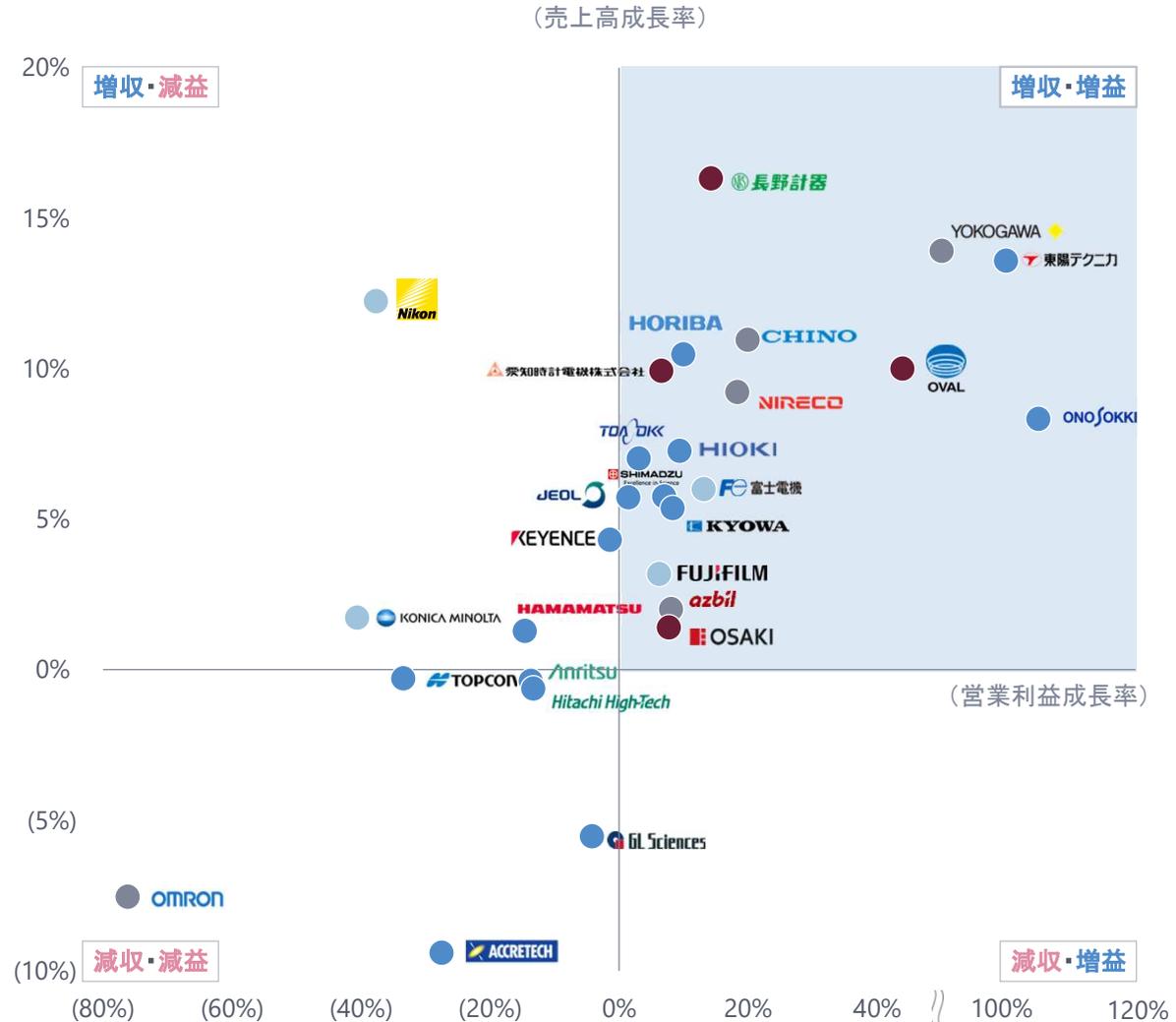
(億円)		売上高			営業利益		
		FY2021	FY2022	今期見込	FY2021	FY2022	今期見込
国内総合計測・測定	キーエンス	7,552	9,224	9,623	4,180	4,989	4,918
	島津製作所	4,282	4,822	5,100	638	682	730
	浜松ホトニクス	2,088	2,214	2,243	570	567	484
	堀場製作所	2,701	2,906	3,210	458	473	520
	東京精密	1,333	1,468	1,330	286	345	250
	日本電子	1,384	1,627	1,720	141	242	245
	トプコン	1,764	2,156	2,150	164	195	130
	アンリツ	1,054	1,109	1,105	168	117	101
	日置電機	344	392	420	71	80	87
	東陽テクニカ	265	282	320	23	15	30
	ジーエルサイエンス	331	387	365	48	60	58
	東亜ディーケーケー	164	165	177	19	17	17
	共和電業	138	149	157	6	11	12
	小野測器	109	115	125	1	1	3
	日立ハイテク	5,768	6,742	6,700	598	926	803
	ミットヨ	1,170	1,344	NA	110	106	NA
国内自動化・制御	オムロン	7,629	8,761	8,100	893	1,007	240
	横河電機	3,899	4,565	5,200	304	444	700
	アズビル	2,566	2,784	2,840	282	312	337
	チノー	219	238	264	15	20	24
国内メーター	ニレコ	81	92	100	6	12	14
	長野計器	550	605	666	36	47	68
	愛知時計電機	465	502	517	33	40	40
	大崎電気工業	762	893	942	13	22	54
国内その他 コングロ マリット	オーバル	111	133	140	3	11	14
	富士フイルム	25,258	28,590	29,500	2,297	2,731	2,900
	富士電機	9,102	10,094	10,700	742	884	1,000
	ニコン	5,396	6,281	7,050	462	578	360
	コニカミノルタ	9,114	11,304	11,500	(125)	303	180

※表内ブルー・ハイライト箇所は前年同期比で増収/増益

出所: Capital IQ、決算短信、決算説明会資料

(1) 2023/3期(実績)と2024/3期(見込)の比較が基本も、浜松ホトニクスと東陽テクニカは2023/9期(実績)と2024/9期(見込)、堀場製作所、日置電機、共和電業、小野測器は2023/12期(実績)と2024/12期(見込)を比較

(2) 本頁では全社予想値を採用しているため、後段のアナリスト予想と差異あり。キーエンスは会社予想を公表していないため、アナリスト予想値を使用



海外各社業績の状況(通期比較 前期 vs. 今期見込)

好調な設備投資・研究開発投資に支えられ、国内企業同様に通期でも増収増益を見込む企業が太宗を占める。一方で、KeysightやRenishawは、半導体市場低迷の影響により減益に

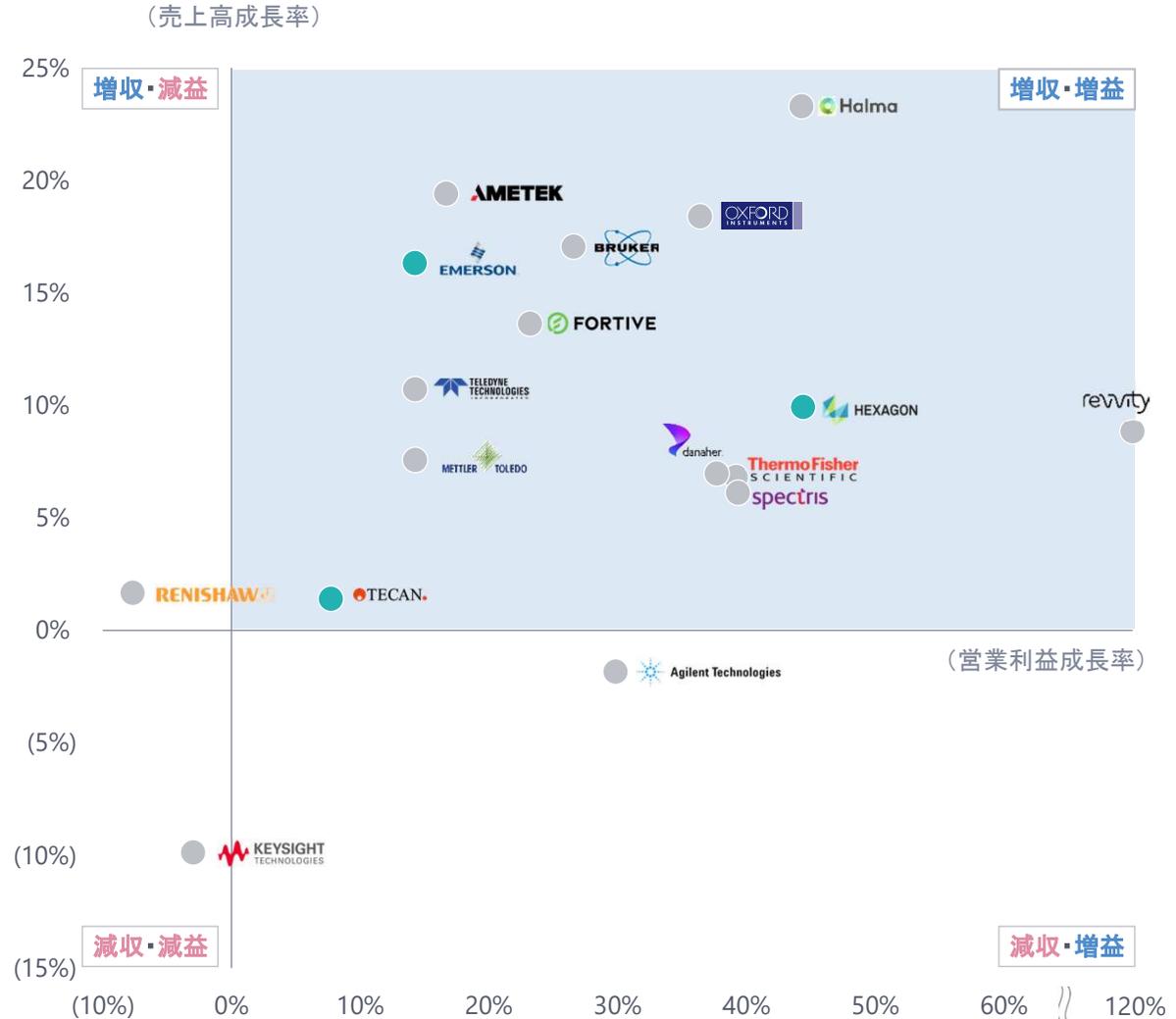
売上高・営業利益成長率(直近通期⇒今期見込)⁽¹⁾

(億円)		売上高			営業利益		
		FY2021	FY2022	今期見込	FY2021	FY2022	今期見込
海外総合計測・測定	Thermo Fisher Scientific	59,231	60,412	64,526	11,288	10,423	14,508
	Danaher Corporation	35,135	33,676	36,022	9,996	7,585	10,444
	AMETEK	8,111	9,299	11,103	1,979	2,407	2,808
	Agilent Technologies	10,177	10,355	10,164	2,492	2,131	2,766
	Fortive Corporation	7,683	8,550	9,715	1,326	1,594	1,964
	Keysight Technologies	8,055	8,280	7,463	2,051	2,090	2,027
	Mettler-Toledo International	5,169	5,340	5,744	1,507	1,533	1,751
	Teledyne Technologies	7,198	7,944	8,795	1,297	1,476	1,686
	Revvity	4,367	3,877	4,220	1,151	538	1,183
	Bruker Corporation	3,337	4,179	4,891	602	682	864
	Halma	2,435	3,047	3,756	450	544	784
	Spectris	2,109	2,602	2,761	287	363	506
	Renishaw	1,108	1,265	1,286	253	253	233
	Oxford Instruments	586	731	866	79	111	151
海外自動化・制御	Emerson Electric	19,973	22,651	26,367	3,554	4,337	4,956
	Hexagon	7,273	8,469	9,309	2,089	1,895	2,736
	Tecan group	1,632	1,799	1,824	211	227	245

※表内ブルー・ハイライト箇所は前年同期比で増収/増益

出所: Capital IQ、決算短信、決算説明会資料

(1) 2022/12期(実績)と2023/12期(見込)の比較が基本も、AgilentとKeysightは2023/10期(実績)と2024/10期(見込)、HalmaとOxfordは2023/3期(実績)と2024/3期(見込)、Emersonは2023/9期(実績)と2024/9期(見込)、Renishawは2023/6期(実績)と2024/6期(見込)を比較



四半期決算概要 国内

計測・測定関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
SHIMADZU Excellence in Science 国内総合計測・測定 業績見通し:修正なし 【売上高】 5,100億円 【営業利益】 730億円	セグメント	(億円)	22/4-22/12	23/4-23/12	差異	
	計測機器	売上高	2,202	2,423	10%	ヘルスケア領域で液体クロマトグラフや質量分析システム、グリーン領域でガスクロマトグラフ、マテリアル領域で試験機が増加し、増収増益
		セグメント利益	381	408	7%	
	医用機器	売上高	534	507	(5%)	国内・海外で血管撮影システムの新製品が堅調に推移するも、国内での物価上昇に伴う医療機関の投資抑制や補正予算の減少、大口案件の反動減により減収減益
		セグメント利益	38	24	(37%)	
	産業機器	売上高	463	469	1%	ターボ分子ポンプの売上高は、半導体製造装置向けが減少するも、グリーン関連向けが増加したことで横ばいで着地。国内、中国でEV用セラミックス向け工業炉が増加
		セグメント利益	44	51	14%	
	航空機器	売上高	163	209	29%	国内では航空機用搭載品の需要拡大により防衛分野が増加。海外においても、航空旅客需要の増加に伴い、民間航空機分野が増加し、増収増益
		セグメント利益	7	29	328%	
	その他	売上高	33	48	45%	
		セグメント利益	5	7	47%	
	連結合計	売上高	3,395	3,656	8%	
		営業利益	458	507	11%	
		営業利益率	13.5%	13.9%	0%	

会社名	セグメント別決算	概要				
Anritsu 国内総合計測・測定 業績見通し:下方修正 【売上高】 1,105億円 (▲10億円) 【営業利益】 101億円 (▲8億円)	セグメント	(億円)	22/4-22/12	23/4-23/12	差異	
	通信計測	売上高	548	509	(7%)	生成AIの普及拡大によるデータセンター等でのネットワーク高速化に向けた測定需要は堅調に推移したものの、5Gスマートフォン開発投資需要が減少
		セグメント利益	78	49	(37%)	
	PQA	売上高	180	177	(2%)	加工食品市場における品質保証プロセス自動化/省人化を目的とした設備投資は堅調に推移も、海外市場での大型案件減少(中小案件の増加)の影響により減収減益
		セグメント利益	8	7	(8%)	
	環境計測	売上高	38	49	30%	国内においてEV・バッテリー向け試験需要が堅調に推移し、増収増益
		セグメント利益	(4)	0	NA	
	その他	売上高	51	43	(15%)	センシング&デバイス事業、物流、厚生サービス、不動産賃貸事業などで構成
		セグメント利益	5	4	(19%)	
	連結合計	売上高	817	778	(5%)	
		営業利益	80	52	(35%)	
営業利益率		9.8%	6.6%	(3%)		

出所: IR資料

四半期決算概要 国内(続き)

計測・測定関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
HORIBA 国内総合計測・測定 業績見通し:修正なし 【売上高】 3,210億円 【営業利益】 520億円	セグメント	(億円)	22/1-22/12	23/1-23/12	差異	
	自動車	売上高	675	804	19%	アジア、米州においてトラック・バス向けエンジン排ガス測定装置が増加したことに加え、
		セグメント利益	(7)	12	NA	欧州においてMCT(自動車計測機器)事業等が堅調に推移し、増収増益
	環境・プロセス	売上高	225	250	11%	欧州で環境規制関連需要が堅調に推移し、大気汚染監視用分析装置が増加。米州で
		セグメント利益	21	24	15%	は電子産業向けプロセス計測設備事業及び水質計測装置が増加
	医用	売上高	298	327	10%	日本・アジア・米州における血球計数装置の増加や、COVID関連規制の緩和が進み、
		セグメント利益	(1)	6	NA	医療機関受診需要が回復したことから試薬の販売が増加し、増収増益
	半導体	売上高	1,141	1,129	(1%)	中国半導体市場の回復に伴いアジア向け販売は増加も、半導体メーカーの設備投資
		セグメント利益	420	406	(3%)	は調整局面にあり、半導体製造装置メーカー向けの販売が減少
	化学	売上高	362	396	9%	先端素材・ライフサイエンス市場向けの拡販が進み、アジアでのラマン分光分析装置
	セグメント利益	25	25	(2%)	等の販売増が牽引し増収。一方で利益面は、製品売上構成の変化等により減益	
連結合計	売上高	2,701	2,906	8%		
	営業利益	458	473	3%		
	営業利益率	17.0%	16.3%	1%		
ACCRETECH 国内総合計測・測定 業績見通し:上方修正 【売上高】 1,330億円 (+10億円) 【営業利益】 250億円 (+5億円)	セグメント	(億円)	22/4-22/12	23/4-23/12	差異	
	計測装置	売上高	236	243	3%	マクロ経済の不透明感や中国の景気減速などを背景に、各社の設備投資は引き続き
		セグメント利益	28	35	25%	軟調であることから受注高は減少も、出荷が概ね計画通り進み増収増益
	半導体製造装置	売上高	795	645	(19%)	中国での半導体装置は堅調に推移も、スマホ、PC、テレビ等民生エレクトロニクス製品
		セグメント利益	203	109	(46%)	の需要低迷により、半導体、電子部品向け装置需要が引き続き低調に推移
	連結合計	売上高	1,031	889	(14%)	
	営業利益	231	144	(38%)		
	営業利益率	22.4%	16.2%	(6%)		

四半期決算概要 国内(続き)

計測・測定関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
YOKOGAWA ◆ 国内自動化・制御 業績見通し: 上方修正 【売上高】 5,200億円 (+80億円) 【営業利益】 700億円 (+70億円)	セグメント	(億円)	22/4-22/12	23/4-23/12	差異	
	制御事業	売上高	2,971	3,651	23%	生産部品・プロジェクト調達品の調達環境の改善やコスト増の価格転嫁、コロナ禍後に
		セグメント利益	225	517	130%	受注した大型案件の進捗、為替影響などにより増収増益
	測定事業	売上高	177	246	39%	受注高は減少も、主に生産部品の調達環境の改善などによる増収影響により増益
		セグメント利益	28	71	155%	
	新事業他	売上高	27	33	20%	IoTソリューションを提供するアムニモやバイオマスマテリアル開発の横河バイオフロンティア等が該当。業績は前年並みの推移
		セグメント利益	(5)	(4)	NA	
	連結合計	売上高	3,175	3,931	24%	
		セグメント利益	247	584	136%	
		セグメント利益率	7.8%	14.9%	7%	

会社名	セグメント別決算	概要				
CHINO 国内自動化・制御 業績見通し: 修正なし 【売上高】 264億円 【営業利益】 24億円	セグメント	(億円)	22/4-22/12	23/4-23/12	差異	
	計測制御機器	売上高	61	67	10%	半導体・電子部品製造設備や熱処理装置向け需要が好調に推移。特にグラフィックレコーダー等が増加した他、中国・韓国等海外での販売増加により増収増益
		営業利益	8	9	11%	
	計装システム	売上高	44	61	38%	自動車等向け燃料電池評価試験装置や、水素エネルギー研究・開発用途の水電解評価装置、空調コンプレッサー評価試験装置の受注が拡大
		営業利益	6	8	32%	
	センサ	売上高	50	54	8%	半導体関連の製造装置向けを中心に放射温度計の需要が好調に推移した他、AMS規格対応等のセンサの需要も堅調に推移し、増収増益
		営業利益	8	10	20%	
	その他	売上高	7	7	5%	
		営業利益	2	2	18%	
	連結合計	売上高	162	189	17%	
営業利益		11	14	25%		
営業利益率		6.7%	7.2%	0%		

四半期決算概要 海外

計測・測定関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
ThermoFisher SCIENTIFIC 海外総合計測・測定 2023年12月期 (第4四半期)	セグメント	(USD MM)	22/1-22/12	23/1-23/12	差異	
	Analytical Instruments	売上高	6,624	7,263	10%	電子顕微鏡事業、クロマトグラフィーおよび質量分析事業が好調であったことに加え、
		セグメント利益	1,507	1,908	27%	その他の事業も堅調に推移したことから増収増益
	Life Science Solution	売上高	13,532	9,977	(26%)	COVID-19関連事業が大幅に減収。生産性改善や価格転嫁などを推し進めるも、減収
		セグメント利益	5,582	3,420	(39%)	影響をカバーできず減益
	Specialty Diagnostics	売上高	4,763	4,405	(8%)	免疫診断薬事業、微生物検査事業、移植診断薬事業は堅調に推移するも、COVID-19
		セグメント利益	1,024	1,124	10%	関連製品の需要減により減収。価格転嫁やプロダクトミックス改善等により増益は確保
	Laboratory Products and Biopharma Services	売上高	22,511	23,041	2%	主に臨床研究事業と医薬品サービス事業が好調に推移し、生産性改善とインフレ影響
		セグメント利益	2,872	3,358	17%	の価格転嫁も相まり増収増益
	連結合計	売上高	44,915	42,857	(5%)	
	セグメント利益	10,985	9,810	(11%)		
	セグメント利益率	24.5%	22.9%	(6%)		

会社名	セグメント別決算	概要				
AMETEK 海外総合計測・測定 2023年12月期 (第4四半期)	セグメント	(USD MM)	22/1-22/12	23/1-23/12	差異	
	Electronic Instruments	売上高	4,229	4,624	9%	欧州・アジアを中心とした海外からの需要は引き続き堅調に推移しており、米Paragon
		セグメント利益	1,090	1,311	20%	Medical社などの買収も寄与し、増収増益
	Electromechanical	売上高	1,921	1,973	3%	既存事業においては前年同期比で減収も、買収企業の業績が寄与し、増収。固定資
		セグメント利益	504	497	(1%)	産売却の特別損益を計上も、既存事業の減収や買収などにより減益
	連結合計	売上高	6,151	6,597	7%	
		セグメント利益	1,501	1,707	14%	
	セグメント利益率	24.4%	25.9%	6%		

四半期決算概要 海外(続き)

計測・測定関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
 海外総合計測・測定	セグメント	(USD MM)	22/1-22/12	23/1-23/12	差異	
	Digital Imaging	売上高	3,111	3,144	1%	産業用画像カメラ、無人航空システム等は低調も、X線製品、赤外線イメージング検出器、監視システム等が堅調であり増収。一方、買収コスト等の影響により、損益は微減
		セグメント利益	519	517	(0%)	
	Instrumentation	売上高	1,254	1,326	6%	環境計測機器や試験計測機器は減少も、海洋計測器等は好調に推移。売上原価率
		セグメント利益	295	338	15%	改善による収益性向上もあり、増収増益
	Aerospace And Defence Electronics	売上高	682	727	6%	航空電子機器および防衛電子機器の売上が大幅に増加したことにより、増収増益
		セグメント利益	184	200	8%	
	Engineered Systems	売上高	411	439	7%	主に宇宙・電子機器製造サービス関連の販売が増加し、エネルギーシステムの需要も
		セグメント利益	39	45	14%	好調に推移
	2023年12月期 (第4四半期)	連結合計	売上高	5,459	5,636	3%
		セグメント利益	972	1,034	6%	
		セグメント利益率	17.8%	18.4%	3%	

 海外自動化・制御	セグメント	(USD MM)	22/1-22/12	23/1-23/12	差異	
	Final Control	売上高	3,607	3,970	10%	米国をはじめとする世界全域において、化学・エネルギー市場関連製品が堅調に推移
		セグメント利益	592	865	46%	
	Measurement & Analytical	売上高	3,215	3,595	12%	中国市場は減速したものの、米国・欧州地域における需要は引き続き堅調に推移して
		セグメント利益	785	936	19%	おり、増収増益
	Discrete Automation	売上高	2,612	2,635	1%	下半期は各地において需要が軟調に推移したものの、通期では増収を確保。一方で、
		セグメント利益	542	509	(6%)	採算性は悪化しており、減益を余儀なくされた
	Safety & Productivity	売上高	1,402	1,388	(1%)	アジア・中東・アフリカでは増収も、米国・欧州市場における需要は軟化し減収にて着
		セグメント利益	250	306	22%	地。一方で、価格転嫁等により増益を確保
	2023年12月期 (第4四半期)	Control System & Software	売上高	2,398	2,606	9%
		セグメント利益	437	529	21%	益
	Aspen Tech	売上高	656	1,042	59%	Heritage Aspen Tech社の買収に伴う増収効果により増収も、買収に係る無形資産償
		セグメント利益	12	(107)		NA 却費を計上し、大幅減益
	連結合計	売上高	13,084	15,165	10%	
		セグメント利益	2,618	3,038	16%	
		セグメント利益率	19.0%	20.0%	6%	

出所: IR資料

(Intentionally blank)



2

株価・バリュエーション推移

株価・バリュエーションサマリー

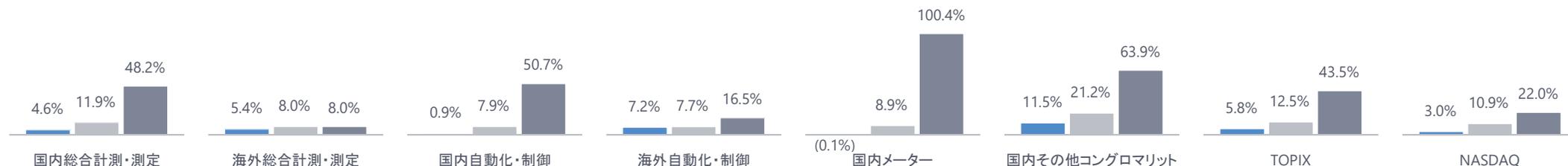
国内、海外企業ともに売上高・EBITDAは伸長しているものの、特に海外企業はEBITDAにおいて大きな成長を実現
 高い利益成長に加えて、海外企業は高収益率を確保していることが、国内企業と比して高いEV/EBITDAマルチプルの背景にあるものと推察

Trading Analysis Summary

	Stock Price Performance ⁽¹⁾			Multiples ⁽²⁾				FY2022A–2023E Growth		FY+1 Margin
	1 Month	2024 YTD	3Yr. ⁽³⁾	EV/EBITDA	EV/EBIT	PER	PBR	Revenue	EBITDA	EBITDA %
国内総合計測・測定	4.6%	11.9%	48.2%	10.6x	14.6x	21.2x	2.1x	3.1%	3.1%	19.4%
海外総合計測・測定	5.4%	8.0%	8.0%	19.0x	22.0x	31.5x	4.3x	2.7%	8.3%	26.4%
国内自動化・制御	0.9%	7.9%	50.7%	10.9x	17.3x	15.2x	1.6x	6.3%	6.6%	13.6%
海外自動化・制御	7.2%	7.7%	16.5%	17.8x	24.3x	31.8x	3.0x	5.1%	17.3%	27.5%
国内メーカー	(0.1%)	8.9%	100.4%	5.7x	7.8x	12.1x	0.9x	5.4%	26.5%	11.5%
国内その他コングロマリット	11.5%	21.2%	63.9%	8.3x	18.4x	23.4x	1.2x	5.3%	(4.7%)	11.7%
TOPIX	5.8%	12.5%	43.5%	--	--	--	--	--	--	--
NASDAQ	3.0%	10.9%	22.0%	--	--	--	--	--	--	--
DAX	4.3%	6.4%	28.2%	--	--	--	--	--	--	--

Stock Price Performance⁽³⁾

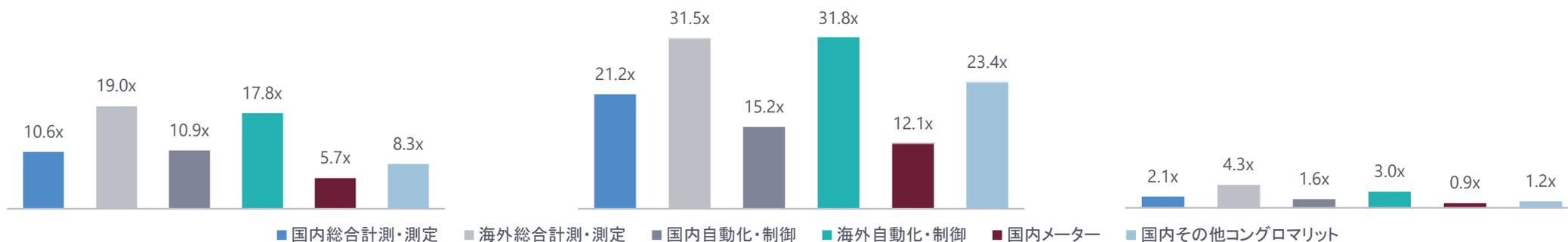
■ 1 Month ■ 2024 YTD ■ 3Yr.



EV/EBITDA Multiple

PER

PBR



出所: Capital IQ

Note: (1)2024年2月29日時点の株価を参照して各種計算。国内総合分析・計測については、すべての計算から日立ハイテク・ミットヨ(非上場)の値を除外

(2)Multiples について、PBR以外はFY+1の数字、PBRはLTMを使用

(3)海外企業はバイオサイエンス関連事業に係るコロナ特需やコロナ禍からの企業活動の再開が速かったことから、株価が好調だった時点との比較であるのに対し、国内企業は自動化・省人化ブーム前かつ企業活動回復前の低迷期の株価との比較になっているため、国内企業の株価成長率は海外企業より高くなっている

株価推移 業種別株価推移(23年2月28日～24年2月29日)

足元は多くのカテゴリーでインデックス対比アンダーパフォームとなっているものの、昨年後半以降株価は右肩上がりで推移。国内メーカーは堅調なスマートメーター需要に支えられ、2023年初頭以降好調な推移が継続

株価指数推移(業界別)



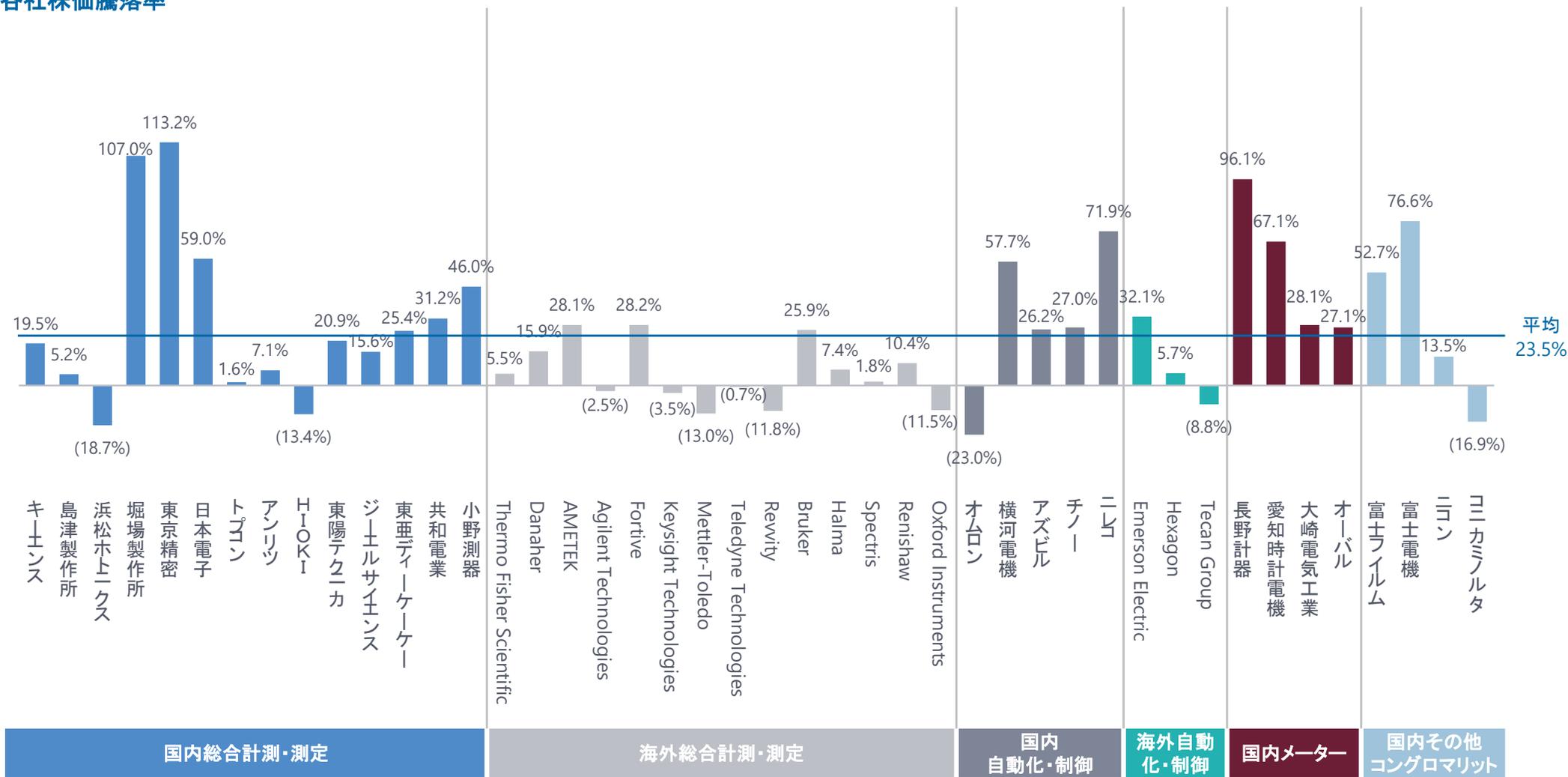
出所: Capital IQ

(1) 2023年2月28日時点の数値を100として指数化し、各業界ごとの平均値を使用

株価推移 (cont.) 個別企業株価騰落率 - 1年前(23年2月28日) vs 直近(24年2月29日)

多くの企業が成長傾向にあるものの、海外勢は自動化ブームの渦中にあった2023年初頭に比して下落が目立つ。国内企業においては、半導体関連の不調が続く浜松ホトニクスや、中国不調による影響を受けたオムロンの株価下落が目立つ

各社株価騰落率



出所: Capital IQ
 (1) 2023年2月28日と2024年2月29日の終値にて、各社株価騰落率を計算

バリュエーション推移 業種別バリュエーション推移(21年2月28日から24年2月29日)

業績伸長に伴い株価も好調な海外自動化・制御関連を筆頭に、各カテゴリーで直近のバリュエーションは上昇傾向

EV/EBITDAマルチプル(平均)推移



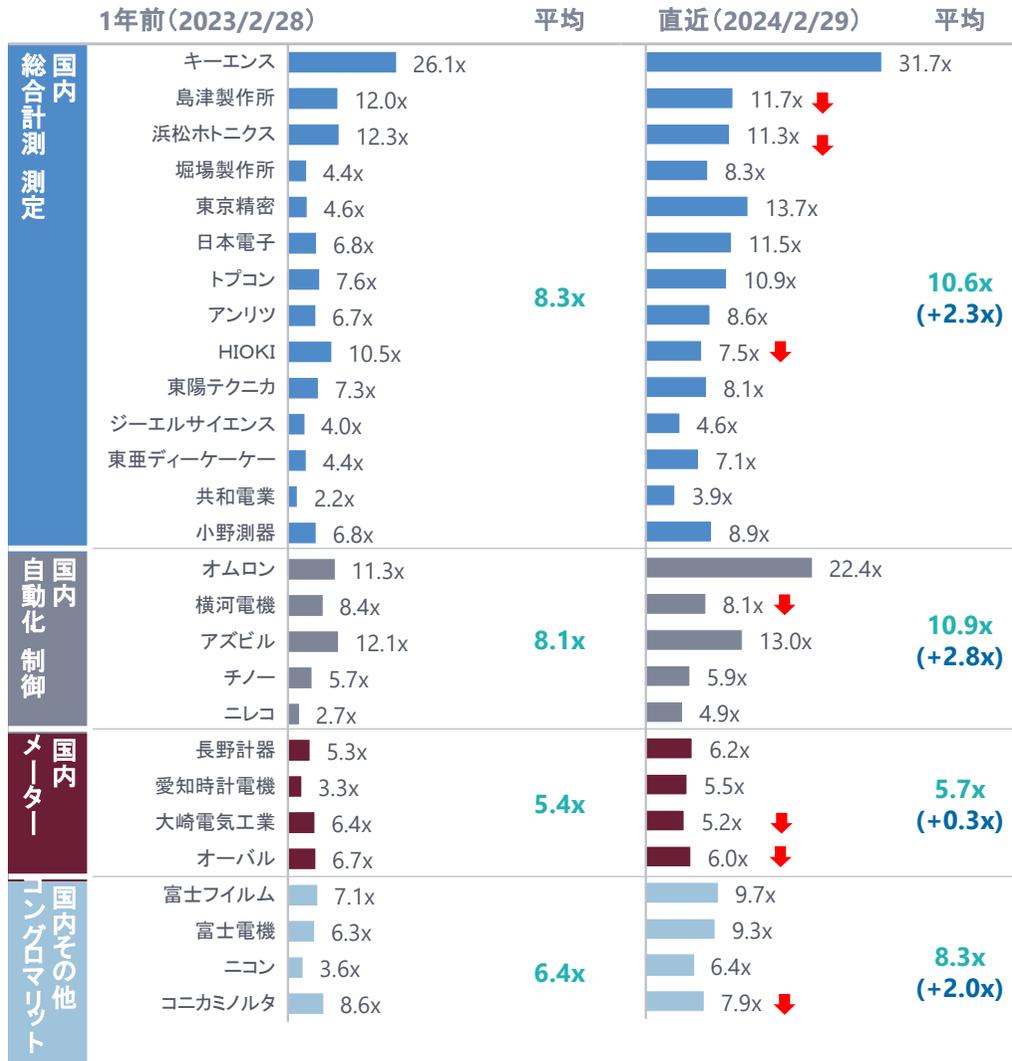
出所: Capital IQ

(1) Capital IQが提供する今期見込EBITDAのアナリストコンセンサス予想値が取得可能な企業については当該数値に基づくマルチプル、取得できない企業については会社予想値を採用

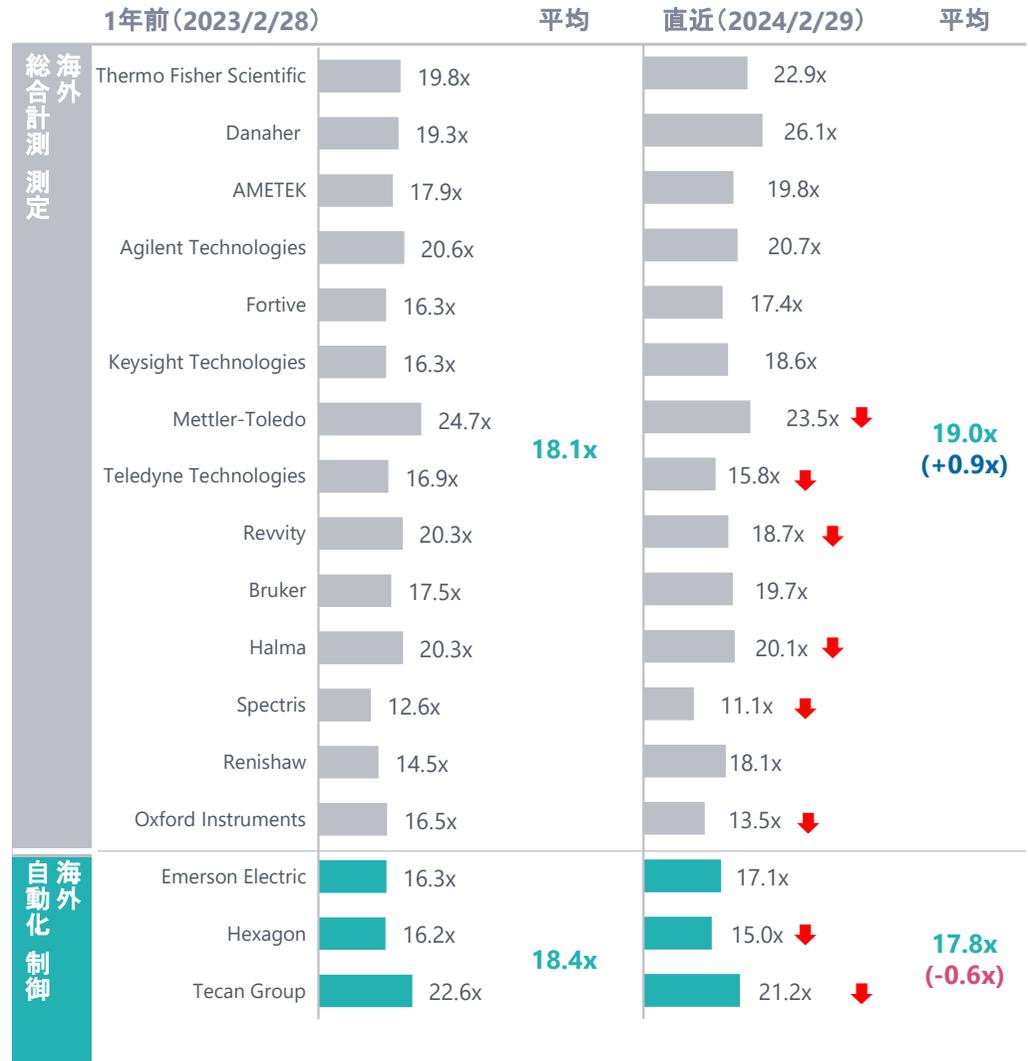
個別企業バリュエーション騰落率 1年前(23年2月28日) vs 直近(24年2月29日)

高い利益成長の一方で株価伸長は限定的である海外企業のバリュエーション成長は鈍化も、国内企業のバリュエーションは足元の株価と併せて上昇傾向

1年前と直近のEV/EBITDAマルチプル比較 (国内)

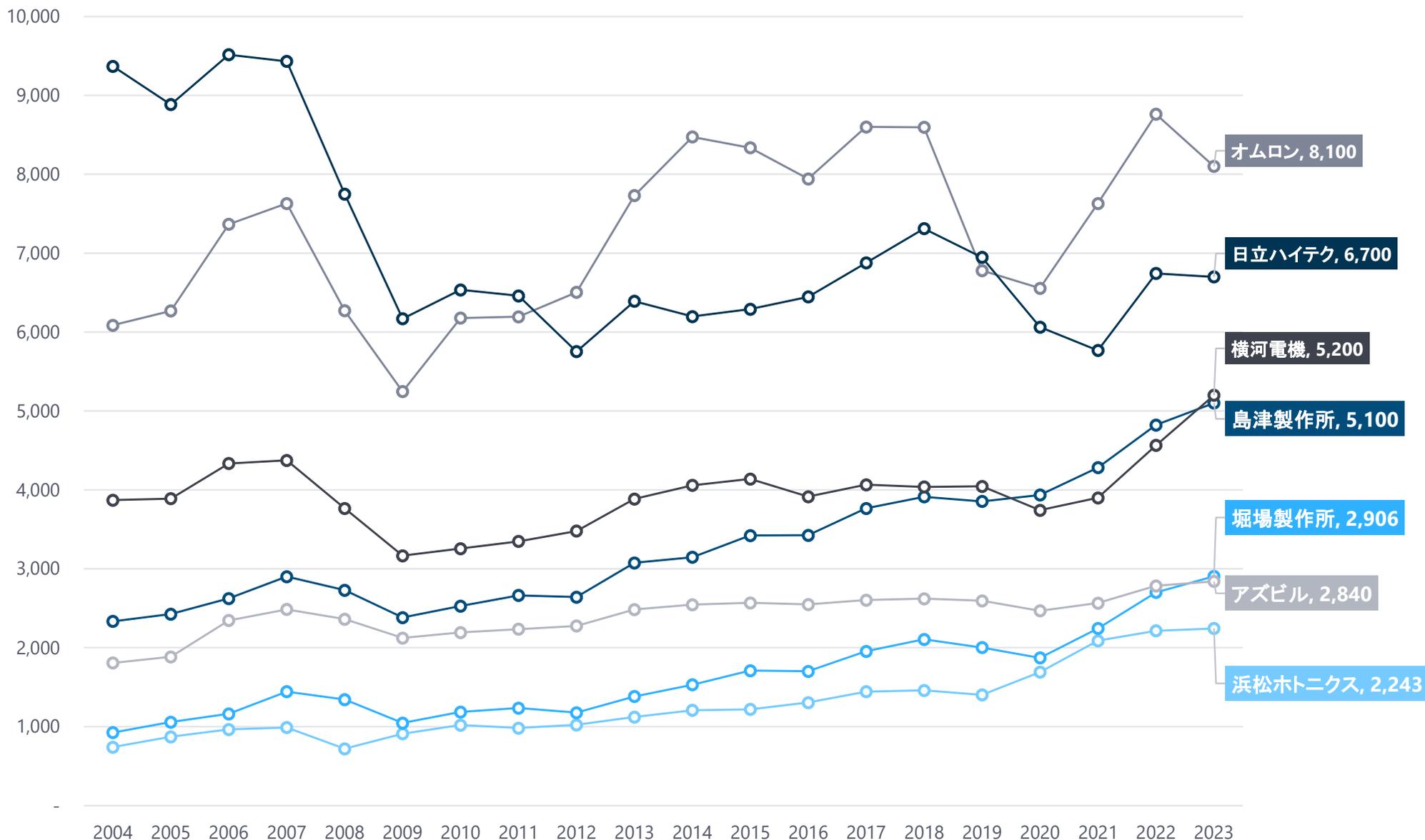


1年前と直近のEV/EBITDAマルチプル比較 (海外)



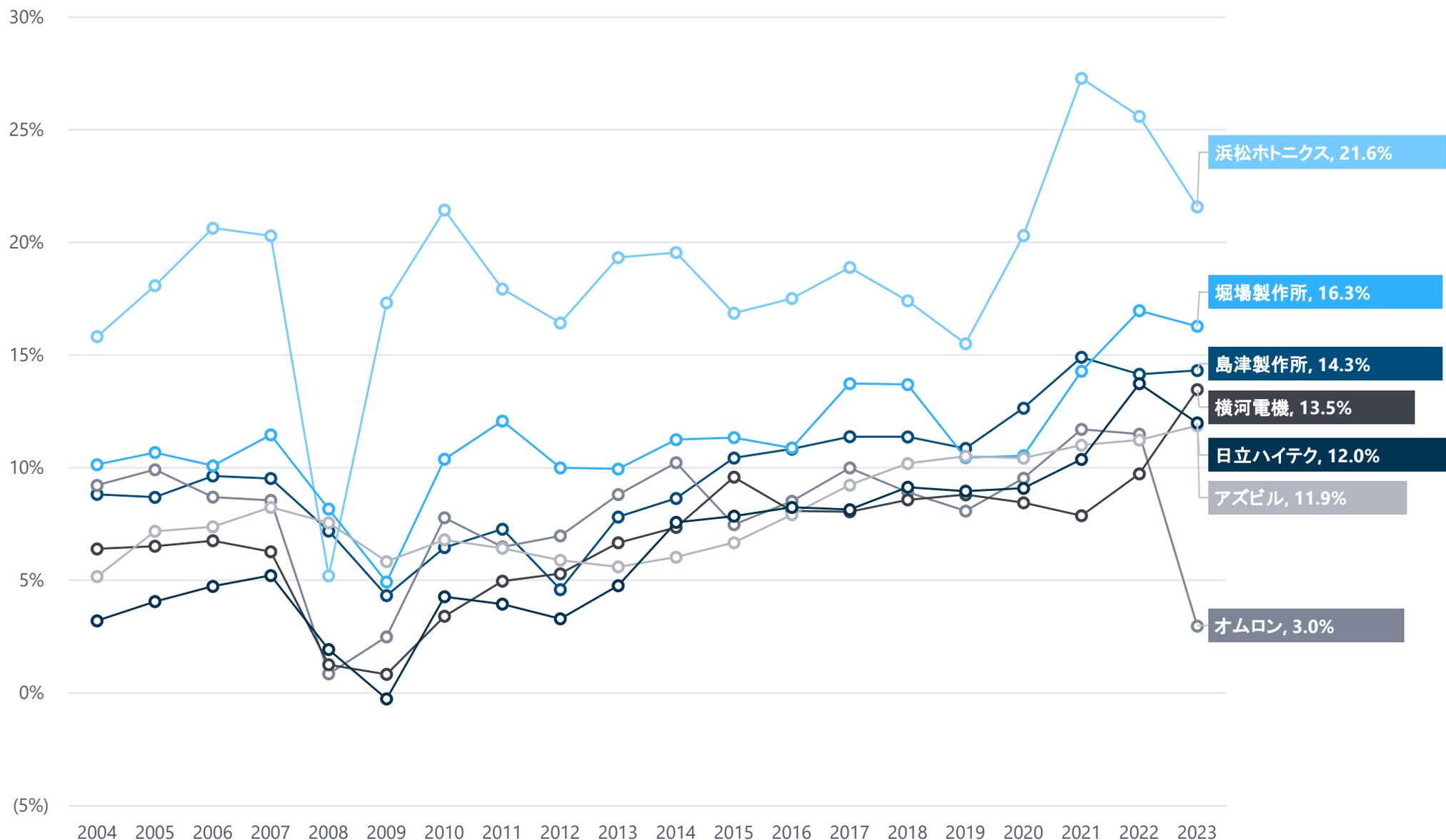
(ご参考)国内主要各社の売上高推移

国内主要企業の売上高の推移を下記に整理。日立ハイテクは2000年代後半に複数子会社を非連結化したことに伴い減収。足許は中国市場の減速に伴い、オムロンの減収が目立つ



(ご参考)国内主要各社の営業利益率推移

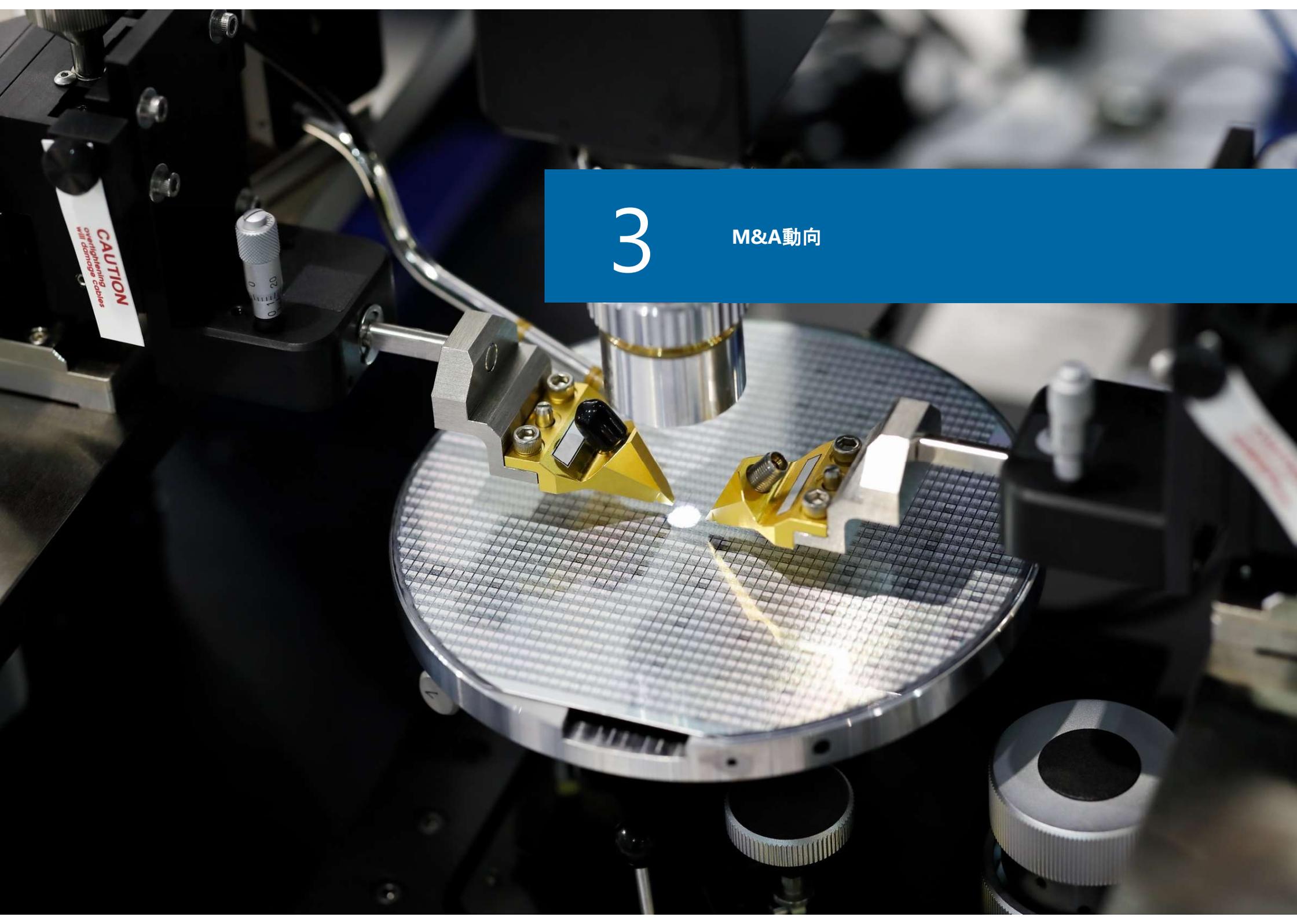
国内主要企業の営業利益率の推移を下記に整理。半導体・ヘルスケア等、ハイエンド関連の取り扱いが多い企業の営業利益率は高水準で推移



(Intentionally blank)

3

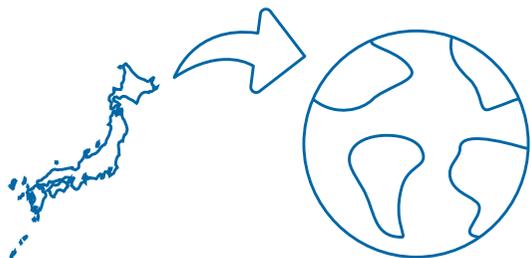
M&A動向



2024年のM&Aのテーマ

① 海外企業買収の加速

- 日本企業による海外の成長市場への拡大や、製造拠点を新技術獲得の動きが加速



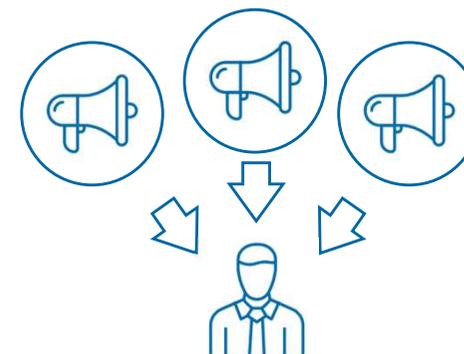
② 成長領域への投資

- 半導体やEV関連、ヘルスケア領域といった高成長市場に関連した領域への投資が加速



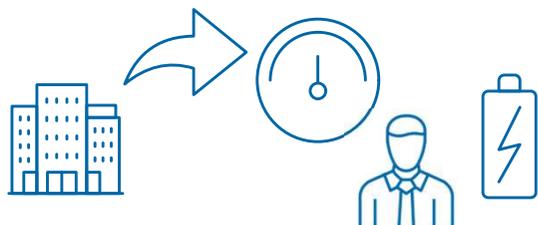
③ 外圧をきっかけとした業界再編

- アクティビスト・エンゲージメントファンド等の圧力による業界再編の動きが加速⁽¹⁾



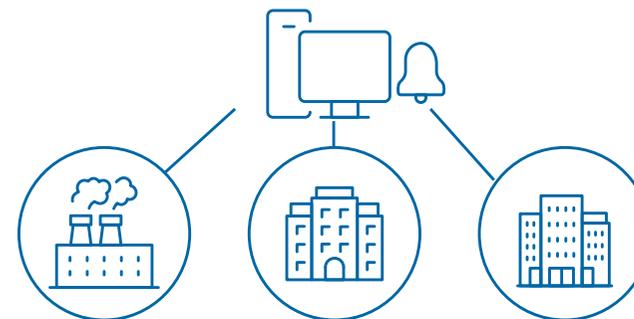
④ 計測・測定関連サービス領域への展開

- 技術力・研究開発力を生かした計測・測定受託事業やメンテナンス、消耗品関連サービス領域への展開で顧客の課題を解決



⑤ 予知保全/コンディションモニタリング領域強化

- 工場や建物の自動制御化に伴い、センサーやシステムを含む予知保全/コンディションモニタリング領域への投資が活発化



ケーススタディー: Thermo Fisher ScientificによるM&A / 提携動向

取扱い機器の拡充や分析対象領域および提供可能ソリューションの拡大を企図したM&Aを積極的に実施

主要なM&A(番号は前頁の各テーマを表す、下段の凡例参照)

▶ 2011年	化学混合物を分離するクロマトグラフィー機器メーカー世界3位で、薬品、水質、食品汚染の検査を手掛けるDIONEXを買収	2011年 DIONEX 買収
▶ 2014年 ②	DNA解析機器等のライフサイエンス領域に強い、ライフテクノロジーズを買収	
▶ 2016年	高性能電子顕微鏡におけるリーディングカンパニーであるFEI Companyを買収	2016年 FEI 買収
▶ 2017年 ②	医薬品受託製造(CDMO)のリーディングカンパニー パセオンを買収	
▶ 2020年 ③	分子診断会社キアゲンの買収を試みるも、キアゲン株主の反対により買収(TOB)断念	2022年 Max Analytical Technologies 買収
▶ 2021年 ②	CRO事業を強化へ米PPDを買収	
▶ 2022年 ⑤	FTIRガス分析ソリューションのリーディングプロバイダー、米Max Analytical Technologiesを買収	2023年 MarqMetrix 買収
▶ 2023年 ⑤	ラマン分光ソリューション強化のため、米MarqMetrixを買収	

概要 / 狙い

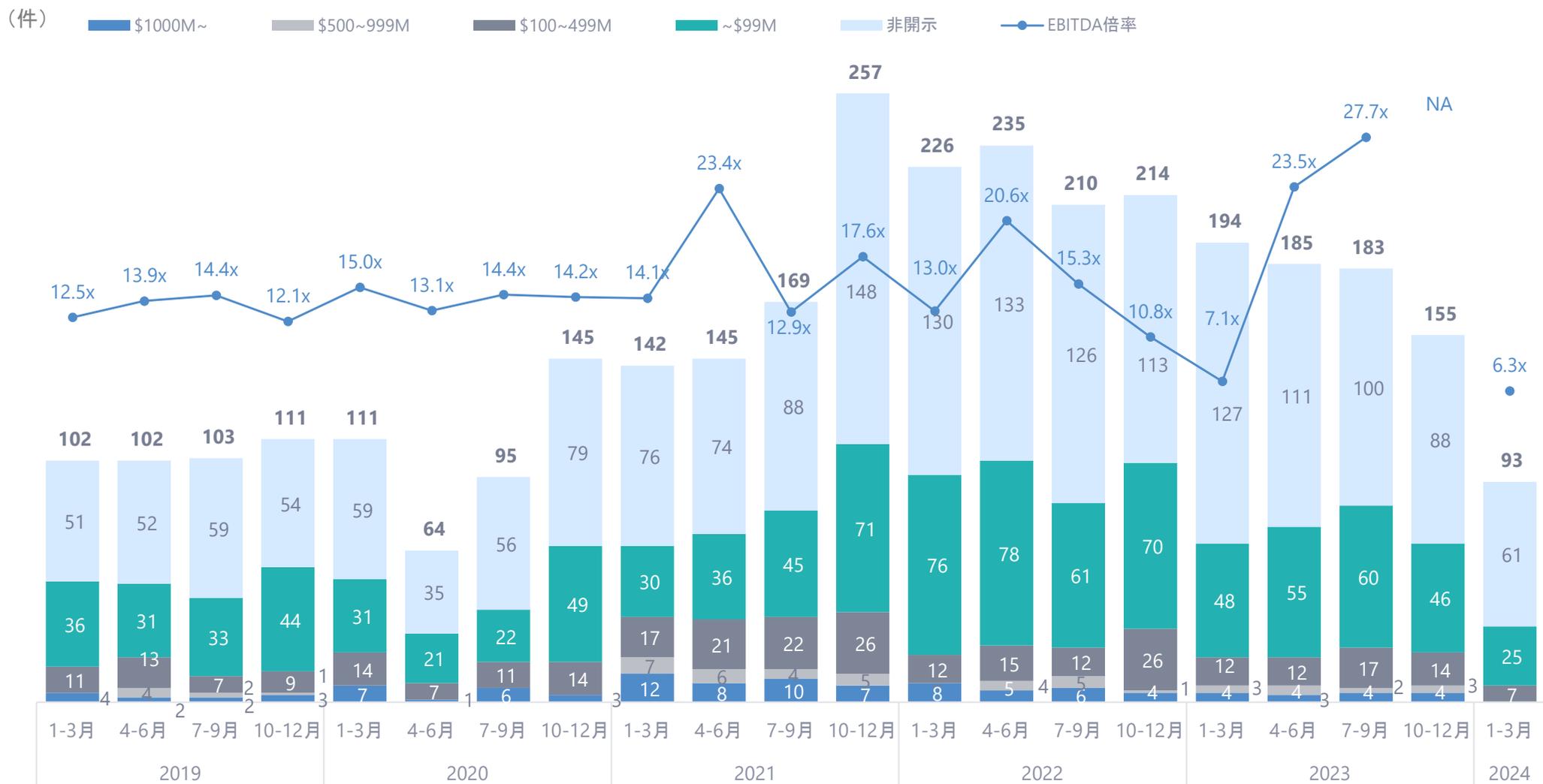
- ❑ 2011年5月、主にクロマトグラフィー分析機器の製造、販売およびアフターサービスを行うDIONEXを買収
- ❑ 水質調査の需要がある中国での事業拡大
- ❑ 買収金額は約21億ドル
- ❑ 2016年5月、高性能電子顕微鏡を設計、生産し、その技術を使用するワークフローをサポートするFEIを買収
- ❑ 世界トップクラスの電子顕微鏡プラットフォームの獲得によって、質量分析分野におけるリーダーシップをさらに強化
- ❑ 買収金額は約42億ドル
- ❑ 2022年3月、FTIRガス分析技術を展開する米Max Analytical Technologies社を買収
- ❑ 化学品製造プロセスにおけるガス分析・モニタリング・ソーステストソリューションの強化を企図
- ❑ 買収金額は非公表
- ❑ 2023年6月、ラマン分光技術を用いたプロセス分析ソリューションを提供する米MarqMetrix社を買収
- ❑ バイオ医薬品や医薬品、石油化学製品製造プロセスにおける測定・プロセス分析ソリューションの拡充
- ❑ 買収金額は非公表

(凡例)

- ① 海外企業買収の加速 ② 成長領域への投資 ③ 外圧をきっかけとした業界再編 ④ 計測・測定関連サービス領域への展開 ⑤ 予知保全/コンディションモニタリング領域強化

計測・測定業界におけるM&A動向 2019年以降のM&A案件数・平均EV/EBITDA倍率の推移⁽¹⁾

2022年以降投資件数は大幅に増加したものの、\$100M未満の小規模案件または規模非開示の案件が太宗。足元では、日本企業による海外企業買収のほか、海外企業による既存事業の強化を企図した買収や新技術獲得を目的としたスタートアップへの投資が散見される

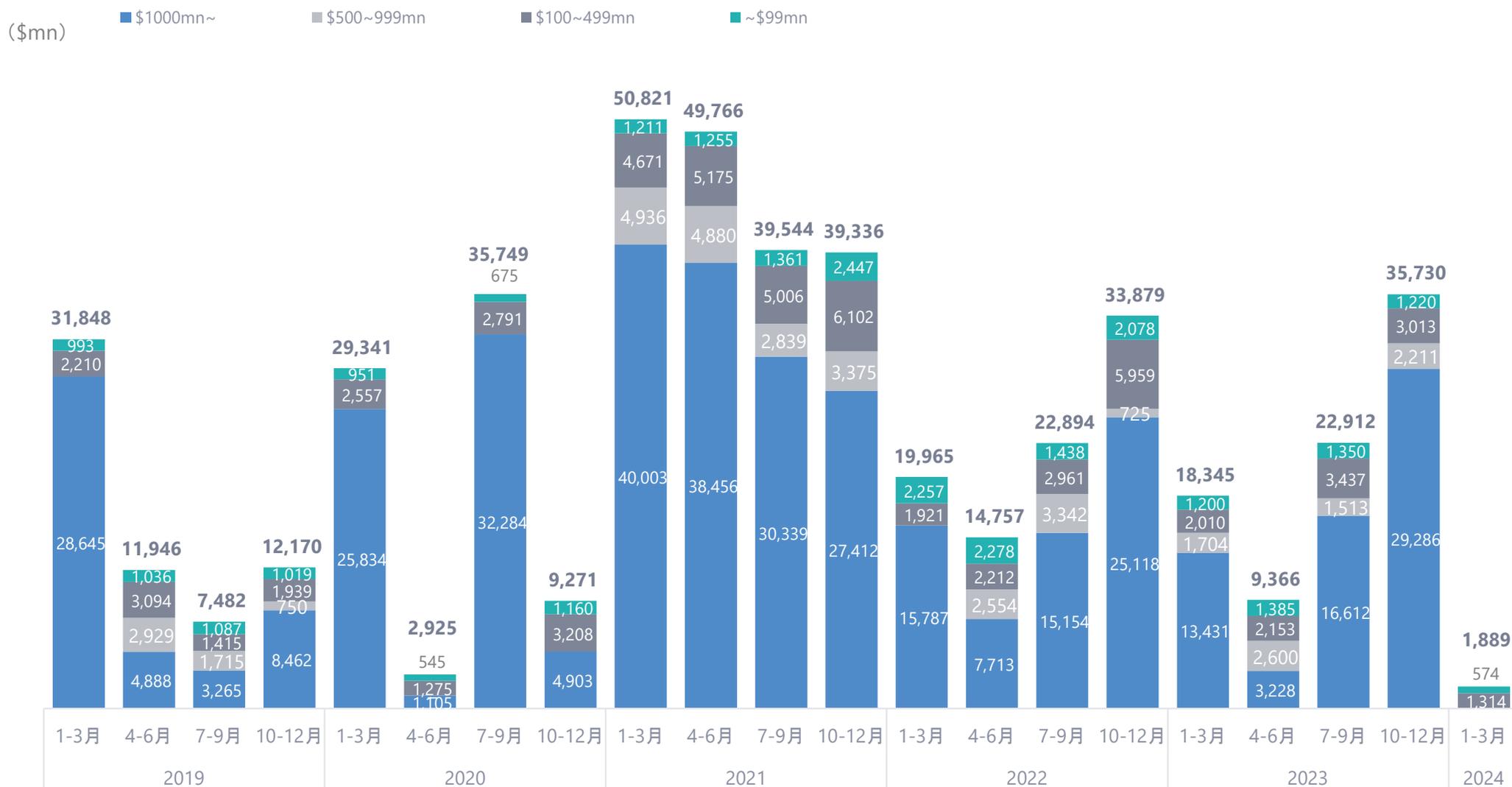


出所: Mergermarket, Capital IQ

(1) 2019年以降のAnalytical and scientific instrumentationおよびIndustrial measurement and sensing equipment関連案件を対象として集計。案件金額はデータが取得できる案件のみで集計

計測・測定業界におけるM&A動向 2019年以降のM&A案件金額の推移⁽¹⁾

企業の研究開発や設備投資が回復した2021年以降、大型案件の増加により取引金額も拡大。2023年4QはDanaherによるVeraltoのスピノフ(後掲)の影響もあり取引金額が増加



出所: Mergermarket, Capital IQ

(1) 2019年以降のAnalytical and scientific instrumentationおよびIndustrial measurement and sensing equipment関連案件を対象として集計。案件金額はデータが取得できる案件のみで集計

分析・計測業界における直近の主要M&A 2023年10月～(1/2)

公表日	買手	対象企業	対象国	事業内容	買収価格(USD mm)	取得比率
2024/3/12	Teledyne Technologies	Valeport Holdings		環境、エネルギー、建設、防衛用途向けの水中センサーの設計・製造	N/A	100%
2024/2/29	Keysight Technologies	EMvision Medical Devices		ポータブル医用スキャナーの開発・製造	10	8.7%
2024/2/28	島津製作所	Activated Research (マイクロリアクター事業)		ガスクロマトグラフ用触媒マイクロリアクター事業	N/A	100%
2024/2/13	Teledyne Technologies	Adimec Advanced Image Systems		マシンビジョン、ヘルスケア、セキュリティ分野の高性能産業カメラの開発、製造	N/A	100%
2024/2/7	Bruker	Nanophoton		2003年設立の阪大発大学ベンチャー。レーザーラマン顕微鏡を開発・製造	22.8	100%
2024/2/6	Bruker	Spectral Instruments Imaging		前臨床向けin vivo発光・蛍光イメージングシステム	N/A	100%
2024/1/25	Bruker	Chemspeed Technologies		化学・製薬・材料研究向け研究開発・品質管理用自動化システム	N/A	100%
2024/1/23	Headwall Photonics	inno-spec		産業用ハイパースペクトルイメージング(HSI)システムの開発・製造	N/A	100%
2024/1/9	三生電子(三井松島HD)	Saunders & Associates		水晶デバイスの製造工程向け計測器	N/A	50.1%
2024/1/4	Bruker	Tornado Spectral Systems		製薬・バイオ向けプロセスラマン分析装置	N/A	100%
2024/1/3	Bruker	Nion		ハイエンドの走査型透過電子顕微鏡(STEM)の製造・開発	N/A	100%
2023/12/28	Enpro	Advanced Micro Instruments		ガスアナライザ及びセンシングテクノロジー	210	100%

出所: Mergermarket, Capital IQ

分析・計測業界における直近の主要M&A 2023年10月～(2/2)

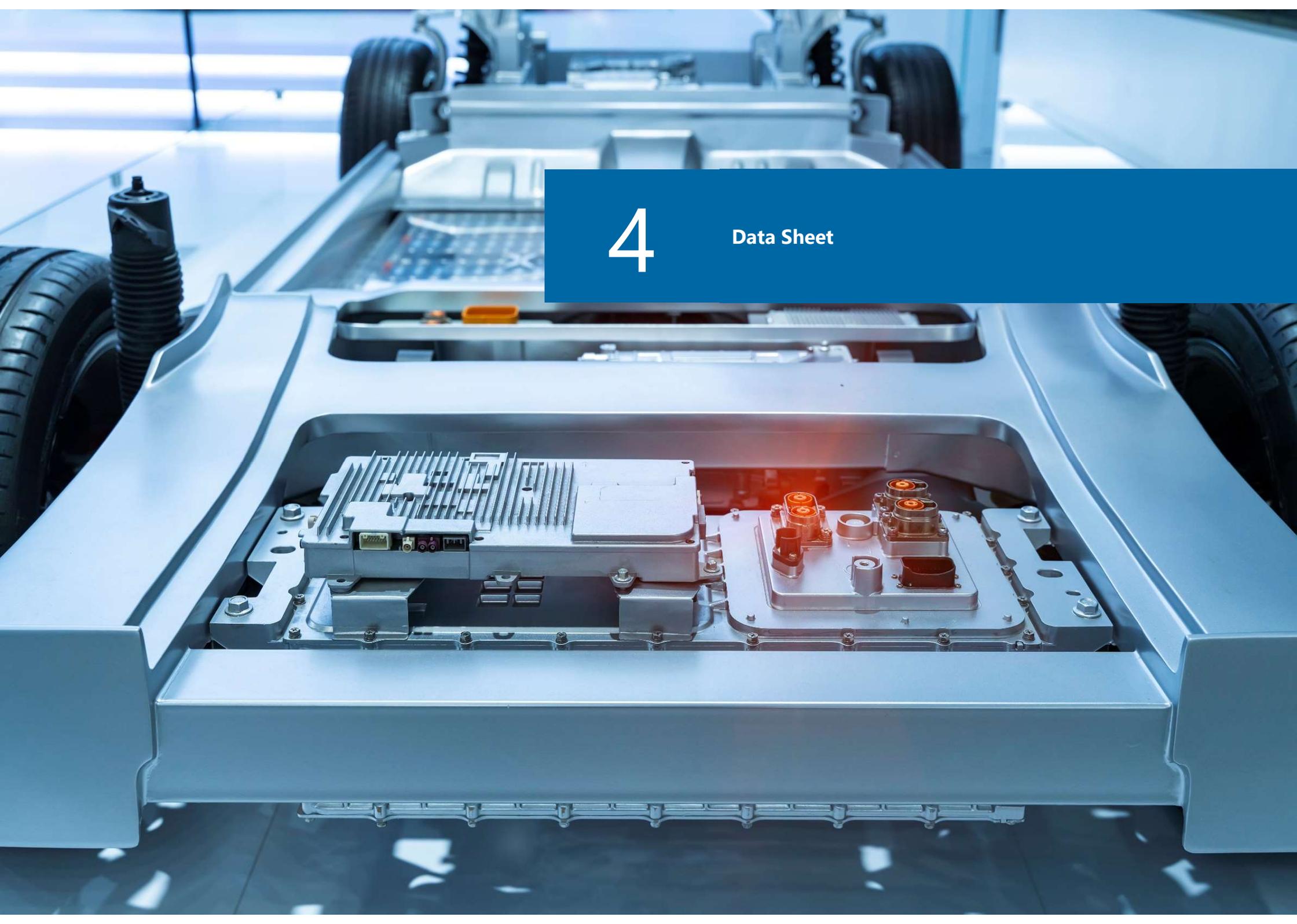
公表日	買手	対象企業	対象国	事業内容	買収価格(USD mm)	取得比率
2023/12/27	Bruker	ELiTech Group		分子診断システムの製造・販売	951 ⁽¹⁾	100%
2023/12/22	Bruker	Phase Focus		定量位相イメージング技術を応用した生細胞解析システムの開発	6.4	48.3%
2023/12/11	HMS Networks	Red Lion Controls		インダストリアルオートメーションシステム	345	100%
2023/12/4	Revvity	Covaris		ライフサイエンス研究向け機器・消耗品・試薬の製造	N/A	100%
2023/11/30	あいホールディングス	岩崎通信機		情報通信、印刷システム、電子計測分野における機器の開発・製造・販売	25.3	32.9%
2023/11/30	東陽テクニカ	Rototest International		自動車産業向け試験装置(ダイナモメーター)の開発・製造	9.9	100%
2023/11/10	岩崎通信機	Heimann Industries		オシロスコープ用プローブの開発・製造・販売	5.3	19.9%
2023/11/8	東陽テクニカ	トーキンEMCエンジニアリング		EMC試験受託、EMC対策支援、測定器校正、海外認証取得支援サービス	3	100%
2023/11/7	Teradyne	Technoprobe		半導体テストソリューションの開発	514.3	10.0% (資本提携) ⁽²⁾
2023/10/23	Fortive	EA Elektro-Automatik Holding		エネルギー及びモビリティ向けハイパワー測定ソリューション	1,665	100%
2023/10/17	Thermo Fisher Scientific	Olink Holding		血漿プロテオーム解析を主としたタンパク質解析ソリューション	3,268	100%
2023/10/2	既存株主	Veralto (Danaherの環境・応用ソリューション)		水質事業及び色測定を含む製品品質・イノベーション事業を展開	23,275	100% (スピノフ)

出所: Mergermarket, Capital IQ

(1) EUR=1.09 USDで計算

(2) TechnoprobeはTeradyneのデバイスインターフェイスソリューション(DIS)事業を\$85mで取得

(Intentionally blank)

A blue-tinted photograph of a vehicle chassis, showing the engine compartment and various mechanical components. A blue overlay box is positioned in the upper right quadrant, containing the number 4 and the text 'Data Sheet'.

4

Data Sheet

マーケットデータ (2/2)

(億円)	時価総額	Net Debt	企業価値	EV / Sales	EV / EBITDA	PER	PBR	Revenue	EBITDA	Net Income	自己資本	売上高成長率	EBITDA margin
会社名	2024/2/29	Latest	2024/2/29	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	前期比	FY+1(E)
国内自動化・制御													
オムロン	10,933	217	12,783	1.6x	22.4x	NM	1.5x	8,240	571	48	7,531	(5.9%)	6.9%
横河電機	8,231	(890)	7,443	1.4x	8.2x	14.7x	2.0x	5,213	910	560	4,150	14.2%	17.5%
アズビル	5,785	(552)	5,266	1.8x	13.0x	21.0x	2.8x	2,863	406	276	2,083	2.8%	14.2%
チノー	208	(45)	192	0.7x	5.9x	12.2x	1.1x	264	32	17	194	11.0%	12.3%
ニレコ	124	(40)	84	0.8x	4.9x	13.0x	0.8x	100	17	10	154	9.2%	17.1%
				Mean	1.3x	10.9x	15.2x	1.6x				6.3%	13.6%
				Median	1.4x	8.2x	13.8x	1.5x				9.2%	14.2%
海外自動化・制御													
Emerson Electric	91,583	14,100	114,501	4.3x	17.1x	33.2x	3.0x	26,367	6,714	2,760	30,996	16.0%	25.5%
Hexagon	47,112	5,731	52,896	5.7x	15.0x	25.7x	2.9x	9,309	3,516	1,833	16,230	5.7%	37.8%
Tecan Group	7,447	(21)	7,426	4.1x	21.2x	36.5x	3.3x	1,824	352	204	2,281	(6.1%)	19.3%
				Mean	4.7x	17.8x	31.8x	3.0x				5.1%	27.5%
				Median	4.3x	17.1x	33.2x	3.0x				5.7%	25.5%
国内メーター													
長野計器	448	78	534	0.8x	6.2x	10.0x	1.2x	666	86	45	378	10.0%	12.9%
愛知時計電機	371	(89)	282	0.5x	5.6x	10.7x	0.9x	517	51	35	414	3.1%	9.8%
大崎電気工業	311	(8)	425	0.5x	5.6x	13.0x	0.6x	923	76	24	494	3.4%	8.2%
オーバル	134	(12)	126	0.9x	6.3x	14.7x	0.9x	140	20	9	147	5.2%	14.4%
				Mean	0.7x	5.7x	12.1x	0.9x				5.4%	11.5%
				Median	0.7x	5.8x	11.8x	0.9x				4.3%	11.4%
国内その他コングロマリット													
富士フイルム	38,220	4,634	42,888	1.5x	9.7x	16.6x	1.3x	29,402	4,408	2,301	29,714	2.8%	15.0%
富士電機	12,998	658	14,212	1.3x	9.3x	18.8x	2.4x	10,774	1,526	692	5,486	6.7%	14.2%
ニコン	5,129	(473)	4,668	0.7x	6.4x	17.9x	0.8x	6,900	725	286	6,537	9.9%	10.5%
コニカミノルタ	2,442	3,867	6,445	0.6x	7.9x	40.3x	0.5x	11,521	821	61	5,077	1.9%	7.1%
				Mean	1.0x	8.3x	23.4x	1.2x				5.3%	11.7%
				Median	1.0x	8.6x	18.3x	1.0x				4.8%	12.3%

出所: Capital IQ

Note: アナリスト予想が取得可能な企業については、アナリスト予想値をもとに作成。日置電機、東陽テクニカ、ジューエルサイエンス、東亜ディーケーケー、共和電業、小野測器、チノー、ニレコは会社予想をもとに作成



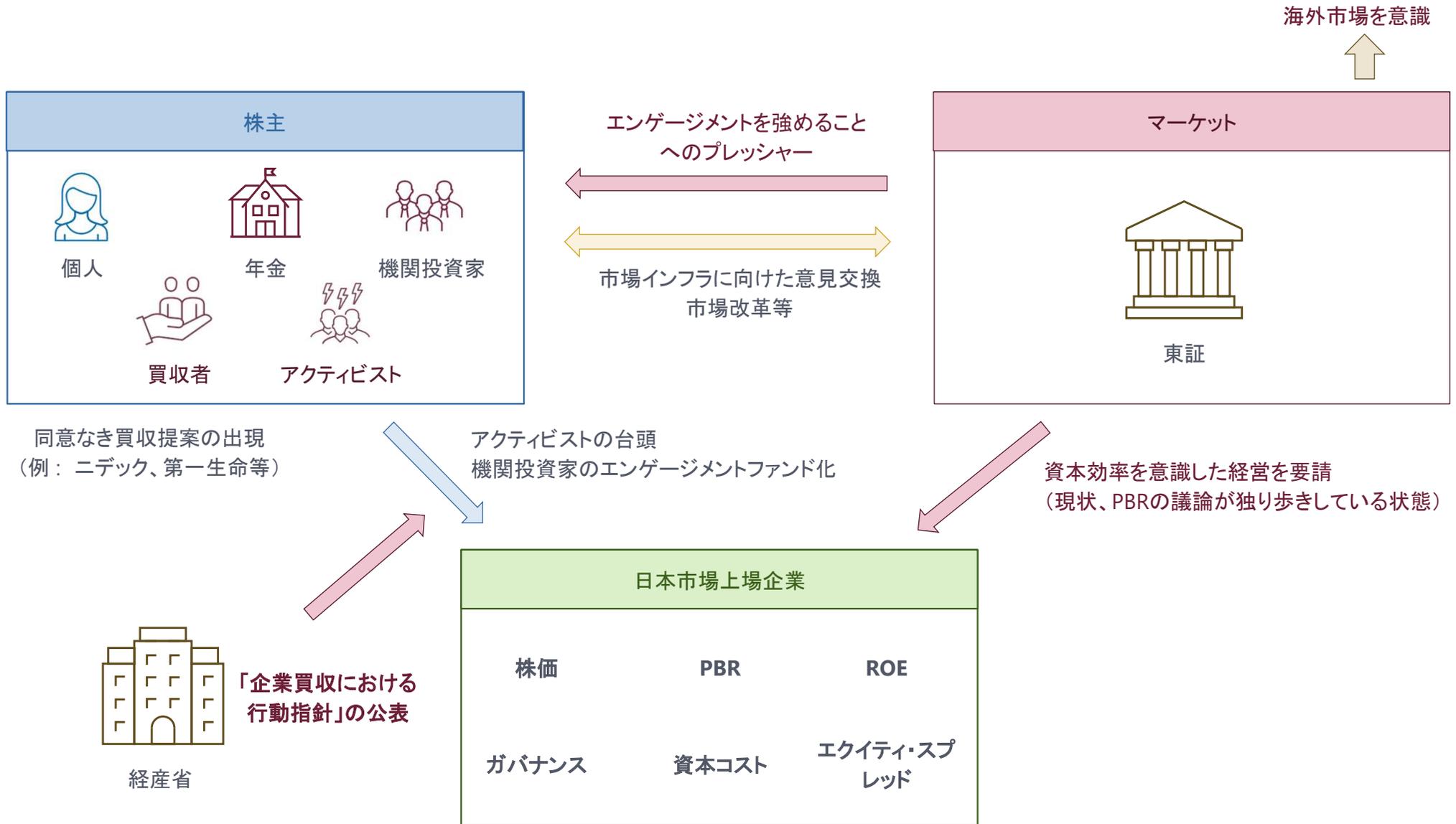
App.

Appendix

- 上場企業を取り巻く環境と同意なき買収

市場改革を含む上場企業を取り巻く環境変化

上場企業の企業統治の在り方は、一部のモノ言う株主のみならず、東証の旗振りで機関投資家がエンゲージメントを強める時代に。経産省からも「企業買収における行動指針」が示される等、経営陣自らに分析に基づいた外部との対話が求められている



「企業買収における行動指針」(以下、本指針)の目的と主な内容

買収提案に対する当事者の行動の原則や在り方(ベストプラクティス)を示すことにより、買収者が経営陣からの要請や打診を受けずに実施される買収提案(unsolicited offer/bid)や望ましい買収(企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)を促進

(本指針の目的)

- 上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示すること
- 公正なM&A指針を継承・発展しつつ、公正なM&A市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には望ましい買収の実行を促進

(本指針の対象)

- 本指針では、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象とするもの
- なお、対象会社の経営陣からの要請や打診を受けて買収者が買収を提案する場合のみならず、**経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行なわれる場合(英語のunsolicited offer/bidに相当)**についても射程とする

本指針によって明確化された主な内容⁽¹⁾

本指針以前の状況

買収提案への対応

- 買収提案を受けた際の取締役会の一般的な行動規範を示す指針が存在しない

※MBOや親会社による子会社の買収については、公正M&A指針で行動規範を示している(公正性担保措置)

買収者の透明性・公正性確保

- 市場内買付けで買収する場合は、公開買付制度の適用対象外
- 株主名簿上は誰が買収者か分からないことがある(実質株主を把握できる制度がない)

買収防衛策

- 平時導入型については、買収防衛指針で在り方を示している
- 現行指針の策定後に、株主総会決議を重視する司法判断が示されている

新指針の主な内容

- 原則として取締役会に付議・報告すべきなど取締役・取締役会の行動規範を提示
- 一般株主利益の確保が重要となる場合において、特別委員会の活用を推奨
- 取締役会の対応を株主が評価できるよう、買収成立後に取締役会の対応について開示することを推奨

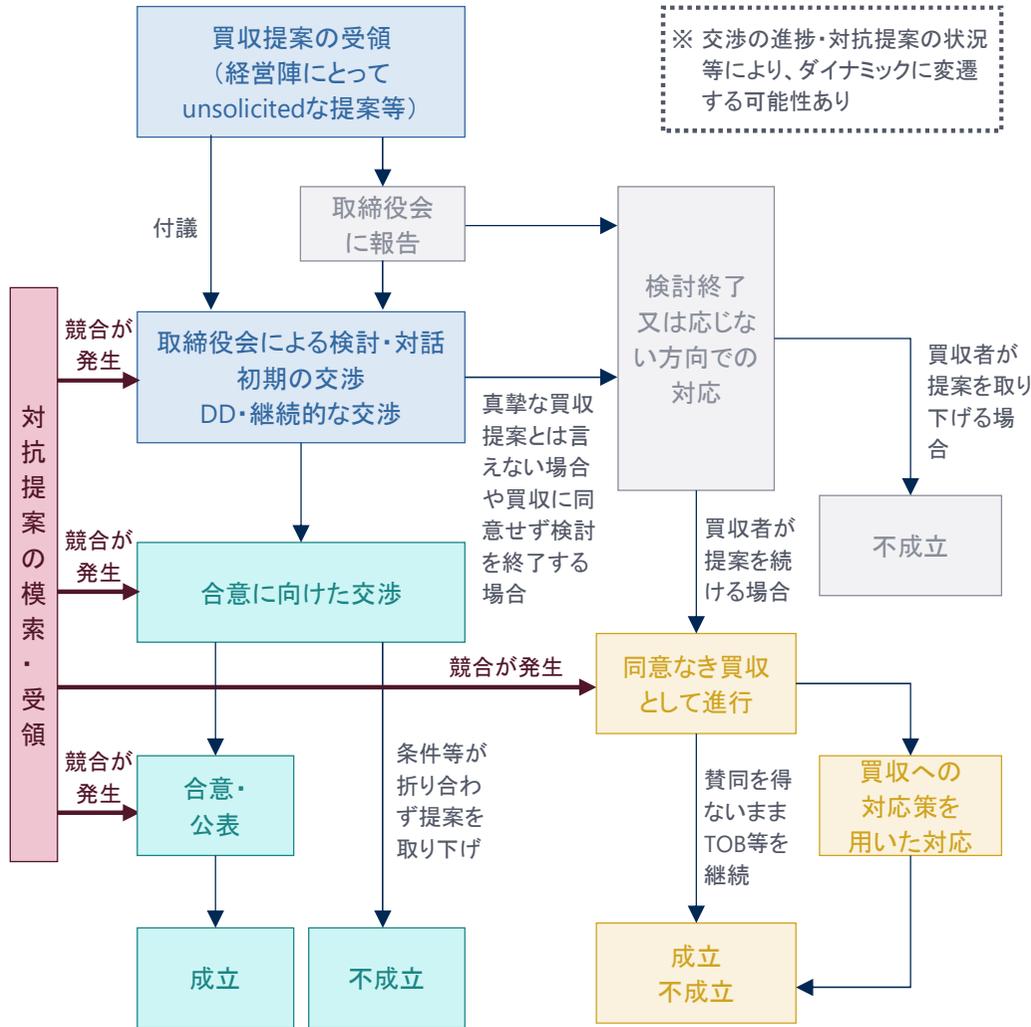
- 現行制度では開示が不要な部分(市場内での買い上がり)について、任意の開示を促す
- 買収提案をしようとするものは実質株主の確認に応じるべき旨を記載
※公開買付制度の見直し等について、今後、金融審で検討される予定

- 有事導入型の防衛策も指針の対象に
- 株主総会にかけることを原則とするなど、司法判断や機関投資家の見方を踏まえた内容にアップデート
- 「買収防衛策」の名称を見直し

買収提案の検討における取締役・取締役会の行動規範

本指針では、買収提案がなされた場合の対象会社の取締役会の検討フローについて、企業価値の向上に資するか否かを検討する具体的な着眼点等を含めて、ベストプラクティスが示されており、今後、対象会社にはこれらに沿った説明責任が生じるものと考えられる

買収提案の検討フローの例(本指針における例示)



(1) 本研究会の議論は、買収提案の受領に先立って経営陣と買収者の間で要請や打診が行われていない「Unsolicitedな買収提案を受けた場合を主に 念頭に置いているが、大きな検討フローについては、そうでない場合も含め、買収提案を受けた場合一般に妥当するものと考えられる。

取締役会への付議

- 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則
 - 取締役会における取扱い(付議するか報告に留めるか等)を判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、例えば買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられる

取締役会での検討

- 「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることが基本
- 買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討。特に買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから合理的に企業価値を高めることが期待し得る提案である場合には、十分に検討する必要がある
- 多くの場合、買収価格は直前の株価(現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される)よりも高いと考えられ、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

- 買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等の取引条件が主な争点となることから、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められる(対抗提案がある場合は更に強まる)
- 買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべき

ニデックによるTAKISAWAの買収 | 案件概要

「企業買収における行動指針」⁽¹⁾の策定以降、初めて行われた同意なきTOBの事例

案件概要

- TOB開始予定公表日:2023/7/13(TAKISAWA及び同社株主の賛同・理解を得る為に、TOB開始を約2ヶ月後の9月中旬に設定)
- TOB概要:
 - 買付価格:2,600円(基準日終値に79.68%、直近1ヶ月平均に104.89%、直近3ヶ月平均に104.40%、直近6ヶ月平均に112.94%のプレミアム)
 - 買付期間:2023/9/14-11/13(40営業日)
 - 買付下限:発行済株式総数の過半
 - 買付上限:制限なし
- 結果:買付期間最終日の11/13までに86.13%の応募があり、下限として設定されていた過半の応募を越えた為、TOBが成立。11/20に決済も完了し、TAKISAWAがニデックグループ入り

対象会社株価推移(直近10年)



本件の論点

- 経済産業省が発表した「企業買収における行動指針」⁽¹⁾を度々引用する形で、本件がTAKISAWA及び同社株主にとっていかに「望ましい買収」であるかを強調
 - プレミアムに鑑みても、「買収を行われなければ実現できない価値」の公正な分配を適切に実現することが可能な買付価格と強く主張
 - 買付価格は過去株価を大きく上回り、バリュエーション水準も過去実績を大きく超過する等、現経営陣傘下で実現できてこなかった水準の株価を提案
 - 買収後のシナジー効果や経営方針なども具体的に示し、株主・取締役会・特別委員会が十分に検討できるように必要な情報を提示
- 競争法を含む取引実施に必要な手続は可能な限り水面下で済ませつつも、TAKISAWA及び同社株主の賛同・理解を得る為の時間を十分に確保するスケジュール
 - 日本及びベトナムにおける競争法関連の事前届出は提出済み、米国のCFIUS規制に纏わる簡易届出も数日以内に提出予定の段階まで準備の上、TOB予定を公表
 - 他方、TOBは開始予定を公表してから約60日後に開始しており、同期間にTAKISAWAの質問への回答や、経営統合に関する協議を実施

Source: プレスリリース、各種公開情報、Capital IQ

Note: (1) ニデックが同意なき買収予定を公表した2023/7/13時点では、経済産業省が「企業買収における行動指針(案)」に係るパブリックコメントの受付を実施しており、その後、2023/8/31に正式に策定を発表

ニデックによるTAKISAWAの買収 | 詳細なタイムライン

TAKISAWAや同社株主の賛同・理解を得るのに十分な検討期間を与える為、TOBを開始する約2ヶ月前にTOB予定を発表。一方で、企業買収における行動指針(案)のパブリックコメント受付開始後にTOB予定を発表しており、市場へのメッセージ性も意識した動きと推察

対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
●			2022/1-3	ニデック、TAKISAWA原田社長に対して、資本業務提携の提案。特段理由を示さずにTAKISAWAが謝絶
			2023/2月下旬	ニデック、TAKISAWAの完全子会社化を再度検討開始
			2023/6/2	ニデック、公正取引委員会に対して事前届出を提出
			2023/6/8	経済産業省、「企業買収における行動指針(案)」に係るパブリックコメントの受付を開始
			2023/6/27	ニデック、公正取引委員会から排除措置命令を行わない旨の通知書を受領
			2023/7/2	ニデック、競争法に基づく取得禁止期間が正式に満了
●		●	2023/7/13	ニデック、TAKISAWAに同意なき買収の開始予定を発表。同時にニデックがTAKISAWA取締役に対し意向表明書を提出
			2023/7月下旬	TAKISAWA、外部アドバイザーを選任
			2023/7/18	ニデック、対米外国投資委員会(CFIUS)に対して事前届出を提出
			2023/7/27	TAKISAWA、特別委員会を設置
			2023/7/28	TAKISAWA、ニデックに必要情報リストを提出(第1回)
		●	2023/7/28	TAKISAWA、対抗提案者から初期的な意向表明書を受領
			2023/7/31	TAKISAWAの特別委員会、TAKISAWAの外部アドバイザーを承認
			2023/8/1	ニデック、TAKISAWAより受領した必要情報リストに対する回答を提出(第1回)
			2023/8初旬	TAKISAWA、役員に対してシナジー・ディスシナジーについてヒアリング開始
			2023/8/17	TAKISAWA、ニデックに必要情報リストを提出(第2回)
			2023/8/17	ニデック、CFIUSに対する事前届出手続に基づく、待機期間が満了
			2023/8/22	ニデック、TAKISAWAより受領した必要情報リストに対する回答を提出(第2回)
			2023/8/21	ニデック、ベトナム競争委員会に対して事前届出
			2023/8/28	TAKISAWA、ニデックに対して経営統合契約の主要条件書を提出し、協議開始
		●	2023/8月下旬	TAKISAWA、対抗提案者から最終提案を行わない旨の連絡を受領
			2023/8/31	経済産業省、「企業買収における行動指針」を策定
			2023/9/5	ニデック、TAKISAWA間で、企業価値向上に関する協議。特別委員会の諮問・取締役会の賛成を前提に、友好的に協議する方針で同意
			2023/9/6	ニデック、TAKISAWAに対してTOBへの応募推奨及びTAKISAWAの利益最大化に真摯且つ誠実に協議する旨の覚書を交付
			2023/9/9	ニデック、取締役会決議にてTOBの実施に係る最終決定を永守会長に一任
			2023/9/12	ニデック、特別委員会から賛同表明、及び、応募推奨の答弁書を受領
●			2023/9/13	ニデック、9/14からTOBを開始する旨を発表
			2023/9/14	ニデック、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は9/14-10/27)
			2023/9/27	ニデック、CFIUSから正式な審査を請求する通知の提出を求める事も、株式取得に関して正式審査を開始する事も、行わない旨の回答を受領
			2023/10/27	ニデック、公開買付期間末日を10/27から11/13に延長(30日間→40日間)
			2023/11/14	ニデック、TAKISAWAへのTOB成立を発表

(ご参考)日本の資本市場における「同意なきTOB」

8月に経産省が発表した「企業買収における行動指針」に則り、買収提案を受けた上場会社は合理的な理由なく拒否できず、自社としての企業価値向上策を示せなければ、買収に応じざるを得ない状況に変わりつつある

TAKISAWA買収、ニデック永守氏「M&Aのモデルケース」 2023/09/14 日本経済新聞電子版

ニデックが14日開始した工作機械のTAKISAWAに対するTOBは、日本のM&A市場に一石を投じた。相手の同意がないまま買収提案を公表し、多少強引にでも成就させる買収手法について、ニデックの永守重信会長兼最高経営責任者（CEO）は14日、「**M&Aの新たなモデルケースになる**」との見解を示した。

永守氏が日本経済新聞の取材に応じ「**企業価値が低い企業にこの手法を使えば、M&Aが活性化し、国益につながる**」と述べた。ニデックは7月13日、TAKISAWAの同意がないままTOBを予告。同社は開始前日の9月13日にTOBに賛同すると発表した。TOBが成立すれば、TAKISAWAはニデックの子会社になる。

(中略)

経済産業省8月、企業価値向上につながる真摯な買収提案なら真剣に検討すべきだという「企業買収における行動指針」を新たに打ち出した。永守氏は「この指針を使う実質第1号案件。指針にのっとった」と話した。**指針を参考に「同意なき」買収に取り組む上場企業が増えることに期待を寄せた。**

買い手と売り手が水面下で合意しないと前に進まないこれまでの日本流M&Aの流儀を壊して「窓を開けた」と語る永守氏。今回の成功を機に「M&Aを次々とやる。もっと大きな会社にTOBをかけられる」と述べた。



ニデック永守CEO

ニデックの提案受け入れ、TAKISAWA社長「買収阻止しても先はない」 価値向上策、他に見当たらず 2023/09/23 日本経済新聞

ニデックから事前の連絡がないまま買収提案を受け、13日にTOBへの賛同を表明したTAKISAWAの原田一八社長は、「**買収を阻止しても先はなかった**」と受け入れの理由を語った。「**上場している以上、買収対象になるのは仕方がない**」とし、「**経済産業省の指針に沿って対応したら、賛同するしか答えはなかった**」と振り返った。

(中略)

TAKISAWAでも22年の提案以降、**ニデック以外の買い手やMBOも模索していた**。「持ち合い株への批判も厳しくなっており買い手もなかなか見つからず、**MBOをしても収益性が上がると思えなかった**」と代替案にはならず、自社の株価を高めることも「**短期的な方策があるわけでもなかった**」という。

ニデックのTOB価格は2600円。直前株価の2倍程度の水準で「正直（高くて）びっくりした」。経産省は6月に「企業買収における行動指針」の案を取りまとめ、**企業価値向上につながる提案を合理的な理由なく拒んではならない**ということが盛り込まれていた。「**(この値段では)TOBに賛同を表明し、株主に応募を推奨するしかない**」との判断になったという。



TAKISAWA原田社長

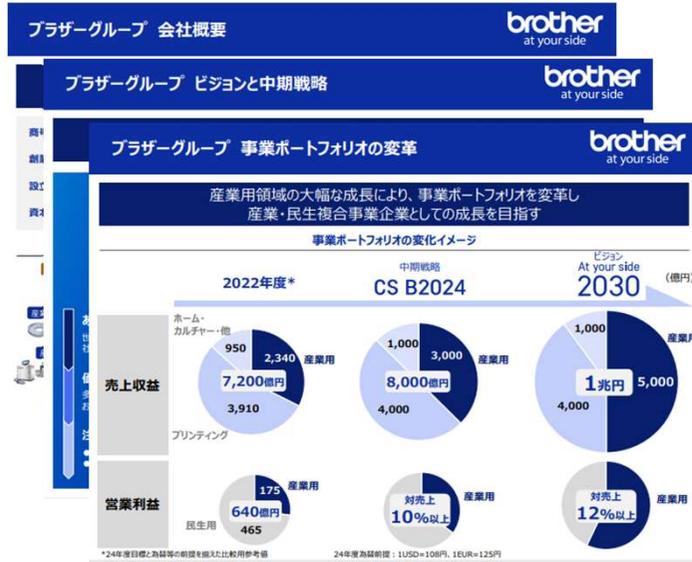
Taiyo Pacific/田部社長(1st)・ブラザー(2nd)によるローランドDGの買収 | 詳細なタイムライン

ブラザーは約5年前からアプローチし、ローランドDG側が不明瞭な対応を続ける中で、ブラザーが昨年9月に非公開化提案を実施。提案を契機に「真摯な検討」とビッドプロセスを実施し、ブラザーの提案価格(当時)を上回るTaiyo側の提案を選ぶも、ブラザーが対抗TOB予定を公表

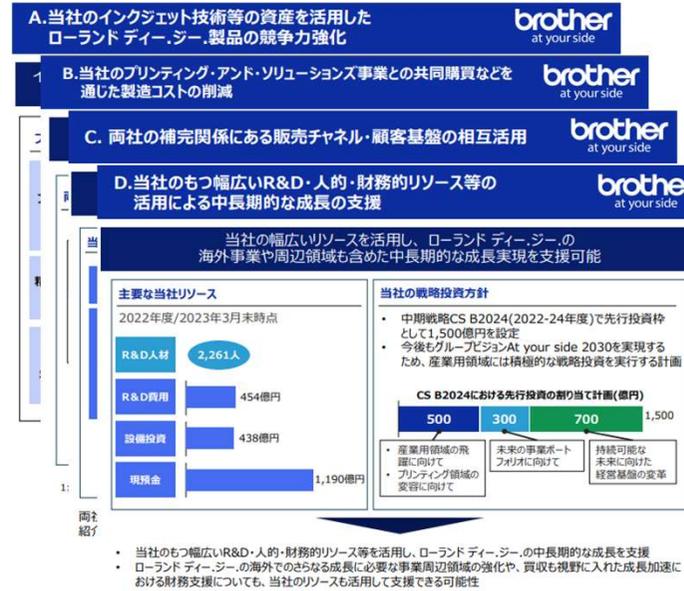
対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
			2019/1	ブラザー、ローランドDGとの事業上の親和性から資本業務提携が有力な選択肢として見据える
●			2019/12	ブラザー、ローランドDGと製品共同開発を開始、並行して協業等の企業価値向上施策を協議するもローランドDGの意向は不明瞭
●			2022/2/10	ブラザー、ローランドDGに対して、戦略的提携に関する書面での提案を実施
			2022/4/20	ローランドDG、ブラザーに具体的な内容の説明を要請
		●	2023/9/1	ブラザー、ローランドDGへ買付価格 4,800円の非公開化提案を提出
●			2023/9月上旬	ローランドDG、アライアンスによる企業価値成長の具体的な検討にあたり、外部アドバイザーを選任
			2023/9月下旬	Taiyo、非公開化を含む様々な戦略的選択肢の具体的な検討を開始
			2023/9/29	ローランドDG、行動指針を踏まえて、ブラザーへ質問を提出し、その他候補先の検討も開始。FAを通じてTaiyo、PE2社にタッピング
1ヶ月			2023/10初旬	ローランドDG、Taiyo・PE2社の計3社に対し入札手続を実施
			2023/10月上旬・中旬	Taiyo、DDに向けて外部アドバイザーを選任
			2023/10/17	ブラザー、ローランド DGからの質問に回答
			2023/10下旬-11月上旬	3社から初期的提案書を受領(Taiyoは11/2に提出)
●			2023/11/2	Taiyo、ローランドDGに対して非公開化の提案書を提出。現社長 田部氏にも出資の検討を依頼
48日			2023/11/6	ローランドDG、Taiyoを含む①価格が最も高い候補先と②企業価値向上施策の評価が高い候補先の計2社をDDに招聘
	5ヶ月		2023/11月上旬-2024/1 上旬	ブラザー、ローランド DGの懸念するディスシナジーへの懸念払しょくのため、情報提供を実施
			2023/11中旬-12中旬	ローランドDG、2社のDDを実施
●			2023/12/20	ローランドDG、2社から最終提案書を受領。Taiyoは公開買付価格5,035円を提示
			2023/12/21	ローランドDG、価格含む観点でTaiyo提案が他社(ブラザーを除く)よりも優れていると判断。詳細協議を開始するとともに、特別委員会を設置 ブラザーとは継続協議していくことを確認 / 田部氏、出資検討意向を表明
			2024/1初旬	ブラザー、FAを選任
51日			2024/1/16	ローランドDG、Taiyoに買付価格引き上げを要請
			2024/1/19	Taiyo、ローランドDGに価格を引き上げる意向はないことを伝達
			2024/1/26	Taiyo、スペイン政府機関に対してFDI規制法に基づく初期届出を行い、受理される
			2024/2/2	ローランドDG、ディスシナジーを理由にブラザー提案の検討を中止する旨をブラザーに伝達
		●	2024/2/6	ブラザー、ローランドDGに買付価格4,850円の修正意向表明書を提出
●		●	2024/2/9	ローランドDG、Taiyo・田部氏によるTOB開始を公表。TOBへの賛同意見を表明及び株主へ応募を推奨。 ブラザーには検討を中止する意向に変更がない旨を伝達
11日			2024/2/20	Taiyo、米国HSR法に基づく反トラスト当局に対する事前届出が受理される
●			2024/3/7	Taiyo、スペイン政府機関からFDI規制法に基づく認可制度を適用しない旨の回答を受領
17日			2024/3/8	Taiyo、米国HSR法に基づく待期間が終了したことを公表
●		●	2024/3/13	ブラザー、買付価格5,200円の対抗TOB予定を公表

Taiyo Pacific/田部社長(1st)・ブラザー(2nd)によるローランドDGの買収 | ブラザーの提案資料(抜粋)

ブラザーの概要、買収によって想定されるシナジー、Taiyo/田部氏の提案対比で優れている点等について丁寧に説明



- ブラザーの概要、中期戦略と事業ポートフォリオの変革の歴史を説明



- ブラザーが考えるシナジーを技術・コスト・販売・リソースの4つの観点から丁寧に説明

ローランドディー・ジーのステークホルダーの皆さまへの対応方針

ローランドディー・ジー 現経営陣と従業員の皆さまが今後の成長に不可欠であり 今後の経営方針・体制の具体的な内容はローランドディー・ジーの皆さまと協議し、決定

ステークホルダー	対応方針
経営陣・従業員の皆さま	<ul style="list-style-type: none"> 原則として、代表者を含む現状の経営体制と従業員の雇用条件を維持することを想定 適切なガバナンスを目的として、当社より必要最低限の役職員の派遣を行うことも選択肢の一つとして検討しているが、あくまでも協議を行った上で決定 経営陣・従業員の皆さまに対して、適切なインセンティブ・プランの設計・導入を検討
顧客・取引先の皆さま	<ul style="list-style-type: none"> ローランドディー・ジーの商号や製品・ソリューション名を変更する予定はない 売上拡大・コスト削減の観点での検討は行うが、原則既存の取引関係を維持する予定 マーケットニーズに合わせた最適で高性能なプリントヘッドを組み合わせる技術の向上を支援
その他のステークホルダーの皆さま	<ul style="list-style-type: none"> 既存の関係を尊重し、従来通りの良好な関係を継続予定

- ローランドDG株主向けの事業シナジー及び企業価値向上施策に加え、従業員をはじめとするステークホルダー向けにも買収後の方針を説明

当社公開買付けとMBOの内容の比較

	ブラザー工業株式会社	XYZ株式会社によるMBO
公開買付け価格	5,200円	5,035円
公開買付け期間	30営業日 (2024年5月中旬を目途に開始予定) ※下限に達した場合、更に10営業日延長	30営業日 (2024年2月13日(火) - 2024年3月27日(水))
買付予定株数の下限	50.00% ※議決権の過半数を確保できる株数	66.16%
買付予定株数の上限	なし	なし

- Taiyo/田部氏の提案と自社の提案の主要条件を横並びで比較

エムスリー・第一生命によるベネフィット・ワンの買収 | 案件概要

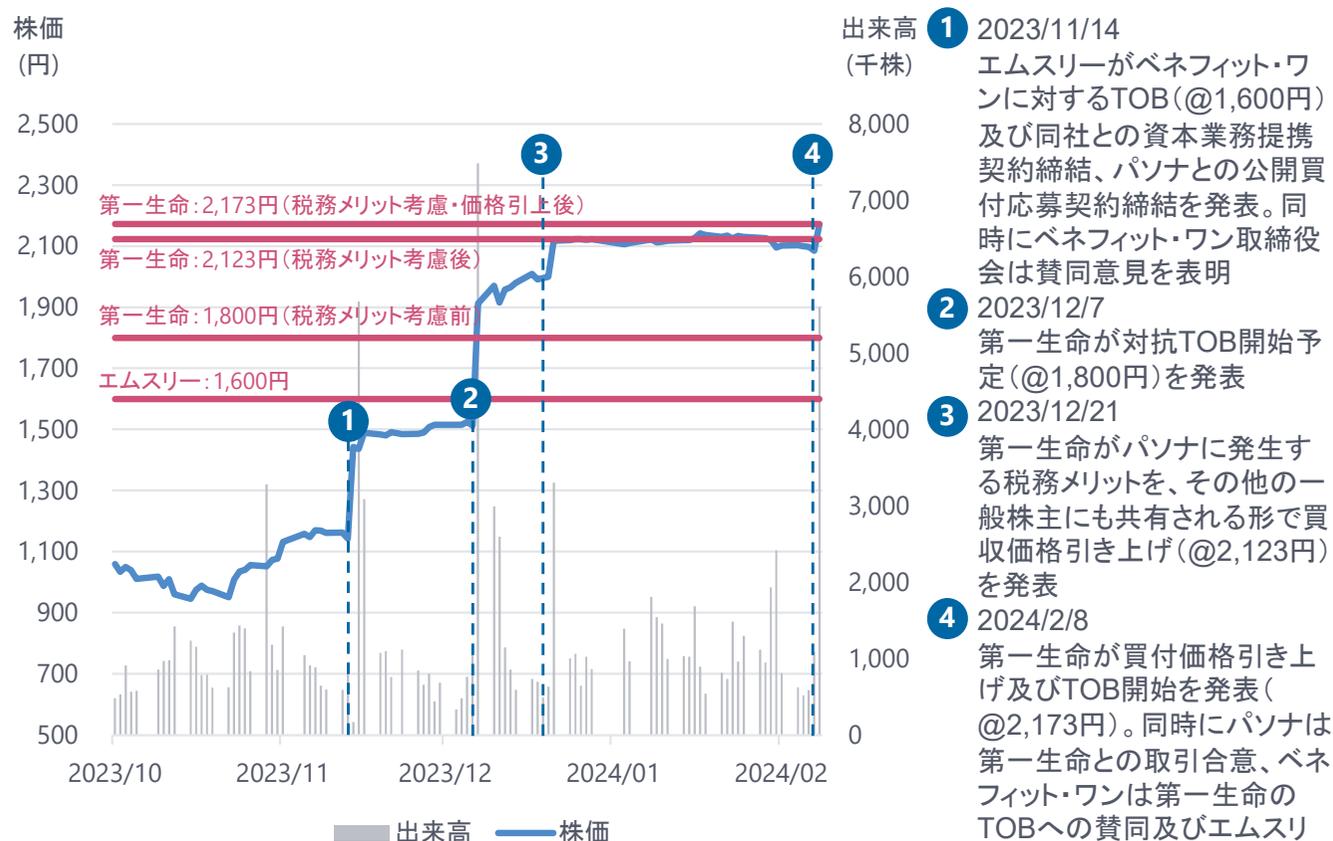
「企業買収における行動指針」の策定以降、初めて行われた対抗TOB事例。大株主のパソナは当初エムスリーのTOBに応募同意していたが、第一生命の対抗提案を受け、応募契約を終了し、新たに第一生命との取引(TOB+自己株式取得)に合意・契約締結

ターゲット	先行者	対抗者	公表日	対抗公表日	日数	基準日終値	先行者買付価格	対抗者買付価格	応募同意	特徴
ベネフィット・ワン	エムスリー	第一生命	2023/11/14 賛同意見 (11/14) ⁽¹⁾	2023/12/7 賛同意見 (2024/2/8付)	23日	1,163円 (9/18付)	①1,600円	②1,800円 ⁽²⁾ ③2,123円 ⁽²⁾ ④2,173円 ⁽²⁾	あり (パソナ・ 51.16%保有)	<ul style="list-style-type: none"> 企業買収指針の発表以降、初の対抗TOB 大株主から応募同意を得て連結子会社化を目的とした先行者と完全子会社を目的とする対抗者

本件のポイント

- 先行者を上回る提案(価格・買収比率)**
 - 1株あたり1,600円、買付予定数の上限を55.0%と設定したエムスリーに対し、1株あたり1,800円(後に2,173円⁽²⁾)、買付予定数の上限なしで第一生命が対抗提案
 - パソナ以外が所有する少数株主の株式を対象とするTOBを実施後、対象会社がパソナ持分を自己株式取得するスキームを提案。パソナに発生する税務メリットを、一般株主に共有する形で買付価格を設定
- 大株主による応募同意**
 - 大株主(ベネフィット・ワンの51.16%を保有)のパソナは2023/11/14付でエムスリーと公開買付応募契約を締結
 - 公開買付期間満了日の5営業日前までに、エムスリー以外の者から同社の買付価格を超える提案があった場合、エムスリーと協議可能な規定あり
 - 第一生命の対抗提案を受け、2024/2/8付でパソナはエムスリーとの応募契約を終了。新たに第一生命との取引(TOB+自己株式取得)に合意・契約締結
- 各種法令対応**
 - 第一生命は、取引実施に必要なとなる手続等を検討する為に必要な情報提供を受けていないことから、ベネフィット・ワンの協力を得て独占禁止法・保険業法・その他適用法令の有無の調査を実施する前提でTOB予定を公表

対象会社株価推移



Source: プレスリリース、各種公開情報、Capital IQ

Note: (1)2024/2/8に意見の留保に変更、(2)2023/12/7に公表された買付価格1,800円はTOB後に実施される自己株式取得にパソナが応じる場合に生じるみなし配当額を計算する前の価格であり、12/21に発表された2,123円は必要な情報入手後に計算し直した価格。その後、ベネフィット・ワン・パソナとの協議・交渉の結果を踏まえ、2024/2/8に買付価格を2,173円に引き上げる旨を発表

エムスリー・第一生命によるベネフィット・ワンの買収 | 詳細なタイムライン

エムスリーはTOB発表まで約5ヶ月間、水面下でベネフィット・ワン及び大株主にあたるパソナと同社の連結子会社化について協議。一方、第一生命は、エムスリーによるTOB発表を受け、僅か23日後に対抗TOB予定を公表。約2ヶ月後にTOBを開始

対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
			2023/5月上旬	エムスリー、パソナに対して持分を買収したい旨を申し入れ
			2023/7/18	エムスリー、上記を書面で提案
			2023/8/4	パソナ、エムスリーの提案の協議を推進する旨を連絡
			2023/8中旬	エムスリー、外部アドバイザーを選任
4ヶ月			2023/8/21	パソナ、ベネフィット・ワンに対して、エムスリーが連結子会社化をしようとしている旨を説明
			2023/8/24	エムスリー、ベネフィット・ワンに対して、パソナから株式取得を予定している事パソナと業務提携を検討している旨の意向表明書を提出
			2023/8月下旬	ベネフィット・ワン、エムスリーから受領した意向表明書に対する対応について、外部アドバイザーに相談開始
6ヶ月			2023/8/31	ベネフィット・ワン、取締役会決議により特別委員会を設置。上記アドバイザーにコンフリクトがないことを確認し、正式に選任
			2023/9中旬-10下旬	エムスリー、ベネフィット・ワンのDDを実施
			2023/10/13	エムスリー、公正取引委員会に対して事前届出を行い、同日に受理
			2023/10/16	エムスリー、ベネフィット・ワンとの資本業務提携契約及び基本合意書について協議開始
14日			2023/10/18	エムスリー、パソナとの会議において、公開買付価格1,400円を提示。同日に再検討を迫られる
			2023/10/23	エムスリー、パソナとの会議において、公開買付価格1,500円を提示。10/25に再検討を迫られる
			2023/10/27	エムスリー、公正取引委員会から10/24付の「排除措置命令を行わない旨の通知書」及び「禁止期間の短縮の通知書」を受領
			2023/10/27	エムスリー、公開買付価格1,600円、対象会社との資本業務提携契約締結等を含む法的拘束力を伴う意向表明書をパソナに提出
			2023/11/13	パソナ、上記に応募する旨を通達
			2023/11/14	エムスリー、ベネフィット・ワンへの1株あたり1,600円でのTOB、及び資本業務提携契約締結を発表 ベネフィット・ワン、TOBへの賛同表明及び応募については株主の判断に委ねる旨を発表
		23日	2023/11/15	エムスリー、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は11/15-12/13)
			2023/11下旬	第一生命、外部アドバイザーを選任
2ヶ月			2023/12/7	第一生命、ベネフィット・ワンへの1株あたり1,800円での対抗TOB予定を発表
			2023/12/12	エムスリー、TOB期間を20日から40日に延長(2023/12/13→2024/1/17)
			2023/12/21	第一生命、パソナにおける税務メリット享受に伴う買付価格引き上げ(1,800円→2,123円)を発表
			2024/1/11	第一生命、本件に関して協議継続中である旨、TOB開始が1月末になり得る旨を発表
		2ヶ月	2024/1/12	第一生命、公正取引委員会に対して事前届出を行い、同日に受理
			2024/1/16	エムスリー、TOB期間を40日から60日に延長(2024/1/17→2024/2/15)
24日			2024/1/30	第一生命、協議継続中である旨、TOB開始が2月中旬になり得る旨を発表
			2024/2/5	第一生命、公正取引委員会から2/5付の「排除措置命令を行わない旨の通知書」及び「禁止期間の短縮の通知書」を受領
			2024/2/8	第一生命、1株あたり2,173円で2/9よりTOBを開始する旨、パソナと取引(TOB+自己株取得)合意の旨を発表 ベネフィット・ワン、第一生命のTOBへの賛同表明及び応募推奨並びにエムスリーのTOBへの意見の留保を発表
			2024/2/9	第一生命、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は2024/2/9-2024/3/11)

親子上場の意義、東証が開示要請 1000社超が対象

- 東京証券取引所は親子関係や持分適用関係にある上場企業に対し、12月にも企業統治に関する情報開示の拡充を求める
- 情報開示の拡充は、親会社側と子会社/関連会社側の双方が対象となり、コーポレートガバナンス報告書に記載
- 当該子会社を持つことになった経緯、上場維持の合理性、役員指名プロセスの関与方針、選解任議案での議決権行使の考え方等の説明が必要
- 開示は義務ではないものの、東証は通知文で「投資判断上重要であり、投資家との対話の出発点となる」と記載して対応を促す構え

グループ経営に関する開示の要点	
開示の主体	
上場子会社・関連会社を持つ会社	上場子会社・関連会社
主な開示内容	
<ul style="list-style-type: none"> ・グループ経営の考え方 ・上場子会社を持つ意義 ・子会社の統治の実効性を高める取り組み 	<ul style="list-style-type: none"> ・親会社や大株主のグループ経営の考え方 ・親会社からの独立性確保のための取り組み

東京証券取引所は親子関係や持ち分法適用関係にある上場会社1000社超に対して12月にも、企業統治に関する情報開示の拡充を求める。企業側は上場子会社を持つ意義や、子会社の独立性確保のための取り組みなどの説明が必要になる。少数株主の利益を脅かしかねない親子上場などには相応の説明責任を求め、市場全体の魅力向上につなげる。

情報開示の拡充は、上場子会社や上場関連会社を持つ親会社・大株主側と、株式を持たれている子会社・関連会社側の双方が対象となる。親子上場では、親会社が企業グループとしての利益を優先することで子会社に不利益になるような経営を進めても、子会社の少数株主がその決定を覆すのは難しいなどの問題が指摘されている。

上場各社は取り組み内容を、東証に提出するコーポレート・ガバナンス報告書に記載する。開示は義務ではないが、東証は上場企業への通知文に「(開示事項が)投資判断上重要であり、投資家との対話の出発点となる」と記載して対応を促す。

親会社・大株主側には、子会社や関連会社を持つことになった経緯や、それらの上場を維持しておくことの合理性などの説明を求める。子会社や関連会社の役員の指名プロセスへの関与方針や、役員の選解任議案での議決権行使の考え方なども示すようにする。

子会社・関連会社側には、親会社や大株主が掲げるグループ経営に関する考え方を代わりに説明するよう求める。グループの事業ポートフォリオにおける自社の位置づけを示し、グループ会社間で資金管理をしている場合はその意義の開示を要請する。

少数株主保護のため、自社の意思決定プロセスへの親会社や大株主の関与の有無や内容なども示すようにする。グループ間取引や完全子会社化といった利益相反懸念のある行為を監督する特別委員会を設置している場合、委員の構成や実際の活動状況などを開示するように求める。

東証は親子上場に関する開示要請とあわせて、親会社や個人の支配株主を持つ上場会社で独立社外取締役が果たすべき役割をまとめた通知も出す。独立社外取締役は「少数株主の利益を保護するという重要な責務を負う」と明記し、取締役会や特別委員会での役割などを示す。独立社外取締役が役割を十分に発揮できるよう、取締役会をはじめ会社側にも体制を整備するよう求める。

東証が企業に開示拡充を求める背景には、親子上場自体は減っているものの、持ち分法適用関係にある上場企業はむしろ増えていることがある。東証によると、親子上場に厳しい目が向けられるようになり、上場子会社は22年時点で約260社と4年間で18%減少した。ところが、発行済み株式の20%以上50%未満を保有する大株主(個人株主を除く)を持つ上場会社は22年時点で約960社と、4年間で27%増えた。上場企業間での資本業務提携が増えていることが大きい。

19年にはアスクルの株主総会で社長と独立社外取締役の選任議案に、株式の4割超を握るヤフー(現LINEヤフー)が反対し、否決となった。東証は実質的な支配力を持つ株主がいる上場会社における少数株主保護の枠組みなどを議論するため、20年1月に外部の専門家で作る研究会を立ち上げた。研究会は同年9月に中間整理をまとめて以降、中断していたが、23年1月に再開して議論を進めてきた。研究会では独立社外取締役の実効性を高めるため、選任議案には「マジョリティー・オブ・マイノリティー(MOM)」と呼ぶ手法を採用する案が浮上した。MOMでは利害関係のある大株主を除いた少数株主の過半の賛同が必要になる。こうしたルールを導入には上場制度の見直しが必要になるため、今後東証で論点を整理した後、研究会で改めて議論する。

株主説明責任が問われる事案：自己株TOBを公表したJAE、過去に複数の買収提案

2024年1月29日にNEC保有分(51%)の約半分についてディスカウントでの自己株TOBを発表したJAEに対し、過去に京セラや米投資ファンドKKRなど複数社が買収提案を行っており、中にはTOB価格を上回る価格を示すものもあったと報道

NEC、上場子会社への買収案を複数受領 割安売却に説明責任も (2024年2月14日 ロイター)

NECの上場子会社でコネクター大手の日本航空電子工業(JAE)について、**複数のプライベートエクイティ(PE)ファンドが市場株価を大幅に上回る価格での買収提案をNECとJAE両社に示していたことが分かった**。事情を知る関係者5人が明らかにした。

匿名を条件に語った関係者3人によると、少なくともPEファンド3社がJAEの買収をNEC、JAE両社に提案した。**買収価格は最高で1株4,000円前後だったといい、JAEによる自己株TOBの買い付け価格2,605円を5割超上回る**。

JAEによるTOBの期間は1月30日から2月28日までで、発行済株式総数の**最大約28%を発表前の終値から14%割安な価格で買い付ける**。

関係者によると、少なくとも1社は、価格だけでなく買収後の経営戦略の詳細など、具体的な内容を盛り込み、書面で提出した。こうした買収提案がNECやJAEの社内でのどのように議論されたかは分かっていない。M&A(企業の買収・合併)市場の活性化を目的に**経済産業省が昨年8月に策定した「企業買収における行動指針」では、具体性のある真摯な買収提案を受領した場合は、真摯に検討されるべき**としている。

早稲田大学大学院経営管理研究科の鈴木一功教授は、**高値でJAE株を売却する選択肢が存在したのであれば、NECの一般株主は得られたはずの利益を逸失するほか、JAEの株主にとっても自己株TOBの発表が株価が下落につながったと指摘**、「今回の取引ではJAEの経営陣以外は誰も幸せにならない」と話す。

鈴木教授によると、日本では自己株公開買い付けに応じる際に他の選択肢を検討したかといった開示は義務付けられていないが、経営権の譲渡を伴う自己株買い付けの場合は、何らかの開示ルールが必要なのではないかという。その上で、「**本件に不満な親会社の株主は、株主総会での取締役選任議案への反対や株主代表訴訟で責任を追及することになるだろう**」との見方を示した。

日本航空電子の自社株買い、発表前に価格優位の買収案が存在 - 関係者 (2024年2月15日 ロイター)

JAEが発表したTOB価格は1株2605円。一方、買収提案の中にはこれを上回る価格を示すものもあったという。ブルームバーグの取材に対し、複数の関係者が匿名を条件に明らかにした。同関係者らによると、**これまでJAEには京セラや米投資ファンドKKRなど複数社が買収提案を行っていた**。

オアシス、NECの応募差し止めを申し立て 航空電子の自社株買い(2024年2月26日 ロイター)

JAEが親会社のNECから株式を買い戻すために実施している自己株式の公開買い付け(TOB)について、香港の投資ファンドの**オアシス・マネジメントは26日、NECによる応募を差し止める仮処分を東京地裁に申し立てたことを明らかにした**。申し立ては20日付。

オアシスは申し立ての中で、**NECの取締役会がJAEの株式を高価格で売却する機会を放棄したとして、株主に対する善管注意義務に違反すると主張している**。

オアシスによると、同ファンドはNEC株を300万株以上保有。**オアシスは1月30日付でNECに書簡を送り、1株3,000円でJAE株を買い取ることを提案したことも明らかにした**。

東京地裁、オアシスによる仮処分申立却下 - NECのTOB応募で(2024年2月27日 ロイター)

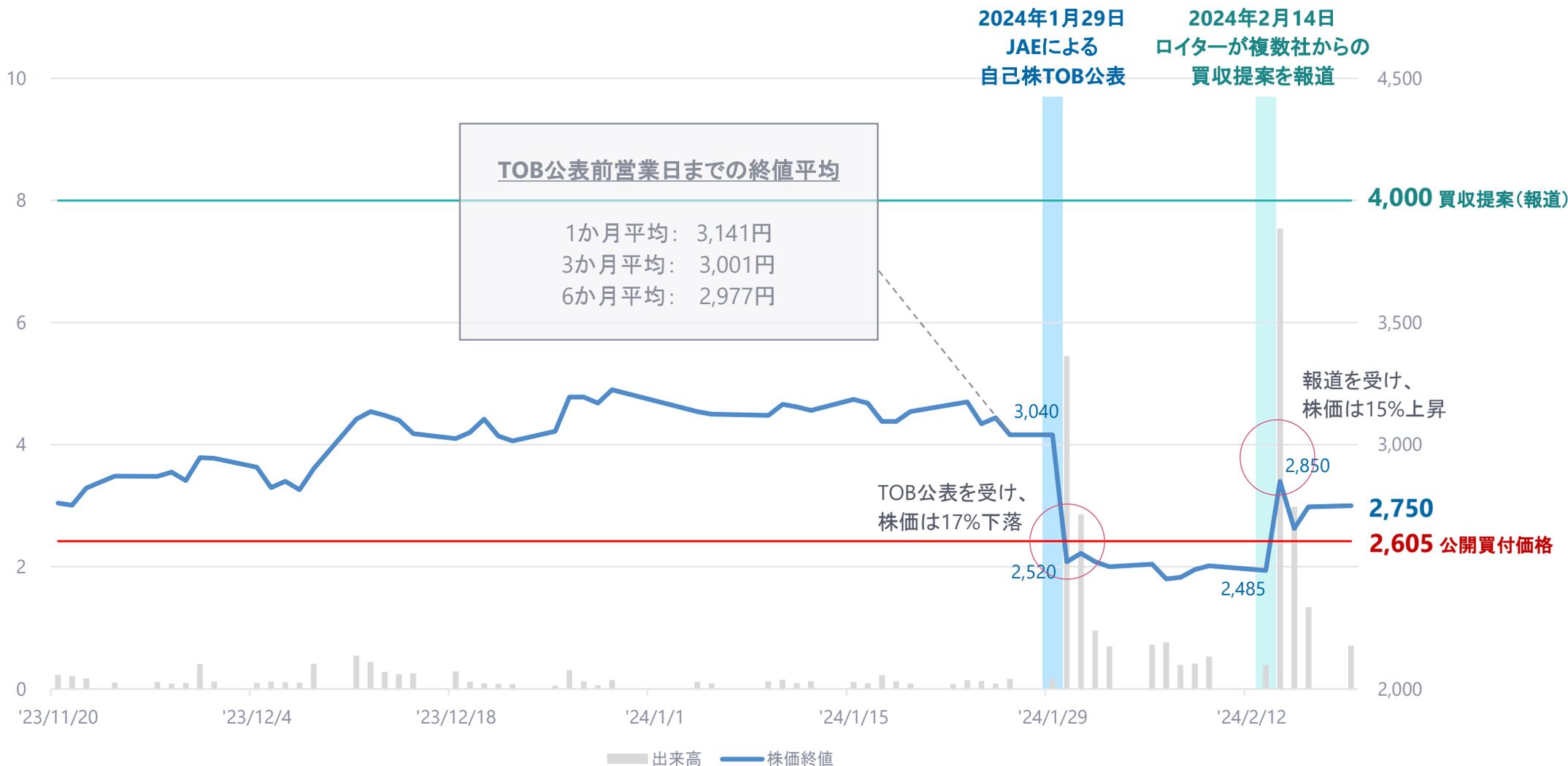
JAEが実施中の自己株TOBへのNECの応募を差し止めようと、香港のヘッジファンド、オアシス・マネジメントが求めた仮処分の申し立てについて、東京地方裁判所が却下したことが、27日分かった。NECの広報担当者が明らかにした。

株主説明責任が問われる事案：JAEの株価・出来高推移

ディスカウントでの自己株TOB公表を受け下落していた株価は、2月14日のロイター通信の報道を受け一時前日比20%高と急騰。最終的な終値は前日比15%高で着地

(出来高:百万株)

(株価:円)



出所: Capital IQ、公開情報、各種報道

Memo

留意事項

本プレゼンテーションは、フーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」又は「弊社」という。)が貴社(以下「貴社」又は「受領者」という。)の為に、貴社内部限りの利用を前提として作成したものです。本プレゼンテーションは、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的として作成されたものであり、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利も受領者に付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、弊社による口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。弊社の事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

弊社は、公共の情報源から入手した情報、その他弊社が独自に入手・検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし作成されたものであり、当該情報は、受領者が本取引を進めるか否かを評価するために必要とする可能性のあるすべての情報を含むとは限りません。フーリハン・ローキーならびにその役員、取締役、従業員、代理人および関係者は、本プレゼンテーションに含まれる情報(将来の予測、事業の推測、見込みまたは利益に関する成果または合理性を含む。)または受領者もしくはそのアドバイザーに対して書面もしくは口頭で提供されるその他一切の情報の正確性、完全性、クオリティ、妥当性または適切性に関し、現在または将来において、明示的にも黙示的にも表明または保証を行わず、義務または責任を負わず、かつ、それらの一切の責任は明示的に免責されます。本プレゼンテーションに含まれる一切の情報に関し、フーリハン・ローキーは独自の検証を行っていません。

本プレゼンテーションの内容は、法律、税務、規制、会計または投資に関する助言または勧告として解釈してはならないものとします。いかなる受領者も、本取引に関する法的事項その他の関連事項に関し、独自のカウンセル、税務アドバイザーおよび財務アドバイザーと相談すべきです。本プレゼンテーションは、すべての情報を網羅することを意図しておらず、また、貴社が必要とする可能性のあるすべての情報を含むことを意図していません。



Houlihan
Lokey

フーリハン・ローキー株式会社
〒100-6230 東京都千代田区丸の内 1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス丸の内30階
+81 3 6212 7100

CORPORATE FINANCE
FINANCIAL RESTRUCTURING
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY

HL.com