

# 基礎研 レポート

## ベネフィット・ワンの二段階買収 第一生命 HD による完全子会社化

保険研究部 専務取締役研究理事 松澤 登  
(03)3512-1866 matuzawa@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

ベネフィット・ワン株式会社（以下、ベネ社）は福利厚生代行サービス事業を行う会社であり、その株式は東京証券取引所プライム市場に上場されていた。ただし、その株主の過半(51.16%)は株式会社パソナグループ（以下、パソナ）に保有されていた。

2023年11月14日、エムスリー株式会社（以下、エムスリー）がプレスリリースを発出した。それによると、エムスリーは翌日15日よりベネ社の株式について公開買付けを開始するとしており<sup>1</sup>、パソナはこの公開買付けにパソナ所有の全株式を応募する予定であることが公表された。また、公開買付けの対象となるベネ社（対象者）は、当該公開買付けに関して賛同意見を表明したが、株主に応募するかどうかは株主自身の判断にゆだねるとの意見を表明していた。

ところが、パソナがベネ社の株式を手放す意向を知った第一生命ホールディングス（以下、第一生命 HD）は、2024年2月8日、同社がベネ社に対する公開買付けを開始すると公表した<sup>2</sup>。折衝の結果、ベネ社は第一生命 HD の公開買付けに賛同意見を表明し、ベネ社の株主に対して公開買付けへの応募を推奨した。他方、ベネ社はエムスリーの公開買付けへの賛同および株主への応募推奨については意見を留保することとした。なお、パソナは第一生命 HD の公開買付けへ応募するのではなく、公開買付け終了後に、ベネ社がパソナの所有する株式を自己株取得する方式をとることとされた。

本稿では、公開買付け手続きの進行中に、対抗する公開買付けが開始された事例として貴重であるとともに、第一生命 HD がベネ社を完全子会社化するものになっていることから、その概要を解説し、かつ法的問題、特に公開買付け価格決定の側面から整理するものである。

なお、保険業法上、保険持株会社である第一生命 HD が福利厚生サービス提供会社を子会社化できる

<sup>1</sup> エムスリー株式会社のプレスリリース

[https://corporate.m3.com/assets.ctfassets.net/1pwj74sivwcy/5LE6fYmDnHEb6E7bPqvMss/8c0aaa25357eedf7f95eaae67b0dfc67/20231114\\_Public\\_J.pdf](https://corporate.m3.com/assets.ctfassets.net/1pwj74sivwcy/5LE6fYmDnHEb6E7bPqvMss/8c0aaa25357eedf7f95eaae67b0dfc67/20231114_Public_J.pdf) 参照。

<sup>2</sup> 第一生命 HD プレスリリース [https://www.dai-ichi-life-hd.com/newsroom/newsrelease/2023/pdf/index\\_035.pdf](https://www.dai-ichi-life-hd.com/newsroom/newsrelease/2023/pdf/index_035.pdf) 参照。

(保険業法 271 条の 22 項 12 号イ、施行規則 210 条の 7 第 2 項 1 号) こととされているので、保険業法上の問題はない。ただし、子会社化にあたっては内閣総理大臣（実際には金融庁長官）に事前届け出を行う必要がある（保険業法 271 条の 32 第 2 項 3 号）。

## 2—エムスリーの公開買付け

### 1 | エムスリーの公開買付けの意図

エムスリーは、医療従事者を対象とした医療ポータルサイト「m3.com」のサービスを事業内容とする会社である。エムスリーはその事業上の必要性からベネ社を連結子会社化することを目的としていた。ベネ社には議決権の 50% 超を所有する親会社であるパソナがいることから、パソナから株式を譲渡してもらうことを検討した。パソナも自社グループの事業再編の観点からベネ社株式を譲渡することを検討しており、エムスリーとパソナの両社の意図が合致した。

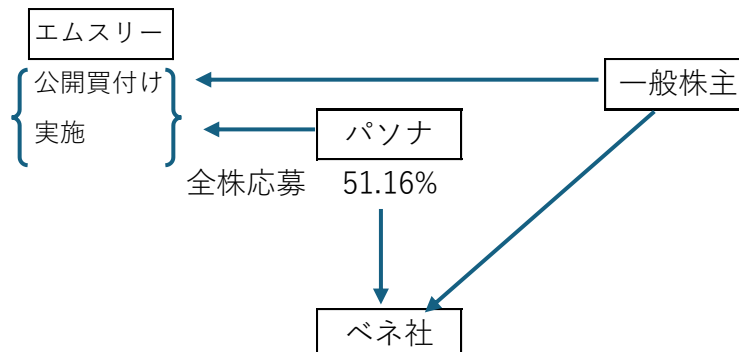
ところで、パソナの所有する 51.16% の株式を相対で譲渡してもらうには、公開買付けの方法によらなければならない。すなわち、有価証券報告書を提出しなければならない会社（≡ 上場会社）において、著しく少数の者 (60 日間で 10 名以下) から 市場外取引によって 買付け等を行い、その結果、買付け者の株券等所有割合が 3 分の 1 超となる場合には、公開買付けの方法によらなければならない（いわゆる 3 分の 1 ルール、金融商品取引法（以下、金商法）27 条 1 項 2 号）に該当するからである。公開買付けが強制されるのは、特定の株主が会社の支配権を獲得（この場合は支配権の移動）することで、一般株主が不利益を受けることを防止するとともに、適切な情報開示を行い、一般株主にも公平な売却の機会を確保することを通じて株主間の平等を図ることにある。

公開買付けを回避するために、市場内での取引が考えられないわけではない。しかし、全体の過半数の株式を市場内で取引するとすれば、株価に大きすぎる影響を及ぼすこととなり、現実的ではない。

### 2 | エムスリーの公開買付けの手順

エムスリーによる公開買付けは図表 1 のようなものである。

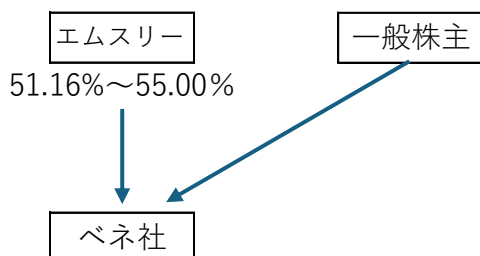
【図表 1】 エムスリーによる公開買付けの実施



公開買付けの手順としては、公開買付者が、買付け価格、買付け予定株式数、買付け期間などを示した公開買付開始公告を行う（法 27 条の 3 第 1 項）とともに公開買付届出書の内閣総理大臣（実際に

は関東財務局長)あてへの届出(同条2項)を行う。買付け期間中に買付け等に応じるとの申し出のあった株主から株券等の買付等を行うという流れで行われる。本件で公開買付けが行われると、親会社がパソナからエムスリーに代わる。ただし、公開買付けに応じなかった、あるいは応じたが按分で買い付けられた場合(後述)いずれであっても、一般株主が残存し、結果的には図表2のような株主構成になることが想定されていた。

【図表2】エムスリーの公開買付けの結果(想定されていた形)



ところでエムスリーの公開買付けの価格は1600円であり、最初にエムスリーからパソナに提案があった買付け予定価格である1400円(これは当時の前日終値価格に約43%のプレミアムを見込んだもの)から交渉によってさらに引き上げられたものである。この価格についてパソナが了解したため公開買付けが開始された。なお、公開買付け対象者であるベネ社は、上場廃止になるような公開買付けではないことなどの理由から独自に価格算定は行っていない。ベネ社は当該公開買付けに賛同意見を出したが、株主が応募するかどうかについては意見を保留していた。エムスリーの目的はあくまでパソナの保有株式を取得することであって、非上場化することもないので、一般株主からの買付けへの応募があるかどうかは本件公開買付けの成否に影響を及ぼさないためであろう。

公開買付け予定株式数は予定数の下限をパソナが保有する株式数(所有割合51.16%)とし、条件を所有割合55.00%に該当する予定数とした。パソナは全株式を応募するが、他の株主が応募して上限を超えたときには按分で買付けを行うことになる。

公開買付け期間は2023年11月15日から2023年12月13日までであったが、これは公開買付けで認められる最低期間(20営業日)であった。これは上記の通り、上場が継続されるためであろう。

### 3— 第一生命HDによる公開買付け

#### 1 | 第一生命HDの提案を受けた折衝

第一生命HDは2023年12月5日にベネ社およびパソナに対して、買付け等の基準となる一株当たりの株式の基準価値<sup>3</sup>をエムスリーの公開買付け価格1600円を越える1800円(最終的には1842円)とすることを提案する意向表明書を提出した。これを受け、パソナは第一生命HDの提案内容を精査するとともに、条件について第一生命HDと協議・交渉を行った。パソナはあわせてエムスリーとも条件

<sup>3</sup> ここで株式の基準価値とあるのは、第一生命HDの一般株主に対する公開買付け価格である2173円、パソナへのベネ社自己株式取得価格1526円の算定基準となる価値という意味である。

変更の可能性等について協議を行った。それぞれの協議結果を踏まえ、第一生命 HD の提案に経済合理性があり、パソナの企業価値向上に資するとして、2024 年 2 月 8 日第一生命 HD の提案に合意するに至った<sup>4</sup>。

## 2 | 第一生命 HD の公開買付けスキームの概要

第一生命 HD は、エムスリーとは異なり、ベネ社を完全子会社化することを目的としている。完全子会社化する意味合いについて第一生命 HD は、そのプレスリリースで「少数株主の利益を考慮し、短期的な株価への影響等を考慮した結果、中長期的な事業戦略に経営資源を配分することや、少数株主の利益を図りつつ迅速かつ柔軟な意思決定を行うことが必ずしも容易ではなくなる可能性がある」と説明している。

このように完全子会社化することを目的とする場合には、いわゆる二段階買収という手段が取られる。まず、公開買付け者は、公開買付け手続を実施し、大株主となる。その後、株式併合を行うことを通じて公開買付けに応募しなかった一般株主は、一株未満の株式を保有することになる(端株主)。そして端株主となった少数株主を締め出す(スクイーズアウト)というものである。

ただ、単純な二段階買収ではなく、ひと工夫がある。それはパソナの所有する株式については、公開買付けに応じず、株式併合後にベネ社が自己株式取得することで、株主として退出するという方法をとることである。この方法をとることによって、パソナはみなし配当の益金不算入の特例を受けられ、そしてこの税効果部分については一般株主の買付け価格に反映させることとした。

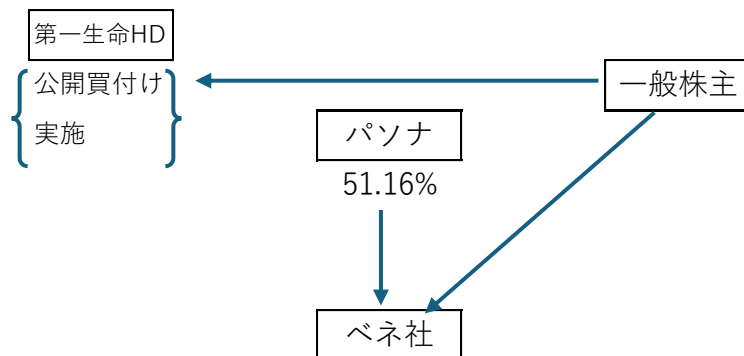
すなわち、この取引のポイントはパソナの所有株式についてベネ社が自己株取得することでパソナが税制メリットを享受し、その税制メリット分を公開買付けに応募した一般株主に還元することで株主の受領する株式対価をあげることにある。

## 4— 第一生命 HD による完全子会社化の流れ

### 1 | 第一生命 HD の公開買付け

第一生命 HD はまず、パソナを除く一般株主に対して公開買付けを行う(図表 3)。

【図表 3】 第一生命 HD の公開買付け



<sup>4</sup> パソナグループプレスリリース

<https://www.pasonagroup.co.jp/LinkClick.aspx?fileticket=o93EYocia9U%3d&tabid=100&mid=460> 参照。

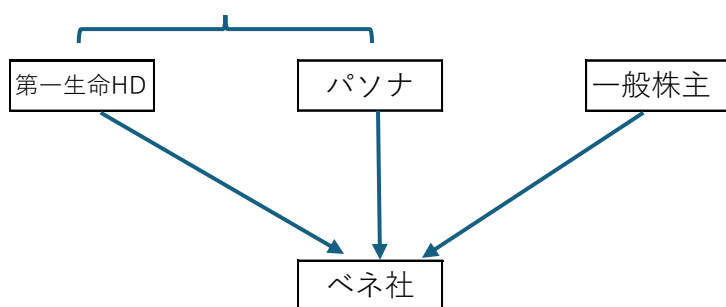
公開買付けを行う根拠は、上述のエムスリーのところで述べたところとは異なる。すなわち、有価証券報告書を提出しなければならない会社において、多数の者(60日間で10名超)から市場外取引によって買付け等を行い、その結果、買付け者の株券等所有割合が5%超となる場合に該当する(金商法27条の2第1項1号)。この買付け価格は2173円とされている。エムスリーの買付け価格よりだいぶ高いが、これは上述の通り、パソナが税制メリットを受ける分を活用して、一般株主の株式譲渡対価と、パソナが受ける自社株買い取り対価を同等にすることによってもたらされるものである。

ところで第一生命HDは買付け予定数の下限を設けている。それは所有割合15.44%とされている。これは公開買付けに応じないパソナの所有する51.16%と合算して、66.60%を確保するためである。公開買付けの次に実施する株式併合を株主総会で可決するには特別決議による必要がある(会社法309条2項4号)。

特別決議とは議決権を行使できる株主の議決権の過半数を有する株主が株主総会に出席し(委任状や議決権行使書面等でも可)、出席した当該株主の議決権の3分の2以上にあたる賛成により成立する(会社法309条1項)。つまり第一生命HDは株式併合を確実に行う<sup>5</sup>ことができる株式を最低でも買付けることを企図している(図表4)。

【図表4】公開買付け後の株主構成

第一生命HDとパソナで3分の2以上



なお、第一生命HDは、2024年3月12日のプレスリリースで、37.41%の株式の応募があり、公開買付けが成立したことを公表している<sup>6</sup>。

## 2 | ベネ社の株式併合

第一生命HDのベネ社買収はいわゆる二段階買収であるが、二段階目では一般株主を締め出し(スクイズアウト)する。この手続には株式併合という手続が利用される。株式の併合とは複数の株式(たとえば10株)をあわせて、それより少数の株式(たとえば1株)とするものである(会社法180条)。

第一生命HDによる買収ののち、一般株主の所有する株式すべてが1株未満になる(つまり端株)ように株式を併合する。株式併合は、上述の通り、株主総会の特別決議により成立する。端株は端株の

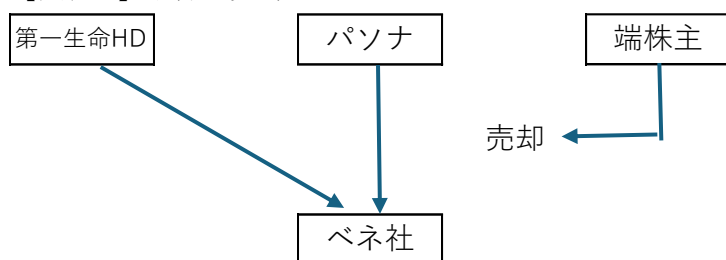
<sup>5</sup> 本来なら66.67%必要であるが、一般株主全員が株主総会に出席することも考えにくく、そこまで厳密にしていないものと思われる。

<sup>6</sup> [https://www.dai-ichi-life-hd.com/newsroom/newsrelease/2023/pdf/index\\_046.pdf](https://www.dai-ichi-life-hd.com/newsroom/newsrelease/2023/pdf/index_046.pdf) 参照。

合計数に相当する数の株式を競売または会社等（本件では第一生命HDであろう）が買い取り、それらにより得られた売得金を一般株主（ここでは端株主）に分配をする（会社法 235 条）ことによって、端株主全員をスクイズアウトする。その際の分配価格は、公開買付けに応じたとした場合と同一の価格（株式併合前の 1 株当たり 2173 円）に相当する金額となる。

一般株主は株式併合が法令・定款違反の場合に差し止めを請求することができる（会社法 182 条 3）が、より重要なのは反対株主の株式買取請求（会社法 182 条の 4）であろう。つまり、第一生命HDの提示する価格が不当に安いと考える株主は、株式併合を決議する株主総会で反対することを事前に通知し、かつ総会で実際に反対をした場合において、ベネ社に公正な価格で買い取りを請求することができる。

【図表 5】 端株の売却

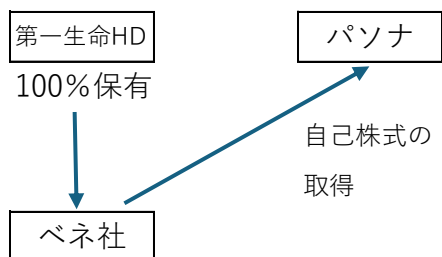


### 3 | パソナ所有株式の自己株式取得

最後の手続としては、パソナの所有するベネ社株式をベネ社が自己株式として取得するというものである。この手続は会社（ベネ社）と株主（パソナ）との合意により、ベネ社が取得するもので、特定の株主（パソナ）から株式を取得するものであるため、株主総会での決議を要する（会社法 160 条 1 項）。これは特別決議事項である（会社法 309 条 2 項 2 号）。ただし、利害関係者であるパソナは議決権を有しない（会社法 160 条 4 項）ため、第一生命HD 単独の賛成により決議は成立する。これによりベネ社は第一生命HD の完全子会社となる。

なお、自己株式の取得のための原資については、ベネ社が減資を行うことと、第一生命HD からの資金提供によって賄われる。ここで第一生命HD の資金の拠出方法を明示していないが、自己株式取得の原資にできない増資ではなく、貸付金の形式を取るものと考えられる。

【図表 6】 パソナ所有株式の自己株式取得



ところで自己株式の取得により支払われる金銭のうち、取得に係る株式の比率に応じた資本金の額を超える部分は税制上、剰余金の配当とみなされることになっている。ただし、パソナはベネ社株式

を 51.16% 所有している<sup>7</sup>ため、このみなし配当について 100% 益金不算入となっている<sup>8</sup>。  
この自己株式取得の価格は 1526 円とされている。

## 5 ― 検討

### 1 | 問題の所在

エムスリーの公開買付けと第一生命 HD の公開買付けの相違点は、前者は親会社が変わることだけを目的としており、上場も維持する予定であった。これに対し、後者は一般株主をすべてスクイーズアウトして非上場とし、第一生命 HD の完全子会社化とするものである。前者は、親会社であるパソナの株式を買収することを主要目的とするスキームであって、一般株主の地位は原則として変わらず、影響が軽微である。他方、後者では一般株主は株主という地位を金銭給付と交換に失うことになる。

第一生命 HD のスキームでは、一般株主がスクイーズアウトされることを止める手段はない<sup>9</sup>ので、公開買付け価格（＝株式分割時の端株買取価格）において買い取られる株式の対価が不公正なものではないかが唯一の論点となる。ただし、どの程度の価格であれば公正であるのか、一義的に決定する基準はない。

また、公開買付者（第一生命 HD）と一般株主とは、公開買付けの取引条件（価格）の設定をめぐって利益相反関係にある。そこで、取引条件決定に至る手順が公正であることをもって、公開買付け価格の公正さを担保するのが原則となっている。

### 2 | 公正な M&A の在り方に関する指針

取引条件決定に至る手順が公正かどうかについて参考にできるものとして、経済産業省が 2019 年に公表した「公正な M&A の在り方に関する指針」<sup>10</sup>（以下、指針）がある。これは経営陣が会社を買収する MBO（Management Buy Out）と支配株主が完全子会社化する際の指針を策定したものである。第一生命 HD のケースでは、第一生命 HD は支配株主ではないが、親会社であるパソナと合意の上、パソナに代わってベネ社を完全子会社化するのであるから、考え方としてはほぼ同じものと考えてよいと思われる。

指針では、取引条件の公正担保措置として、以下をあげる。

- (1) 独立した特別委員会の設置
- (2) 外部専門家の独立した専門的助言等の取得
- (3) 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケットチェック）
- (4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定

<sup>7</sup> 正確には 3 分の 1 超 100% 未満の会社に適用されるルールである。

<sup>8</sup> 仮に株式購入のために負債を負っていた場合はその利子相当分は益金不算入額から控除（＝課税される）となる。

<sup>9</sup> スクイーズアウトに使われる株式分割が違法・定款違反であって、一般株主が不利益を被るのであれば、差止を請求できる（会社法 182 条の 3）が、リーガルアドバイザーもついていることから、違法・定款違反は考えにくい。

<sup>10</sup> 経産省「公正な M&A の在り方に関する指針」

[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf) 参照。また 2023 年には対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ独立の立場で M&A に対応する場合の行動指針として、「企業買収における行動指針」<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf> を公表している。

- (5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上
- (6) 強圧性の排除

### 3 | 指針に照らした第一生命 HD の完全子会社化

以下では、指針の各項目に照らして第一生命 HD の完全子会社化（以下、本件子会社化）について検討を行う。

- (1) 独立した特別委員会の設置 これは対象者（ベネ社）による独立した特別委員会の設置に関するものである。特別委員会は、中立的な立場ではなく、対象者と一般株主の利益を図る立場に立って行動することが期待される組織である。ベネ社はエムスリーからの買収提案時に、社外取締役（監査等委員）である3名からなる特別委員会を設置している。指針でも株主総会で選任され、株主から直接責任追及を受けうるなどの理由で社外取締役が特別委員会の構成員になることが最も適切であるとしている。

指針では、特別委員会が取引条件の交渉過程に実質的に関与することが望ましいとされているが、ニュースリリースでは第一生命 HD との折衝において積極的な役割を担っていたとのことである。実際に第一生命 HD の間で価格折衝が特別委員会の関与のもと数度にわたって行われており、この観点からは本件子会社化には公正な手続が行われていると言ってよい。

- (2) 外部専門家の独立した専門的助言等の取得 指針では、法務アドバイザーからの助言を取得し、かつ第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得に基づいて対象会社の取締役会または特別委員会により判断することが望ましいとする。特別委員会は必ずしも企業価値について専門性を有するわけではなく、経験と専門知識のある機関の助言が必要なためである。

本件子会社化にあたっては、対象会社が大手法律事務所からの助言を得ている。また、公開買付者（第一生命 HD）、エムスリー、パソナおよび対象者のいずれからも独立した立場にある大手証券会社から株式価値算定書を取得し、株価算定に基礎にしている。

なお、指針では第三者評価機関等が、合意された取引条件が当時会社や一般株主にとって公正であるとの意見を表明する「フェアネス・オピニオン」を取得することが、利益相反や情報の非対称性の問題に対処するのに有効であるとしている。しかし、本件子会社化においては、株式価値算定書に公正さを疑う余地がなく、かつ各種の利益相反回避措置を採用していることから、「フェアネス・オピニオン」は取得していないとのことである。

- (3) 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケットチェック）マーケットチェックは他の潜在的な買収者によって対抗的な買収提案を行われる機会を確保することをいう。一般株主にとってより魅力的な買収提案が可能であるならば、そちらを選択できることで公正さを確保するものである。

そもそも本件子会社化自体が、エムスリーの公開買付けに対するマーケットチェックの結果であると言えよう。本件子会社化に関するマーケットチェックであるが、マーケットチェックは他の買収者が買収を決定できるだけの期間を確保することであり、第一生命 HD は本件子会社化について2023年12月7日付で公開買付け実施予定について公表し、2024年3月11日まで買付けを行うことから、マーケットチェックは確保されているものと考えられる。



- (4) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件 (MOM) の設定 MOM では、M&A の実施に際し、公開買付けに応募することができる株式のうちで過半数を確保できることを公開買付けの成立の要件とすることをあらかじめ表明することをいう。少数派である一般株主のうちでも過半数の賛同が得られていることで価格が適正であるとするものである。本件子会社化においては、公開買付けの成立を不安定にするため、実施しないこととされている。
- (5) 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上 一般株主は買収者ほどの情報を持たないため、情報の非対称性が存在する。したがって法定書類の記載を充実するとともに、任意でも説明を充実することが望ましい。本件子会社化においては法定書類のほか、ニュースリリースの形でも詳細な説明を行っている。
- (6) 強圧性の排除 強圧性とは公開買付けに応じなかった一般株主が、その後、不利に取り扱われることとなる場合には、実質上、公開買付けに不満があっても応じざるを得ないことになる問題を言う。本件子会社化においては、公開買付けの実施後、株式併合によるスクイズアウトにおける株式の対価が公開買付けに応じた場合と同額となるように設定されており、強圧性の問題が大きいとは言えない。

そして公開買付け価格に不満のある株主は、その後行われる株式併合の株主総会の際に反対を行うことを通じて、公正な価格で買い取ることを請求することができる(会社法 182 条の 4)。

以上の通り、フェアネス・オピニオンを取得しないことや MOM を実施しないことなど指針が望ましいとする手続をすべて満たしているわけではないが、ニュースリリースを見ると、公開買付け価格の決定に対して、数回やり取りを行い、対象者は特別委員会の関与の下で買取価格を引き上げることに成功している。そうすると全体的にみると公正な手順に従って価格算定が行われたといえるのではないかと考える。

## 6—おわりに

生命保険会社は、個人保険のほか、団体保険を販売している。たとえば、総合福祉団体定期保険といった従業員が一律に加入する保険は会社の福利厚生制度である弔慰金あるいは死亡退職金といった制度を成り立たせる保険商品である。また、団体保険や団体医療保険など従業員個人が加入する保険も福利厚生制度の一つである。

ベネ社は福利厚生サービスを提供する会社であるところ、第一生命 HD の完全子会社化することにはさまざまな見方がある。第一生命の大きな顧客基盤や販売組織をベネ社が利用できるのはメリットだが、保険会社とは独立したパソナの子会社であれば、他の保険会社とも提携が容易であったはずである。うまく第一生命 HD とベネ社のシナジーが生ずれば成功と言えるだろう。その意味では、ベネ社の新サービスや新規取組、第一生命 HD における福利厚生サービスの保険事業への組み込みがうまくいくかどうかは今後の注目点となろう。