

令和2年6月11日

報道関係者各位

ニチイ学館に質問状、MBOの公正性を問う

在香港の投資会社リム・アドバイザーズ・リミテッド（「リム・アドバイザーズ」）は、株式会社ニチイ学館（「ニチイ学館」）の株主であるファンドを代理して、ニチイ学館の取締役会と特別委員会に書簡を（「質問状」）を送りました。ニチイ学館が2020年5月8日に発表した「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（本通知）と同決定プロセスの公正さを問う内容です。リム・アドバイザーズが算定したニチイ学館株の公正価格は本通知の公開買付価格1500円を60%上回る2400円ですが、要請した期日までの面談がかなわなかったため、質問状を公開させていただきます。

コーポレート・ガバナンスは、政府が打ち出した「アベノミクス」の大黒柱。その白眉が、マネジメント・バイアウト（「MBO」）に光を当てた、経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」（「本指針」）です。「MBOや支配株主による従属会社の買収が公正に行われることは、我が国資本市場に対する国内外からの信頼を確保する上で極めて重要である」と本指針は指摘している通り、取締役会が本指針を遵守することは、企業と株主にとって好ましいだけでなく、日本の国益に関わります。にもかかわらず、本通知は本指針の精神を反映していないのではないか——という問題意識が、質問状を送った背景にあります。

公正さが十分に担保されていない取締役会と特別委員会の意思決定プロセス、新型コロナウイルスが引き起こした社会混乱を巧妙に利用したタイミング、低すぎる公開買付価格と企業価値評価。3つの角度から、質問状は本通知と同プロセスの公正性に疑義を呈しました。質問状では、公開買付けの延長及び少数株主にとって公正な結果を確保するための措置を求めています。

たださえMBOには利益相反が内在しますが、資金提供者が取締役の座にある本件は異例です。取締役10名のうち8名を買い手グループと上席経営陣が占めており、独立取締役は2名だけ。公正性を担保することで、買い手グループが取締役会に影響を与えているのではないかと疑いを払拭するべきですが、本指針が推奨するマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されず、マーケット・チェックもありません、特別委員会に資する独立したアドバイザーも不在で、フェアネス・オピニオンを取得しておりません。

新型コロナウイルスで相場全体が急落していた最中、急ぐ必要があったのでしょうか？ 事業は黒字で拡大中、キャッシュフローも堅調です。複数メディアが、相続対策がMBOの時期を決定する要因になった可能性を示唆し、質問状ではこう書きました。「納税のために株式を現金化する一方で、本公開買付けによる手取金の一部を公開買付者経由で再投資することで事業に対する支配権を維持したいとの創業者親族の思惑により、株価低迷を奇貨としてMBO案が推し進められてしまったのではないかと当社は懸念しております」

公開買付価格と企業価値評価ですが、事業再構築がMBOの主眼なのに、非公開化後の経営改革による収益改善を本通知では確認できませんでした。情報開示して頂きたい所存ですが、経営改善の価値が生じないのであれば、そもそも非公開化する意味がありません。MBOで用いたレバレッジド・バイアウトによる分析も確認できませんでした。同手法で分析すると、公開買付者の内部収益率（IRR）は4-5年間で46%-57%。経営陣の保守的な予測を前提としてもです。これは、少数株主も享受すべき利益であると考えます。市場分析手法では、新型コロナウイルスに伴う不安感が引き金を引いた相場暴落という特殊事情が反映

されておりませんし、類似会社比較法に引用したサンプルの適格性にも疑問があります。デ
イスカウンテッド・キャッシュ・フローでは、経営陣の保守的な予測が算定の発射台です。

利益相反が内在する MBO。公正性を十分に担保するための措置がなぜ取られなかったの
か？ なぜ十分になされたと判断したのか？ 少数株主の利益より、創業者の親族の利益が
優先されたのではないかとリム・アドバイザーズは懸念しております。アドバイザー兼
第三者評価機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社の立ち
位置も然りで、支払われる報酬に MBO 完了を条件とする成功報酬が含まれています。

リム・アドバイザーズ (<https://www.limadvisors.com/>) は 1995 年設立。20 年以上も前から日
本に投資しております。ニチイ学館に送った質問状の日本語訳は添付の通りです。引用され
る場合は、実際に送信した英文の質問状が優先しますので、PR Times にて配信の英語版を必
ずご参照ください。リリースも英語版を公表しておりますが、日本語版は英語版を一字一句
翻訳したものではありません。

《本リリースに関する問い合わせ先》
ボックスグローバル・ジャパン株式会社
担当: 越田・杉山
TEL: 080-2208-9698/080-2042-2852
メールアドレス:
Minoru.koshida@voxglobalasia.com
rie.sugiyama@voxglobalasia.com

2020年6月3日

日本国東京都千代田区神田駿河台2丁目9番地
株式会社ニチイ学館

**株式会社ニチイ学館の取締役会（「取締役会」）及び
2020年3月10日に設置され取締役会に助言を行う特別委員会（「特別委員会」）**

各位

我々が助言又は管理している、株式会社ニチイ学館（「ニチイ学館」）の株主であるファンド（以下総称して「**LIM Advisors**」又は「**当社**」といいます。）を代理して、貴殿に本書簡をお送りします。当社は香港に拠点を置く投資会社であり、20年超にわたり日本への投資を行っております。本書簡において別段の定義のない限り、本書簡中の用語は、ニチイ学館が2020年5月8日に発表した「**MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ**」¹（「**本通知**」）において付された意味を有するものとします。

ニチイ学館のマネジメント・バイアウトの一環として、2020年5月8日に発表された株式会社BCJ-44（「**公開買付者**」）によるニチイ学館の全普通株式に対する1株当たり1,500円の価格での公開買付け（「**本公開買付け**」）について、申し上げる次第です。

ニチイ学館の事業を当社は高く評価しております。ニチイ学館は、医療関連事業の市場で主導的地位を有するとともに、介護及び保育サービスの分野でも確固たる地位を築いています。日本社会のニーズに対応する重要な社会インフラを提供しているわけです。当社は、当該事業の長期的展望は大変魅力があると考えており、「需要面においては、少子高齢化が進むことで介護及び医療関連事業の市場は今後も拡大していくことが見込まれる」²としたニチイ学館の評価に賛同いたします。

日本及び日本株についても、当社は非常に前向きな見方をしておりますが、特にコーポレート・ガバナンス及び株主還元の強化を含む「アベノミクス」を安倍内閣総理大臣が打ち出しからは、その信念が一層強固になりました。コーポレート・ガバナンス強化策の支柱の一つとなっているのが、マネジメント・バイアウト（「**MBO**」）に光を当てた、日本の経済産業省（「**経産省**」）の「公正なM&Aの在り方に関する指針」³（「**本指針**」）です。「**MBO**」や支配株主による従属会社の買収が公正に行われることは、我が国資本市場に対する国内外からの信頼を確保する上で極めて重要である」と本指針は定めていますが、日本企業の取締役会が本指針を遵守することは、個別の会社とその株主にとって好ましいだけでなく、日本の国益に関わるものでもある——と当社は考えております。

取締役会による本公開買付けの承認と応募推奨を取り巻くガバナンス・プロセスが十分機能していたのか——。残念ながら、ニチイ学館株主としての当社は、懸念を覚えます。当社が注視するのは、以下の点です。

¹ <https://www.nichiigakkan.co.jp/topics/assets/d0cbbd7781eb0465e04b32936d0186d7c891eb13.pdf>

² 本通知6頁

³ 経産省が2019年6月28日に発表した「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—」

- 取締役会が推奨する本公開買付価格が、当社が計算した場合の公正価格である 1 株当たり 2,400 円（本公開買付価格に 60%のプレミアムを加えたもの）を大幅に下回る価格である。
- （ニチイ学館の業務に及ぶ影響が限定的であるにもかかわらず）新型コロナウイルスによる危機が続く中で株価調整が生じた直後に買い付けるというタイミングは、機会主義的。
- 創設者の親族、経営陣及びベインキャピタル（それぞれ取締役を輩出している。）は公開買付者と関係を有しているため、重大な利益相反が生じ得る、又は重大な利益相反と見なされてしまう。
- 取締役会と特別委員会が実施したレビューの過程が、全ての株主に対して公正だったかどうか、懸念が生じている。取締役会及び特別委員会の行動のいくつかは、少数株主を保護するために必要であると当社が考える水準とはかけ離れており、本指針に基づく最良慣行に従った推奨であると当社が考える水準にも到底及ばないのが明らかである。
- MBO のための資金調達パッケージには約 990 億円の借入れが含まれているが、この金額は MBO で提示された株式価値を上回り、同企業価値をわずかに下回る。創設者の親族が保有するニチイ学館株式の一部を公開買付者の持ち分を通じて再取得する場合、買い手グループによる現金拠出がほぼ不要となり得る。これは、公開買付けにおける企業価値の過小評価を明示している。

内在的利益相反及び取締役会の意思決定プロセスに関する懸念

買手グループに創設者の親族、代表取締役社長及びベインキャピタル（それぞれ取締役を輩出している。）が含まれることから、提案されたマネジメント・バイアウトには利益相反が内在します。さらに、経営陣のうち取締役を務める 4 名の上席経営陣は、買手グループに対する忠誠心や、非公開化後にも引き続き事業上の役割を担いたいとの期待又は希望を持っている可能性があります。利益相反は多くの MBO に内在するものですが、資金提供者が既に取締役の座にあるというのは極めて異例のことです。取締役 10 名のうち 8 名の座を買手グループ及び上席経営陣が支配しており、独立取締役は 2 名のみです。4 名の取締役を輩出する買手グループは、取締役会による本公開買付けに関する交渉及び検討には関与しなかったものの、20 年超にわたりニチイ学館に勤務してきた 4 名の上席経営陣は、引き続き取締役としての役割を担ってきました。こうした事情から、取締役会と特別委員会は、取引の公正性を担保したうえに、買手グループが取締役会を支配しているのではないかと疑いを払拭すべく、しっかりと対応し、行動すべきであったと言えます。当社としては、残念ながら、取締役会の意思決定プロセスに関して、いくつかの懸念を抱いております。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の不設定 少数株主が（MBO の）取引条件について満足していることを直接確認できるように、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましい、と本指針は定めています。当社としては、取締役会がこの条件を満たさなかった理由を見出すことができません。本指針の公表後に発表された他の MBO 事例を検索したところ、9 件中 8 件がマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しておりました。マジョリティ・オブ・マイノリティは明らかに市場慣行になったと言え、本件でも同条件を設定しなかった理由を当社は理解できません。コーポレートガバナンス・コードの基本原則 1 が定めている平等な扱いを少数株主が受けているのかどうか、当社は懸念を持っております。

「マーケット・チェック」の不実施 本指針は、公正性を担保するための価格算定の仕組みとして、取締役会が「マーケット・チェック」を実施することが望ましいとしています。本件

では、ニチイ学館によく知られていたことから、ベインが MBO のパートナーとして好ましいとみなされたため、取締役会は（ベインと競う）対抗案を希求していません。これに代えて、ニチイ学館は、対抗提案者が現れる機会を確保するため、間接的マーケット・チェックとして、本公開買付けの期間を最短の 20 日間ではなく、31 日間と発表しました。しかしながら、ソーシャル・ディスタンスが求められ、さらに緊急事態宣言が 5 月 25 日に解除されたばかりという昨今の未曾有の状況においては、対抗提案者がデューデリジェンスや当社との交渉はもちろん、対抗案を検討することすらほぼ不可能です。

特別委員会に資する独立したアドバイザーの不在 本指針は、特別委員会は取締役会とは独立した財務及び法務アドバイザーを持つことが望ましいとしていますが、本件では、このような措置がとられていません。また、特別委員会がニチイ学館のアドバイザーらを独立して利用していたか、独自のアドバイザーを採用する選択肢があったかについても、明らかではありません。このため、本取引の検討において特別委員会がその役割を完全に果たすための権能を十分に保持していたのかという点について、当社は懸念しております。当社は、ニチイ学館が財務アドバイザー兼第三者評価機関としてデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーリー合同会社（「デロイト」）を採用していたこと、及びその報酬に本取引の完了を条件とする成功報酬が含まれることを把握しております。この成功報酬の取決めが対象会社の独立アドバイザーとしての当該財務アドバイザーの中立性を損なうものと当社は考えており、当社が確認したところでは、近年の MBO 案件においては、対象会社に助言する第三者評価機関を採用する際は、その中立性又は独立性を担保するため、報酬を定額又はタイム・チャージ制とするのが一般的となっています。後述しますが、当社は、デロイトの企業価値算定業務は脆弱で、ニチイ学館を著しく過小評価していると考えております。

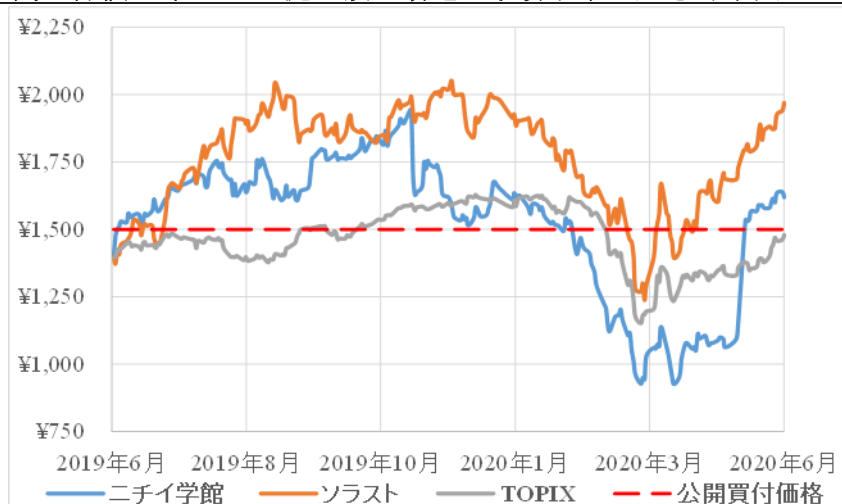
フェアネス・オピニオンの不取得 本指針は、独立アドバイザーから取引の妥当性に関するフェアネス・オピニオンを取得することが望ましいとしていますが、本件の取引においては、重大な利益相反があること、マーケット・チェックを実施していないこと、及びマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定していないことから、取締役会は、定額報酬を支払って、企業価値算定に関するより確固とした独立意見を求めるべきでした。

機会便乗的なタイミング

公開買付者は、少数株主を犠牲とし、新型コロナウイルスに伴う株価低迷を巧みに利用しているように思われます。ニチイ学館も、「現在、日本の市場は新型コロナウイルスの影響下にあるものの、現状では当社の事業価値を著しく棄損させるまでの大きな影響はないと考えられる」⁴と述べています。事業の長期見通しが良好であるため、最近の株価調整が企業価値の変化を反映したものではないと当社は考えており、かかる株価がニチイ学館を非公開化する買付価格を決めるのに適した参考基準とならないことは明らかです。以下の株価チャートは、2 月以降の大幅な株価調整が、市場全体や、ニチイ学館と競合する主な上場会社である株式会社ソラストにおける調整と明らかに連動していることを示しています。

⁴ 本通知 13 頁

1年間の株価チャート⁵ - 提示額は最近の取引水準を大きく下回っている



このような株価低迷の局面にありながら、急いで取引を進める必要性が明らかではありません。ここ数四半期における業績は予測をわずかに下回る程度でしたし、事業は黒字で拡大を続けており、キャッシュフローも堅調です。新聞記事⁶では、相続税の管理が MBO の時期を決定する要因になった可能性があることが示唆されています。先見の明を持たれた創業者の寺田前会長が 2019 年 9 月 28 日に逝去され⁷、我々の理解によれば、日本では通常、被相続人の死去から 10 か月以内、すなわち本件では本年 7 月頃を期限として、相続税の納税義務が生じます。納税のために株式を現金化する一方で、本公開買付けによる手取金の一部を公開買付者経由で再投資することで事業に対する支配権を維持したいとの創設者親族の思惑により、株価低迷を奇貨として MBO 案が推し進められてしまったのではないかと当社は懸念しております。

本通知に記載された公開買付けに至った一連の背景⁸は、会社を低い評価額で非公開化しようとする戦略があったのではないかと疑わせるものです。寺田前会長の逝去後初となる四半期決算を発表した 2019 年 11 月には、介護部門の拠点拡大に伴う費用増加を主な根拠として、年間の業績予想が突然下方修正されました。その後間もない 2019 年 12 月に MBO の協議が始まり、ベインが接触を受けたのはその直後の本年 1 月のことです。ベインがニチイ学館に正式な提案を行ったのは、正に、日本で緊急事態宣言が発表された日のことです。公開買付者が、本公開買付けを支払額が低くなる時期に合わせ、その独自の知識とニチイ学館に対する影響力を巧妙に利用しているのではないかと当社は懸念しております。

評価に関する懸念事項

当社は、一般に用いられる多様な評価法を用いて徹底した分析を行った結果に基づき、**本公開買付価格が、当社が推定する公正価格である 1 株当たり 2,400 円**（本公開買付価格比で 60% 高い）**を大幅に下回る価格であると考えております。**

当社は、第三者評価機関であるデロイトが本株式価値算定報告書において、ニチイ学館を著しく過小評価したと考えております。上述したとおり、デロイトの報酬に MBO 取引の完了

⁵ 出典：Bloomberg（ソラスト及び TOPIX は 2019 年 6 月 2 日付でニチイ学館の株価に基準を変更。）

⁶ フィナンシャル・タイムズ（ベインキャピタルが日本の介護会社を 10 億ドルで買収、2020 年 5 月 9 日）(<https://www.ft.com/content/63b35e8b-b0c4-4652-9f1d-21dd7ca8a2e0>)

⁷ <https://www.nichiigakkan.co.jp/topics/assets/48f3f5b76418449bb972e8ca29a3537d59604b21.pdf>

⁸ 本通知の「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の項

を条件とする成功報酬が含まれているため、当社はデロイトの独立性について懸念を持っております。また、デロイトが本株式価値算定報告書において、完全な支配権を取得する前提でニチイ学館の評価を検討したかも不明です。

評価 - 市場分析

公開買付け発表前の1か月間及び3か月間の平均終値株価は、株価を押し下げた新型コロナウイルスによる影響を大きく受けております。このため、かかる期間を基準として付加したプレミアムの高さを強調する手法は、最近の取引履歴に比して評価が低いことを覆い隠すものであると当社は考えております。当社は以下の点を確認しております。

- 提示価格は、2020年1月初めにベインとの間でMBOに関する協議を開始した時点の1株当たり1,600円台の水準を下回っている。
- 提示価格は、過去1年間の最高値（2019年11月12日の1,911円）を22.5%下回っている。
- 提示価格は、2019年下半期全体の株価水準を下回っている。
- 提示価格は、発表前1年間の終値単純平均（1,512円）を0.8%下回っている。
- 市場分析には、コントロール・プレミアム（経営支配権を取ることで得られる価値）の前提が含まれていない。

日本の近年のMBO事例におけるプレミアムが約39%⁹であるのに対し、特別委員会は、本公開買付け価格を、2020年5月7日までの6ヶ月間の終値単純平均値に8.93%という低いプレミアムを加えたものとするを認めています。これは、2020年2月7日に第3四半期の業績（「**第3四半期決算**」）を発表した後の3ヶ月間で株価が低迷したためと説明されています。また、「このことから、当社第3四半期決算短信公表後の当社株式の（低い）市場株価は、現在の当社の実態をより反映した市場株価とも考えられ¹⁰と補足し、2020年2月7日より前の（高い）株価が、ニチイ学館の現在の価値を適正に反映したものではないことを示唆しています。当社の見立てでは、この分析は不誠実であり、第3四半期決算発表後の株価低迷は、企業価値の縮小によるものではなく、むしろ、i) 第3四半期決算発表の直後から生じた新型コロナウイルスに伴う不安感が引き金を引いた相場暴落、ii) 市場暴落期において短期的な利益見通しが比較的堅調な企業に一時的に投資が集中したこと、iii) 事業改革と看護事業の成長計画が十分に実施されなかったこと、及びiv) 2019年11月12日の第2四半期決算発表後に通期業績予想が修正された以降に、明確に説明された事業戦略が存在しなかったこと一を反映したものと考えます。

第3四半期決算発表から本公開買付けの発表前日までの3ヶ月間における株価の単純平均は、第3四半期決算発表前の終値より26%低い数値となりました。同じ計算式を用いると、（代表的な日本の株価指数である）TOPIXも同様に15%低く、第3四半期決算発表後の株価に対しては、「現在の当社の実態」よりも新型コロナウイルスの方が、はるかに大きな影響を与えたと考えられることを示しています。特別委員会が最近数ヶ月の株価に与えた新型コロナウイルスの悪影響を認識しなかったうえ、新型コロナウイルス流行前の平均株価を考慮に入れなかったことについて、当社は衝撃をもって受けとめております。新型コロナウイルスの影響は甚大ですが一時的な衝撃であり、ニチイ学館の長期見通しにはほぼ影響しないと思われます。一部の教育事業と中国の合弁事業からの撤退を皮切りとして長年持ち越されてきた

⁹ 2019年7月以降に発表されたMBOのプレミアム。これに含まれる取引は、総合メディカルホールディングス（2020年2月5日）、オーデリック（2020年2月4日）、ミヤコ（2020年2月4日）、JEUGIA（2020年1月31日）、豆蔵ホールディングス（2020年1月30日）、フジコー（2019年11月1日）、マイスターエンジニアリング（2019年11月8日）である。

¹⁰ 本通知14頁

改革を2019年1月に開始したことを受けて、2019年のほとんどの期間において、市場は、より長期的なニチイ学館の企業価値を評価し始めており、よって、2019年こそ、ニチイ学館の企業価値を反映した期間となっています。

市場分析法を用いた適正価格を検討するための、より良い指標は、5月8日のMBO発表前の1年間における終値単純平均であったと思われます。本指針の公表以降における近年のMBO事例を検討したところ、1年間の終値平均に上乘せされたプレミアムは、平均42.2%でした。このプレミアムをニチイ学館に適用すると、株式価格は1株当たり¥2,151円となります。

評価 - 類似会社比較法による分析

デロイトが類似会社比較法で評価を行った結果、評価レンジは非常に低くなりました。この評価の基準となったマルチプルは、新型コロナウイルスの影響を受けて、長期的な平均と比べると現在押し下げられています。さらに、デロイトによる類似会社の選定は、事業規模、株式の流動性や業界内の位置づけを問わずに、主に介護部門の会社のサンプルに基づくものであるため、ニチイ学館の真の価値を適切に捉えたものではないと当社は考えております。類似会社6社のうち3社¹¹は、規模がはるかに小さく、流動性が低く、アナリストカバレッジがほとんどない介護会社です。参照したもう一つの類似会社は、ニチイ学館の小規模教育事業とはビジネスモデルが大きく異なる教育事業を展開する会社¹²です。したがって、デロイトが選定した類似会社6社のうち4社が、関連性がなく、かつ、類似会社比較法による結果を人為的に引き下げたと見られます。デロイトの類似会社比較法による評価によれば、EV/LTM EBITDA¹³は6.1x - 7.2xとなり、株式会社ソラスト及び株式会社ツクイのマルチプル（デロイトが作成した本株式価値算定報告書の計算基準日¹⁴におけるマルチプルはそれぞれ15.4x及び7.8x）を大きく下回っています。

ニチイ学館の事業部門はそれぞれ独立しているため、部門間で相乗効果は生じないと思われ、また、ほとんどの類似会社が単一部門に事業を集中していることから、当社は、ニチイ学館の価値を評価するにはサム・オブ・ザ・パーツ（「SOTP」）法がより適切な方法であると考えます。下記的前提条件に基づいてSOTP法による評価を行ったところ、1株当たり1,949円との評価に至りました。¹⁵

- 将来1年間のEV/EBITDA¹⁶に基づく評価（本通知に記載された経営見通しに基づくEBITDA）
- ソラスト社のマルチプルを医療部門の評価に使用。ソラスト社は、医療支援を主たる事業とし（ニチイ学館に続く第2位）、さらに介護事業も行う唯一の類似上場会社です。介護事業は急激に成長していますが、医療事業が未だにその大半の利益をもたらしています。ソラスト社は、医療事業、介護事業の双方で市場シェアがニチイ学館を大きく下回っていますが、生産性向上と明確な戦略の提示により、他社比で相当高め

¹¹ セントケア・ホールディング株式会社、ロングライフホールディング株式会社及び株式会社ユニマット リタイアメント・コミュニティ

¹² 株式会社学研ホールディングス

¹³ デロイトが選定した類似会社の多くにコンセンサス予想がないため、当社はデロイトが行った類似会社比較法による評価がLTM（直近12ヶ月）を基準としたもの想定しており、よって、当社はLTMのマルチプルを参照しております。

¹⁴ 2020年5月7日（デロイトの本株式価値算定報告書における計算基準日）現在

¹⁵ 各事業部門のEBITDA及び将来1年間のEBITDAマルチプルは以下のとおりです。介護：12,900百万円及び8.4x、医療：6,946百万円及び13.8x、保育：568百万円及び11.0x、その他：-2,461百万円及び7.6x

¹⁶ 2020年6月2日現在の類似会社のマルチプル

のマルチプルで取引されています。ニチイ学館の医療事業におけるより低い利益率を反映するため、当社は15%分を割り引きました。(ニチイ学館の市場シェアがより高く、メリハリの利いた効率経営を導入することで利益率が拡大する潜在力を勘案するに、割り引かない、又はソラスト社のマルチプルにプレミアムを上乗せすることも当然考えられます)

- ツクイ社のマルチプルを介護事業の評価に使用。ツクイ社は、ニチイ学館と同等規模の介護事業を展開しています。
- 株式会社 JP ホールディングスを保育部門の評価に使用。JP ホールディングスは、同等規模の保育事業を展開する唯一の上場会社です。ニチイ学館の保育事業の低い利益率を考慮し15%分割り引きました。
- 他の非中核事業は、ニチイ学館のコンセンサス・マルチプルにより評価。
- 全体としてのインプライド・マルチプルは、将来1年間のEV/EBITDAの10.7xとなり、最も近い類似上場会社であるソラスト社(現在の倍率は16.3x)を大きく下回っており、公開買付者には、評価ギャップを埋めるべく改革を行う余地が大いにあります。当社は、SOTP法による評価にコントロール・プレミアムが含まれない点を強調いたします。

本公開買付価格が、EV/LTM EBITDAを8.0xとしてニチイ学館の価値を評価したものである点も指摘したいと思います。これに対し、ニチイ学館に最も近い類似上場会社であるソラスト社は15.4xです。本公開買付価格は、ソラスト社を大幅に下回る倍率でニチイ学館の価値を評価したものであり、その結果、ソラスト社はニチイ学館と比べて収益は3分の1、医療支援の分野における市場シェアがわずかに25%以下(ニチイ学館は50%超)、介護事業もニチイ学館より大幅に小規模であるにもかかわらず、ソラスト社の時価総額と企業価値の方がニチイ学館を上回ることになってしまっている点については、当社は若干道理に合わないと考えております。簡単な戦略によって引き出すことのできる隠れた価値がニチイ学館にあることは明らかです。かかる戦略とは、i) 中核事業である医療、介護及び保育への集中、ii) 生産性及びサービスの質の向上のためのICTを主力とする戦略、iii) 細分化された介護及び保育部門で市場シェアを拡大するためのM&Aを重視するアプローチ、iv) 従業員の定着率及び質を向上させるための人材管理慣行の見直し、といったものです。当社は、カーライル社が主導したソラスト社のMBO及び再上場が、ニチイ学館が価値を引き出すために非公開会社又は公開会社として何ができるかを示す、明確な事例となると考えております。

評価 - ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー (「DCF法」) による分析

デロイトが作成したDCF法による評価は、上席経営陣による3年間の非常に保守的な予測に基づくものです。上述したとおり重大な利益相反があるため、かかる予測に基づくことには問題があると当社は考えております。この予測が保守的すぎると見られるのは、設備投資と営業費用の増加を想定しているにもかかわらず、売り上げがちゃんと恩恵を受けていないためです。非公開化後の経営改革によって期待される収益改善も、この予測は織り込められません。事業再構築を容易にすることが本MBOの目的だった訳ですから、経営陣はこの点を予測に含めるべきだったと当社は考えております。実際に、非公開化後の改善によって生じる価値に関する情報を含めなかったとすれば、取締役会は、ニチイ学館の株主に十分な情報を適切に開示しなかったと言えます。当然ながら、非公開化によって価値が生じないのであれば、そもそも非公開化する意味がありません。

本指針は、i) M&Aを行わなくても実現可能な価値、ii) M&Aを行わなければ実現できない価値、の双方を一般株主は享受すべきであると明示的に定めています。このため、取締役会とデロイトは、MBOを行うことにより実現可能な価値を勘案すべきだったことは明らかです。

DCF 法によるデロイトの評価は、1,316 - 1,779 円と非常に低かったのにもかかわらず、提示価格の 1,500 円は中間値 1,548 円を下回っています。当社は、コンセンサス予想に基づき、（当社が基本シナリオと考える）ベース・ケースについて DCF 法による算定を行いました。その際、長期的な成長加速を考慮しなかったものの、i) 2022 年 3 月に終了する事業年度の開始時に、半年間の売上高に相当する費用を一括計上することで、赤字が続く非中核事業を閉鎖（又は売却）すること、ii) MBO 後の生産性向上を前提として EBITDA マージンを 1.7% 向上させ、ソラスト社の水準に持っていくこと、という 2 つの重要な改革を前提としました（「ベース・ケース」）。当社が DCF 法による算定¹⁷を行ったところ、株式価値は 1 株当たり 2,341 円から 3,084 円となり、デロイトの評価を大きく上回りました。ベース・ケースに基づく予測は、どのようなプライベート・エクイティ会社であっても、非公開化後に完遂すると思われる最低限のものであると当社は考えております。M&A を原動力として市場シェアを拡大するなどして事業成長を加速させることができれば、この評価を大きく上回るようになると思われます。そして、カーライル社によるソラスト社の MBO（2012-2016 年）が成功を収めたことからすれば、ベインがニチイ学館において同等の改革を実現することは十分可能であろうと当社は考えております。

評価 - レバレッジド・バイアウト（「LBO」）

当社は、経営陣の保守的な予測（利益率の上昇又は成長拡大の余地がないとするもの）、過去 3 年間の平均値（9.3x EV/LTM EBITDA マルチプル）に相当するエグジット・マルチプルによる事業売却、及び開示された資金調達構造を用いて、提示価格により示される、公開買付者に対する LBO のリターン推定額を算定しました。その結果、内部収益率（IRR）は 4-5 年間で 46% - 57%¹⁸となりました。当社は、事業に改善が見られないというシナリオの下で、この水準の収益率は高すぎる（はっきり言って、法外です）と考えております。この内在的リターンは、事業改革が利益率の上昇及び／又は成長につながったとすると、公開買付者にさらに驚異的なリターンをもたらすと考えられます。当社は、プライベート・エクイティ投資会社が高いリターンを上げることに異存はありませんが、それは、高いリスクを負いながら事業に意義ある貢献をしたことに対する報酬であるべきものであり、少数株主を犠牲にして実現すべきものではありません。ニチイ学館の事業は（改善の余地はあるものの）非常に安定し、強固であり、また、カーライル社によるソラスト社の非公開化と再上場の事例が実現性の高い先行事例となるため、当社は、今回の MBO が高いリスクを伴うとは考えておりません。

経営陣の保守的な予測が株価算定の適切な発射台になるとは思いませんが、その経営改善ゼロというシナリオの下でベインに対するリターンをより合理的に IRR 20%以下と想定すると、提示価格は、本公開買付価格をなお大きく上回る、1 株当たり 1,850 円となると思われます。プライベート・エクイティの業界、特に資本コストが極めて低い日本では、20% IRR というのは非常に妥当な数値であると当社は見ております。今回のマネジメント・バイアウトにおいて、50%を超える IRR をなぜベインに差し出さなければならぬのか、当社はその理由を見出すことができません。IRR 22%を前提に、当社のベース・ケースにより導き出される提示価格は、1 株当たり 2,850 円となります。

¹⁷ 加重平均資本コスト（WACC）を 5.16% - 6.16%（リース料支払後の資本コストの推定額）、法人税率が 3 年以内に国家水準の 30.9%まで引き下げられ、持続成長率を 0.25% - 0.75%とする。

¹⁸ 経営陣によるロールオーバーをゼロ、ターム・ローンの金利マージンを TIBOR+1.5%、必要最低限預金を 6,000 百万円、スポンサー持分を 10,500 百万円（ベインのスポンサー持分 27,000 百万円から、本取引の資金調達に要する金額を上回る超過資本を差し引く）と仮定。

資金調達構造

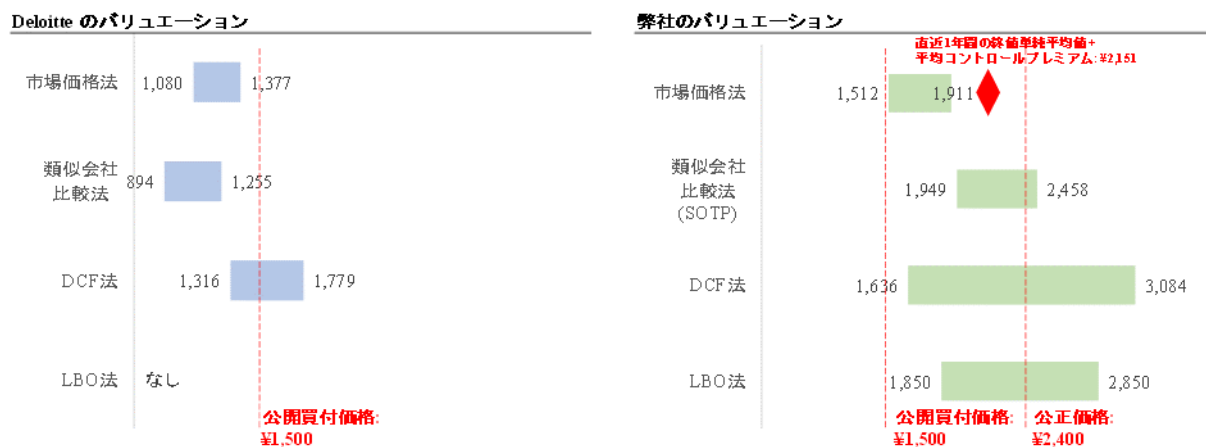
貸付銀行はニチイ学館の事業を非常に信頼し、約 990 億円の融資に同意しています。この融資額は、提示された株式価値を上回り、企業価値¹⁹をわずかに下回るものです。**創業者の親族が、その持分の 15%をロールオーバーすれば、公開買付者は、現金を投資することなく、既存債務のリファイナンスを含めてバイアウトを完了することができます。**これが実現するならば、取締役会にとっては恥ずべき顛末となり、提示価格に見られるニチイ学館の過小評価に、さらに注目が集まることとなります。取締役会は創業者の親族の意図をより明確に把握し、これらの情報を公表すべきであると当社は考えております。

最近の進展

本公開買付け発表後のニチイ学館の株価は、本公開買付価格を上回り、売買高も大きくなっており（発行済株式の 18%以下）、本公開買付価格がニチイ学館を過小評価したものであることを示しています。なお、新型コロナウイルスの懸念が落ち着き始めてきたため、TOPIX は発表後に反発して 9.7%上昇したことに留意を願います。

評価サマリー

デロイトによる評価²⁰と、上述した方法に基づく当社の評価とを比較した表を以下に示します。下表が明確に示すとおり、適正価値は 1 株当たり約 2,400 円です。



当社の株価算定レンジは、下記の基づくものです。

- 市場株価法による分析：
 - 上限：過去 1 年間の高値（2019 年 11 月 12 日の 1,910.8 円）
 - 下限：過去 1 年間の終値単純平均
 - プレミアム調整：上記の過去 1 年間の終値単純平均に平均プレミアムを適用
- 上記のサム・オブ・ザ・パーツ (SOTP) 法²¹を用い、2つのシナリオに基づく将来 1 年間の EBITDA を基準とする、類似会社比較法による評価：
 - 上限：ベース・ケース（コンセンサス）予想
 - 下限：デロイトに提供された経営陣の予測

¹⁹ リースに関するリース債務を含まない。

²⁰ 出典：本通知

²¹ 将来 1 年間の EBITDA に基づく EV/EBITDA マルチプルは 10.7x

- 当社の WACC 推定値を用い、2つのシナリオに基づく DCF 法による評価：
 - 上限：ベース・ケース予想及び最終成長率 0.75%
 - 下限：経営陣がデロイトに提供した事例に基づく予想及び最終成長率 0.25%
- 資金提供者が目標 IRR を十分に実現できる提示価格に基づく LBO の評価：
 - 上限：ベース・ケース予想、混合エグジット EV/LTMEBITDA マルチプル 11.3x²² でエグジット、資金提供者のための IRR は 22%
 - 下限：経営陣の予測ケース、過去 3 年間の平均 EV/LTM EBITDA マルチプル 9.3x でエグジット、資金提供者のための IRR は 20%

上記のように当社とデロイトの評価に大きな乖離があることから、当社は、一般の人々がデロイトの本株式価値算定報告書の内容を精査できるよう、同報告書全文の公開を要求します。

結論

当社は、取締役会による本公開買付けへの応募推奨が満足できるものではなく、公正性を担保するための更なる措置がなぜなされなかったのか、又はなぜ十分になされたと判断されたかについて、有意なる説明が今後必要だと考えております。少数株主の利益より、創業者の親族の利益が優先されたのではないかと当社は懸念しております。当社としては、ニチイ学館のマネジメント・バイアウトに異存はございませんが、見通しの明るい企業への投資を継続する機会を失った少数株主は、適切な補償を受けるべきだと考えます。当社は、ニチイ学館の適正な価値は 2,400 円、すなわち、本公開買付け価格に 60% のプレミアムを加えた価格と考えております。

少数株主にとって公正な結果を確保するため、公開買付けの延長及び以下の対応を試みていただくよう、取締役会にお願い申し上げます。

- 買収の条件を変更し、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件に設定するように要求すること
- 助言を提供し、かつ、フェアネス・オピニオンを述べるため、特別委員会が独自の財務及び法務アドバイザーを採用することを認めること
- デロイトの評価の背景にある前提条件を見直すこと、特に、合理的な組織再編の前提を考慮に入れるため、経営陣の予測について見直しを求めること
- ベイン主導の売手グループによって提示された提示価格について、より公正な価格を交渉すること

当社は、当社の見解についてさらに協議するため、本書簡の日付より 1 週間内にニチイ学館とのミーティングを開催していただくよう要求いたします。

何卒宜しくお願い申し上げます。

²² 各セグメントの EBITDA を基に、ソラスト、ツクイ及び JP ホールディングスのマルチプルを加重平均で算出した混合マルチプル（非中核事業の閉鎖・売却を想定）