



Kaname Capital

2025年2月18日

株式会社プロトコーポレーション  
MBO 特別委員会及び取締役会 御中

Kaname Capital, L.P.  
CIO - Toby Rodes  
Head of Research - 榎野 尚

### 高齢創業者による駆け込み MBO に対する公開質問状

Kaname Capital は 2022 年 9 月以来プロトコーポレーションに投資を行い、現在 8%超の株式を保有する第 2 位の株主です<sup>1</sup>。弊社は国内中古車業界における貴社のメディア及びサービスプラットフォームが持つ優れた競争力に注目しており、また貴社が扱うデータや鑑定情報の重要性は 2023 年以來の中古車業界不正事件によって一層高まっていると考えております。

投資開始以來、弊社は貴社経営陣との対話を通じて事業への理解を深めて参りました。しかしながら、金券ショップ、プロバスケットボールチーム、観光系メディアなどの買収は本業とのシナジー効果を見出しがたく、またトマト農園やハンバーガーショップの運営は上場企業として創業者の公私混同を起こしているように見えます。これらの懸念から、弊社は昨年 5 月の社外取締役との面談以來、貴社社外取締役宛てに 4 回書簡を送付いたしました。しかし、その間にもいちご農園「ヨッシャア駒ヶ根」を買収（2024 年 7 月）するなど経営資源の浪費は繰り返されました。なお、社外取締役とは複数回の建設的な面談機会がありましたが、創業者である横山会長については弊社の再三の要請にも関わらず、いまだ面談は実現しておりません。

これらのやり取りを通じて弊社は、貴社が散逸した事業ポートフォリオを見直し、投資・M&A の規律と全社的なガバナンスを強化するため、「戦略検討委員会」の設置を求めて参りました。その最中の昨年 10 月には元従業員による架空取引が発覚しており、貴社管理体制の弱さと、本業で十分な成長機会を作り出せないことによる組織的な閉塞感が露わとなりました。今回の MBO は架空取引が招いた株価下落の後、昨年 12 月から短期間のうちに進められたものであると開示されており、弊社ではその合理性、手続きの公正性及び価格の適正性にいずれも疑問を持っております。以下ではこれら 3 項目・8 点について、MBO 特別委員会及び取締役会に公開での質問を行います。

貴社 MBO 特別委員会及び取締役会においては、**2月28日午後5時までに**、本質問状への回答を貴社ウェブサイトに掲載する等の方法で、公表いただきますようお願いいたします。

<sup>1</sup> 2024 年 3 月期有価証券報告書及び、それ以後に提出された大量保有報告書に基づく。

## ① MBO の合理性について

(1) 貴社では「中長期的な企業価値向上のため」（意見表明報告書7頁。以下、頁番号は全て同報告書に基づきます。）にMBOを行うとのこと。しかしながら、長年に渡り戦略性に乏しいM&Aと事業撤退を繰り返し、複数の不正事件を起こし、結果として長年競合比で著しく低い株価水準に甘んじることとなった<sup>2</sup>のは現経営陣及び創業者である横山会長の責任だと言えます。そのような経営陣がMBOによって100%の株主となり、外部から監督される機会を失うことが、果たして本当に中長期的な企業価値向上に繋がるのでしょうか。また、横山会長は既に75歳と高齢で、少なくとも取締役・執行役員には一族の後継者はいないように見受けられます。今からMBOを行い、一体どのようにして中長期的視点に基づいた経営ができるのでしょうか。負債調達によるMBOでは相続税圧縮の効果もありますが、それが真の狙いなのではないのでしょうか。取締役会の責任は大株主である創業家に付度することではなく、顧客、従業員、少数株主などあらゆるステークホルダーに対して企業が将来に向けて作り出す価値を最大化し、公平に分配することにあります。貴社の企業価値にとって、そしてIT・メディア業界においてその価値創造の担い手となる従業員にとって、長年上場企業として経営成績を出せなかった高齢創業者によるMBOが合理的な判断である理由をご回答ください。

(2) 弊社が設置を求めていた「戦略検討委員会」については、弊社からの提案以降貴社取締役会で検討・協議を進めていただいております。昨年10月4日時点では、北山社外取締役から、早期立ち上げが望ましく検討を進めているとの見解をメールでご連絡いただきました。「戦略検討委員会」の設置によって事業ポートフォリオを見直し、投資・M&Aの規律と全社的なガバナンスを強化することは、貴社の中長期的な企業価値の向上に繋がるものと考えられます。それにも関わらずMBOを選ぶことは、横山会長が自身の経営責任や失敗を覆い隠すための「逃げ」であると弊社は考えています。貴社には横山会長の「鶴の一言」で物事が決まる悪しき慣習があると見られるところ、MBOは横山会長による独断専横を助長するだけではないのでしょうか。貴社が「戦略検討委員会」の設置を進めなかった理由、また、「戦略検討委員会」による検討を進めるよりも今回のMBOを実施することが貴社の中長期的な企業価値の向上に繋がると判断した理由をご回答ください。

## ② 手続きの公正性について

続いて、MBOに一定の合理性が認められた前提での質問を行います。

(3) 梶浦取締役は「公開買付関連当事者との間に利害関係を有しない」（18頁）ことから特別委員会委員に選任されていますが、横山会長が理事長を務める横山国際奨学財団の創立理事で

---

<sup>2</sup> いずれも弊社2024年6月21日の書簡を参照



あったとのことです<sup>3</sup>。また、2021年度までは奨学金選考委員に名前を連ねていることが確認できます<sup>4</sup>。梶浦取締役の横山国際奨学財団からの報酬受領状況及び、横山会長との間に利害関係を有しないと断定できるのかどうかご回答ください。

(4) 本取引においては「本不応募合意株主において第三者への売却に応じる意思が乏しい」

(23頁) ことを理由に、積極的なマーケット・チェックが行われていません。しかし、貴社プラットフォーム事業の競争力を鑑みれば、たとえ創業家が少数株主として残ったとしても、過半数の株式取得を行いたいと考える事業会社ないしプライベート・エクイティが存在する可能性は高いと言えます<sup>5</sup>。これらの対抗提案を募ることはより高い価格での買収を期待できることから少数株主の利益保護に資するものであることに加え、長年経営に失敗してきた横山会長よりも優れた所有者（ベターオーナー）を発見し、貴社の中長期的な企業価値をより高められる可能性もあります<sup>6</sup>。以上にもかかわらず、なぜ創業家が少数株主として残ることを視野に入れたマーケット・チェックすらも行われなかったのかをご回答ください。

(5) 貴社は、積極的なマーケット・チェックを行わなかった理由として、「情報管理の観点」

(23頁) も挙げています。しかし、この点について言えば、既にMBO実施が公表された現段階においては何らの支障になるものではありません。貴社が今後プライベート・エクイティ等を対象に積極的なマーケット・チェックを行う予定はあるのか、仮に行わないのであればその理由をご回答ください。

(6) MBO特別委員会の委員は「別途の報酬・手当」を支給されず、また「本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は採用されて」いないとのことです(18頁)。しかし、そもそも貴社社外取締役は一人当たりの固定報酬が年間300万円と、わが国上場企業の最頻値とされる600～800万円を著しく下回っており、社外取締役が十分な監督を行うための報酬が支払われているのか疑問があります。一方で、貴社には社外取締役への退職慰労金制度が存在し、これは昨

<sup>3</sup> インタビュー記事「国際ビジネスにおけるベンチャー企業の戦い方と「知的財産権」の捉え方：梶浦雅己教授の見解」経歴欄より <https://livika.jp/21439/>

<sup>4</sup> 公益財団法人横山奨学財団 Web サイトより <https://www.yokoyama-shougakuzaidan.com/jigyo/saiyo/2021/index.html>

<sup>5</sup> 実際に、創業家が少数株主として残ることを前提としてプライベート・エクイティがTOBを実施して非公開化した事例は数多くあります。例えば、2024年1月のベネッセホールディングスのMBO事例では、合計で32.23%の持分を有していた創業家がEQTと共同で同社を非公開化し、EQTと創業者側の出資比率を60:40、議決権比率を50:50に設定して非公開化後の同社の運営を続けるスキームが採用されています。

<sup>6</sup> 例えば、2023年10月の寺岡製作所のMBO事例や、同年11月のジャパンベストレスキューシステムのMBO事例においては、MBOの決定に先立って複数のファンドに接触して提案の募集を行う積極的なマーケット・チェックも行われています。

年の定時株主総会において 59.2%と極めて低い賛成率でした<sup>7</sup>。本件 MBO が成立した場合には、貴社は今年の定時株主総会を迎える前に上場廃止となりますが、社外取締役に対して同様の退職慰労金が支払われるのであれば、それは大株主の意向に付度する誘引を生むこととなります。退職慰労金支払いの予定があるのか否か、また、本件 MBO が成立することによって何らかの加算がされることはあるのかをご回答ください。

### ③ 価格の適正性について

意見表明報告書では架空取引による株価下落と本件 MBO の関連性が否定されていますが、株価は架空取引発覚直前の高値である 1,573 円（昨年 10 月 7 日）から MBO 発表の直前 1,210 円（2 月 3 日）までに 23.08%下落しており、横山会長が自らの経営管理不足で招いた株価下落の直後に MBO を行うのは不誠実と言わざるを得ません。また、弊社が求めていた「戦略検討委員会」の設置を先延ばしにしていたことも、経営改善の期待で株価を上げたくないという意図があったとの懸念を生みます。更に、昨年 12 月 6 日の意向表明からわずか 2 ヶ月足らずで MBO を発表することは、東京証券取引所が今春にも MBO 等に関して企業行動指針を改訂する見込み<sup>8</sup>であることに先回りした邪な意図があることも伺われます。こうした背景から本件 MBO 価格には疑義があり、以下の質問への回答を求めます。

(7) 横山会長らは、「2024 年 12 月上旬」に外部のファイナンシャル・アドバイザーとして三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券及び外部のリーガル・アドバイザーとして TMI 総合法律事務所を選定し、2024 年 12 月 6 日に、貴社に対して意向表明書を提出したとことです。その後デュ・ディリジェンスが実施され、2025 年 1 月 10 日から 2 月 3 日までの間、買付け価格に関する協議・検討が行われました。このような経緯からして、横山会長はアドバイザーの選定からわずか数日で意向表明書を作成して貴社に提出し、その後貴社においても、年末年始を挟んで短期間で集中して検討が行われたことが窺われます。MBO の公表は、第 3 四半期の決算発表にタイミングを合わせたものと考えられますが、横山会長ら及び貴社において、MBO の決定を急ぐべき理由があったのか、特に、第 3 四半期の決算発表までに決定しなければならない何らかの事情があったのか、ご回答ください。

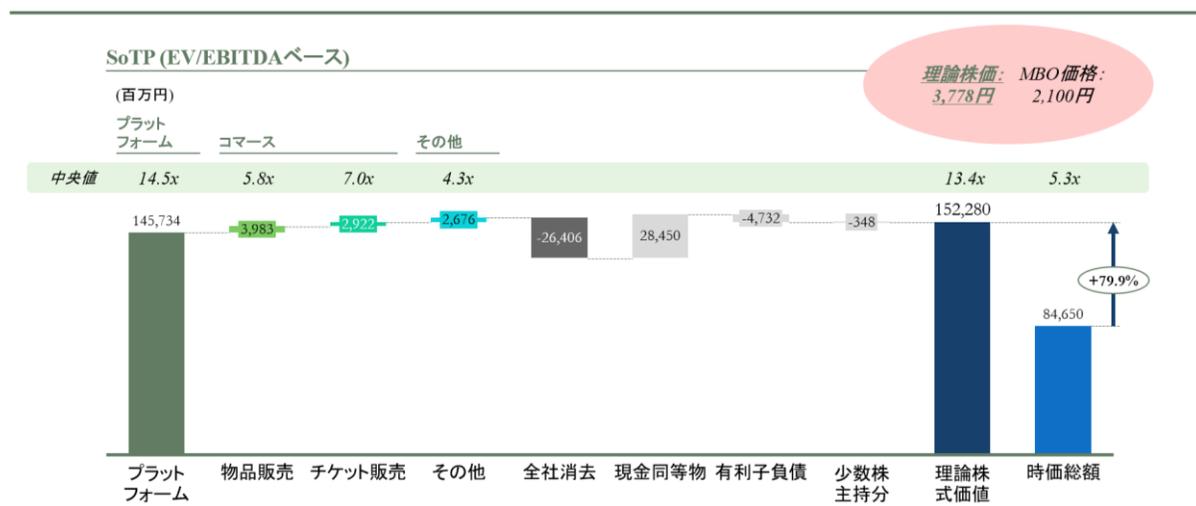
(8) 株式価値算定に当たっては市場株価法と DCF 法が採用されていますが（15 頁）、DCF 法では全社のキャッシュフローに対して割引率と永久成長率を適用しているように見えます。また、今回類似会社比較法は作用されていません。しかし、貴社は高収益かつ安定成長のプラットフォーム事業と、低収益かつハイボラティリティのコマース事業、加えて本業との関連性が

<sup>7</sup>更に、創業家、役員、政策保有株主を除いた一般株主の賛成率はわずか 16%に留まります。弊社 2024 年 8 月 15 日書簡を参照

<sup>8</sup>日本経済新聞「MBO での不当な低価格防ぐ 東証、企業に根拠説明義務」（2025 年 1 月 7 日）

乏しいその他事業を擁するコングロマリット体であり、その株式価値算定においてはサム・オブ・ザ・パーツ分析<sup>9</sup>を行う必要があると考えられます。弊社では図1の通り、現在の収益力<sup>10</sup>を前提にしたとしても理論価値は3,778円と、本件MBO価格2,100円に比べて79.9%の上振れ幅を見込んでいます。本件株式価値算定はプラットフォーム事業をコングロマリットの中に埋没させることにより、過小評価していると言わざるを得ません。また、MBO価格のEV/EBITDA倍率はわずか5.3倍ですが、これは図2に示す通り、「カー用品店」（SPEEDAの業界分類）と同等の水準に過ぎません。これはアセットライトかつ高収益の貴社プラットフォーム事業に対しては明らかに低すぎるマルチプルです。類似企業として「特定サイト」に分類される企業を参照すると、14.5倍の中央値が得られます。また、海外の同業他社を参照すると中央値は16.0倍になります（図3）。貴社は上場企業として適切に経営すればこれだけ高い株式価値を実現できるにも関わらず、横山会長の失敗により長年割安な株価に放置されたばかりか、いま横山会長自らの手によって株主から不当な価格で株式を買い上げようとしています。株式価値算定におけるサム・オブ・ザ・パーツ分析実施の有無及び、実施していないのであれば貴社のようなコングロマリット企業において実施しないことの妥当性をご説明ください。

【図1：サム・オブ・ザ・パーツ分析】

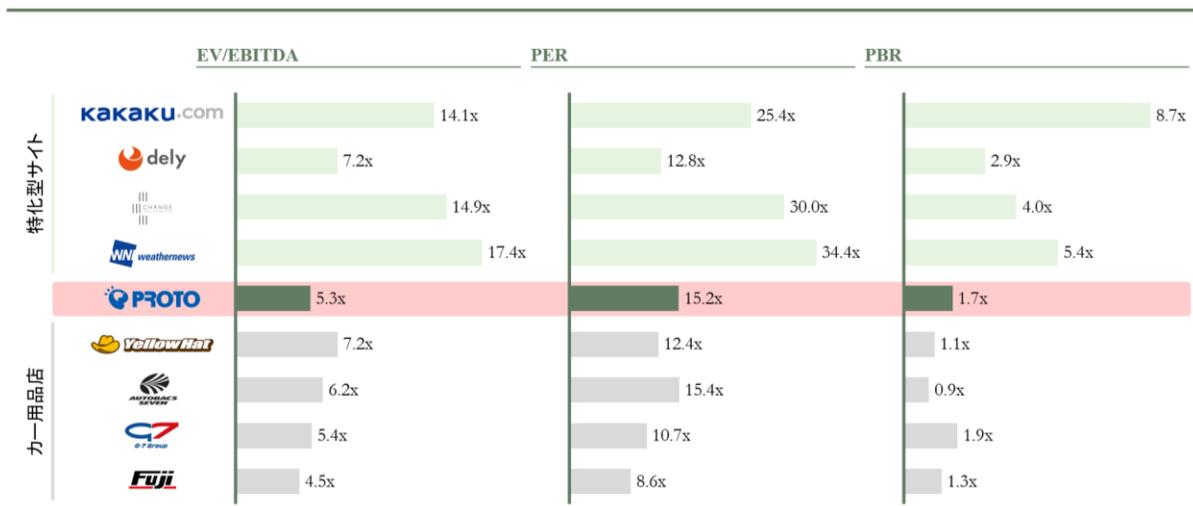


(出所) 開示資料等から Kaname Capital 作成

<sup>9</sup> コングロマリット企業の分析において用いられ、例えばブラック・ストーンによるインフォコム買収ではDCF法において、日立製作所による日立ハイテクノロジーズ買収では類似会社比較法においてそれぞれ採用されています。

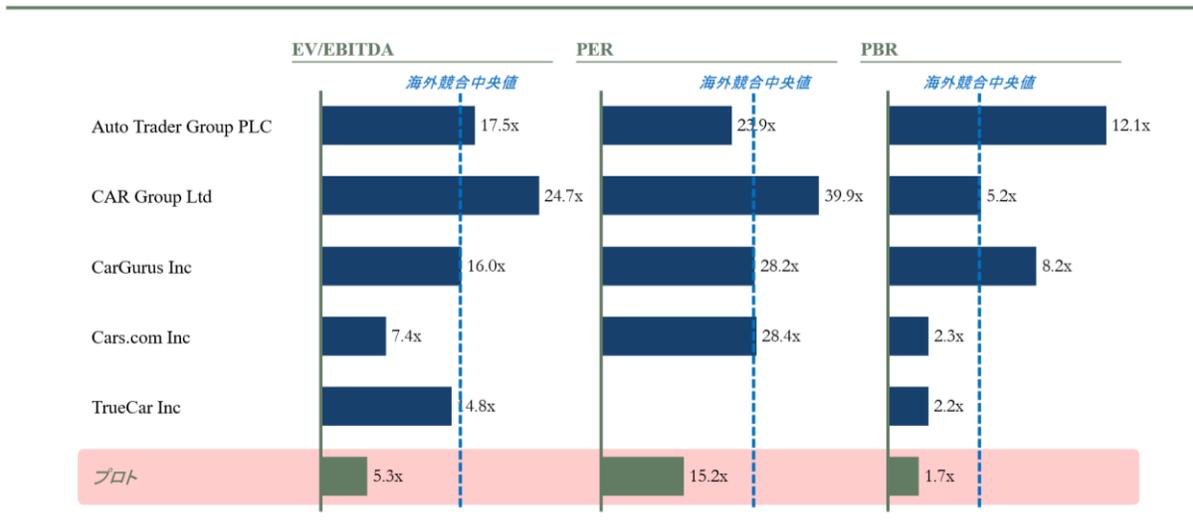
<sup>10</sup> 2025.3期の会社予想営業利益に基づき、弊社で分析を行いました。

【図 2：株式マルチプルの国内類似企業比較】



(出所) 開示資料等から Kaname Capital 作成

【図 3：株式マルチプルの海外同業他社比較】



(出所) 開示資料等から Kaname Capital 作成

以上の通り、弊社では第一に貴社の従業員を始めとするステークホルダーにとって、今回の創業家による MBO という判断が適切であるのか、強く疑問を持っています。プロバスケットボールチームやトマト栽培など、創業家として取り組みたい事業があるのだとすれば、それらを上場企業であるプロトコーポレーションから分離すればよいのであり、貴社全体を非公開化（横山会長の私物化）することが賢明とは思えません。横山会長は BtoB であるという理由で貴



社のプラットフォーム事業に成長性を見出しておらず、BtoC への憧れから金券ショップや飲食業に手を広げ、中古車ディーラーに金券を配ることや、自社生産のトマトを使用したハンバーガーを提供することを画策するなど荒唐無稽な経営を行ってきました。また、プラットフォーム事業において重要な IT ソリューション部門担当の役員をプロバスケットボールチームの経営に当たらせるなど、公私混同のために経営リソースの浪費を行っています。貴社が非公開化されればこうした株主の懸念は経営に届かなくなり、一層経営規律が失われることが懸念されます。本件 MBO で得をするのは、株式を安値で買い上げ、負債を負って相続税を圧縮し、株主からの非難を逃れることができる、横山会長だけであるように思われます。取締役会には大株主に付度して MBO に賛同するのではなく、全てのステークホルダーにとってベストな選択肢を追求していただきたいと思います。今取締役会にできることは、事業のベストオーナーとして横山会長よりも高い価格を示す対抗提案を探し、MBO とどちらがより大きな企業価値を創造できるのかを比較検討することです。

その上で MBO を選択するのであれば、公正な手続きと適正な価格によって市場から退出することが求められます。不誠実な退出方法は貴社の評判を棄損し、将来再上場を検討する場合にはその足かせになることが懸念されます。更に、安価で買収した場合にはその後事業価値を高めるインセンティブが生まれず、現在の閉塞感を持った組織体が維持されてしまう可能性もあります。適正な価格を支払うことは、非公開化後の価値最大化に取り組むことを通じて従業員や顧客に対する責務を果たすことにも繋がります。プラットフォーム事業の価値を適正に評価して、MBO 価格を再度交渉していただきたいと思います。

これらの要請にも関わらず特別委員会及び取締役会が現在の条件で MBO を強行する場合には、弊社としては公開買付成立後に予定されている株式併合に対して反対をした上で、株式買取請求及び価格決定手続きを提起する意向です。

なお、裁判例においては、取締役及び監査役は善管注意義務の一環として、MBO に際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務を負うことが認められています（東京高裁判決平成 25 年 4 月 17 日）。仮に取締役の皆様が当該義務に反し、株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、個人として損害賠償責任を負う可能性があることを申し添えます。

以 上