



**2016年10月の注目ディール：
アデランスがMBOを実施**

2016年11月13日

本件の概要

2016年10月14日、アデランスが国内ファンドのインテグラルと組んでMBOを実施すると発表しました。根本会長兼社長と津村副社長の2名の現経営陣とインテグラルは、TOBに続けて株式併合によるスクィーズアウトにより、同社の全株式を取得します。一連の手続き後、根本・津村両氏は50.1%の株式を保有することになる予定です。また、MBO後にはインテグラルから役員が派遣されるものの、根本氏らは経営陣として留任することとなっています。

取引内容の詳細

本件では、インテグラルが設立した特定目的会社(SPC)がTOBを実施し、アデランスの株式等を買付けます(根本氏と津村氏はTOBの決済前にSPCに出資)。TOB終了後、株式併合方式にて少数株主をスクィーズアウト。更に、SPCとアデランスの合併が予定されています。根本氏と津村氏は合併後の株式の50.1%を保有し、残りをインテグラルが取得することとなっています。

普通株式の買付価格は一株当たり620円と公表前日の終値483円に28.8%、同日までの過去1か月間の終値平均461円に34.49%、同3か月間の終値平均455円に36.26%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。また、新株予約権については、直近の2016年7月に発行された第8回新株予約権以外、上記の普通株の買付価格よりも行使価格が高い(972円～1,571円)ことから買付価格が1円とされました。行使価格が519円の第8回新株予約権は、620円との差額101円に予約権1個に対して発行される株式数100株を乗じた10,100円が買付価格です。また、新株予約権付社債は、行使価格が2,133円であることから、当該行使価格で行使した際に発行される株式数に620円を乗じ、額面500万円に対して145万円という買付価格が提示されました。つまり、新株予約権のマイナスの価値を額面から控除した金額で買付けるということです。但し、当該社債はTOB後に額面にて繰り上げ償還されることになっているため、TOBに応じる社債はないものと予想されます。

本件におけるプレミアムの水準は必ずしも低いものとは言えませんが、620円という買取価格もPBRで見ると0.7倍(直近四半期末基準)に過ぎません。ストックオプションとして発行されている新株予約権の行使価格が現在の株価よりも遥かに高い水準にあることからわかるように、同社の株価は長期的に下落傾向が続いて低迷してきました。2015年以前に同社の株式を取得した株主は多額の含み損を抱えています。そのため、TOB価格でも当該損失を取り戻せない株



Topics / Insight

主が多いと思われ、どれだけの株主が応募するかは気になるところです。

これまでの経緯

アデランスは 2008 年にアクティビストのスティール・パートナーズに乗り込まれ、翌 2009 年には激しい経営権の争奪戦が展開されました。結果、勝利したスティール・パートナーズより社長が派遣されて、経営権をファンドに奪われた案件として注目を浴びました。新社長はリストラやブランド変更などの施策を打ち出しますが、業績の回復にはつなげられず、結局、2011 年に創業者である根本氏が復帰するという結果となりました。スティール・パートナーズはその後も株式を保有し続けますが、株価が今の倍以上の水準にあった 2014 年にエクジットしていきました。

経営権を取り戻した同社は、2011 年以降営業黒字転換と売上高の回復を果たしてきましたが、国内のかつら業界における経営環境の変化を受けて、収益が悪化。昨年度は再び営業赤字に沈みます。格安ウィッグを展開する新規参入企業の台頭、植毛や AGA 治療薬といった医療分野の伸長、そしてそれらに伴う市場の変化によって既存の顧客離れが生じたことが原因です。こうした変化は、オーダーメイドの高級路線で成長してきた同社に対し、これまでのビジネスモデルの転換をも求める急激かつ大きな変化と言えるでしょう。

今回の MBO は、市場変化に対応するための先行投資の実施と、更なる株価低迷によって再び経営に混乱がもたらされることの回避をするために、インテグラルに支援を求めたものです。

今後の期待

昨今の日本市場ではコーポレートガバナンスの強化が求められ、経営者に対する株主からのプレッシャーが強くなっています。経営陣にとって MBO による非上場化は、こうした緊張感を和らげるものであり、より自由な経営のかじ取りを可能とさせるものです。根本氏と津村氏が 50.1% の比率に固執したのも、最終的な経営権を確保するためだと思われます。実際、インテグラル代表取締役の山本氏によると、現時点で伝えられている MBO 後のプランは全て現経営陣が持ってきたものとのことでした。

但し、側面支援によって支えるというインテグラルも、ファンドとして投資している以上、「もの言わぬ株主」とはなりえません。これまでアデランスが実現出来ていなかった企業価値向上に向けて、インテグラルがどのような支援をしていくのか、期待は高まります。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: info@benediconsulting.jp

Web site: <http://benediconsulting.jp>