



2018年2月の注目ディール： 東栄リーファークラインがMBOに再挑戦

2018年3月12日

これまでの経緯

2018年2月7日東栄リーファークラインは同社経営陣によるMBOが開始される旨公表しました。買い手となる経営陣は、社外取締役1名を除いた5名の取締役全員です。同社経営陣は昨年11月にもMBOを目的としたTOBを実施しましたが失敗したばかりであり、今回は時間をおかずに再挑戦をすることとなりました。

1度目のMBOは、公開買付価格600円、買付期間を昨年11月8日から本年1月11日として実施されました。当該買付価格は、市場株価に対して14%(対前日終値)~42%(過去6か月終値平均)のプレミアムが付されたものですが、2017年9月末日現在の1株あたりの純資産額は885円でしたので、いわゆる解散価値よりも低い水準です。前日の終値532円ベースでのPBRは0.6倍。過去3か月間も0.5倍前後で推移していましたので、株価低迷に有効な手を打てない経営陣が割安な金額でMBOを試みたと考える株主が出てきても不思議ではありませんでした。

実際に、株主から強烈的な反対意見が出されます。TOB開始時に第2位の株主であったジェットエイト社とその社長等は、配当の実施、5名の経営陣の解任と新たな役員選任等を求めて臨時株主総会の開催を請求しました。会社がこれを拒否すると、ジェットエイト社は定款変更(配当金の決議に係る項目の変更)を議題として挙げて再度臨時株主総会の開催を請求します。但し、会社は再度開催を拒否し、臨時株主総会は開催されていません。

一方で、旧村上ファンド系のオフィスサポートとレノが11月22日までに7.4%の株式を取得したことが表面化。その後、株価はTOB価格見直しの期待を受けて700円を超える水準で推移します。東栄リーファークラインの経営陣は村上氏との面談を複数回にわたり実施していたとのことですが、結果的に、経営陣は何らの対応策も打ち出さず、株式の応募は約46%に留まって、TOBは不成立となりました。

1回目と2回目の違い

2回目のMBOでは公開買付価格が800円に引き上げられました。買付総額は約44億円。経営陣は自らの追加出資1億円、取引先と思われる2社による出資3億円に加えて、メザニンファンドからも20億円の出資を受ける予定です。また、更に、最大93億円の銀行借入が予定されており、足りない資金はこれによって賄われることとなっています。但し、借入限度額が買付総額の2倍以上であることについては何ら説明がなく、その背景と理由は明らかにされていません。



Topics / Insight

また、今回の再挑戦の前には村上氏との再協議も進められ、オフィスサポートとレノが保有する 18.6%の株式も TOB に応じることとなりました。経営陣や友好的な株主など事前の応募同意が得られた株式の割合は 36.2%にのぼります。そのため、残りの一般株主の約半数が応じることによって TOB が成立するため、今回の成功確率はかなり高まりました。

但し、1 回目の MBO の際に反対の表明をしたジェットエイト社が、今回も臨時株主総会の招集を請求しています。会社は当該請求を拒否して臨時株主総会を開催しないとしていますが、今後波乱の要因は残されていると言えるでしょう。買付期間の期限である 3 月 23 日までは目が離せません。

社外取締役と第三者委員会の役割

本件では、6 名いる取締役の内、社外取締役を除く 5 名全員が MBO における買付者側となったため、1 名の社外取締役のみが、純然たる会社側の立場に立たされることとなりました。東栄リーファーラインでは、社外取締役には、取締役による経営に関する重要事項の決定と業務執行を監督する機関として位置付けられています。そのため、監督者である社外取締役が会社を代表して、株主利益のために買い手である経営陣と交渉するという建付けになります。但し、普段から業務執行に携わっていない社外取締役が、経営陣にどれだけ一人で対峙出来るかはわかりません。

また、第三者委員会の対応にも不明瞭な部分が残ります。第三者委員会は 1 回目の MBO の時と同様に、ファイナンシャルアドバイザーが提出した株式価値算定書とこれに係る説明を受けて、TOB 価格等の条件は妥当であるとしています。1 回目の MBO では、結果として買付価格が安すぎたことが、失敗につながったとされていますが、2 度目の MBO においても前回と同様の検討がされたとの印象しか得られず、1 回目との違いが見えません。

社外の第三者が関与する形式を整えさえすれば、株主の利益を保護したことになるとは言えません。そもそも第三者委員会は会社から報酬を受ける立場であるため、第三者の見地から客観的な検討を実施して判断したことを示さなければ、市場の信任は得られないでしょう。特に、本件のように市場株価が低い場合や、市場株価が異常な動きを見せている場合には、更に慎重な検討が必要となりますし、丁寧な説明も求められるでしょう。

単に手続き要件を充足するために設置されたお飾りの第三者委員会でないことを、どのように示していくかということは、今後の大きな課題であるものと考えられます。

<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>