



**2019年3月の注目ディール:  
エヌ・デーソフトウェアのMBOが成立**

2019年4月13日

**高まるMBOに対する関心**

エヌ・デーソフトウェアに対するマネジメント・バイアウト(MBO)の一環として実施された TOB が3月25日に成立しました。MBOは、一般株主に不利益をもたらすリスクが高い取引形態であるため、その取引の公正性の確保は重要な課題として認識されています。経産省も、2007年に策定したMBO指針の改定に向け、昨年末にMBOに係る論点を広く一般より求めるなど、その公正性確保のための検討を進めています。

同時期に進められていた廣濟堂のMBOが不成立となったことから、その明暗を分けた要因は何処にあるかを見てみたいと思います。

**エヌ・デーソフトウェアによるMBOの概要**

エヌ・デーソフトウェアは介護・福祉分野に特化したソフトウェア開発会社です。介護関連事業として外国人投資家の人気も高く、外国人株主比率も3割を超えています。一方で、創業者である現社長の佐藤氏と現相談役の青木氏が、その資産管理会社の持株数を含めると合計31%の議決権を維持する株主構成となっていました。売上高は約160億円。2016年3月期から増収を続けており、業績も安定しています。事業計画では、2021年3月期は足踏みをするものの、以後は成長軌道を取り戻す計画が示されています。但し、進化の速度が速いIT業界において持続的成長を実現するためには、大規模な開発投資などリスクを負った施策が必要であると考えており、そのような状況の下でMBOが実行に移されることとなりました。

本件ではスポンサーとなったジェイ・ウィル・パートナーズが設立した特定目的会社がTOBの買付者となりました。買付価格は、一株あたり1,700円。これは公表前日の終値、公表日前1ヶ月間の終値平均、同3ヶ月平均及び同6ヶ月平均に対してそれぞれ29%、30%、34%及び34%のプレミアム加えた価格であり、MBOとしては一般的な水準です。買付期間は、法令上の最短期間よりも長い30営業日とされ、これもプレミアムと同様、MBOとしては一般的な期間でした。また、買付予定数の下限は、買付後に議決権比率が66.67%となる水準に設定され、その後のスクーズアウトにより、上場廃止がなされる予定です。

2月7日のTOB公表後、市場株価は1,700円よりも若干高い水準で推移し、3月14日には直近の最高値として1,730円を付ける場面がありました。このようにTOB価格を超える水準で市場取引が行われたのは、最近のMBO事例で生じたようなアクティビストの参加による急騰に期待した一般投資家が多かったためと推測できます。しかしながら、特に波乱が起きることもなく、



## Topics / Insight

3月20日を過ぎると株価は1,690円前後に落ち着きました。結局、買付期間最終日の3月25日までに86%の株式を集めてTOBは成立しました。

### MOBの成否を分ける要因は何か

本件MBOのプロセスをみると、社外取締役を含む第三者委員会の設置等、公正性確保のために通常求められる措置を粛々と進めていたことがわかります。TOBに失敗した廣濟堂や東映リーファースラインと比べて、特筆すべき手続上の工夫があったとは言えません。TOB価格のプレミアムでは、むしろ、廣濟堂のケースよりも低く設定されていた程ですから、多額のプレミアムで成立にこぎつけたとも言えません。

廣濟堂と東映リーファースラインのケースでは、市場価格がTOB価格を大きく上回り続けたことが、直接的にはMBO不成立に繋がりました。これをもたらしたのは村上ファンド等の参戦です。つまり、アクティビストに付け込まれる際の有無が明暗を分けたと言えそうです。

その付け込まれる隙として、まず挙げられるのが「大株主の合意欠如」でしょう。廣濟堂のケースでは筆頭株主でもある創業家株主の合意が得られていませんでしたし、東映リーファースラインのケースでは、第2位の株主から経営そのものに対する反対が表明されていました。大株主の合意が得られていないということは、MBOに正当な理由がない可能性を示唆しています。

そして第二に上げられるのが、MBO開始前の「株価」です。MBO開始前のPBRを見ると、エヌ・デーソフトウェアの2.3倍に対し、廣濟堂、東映リーファースラインとも0.6倍程度に留まります。株価水準をPBRだけで判断することは危険ですが、少なくとも「株主の期待に応えている株価ではない」とは言えるでしょう。こうした株価低迷の状況で、経営陣がその責任を明確にせず、逆に、この低い株価を基準に株式を買い集めることに対しては、反発が生じやすいのは自明です。

MBOを成功させるためには、独立したアドバイザーの起用や第三者委員会の設置といった手続要件を形式的に満たせばよいということではありません。MBOを実行に移す前に、株主に対する経営責任を果たしているかということを、改めて考えてみる必要があります。上場会社の経営陣としての責任を果たさずにMBOを実施するというのは、「株主の利益を犠牲にして、経営陣が利益を得ようとしている」と同義と言えるでしょう。その場合には、思いもよらぬ上場廃止コストを払わされる結果が待っていることを、肝に銘じる必要があります。

### <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](mailto:info@benediconsulting.jp)

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