



Topics / Insight

2020年2月の注目ディール： META Capital が澤田ホールディングスに対して TOB を開始

2020年3月12日

澤田ホールディングスは意見を留保

2020年2月20日、META Capital が澤田ホールディングスに TOB を開始する旨公表しました。澤田ホールディングスは、母体となったエイチ・エス証券の他、モンゴルのハーン銀行など海外の金融機関も傘下に収める金融持株会社。その代表取締役会長は、大手旅行代理店 H.I.S. の創業者である澤田秀雄氏です。また、澤田氏は筆頭株主であり、同氏の資産管理会社保有分を合わせた所有割合は 29.58% となっています。一方、META Capital は、元ソニー会長の出井氏が役員として名を連ねる国内独立系のファンド運営会社です。

本 TOB に対して澤田ホールディングスは、TOB に係る懸念点解消のための十分な議論が出来ていないとして、2月26日に意見表明を留保しました。その懸念点とは、ハーン銀行の親会社である澤田ホールディングスの支配株主が異動することについて、モンゴルの中央銀行の事前承認が必要か否か明確にされていないという点でした。このような TOB に対する意見留保が示されていることと併せて考えると、本件ではそれ以外にも注目すべき特徴的な点が見出せます。

澤田会長による応募

第一に挙げるべきポイントは、澤田氏が既に META Capital との間で TOB 応募契約を締結しているという点です。

公開買付届出書によれば、META Capital は 1 年前の 2019 年 2 月の時点で澤田氏より株式売却の意向を示されており、その後、澤田ホールディングスに対してデュー・ディリジェンスまで実施しているとのことでした。デュー・ディリジェンス等の結果を踏まえた分析・検討により META Capital が算出した TOB 価格 1,050 円は、2019 年 11 月下旬に澤田氏に提示され、同氏より TOB への応募の確約を得ています。

会長である澤田氏が全ての保有株式を手放す取引について、取締役会が事前に知らされていなかったとは考え難いことです。モンゴル銀行の事前承認の要否という手続的なことが、意見留保の理由として挙げられていますが、上記の時間軸を前提にすると違和感を覚えます。何らかの理由で、懸念点の存在にも拘らず、見切り発車をしたということを示唆していると見て良いかも知れません。

低い TOB 価格

2 つめの特徴点は 1,050 円という TOB 価格です。これは TOB 公表の前日の終値 1,005 円に対



Topics / Insight

して4.48%、公表日前1ヶ月間の終値平均1,000円に対して5.00%、同3ヶ月前の終値平均932円に対して12.66%、同6ヶ月前の終値平均902円に対して16.41%のプレミアムをそれぞれ上乘せした金額に過ぎません。株価1,050円として計算したPBRも0.7倍と低水準です。

1月30日に公表された第3四半期の好決算を受けて、その翌週に株価が急騰していたことが、低いプレミアムとなった理由のひとつとは言えます。但し、その点を差し引いても、最近のTOB事例の中でも特に低いプレミアム水準であると言えるでしょう。TOB価格の水準については、澤田ホールディングスからも、その評価が示されるはずですが、

買付予定数の上限と下限

買付予定株式数の上限・下限の設定が3点目です。META CapitalはTOB後も澤田ホールディングスの上場維持を想定しており、買付予定数の上限と下限をともに19,860千株として、所有割合が50.1%となる水準に設定しています。META CapitalはTOBの理由として、過半数の株式取得を通じて企業成長を支援することにより、投資成果が享受可能であると判断したとしていますが、ここからは、50.1%に固執する理由は見えてきません。投資成果を最大限に享受するためには100%子会社化の方が望ましいからです。

また、TOBへの応募を希望する一般株主にとっても、TOB成立の場合は応募株式の一部のみの買取りとなるため、好ましい条件とはいえません。

META Capitalは、本件のために個人投資家から260億円の資金を調達していますが、50.1%に設定された買付予定株式数は、同社の資金調達力の制約を示しているのかも知れません。

マーケット・チェックの必要性

以上の特徴点から導き出されることは、本TOBの条件は、一般株主にとって最良の条件とはなっていないのではという懸念です。澤田ホールディングスの取締役会がマーケット・チェック(対抗買収の存在・内容等を調査すること)を実施した場合、一般株主により大きい利益をもたらす条件が提示される可能性を否定出来ません。取締役会が一般株主の利益を重視するのであれば、マーケット・チェックを積極的に実施するべきであるし、それこそが取締役としての善管注意義務を果たすことになると考えます。

<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>