

## Topics / Insight

### 2020年4月の注目ディール: ユニゾホールディングスにおける EBO が成立

2020年5月11日

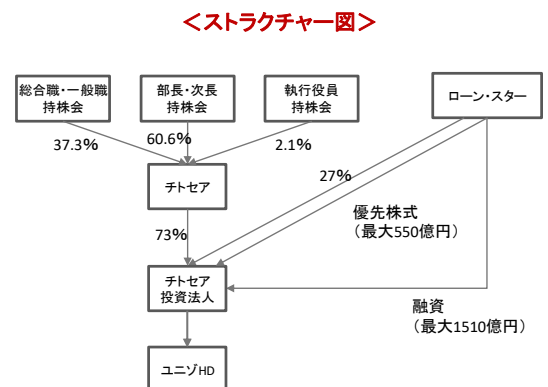
#### 9ヵ月にわたる TOB 合戦

2020年4月2日、ユニゾホールディングスに対する従業員による買収 (EBO: Employee Buyout) が成立しました。EBO は中小規模の非上場企業のケースでは兎も角、巨額の買収資金を必要とする上場企業の買収案件では、極めて珍しいストラクチャーです。加えて、本件は2019年7月にエイチ・アイ・エスが仕掛けた敵対的 TOB から通算すると、TOB が実施されていた期間は通算9ヵ月にわたります。これほど長期間にわたる TOB 合戦は、我が国では類を見ません。

#### EBO のストラクチャー

本件の EBO では、ユニゾの従業員がその役職毎に3社の持株会社を設立。この3社が発起人となってチトセア株式会社を設立しました。チトセアは、ユニゾに対する TOB を実施するための SPC としてチトセア投資法人を設立。EBO のスポンサーとなるローン・スターは、この SPC に23%を出資する他、種類株式として最大550億円、融資として最大1510億円を資金提供します。

また、ユニゾグループの現役員は本年6月の定時株主総会后、全員が退任又は辞任する予定です。



#### EBO 成立までの攻防

本件は、エイチ・アイ・エスが2019年7月10日にユニゾに対する敵対的 TOB 開始を発表したことから始まりました。TOB 価格は、前日終値 1,990 円に対して 56%のプレミアムとなる 3,100 円。買付予定数の上限は所有割合 45%となる水準に設定されました。市場は、ユニゾの事前同意が得られていないことに反応。株価は7月12日には TOB 価格を上回る 3,115 円をつけました。

その後、ユニゾはエイチ・アイ・エスの TOB に対して正式に反対表明をするるとともに、マーケット・チェック(他の買収者による買収提案機会の確保)を目的として、他のスポンサーへのアプローチを開始します。その結果、フォートレスがユニゾの賛同を得て、8月6日にホワイト・ナイトとして TOB を開始しました。フォートレスによる最初の TOB 価格は 4,100 円です。これに対し、エイチ・アイ・エスは何らの対抗策を見せず、同社の TOB は応募株式数ゼロで不成立に終わりました。

その後、ブラック・ストーンが 5,000 円の提案をしていることが明らかになります。また、フォートレス



## Topics / Insight

が TOB 価格の 5,000 円への引き上げと従業員の雇用維持のための仕組み導入というユニゾの要求を受け入れなかったことから、ユニゾは 9 月 27 日にフォートレスに対する賛同意見を撤回。併せて、買収提案に対する基本方針を発表しました。この基本方針で求められた雇用維持等のための「仕組み」を受け入れられないとするブラック・ストーンは、合意の無い TOB は実施しないことを明言しており、ユニゾに対する提案・協議は続けるものの、TOB の開始までは踏み切れなくなりました。

そうした中、この仕組みを受け入れたローン・スターをスポンサーとして、チトセアが 12 月 22 日に TOB 開始を公表します。TOB 価格は 5,100 円。ブラック・ストーンによるそれまでの提案価格を超えるものでした。但し、市場株価はその日のうちに 5,160 円まで上昇し、更なる攻防に対する期待の高まりを示します。実際に、翌年 1 月 28 日にブラック・ストーンが 5,600 円の提案を公表すると、チトセアは 5,700 円で対抗。2 月 23 日にはブラック・ストーンが提案額を 6,000 円にまでつり上げました。

最終的に勝負を決めたのは、3 月 18 日にチトセアが公表した TOB 価格 6,000 円への変更でした。13.14%まで株式を買い進めていたエリオットグループや 9.33%のいちご投資グループ等との応募契約を締結していたことも併せて公表されます。これまで 14 回の TOB 期間の延長を繰り返してきたフォートレスによる TOB も、同日、遂に不成立となりました。

新型コロナウイルスの影響で低迷する市場全体に引きずられて 5,200 円台まで下がっていたユニゾの株価は、チトセアの条件変更とフォートレスの撤退を受け、TOB 価格までさや寄せします。そして、そのまま TOB 期間の最終日を迎えることとなりました。

### 敵対的 TOB における対応策のヒント

最近では、敵対的 TOB も決して珍しいものでは無くなりました。買収者は敵視しやすいアクティビストとは限らず、大手上場企業のケースも見られます。また、買収ターゲットとされた企業の置かれた状況や案件の背景も異なるため、対抗策の種類やその効果も様々です。

マーケット・チェックや対応基本方針の公表等、本件において実施されたユニゾによる一連の対応の中には、今後の敵対的 TOB において参考に出来ることが多いと思われます。

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

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