



## Topics / Insight

### 2020年8月の注目ディール: MBOを目的としたニチイ学館に対するTOBが成立

2020年9月12日

#### ニチイ学館のMBO

ニチイ学館のMBO(経営陣による買収)を目指して2020年5月9日から実施されていたTOBが8月17日に成立しました。開始直後より、市場株価はTOB価格を上回り、2度のTOB期間延長を経ての決着です。本件の背景として、昨年9月に死去された創業者の寺田明彦会長が時価200億円超のニチイ学館株式を相続資産として残しており、巨額な相続税の支払資金調達という側面が垣間見られました。このことも、本件が注目を集めた原因のひとつでしょう。

#### 概要

本件は、ニチイ学館の一部経営陣と創業家である寺田家がベインキャピタルの支援を受けて実施したMBOです。経営陣と創業家の株式所有割合は44%。その内、創業家の資産管理会社が保有する約25%はTOBに応募せず、残りの19%がTOBに応募することとされていました。TOBにおける買付予定数の下限は、この19%を含めて41%。つまり、資産管理会社保有分と併せて3分の2となるように設定されています。その結果、一般株主からの買付数は22%が最低ラインとなり、マジョリティ・オブ・マイノリティよりも低い水準となりました。

また、当初設定されたTOB価格の1,500円は、公表日前日の市場株価に対して37%のプレミアムを上乗せした水準ですが、コロナ禍前の株価を含む公表日前6カ月の終値平均に対しては9%のプレミアムを乗せたに過ぎません。即ち、必ずしも大きなプレミアムとは言えないという水準です。

このことが、市場株価がTOB価格を上回る後押しとなったと思われます。加えて、6月に入って投資会社のリム・アドバイザーズが、適正価値は2,400円であると主張してTOB価格の引き上げを要求。創業家側はこの要求を拒否しますが、市場株価は1,600円を超える水準を維持します。

この流れを止めたのが、エフィシモとの応募契約締結でした。13%の株式を所有するエフィシモは、7月31日、TOB価格を1,670円に上げること並びにTOB後にTOB受皿会社の無議決権株式を引き受けることを条件に、TOBに応募することに合意します。この合意が公表されたことを受けて、市場株価は新たなTOB価格に鞆寄せしました。その結果、8月17日の期限までに57%の応募が集まりTOBが成立。マジョリティ・オブ・マイノリティの水準を超える応募により、受皿会社は、資産管理会社の所有分とあわせて82%の株式を買い集めました。

#### 資産管理会社株式の譲渡

本件で注目すべき点は2つあります。一つは、資産管理会社がTOBに応募しなかったこと。



## Topics / Insight

TOB 受皿会社は、TOB の決済開始日に資産管理会社の株式を創業家から譲り受けます。これは一連の取引における税務コストを少なくすることが目的です。即ち、資産管理会社が TOB に応募してニチイ学館株式を売却した場合、その取引によって生じる株式譲渡益に法人税等が課税され、更に創業家がこの資金を手にする段階で累進課税の高額な所得税が課せられます。一方、創業家が資産管理会社株式を売却する場合、創業家には株式売却益に対する約 20%の税金が課されるのみで、受皿会社では税制適格再編を実行ことにより無税でニチイ学館株式を直接保有に変更することも可能です。相続税の支払資金調達が MBO の目的の一つであるならば、当然のスキームと言えるでしょう。

### エフィシモとの合意に係る公平性

もう一つ注目すべき点は、エフィシモとの合意契約です。TOB 開始当初は、エフィシモも他の一般株主同様、単なる少数株主の立場でしたが、前述の通り、TOB 後に公開買付会社の無議決権株式を引受けることによって、MBO におけるスポンサーの立場になりました。MBO のスポンサーとなるための条件に規制はないため、この合意自体に法的な問題があるとは言えませんが、他の一般株主との公平性が保たれていたかという点については疑問が残ります。エフィシモは TOB に応募することによるキャピタルゲインに加えて、MBO 後に期待されるニチイ学館の企業価値向上による経済的利益も享受できる機会が与えられたことになるからです。

特別委員会は、エフィシモの資本参加が MBO 後におけるニチイ学館の経営に支障を与えるものではないとし、最終的に、少数株主にとって不利益ではないと結論付けています。しかし、エフィシモと他の一般株主との間の公平性については何らの言及もありませんでした。特別委員会が一般株主の利益を守る立場にあるのであれば、本来は、TOB 期間の最中において、エフィシモが他の一般株主とは異なる利益を得る合意がなされたことに対する意見とその意見に対する根拠を示すべきであったと考えます。

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

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