



Topics / Insight

2021年2月の注目ディール： 日本アジアグループのMBOが失敗

2021年3月13日

失敗に追い込まれたMBO

日本アジアグループのMBOを目的として実施されていたTOBが、2021年2月9日に不成立となりました。本件のストラクチャーは後述の通り複雑であり、実態がわかりづらいもの。その取引内容に対して、村上ファンド系のシティイレブンスが疑義を問いかけます。経営陣側はTOB価格を倍につり上げて対抗しましたが、シティ社がTOBを仕掛けたことにより、MBOは失敗に追い込まれました。

子会社売却と組み合わせた複雑なストラクチャー

公開買付会社は、カーライルをスポンサーとしてケイマン諸島に設立されたリミテッドパートナーシップ(以下、カーライル)であり、日本アジアGの会長兼社長である山下氏及びその資産管理会社が保有する約13%を含めて、日本アジアG株式の100%取得を目指しました。2020年11月6日に開始された本件のTOB価格は600円。これは公表日前日の市場終値に対して75%のプレミアムです。更に、公表日前1ヵ月、同3ヵ月及び同6ヵ月の市場終値平均に対しては、それぞれ87%、95%、101%のプレミアムを上乗せした水準であり、かなり高いTOB価格との見方も出来ました。但し、2020年9月末における1株あたりの連結純資産額に比べると約30%のディスカウントであり、決して高すぎるTOB価格とは言えません。

TOBに続くスクイーズアウト手続きによって日本アジアGをカーライルの100%子会社とした後、第2段階として、山下会長が日本アジアGの第三者割当増資を引受けて、6000万円を再出資します。山下会長はTOBに応募して約23億円の株式譲渡代金を手にする予定であるので、再出資額は、その僅か一部ということになります。

更に第3段階として、日本アジアGは100%子会社である国際航業株式の70%とJAG国際エネジー株式の80%をカーライルに売却します。対価は、カーライルがTOBによって取得した日本アジアG株式の全て(165億円)と現金205億円を合わせた370億円です。日本アジアGがカーライルより自己株取得をすることで、山下会長が同社を完全支配することになる予定でした。

しかし、そこに待ったをかけたのがシティ社です。シティ社は、2021年1月8日までに約19%の株式を取得し、一株あたり840円とするTOBを開始する予定であることを公表しました。

変更後のTOB価格は倍の1,200円

シティ社のTOB予告を受け、カーライルはTOB価格を1,200円に引き上げると共に他の条件も



Topics / Insight

変更しました。具体的には、第2段階の再出資が25億円まで増額され、第3段階で売却する子会社株式の割合が、国際航業は95%、JAG国際エネジーは97.5%となりました。両社株式の対価はTOBで取得する日本アジアG株式の全て(330億円)と現金150億円の計480億円です。

しかし、シティ社はこれを受けてTOB価格を1,210円として、2月5日にTOBを開始しました。日本アジアGは反対の意見表明をして対抗しましたが、市場株価は1,200円を超える水準を維持したため、結局、カーライルによるTOBは不成立に終わりました。

カーライルは何故TOB価格を再変更しなかったのか？

2020年3月における日本アジアGの単体決算上の純資産額は158億円。会社法上、自己株式取得の上限となる分配可能額は、約120億円に過ぎません。従って、当初予定されていた165億円の自己株取得は、実行までに剰余金がそこまで増加していることが想定されていたと出ます。そのため、シティ社より低すぎると言われたTOB価格も、当初のストラクチャーの元では精一杯の価格であったこととなります。

それでは、何故1,200円まで価格を上げることが出来たのか？そのからくりは子会社株式の売却にあります。両子会社株式の簿価は非開示であるため正確な計算は不可能ですが、日本アジアGが有する非上場子会社の株式の簿価合計から試算すると、子会社2社の売却する株式数を増加させることによって、240億円以上売却益が得られるという結果になりました。即ち、子会社株式の売却を実施した後に、別の取引として自己株式の取得をする形にすると、分配可能額をTOBによる株式取得額である330億円以上に高めることが可能となります。但し、変更後のストラクチャーでは2社の株式の殆どが譲渡対象とされたため、これ以上の大幅な価格上乗せは出来ない状況になっていたと思われます。そのため、僅か10円の差しかないシティ社のTOB価格に対抗することが出来なかったのでしょう。

気になる次の一手

MBOの不成立後、日本アジアGは一株あたり300円の特別配当の実施を公表し、シティ社はこれを受けて3月3日にTOBの撤回を発表しました。しかし、これで終わるわけではありません。

日本アジアGは依然大株主であり続けるシティ社への対抗手段として、買収防衛策を導入するための手続きを開始しました。また、本件で売却を予定した国際航業とJAG国際エネジーの株式を競争入札で売却することも発表しました。本件ストラクチャーにおける両社の株式価値は合計500億円。この売却益を原資とした次の一手には注目すべきです。

<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>