



Topics / Insight

2022年6月の注目ディール： パイプドHDがサイドMBOに挑戦

2022年7月13日

失敗に終わった2021年10月のMBO

前回のMBOはパイプドHDの佐谷社長がアドバンテッジパートナーズをスポンサーとして2021年10月に仕掛けたもの。TOBが不成立に終わったことで、MBOも失敗という結果となりました。前回のTOBでは、成立した後にパイプドHDが自己株式を対象とした自己株TOBを実施することを予定するという変則的な一連の取引を予定していた点で、注目を集めました。

TOBが不成立に終わった一つの原因は、プレミアム水準が高くなかったことから個人投資家(ミライノバートの大株主。パイプドHD株式は同社に移転済み。)が同社株式をTOB開始後に8.98%まで買い集めたことです。これに触発されて、市場株価はTOB価格の2,800円を常に上回り、一次は3,200円を超える水準で取引がされました。結果、予定買付数の下限である1,830千株に対し、応募は313千株に留まることとなりました。

今回のMBOは何が変わったか？

今回のMBOも、前回と同じくアドバンテッジパートナーズをスポンサーとして佐谷社長(持株割合35.63%)が仕掛けます。但し、前回とは異なり、公開買付者がTOB後に第2位の株主で21.14%を保有するTGアセット(同社はTOBに不応募合意)の株式を取得する旨の合意がされており、佐谷社長の持株と併せた56.77%が既に確保されている状況です。そのため、買付予定数の下限は9.89%に設定されました。

更に、大株主であるミライノバートグループ(合計15.74%保有)及びTGアセットのオーナーであり元役員 of 東山氏(0.71%保有)との応募契約が成立していることから、買付予定数を上回することは確実であり、即ち、始める前からTOBの成立は実質的に確定しています。

特別委員会の判断

本件のTOB価格は前回と同じ2,800円。この金額は、公表日前日の株価終値に対して0.57%、公表日前1ヵ月間の終値平均に対して1.45%、同3ヵ月終値平均に対して6.38%及び同6ヵ月終値平均に対して8.78%のプレミアムを乗せた水準に過ぎません。そのため、この金額提案に対してパイプドHDの特別委員会は、一般株主が満足して応募できる十分なプレミアム水準とすべく、2,800円より高い金額とすることを要請しました。

しかしながら、これに対して公開買付者は概要以下の理由を挙げてTOB価格の引き上げを拒否しました。



Topics / Insight

- ✓ 前回 TOB 不成立後、市場株価は一時 2,200 円程度まで下がっており、また、前回の公表日からの終値平均株価・出来高加重平均株価は何れも 2,740 円台であり、本来的な株価が 2,800 円を上回るとはいえない。従い、現在の株価は前回 TOB と特定株主による買い集め行為を踏まえた株価形成がされている。
- ✓ 本件では一般的な MBO と同様に足元の株価に対して平均的なプレミアムの有無を議論することは適切ではない。
- ✓ 前回 TOB 後に株式を取得したミライノバートが、公開買付者に買取を打診し、公開買付に応募合意したのは、保有株式を市場で処分すると株価が下落する懸念があり、かつ、2,800 円以上の価格での売却は現実的ではないと判断していると推察出来る。
- ✓ 実際、前回 TOB 後に 2,800 円を上回る対応的な TOB 提案はないこと。
- ✓ ミライノバートに加えて、第 2 位の株主である TGA 及び東山氏も 2,800 円の価格で合意している。東山氏、ミライノバートは共に MBO 後に佐谷社長と何らかの関係を持つわけではなく、一般の少数株主と同じ売主の立場であること。
- ✓ 前回 TOB において取締役会の賛同と応募推奨が得られており、前回 TOB 基準日の 2021 年 9 月 29 日を基準日とすると、2,800 円は公開買付者として合理的であること。特に、3 ヶ月、6 ヶ月のプレミアムを鑑みれば相応なプレミアムが付された価格と評価出来たこと。
- ✓ 以上より、2,800 円は応募合意株主以外の少数株主にとっても合理的な価格であること。

上記の理由は、正直、理解に苦しみますが、最終的に特別委員会はこれを受け入れ、その答申書の中で、取引条件は「少数株主にとって不利益になりうる特段の事情は認められない」と結論づけています。この答申書を受けたパイプド HD の取締役会も、本件 TOB に対して賛同と応募推奨の意見を出すこととなりました。

前述の通り、本件 TOB は、開始前から成立することが確実です。本来、そのような状況においてこそ、特別委員会は少数株主の利益を守らなければならないはずですが、2,800 円の TOB 価格の引き上げを要請したところまでは良かったのですが、より高い TOB 価格を勝ち取る交渉力が弱かったと思われれます。

少数株主の利益を保護するための特別委員会はどうかあるべきか、現状の実態を踏まえて、改めて考えてみる必要があると思われれます。

<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

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