



Topics / Insight

2023年1月の注目ディール: インパクトホールディングスがMBO

2023年2月13日

本件の概要と特徴

2023年1月26日、インパクトホールディングス(インパクトHD)は、ベインキャピタルをスポンサーとしたMBOを実施することを公表しました。1月27日から開始されるTOB以下一連の取引により、インパクトHDは現社長の福井氏及び同氏の資産管理会社である福井企画が合計で30%、ベインキャピタルが残りの70%の議決権を保有する非上場会社となる予定です。

本件の特徴として挙げられるのは2点。一つ目は検討の途中でスキームが大幅に変更されたことです。当初の計画では、インパクトHDの提携先である双日が株主として残り、福井氏、双日及びベインキャピタルの出資比率は20:10:70となる予定でした。二つ目の特徴はTOB価格が低いことです。MBOでは一般に40%台のプレミアムがつけられますが、本件では9~18%と低い水準に留まりました。

大幅なスキーム変更

インパクトHDは、海外事業の展開に注力するという戦略の下、2020年に双日と資本業務提携契約を締結し、同社から約2%の出資を受け入れました。そのため、2022年8月頃から開始されたMBOの当初の検討時点では、双日も10%の持分を有する株主として残ることが想定されています。この時点では、TOBに続くスクイーズアウト後に、福井氏と双日が公開買付会社に再出資するというスキームでした。

しかしながら、同年11月から12月にかけて実施された価格交渉が決裂し、TOBは一旦延期。原因は、提示された一株4,350円のTOB価格をインパクトHD側が認めず、更に高値を要請したところ、ベインキャピタルがその要請に応えられなかったことにあります。インパクトHDの市場株価は値動きが激しく、検討初期の8月30日では3,555円であったものが、11月29日には4,640円まで上昇しており、ベインキャピタルもプレミアムの上乗せ要求に応じることが出来ませんでした。

その後、インパクトHDは成長戦略を見直し、海外展開への注力から、国内市場に経営資源を集中する方向へ転換。これに伴い双日との資本業務提携の解消も遑上にあげられます。ベインキャピタルはこれを受け、双日がTOBに応募することの合意を取り付けた上で、市場価格が3,800円付近を推移していた2023年1月に再提案をします。

ベインキャピタルによる再提案では、スキームの変更も含まれていました。新たなスキームは福井氏とその資産会社はその所有株の一部をTOBに応募し、TOBに不応募とする株式は、三角株式交換にて公開買付会社の親会社株式と交換するというものです。更にその後、ベインキャピタルの議決権が70%となるように、交換後の株式の一部を種類株に変換します。詳細は不明ですが、この

Topics / Insight

スキーム変更により、福井氏は株式の売却益に対する課税負担を減らし、ベインキャピタルも出資負担を節約することが可能になるのではないかと考えられます。

低い TOB プレミアムの妥当性

いわゆる M&A 指針が公表された 2019 年以降に実施された MBO における平均的なプレミアムは 40% 台です。しかしながら、本件の TOB 価格 4,500 円は、公表日前日の終値 4,130 円に対して 9%、公表日前 1 ヶ月間の終値平均 4,045 円に対して 14%、同 3 ヶ月間の終値平均に対して 11%、同 6 ヶ月間の終値平均に対して 18% のプレミアムがそれぞれ上乗せされた水準に過ぎませんでした。

これに対して、インパクト HD が設置した特別委員会は、1 ヶ月の平均値と 6 ヶ月の平均値については一定のプレミアムは付されていると評価出来るとしました。更に、前日終値及び 3 ヶ月の平均値については、類似事例のプレミアムと比較して低いことのみを持って TOB 価格の妥当性が損なわれるものとは言えないとしています。

実際、公表前日の終値である 4,130 円は、PBR が 5.66 倍、PER が 21.94 倍となる水準。2023 年 1 月末におけるグロース市場全体の単純平均 PBR4.3 倍と同単純平均 PER70.2 倍に照らして割安とは言えません。むしろ、TOB の対象とするには高値過ぎると言えるかもしれません。それ故、プレミアムも低くならざるを得なかったのでしょう。

市場株価は、業績や市場環境だけでなく、様々な期待・憶測などの影響を受けるため、プレミアムだけを見て TOB 価格の妥当性を論じるべきではありません。本来は、MBO 実施後に可能となる大胆な施策によって実現出来るであろう価値に照らして、その妥当性を検証すべきだと考えます。

だからといって、プレミアム水準を軽視することは出来ません。プレミアムの計算は単純でわかりやすく、客観的でもあるため、一般株主にとって、公平性の高い数値と言えるからです。そのため、高くないプレミアムを妥当と認める場合には、その理由をきちんと説明すべきです。残念ながら、本件の特別委員会の説明は明らかに苦しく、一般株主にとって必ずしも納得感が得られるものとは言えそうにありません。

TOB の公表後、市場株価は TOB 株価にさや寄せして推移しています。TOB 期間の最終日である 3 月 10 日まで、このまま何ごともなく終わるのか注視したいと思います。

<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: <https://benediconsulting.jp>