



## Topics / Insight

### 2024年7月の注目ディール： ヘリオステクノHDに対するTOBが不成立

2024年8月13日

#### RSテクノロジーズによるヘリオステクノホールディングスに対するTOB

RSテクノロジーズが2024年6月3日より実施していたヘリオステクノホールディングスに対するTOBが、7月13日に不成立となりました。本件は、少数株主との利益相反が問題となりやすいMBOや支配株主によるTOBではなく、また、最近増加してきた同意なき買収でもありません。そのため、特定株主間の利害対立という特殊な要因が不成立の原因となったわけではありません。

RSテクノロジーズは、TOB応募株式数が予定買付数の下限に満たない状況下において、TOB価格の変更や期間の延長をすることなく、TOBの不成立を迎えることとなりました。

#### TOBにおける取引条件

TOB価格は825円。これはTOB公表日前営業日の終値477円、並びに、同日までの1か月間、3か月間及び6か月間の終値平均492円、514円及び522円に対して、それぞれ73%、68%、61%及び58%のプレミアムを加えた水準です。この水準は、過去事例の平均値や中央値と比べても高い水準と言えます。

一方で、配当考慮後の2024年3月末の一株あたり純資産額855円に比べると、僅かに低い金額です。加えて、第三者算定機関が提示したDCF法による評価額797円～971円との比較では、中央値884円よりも低く、ヘリオステクノの特別委員会では、下限に近い水準との認識を示していました。

また、公開買付期間は30営業日することで間接的なマーケット・チェックが採用されていること、並びに、買付予定数の下限がマジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株式数に設定されていることなどから、特別委員会は、手続き的な側面における取引の公正性は担保されていると判断しています。

これらを受けて、ヘリオステクノの取締役会は、本件TOBに対して賛同はするものの、TOBに応募するか否かについては、株主の判断に委ねる旨の決議をしていました。

#### TOB開始後の株価の動き

ヘリオステクノの市場株価は、TOB公表の3営業日後に866円とTOB価格を超えます。その後900円を超えた6月14日に、RSテクノロジーズがTOB価格に対する考え方に係る説明を改めて公表するとともに、今後TOB価格の引上げはしないことを明言しました。

しかしながら、株価はその後も860円前後を推移。TOB期間最終日の7月13日の終値は849



## Topics / Insight

円と少し下げたものの、終始 TOB 価格を上回る水準となりました。翌営業日の 7 月 16 日に RS テクノロジーズが TOB 不成立を公表しましたが、市場価格は上昇に転じ、7 月 23 日には一時 945 円の高値を付けます。その後、乱高下を見せますが、8 月 13 日現在においても、881 円と高い水準を維持しています。

### アクティビストによる買付

大量保有報告書によれば、5 月 31 日に RS テクノロジーズによる TOB が公表されると、すぐさま、2 社のアクティビストが動き出していたことがわかります。

英国のファンドであるニッポン・アクティブ・バリュー・ファンドは、TOB 開始直後の 6 月 4 日に 200 株、翌日 5 日には共同保有者と合わせて 1,331,300 株を一気に取得し、5.84%を保有する大株主となりました。また、日本の独立系投資運用会社であるブラッククローバーも 6 月 5 日から買い付けを始め、6 月 13 日までに約 100 万株、5.07%の株式を買い集めます。

このファンド 2 社による買い付けが、6 月 5 日・6 日の出来高を急上昇させ、TOB 価格を上回る市場株価を誘導したと言えそうです。ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンドは、その後も買い付けを続け、7 月 12 日までに保有割合を 14.59%まで高めています。

本件で買付をしたアクティビスト 2 社は、割安株に投資し、投資先の企業価値を向上させることを投資戦略としています。即ち、今回の株式取得は、本件 TOB 価格が割安であると、彼らが判断していたことを示しており、市場は 2 社の判断に追随したということが出来ます。

### 特別委員会の判断

ヘリオステクノの特別委員会は、その答申書において、TOB 価格は株主に対して応募推奨意見を述べるべき水準には至っていないと明言していました。一方で、市場価格よりも高い TOB 価格での売却機会を株主から奪うべきではないとして、TOB 価格に一定の妥当性も認めています。その結果、TOB 価格を含む取引条件が、少数株主にとって不利益ではない取引条件となっているのかが、曖昧になってしまったと思われる。

特別委員会の答申書の内容が TOB 不成立の原因となったとは言えませんが、少なくとも、わかりづらい判断をしなければならぬ取引条件を認めてしまったことが、アクティビストに付け入る隙を与えてしまったものと思われる。特別委員会の責任は今後もますます重くなると考えられます。

### <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: <https://benediconsulting.jp>