



Topics / Insight

2025 年 12 月の注目ディール: マンダムの MBO に KKR が対抗提案

2026 年 1 月 14 日

マンダムが MBO を公表

マンダムは 2025 年 9 月 9 日、日本とベトナムにおける競争法のクリアランスを取得した上で、MBO を目的とした TOB が開始される予定であること、並びに、当該 TOB に対して賛同すると共に株主に対して応募推奨することを公表しました。但し、本件はその後に想定外の展開が待っており、すんなりとは進みませんでした。

MBO の概要

本件 TOB は CVC をスポンサーとして実施されます。当初のストラクチャーは、創業家である会長が代表理事を務める財団法人と同じく創業家である社長の資産管理会社は TOB には応募せず、スクイーズアウト後に株式交換によりマンダム株に替えて公開買付会社の親会社の株を取得。一方で、会長・社長の 2 名は TOB に応募した上で、最終的に公開買付会社の親会社に再出資をするというものでした。これにより、最終的な持株比率は CVC:創業家=66:34 とされました。また、創業家が保有する株式は合計で 12.64% にすぎなかったため、買付予定数の下限は 56.02% とマジョリティ・オブ・マイノリティの条件を満たす水準に設定されました。

TOB 価格は 1,960 円。これは公表前日終値及び過去 1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月の終値平均に対して 30.4%~42.2% のプレミアムを加えた水準で、過去の類似事例と比べて遜色がない水準とはいええます。更に、マンダムの設置した特別委員会は当該 TOB 価格の公正性を担保するべく、フェアネス・オピニオンを取得しました。

シティインデックスイレブンスによる大量買付

これに対し、シティインデックスイレブンスと野村絢氏は MBO 公表直後とも言える 9 月 12 日に約 2,100 千株(所有割合 4.35%)を一気に買付ます。大量保有報告書が提出された 9 月 24 日には 6.67%、その後も取得を続け、10 月 15 日には同月 7 日までに約 8,500 千株(17.63%)まで買い進まれたことが報告されました。僅か 17 営業日での急速な買付です。

この間、市場株価は TOB 価格を上回る 2,200 円台で推移します。マンダムの当初プレスリリースに記載された本件の MBO プロセスには、特段の問題は指摘できませんでした。シティインデックスによる買付の主張は株価が安いということ。恐らく、前から虎視眈々と狙っていたのでしょう。MBO 公表後における、こうしたシティインデックスの素早い動きには驚かされます。



Topics / Insight

対応指針の導入

シティインデックスの大量買付に対し、マンダムは大量買付行為等に関する対応方針を導入します。当該対応方針は、「実現可能性のある買収提案を確保することを目的とした手続きを実施するために合理的に必要な時間を確保」すること、即ち、積極的なマーケットチェックを実施するための時間を得ることを目的とし、有効期間は原則として 2026 年 2 月末までとしました。

また、マンダムの設置した特別委員会は、TOB に対する賛同意見は維持しますが、市場株価が TOB 価格を上回る水準で推移していることから、TOB への応募については推奨意見を撤回し、中立意見に変更しました。

その後、CVC はマンダム創業家の出資比率を低くして、将来見込まれるバリューアップからのリターンをより多く得られるようにストラクチャーを変更することで、TOB 価格を 2,520 円に引き上げることを 11 月 27 日に公表します。当該プレスリリースでは、シティインデックスの応募合意を取り付けたことも併せて公表されました。株価は新たな TOB 価格に収斂する動きを見せます。

2,800 円の対抗提案

本件で導入された大量買付行為等に関する対応方針は、シティインデックスによる株式の買い増しを防ぐ手段として導入されたものであるため、同社との応募合意の締結により、必要なくなるはずです。しかし、今回の対応方針導入はマーケットチェックを大義名分としていたことから、その有効期間を短縮することは難しいと考えられたのでしょう。途中で廃止されることなく、対応方針はそのまま継続されました。

その結果、KKR が TOB 価格を 2,800 円とする対抗提案を提出することにつながります。12 月 15 日に提出された当該提案は法的拘束力がないものであるため、マンダムもこれをそのまま受け入れることはしていませんが、CVC の提案よりも 1 割以上高い TOB 価格は無視出来ません。市場価格は KKR の提案報道を受けて、2,800 円近くまで上昇しました。

KKR の提案は、マーケットチェックが機能した成果であり、一般株主の利益に資するとも言えますが、一度は成立の可能性が高まった TOB が、またもや先が見えなくなりました。CVC と KKR の攻防は、最後まで目が離せません。

<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>