



**2013年1月の注目ディール：
不成立に終わったPGMホールディングスによる敵対的TOB**

2013年2月5日

PGMホールディングスによる敵対的TOB

昨年11月に開始されたPGMホールディングス（以下PGM）によるアコーディア・ゴルフ（以下アコーディア）に対するTOBは、2013年1月18日に不成立となったことが公表されました。

本件は、2012年1月にPGMがアコーディアに対して経営統合の提案をしたこと、アコーディアのコンプライアンス上の問題を受けて当該統合提案が同年3月に凍結されたこと、PGMの兄弟会社等による株主提案がアコーディアの株主総会で否決されたこと、などを背景として実施されたTOBであり、注目されていた案件であったと思います。

本件の買取価格の81,000円は公表日前日の終値53,300円に52%のプレミアムを乗せた水準でした。買取予定数の下限が20%に設定されていたため、成立の可能性は高いと考えていた方も多かったと思います。しかしながら、実際の応募は16.7%にとどまる結果となりました。

これは様々なことの組み合わせの結果というべきだと思いますが、敢えて幾つかの方法論的要因を挙げるとすると、①敵対的TOBのネガティブなイメージがアコーディア経営陣に味方した、②公開買付代理人が大手証券会社ではなく、TOBに応募するためには口座開設の手間が生じる株主が多かった、③TOB後も上場維持が確約されており売却の判断を先送りすることが可能、ということが挙げられるでしょう。加えて、後述のようなアコーディア側の対応は、TOBに応募しないことに対する積極的な動機付けを株主に与えたと思われます。

TOB開始後の主な経過

公開買付け期間において公開された両社の対応とアコーディア株価をまとめると次ページに記載した表の通りとなります。これを見ると、2012年11月15日にPGMよりTOBの開始が公表された後、アコーディアはPGMのTOBに対して矢継ぎ早に対抗策を実行していることがわかります。

アコーディアはまず、事前連絡のないTOBである旨のコメントを即日公表し、翌週20日にPGM資料に対する反論を開示しました。次いで、12月3日には配当政策の見直しと中期経営計画を公表するとともに反対意見を表明しています。配当政策の変更は、10月に増額を公表した一株1,600円の当期配当を更に5,500円にまで増額することに加えて、今後の連結配当性向を90%とするというものです。中期経営計画を同時に発表した



Topics / Insight

のは、この大胆な配当政策変更の実現可能性を説明するという目的もあったと考えられます。

(PGM 及びアコーディアのニュースリリース等と株価)

日付	実施者	内容	アコーディア 株価
2012/11/15	PGM	TOB 開始を公表	53,200
	アコーディア	アコーディア取締役会に事前の連絡・協議がない TOB である旨のコメント	
2012/11/20	アコーディア	PGM 作成の説明資料に対して反論を表明	72,000
2012/11/30	アコーディア	TOB に対する意見表明を留保する旨アナウンス	76,700
2012/12/3	アコーディア	中期経営計画、配当方針の変更を公表するとともに、TOB に対する反対意見を表明	77,200
	PGM	アコーディアの反対意見表明を受けて反論のコメント	
2012/12/21	PGM	アコーディアの株主名簿閲覧拒否に対する仮処分命令の申立てが認められたことを公表。	76,600
2013/1/4	アコーディア	総会特別決議要件を 4 分の 3 とする旨の定款変更を公表。臨時株主総会の基準日は TOB 期間最終日の前日とした。加えて、反対意見表明に関する追加説明資料を公表	78,800
	PGM	上記アコーディア発表に対して遺憾の意を表明。経営陣の保身行為であると批判。	
2013/1/8	PGM	経営統合に関する考え方を公表	80,800
2013/1/11-14	アコーディア	株主向け説明会を実施（計 3 回）	80,300
2013/1/16	アコーディア	大量保有者（株式会社レノ）からの要望に対する現経営陣の考え方を公表。	80,800
2013/1/18	PGM	TOB が不成立となったことをアナウンス。	82,800

また、アコーディアは株主に対する情報提供として、年明けより追加の説明資料を公表するとともに株主向け説明会も実施し、TOB に応募しないよう既存株主に対して強く訴えています。ある経済誌によって TOB 期間中に実施されたインタビューにおいて、アコーディアの鎌田社長は TOB に対する考え方を改めて説明するとともに、ホワイトナイトを探していることも言外に匂わせるなど、正になりふり構わずの対応が見られたと言えます。

一方で、PGM 側の一般株主に対する対応は、アコーディアに対するリアクションを發表するにとどまっていることが目に付きます。言い換えると、（少なくとも公表されてい



Topics / Insight

る限りでは) 後手に回っているように見受けられるのです。勿論、株主名簿の閲覧結果に基づいて、各株主に対する水面下でのアプローチはされていたと想像出来ますが、アコーディアが実施したように、世論を巻き込むような一般株主に対して広く訴えかけるという方法は取られませんでした。

市場株価の動き

株価の推移に関していうと、旧村上ファンド出身者が多数在籍すると言われている株式会社レノの存在も見逃せません。同社は TOB 開始後より株式の取得を開始し、TOB 期間中に筆頭株主に躍り出ました。大量保有報告書によるとその所有割合は、11 月中は 2.06%であったものの、年内までに 10.94%、TOB 期限最終日には 18.12%まで上昇しています。同社はその後も株式の追加取得を続けており、2013 年 1 月 28 日付の大量保有報告書によると合計 20.24%を保有する大株主となりました。

2012 年 11 月 15 日に TOB 開始が公表された時点では 53,200 円であったアコーディアの株価は、週明けの 20 日までに 72,000 円、アコーディアが配当政策の変更を公表した 12 月 3 日には一時 79,400 円まで上昇したものの、その後 12 月中旬位まではジリジリと 74,500 円まで下げています。つまり、TOB 価格との差はなかなか縮まらず、いわば小休止した状況にあったと言えます。12 月以降のレノ社による株式取得は、結果としてこうした状況のアコーディアの市場株価を、TOB 価格まで釣り上げていくことを後押ししたとみられます。

さらに、TOB 期間の最終日である 1 月 17 日は (一部の報道機関が不透明なニュースを流した影響もあるとは思われますが) 一時 83,800 円まで値を上げており、この値動きが TOB の結果にも影響したと思われます。

おわりに

TOB の不成立に終わりましたが、新たにレノ社が 20%超の所有割合を有する筆頭株主として登場しており、アコーディアにとっては新たな課題が発生することになりました。高配当政策も今後の負担となると思われます。今後の動向には引き続き注意を払って行きたいと思います。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

代表取締役 安田昌彦

Mail : ma.yasuda@benediconsulting.jp

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