



Topics / Insight

2021年11月の注目ディール: パイプドHDのMBOが失敗

2021年12月14日

MBOの全体像

2021年11月15日、パイプドHDに対するTOBが不成立に終わりました。本件TOBは、同社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仕掛けたMBOの一貫として実施されたものです。元々、このMBOは、TOBが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ました。

予定買付数については、その下限が23.1%に設定されました。これまでの実績から株主総会における議決権行使比率が88%であると見積り、その3分の2からTOBに不応募の佐谷社長の株式所有比率35.6%を控除した比率です。買付予定数の下限だけを見れば、TOBが成立する可能性は高いと言えたでしょう。

MBOの全体像を改めて見直し、本件TOBが不成立に終わった要因を考察したいと思います。

TOBの内容とプレミアム

本件TOBに続けて実施する予定であった自己株TOBにおける買付価格は一株2,611円。2,800円であった本件TOB価格よりも189円低い水準です。自己株TOBの場合、みなし配当の益金不算入による税務メリットを享受できますので、通常のTOBより低い価格でも、法人株主は手取額が多くなる可能性が高くなります。プレスリリースによれば、買付価格を189円低くした自己株TOBと組み合わせ、これを原資としたことにより、最初のTOB価格を22円高くすることが出来たとのことでした。

10月1日から開始された本件TOBにおける買付価格2,800円は、公表日前日の終値、公表日前1ヵ月間の終値平均、同3ヵ月終値平均、同6ヵ月終値平均に対して、それぞれ11.5%、10.4%、20.7%、40.1%のプレミアムを加えた水準です。上記のかさ上げ分22円を含んでいるにも拘わらず、必ずしも十分なプレミアムといえる水準には至りませんでした。

6ヵ月終値平均のプレミアムが40.1%であったのに対して3ヵ月終値平均のプレミアムが20%と大きく下がっている理由は、7月以降の株価上昇です。6月30日に公表した業績予想の上方修正を受けて、翌日の株価は前日比346円高の2,121円まで上昇しており、その後もそれ以上の価格帯で株価が推移しました。また、8月下旬以降はTOPICSが2,000円を超える日が続くなど、市場全体が上値を探る状況であったことも、株価が高くなっていた原因の一つです。つまり、直近の株価上昇は、異常な状況で生まれた不自然な価格形成ではないと考えられます。

また、TOB価格は、パイプドHDのFAが算定したDCF法による価格レンジ2,520円～3,037円のほぼ中央値です。DCF法の前提となった財務予測は、2023年2月期以降每期8.2%の割合



Topics / Insight

で売上高が増加、EBITDAは2024年2月期に減少するもそれ以降は連続で8.2%の増益を予定しており、評価額を下げるための保守的な予測とは言えそうにありません。財務予測はMBO実施後の各種施策によるシナジー効果を含んでいないため、DCF法による算定結果はパイプドHDの現状のキャッシュ獲得能力の実力値を示す算定結果とみて良いでしょう。そのように考えると、DCF法による価格レンジの中央値にほぼ一致するTOB価格は、パイプドHDの実力値に対してはプレミアムが乗せられていない水準とみることが出来ます。

一方、市場株価は、MBO公表後しばらくはTOB価格にさや寄せする格好で推移しましたが、投資家の藤澤氏が買付を始めた10月15日以降、TOB価格を上回るようになりました。一時は3,200円を超える水準での取引が続き、その後も市場株価がTOB価格を下回ることは一度もありませんでした。結局、TOB期間延長やTOB価格変更は一度もされることなく、TOBは不成立に終わりました。

本件からの学ぶこと

MBOにおけるTOBプレミアムとは、経営陣が株主としての支配権を獲得するために、その将来獲得する企業価値の一部分を既存の株主に分配するという意味を持ちます。従って、本来のプレミアムとは、企業の実力値を示す株価に対してどれだけ上乗せがされているかという観点から考えるべきものです。

市場株価との比較によって算出されたプレミアムは、誰が計算しても同じ結果となるので、とてもわかりやすい値ですし、客観的な指標として大いに参考とすべきです。但し、市場株価はその時の市場環境によって変わるものであることから、これだけに頼るのは危険です。事実、過去のMBOにおいてTOB期間中にTOB価格の引上げをしている事例の多くは、最初からプレミアムが30%を超えているものが殆どです。逆に、プレミアムが20%台でもそのまま成立している事例の多くは、TOB価格がDCF法による算定レンジの中央値よりも高いものばかりです。

プレスリリースによれば、本件の買付者はパイプドHDの本来の企業価値よりも、株価騰落率やプレミアム率ばかりをTOB価格の理由付けとしているようでした。しかしながら、市場株価がMBO公表前に上昇したため、プレミアム水準はかなり低いものとなりました。その結果、割安であるとの印象が余計に強くなったものと思われます。

本件では、自己株TOBとの組み合わせや買付予定数の下限を下げる考え方など、今後の実務において参考にして良い工夫が見られます。DCF法で算出された価値を基準にTOB価格の交渉がされていたならば、TOBの結果は変わっていたかも知れません。

<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: <http://benediconsulting.jp>