



## Topics / Insight

### 2022年1月の注目ディール： ナルミヤに対する TOB に主要株主が 2 段階応募契約

2022年2月13日

#### TOB の概要

2022年1月13日、ナルミヤ・インタナショナル(ナルミヤ)の筆頭株主であるワールドは、同社を連結子会社化することを目的とする TOB 実施を公表しました。ワールドは、TOB 後もナルミヤの上場を維持するとしており、買付予定数の上限は発行済株式総数の 26.58%。TOB 前よりワールドが保有している 25%と合わせて 51.58%となる部分買付です。また、買付予定数の下限は 20%に設定されました。買付数が下限に留まった場合、ワールドの持株比率は45%となりますが、実質支配基準により連結子会社とすることが想定されています。

また、TOB 価格 1,230 円は、公表日前日の市場株価終値 962 円に対して 27.9%のプレミアム。公表日前1ヶ月間、同3ヶ月間及び同6ヶ月間の終値平均に対しては、それぞれ 26.8%、14.7%及び 16.4%のプレミアムが上乘せされた水準です。部分買付となる TOB のプレミアムは、20%前後とすることが多いため、本件のプレミアムは平均よりはやや高めの水準と言えます。

#### 2 段階応募契約における矛盾

本件では、買付予定数の上限と一致する 26.58%を合計で保有するナルミヤの主要株主 4 社がワールドと応募契約を締結しています。主要株主 4 社とは、日本産業パートナーズ(JIP)と同社と協関係にある3つのファンド。本件は、実質的に、ワールドが JIP から主要株主から株式を取得するための相対取引です。但し、応募契約には応募を2段階に分けるという珍しい条件が付けられました。

2 段階応募の内容は、TOB 開始後 15 営業日までに JIP から 4 社が合計で 20%の株式を TOB に応募。TOB 期間の最終日において、なお保有している株式があった場合は、残りの全てを TOB に応募するというものです。つまり、TOB 開始後に市場株価が TOB 価格を上回った場合、4 社は市場で株式を売却し、上回らなかった場合には TOB に応募するということとなります。

一般に、本件のような上場を維持する部分買付では、市場価格は TOB 価格にサヤ寄せすることもなく、TOB 価格よりも低い水準で推移します。そのため、通常であれば、主要株主は1株も市場で売却することが出来ずに、結局全保有株式を TOB に応募することになると予想されます。万が一、市場株価が TOB 価格を上回ることがあるとすれば、それは、TOB 価格が低すぎることを理由としてアクティビスト等の参戦を一般株主が期待するような場合でしょう。本件の TOB 価格は、JIP 主導で交渉した結果合意された金額であることから、売り手として事前に当該価格を認めたはずの主要株主が、そのような状況を期待するというのは論理的に矛盾します。



## Topics / Insight

### これまでの経緯

ナルミヤは、元々は JASDAQ の上場企業でしたが、2010 年 3 月に当時の親会社であった SBI グループのファンドである SBI キャピタルの TOB を受けて上場廃止となりました。その後、JIP の傘下に入ったのち、2018 年 9 月に再上場。ワールドはこの再上場時に 10%の株式を取得しました。2019 年 3 月には、主要株主である JIP 及び 3 つのファンドより計 15%を追加取得して筆頭株主となるとともに、ナルミヤを持分法適用関連会社としました。

更に、ワールドはナルミヤを連結子会社とすべく、2020 年初めより JIP と交渉を開始します。ところが、デュー・デリジェンスも済ませて交渉を本格化しようかとするタイミングで生じたのが、コロナ禍における市場株価の急落です。1 月初旬に 1,400 円前後であったナルミヤの株価が 3 月に 500 円台まで落ち込んだことで、TOB の検討は中止となってしまいました。

その後、コロナ禍収束の兆しが見られ、株価も 1,200 円程度にまで復活した 2021 年 11 月に、交渉が再開されます。しかしながら、今度はコロナ第 6 波のタイミングで市場株価は 900 円台まで下落してしまいました。

### 上場後の株価推移とファンドの EXIT

2018 年 9 月に再上場日におけるナルミヤの株価の終値は 1,494 円。以来、終値でこの水準を上回ったことはなく、1,200 円台を中心に 1,000 円台から 1,400 円台の間で推移していました。2020 年初めの TOB 検討は、高値圏にあるタイミングでの EXIT を JIP らが狙ったものでした。

これまで、上場後の株価低迷とコロナ禍の影響を受けて、EXIT の機会を逸してきたファンドとしては、この機にナルミヤ株式を売却したいという意識が強くなっていたのではないかと思います。再度下落した市場株価に 20%程度のプレミアムを乗せた TOB 価格に不満を抱きながらも、進めざるを得なかったということが伺われます。そのため、2 段階応募というスキームを繰り出したのだと思われます。

ただし、今回の TOB 開始後の株価は 1,100 円台で推移しており、TOB 株価に迫ることもありません。このままいけば、残念ながら、2 段階応募スキームは効果なしという結果になりそうです。

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