



Topics / Insight

2023年12月の注目ディール: 第一生命 HD がベネフィット・ワンに TOB 提案

2024年1月13日

事前の合意なき対抗 TOB 提案

第一生命ホールディングスは2023年12月7日、エムスリーによる TOB が進行中であるベネフィット・ワンに対して TOB を実施する予定であることを発表しました。エムスリーが実施している TOB の最終日は12月13日。あと1週間と迫った時点での突如の TOB 提案の発表を受けて、エムスリーは期間を2024年1月17日まで延長しています。

ベネフィット・ワンは、パソナグループ傘下の福利厚生代行サービスの最大手企業。パソナグループが約51%の株式を所有するプライム市場上場会社です。第一生命 HD は、パソナグループにもベネフィット・ワンにも事前のアプローチをしておらず、正に寝耳に水の対抗 TOB 提案となりました。

TOB の条件では第一生命 HD が有利

エムスリーによる TOB は、パソナグループが所有するベネフィット・ワン株式の取得により同社を子会社化することを目的としたもので、TOB 後もベネフィット・ワンは上場を維持することとされています。そのため、買取予定数の下限はパソナグループ所有割合と同じ発行済株式の51%、上限は同55%に設定されました。TOB 価格は1,600円。これは、エムスリーによる TOB 公表日前日の終値1,163円に対して38%のプレミアムを加えた価格です。パソナグループはエムスリーと公開買付応募契約を締結しており、第一生命 HD の対抗提案がなければ、TOB の成立は確実でした。

これに対して、第一生命 HD の TOB はベネフィット・ワンの完全子会社化をめざすもの。ストラクチャーは、①パソナグループ以外の一般株主から TOB にて株式を取得、②スクイズアウトの手続きを実施して、株主を第一生命 HD とパソナグループのみとする、③ベネフィット・ワンが自己株式取得でパソナグループの所有株式の全てを買付け、という手続きが想定されています。自己株式取得の採用により得られる税効果を TOB 価格に反映することで、一般株主も恩恵にあずかれるように設計されました。具体的には、当初 TOB 価格を1,800円と設定した上で、その場合に自己株式取得で得られるであろう税効果の金額を算出。これを TOB 価格に上乗せするというものです。

12月7日の公表時点では税効果の金額が算出されていませんでしたが、その後パソナグループより必要情報を入手し、12月21日に TOB 価格を2,123円と設定する旨の発表をしました。パソナグループに対する自己株式取得価格は1,491円ですが、税引き後の手取り額は2,123円で TOB に応募した場合と同額になります。

後出しであるため当然とは言えますが、パソナグループにとってもその他の一般株主にとっても、第一生命 HD の条件はエムスリーの条件を上回るものです。



Topics / Insight

企業買収の新しい流れとなるか

第一生命 HD は、中期経営計画でヘルスケア事業など保険以外の周辺分野の拡大を掲げており、福利厚生事業は親和性の高い分野と言えるでしょう。そのため、第一生命 HD は、従前より、このベネフィット・ワンを買収対象候補として検討していたとしています。一般に、M&A 戦略の文脈では、「案件が来てから検討を始めるのではなく、日頃から買収対象となりうる企業をリスト化し、それらの分析を進めておくべき」と言われます。第一生命 HD の場合は、買収候補先リストにベネフィット・ワンを含めていたということでしょうが、最重要候補とは位置付けられておらず、それ故、パソナグループやベネフィット・ワンとの事前の接触までは至っていなかったものと思われます。

ベネフィット・ワンの取締役会、特別委員会並びにパソナグループへのアプローチは、本件公表直前の 12 月 5 日。エムスリーの TOB 公表日の 11 月 14 日から、僅か 3 週間後のことでした。この期間にアドバイザーを起用した上で、ノンアクセスベースのデュー・ディリジェンス、株価算定並びにストラクチャリングの検討を実施し、社内の機関決定をしたことになります。事前の検討があったとしても、約 2,860 億円の投資です。日本企業の意味決定プロセスに時間が掛かることを考えると、猛烈なスピードと言えます。

また、今回の事前合意なき対抗提案が出来た背景の一つとして、2023年 8 月に「企業買収における行動指針」が策定されたことも見逃せないでしょう。同指針では、「望ましい買収」の実行を促進させるという考えの下、取締役会は「真摯な買収提案」に対して「真摯な検討」をすることが基本とされています。即ち、指針に従うならば、ベネフィット・ワンの取締役会は第一生命 HD の買収提案を蔑ろにすることが出来ません。この前提がなければ、事前の協議もない買収提案を仕掛けることは難しかったかもしれません。

当初 2024 年 1 月中旬をめぐりに開始される予定であった第一生命 HD による TOB は、パソナグループ及びベネフィット・ワンとの協議・交渉が継続中であり、開始予定が 1 月末頃と変更されました。エムスリーによる TOB も現在継続中です。予断は許されませんが、第一生命 HD による買収がパソナグループの合意を得て成立することになれば、昨年の NIDEC による TAKISAWA 買収に続く、事前の合意なき TOB による買収成功事例となります。

事前の合意なき TOB 提案が選択肢の一つとして普通に検討される時代が、近づいて来ているのかもしれない。

<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>