



Topics / Insight

2024年1月の注目ディール： ベネッセがMBOを実施

2024年2月14日

2023年11月のMBOの実施予告

ベネッセホールディングスは、同社に対して1月30日より開始されるTOBへの賛同意見とこれに応募推奨をする旨を公表しました。これは、2023年11月に公表されたMBOの実施予告にて示されていた、日本及び中国における競争法等のクリアランス取得が完了したことを受けたものです。

TOB価格は2,600円。このTOB価格は、11月の予告日前日の終値に対して45%、同日までの1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値平均に対してそれぞれ46%、42%及び42%のプレミアムを加えた水準です。TOBの開始予告以降、ベネッセの市場株価は概ね2,600円を超える水準で推移してきましたが、11月のTOB予告時に示された価格がそのまま採用されました。

MBO構成とストラクチャー

本件のMBOでは、スウェーデンに本社を置くプライベート・エクイティ投資会社であるEQTがスポンサーとなって進められます。EQTと創業者側のベネッセに対する出資額の比率は60:40。種類株に対する単元株式の定めに差を設けることにより、議決権比率は50:50とすることが企図されています。そのため、ストラクチャーは少し複雑なものとなりました。EQTはTOBを実施する公開買付会社のA種種類株式100%保有する公開買付親会社を設立し、この特定目的会社2社の下で本件を実施します。

ベネッセの現株主構成をみると、同社の取締役である福武英明氏の資産管理会社2社が計17.11%、公益財団法人福武財団が8.04%、福武教育文化振興財団が1.99%、その他創業家個人株主が計5.09%を所有しており、合計で34.23%が創業家関連の持分となっています(同社名誉顧問である福武総一郎氏は僅か800株であり、比率は0.0%)。この内、資産管理会社を除く創業家持分17.12%は、TOBに対する応募契約が締結されており、TOBへの応募が決まっています。

但し、美術館など文化的施設を運営する福武財団は、TOBへの応募よって得られた売却代金相当を公開買付会社親会社に再出資してB種種類株を取得することになっています。福武財団が所有する株式数にTOB価格をかけると売却代金は約200億円。財団の主要な収入源はベネッセからの配当収入ですので、これを維持するために、売却額から法人税等を控除した金額の最大限が再投資されるものと思われます。

一方、資産管理会社2社はTOBに応募しないこととなっており、TOB実施後のスクイーズアウト手続きを経て、ベネッセの株主を資産管理会社2社と公開買付会社のみとすることが予定されています。更に、資産管理会社は公開会社親会社に所有株式を現物出資してB種種類株式を取得。福武財団と共に公開買付会社親会社の株主となります。結果として、公開買付会社親会社の株主は



Topics / Insight

EQTと福武財団、資産管理会社ということになります。

公開買付会社は本件実行にあたり、金融機関より最大 1850 億円の資金を借り入れる予定であり、EQT の自己資金は最大 500 億円の拠出とする予定です。そのため、資産管理会社が保有するベネッセ株(TOB 価格換算で時価 429 億円)の全てを現物出資の対象とすると、創業家の出資割合が 40%を超えてしまいます。そのため、出資額割合を 60:40 とするために、資産管理会社は所有株式の一部を事前に公開買付会社に売却して調整することとなっています。

所有と経営の一致へ

MBOでは、経営を担う経営陣が会社の所有権を取得する(支配権を強める)ためにスポンサーの力を借りて株式を買い集めます。言い換えると、所有と経営の一致を取り戻すのが MBO であると言えるでしょう。通常、バイアウトの中心となる経営陣が創業家であるケースが多いため、その点では、福武家が主導する本件も共通しています。

但し、現在のベネッセの経営陣をみると、福武英明氏が取締役として名を連ねているものの、肩書は非執行取締役。元代表取締役である福武總一郎氏は名誉顧問であり、他に創業家出身の役員は見当たりません。元々、ベネッセと言えば外部からプロ経営者を社長に招聘するなど、所有と経営の分離を進めてきた企業です。本件は、創業家によるバイアウトであるとは言えますが、経営陣によるバイアウトとは言えません。

つまり、これまでの「所有と経営の分離」経営から 180 度舵を切るガバナンス改革と考えて良いかも知れません。しかも、総資産の規模を超える 1800 億円以上の借入も伴います。何年か後に生じるであろう EQT のエクジットの際に、ベネッセがどのようなガバナンス体制を構築しているか、興味は尽きません。

<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>