



Topics / Insight

2025年3月の注目ディール: CVCによるマクロミルに対するTOBが成立

2025年4月14日

当初TOBの概要

2024年11月15日より開始されたCVCによるマクロミルに対するTOBが2025年3月18日に成立しました。本件は、TOB開始後にオアシス・マネジメントが7%超の株式を取得したことなども影響し、長期化。2回のTOB価格変更を含めて計5回の期間延長を実施し、最終的に買付期間は80営業日となりました。

当初の公表におけるTOB価格は1,150円。TOB価格のプレミアムは、公表日前日終値、公表日前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42.7%、42.5%、43.4%及び39.4%であり、他のTOB案件と比べて、低いとは言えません。マクロミルもCVCによるTOBに賛同意見を表明し、応募を推奨しました。加えて、本件は、経営陣による出資が予定されておらず、MBOでもないことから、利益相反リスクの論点もありません。外形的には波乱が起きそうには見えませんでした。CVCの思惑通りには進みませんでした。

オアシスの参戦にCVCが対応

TOBの公表後、市場株価はTOB価格を上回る1,200円前後で推移。そのような中、12月17日にオアシス・マネジメントが株式を7.12%まで買付けたことが明らかになりました。大量保有報告書からは、オアシスはその殆どをTOBが開始されてから市場内外で買付けたことがわかります。こうなると、市場の期待は膨らみ、TOBへの応募は控えられます。その結果、CVCは12月26日にTOB期間を延長せざるを得なくなりました。

しかし期間延長だけでTOBへの応募が進むはずがありません。CVCは、TOB価格を1,250円に引き上げるとともに、オアシス及び3.47%の株式を保有するウィル・フィールド・キャピタルとの応募契約締結のための協議を始めたことを1月17日に公表します。このTOB価格引き上げに伴い、TOB期限は2025年2月3日まで延長されました。

しかし、その公表直後、今度は筆頭株主で17.6%を保有するトライビスタ・キャピタルが、「引き上げ後の公開買い付け価格は依然として対象会社の本源的価値を下回るものであり、株主共同の利益に資さない」とコメントし、TOBに応募しないことを発表しました。同社はファンダメンタルズ分析を得意とする新興ファンドです。マクロミルに対して2020年ころから純投資として投資を続けており、毎年、所有株式を増やしていました。

マクロミルは、普段から株価を意識して、筆頭株主であるトライビスタと十分な会話をしていなかったのかもしれませんが、コミュニケーションがとれていれば、TOB期間中にこうした反対意見が飛び出すことは避けられたであろうと考えられるからです。



Topics / Insight

オアシスとは再出資で合意

その後 CVC は 2 月 3 日における再延長を経て、オアシス及びウィル・フィールドが保有する計 11.53% について応募契約を締結したことを 2 月 7 日に公表します。但し、両社が公開買付会社の親会社に再出資をすることも同意されていました。即ち、CVC は TOB を成立させるために、両社に今後のバリューアップの成果を享受させる道を残したことになります。

更に、3 月 4 日には、TOB 価格を 1,275 円まで再度引き上げたこと、並びに、12.14% を保有する機関投資家の米グランサム・マヨ・バン・オッターールとも応募契約を締結したことを公表しました。

この結果、市場株価は 1,275 円にサヤ寄せし、3 月 18 日に TOB が成立することとなりました。

TOB 価格の公正性は保たれていたか？

不応募を表明したトライビスタ・キャピタルは、実際にも応募をしませんでした。応募契約をした 3 社のファンドの内、オアシス及びウィル・フィールドは実質的にエクジットをしていません。このことは、ファンド 3 社が TOB 価格による投資回収に満足出来なかったことを示しています。彼らは投資回収を最大化しようとする売り手目線のため、求める価格は高くなるのは自然です。

一方、買い手である CVC と交渉にあたったマクロミルの対応はどうだったでしょうか。プレスリリースの記載からは、株主の不利とならないように特別委員会の設置を始めとした公正担保措置が実施されており、手続き的には瑕疵なく進められたとみることが出来ます。ファイナンシャル・アドバイザーによる株式価値の算定結果との比較でも、不合理な状況は指摘できません。

そうすると、実質的に TOB 価格の条件交渉を主導した特別委員会が重要な意味を持ってきます。特別委員会は会社の内部情報を入手できる立場であり、一般の株主と比べて、情報の質と量が勝ります。その特別委員会が、株主の利益を守るために、責任をもってギリギリの交渉を実施したと言えるのであれば、公正担保措置も機能したと言えますが、単に形式的な交渉を進めただけでは、本源的価値の実現は不可能だからです。

公開買付者と直接交渉する機会を持たない少数株主の利益を守ることができるのは、特別委員会だけです。本件では、その特別委員会が合意した TOB 価格に満足できない株主が多くいたということでしょう。TOB 開始後に大株主との直接交渉を余儀なくされたが、TOB 期間の長期化につながりました。特別委員会の責任の重さを改めて考えさせられます。

<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

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