

【事例研究】

## 日本におけるPIPEs (private investment in public equities) の事例分析 — 売出しを通じたエグジット事例を中心として —

杉浦 慶一 (株式会社日本バイアウト研究所)

バイアウト・ファンド (buy-out funds) などの投資家が上場企業の私募増資を引き受け、上場を維持した状態で企業価値の向上を目指す本格的なPIPEs (private investment in public equities) が日本で登場してから15年超が経過している。バイアウト・ファンドなどの投資家が保有株式を売却して投資の回収を図ることは、一般にエグジット (exit) と呼ばれているが、初期の案件を中心にエグジット案件も多数存在する。PIPEsにおけるエグジット方法には、多様な方法が存在するが、「売出し (secondary offering of shares)」を通じてエグジットした事例は極めて少ないのが現状である。

本稿では、売出しを通じてエグジットを達成した事例としてティー・ワイ・オーの案件をとり上げ、PIPEsの実行からエグジットまでのプロセスを明らかにし、今後の課題と展望について考察した。そして、PIPEsによる資金調達を果たした役割として、自己資本が毀損した上場企業がエクイティによる資金調達を行い、財務体質の改善を行ったことを指摘した。また、PIPEsのエグジット市場への貢献として、高い持株比率の状態から一度の売出しにより全株式のエグジットを達成したことと、企業が「上場維持」と「独立性」を確保してエグジットを達成したことについて指摘した。

キーワード：PIPEs (private investment in public equities) 普通株式 エグジット 売出し  
個人投資家

### I. はじめに

バイアウト・ファンド (buy-out funds) などの投資家が上場企業の私募増資を引き受け、上場を維持した状態で企業価値の向上を目指す本格的なPIPEs (private investment in public equities) が日本で登場してから15年超が経過している。そして、バイアウト・ファンドは、対象企業の経営陣とともに企業価値の向上を目指すパートナーとして大きな役割を果たしてき

た。

バイアウト・ファンドなどの投資家が保有株式を売却して投資の回収を図ることは、一般にエグジット (exit) と呼ばれているが、初期の案件を中心にエグジット案件も多数存在する。バイアウト・ファンドがエグジットするということは、株主構成が大きく変化することから、企業にとっても重要な局面であると考えられる。特に、エグジット後も経営の「独立性」を維持できるかどうかや「上場維持」がなされるかどうかについては、企業側にとって極めて重

要な観点である。

PIPEsにおけるエグジット方法には、多様な方法が存在するが、「売出し（secondary offering of shares）」を通じてエグジットした事例は極めて少ないのが現状である。そのような中で、2013年には、普通株式の約44%を保有するバイアウト・ファンドが、一度の売出しですべての保有株式を売却してエグジットを達成した案件が登場した。

そこで、本稿では、バイアウト・ファンドが「売出し」を通じてエグジットを達成したティー・ワイ・オーの事例をとり上げ、PIPEsの実行からエグジットまでのプロセスを明らかにし<sup>1)</sup>、今後の課題と展望について考察する。まず、PIPEsの手法とエグジットについて述べた上で、ティー・ワイ・オーの案件の概要について説明する。具体的には、資金調達の前決算期末の業況と財務状況、資金調達のスキーム、資金調達後の経営改善と財務体質の強化、配当政策、売出しによるバイアウト・ファンドのエグジットの概要について明らかにし、普通株式の売出しに関する考察を行う。そして、最後に、本事例から得られる示唆と今後の研究課題について述べる。なお、本稿における売出しについては、企業側の立場から、「独立性」と「上場維持」が確保されるかという観点から、株主構成の変化や企業側が講じた個人投資家を意識した施策にも言及することとする。

## II. PIPEsの手法とエグジット

PIPEsとは、バイアウト・ファンドなどの投資家が上場企業の私募増資を引き受け、上場を維持した状態で企業価値の向上を目指す資金調達手法のことであり、日本では2000年代前半頃より登場した。バイアウト・ファンドには、通常、10年という存続期間が定められており、期間内に保有株式を売却して投資の回収を図るこ

とが求められる。

普通株式によるPIPEsのエグジット方法には、多様な方法が存在するが、市場売却と市場外売却に大別される<sup>2)</sup>。市場売却には、立会内取引、立会外取引<sup>3)</sup>、立会外分売が該当し、市場外売却には、売出し、ブロックトレードによる一括売却、発行者である会社以外の者による株式の公開買付けへの応募、発行者である会社による株式の公開買付けへの応募などの方法が該当する。エグジットするファンドは、それぞれの特徴とタイミングを見極めながら方法を選択する必要がある。

## III. 本稿でとり上げる売出しの事例の特徴

「売出し」は、大株主が保有している既発行株式について証券会社を通じて不特定多数の投資家に勧誘を行い、均一の条件で販売する方法であり、株式の分布状況の改善や流動性の向上を目的に実施される。通常、バイアウト・ファンドの保有株式の売出しは、「引受人の買取引受による売出し（secondary offering through purchase and underwriting by the underwriters）」により実施される。買取引受は、売れ残りのリスクを引受人（証券会社）が負担し、売出人（バイアウト・ファンドなどの大株主）から株式を取得した上で、一般投資家に売り捌くことである。証券会社の引受価格がバイアウト・ファンドの処分価格であり、不特定多数の投資家への売出価格は引受価格よりも高い金額となり、差額が証券会社の手取金となる。

売出しは、バイアウト・ファンドのエグジット方法としても有効な手段であると考えられるが、これまで採用されたケースは少ないのが現状である<sup>4)</sup>。その理由としては、バイアウト・ファンドの持株比率が高い案件では、事業会社によるM&Aを通じたエグジットや他のバイアウト・ファンドへ売却したケースが多かったこ

とにある。また、個人投資家の需要にも大きく左右されることから、持株比率が高い状況における売出しは不向きであると考えられていたという背景もあったと思われる。

本稿でとり上げるティー・ワイ・オーの案件は、財務体質が悪化した上場企業の資本増強を目的とし、バイアウト・ファンドが増資により普通株式を取得した事例である。資本増強と業績の回復とともに財務体質が改善していき、バイアウト・ファンドが「売出し」を通じて投資の回収を図っている。特に、バイアウト・ファンドが44%という高い持株比率の状態から売出しが実施され、「独立性の確保」と「上場維持」の両方をクリアしたうえで、すべての株式が売却されたという点が特筆できる。

## IV. ティー・ワイ・オーの事例

### 1. 会社概要

ティー・ワイ・オーは、TV-CM事業およびマーケティング・コミュニケーション事業を営む企業である。1982年の会社設立時から、TV-CM制作事業を開始し、広告映像事業を設立以来の基盤事業としていたが、映像コンテンツ・ビジネス領域へ事業拡大を行いつつ、2002年に日本証券業協会に株式を登録して以降は、積極的なM&A戦略により多角化を推進してきた。具体的には、エンタテインメント事業にも力を入れて、円谷プロダクションなどを傘下に収めていた。しかしながら、2000年代後半頃より、

いくつかの不採算事業部門を抱え、事業再構築を行う必要が生じていた。

### 2. 資金調達の前決算期末の業況

ティー・ワイ・オーは、2009年7月期には、事業再編を行い、不採算事業部門であったエンタテインメント事業のゲームソフト部門から撤退し、約15億円の特別損失を計上するに至った。2010年7月期も、厚生年金の脱退、投資有価証券の売却に伴う特別損失を計上している。

図表1は、ティー・ワイ・オーの資金調達の直前決算期末の業績を示したものである。2008年7月期には、営業利益が1,805百万円と高収益を誇っていたが、2009年7月期には、前述の特別損失が影響し、1,856百万円の当期純損失となった。なお、この期には営業利益も大きく減少しているが、リーマン・ショック後の企業収益の悪化に伴う広告主の広告宣伝費削減が大きく影響している。

2009年7月期に営業利益が大きく落ち込んだ理由としては、エンタテインメント事業の大きな不振が大きく影響している。エンタテインメント事業の営業利益は、2008年7月期の628百万円から42百万円に減少している。決算短信にも、当該連結会計年度におけるグループの業績は、エンタテインメント事業のゲームソフト部門の第2四半期までの大幅な不調と第3四半期以降の撤退による影響を大きく受けたとの記述がなされていた。

図表1 ティー・ワイ・オーの資金調達前の業績(連結)の推移

指標	2008年7月期	2009年7月期	2010年7月期
売上高(百万円)	31,118	29,483	26,492
営業利益(百万円)	1,805	401	926
経常利益(百万円)	1,452	125	584
当期純利益(百万円)	620	△1,856	△322

(出所) 有価証券報告書/決算短信に記載の数値に基づき筆者作成。

### 3. 資金調達の前決算期末の財務状況

図表2は、ティー・ワイ・オーの資金調達の直前決算期末の財務状況を示している。特別損失の計上により、2009年7月期と2010年7月期の純資産が大きく毀損し、自己資本比率が危機的水準となっていることが読み取れる。

有利子負債については、2008年7月の時点で100億円超となっていた。過大な有利子負債を抱えていた要因としては、過去のM&A資金を借入で賄っていたという背景がある。そして、取引金融機関からは、純資産の強化についての要請を受けており、「財務基盤の強化」を掲げ、借入条件の安定化と株主資本の強化に向けた方策が検討されることとなった。

### 4. PIPEsによる資金調達のスキーム

財務体質の改善を目指すために、ティー・ワイ・オーは、まず、全取引金融機関10行との借入条件の安定化を目的とし、2010年7月に取引金融機関との間で短期借入金から長期借入金への借入の変更を行った。また、年間650百万円(取

引金融機関への総返済額)を返済する旨を約しており、取引金融機関への返済をより着実に実行するべく、650百万円を返済原資として充当するため、第三者割当増資による資金調達が必須であるとの判断に至った。

図表3は、ティー・ワイ・オーのPIPEsの概要を示しているが、2010年12月に、独立系投資会社インテグラルが管理・運営する「インテグラル1号投資事業有限責任組合」を割当先として普通株式を発行し、13億円が調達されている。調達した資金は、借入金の返済と設備投資に充当されることとなった。

この増資の結果、バイアウト・ファンドが44%の普通株式を保有することとなったが、ティー・ワイ・オーにとっての増資のメリットとしては、次のような点があげられていた。

- ①必要資金を取得できること
- ②上場を維持することで、取引先からの信用力が保持され安定した事業運営が継続できることおよび既存株主の株式の自由譲渡性を損な

図表2 ティー・ワイ・オーの資金調達前の財務指標（連結）の推移

指標	2008年7月期	2009年7月期	2010年7月期
有利子負債（百万円）	11,145	11,706	8,964
純資産（百万円）	3,451	1,399	447
自己資本比率（%）	9.6	0.8	2.2

（出所）有価証券報告書/決算短信に記載の数値に基づき筆者作成。

図表3 ティー・ワイ・オーのPIPEsの概要

発行価額（単価×発行株数）	13億19,000円（49円×26,531,000株）
払込期日	2010年12月30日
割当先	インテグラル1号投資事業有限責任組合
プレミアム	第三者割当増資に係る取締役会決議日の直前営業日（2010年12月21日（木））のJASDAQ市場における普通株式の終値39円に対して25.64%のプレミアム、取締役会決議日の直前営業日までの直前1ヶ月間の終値の平均値43.65円に対して12.26%のプレミアム、直前3ヶ月間の終値の平均値42.98円に対して14.01%のプレミアム。直前6ヶ月間の終値の平均値53.89円に対しては9.07%のディスカウント。
資金用途	①借入金の返済（6億5,000万円） ②連結子会社への貸付を通じてのポストプロダクション（編集・仕上げなど）業務における機材などの設備投資（5億2,900万円）

（出所）プレスリリースに基づき筆者作成。

わないこと

- ③現在の経営体制を維持することで、安定した事業運営が可能となること
- ④新たな取締役3名が株主総会の承認を条件に就任することにより、経営体制・ガバナンス体制の強化を図ることができる

## 5. 資金調達後の経営改善

PIPEsによる資金調達後には、さまざまな経営改善施策が行われた。2011年には、ストック・オプション(新株予約権)の発行や、中国市場でインタラクティブ・クリエイティブ・プロダクションとして事業を運営する100%子会社のGreat Works China Co.,Ltdを増資し、グループの中国事業の強化が行われた。2012年には、社内クリエイティブディレクションユニットである「ゼロスリー」が立ち上げられたほか、ブランドコミュニケーションを構築するブランド設計会社「キャンプドラフト」が設立され、トヨタ自動車グループのデルフィスとインドネシアにおいて合弁会社「PT.DELPHYS INDONESIA CONSULTING」が設立されて、営業が開始されている。

また、「TYOグループ中期経営計画(2011年9月15日公表)」によれば、以下のような方向性が示されていた。

### <事業機会の獲得>

- ・従来市場でさらなる拡大を目指しつつ、新市場での広告主の獲得を目指す。
- ・単独制作物の販売から、TV-CMとインタラクティブメディアなどを組み合わせたクロス

セルを推進。

- ・海外進出する日系企業を対象に、海外展開(新興市場への先行投資)を実施。

### <投資領域>

- ・当計画期間における最重点の投資領域は、人材獲得。採用、教育、人事制度改定、離職率低減に注力して、人材の獲得・育成に努める。

図表4は、ティー・ワイ・オーの資金調達後の業績の推移を示しているが、急回復し、2012年7月期には、1,120百万円という創業以来最高の当期純利益を確保している。政権による経済政策が個人消費の回復や企業の活動に影響を与え、TV-CM事業が好調に推移したことを背景とし、収益力の回復に至っている。その後も好調な業績を維持しているが、有価証券報告書によれば、インバウンド消費関連案件の受注の伸びが顕著であったという要因が指摘できる。

なお、売上高が大きく回復していないにもかかわらず、営業利益が大きく増加した要因については、ティー・ワイ・オーが公表した「2011年7月期連結業績のハイライト」によれば、「売上高は子会社譲渡、震災の影響、海外事業部門の不振により、前期比減少」、「業務効率化およびコスト削減により利益は大幅改善」と記述されていた。また、コスト削減の効果の具体的な数値としては、「販売管理費」が、2009年7月期は6,140百万円、2010年7月期は5,007百万円、2011年7月期は3,869百万円と低減しており、特に、広告宣伝費、役員報酬、不動産賃借料などの減少が大きかった。

図表4 ティー・ワイ・オーの資金調達後の業績(連結)の推移

指標	2011年7月期	2012年7月期	2013年7月期	2014年7月期	2015年7月期	2016年7月期
売上高(百万円)	22,642	24,153	25,000	26,569	28,393	29,898
営業利益(百万円)	1,213	1,448	1,493	1,712	1,884	1,464
経常利益(百万円)	906	1,093	1,390	1,509	1,806	1,296
当期純利益(百万円)	688	1,120	808	596	1,119	516

(出所) 有価証券報告書/決算短信に記載の数値に基づき筆者作成。

## 6. 資金調達後の財務体質の強化

図表5は、ティー・ワイ・オーの資金調達後の財務指標の推移を示している。資本増強の実施と業績の回復とともに、財務体質が大幅に改善されていることが読み取れる。

2011年8月には、金融機関と協議した結果、総額6,850百万円のシンジケート・ローン契約（ターム・ローン5,350百万円、コミットメントライン1,500百万円）を締結し、グループの全借入金の借換えが実施されており、財務基盤の安定化に寄与している。100億円を超えていた有利子負債は、2012年7月期以降には、50億円未満まで減少し、自己資本比率は30%台にまで回復した。

## 7. 配当政策と株主優待

ティー・ワイ・オーは、収益力の回復とともに復配を実現している。2008年7月期以来、無配を継続してきたが、借入金が50億円を下回る水準に削減することができ、2012年7月期は創業以来最高の連結当期純利益を確保し、配当金の原資を十分に確保できることとなったため4期ぶりの復配が行われた。また、創立30周年の記念配当を加え、1株当たりの配当金を2円00銭（内訳：普通配当1円00銭、記念配当1円00銭）とされた。

さらに、2012年7月末までに達成する目標としていた「自己資本比率30%以上」を1年以上前倒しで達成し、株主により多くの利益還元ができる財務環境が整ったと判断し、1株当たり3円（普通配当3円00銭）の配当が実施されている。そして、2013年10月25日をもって東京証

券取引所JASDAQ（スタンダード）から東京証券取引所市場第二部へ市場変更することとなったため、株主の日頃の支援に対する感謝の意を込め、東京証券取引所市場第二部への市場変更記念として、1株当たり3円の普通配当に加えて、1株当たり3円の記念配当が実施されることとなった。

その他には、東京証券取引所市場第二部への市場変更記念として、記念株主優待（株式保有数に応じてオリジナルクオカードを贈呈）が実施された。株主優待については、希望する株主（抽選で10名）に対して、記念株主優待（株主自身をモデルとしたオリジナルキャラクター制作）も実施されている。また、全国証券取引所が公表した「売買単位の集約に向けた行動計画」の趣旨を鑑み、投資家にとってより投資しやすい環境を整え、株式の流動性の一層の向上と個人株主を中心とした投資家層の拡大を図ることを目的とし、単元株式数が500株から100株に変更された。

以上のように、増配、株主優待、単元株式の変更という個人投資家を意識した施策が実施されたが、これらの施策は、バイアウト・ファンドのエグジットにも大きな影響を与えることとなる。売出しは、証券会社を通じて不特定多数の一般投資家を対象に実施されるものであり、個人投資家にも魅力的な銘柄にする必要があると考えられる。

## 8. バイアウト・ファンドの投資回収(エグジット)

2013年10月には、普通株式の分布状況の改善および流動性の向上を目的とし、売出しが実施

図表5 ティー・ワイ・オーの資金調達後の財務指標（連結）の推移

指標	2011年7月期	2012年7月期	2013年7月期	2014年7月期	2015年7月期	2016年7月期
有利子負債（百万円）	7,757	4,650	3,950	3,300	2,800	2,725
純資産（百万円）	2,421	3,618	4,352	4,945	5,759	6,151
自己資本比率（%）	16.4	28.0	32.0	37.4	38.2	38.4

（出所）有価証券報告書/決算短信に記載の数値に基づき筆者作成。

された。詳細は図表6に記載されているとおり、大手証券会社を引受人とする買取引受による売出しが実施され、「インテグラル1号投資事業有限責任組合」は保有株式の売却を行った。売出価格は、1株につき159円となり、売出価格の総額は約47億円であった。売出しを通じて、

バイアウト・ファンドは2010年に取得した価格の約3倍での投資回収を達成している。

## 9. 株価と出来高の推移

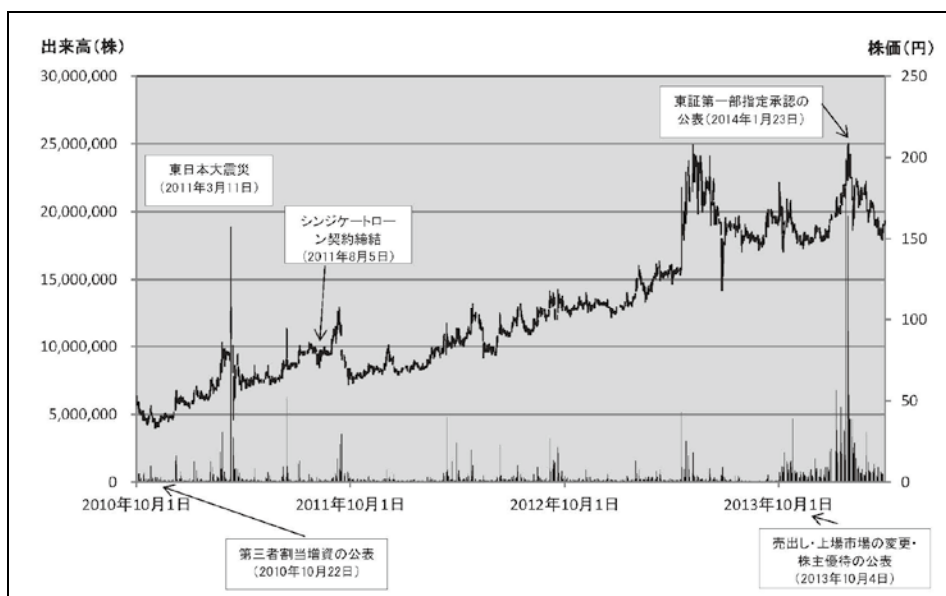
図表7は、バイアウト・ファンドの投資時からエグジット時までの株価と出来高の推移を示

図表6 引受人の買取引受による売出しの概要

売出株式の数	普通株式 29,531,000 株
売出価格	1株につき 159 円
売出価格の総額	4,695,429,000 円
引受価額	1株につき 150.70 円
引受価額の総額	4,450,321,700 円
申込期間	2013年10月16日(水)～2013年10月17日(木)
受渡期日	2013年10月25日(金)
売出人・売出株式数	インテグラル1号投資事業有限責任組合(26,531,000株) 吉田博昭(1,000,000株)、木村克巳(1,000,000株)、三隅研二(1,000,000株)
売出方法	みずほ証券を主幹事会社とする引受団に全株式を買取引受けさせた上で売出す。売出しにおける引受人の対価は、売出価格から引受人より売出人に支払われる金額である引受価額を差し引いた額の総額とする。 <引受人> みずほ証券(25,692,000株)、三菱UFJモルガン・スタンレー証券(1,181,000株)、SMBC日興証券(886,000株)、大和証券(886,000株)、東海東京証券(886,000株)
株式売出しの目的	普通株式の分布状況の改善および流動性の向上

(出所) プレスリリースに基づき筆者作成。

図表7 ティー・ワイ・オーの株価と出来高の推移



(出所) 日経NEEDSの株価データおよび各種プレスリリースに基づき筆者作成。

したものである。50円前後に低迷していた株価は150円を超える水準まで上昇していることが分かる。出来高については、2013年10月に、売出し・上場市場の変更・株主優待などを公表した頃より増加傾向にある。この局面は、2012年12月に誕生した内閣の経済政策（通称：アベノミクス）の影響により、株式市場が好調なタイミングでもあった。売出しによるエグジットを実現するには、株式市場が好調な局面というタイミングの問題も重要であると考えられる。

PIPEsの実施と株価上昇との因果関係については、日本の株式市場全体が回復基調にある中で、多様な要因が重なり合って株価が回復したことは言うまでもない。なお、投資時とエグジット時のバリュエーションについては、EV/EBITDAマルチプルを比較してみると、2010年7月期末は4.8倍で、2013年7月期末は5.1倍

となっている<sup>5)</sup>。

図表8と図表9は、売出し前後のティー・ワイ・オーの株式の所有者別状況と株主数を示している。売出し前の「その他の法人」の55.24%には、バイアウト・ファンドが保有する44%が含まれており、この株式をどのように売却するかが課題であった。

そして、売出し後に最も比率が高まったのは、「個人その他」であり、株主数は2,149名から14,347名となり、比率は41.04%から75.11%にまで上昇した。金融機関や外国人株主の比率も上昇しているが、個人投資家の購入意欲が旺盛で支えていることが読み取れる。前述の増配や株主優待や単元株式の変更などの政策が大きな影響を与えたと考えられる。

図表8 ティー・ワイ・オーの株式の所有者別状況

時期	2013年7月31日現在（売出前）	2014年7月31日現在（売出後）
金融機関	2.00%	6.03%
金融商品取引業者	1.59%	2.64%
その他の法人	55.24%	11.26%
外国法人等（個人以外）	0.09%	4.93%
外国法人等（個人）	0.02%	0.03%
個人その他	41.04%	75.11%
合計	100.0%	100.0%

（出所）有価証券報告書に基づき筆者作成。

図表9 ティー・ワイ・オーの所有者別の株主数

時期	2013年7月31日現在（売出前）	2014年7月31日現在（売出後）
金融機関	4	20
金融商品取引業者	16	34
その他の法人	22	73
外国法人等（個人以外）	5	38
外国法人等（個人）	2	10
個人その他	2,149	14,347
合計	2,198	14,522

（出所）有価証券報告書に基づき筆者作成。



## 10. 株式移転による経営統合

その後、ティー・ワイ・オーは、バイアウト・ファンドがエグジットした後も好調な業績を維持してきたが、2017年には、同業のAOI Pro.と共同株式移転の方法により共同持株会社を設立し、経営統合を行った。広告事業を取り巻く状況、両社のビジョン、経営方針、事業戦略などを総合的に勘案した結果、両社が「対等の精神」に基づいて経営統合を行い、共通の理念と戦略の下で、経営資源の結集および有効活用を目指していくこととなっている。

経営統合の基本方針としては、共同持株会社が、グループ企業を統括し、グループ企業価値の最大化を目指し、スリムな規模で、中長期的な戦略の立案や経営資源の配分を行うというものであった。また、両社は、事業運営上は独自性を保ちながら、共同持株会社の下、人材交流・情報交換などを通じ、両社の運営上の仕組みの優れた点を相互に導入・活用していくこととなった。

目的と想定される効果も明確であった。TVCM制作を主とする広告映像制作事業については、両社の営業上の独自性・独立性を尊重・維持し、両社がこれまで培ってきたそれぞれのブランドは従来通り競合関係を維持し切磋琢磨していく一方で、人材教育や業務の効率化

施策の共通化、仕入れの共同化、ポストプロダクション部門や撮影機材レンタル部門の相互融通などを推進し、収益力・コスト競争力の強化を図るという方向性が示されている。また、海外事業については、TYOが広告会社とのM&Aを進めている一方で、AOI Pro.は広告映像制作ビジネスを展開しており、機能重複がなく、クライアントを日系企業から現地企業へと拡大する方針が一致しているため、早期に統合効果が発揮されるものと考えられるとされている。

図表10は、ティー・ワイ・オーとAOI Pro.の会社概要を示している。収益性という観点からは営業利益率の高いAOI Pro.のほうが優れているといえるが、従業員数や売上高については同じくらいの規模である。両社の強みを活かしたシナジー効果の創出が期待される。

## V. ティー・ワイ・オーのPIPEsと売出しに関する考察

### 1. PIPEsによる資金調達が果たした役割

ティー・ワイ・オーの事例において、PIPEsによる資金調達が果たした役割としては、まず、自己資本が毀損した上場企業がエクイティによる資金調達を行い、財務体質の改善を行ったことがあげられる。また、バイアウト・ファンド

図表10 ティー・ワイ・オーとAOI Pro.の会社概要

会社名	ティー・ワイ・オー	AOI Pro.
代表者名	代表取締役社長 吉田博昭	代表取締役社長執行役員 中江康人
事業内容	すべての広告コンテンツの戦略立案・企画・制作	TVCM、デジタルコンテンツの企画・制作
資本金	1,850 百万円	3,323 百万円
設立年月日	1982年4月2日	1963年10月25日
連結従業員数	841名	902名
主要取引先	電通、博報堂、アサツーディ・ケイ	博報堂、電通、アサツーディ・ケイ
連結売上高	28,393 百万円	32,060 百万円
連結営業利益	1,884 百万円	2,491 百万円
連結経常利益	1,806 百万円	2,302 百万円
当期純利益	1,119 百万円	1,098 百万円

(出所) 有価証券報告書/決算短信/プレスリリースなどにに基づき筆者作成。

が再生から成長に向かうドライバーの役割を果たし、エグジット後も成長していける経営基盤の強化に寄与したということが指摘できる。

バイアウト・ファンドがエグジットした数年後には、同業他社との経営統合を選択したが、「対等の精神」での経営統合というものであった。事業再構築を断行していた局面では、M&Aを実行するとしても相手企業の傘下に入るという支配従属関係になり、現在の「対等の精神」での経営統合は難しかったと考えられる。その意味でも、苦境に陥った際の資本パートナーとして、バイアウト・ファンドと経営陣がともに経営改善に取り組み、回復に向かわせた意義は大きい。

## 2. PIPEsのエグジット市場への貢献

ティー・ワイ・オーの事例において、PIPEsのエグジット市場への貢献として特筆すべき点は、バイアウト・ファンドの44%という高い持株比率の状態から一回の売出しにより全株式のエグジットを達成したことにある。また、他社の傘下に入るのではなく、「上場維持」と「独立性」の両面を確保してエグジットを達成したことも評価できる点である。

1社の事業会社の傘下に入るM&Aという選択でもバイアウト・ファンドのエグジットは可能であるが、事業会社による100%保有が前提の場合には上場廃止となり、経営権も掌握されて独立性も維持されにくくなる。バイアウト・ファンドのエグジット後にも独立性を維持した経営を行いたいと考える経営陣にとっては、売出しの手法は魅力的なものとなるが、本事例がその実現可能性を示唆した意義は大きい。

## VI. おわりに

以上、日本におけるPIPEsの売出しを通じたエグジットの事例としてティー・ワイ・オーの

案件について述べてきたが、最後に本事例から得られる示唆と今後の研究課題について述べて本稿の締め括りとする。

大株主の持株比率が高くても、個人投資家を意識した施策を行うなどの対策を講じ、株式市場が好調なタイミングで実施すれば、売出しはバイアウト・ファンドのエグジットの有力な手段となる。また、企業側にとっても、「独立性の確保」と「上場維持」という観点から重要な意味をなすものである。ティー・ワイ・オーの資金調達から売出しが実施されるまでのプロセスは、今後PIPEsを検討する上場企業に対して重要な示唆を与える事例になると考えられる。

PIPEsで持株比率が高い案件で売出しが可能となるということは、バイアウト・ファンドが未上場企業を株式公開でエグジットさせ、株式公開後の二回目以降の売出しの可能性に対して示唆を与えるものであると考えられる。昨今、バイアウト実施企業の大型IPO案件がいくつか登場しており（資本政策を実施しておらず、バイアウト・ファンドが100%近い状態での上場もある）、バイアウト・ファンドが段階的に持株比率を落としていくケースが存在する。この過程で、売出しが実施されるケースも出てきているため、これらの実態の分析を行うことも重要な研究課題となる。また、本稿では、一つの事例について深く掘り下げて分析を行ったが、事例が積み重なってくれば、比較分析や多様な角度からの分析が可能になり、理論的考察へのアプローチも可能になってくると考えられる。

そして、ティー・ワイ・オーの事例については、経営統合後の諸問題の分析が今後の重要な課題となる。昨今、日本企業のM&A後のPMI (post-merger integration)が注目されており、ティー・ワイ・オーとAOI Pro.の経営統合から一定の年数を経た後に、再度検証する意義もあると考えられる。これらの点は筆者の今後の研究課題としたい。

(注)

- 1) ティー・ワイ・オーの事例分析をまとめる上での情報ソースは、有価証券報告書、株式売出目論見書、大量保有報告書、変更報告書、決算短信、プレスリリースなどの開示資料とする。
- 2) PIPEsのエグジットについて論じた研究には、杉浦 (2006b) や勝間田 (2014) が存在する。
- 3) 東京証券取引所の立会外取引は、ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System) 取引と呼ばれている。
- 4) ティー・ワイ・オーの事例以外では、ケンコーマヨネーズの事例が存在する。ケンコーマヨネーズの事例では、みずほキャピタルパートナーズを業務執行組合員とする「エムエイチメザニン投資事業有限責任組合」が、2011年3月に、売出しにより数パーセントの保有株式を売却している。
- 5)  $EV = \text{時価総額} + \text{純有利子負債}$ 。  $EBITDA = \text{営業利益} + \text{減価償却費} + \text{のれん償却費} - \text{負ののれん償却額}$ 。

(参考文献)

- 勝間田学「PIPEs 等の上場株式投資に係るエグジット手法と法律上の留意点」日本バイアウト研究所編『日本バイアウト市場年鑑—2014年上半期版—』日本バイアウト研究所, 2014年, 106-119頁。
- 坂本恒夫・鳥居陽介編・現代財務管理論研究会『テキスト経営分析』税務経理協会, 2014年。
- 杉浦慶一「日本におけるPIPEs (private investment in public equities) の現状」『年報経営分析研究』第22号, 日本経営分析学会, 2006年a, 68-75頁。
- 杉浦慶一「日本におけるPIPEs (private investment in public equities) の特徴 (3) —エグジット方法の選択—」『月刊資本市場』No. 250, 資本市場研究会, 2006年b, 33-44頁。
- 鈴木愛作「ティー・ワイ・オーの本業回帰から再成長への軌跡—インテグラルの投資事例紹介—」日本バイアウト研究所編『日本バイアウト市場年鑑—2013年下半期版—』日本バイアウト研究所, 2014年, 77-87頁。