



2016年8月の注目ディール： 三菱化学が上場子会社である日本合成化学を完全子会社化

2016年9月11日

本件の概要

三菱ケミカルホールディングスグループの主要事業会社である三菱化学並びにその子会社である三菱化学ヨーロッパは、2016年8月5日に日本合成化学に対して公開買付を実施することを発表しました。日本合成化学は三菱化学がその株式の51.49%を保有する上場子会社です。買付価格は910円。これは直近の株価と比べて42.63%（対過去6か月の終値平均）から59.37%（対過去1か月の終値平均）のプレミアムが加えられた水準で、比較的高い水準のプレミアムと言えます。買付の上限と下限は設定されず、応募株式の内5%までの部分は三菱化学ヨーロッパが買い取り、残りの全ての株式を三菱化学が買い取って完全子会社化を目指します。

スクイーズアウトの手法

本件で予定されるスクイーズアウトでは、TOBの結果90%以上の議決権を取得出来た場合には株式売渡請求が実施され、90%未満に留まった場合には株式併合が実施される予定です。

この株式売渡請求とは平成26年会社法改正で新設された制度で、議決権の90%以上を所有する株主（特別支配株主）は、他の株主に対してその所有する株式の全部を売り渡すことを請求出来るというものです。株主総会の特別決議を必要とせず、対象会社の取締役会の承認のみで実施可能であるため、本件のように大量の株式取得の可能性がある公開買付者にとっては非常に使いやすい制度が新設されたこととなります。

また、株式併合は、従前は反対株主の買取請求権が認められていなかったことより、スクイーズアウトの方法として適切ではないとされてきました。平成26年の会社法改正では当該反対株主の買取請求権の創設等少数株主の権利保護が整備され、これにより、全部取得条項付種類株式発行に比べて手間が省ける手法として、株式併合が利用されるようになっていきます。

この株式売渡請求と株式併合の組み合わせは、平成26年会社法改正まで多くの案件で利用されていた全部取得条項付種類株式発行に代わるスクイーズアウトの手法として、最近の実務ではスタンダードな手法として定着してきているようです。

三菱ケミカルにとっての意義

三菱ケミカルホールディングスは中期計画のAPTSYS20の中で、ポートフォリオ入れ替えを通じて資本効率を向上させ、ROEを12%以上（IFRSベース、日本基準ベースでは11%）とす



Topics / Insight

ることを目標のひとつとして挙げています。そのために、足許では不採算事業の減損処理を積極的に進めるとともに、昨今の最大の懸案であった高純度テレフタル酸事業の売却も実現させました。本件の完全子会社化もその一貫の施策と捉えることが出来ます。

三菱ケミカルホールディングスグループには、日本合成化学の他にも 3 社の上場子会社(田辺三菱製薬、大陽日酸、日本化成)と 2 社の上場関連会社(児玉化学工業、日東化工)があります。これら各社の 2016 年 3 月期の決算数値等(下表)を注意深く観ると、日本合成化学を対象とした今回の TOB の合理性が浮かび上がってきます。

| | 三菱ケミカル ホールディングス | 田辺三菱製薬 | 大陽日酸 | 日本合成 化学工業 | 日本化成 | 児玉化学 工業 | 日東化工 |
|---------------------|--------------------|-----------|---------|--------------|--------|------------|-------|
| 親会社議決権比率(2016/3/31) | - | 56.3% | 50.7% | 51.5% | 65.0% | 21.0% | 37.0% |
| 時価総額(2016/6/30) | 699,972 | 1,034,693 | 404,509 | 51,054 | 11,037 | 1,357 | 2,458 |
| 売上高 | 3,823,098 | 431,701 | 641,516 | 104,630 | 32,871 | 22,384 | 9,218 |
| 営業利益 | 280,026 | 94,907 | 43,362 | 13,584 | 1,112 | -12 | 163 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 46,444 | 56,434 | 25,845 | 8,971 | 895 | -711 | -121 |
| 営業利益率 | 7.3% | 22.0% | 6.8% | 13.0% | 3.4% | -0.1% | 1.8% |
| ROE | 5.0% | 7.1% | 8.2% | 10.4% | 6.8% | -142.3% | -5.8% |
| PBR(2016/6/30) | 0.5 x | 1.3 x | 1.2 x | 0.6 x | 0.8 x | 2.1 x | 1.2 x |

単位: 百万円、各種倍率、%

まず、第一に日本合成化学の収益性が高いことが挙げられます。同社の営業利益率は 13.0%であり、三菱ケミカルホールディングスの 7.3%よりもかなり高くなっています。同様に ROE は 10.4%であり、APTSYS20 の目標値である 11%(日本基準ベース)には届かないものの、5.0%であった三菱ケミカルホールディングスの実績を大きく上回ります。

一方で、日本合成化学の PBR は 0.6 倍(2016 年 6 月末)と低い水準で、収益性の高さが株価に反映されていない状況です。2016 年 6 月末の一株当たり純資産は 906 円であり、40%超のプレミアムを付けた TOB 価格による買付でも多額ののれん計上は回避できると予測されます。本年度から IFRS に移行した三菱ケミカルホールディングスにとっては、のれん償却の負担は問題とならないと言えますが、実質的にプレミアムを負担せずに将来におけるのれん減損リスクも排除出来るということは無視できません。

また、そもそも日本合成化学の時価総額は 630 億であるため、完全子会社化のための資金は 430 億円程度で済むことになります。時価総額 1 兆円超で PBR が 1.3 倍の田辺三菱製薬や同 4320 億円、1.2 倍の大陽日酸の完全子会社化に比べれば、資金調達と資本効率の 2 つの観点から見ても本件は優先度が高くなると言えるでしょう。

三菱化学、三菱樹脂並びに三菱レイヨンの主要事業子会社 3 社の合併を控え、ポートフォリオの入れ替えを着実に進める三菱ケミカルホールディングスの次の一手に注目が集まります。

<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: <http://benediconsulting.jp>