



**2019年2月の注目ディール:  
伊藤忠商事によるデサントに対する敵対的 TOB**

2019年3月12日

**案件の概要**

伊藤忠商事が開始していたデサントに対する TOB は、同社の経営陣より反対の意見表明が 2 月 7 日になされたことにより、改めて敵対的 TOB であることが明らかになりました。

買付価格は 2,800 円。これは TOB 公表日の前日までの直近 1 か月間の終値平均及び同 3 ヶ月の終値平均に対して、それぞれ 50.4%及び 30.7%のプレミアムを上乗せした水準です。加えて、伊藤忠商事はデサントの経営の独自性を維持する観点から TOB による子会社化を企図しておらず、TOB 後も買付後の議決権比率が 40%となるように上限を設定しました。プレミアムが高いことと買付予定株式数が発行済株式の 10%弱に過ぎないことから、3 月 14 日に期限を迎える TOB の成立は確実と見られています。

伊藤忠商事は TOB 開始時点より 30.44%の株式を保有するデサントの筆頭株主であり、取締役を派遣するなどビジネス上も長年の関係を有しています。そのため通常であれば、追加の株式取得については事前に両社間の調整がなされるはずであり、敵対的 TOB となることは考えられません。今回は、両社の軋轢が明らかになるとともに、異例な事態として注目を集めました。

**背景**

伊藤忠商事は 1971 年に資本参加して以来、市場内外でデサント株式を追加取得してきました。2008 年には議決権の約 20%を取得し、持分法適用関連会社とします。また、それに先立つ 1994 年からは伊藤忠商事出身者が代表取締役を務めるなど、伊藤忠商事とデサントとのパートナー関係は強力なものであったことが伺えます。

しかしながら、2013 年に創業家の石本氏が社長となってからは、それまでとは風向きが変わったようです。自治権を取り戻した石本社長就任後の業績は、2018 年 3 月期までに売上高が 1.5 倍、営業利益は 1.8 倍と好調を維持してきました。一方、伊藤忠商事は代表権のない取締役を派遣するのみで、デサントに対する影響力を弱めます。加えて、両社間の事業面での協働も少なくなっていました。更に、伊藤忠商事によれば、2018 年 11 月に石本社長よりデサントの非公開化の検討がされている旨の連絡を受けたとのことでした。

こうした状況に危機感を強めた伊藤忠商事が、デサントに対する影響力を回復させることを狙った一手が今回の TOB であると言えます。買付予定数の上限を議決権割合 40%としたのは、一方的な買収ではなく、現経営陣との建設的な協議が出来る関係構築が目的であることを強調するためだと思われます。



## Topics / Insight

但し、両社間における信頼関係を回復させることは、容易ではないことが明らかです。TOB 期間中に両社から公表された資料には、食い違いが多くみられるだけでなく、互いの主張に反論し、批判しあうばかりでした。

### TOB は成功するか

前述の通り、本件 TOB が成立することは確実でしょう。加えて、デザントの第 2 位株主で 7% 弱の株式を保有する中国の安踏体育用品は伊藤忠商事との関係が深く、今回の伊藤忠商事による取り組みを支持しています。同社は TOB に応じないため、TOB 成立後の株主総会では、経営陣が伊藤忠商事の求める体制に刷新される可能性が高まります。

但し、そのことが即ち「TOB の成功」であるとは言えません。

デザントの労組だけでなく、同社 OB 会までもが TOB に対して反対表明をしています。また、国内で働く従業員の 9 割近くから TOB に反対の旨の署名が集まったともされています。つまり、伊藤忠商事が実質的な支配権を TOB によって獲得したとしても、その後の経営に支障が生じる可能性が生じることから、その支配権を思うままに行使できない可能性があるのです。

日産自動車の 43% の株式を持ちながら影響力を行使しきれていないルノー、大王製紙の 21% の株式を有する筆頭株主ながら経営に関与できない北越コーポレーションの例のように、資本の論理とは異なる経営の論理が働いているケースは他にも存在します。本件は、これらのケースと同様に、「企業とは誰のものなのか」、「株主の権利とはどのように守られるべきなのか」、という問いを改めて提起するものと言えます。

これらの問いに対する答えは一概に決められるものではありませんが、伊藤忠商事とデザントの 2 社が納得のいく答えにたどり着いた時、本件の TOB は成功したと言えるのではないかと思います。

### <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](mailto:info@benediconsulting.jp)

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