



## Topics / Insight

### 2020年3月の注目ディール: 前田建設工業による前田道路に対する敵対的 TOB が成立

2020年4月12日

#### TOBの概要

2020年3月12日、前田建設工業が前田道路に対して実施していた TOB が成立しました。本件 TOB は、持分法適用関連会社に対する敵対的 TOB として注目が集まっていました。

前田建設が前田道路に対する TOB 開始を公表したのは1月20日。TOB の目的は過半数取得による子会社化であり、買付予定数の上限は、前田建設の所有割合が 51%となる 21,811 千株です。買付価格は公表前営業日の終値に対して 50%プレミアムとなる 3,590 円でした。

TOB 期限の直前まで激しい攻防が繰り返されますが、最終的に、応募株式数は買付予定数上限の 1.6 倍にあたる 36,220 千株となり、TOB は余裕で成立。応募株式の約 6 割のみが買付の対象となる結果となりました。

#### 本件の経緯

1962年に会社更生法の適用を受けた道路舗装業界大手の旧高野建設は、前田建設の支援を受けて再生します。その後、1968年に前田道路に社名変更。前田建設は、第三者割当増資を含めて同社の所有株式を段階的に増やし、2001年までに 24.6%を所有するようになりました。

但し、両社間の直接取引が殆ど無いなど事業上の関係性は希薄な状態が続いており、前田道路はグループ会社としてのコントロールが出来ていない状況であったようです。昨年5月から6月にかけて、新たな取締役派遣を含むガバナンス体制強化や協業体制の強化等の提案を前田建設がしたにもかかわらず、前田道路からは受け入れられなかったとのことでした。

前田建設はその後も資本関係強化する旨の提案を続けますが、具体的な協議はできないまま、前田道路より否定的な回答がなされます。更に、今年1月20日、前田建設による TOB 開始の公表直前を狙い、前田道路は、前田建設が所有する同社株式を自己株式として買い付けて資本関係を解消するという提案をしたことを公表しました。

その直後、前田建設は、予定通り前田道路に対する TOB を開始する旨公表し、グループ会社間における敵対的 TOB が開始されました。

#### 前田道路による対抗策

前田道路は、TOB に対して1月24日に正式に反対意見を表明します。反対表明の際には、労働組合がその臨時大会で、満場一致で反対表明を決議したことなども合わせて公表し、取締役会だ



## Topics / Insight

けでなく、全社を挙げた反対であることを強調しました。

更に、2月20日には一株あたり650円の特別配当実施を決定します。これは、水面下で進めていた前田建設に対抗するホワイトナイト探しが失敗に終わった結果採られた苦肉の策でした。

特別配当は総額535億円。これは、2019年12月末における純資産2092億円の25%以上、2020年3月期の通期見通しによる当期純利益の3倍以上の水準です。配当を決議する臨時株主総会の基準日は、当初のTOB決済開始の前日であった3月6日。総会で特別配当が決議された場合、前田建設は配当落ち後の株式をTOB価格で買い付けなければなりません。本件では、純資産の10%を超える配当がされた場合はTOBの撤回ができる旨定められていましたので、前田道路の狙いは、当該撤回条件を満たす状況を作り出すことにより、TOBを撤回させることでした。

加えて、2月27日は業界最大手のNIPPOと資本業務提携に向けた協議開始を発表しました。但し、その内容は相互に5%程度の政策株式を持ち合うというもので、前田建設に対抗するTOBではありません。むしろ前田建設によるTOB成立の可能性が高まったと見られたかもしれません。

### 市場の反応

関連会社に対する敵対的TOBという異例の構図は、ホワイトナイト登場などによる株価の高騰を連想させ、公表翌日の市場株価はTOB価格を上回る3,835円をつけました。その後も一貫してTOB価格を上回っていましたが、特別配当を公表した2月20日以降は3,300円台まで下落します。ホワイトナイトとの競り合いの可能性が低くなったこと、100%買付で無いこと、そして新型コロナウイルスの影響で市場全体が低迷してきたことが原因でしょう。特別配当の権利落ち日である3月5日以降は3,000円を下回り、2,600円前後で推移します。特別配当を獲得した一般株主にとっては、3,590円のTOBに応募しない経済的理由が見当たらない状況になりました。

### 本件からの教訓

親子上場では、子会社側の一般株主の利益を保護するために、親会社から一定程度独立した経営が求められます。一方で、グループとしての連携がなければ、全体の企業価値も高められません。

本件では、ルーツの異なる両社の間に一体意識が醸成されず、企業グループとしての実態が伴っていなかったことが伺えます。戦略的意義のはっきりしない資本提携であったと言えるでしょう。企業グループとしての価値観や戦略が共有できていなかったことにより、多額のキャッシュアウトとこれに伴う企業価値の低下を招いてしまった事例として、記憶にとどめるべき案件といえます。

### <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>