



Topics / Insight

2020 年 10 月の注目ディール： 島忠に対してニトリが TOB の意向を表明

2020 年 11 月 12 日

DCM が仕掛けた島忠との業界再編

2020 年 10 月 2 日、DCM ホールディングスは島忠に対する TOB を開始する旨公表しました。DCM はカーマ、ホームック、ダイキの同業 3 社による経営統合により発足し、2020 年 2 月期にカインズに逆転されるまで業界首位であった大手ホームセンターです。今回の TOB は島忠が DCM グループに加わる経営統合のための取引であり、成立すれば DCM は再び首位に返り咲くことが見込まれます。

TOB 価格は 4,200 円。これは憶測記事として DCM による TOB がリークされた 9 月 18 日の終値に対して 46%、同日までの 1 ヶ月終値平均に対しては 44%のプレミアムを加えた水準です。但し、島忠の 2020 年 8 月中間期末における一株あたり純資産は 4,611 円。4,200 円の TOB 価格でも PBR は 0.9 倍に過ぎず、DCM には 160 億円の負ののれんが発生することになります。

島忠は、DCM との経営統合の合理性や TOB の手続き、価格等の公正性が担保されるよう特別委員会を設置しました。TOB 価格について特別委員会は、第三者算定機関からフェアネスオピニオンの独自に取得し、少数株主にとって不利でないとの意見を答申書で表明しています。

波乱の幕開け

DCM による TOB 開始の表明後、市場価格は 4,190 円前後と TOB 価格にさや寄せしていましたが、10 月 21 日に旧村上ファンド系のシティインデックスイレブンスが 8.38%の株式を買い集めていることが判明し、4,800 円を一気に超えました。元々、実質的に無借金経営を続け、手許に潤沢な現預金を積上げている島忠は、「経営資源の有効活用が不十分」として、アクティビストから狙われやすい財務状況です。TOB 開始後に、シティインデックスが実際に参戦してきたことで、一波乱が期待されたのも当然と言えるでしょう。

また、DCM との経営統合を目指す島忠は積極的なマーケット・チェックをしていませんでした。特別委員会はこれに対して、「公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境が確保されており、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われているものと認められる」と判断しています。そしてその結果、出てきたのがニトリによる対抗提案です。

合意取得前の TOB 提案

ニトリが DCM の対抗する TOB 開始を予定している旨の公表を実施したのは 10 月 30 日。これは島忠との協議が出来ていない段階でなされたものであり、異例の買収提案です。ニトリは 30 ペー



Topics / Insight

ジに渡る経営統合に係る提案内容を公表し、自社の提案の正当性を島忠だけでなく、株主にもアピールしました。ニトリが提案する TOB 価格は 5,500 円。DCM よりも 1,300 円高く、9 月 18 日の終値に対しては 91%のプレミアムの水準です。ニトリは提案後の協議により島忠の賛同を得たい意向ですが、仮に合意が得られない場合は敵対的 TOB も辞さない模様です。

これに対して DCM は、本稿執筆日現在、正式に対抗措置を公表していません。市場価格はニトリの提案価格にさや寄せしており、11 月 16 日の TOB 期間終了日までに少なくとも期間延長などの変更をしなければ、ゲームオーバーとなることは決定的です。

特別委員会はどう判断するか

元々、経営統合とは会社の存続の形を左右する重要なイベントであり、単に株式買取価格が高いか低いということだけで、経営統合の是非の判断が出来るものではありません。少数株主にとって有利な条件であっても、企業価値向上の観点からは合理性がないと経営陣が判断する場合もあります。しかし一方で、上場廃止が予定される場合、少数株主は実質的に株式売却しか選択肢がありません。そのため、少数株主の利益保護の観点からは、買付価格を重視せざるを得ないことになります。

本件では、シティインデックスが依然として大株主としているため、買付価格はより重要なファクターとなるでしょう。ニトリの提案に対して、島忠の経営陣と特別委員会がどのような評価を下すのか、また、DCM がどのような対抗策を打ち出してくるのか、目が離せません。

<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>