



Topics / Insight

2021年1月の注目ディール： 日本製鉄が東京製綱に対して敵対的 TOB を開始

2021年2月13日

敵対的 TOB の概要

2021年1月21日、日本製鉄はワイヤロープ大手の東京製綱に対して TOB を開始する旨公表しました。本件の TOB は事前に東京製綱の合意を得たものではなく、同社が2月4日に反対する旨の意見表明を発表して敵対的 TOB となりました。

TOB 価格は1,500円。これは、公表日前日の終値1,099円に対しては36.5%のプレミアムをつけたものですが、公表前1ヶ月間の終値平均849円、同3ヶ月間の終値平均716円、同6ヶ月間の終値平均626円に対しては、それぞれ76.7%、109.5%、139.6%とかなり高いプレミアムを上乗せした水準です。

また、買付予定数の上限として、株式所有割合10%相当の株式数が設定されました。TOB 開始時点において、筆頭株主である日本製鉄が保有する東京製綱の株式は9.91%であるため、TOB 成立後の所有割合は19.91%となります。即ち、日本製鉄は TOB 後も東京製綱を関連会社としない方針であるということです。

背景と経緯

日本製鉄は、東京製綱にとって主要製品の原料を供給する母材メーカーであり、事業運営上不可欠な取引先です。両社の資本関係は古く、日本製鉄の前身である旧富士製鐵による1970年の資本参加に遡ります。そして、その後の出資拡大と2021年1月の市場内取引による追加取得により、現在の9.91%まで所有比率を高めてきました。また、現社内取締役7名の内、代表取締役会長を含む2名が日本製鉄出身であることに加え、従業員にも複数名の日本製鉄出身者がいることから、両社の人的関係も深いと考えられます。

日本製鉄によれば、東京製綱の近年の業績低迷に対して、これまでも事業パートナーとしての対話や株主総会において反対票を投じる等の警鐘をならしてきたが、対応策が講じられてこなかったとのこと。また、会長の代表取締役在任期間が19年に及び長すぎるなどコーポレートガバナンス上の問題も指摘。それ故、株主としてのコミットメントを高めて、経営に関与していくことを目的として、本件 TOB を開始したとのことでした。

東京製綱側は、日本製鉄の主張を真っ向から否定すると共に、直前の株式追加取得についても TOB プレミアムによる資金負担を低減するためと批判しており、両社間における不信感はかなり強いものとなっていることが伺われます。



Topics / Insight

類似する最近の敵対的 TOB 事例と比べてみると

本件に類似する敵対的 TOB として、2019 年 1 月の伊藤忠商事によるデサントへの TOB と 2020 年 1 月の前田建設工業による前田道路への TOB が挙げられます。共通点としては、買付者が日本の東証一部上場企業であること、大株主として長年の取引関係があったこと、TOB 後も上場を維持するために買付予定数に上限が設定されたこと、買付予定数の下限は設けられなかったこと、そして定時株主総会の基準日前の TOB 成立を狙ったものであったこと等が指摘出来ます。

一方、本件と両者との大きな違いは TOB 後の所有比率です。伊藤忠商事の場合は、それまで 30% であった所有比率を 40% に、前田建設の場合は 25% を 51% まで高めるものでした。即ち、伊藤忠商事は株主総会における拒否権を手に入れ、前田建設は支配権を手に入れたこととなります。これに対して 20% 未満の日本製鉄の場合は、会社法上の権利を新たに得るわけではなく、東京製鋼を関連会社とするわけでもありません。「株主としてのコミットメントを高め」としているにも拘わらず、そのコミットメントの程度は中途半端な印象が拭えません。TOB が無事成立し、仮に取締役 1 名の派遣が出来たとしても、両社における不信感が払拭されない限り、影響力としては限定的です。

TOB は成功するか？

買付予定数の下限が設定されていないことから、TOB 自体は間違いなく成立します。TOB 価格が高いことを考えれば、上限を大きく超える応募があることもあり得ます。但し、TOB の成立を以て TOB の成功と言うのは早すぎます。

TOB 価格によるプレミアムは 1~2 ヶ月程度で剥げ落ちますので、日本製鉄は買付株式の評価損を計上するところから始まります。また、主要取引先であることから、株主としての影響力を行使しようとする一般株主に不利益が生じるリスクもあります。そのため、一方的な要求は通せません。何より、両社間に友好的な信頼関係が醸成されなければ、経営権の伴わない 20% 未満の所有比率では、株主としての発言権も強くなりません。

所有意義の薄い政策保有株を増やすことは、批判の対象にしかありません。現時点では、追加取得を予定していないとされていますが、本件の目的を果たすためには、次の一手が重要であると思われます。

<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>