



Topics / Insight

2021年3月の注目ディール： 日邦産業が敵対的TOBに対して買収防衛策を発動

2021年4月13日

買収防衛策による新株引受権の無償割当

2021年1月28日よりフリージア・マクロスが開始していた敵対的 TOB に対し、日邦産業は3月8日に反対の意見表明をする共に、買収防衛策に基づく対抗措置を発動することを公表しました。対抗措置の具体的内容は差別的行使条件・取得条項付新株予約権の無償割当。フリージア・マクロス以外の株主は、その保有株と同数の普通株式を無償で取得することになります。フリージア・マクロスの申立てにより一度は差止等の仮処分が下されますが、日邦産業の異議申立ての結果これが取り消されたため、フリージア・マクロスが TOB を撤回しない限り、4月23日を基準日として新株予約権が無償割当されることとなりました。

敵対的TOBの内容

フリージア・マクロスによれば、TOB の目的は、日邦産業を持分法適用関連会社とし、資本業務提携交渉を有利に進めるためとのこと。そのため、100%の株式取得を目指すのではなく、株主総会における特別決議を阻止するために必要な議決権数を買付予定数の上限として設定しました。但し、日邦産業における平均議決権行使比率を 82.72%と算出した上で、これに 33.333%を乗じた 27.57%を TOB 後の議決権比率としており、TOB 開始時点でフリージア・マクロスが保有する 19.72%との差額である僅か 7.85%が実際の買付予定数の上限です。

また、TOB 価格は 930 円。プレミアムの水準は公表前日の終値 528 円に対して 76%となりました。一見、株主にとって非常に魅力的な提案のようにも見えますが、日邦産業の PBR は 1.0 を大きく下回っていたため、この TOB 価格は 2020 年 9 月末における日邦産業の一株あたり純資産額にあたります。つまり、非常に高い TOB 価格であるとは必ずしも言い切れない水準です。

不可解なフリージア・マクロスのアプローチ

通常、買収防衛策では、予め定められた手続きを遵守しない買付者に対しては、原則として対抗措置を発動するとされています。そのため、買収防衛策導入企業に対して敵対的な TOB を仕掛けようとする場合には、求められる手続きを遵守して進めることが定石です。何故なら、手続きの不遵守は対抗措置発動の理由を自ら提供していることになり、買い手にとってのメリットは無いからです。ところが、フリージア・マクロスは当該手続きを実施せずに TOB を開始します。対抗措置の発動の可能性を予見する一方で、過去の上場会社に対する同社の投資実績をみれば、独立委員会は対抗措置を発動しないよう勧告するはずであるとの主張がなされました。但し、手続きを遵守しない積極



Topics / Insight

的な理由にはなっておらず、説得力に欠け不十分な対応であったとしか言い様がありません。一度は廃止した買収防衛策を日邦産業が2019年に再導入したことに對し、フリージア・マクロスはこれを問題視してきたことから、心情的に従いたくないということであったのかも知れません。

新株予約権無償割当に対する差止等の仮処分が4月7日に却下されたことを受けて、フリージア・マクロスはTOB期間を4月23日までに延長しました。仮処分申立ての却下はTOB撤回事由となりますが、TOBを継続するという選択です。新株予約権割当ての基準日は4月23日であり、このままでは日邦産業の株式数が約1.7倍に増える前提でのTOBとなります。今後、フリージア・マクロスがどのような対抗策を打ち出してくるか、注目されます。

買収防衛対策の見直しは必要か

買収防衛策の導入企業数は2008年の569社をピークとして、減少傾向にあり、2020年4月時点では311社にまで減少していました(何れもレコフデータ調べ)。防衛策廃止を伝えるプレスリリースの多くは、その理由として、市場環境の変化と防衛策の必要性の相対的低下を挙げていましたが、実際は、継続反対の機関投資家が増えたことにより、株主総会において否決される可能性が高まったことが重要な理由の一つとみられます。

事前警告型の防衛策を廃止した企業の多くは、2020年の東芝機械の事例に見られるような有事導入型の準備をしていると推定されます。更には、日邦産業や日本アジアグループのように、具体的な脅威に際して再導入に舵を切り直す企業も現れました。

事業会社が敵対的TOBを実施するケースが増え、防衛策を巡る事例が生じるようになってきた今日、買収防衛に係る対策の位置づけと内容について、改めて見直す企業が増えてくるのではないかと思います。コーポレート・ガバナンス上の課題として、こちらも注意が必要です。

<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>