



Topics / Insight

2022年4月の注目ディール： 東洋建設へのTOBに対してYFOが対抗提案

2022年5月13日

YFOによる対抗提案

インフロニア・ホールディングスが東洋建設に対するTOBを実施することを公表したのは2022年3月22日でした。インフロニア・ホールディングスは、前田建設工業、前田道路及び前田製作所の経営統合により設立された持株会社です。その中心となる前田建設工業は東洋建設の株式20.2%を保有しています。つまり、本件は上場関連会社の完全子会社化を目指すTOBです。

これに待ったを掛けたのがYamauchi-No.10 Family Office (YFO)です。YFOは任天堂創業家の山内家を背景に持つ企業。インフロニアによるTOB開始直後から、同社の所有する投資会社が東洋建設株式の買付を始め、4月19日迄に26.3%の株式を取得しています。

TOB価格を770円とするインフロニアによるTOBに対し、YFOは、TOB価格を一株1,000円とする友好的TOBの対抗提案を東洋建設に提出しました。これに対して、東洋建設はインフロニアによるTOBに賛同する姿勢を崩していません。

TOBの伏線は村上ファンド

実は、このTOBには村上ファンドによる東洋建設株式の保有という伏線がありました。

村上ファンドが5%を超える東洋建設の株式を取得したことが明らかになったのは2021年1月14日。その大半は一株400円前後で2020年後半に取得したと思われます。村上ファンドは、西松建設、大豊建設の株式を既に大量保有しており、建設業界の再編を仕掛けるとうわさが広がっている中での、株式取得でした。また、当時、村上ファンドは前田建設工業の株式も保有していると見られており、東洋建設株式の取得は、前田建設工業による東洋建設の子会社化を仕掛けるためなのではないかという憶測も出たほどです。

村上ファンドによる東洋建設の株式取得が明らかになってから1年の間、水面下で様々なやり取りがされていたと思われませんが、その帰結がインフロニア・ホールディングスによる東洋建設のTOBということになったのでしょうか。TOB価格の770円も、村上ファンドが十分なリターンを得られる水準と判断したと思われれます。

TOB開始を受けて、市場価格は公表翌日3月23日時点でTOB価格を超える水準になりました。村上ファンドは、3月24日にその保有株の大半をTOB価格以上の金額で売り抜けています。

770円のTOB価格は妥当か？

東洋建設のプレスリリースによれば、M&A指針が公表された2019年7月以降に成立したTOB



Topics / Insight

における平均プレミアムは、公表日直前が46.3%、直近1ヵ月間が49.4%、直近3ヵ月間が52.3%、直近6ヵ月間が52.8%とのことでした。これに対し、東洋建設が応募推奨した770円のTOB価格におけるプレミアムは、公表日直前が28.6%、直近1ヵ月間が30.1%、直近3ヵ月間が33.2%、直近6ヵ月間が33.9%に過ぎません。このプレミアム水準だけを見る限り、妥当な水準とは言いきれないことは明らかでしょう。

TOBでは、公開買付者と価格を合意した後のタイミングで、何らかの理由で市場株価が上昇してプレミアムが低くなってしまふということが起こりえますが、本件はそうしたアクシデント的な理由によってプレミアムが低くなったとは言えません。東洋建設も、プレミアムが平均より見劣りすることを認める一方で、本件と同等レベルのプレミアムで成立した事例が3割程度あることを理由に、「不相応な水準」とは言えないという苦しい説明しています。

東洋建設は、TOB価格が少数株主にとって財務的見地から妥当である旨のフェアネスオピニオンを取得していますが、十分な説明がされているとは言えない状況にあります。

全ては村上ファンドの呪縛から逃れるため？

元々の本件の目的が、村上ファンドの呪縛から逃れるためであったということに視線をずらすと、別のことが見えてきます。つまり、村上ファンドが受け入れられる価格かどうかということが、TOB価格を決める最重要の判断基準となっていたのではないかと思います。取得原価が一株400円前後であれば、770円でも十分な利益が得られます。

村上ファンドが合意する価格であれば、多少プレミアムが小さくても、TOB価格として問題なし。過去の市場株価水準を上回っているため、TOBに応募することで損をする株主がいなければ、TOBは成立すると考えたのでしょう。そのため、本来すべき少数株主の利益保護が手続き的な対応に留まってしまった可能性があります。

村上ファンドばかり見ていて市場を見ていなかったことが、YFOの対抗提案を呼び込んだのかも知れません。但し、その対応の早さと提案内容からは、TOB開始前の段階から相当の分析と準備をしていたことが伺えます。村上ファンドを追い出すためのTOBが開始されることを予想して、虎視眈々と狙っていたのかも知れません。

YFOの提案に対し、インフロンア並びに東洋建設が今後どのような判断をしていくのか、注目されます。

<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>