



Topics / Insight

2022年11月の注目ディール： センコーグループHDが中央化学にTOBを開始

2022年12月14日

中央化学に対する二段階TOB

2022年11月14日、センコーグループホールディングスは三菱商事の上場子会社である中央化学に対してTOBを開始する旨公表しました。本件では、まず三菱商事の保有株式全ての取得を目的とする第1回TOBを実施した後、その他の少数株主より株式を取得することを目的とする第2回TOBが実施されます。更に、スクイーズアウトを経てセンコーグループが中央化学を100%子会社化した後、三菱商事が40%の株式を買い付けて再出資をすることとなっています。

第1回TOBにおけるTOB価格は195円。これは本件公表の前営業日における市場終値330円に対して41%ディスカウント水準です。一方、第2回TOBにおけるTOB価格は418円と同27%プレミアムの水準に設定されました。三菱商事は第1回TOBに全ての所有株式を応募する契約を締結しているため、一端全ての株式を売却し、TOB終了後に40%分を一株195円で買い戻します。

尚、三菱商事は、2年間のロックアップ期間後において、当該40%の株式を再出資時と同額で買い取るよう請求する権利(プット・オプション)を、センコーグループは同額で売り渡すよう請求する権利(コール・オプション)をそれぞれ有しています。従って、ロックアップ期間後にはセンコーグループが中央化学を完全子会社化する可能性が高いものと思われる。

TOB価格と買付総額

三菱商事が保有する中央化学株式の株式数は、種類株式を普通株式に転換すると合計で約19百万株(所有割合:71%)。従って、第1回TOBにおける買付価額は37億円となります。第2回TOB対象となる株式数は約8百万株であり、その買付価額は33億円。つまり、センコーグループは合計70億円で中央化学の100%株式を取得することになりますが、このときの平均単価は261円と計算されます。

この金額は、市場株価を下回るだけでなく、センコーグループが起用した第三者算定機関が算出したDCF方式による株式価値のレンジの下限に近い水準。更に、中央化学が起用した第三者算定機関の分析結果ではDCF方式の下限を下回る水準となりました。

これまでの経緯と三菱商事における中央化学の位置づけ

中央化学は2000年代後半に直面した財務悪化に際して三菱商事等に対する第三者割当増資を通じた救済を受けたのち、2011年には三菱商事によるTOBを受け入れて同社の連結子会社と



Topics / Insight

なりました。更に、2018年には20億円のA種優先株を三菱商事が第三者割当にて引受け。三菱商事は合計70億円以上の資金を中央化学に対して出資してきました。三菱商事にとって、これらは当時の合成樹脂 Value Chain の強化という戦略の下で実行された戦略投資と位置づけられていたと思われま

す。しかしながら、「資本効率の維持・向上、経営資源の入替」を目標とする現中期経営戦略においては、中央化学は入れ替え対象と判断されたのでしょ

う。多額の株式売却損を出してまでも同社の切り離しを実行に移しました。プレスリリースを読み解くと、三菱商事の苦しい状況が透けて見えます。本件はPEファンド等を巻き込んだ入札案件として進められたものの、最終提案を提示したのはセンコーグループだけであったことが伺われます。しかもその評価額は市場価格以下。これではTOBを通じた完全子会社化が進められないことになるため、センコーグループからは三菱商事に経済的負担を強いる二段階TOBが提案されました。

その後、対象会社である中央化学がTOB価格について交渉した相手は、主として三菱商事です。センコーグループとも交渉はしていますが、同社の提案総額を所与として、第2回TOB価格を高めるために三菱商事の売却価格をどれだけ下げられるかという交渉がされました。その結果が、前述のTOB価格です。三菱商事は70億円以上で取得した中央化学の株式を半額近い37億円で処分することとなりました。

特別委員会の存在感

センコーグループは中央化学にとって資本関係のない第三者であり、その意味では、MBOや支配株主による従属会社の買収を対象とした「公正なM&Aの在り方に関する指針」に従う必然性があるとは言えません。親会社である三菱商事も本件では売り手であるため、センコーグループによる評価額が市場価格を超えていれば、特別委員会を設置していなかった可能性も否定できません。

しかしながら、TOBを実施するために親会社の利益を犠牲にする必要性が生じたことから、親会社と少数株主の間に利益相反の関係が生じてしまいました。三菱商事による再出資というストラクチャーもその関係を複雑にしているものと考えられます。

特別委員会の開催回数は24回と、一般的な開催回数よりもかなり多くなりました。三菱商事による持株売却の提案からTOBの合意まで1年を要したことも理由の一つですが、親会社との激しい交渉も回数が増えた要因と思われま

す。本件は、特別委員会の責任の重さを改めて感じさせる案件でもあったと言えると思われま

<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: <https://benediconsulting.jp>