



Topics / Insight

2023年2月の注目ディール: T&K TOKA に対する敵対的 TOB が不成立

2023年3月13日

本件の概要

2023年1月10日に開始されていた Rising Sun Management (RSM) 及び Dalton Investment (ダルトン) 系の3社による T&K TOKA に対する共同 TOB は、予定買付数の下限の応募を得られず、2月22日に不成立となりました。本件は、T&K TOKA の賛同を得ずに開始された敵対的 TOB です。

TOB 開始前、ダルトンは4.4百万株(所有割合 19.3%)の株式を保有し、その推薦する取締役を T&K TOKA に送り込んでいる状況でした。公開買付者となった3社が直接所有する割合は合計で3.0%。即ち、買付者側は22.3%の株式を保有していることとなります。TOB の買付予定数の下限と上限はそれぞれ4.4百万株(所有割合 17.7%)、5.0百万株(同 21.7%)に設定されていたため、TOB が成立した場合の所有割合は40.0~44.0%であり、TOB 後も上場維持が予定されていました。

TOB 価格は1,300円。これは、公表日前日の終値に対して10%のプレミアム。また、過去1ヶ月、3ヶ月及び6ヶ月の終値平均に対しては、18%、30%及び35%のプレミアム水準でした。市場価格は TOB 開始直後の1月13日に1,300円を超えたものの、その後は1,200円台で推移。特段の混乱も起こらずに終了しました。

これまでの経緯と T&K TOKA の対応

ダルトンが T&K TOKA の株式取得を開始したのは2010年2月。2012年6月には大量保有報告書を提出し、同社が T&K TOKA の株式5%を保有していることが明らかになりました。その後もダルトンは買付を進め、2019年2月には20.5%まで所有割合を高めます。そして、その年の6月よりより T&K TOKA はダルトン推薦の取締役1名を受入れるようになりました。ここまでは、少なくとも一定の良好な関係は築けていたものとみることが出来ます。但し、結果的に、役員を派遣した効果は、ダルトンの期待通りには上がらなかったようです。

ダルトンは2022年に入ってから、役員を共有する RSM と共同で、T&K TOKA に対するアプローチを強めます。そして同年9月には、今回の TOB 価格と同額の1,300円で MBO を実施して非公開化するという提案をしました。T&K TOKA の経営陣が当該 MBO 提案を受け入れなかったため、RSM とダルトンは T&K TOKA に対する影響力を高めるために、事前の協議を持つことなく、本件 TOB の実施に踏み切りました。

RSM とダルトンによれば、保有割合を40%以上に高めることは、株主総会における経営陣の選任権を実質的に得ることになるため、会社に対する影響力が増して、経営陣に対する要求が通りや



Topics / Insight

すくなると判断したとのことでした。

これに対して T&K TOKA は、質問状を提出。その回答を受けて、TOB に対する反対意見を表明しました。反対の理由は、RSM とダルトンが実質的に経営支配権を握ることが企業価値の毀損に繋がるということです。両社がこれまでに日本の上場企業に対して行ってきた株主提案の内容が、画一的に「発行株式総数の約 10%の自己株取得」であったことも強調されました。

また、T&K TOKA は、買収防衛策を導入しないことも表明しました。買収防衛策を導入すると、臨時株主総会の開催やその他長期の裁判手続き等が予想されることから、こうした混乱が企業価値向上の妨げに結びつくというのが理由です。恐らく、TOB は不成立に終わるという読みもあったのだと思われます。

目が離せない今後の展開

T&K TOKA が展開した反対意見に説得力があったことに加え、本件 TOB が上場廃止を企図しなかったこと、そして、公表直前の株価に対する TOB プレミアムが低かったことも要因かと思われませんが、買付予定数の下限 4.0 百万株に対し、応募は 2.6 百万株に留まり、TOB は不成立となりました。

RSM は 30%程度の所有割合では目的が達成されないとして予定買付数の下限を設定していましたが、そもそも本件の目的が 100%子会社化ではなく、上場維持のまま影響力を高めることであったので、下限にこだわる必要はなかったのではないかと思います。仮に下限が設定されていなければ、TOB 後の所有比率は 11.5%上昇し、33.8%となるどころでした。

T&K TOKA にしてみれば、3 分の 1 超を保有される状況を回避出来て良かった見るべきでしょう。同社の株主義決権行使率が 77.6%であることを考えれば、株主提案が通る可能性が非常に高くなるからです。但し、この敵失とも言える状況に喜んではられません。RSM とダルトンの所有比率は 22%のままで、減少しているわけではないからです。取締役も 1 名の受入も継続しています。

6 月の定時総会まであまり時間もありません。それまでに、どのような展開が生じるか、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: <https://benediconsulting.jp>