



Topics / Insight

2025 年6月の注目ディール: 豊田自動織機が TOB により非公開化

2025 年 7 月 12 日

トヨタ不動産による TOB

2025 年 6 月 6 日、豊田自動織機は、トヨタ不動産が設立する特定目的会社 (SPC) による TOB を通じて非公開化をすることを公表しました。国内外における競争法や投資規制法令に対するクリアランス取得など必要な手続きを経て本年 12 月に開始される見込みです。

豊田織機はトヨタグループの源流企業。トヨタ自動車、デンソー、豊田通商、アイシン等グループ各社の大株主であると同時に、自らの主要株主としてトヨタグループ各社が名を連ねており、グループ内の資本政策において重要なポジションを担ってきました。一方、公開買付を主導するトヨタ不動産は不動産の開発・賃貸・運営管理に加えて、有価証券等への投資を事業内容としています。同社はトヨタグループの 15 社を主要株主としながら、豊田織機に加えてトヨタ自動車、デンソー、アイシン及びトヨタ紡織の大株主にもなっています。会長は豊田章男氏。非上場ながら、トヨタグループの資本政策において、重要な位置付けの企業であると言えます。

複雑なストラクチャー

本件では、トヨタグループにおける複雑な持合い関係を整理するために、下記のように少し多くの取引が一連のプロセスとして予定されています。

① SPC を設立して公開買付を実施

トヨタ不動産が持株会社を設立し、その傘下に本件の公開買付会社となる SPC を設立。SPC は、TOB 価格を 16,300 円として豊田織機に対する TOB を実施します。TOB では、豊田織機株式を 24.66% 所有するトヨタ自動車は応募をせず、買取予定数の下限は 42.01% に設定されました。

株式の買付資金として、トヨタ不動産が 1765 億円、トヨタ自動車会長の豊田章男氏が 10 億円を持株会社に出資するほか、トヨタ自動車が議決権のない種類株式を引き受けて 7060 億円を出資します。更に、メガバンク 3 行が SPC に対して買付資金約 2 兆 8000 億円を融資することが予定されています。

② トヨタ自動車、デンソー、アイシン及び豊田通商による自己株 TOB

豊田織機が所有しているトヨタ自動車、デンソー、アイシン及び豊田通商の株式を買い取るため、各社がそれぞれ自己株 TOB を実施します。それぞれの TOB 価格は市場価格に対して 10% ディスカウントとなる水準に設定される予定です。

③ 少数株主のスクイーズアウト

豊田織機の株主が公開買付者とトヨタ自動車のみとなるように、SPC はスクイーズアウト手続



Topics / Insight

きを実施し、TOB に応募しなかった一般株主が所有する株式を取得します。

- ④ 豊田織機が自己株取得によりトヨタ自動車が所有する同社株式を買付

TOB に応募しなかったトヨタ自動車が所有する豊田織機株式を同社が自己株取得にて買付け、豊田織機の株主を SPC のみとなるようにします。取得価額は一株あたり 13,416 円。これは自己株取得に係る税務メリットを加味して、TOB に応募した場合の税引後手取り額と同等になるように設定されました。

- ⑤ SPC と豊田織機が合併

豊田織機を完全子会社化した後に、SPC は自動織機と合併します。これにより、豊田織機は TOB の際にメガバンクから調達する借入金に対する返済義務を直接負うことになります。

特別委員会による答申

自動織機が設置した特別委員会は、本件 TOB に対して賛同表明することは「首肯出来る」と強めのニュアンスで賛成しました。応募推奨については、TOB 価格は「合理的評価が可能な妥当な価格」であるとしながらも、市場株価を下回る水準であることに触れて、TOB 開始時に改めて判断すべきとしています。これを受けて、自動織機は TOB に対して賛同意見を表明するも、応募の是非については株主の判断に委ねるとの意見を表明しました。

自動織機の株価は、本年 4 月下旬に上場廃止が表面化したことで、13,000 円台から 16,000 円台に一気に上昇し、5 月下旬には 18,000 を超える水準になっていました。本件において取得された第三者算定機関の株式価値算定書の算定結果を見る限り、TOB 価格は合理的な範囲にあると言えますが、全体として取引が複雑で、評価の前提が不明であることもあり、TOB 価格については自動織機の株主総会でも疑問の声が多く挙げられていたようです。

複雑なストラクチャーに対する疑問

本件に対して疑問の声が挙がる原因は、グループ内の持合い関係と TOB に係る一連のプロセスが複雑であることに起因しています。また、実施が半年以上先であるため、一部詳細が確定していない状況も関係しているでしょう。

公表情報だけではわかりづらい点として、以下のようなポイントが挙げられます。

1. トヨタ自動車による優先株の引き受け

トヨタ自動車は 7060 億円の議決権のない優先株を引き受けますが、株式の種類が変わっても実質的な支配関係には影響がないのではと思われます。普通株よりも有利な配当を得ることに加えて、豊田織機をトヨタ自動車の連結子会社から外すという狙いも推察されますが、プレスリリース上、その意図についての記載はありません。

2. トヨタ自動車等 4 社による自己株 TOB

自己株 TOB の TOB 価格は 10% のディスカウントとなる水準が予定されています。豊田織機が所有する 4 社の株式の 2025 年 6 月末における時価は約 3 兆 7000 億円ですので、



Topics / Insight

ディスカウント額は3700億円です。自己株TOBへの応募を前提とすると、豊田織機の株式価値はそれだけ低く評価されることになり、よって、TOB 価格も低く誘導されることとなります。

3. マジョリティ・オブ・マイノリティ

本件では、トヨタ不動産、トヨタ自動車及び豊田氏以外の株主の所有割合が69.87%であり、買付予定数の下限を42.01%とすることは、この過半数34.93%を上回るとして、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たしているとされています。但し、この計算ではTOBに応募予定のデンソー、アイシン及び豊田通商(所有割合は合計12.21%)がトヨタ不動産と利害関係を有さないマイノリティとしてカウントされていることとなります。この3社に加えて、応募予定のトヨタ不動産(5.42%)、豊田氏(0.05%)を加えると、トヨタ関連の応募割合は17.68%となり、この他に24.32%の応募があればTOBは成立することとなります。この3社が形式的にはマイノリティに分類されるとしても、実質的にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たしているといえるかどうかは議論の余地があるでしょう。

4. TOB 価格に基づくPBR

2025年3月末の1株当たりの純資産額に照らした場合、16,300円のTOB 価格は1.00倍に過ぎません。PBR1倍という最低限の水準は辛うじてクリア出来ているとは言えますが、十分なプレミアムではないと考える株主がいることも頷けます。

5. 価値算定に係る前提事項

本件は、形式的にはMBOや支配株主によるTOBに当てはまりません。そのため、豊田織機及び特別委員会が起用した第三者算定機関による評価結果について、算定の前提となった計画値や割引率等の詳細事項の説明がされていません。本件は実質的にトヨタグループによる豊田織機の非上場化であることから、より充実した情報提供が求められるのではないかと考えられます。

本件の正式な公表後、市場価格は16,300円前後で推移しています。本年12月に予定されるTOBの開始に向けて、様子見の状況といえるでしょう。上記のポイントがどのように整理出来るかという観点から、トヨタグループによる情報提供の姿勢も含め、今後の動向に注目したいと思います。

<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: <https://benediconsulting.jp>