



Topics / Insight

2023年8月の注目ディール: T&K TOKA に対してベインキャピタルが TOB

2023年9月14日

本件の背景

2023年8月17日、T&K TOKA はベインキャピタルによる TOB に賛同の意見を表明し、応募推奨をする旨公表しました。但し、上海証券取引所に上場する T&K TOKA の関連会社(所有割合 33.5%)株式の一部売却等の前提条件を充足することが求められており、TOB の開始は 2024 年 1 月頃となる見込です(注:T&K TOKA の支配権を取得すると、実質的に上記上場関連会社の 30% 以上の株式取得をしたと見なされるため、当該関連会社に対する TOB 実施が必要となります。中国における TOB を回避するためには、T&K TOKA への TOB 開始前に、関連会社に対する所有割合を 30%未満に下げする必要があります)。

T&K TOKA は本年 1 月にも TOB を仕掛けられています。この時の TOB は、Dalton Investment が共同保有者であるニッポン・アクティブ・バリューフアンド (NAVF) らのグループによる敵対的 TOB。この TOB は、T&K TOKA によるネガティブキャンペーンにより、僅か数パーセントの応募に留まり、不成立に終わりました。NAVF らによる TOB は、上場を維持しつつ、最低限の資金で実質的に T&K TOKA の経営を支配しようとするものであり、企業価値ひいては少数株主の利益を毀損するという会社側の主張が多く株主に認められたこととなります。

NAVF らによる TOB は不成立に終わったものの、その所有する T&K TOKA の株式は約 24%。即ち、TOB が不成立に終わっても、経営に対する影響力を弱めることは出来ません。そこで、T&K TOKA は非公開化をも視野に入れた資本政策の検討を継続し、本格化させました。

ベインキャピタルが T&K TOKA と最初の面談をしたのは、昨年 12 月。TOB 開始の直前でした。そして、敵対的 TOB が不成立となった後の 3 月から始まった本件 TOB のパートナー選びにベインキャピタルは参加することになりました。他にも 2 社が入札プロセスに参加したとのことですが、最終的に勝ち残ったのがベインキャピタルです。

TOB 価格と市場株価

本件における TOB 価格の予定額は 1,400 円。不成立となった NAVF らによる TOB 価格 1,300 円よりも 100 円高いだけの水準となりました。プレミアムは、本件公表日の前日終値 1,053 円に対して 33%、同日までの直近 1 ヶ月間、3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の終値単純平均値に対しては、それぞれ 23%、19% 及び 22% という水準です。最近の一般的な TOB プレミアムと比較して、決して高い水準とは言えませんが、本件が 3 社による入札プロセスにおいて最良の提案だったとのことですので、T&K TOKA の特別委員会もこれ以上の交渉の余地はなく、承認せざるを得なかったのでしょう。

これに対して、本件公表後の市場株価は 1,400 円を超える水準で推移しています。敵対的 TOB



Topics / Insight

があったばかりであるという背景に加えて、TOB の開始まで時間があることで、様々な思惑買いが入っていると思われます。T&K TOKA の PBR は 1,400 円の株価でも 0.6 倍台であることもより高い TOB 価格を期待させる要因の一つと言えるでしょう。市場株価がこのまま 1,400 円を超えたままだと、ベインキャピタルも TOB 価格の見直しを迫られることになるかもしれません。

敵対的 TOB に失敗した NAVF(即ち、Dalton Investment)は、元々T&K TOKA の経営陣に対して MBO を提案していたことから、今回の TOB は、同社にとっては初期の目的が果たされるイベントということになります。彼らの株式保有期間は長く、2012 年から 5%を超える株式を保有しています。当時の株価は 500 円台であり、その後 1,000 円前後の水準で買い増してきたと思われることから、1,400 円の TOB 価格でも一定の利益は得られると見られます。

本件から示唆されること

近年の日本企業では、経営資本効率の向上とコーポレートガバナンスの観点から、政策保有株の削減が求められています。持ち合い株式の放出は、経営陣の考えを黙って尊重してくれる安定株主がいなくなることを意味しているため、企業にとっては、これを単純に減らせば良いという図式にはなっていないのが現状です。特に、時価総額が小さい上場会社の場合には、好まざる株主が主要株主として入り込んで経営に口を出してくることによって、経営が混乱するリスクを一層高めます。

大量の株式をアクティビストに握られた企業の多くで、多大な労力とコストをかけた対応に迫られています。株主との良好な関係を維持できない企業は、その対策に追われることで経営効率を下げ、企業価値を毀損させていると言っても良いでしょう。アクティビストの経営介入から逃れるために、MBO を実施しようとする事例も発生しています。但し、その多くの場合では、スポンサーとして別のファンドの協力が必要となっているのが現実です。

上場企業は、企業価値の向上という観点からも、上場を続けることの意義を、自ら問い質さなければいけない時代になってきたのかもしれません。

<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>