

日本電産 による買収 提案および 東洋電機製造 の対応に 関する評価

買収防衛策に則った買収提案

2008（平成20）年7月に東洋電機製造は、「当社株券等の大規模買付行為に関する対応策の導入」を公表、いわゆる「買収防衛策」を導入した。2008年当時、買収防衛策を導入することは珍しいことではなく、500社を超える企業が導入していた。東洋電機製造が導入した買収防衛策は一般的な内容の買収防衛策であり、過度な防衛を目的とはしていない。独立委員会を設置し、第三者の目でチェックできる体制である。

日本電産は「東洋電機製造が設定したルールに沿って買収提案をした」と主張しており、買収防衛策を導入している以上、ルールに則って買収提案が突然なされることを東洋電機製造は意識し、覚悟しておく必要があった。ただし、「事前交渉のない買収提案」であったことは事実である。ルールに沿って突然買収提案がなされたら、ほとんどの企業が「突然、買収を提案された」と動揺するであろうし、事前に友好的なアプローチがあると考えている経営者が多いであろう。

しかし「買収防衛策を導入することはある意味、常に買収提案を受け入れる用意があると宣言するのに等しいとも考えられよう。本件は、防衛策の本質が問われる契機となるのかもしれない。」などの意見もあり、やはり覚悟は必要であった。

日本電産の買収提案に対する評価

日本電産による買収提案の特筆すべき点は、買収価格である。東洋電機製造の2008年9月12日の株価終値305円に対して、108.2%のプレミアムを付した635円で買収を提案した。買収価格は市場株価のほぼ倍であり、「非常に高い価格での買収提案」と株式市場関係者やマスメディアは評価した。買収提案後の東洋電機製造の株価は急騰した。株価が割安であったことから買収されやすい状況であったと言え、東洋電機製造の経営陣は反省すべき点である。買収価格の高さを考えると「東洋電機製造は日本電産の買収提案を断れないだろうし、断る理由は考えにくい」と株式市場関係者は見なしていただろう。買収価格に加えて、買収者が日本電産であることを考えると、買収防衛策を発動することなどは考えにくかったと思われる。

東洋経済の報道によると「日本電産はM&A戦略を積極的に活用し家電や事務機、車載用など事業の範囲を拡大してきたが、当時成

功させてきた27件ものM&A案件すべてを友好的に実施してきた。永守社長が買収先企業の経営者と粘り強く事前交渉を行い、その結果相手の合意を得たうえでM&Aの公表をしてきた。」とのことである。東洋電機製造に対して事前の交渉なしに買収提案を行った事実 は、これまでの日本電産のM&Aのやり方とは異なったアプローチであった。

東洋電機製造の対応に関する評価

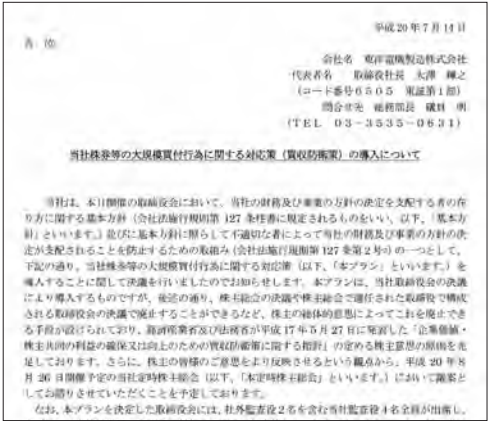
日本電産からの買収提案が実施されてから、東洋電機製造は日本電産に対して3度の情報提供を要請した。この行為自体は買収防衛策のルールに則ったものである。しかし、三度にわたる質問書の送付や質問書の内容に対して、株式市場関係者やマスメディアからは「時間稼ぎではないか」「質問の内容が細かすぎる」などの厳しい批判がなされた。買収価格を考えると、東洋電機製造に買収提案を断る理由はないと考えられていたのであろうし、細かい質問のやり取りが「東洋電機製造は買収提案を断る前提で対応している」と見えたのかもしれない。また、日本電産の永守社長は買収提案撤回後のインタビューにおいて「経営陣がルールを理解していたのか、きちんとルールを運用していたのかには疑問を感じる」と指摘した。東洋電機製造の対応に関しては、評価が分かれるところである。企業価値・株主共同の利益を確保するという観点から、日本電産に対してさまざまな質問を行い、買収提案に対する評価を行わなければならない。一方で、買収提案に応じるかどうかは最終的には株主が判断することであり、従業員や取引先などの不安を理由に、いたずらに時間をかけるべきではないという考え方もある。

買収防衛策を導入していた東洋電機製造においては、非常に難しい判断を要する局面であった。株主だけのことを考えれば、買収価格を議論すればよい。しかし、東洋電機製造を取り巻くステークホルダーは株主だけではない。取引先、従業員、地域社会など、さまざまである。雇用を継続してもらえるのか、ワーク・ライフ・バランスはどうなるのか、安定的かつ高品質な製品を供給してもらえるのかなど、さまざまな不安があるだろう。

日本電産は「買収提案の検討ルール」に従って、事前交渉は不要と判断したのかもしれないが、ほとんどの日本企業は長きにわたって独立した経営を継続し、独自の企業文化を持っている。東洋電機製造による情報提供要請は複数回にわたり、かつ内容も細かった。時間稼ぎに見えてしまう質問もあったのだろう。それは独自の企業文化を理解し、中長期的に一緒に経営していける相手なのかを見極めるためには必要不可欠な手続きであるものの、東洋電機製造は断ることを前提に質問していると世間からは思われてしまったのだら



日本電産からの提案書（2008年9月16日）



買収防衛策の導入に関するプレスリリース（一部）
（2008年7月14日）

う。この点は、株式市場関係者などに理解してもらえる質問内容や方法を考えるべきだったとも言える。

日本電産による買収提案の撤回とその後の株価推移

日本電産による買収提案の有効期限は、2008年12月15日までであった。東洋電機製造は2008年12月15日に情報提供完了通知を実施し、買収提案に対する取締役会評価期間を2008年12月15日から2009年2月13日までの60日間と設定した。しかし日本電産は同日、有効期限満了に伴う買収提案の失効を公表した。理由は、買収提案の有効期間である3カ月間は十分な検討期間であったこと、東洋電機製造は企業価値、ひいては株主共同の利益の確保・向上の観点から買収提案の検討に実質的に着手していないこと、これまでの東洋電機製造の対応を総合的に見て、今後両社が東洋電機製造の企業価値向上に向けた真摯かつ継続的な交渉を積み重ねていくための共通認識に至る可能性は極めて低いものと判断せざるを得ないこと、であった。

日本電産の永守社長は会見で、「質問状に対してもすべて誠実に答えてきたが、これ以上話しても日本電産の企業価値を損なうだけだと判断した。買収拒否ありきの姿勢を見せる東洋電機製造の経営者とは一緒にやっていけないと感じた。東洋電機製造の経営陣がルールを正しく運用しようとする認識があったかは疑問だ。事前交渉なしに買収提案してきたと言っているが、ルールがあるから提案した。質問にも真摯に答えてきた。」と説明した。東洋電機製造の買収提案への対応については、永守社長のような見方があるのは事実である。東洋電機製造の一部の株主も、635円で株式を売却するチャンスを失ったのであるから、東洋電機製造の経営陣を責める声もあった。

一方で、上記の日本電産による買収提案の撤回理由が真の撤回理由なのかという声もあった。なぜならば、2008年12月19日に日本電産は業績予想の下方修正と富士電機ホールディングスとの資本提携を見送り、また2009年1月10日にはグループ社員の賃金カットを公表したのである。2011年3月の東洋経済のインタビュー記事を抜粋すると、「ところが、08年、その永守がどん底にたたき落とされた。『アカン。会社が潰れるかもしれない』。リーマンショックの勃発である。景気の変動をモロに受ける情報機器向けのモーターを主力としているだけに、インパクトは強烈だった。『売上高がドーンと半分になった。計算すると、毎月100億円の赤字が出る。3年ぐらいはこの状態が続くかもしれない。このままでは、アウト。36年間やってきた会社が、ついにパーや』」とある。あくまで想像

であるが、買収提案を撤回したのは、リーマンショックにより東洋電機製造の買収まで手が回らなくなったからではなかろうか。なお、日本電産の買収提案撤回後、東洋電機製造の株価は急落した。日本電産によるTOBを株式市場は期待していたのであるから、当然の結果であろう。一時は、買収提案前の株価を下回ったが、株式市場が「時間稼ぎをして買収提案を拒絶した東洋電機製造の経営陣は信頼できない」と見なしたと厳しい見方をすることもできる。もしこれで株価が下落したままの状態であれば、東洋電機製造の経営陣は株主から厳しく批判されたことであろう。しかし、その後、東洋電機製造の株価は上昇した。これは、中国からの受注が増加したことを株式市場が評価した結果と想定される。東洋電機製造の株価は日本電産の買収提案価格を大きく超えて上昇したことから、結果的には株主は日本電産の買収提案に応じるよりもメリットを享受できたとも言える。

日本電産の買収提案に対する東洋電機製造の対応については賛否両論があることは事実である。企業にとって最も重要なことは、買収者に狙われないよう業績を拡大させ、株価を上昇させることである。

■ 当社株価・出来高の推移（2008年1月～2009年8月）

