

2008 年下半年期ガバナンス回顧

2009 年 1 月 14 日 全 3 頁

# 日本電産が東洋電機製造に買収提案

経営戦略研究所  
藤島 裕三

防衛策を導入することが買収提案のきっかけになり得ることが示された。

## [要約]

- 2008 年 9 月 16 日、日本電産は東洋電機製造に対して買収提案を実施したが、同年 12 月 15 日に本提案は失効した。東洋電機製造は事前警告型ライツプランを導入済みである。
- 本提案に対して東洋電機製造の経営陣は 3 ヶ月を費やして、数度の質問状送付や意見交換を実施した。事前交渉がなかったことに対する不信感は遂に払拭されなかった模様。
- 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。

## 防衛策の導入企業に 買収を提案

2008 年 9 月 16 日、日本電産は東洋電機製造に資本・業務提携の提案（以下、本提案）を実施した。総議決権数の 50.1% を下限に、応募があった株式を全て買い付ける。対価は 1 株当たり 635 円の現金で、直近までの 1 ヶ月平均株価に 100.95% のプレミアムを付した。なお東洋電機製造は事前警告型ライツプランを導入済み。

しかし日本電産は同年 12 月 15 日、有効期限到来に伴う本提案の失効を発表した。延長も新たな提案もしない。同社プレスリリースによると「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」とする。不調に終わった一因として、両社の間で事前交渉がなかったことが影響したと見られる。

買収防衛策を導入済みの企業に経営陣の賛同を得ず買収を提案した前例としては、日本ハウズイングに対する原弘産の提案がある（2008 年 2 月 18 日）。日本ハウズイングは定時株主総会（同年 6 月 26 日）における株主意思確認手続で、対抗措置を発動することの承認を得た（原弘産が提案を撤回したため対抗措置は不発動）。

## 防衛策導入が提案の きっかけか

東洋電機製造は 2008 年 7 月 14 日に買収防衛策の導入を取締役会で決議、同年 8 月 26 日の株主総会において承認を得ている。事前警告型ライツプランの枠組みで、取締役会が買収提案を評価、必要ならば株主意思確認総会に諮るとする。なお取締役会による検討の際には、社外監査役など独立委員会の勧告を最大限に尊重する。

日本電産は本提案に際して、プレスリリースで「（買収防衛策）に則り、本提案に関する手続を進めていく」と表明した。2008 年 9 月 17 日付の日本経済新聞によると、同社の永守社長は「ルールがあるからこそ検討してもらえる」としており、東洋電機製造が防衛策を導入したことが提案のきっかけになったとも受け取れる。

鉄道需要の高まりが  
本提案の背景

日本電産が本提案を実施した背景には、国内外における鉄道需要の高まりがある。環境意識の高まりやエネルギー価格の上昇などの影響で、トラック輸送から鉄道貨物輸送へのモダリティシフト（輸送手段の転換）が見込まれる。その中で鉄道車両の関連メーカーは、需要拡大の恩恵を受ける産業として注目されている。

東洋電機製造は鉄道用電機機器の老舗メーカーで、車両用の大型モーターなど駆動装置に強みを持っている。一方、日本電産は家電や自動車向けを中心に、中・小型の精密モーターを手掛けている。日本電産は本提案により「鉄道・自動車市場における“世界 NO.1 のモーターメーカー”を目指すことが可能」としていた。

双方の不信が拭えず  
期日が到来

本提案に対して東洋電機製造の経営陣は、株主意思確認手続を検討する以前、取締役会評価期間の設定までに3ヶ月を費やした。その間、防衛策に定めた必要情報を求めるため、3度の質問状送付、トップ面談および意見交換を実施した。情報提供完了通知を出したのは、本提案の期日である2008年12月15日である。

質問状の内容としては、企業概要や提案内容などの基本的な事項に加えて、「提携後の事業展開」や「期待される事業シナジー」などについて、具体的かつ詳細に説明することを要求した質問が目立つ。また「強圧的とも思われる提案の手法」の是非を問い質すなど、事前交渉がないことに対する不信感が読み取れる。

両社トップが対面したのは2008年12月5日。東洋電機製造が設置する独立委員会（社外監査役、弁護士、大学教授の3名）が、三者面談の機会を持つよう呼びかけたことによる。その席において双方は2点、これまでの質問および回答を開示する、両社メンバーによる意見交換を行う、ことについて合意した。

意見交換は2008年12月11日に実施、両社からは副社長以下3名ずつが出席した。東洋電機製造側はここでも「入り口」が不適切だと主張、「今のままでは（技術の）色んな話が出来ない」と発言している。また日本電産側も、東洋電機製造の労組が反対声明を発表したことを「戦略的」ではないかと不快感を表明した。

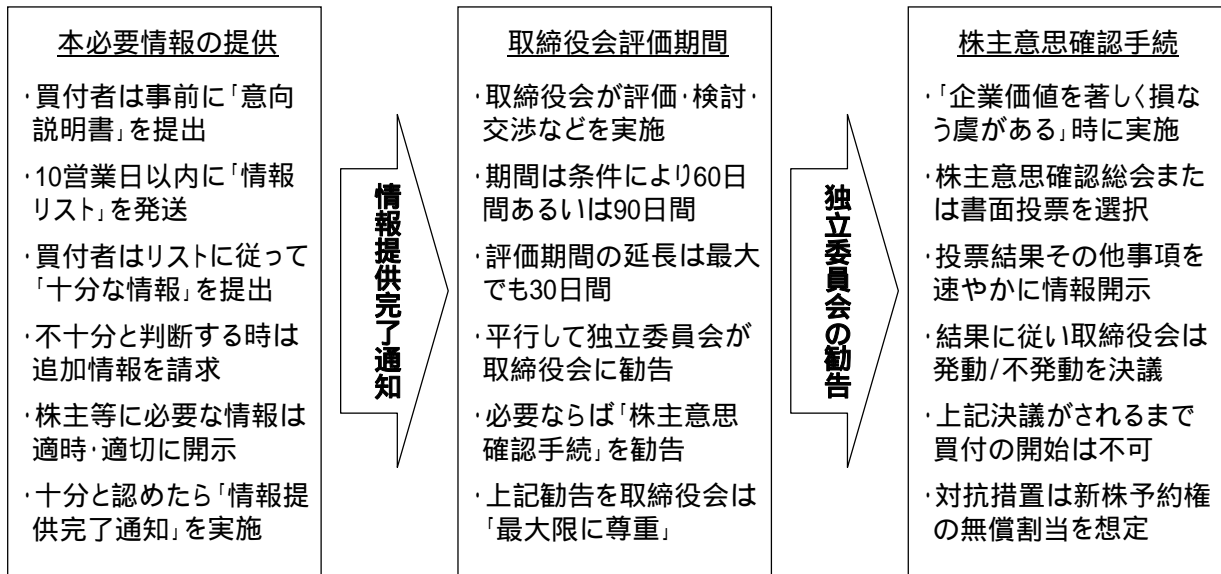
買収防衛策の本質が  
問われよう

本提案を巡る以上の経緯は、買収防衛策に存する両面を表わしている。企業価値・株主共同の利益を守るという建付けに従えば、防衛策の目的は公正かつ透明に買収提案を取り扱うことに尽きる。したがって防衛策を導入することはある意味で、常に買収提案を検討する用意があると宣言するのに等しいのかもしれない。

日本電産は防衛策の持つ「買収提案の検討ルール」としての面に着目、事前交渉は不要と判断して本提案に踏み切ったと考えられる。報道によると同社の永守社長は、「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」としている（2008年12月16日付 日経産業新聞）。

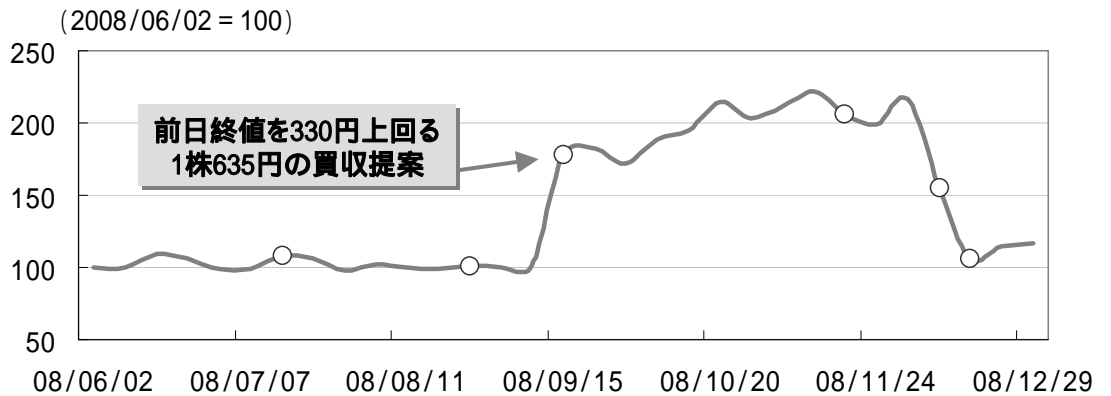
他方、防衛策の導入企業といえども、コンセンサスを重んじる面が存在することも現実だろう。東洋電機製造の大澤社長は「安定株主が少ないと痛感した。他企業との提携も視野に入れている」という（2008年12月18日付 日刊工業新聞）。持ち合いの是非も含めて、防衛策の本質が問われる契機になるのかもしれない。

図表 1 東洋電機製造の買収防衛策に定められる提案検討の流れ



東洋電機製造ニュースリリース（2008年7月14日付）よりD I R経営戦略研究所作成

図表 2 東洋電機製造の株価パフォーマンス（週次、対TOPIX）



- |            |                             |
|------------|-----------------------------|
| 2008/07/14 | 東洋電機製造が取締役会において買収防衛策の導入を決議  |
| 2008/08/26 | 東洋電機製造の定時株主総会で防衛策の導入議案が承認   |
| 2008/09/16 | 日本電産が東洋電機製造に資本・業務提携の提案書を送付  |
| 2008/11/17 | 日本電産が提供した情報は不十分として再回答の提供を要請 |
| 2008/12/08 | 十分に情報提供されていないとの判断を東洋電機製造が公表 |
| 2008/12/15 | 日本電産が期限到来に伴って買収提案が失効したことを発表 |

Q U I C K、東洋電機製造ニュースリリースよりD I R経営戦略研究所作成