

## 事例1 日本製鉄(株)による東京製綱(株)の株式取得

### 第1 当事会社

日本製鉄株式会社(法人番号3010001008848)(以下「日本製鉄」という。)は、主に鉄鋼製品の製造販売業を営んでいる。

東京製綱株式会社(法人番号7010001034997)(以下「東京製綱」という。)は、主にワイヤーロープやスチールコードの製造販売事業等を営んでいる。

以下では、日本製鉄を最終親会社として既に結合関係が形成されている企業の集団を「日本製鉄グループ」と、東京製綱を最終親会社として既に結合関係が形成されている企業の集団を「東京製綱グループ」といい、日本製鉄グループと東京製綱グループを併せて「当事会社グループ」という。

### 第2 本件の概要及び関係法条

本件は、日本製鉄が、公開買付けの方法により、東京製綱の株式に係る議決権を10%取得し、その結果、日本製鉄の議決権保有比率が19.91%となったものである(以下「本件行為」という。)

関係法条は独占禁止法第10条である。

### 第3 本件行為に係る経緯

本件行為に係る経緯は以下のとおりである。

令和3年1月	<ul style="list-style-type: none"><li>日本製鉄が本件行為に係る公開買付け(以下「本件TOB」という。)の開始を公表。</li><li>公表文において、日本製鉄は、本件TOB終了後、東京製綱の経営体制及びガバナンス体制の再構築に向けて、新たに社内人材を同社の取締役として選任することや独立性及び多様性を確保した取締役会の構成等について協議を行い、当該協議を踏まえた必要な提案を行っていく意向を表明。</li></ul>
同年2月	<ul style="list-style-type: none"><li>東京製綱が本件TOBに対する反対を表明。</li></ul>
同年3月	<ul style="list-style-type: none"><li>本件TOBが成立。</li></ul>
同年6月	<ul style="list-style-type: none"><li>東京製綱定時株主総会において、東京製綱は会社提案として全取締役及び監査役の選任議案を上程。</li><li>提案された取締役候補及び監査役候補は全て新任であり、その構成は、上記公表文において示された日本製鉄の意向に沿うものであった</li><li>東京製綱定時株主総会において、上記会社提案が賛成多数により可決。日本製鉄の意向に沿う形で取締役及び監査役が交代することとなった。</li></ul>

## 第4 日本製鉄と東京製綱との間の結合関係の有無

### 1 問題の所在

本件TOBの開始が公表された時点において、日本製鉄は東京製綱の株式に係る議決権の9.91%を保有する筆頭株主であった。企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針（平成16年5月31日公正取引委員会。（以下「企業結合ガイドライン」という。）第1の1(1)イにおいては、議決権保有比率が10%以下の場合、「複数の企業が株式保有、合併等により一定程度又は完全に一体化して事業活動を行う関係」、すなわち結合関係が形成・維持・強化されず、企業結合審査の対象とはならないとされている。

しかしながら、本件行為が実行された場合（本件TOBが成功した場合）には、日本製鉄の議決権保有比率は19.91%となることから、本件行為により、日本製鉄と東京製綱との間に結合関係が形成・維持・強化されることとなるか否かが問題となる。

なお、本件行為実行後においても日本製鉄の議決権保有比率は20%に満たないことから、本件行為は、独占禁止法第10条第2項に規定する事前届出の対象とはならないものであった。

### 2 結合関係に係る検討

#### (1) 議決権保有比率、当事会社間の取引関係、役員兼任関係等

企業結合ガイドライン第1の1(1)イにおいては、株式取得会社単体の議決権保有比率が10%を超え、かつ、議決権保有比率の順位が第3位以内の場合<sup>1</sup>には、議決権保有比率の程度、議決権保有比率の順位、一方当事会社の役員又は従業員が他方当事会社の役員となっているか否かの関係、当事会社間の取引関係、当事会社間の業務提携等の関係等の事情を考慮して、結合関係の有無を判断することとされている。

前記のとおり、本件行為が実行された場合（本件TOBが成立した場合）には、日本製鉄の議決権保有比率は19.91%となる。また、議決権保有比率の順位は本件TOBの開始前と同じ第1位であるが、第2位以下の株主は信託銀

---

<sup>1</sup> 企業結合ガイドライン第1の1(1)アにおいては、

(ア) 株式所有会社の属する企業結合集団（独占禁止法第10条第2項に規定する企業結合集団をいう。以下同じ。）に属する会社等が保有する議決権の割合の合計が50%を超える場合、又は

(イ) 株式所有会社の属する企業結合集団に属する会社等が保有する議決権の割合の合計が20%を超え、かつ、株主順位が単独で第1位の場合

には、株式所有会社と株式発行会社との間に結合関係が認められるとされている。また、企業結合ガイドライン第1の1(1)イのただし書においては「議決権保有比率が10%以下の場合又は議決権保有比率の順位が第4位以下」の場合は、結合関係が形成・維持・強化されず、企業結合審査の対象とはならないとされている。

したがって、本文でいう「株式取得会社単体の議決権保有比率が10%を超え、かつ、議決権保有比率の順位が第3位以内の場合」とは、上記(ア)又は(イ)に該当せず、かつ、上記ただし書にも該当しない場合を意味する。

行等であり、その議決権保有比率は数%にとどまっていることから、他の株主との間の議決権保有比率の格差は大きく広がることとなる。

また、日本製鉄は、東京製綱に対し、東京製綱の主要製品であるワイヤロープ等の原料である線材等を供給する母材メーカーとしての取引関係を有していたほか、東京製綱との間で、スチールコード関連事業に関する製品共同開発の実施や鋼索鋼線関連事業に関する共同研究開発等を行う関係にあった。

なお、本件TOBの開始前において、日本製鉄の役員若しくは従業員が東京製綱の役員となっている、又は東京製綱の役員若しくは従業員が日本製鉄の役員となっているという関係はなかった。

## (2) 本件TOBの目的及び本件TOB成立後における東京製綱経営陣の交代

本件TOBの開始に際して、日本製鉄は、本件TOBの目的は東京製綱の長年にわたる業績不振の改善による企業価値の向上にあるとした。

日本製鉄は、東京製綱の長年にわたる業績不振の原因は、同社の経営陣による経営方針の誤り及び同社のガバナンス体制に係る機能不全にあるとした。

また、日本製鉄は、これまでも継続的に東京製綱の経営陣に対して経営方針の変更を促すとともに、毎年開催される東京製綱の定時株主総会においては継続して東京製綱の複数の取締役の選任議案に反対票を投じてきたにもかかわらず、東京製綱においては問題の改善が図られなかったとした。

日本製鉄は、本件TOBにより東京製綱の経営体制及びガバナンス体制の再構築を促すとし、本件TOBが成立した場合には、新たに社内人材を取締役として選任することや独立性・多様性を確保した取締役会の構成等について東京製綱と協議を行い、当該協議を踏まえた必要な提案を行っていく予定であるとした。

東京製綱は、当初、日本製鉄による本件TOB開始に対して反対の意見を表明したが、本件TOBが成立した後、取締役会において全取締役及び監査役の交代を内定するとともに、その選任議案を会社提案として定時株主総会に上程した。提案された取締役候補及び監査役候補は全て新任であり、その構成は、日本製鉄が本件TOBの開始に際して公表した意向に沿うものであった（ただし、当該提案に係る候補の中に、日本製鉄の役員若しくは従業員、又は日本製鉄の退職者は含まれていなかった。）。

令和3年6月に開催された東京製綱の定時株主総会において、上記会社提案は賛成多数により可決し、日本製鉄の意向に沿う形で東京製綱の取締役及び監査役が交代することとなった。

## (3) 小括

前記(1)のとおり、本件行為により日本製鉄の東京製綱に対する議決権保有比率は19.91%となること、その順位は第1位であり、第2位以下の他の

株主との間の議決権保有比率の格差は大きいこと、両当事会社間には原料の取引関係があること、両当事会社間には共同研究開発等を行う関係があることといった事情に加え、前記(2)のとおり、日本製鉄はこれまで継続的に東京製綱の経営陣の交代による経営方針の変更を促してきたにもかかわらずそれが実現されなかったことから、本件TOBを通じて東京製綱の経営陣を交代させてその経営方針を変更させるべく本件行為を行い、実際に東京製綱の定時株主総会において自らの意向どおりに経営陣の交代を実現させたという事情を総合的に考慮すると、本件行為の結果、当事会社グループには結合関係が形成されるに至ったと認められる。

このため、当委員会は、日本製鉄に対して、本件行為により当事会社グループに結合関係が形成されるに至ったことから、本件行為について企業結合審査を行う旨を伝えた。

## 第5 当事会社による措置の申出

### 1 措置の内容

当委員会が前記第4の2(3)のとおり伝えたところ、日本製鉄から、当事会社グループ間の結合関係を解消するべく、以下の内容を含む措置(以下「本件措置」という。)の提案があった。

- ① 日本製鉄は東京製綱の議決権保有比率を10%以下とすべく、1,625,500株相当分を市場等で売却する(売却完了後、日本製鉄の議決権保有比率は本件TOB開始直前と同じ9.91%となる。)
- ② 上記①の売却は、本件行為の買付価格(1株1,500円)以上となる価格で、かつ東京製綱の企業価値の回復・向上という本件TOBの最終的な目的が果たされたとの評価をステークホルダー及び証券市場から受けられるタイミングかつ数量で、可及的速やかに行う。
- ③ 日本製鉄は、上記①の売却が完了するまでの間、東京製綱の株主総会において、その保有する東京製綱の普通株式のうち、議決権保有比率が10%を超える部分については議決権を行使しない。ただし、株式売却後、新たな株主が基準日の関係で議決権を行使できない場合に、新たな株主の指示に従って議決権を行使することは妨げられない。
- ④ 日本製鉄は、上記①の売却が完了するまでの間、自社の役員及び従業員をして東京製綱の役員と兼務させず、自社出身者を東京製綱の役員に推薦しない。
- ⑤ 上記①の売却が完了するまでの間、東京製綱の株式の売却状況及び保有状況について、当委員会に対して年1回の定期報告を行う。

## 2 本件措置に対する評価

### (1) 本件措置①について

本件措置①は、当事会社グループ間の結合関係を解消するための措置として適当であると評価できる。

### (2) 本件措置②について

東京製綱株式の売却は、可能な限り速やかに行われることが望ましいものの、売却のタイミングについて一定の条件を設けることはやむを得ないと考えられる。また、日本製鉄は本件措置を実施することを自ら公表しているため、条件を充足していると考えられるにもかかわらず東京製綱株式の売却が行われなければ資本市場からの批判を受けることが想定されること、そもそも議決権行使ができない株式は資産的価値に乏しいため、早期に売却を行わなければ日本製鉄経営陣は同社株主からの批判に晒されることが予想されることなどからすれば、日本製鉄に殊更東京製綱株式の売却のタイミングを引き延ばすインセンティブは乏しいと考えられる。さらに、売却が完了するまでの間は下記のとおり本件措置③が適用されるため、売却までに一定の期間を要したとしても大きな実害は生じないと考えられる。

### (3) 本件措置③について

本件措置③の内容は、可及的速やかに9.91%を超える部分について株式を売却することを前提に、それまでの過渡的な措置として、議決権保有比率10%を超える部分について東京製綱に対する日本製鉄の影響力を行使させないことを担保し、売却完了までの間、東京製綱株式の売却を行ったのと同等の状況を作成するものとして適当であると評価できる。

### (4) 本件措置案④について

本件措置案④の内容は、他の本件措置と併せて評価すれば、日本製鉄に東京製綱に対する影響力を行使させないことを担保するものとして適当であると評価できる。

### (5) 本件措置⑤について

本件措置⑤の内容は、本件措置①から④までの履行状況を把握するための措置として適当であると考えられる。

## 第6 結論

当事会社が申し出た措置を講ずることを前提とすれば、当事会社グループ間の結合関係は解消されることから、本件行為に係る企業結合審査は要しないと判断した。