

中澤省一郎のSS経営メールマガジン No.133

8月31日 JXはTGの完全吸収合併を合意

●TG株主優遇 1 : 株式交換比率 [2.55]

■ まずビックリしたのは、株式の交換比率が [2.55] ということです。

私はMAX [2.0]、場合によったら [1.5] も有るかなと思ってました。

この交換比率は、大幅増配 (19円 ⇒ 28.5円) の配当確定 (12/31) 後の株式売却阻止を狙ったものと思われます。

●TG株主優遇 2 : 大幅増配 [19円] ⇒ [28.5円]

■ TG株主が合併後に得られる配当は

[JX年間配当 : 16円] × [交換比率 : 2.55] = [合併後配当 : 40.8円] ※TGの年間配当38円 (19+19) を上回ります。

■ TGは12/31基準日の配当を大幅増配 [前期配当 : 19円] + [後期配当 : 28.5円] = [今期配当 : 47.5円]

臨時株主総会 (12/21) を平穩に乗り切るため、最後の配当を [19円] + [9.5円] = [28.5円] として、TG株主への「最後の」優遇をしたのだと思います。支配株主不在のTG株主は、平穩にJXTG株主になると想像されます。

●合併効果1,000億円の達成期間を [5年] ⇒ [3年] に短縮

■ 高過ぎる交換比率は、この高い合併効果故に許容されると考えられます。

連結営業権 (のれん) は、2,000億円~3,000億円程度と推定されますので、3年程度で回収できるということです。

●合併手順 : 1/1 TGはEMGM吸収合併 ⇒ 4/1 JXはTGを吸収合併

■ 2016年 12月21日 臨時株主総会 (JXHD、東燃ゼネラル)

2017年 1月1日 EMGM吸収合併の効力発生日 (東燃ゼネラル)

3月28日 最終売買日 (東燃ゼネラル)

3月29日 上場廃止日 (東燃ゼネラル)

4月1日 経営統合日 (本株式交換、本吸収合併および本吸収分割の効力発生日)

■ TGの決算日は12/31ですから、期首の初日にTGはEMGMを吸収合併します。

⇒ 12/31の4,000億円以上の [のれん] の減損リスクを回避した上で合併準備です。

⇒ JXエネルギーとTGは、ほぼ同じ組織での合併になります。

■ 3月末までは上場していますので、株価はどうなるのでしょうか？

⇒ 臨時株主総会で決議される合併案に要注意です。

■ 仮に、現在の株価を維持するとすると、交付されるJXの株価は3,500億円程度です。

この時点でTGは [のれん] を除くと債務超過かそれに近い状態ですから、仮に純資産額 [0] (のれんを除く) とすると [のれん] = [3500億円] △ [0] △ [土地の含み益]

■ 土地の含み益は、現状の資料では見当が付きませんが、IFRSで多額の資産除去債務の計上も必要になるので・・・

私は新たに [のれん] は、2,000億円~3,000億円と推定しています。

●本当の完全吸収合併

■ 名前もJXTGだし、持ち株会社の副社長とエネルギーの副社長はTG出身だから、「対等に近い」と感じる方も多いと思います。経営統合契約 (JXホームページIRニュース) のP30とP31の組織図をご覧ください。

TG出身の副社長は、下に出ていて、右の各部に繋がっていません。

管掌役員は誰も指揮命令系統下に居ないのです。たとえ、TGやEMGMの出身者が管掌役員に就任しても、副社長の指揮命令系統下にはいない事になります。

つまりは、「代表権はあっても、実質的な権限を有しない副社長」である可能性が強いです。

この意味で、完全吸収合併と言っていいと思います。ビックリです。

■ 一方、「変革推進委員会 (仮称) の委員長は武藤潤」と記載されています。

改革推進委員会を決定する副社長は、決定だけの権限で「実行の権限」を有していないと推定されます。

何処まで、改革が実行されるのか要注意です。

■ 特に、現状のJXの営業は「人とお金 (交際費等) を掛けて、損してる (事後調整の支給)」状態で、収益悪化の原因を考えられています。

TGは「人 (販売数量当たりでは1/5程度?) もお金も掛けずに、損しない (事後調整なし)」状態ですが、営業の属するJXTGエネルギーには改革推進委員会が設置されず、持ち株会社にのみ設置されるので、今後の推移を見守る必要があると考えます。

■ 仕切大改革が進行中で、大幅な精製マージンの向上が予想されますので、それだけで、合併効果の製造部門の400億円の改善には「お釣りが来る」可能性が高いです。

出光創業家の反乱

●その2

■ 出光創業家の代理人であるお二人の弁護士が、HPを開設しています。

<http://www.hamataku-law.com/idemitsuke.html>

一方 出光は、創業家から次男を取締役に選任依頼があった等を公表しています。（但し、報道機関に対してのみ）全く方向性の違う「食い違い」です。

■ 8月4日のセミナーで解説しましたが、私は以下の手順で進むと思います。

- 9月中旬 公取委から株式取得の承認が下りる。
- 創業家からは大量報告書（5%ルール）の提出がない。5%の取得には160億円程度必要です。
- 出光がRDSから取得する株式は $[33.2] \triangle [5] = [28.2\%]$ 以下で、公取委に変更申請 ⇒ 即日？承認
- 出光はRDSから $[28.2\%]$ 程度を取得。
- その後、恐らく $[5\%]$ 程度は昭和シェルが自己株式で取得すると想像しています。

■ 問題は、この先です。

創業家の態度次第では、出光が昭和シェルを実質子会社化した状態が続きます。

これから先が見ものです。

どこかで、着地点が見つけれられると見ています。

なお、二つの大型合併は同時審査になっていると推定されますので、

ほぼ同時期に二つの合併が「条件付き」で許可される可能性が強いです。

遅くとも10月上旬には、二つとも許可されると思います。「条件」に要注意です。

10月仕切改定か？

●9/13 Plattsが説明会：海上に加え、陸上も開始を表明！

■ 8/4のセミナーにゲストで来ていただいたPlatts Japanですが

その席で： 10月を目途に陸上物を開始する。

将来的な購読料は「競争力を有する価格とする」

と言っていました。

■ 先日、私の元に、9/13に日本国内石油テクニカルワークショップをコンラッドで開催するという通知が来ました。

午前：海上物（9：30～12：00）

午後：陸上物（13：00～16：30）

の説明ですので、私は午前・午後で申込みました。

ご興味のある方はPlatts Japan（03-4550-8300）にお問い合わせ下さい。

■ また、これと呼応する形で、10月よりの仕切り改定があるのではと推察しています。

Plattsが6月から海上物を公表して以来、JXの月次調整が無くなっています。

そして、10月から陸上物を公表して、さらに、仕切り大価格が進行すると思われます。

■ 今週号の週刊ダイヤモンドP15に

「ガソリン流通改革が大詰め：鍵握る指標会社は米社優勢」という記事が載っていますのでご覧ください。

経営統合と仕切大改革は同時並行的に進行しています！