



## Topics / Insight

### 2017年9月の注目ディール： 東芝メモリの売却先が日韓米連合に決定

2017年10月13日

#### 譲渡先の概要

2017年9月27日、東芝の半導体メモリ事業の売却を巡って続けられた7ヶ月間に及ぶ迷走がようやく一つの節目を迎えました。

譲渡価格は2兆円。譲渡先は、米ベインキャピタルを軸とするコンソーシアムにより組成される特定目的会社です。特定目的会社には東芝が自ら再出資する3505億円を含め、HOYA、ベインキャピタル、韓国SKハイニックスが合計9575億円を出資します。韓国SKハイニックスは1290億円を新株予約権付き社債の取得に当て、10年間は15%を超える議決権を持たないことになりました。また、アップルなどの海外企業連合が4425億円を出資して議決権のない優先株式を取得します。加えて、日本の銀行団が特定目的会社に対して6000億円の融資を実行し、取得代金の足りない部分を補います。産業革新機構と日本政策投資銀行はウエスタンデジタル（WD）との係争が終わるまで出資はせず、東芝が持つ議決権の一部を間接的に行使できる「指図権」と呼ばれる権利を手に入れることになりました。

#### これまでの経緯

東芝が半導体メモリー事業の分社化と株式売却が表面化したのは今年の1月です。当初、売却株式は2割未満に抑える方針で3月中の実行を目指していましたが、ところが、原子力事業の巨額損失による債務超過転落が避けられなくなると、経営権にはこだわらない方針に変更となり、売却プロセスは2月下旬に急遽仕切り直しとなりました。仕切り直し後のプロセスでは、東芝サイドより新会社の企業価値を2兆円以上とするよう要請が出され、迷走が始まります。

3月29日に設定された一次入札の締め切り日に向け、鴻海（ホンハイ）精密工業他海外のメーカーやファンドが興味を示し、日本でも政府の意向を受けて日本政策投資銀行と産業革新機構が検討を始めます。経産省主導で模索された日本連合は10社以上に声がかけられたものの、結果は不発に終わりました。結局、一次入札に参加した日本企業は無く、海外から10社程度が応札したと見られています。

4月に開始された2次入札のプロセスでは、東芝が「魅力的な提案があれば一次入札後も参加可能」として、日本の官民連合の出資提案も追加で受理する方向を示しました。また、東芝と半導体工場を共同運営するWDが、4月半ばに独占交渉権を求める意見書



## Topics / Insight

を東芝に提出。この要望は受け入れられず、同社による国際調停の申し立てに繋がります。その結果、WDを除く4陣営が2次入札に応じた一方で、WDは個別の協議を入札と並行して行うという通常では想定できない入札プロセスとなってしまいました。

その後東芝は、ベインキャピタルを中心とする日米韓連合とWD陣営との間で右往左往することになります。どちらかに優先交渉権を与えるのではなく、東芝にとって有利な提案を示す陣営を優先交渉先として協議を続け、2次入札締め切りから4か月経った9月末に最終契約にまでこぎつけることが出来ました。但し、日米韓連合に売却する方針が決議された9月20日の取締役会の時点では合意に至っていない項目が存在し、契約締結は28日までずれ込みます。見切り先行の対応が最後まで続いたといえるでしょう。

### 今後の課題

譲渡契約書には、取引実行の条件として、①中国、日本など10カ国・地域の独禁当局の承認取得、②国際仲裁裁判所による差し止めなどによって譲渡禁止とならないこと、③日本の国家安全保障に関する外為法上の承認が得られることの3つが盛り込まれました。来年3月までの取引成立とそれに伴う債務超過解消が実現せずに上場廃止となってしまうリスクは、海外の当局や国際機関の判断に左右されることとなります。

また、取引成立後の経営のかじ取りにも不安が残ります。買収側の株主として議決権に制限のある多数の企業名が並ぶことに加えて、売り手である東芝も主要な株主として名を連ねるコンソーシアムは異様だからです。この異様な状況を生み出した背景には、一般の入札と異なり、入札価格だけでは決められない本件特有の事情がありました。海外への技術流出を懸念する政府の意向、独禁法審査のための出資比率の調整、そして競合への売却を認めないWDへの対応にも配慮する必要があったからです。つまり、株式の譲渡が無事行われたとしても、それぞれ異なる思惑も持つ株主が経営に口出すという船頭の多い船出となることは確実です。

東芝メモリの経営権を巡る駆け引きの本当の山場は、これから始まるのかもしれない。

### <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](mailto:info@benediconsulting.jp)

Web site: <http://benediconsulting.jp>