



**2017年10月の注目ディール：
KKRが日立国際電気に対するTOBを再開**

2017年11月13日

8月に一度見送られたTOB

米ファンドのKKRは、本年8月9日に開始を見送っていた日立国際電気に対するTOBを再開する旨発表しました。買付価格は2,900円で、10月12日から11月24日までの30営業日を買付期間としています。

元々、日立製作所による日立国際電気株式の売却プロセスは、2016年10月上旬より入札手続きが開始されました。その結果、本年4月上旬に日本産業パートナーズ（JIP）との共同提案を実施したKKRが最終買付候補者として選定され、KKRは2017年4月26日に日立国際電気に対するTOBを開始する旨公表しています。

4月のプレスリリース時点では買付価格を2,503円とし、8月上旬に公開買付を開始する予定でした。しかしながら、日立国際電気の株価は5月中旬より上記買付価格を上回る水準を維持し、更に業績予測が上方修正された7月26日以降は買付価格を10%以上上回る水準に至ります。この状況を受けて、日立国際電気の第三者委員会は、買付価格が公正であるとは言えない旨の意見を表明し、KKRは公開買付開始の見送りに追い込まれることとなりました。その後KKRは再提案と交渉を続け、10月に入りようやくTOBの開始にまで漕ぎ着けたこととなります。

複雑なストラクチャー

TOB後の再編を含めた全体の概要をまとめると以下の通りです。日立製作所は、子会社株式を売却するだけでなく、当該子会社の一部事業に再出資することによって合弁会社化しようとしているため、全体として、とても複雑なストラクチャーが予定されています。

- ① KKRが設立した特定目的会社（SPC）に対して日立製作所が合計130億円の優先株式による出資を2回に分けて実施。JIPが出資するHVJホールディングスは、日立国際電気株式の取得代金88億円をSPCに対して2回に分けて前払い。SPCはこれらに加えて銀行からの借入を実施してTOB等の決済資金を調達します。
- ② マジョリティオブマイノリティの水準（本件では日立製作所保有株を除く約22%）を買付予定数の下限としてKKRがTOBを実施。当該TOBには、50.44%の株式を保有している日立製作所は応募しないことで合意。
- ③ TOB後、株式併合により少数株主をスクィーズアウトして、株主が日立製作所と



Topics / Insight

KKR の 2 社のみとなる。

- ④ みなし配当の税務メリットを得るために、日立製作所は日立国際電気の自己株式取得に応じて保有株の全てを売却。日立国際電気は分配可能額確保するために、事前に減資を実行するとともに、取得資金は SPC より借入。
- ⑤ 日立国際電気が成膜プロセス事業を SPC に吸収分割。
- ⑥ 映像・通信事業のみを営むこととなる日立国際電気の株式を HVJ 及び日立製作所に対してそれぞれ 20%ずつを譲渡し、SPC の持分を 60%とする。

取締役会における判断の変化

10 月 12 日に再開した TOB の買付価格 2,900 円は、当初の買付価格よりも引き上げられたものの、TOB 再開の公表日前直近 1 か月間の市場株価の終値平均 3,009 円に対して 3.6%のディスカウントしたものとなりました。

これに対して、日立国際電気の第三者委員会は「少数株主の犠牲のもとに、日立製作所が不当に利益を得たという事実は認められない」という意味で、本件取引は少数株主にとって不利益ではないとしています。

また、同社取締役会は公開買付に対する賛同を表明することに加え、価格水準以外の諸経緯を総合的に考慮した結果として、株主に対して TOB への応募を奨励することまで決議しました。これは当初 4 月に TOB が発表された際の対応とは大きく異なります。4 月の時点では、他の事例と比較してプレミアムが低い水準であることや市場価格が公開買付価格を上回る状況が発生していること等から、TOB への応募についての推奨はしていません。

日立国際電気のアドバイザーが算出した DCF 法による一株あたりの価値の上限は 2,945 円ですが、類似会社比較法による上限は 3,858 円でした。ストラクチャーが複雑であることから、本件取引はわかり辛いものとなっており、尚更、日立国際電気の取締役会は 2,900 円の公開買付価格を推奨する理由をわかりやすく説明する必要があると思われる。

市場株価は TOB の発表後も高値を維持し、本稿を執筆している現在も 3,100 円を超えた水準で推移しています。現在の市場株価は、投機的な要因が多く影響していると思われるのですが、公開買付の成否は不透明な状況といえるでしょう。

<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

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