



Topics / Insight

2023年3月の注目ディール： 日本産業パートナーズが東芝に TOB

2023年4月13日

賛同はするが応募推奨はしない旨の意見表明

2023年3月23日、日本産業パートナーズ(JIP)が東芝に対して TOB を実施することが明らかになりました。国内外の競争法等のクリアランスを取得後、本年7月下旬を目処に開始する予定です。

TOB 価格は4,620円。買収価額の総額は約2兆円となる見込みです。但し、当該 TOB 価格は、東芝の執行部が起用した第三者算定機関が DCF 法で算定した価格レンジ(4,171円~7,000円)には入っているものの、取締役会及び特別委員会が独自に起用した第三者算定機関が算定した DCF 法による株式価値のレンジ(4,661円~7,333円)の下限を下回っています。そのため、特別委員会は、応募推奨をすることが出来る水準には達していないと結論づけました。

これを受けて東芝は、本 TOB に対して賛同はするものの、応募推奨はしない旨の意見を表明しました。今後、TOB の開始日までに、応募推奨するか否かの検討を改めて実施することとなっています。

これまでの経緯

今日に続く東芝における経営の混乱は、2015年に発覚した不正会計が発端です。その後の信用失墜と株価下落に見舞われた東芝は、成長事業の医療機器子会社の売却などで立て直しを図りますが、米子会社のウェスティングハウスが破綻し、2017年3月期には債務超過に陥りました。2期連続の債務超過による上場廃止を回避するため、東芝は虎の子の半導体メモリー事業を売却します。但し、国内外の競争法等のクリアランス取得に時間が掛かり、2018年3月までに実行出来ない可能性が出てきたことから、2017年12月に実施したのが6,000億円の第三者割当でした。

引受先は海外の投資ファンド60社。筆頭株主となったエフィッシンモを始め、エリオット、オアシス、ファラロン・キャピタルなどアクティビストが名を連ねます。上場廃止の危機を回避することは出来たものの、全体の3割以上の株主が海外投資ファンドとなったことで、東芝の経営は迷走の第二幕に入ることになりました。

もの言う株主からの圧力に晒されていた2021年4月、CVCからMBOの提案を受けたことが明らかになりました。しかしながら、当時の東芝の社長であった車谷氏がCVC日本法人の元トップであったことから、その不透明性に非難が高まり、僅か10日あまりで検討保留となってしまいました。

その後、社外取締役を中心とする戦略委員会が3分割案に続けて2分割案を提示するも、株主総会で否決。結局、2022年4月に、潜在的な投資家やスポンサーから、非公開化を含めた「戦略的選択肢に関する提案」を募集することを公表し、本件に繋がる入札プロセスが開始されました。



Topics / Insight

買い手優位の交渉

本件の特徴のひとつに、買い手候補が限られていたことが挙げられます。東芝は、原子力発電や防衛関連、量子暗号通信など経済安全保障上重要な事業を抱えているため、外資による買収は認められません。一方で、2兆円を超える資金を準備出来る国内企業／投資家も多くありません。事実、JIPは単独による出資をすることが出来ず、国内の事業会社17社と国内金融機関6社の他、議決権割合を25%程度として海外の事業会社等から出資を取り付けました。メザニンローンとシニアローンを組み合わせた1兆円規模の融資も実施される予定です。

当初10陣営が入札に応じたと言われていますが、2022年9月末に法的拘束力のある提案を提出したのはJIPのみでした。JIPからの提案は、TOB価格を5,200円～5,500円とするもの。当初東芝はこの提案について、満足いくものではないとして交渉に臨みましたが、追加のデュー・ディリジェンスや金融機関との協議に時間がかかる中、東芝が2度にわたる業績の大幅な下方修正をしたことにより、TOB価格は4,620円まで下がってしまいました。

東芝の特別委員会は、委員自らが直接交渉を実施するなど、徹底的な交渉態度で臨んだようです。しかしながら、買い手が1社に絞られていた上、本件を中止することが出来ない東芝に、もはや交渉力はなかったのでしょうか。当初の目論見よりも低い価格で合意せざるを得ませんでした。

目が離せない今後の展開

4,620円というTOB価格は特別委員会も応募推奨出来ない価格とされています。本来、DCF法に基づく算定結果は、会社が事業計画を達成した場合に実現出来る株式価値を示します。そのため、TOB価格が、第三者算定機関がDCF法で算定した価格レンジの下限を下回るということは、JIPが買収するよりも、現経営陣がこのまま経営を続ける方が企業価値を高められると出来ることが出来ます。換言すると、応募推奨出来ないだけでなく、理論上は、本件を実行することの合理性にも疑問符が付くということです。

加えて、6,000億円の第三者割当時の発行価格は2,682円。4,620円でも、円貨ベースでは7割以上利益が出ることとなります。但し、当時の為替レートが1ドル110円前後であったため、現在の円安下での利益は、海外ファンドが求める水準に至っていない可能性があります。

7月下旬を目処とされるTOBの開始日までに、東芝は応募を推奨するかについて改めて検討し、決議するとしています。これに先立ち諮問を受ける特別委員会がどのような判断をするか、また、TOBが実行された場合に無事成立するのか否か等、まだまだ、目が離せません。

<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: <https://benediconsulting.jp>