



Topics / Insight

2023年5月の注目ディール:

SBI 地銀ホールディングスによる SBI 新生銀行に対する TOB

2023年6月13日

上場子会社の非公開化を目的とした TOB

2023年5月12日、SBIグループにおいて地域金融機関事業を統轄する SBI 地銀ホールディングスが、上場子会社の SBI 新生銀行に対して TOB を実施する旨公表しました。TOB 実施後には、SBI 地銀 HD 並びに合計 3500 億円の公的資金を提供している預金保険機構及び整理回収機構の 3 社のみが株主となるようスクイズアウトが実施される予定です。

2021年12月に SBI 地銀 HD が TOB を通じて旧新生銀行を子会社化した際には、日本の銀行業界初の敵対的 TOB として始まり、買収防衛策が発動寸前まで行くなど、激しい攻防が繰り広げられました。一方、今回の TOB は、SBI 地銀 HD、預金保険機構及び整理回収機構の 3 社の所有割合の合計が 73%に達しており、買付予定数の下限も設定されていないため、成立は確実です。

これまでの経緯

SBI グループが市場取引を通じて新生銀行の株式取得を始めたのは 2019 年 4 月に遡ります。その後、事業提携の可能性を探りつつ株式取得を続けた結果、2021 年 3 月時点での所有比率は約 20%迄上昇しました。そして 2021 年 9 月には、所有割合が 48%ととなるよう買付予定数の上限を設けて TOB を開始。新生銀行の経営陣はこれに対して反対意見を表明すると共に、買収防衛策の発動を試みますが、結局、買収防衛策は発動されずに TOB が成立しました。旧新生銀行は、実質支配基準により、SBI グループの連結子会社となり、SBI 新生銀行へと名称変更します。

更に、2022 年 10 月に銀行持株会社の認可を取得したことを受けて、SBI 地銀 HD は市場取引を通じて所有割合を 50.04%まで高めました。こうした SBI 新生銀行の非上場化への足固めを経て、今回の TOB が開始されました。

TOB 価格にかかる交渉

今回の TOB 価格は 2,800 円。これは、TOB 公表日の前日の終値、公表日前 1 ヶ月間の終値平均、同 3 ヶ月間の終値平均及び同 6 ヶ月間の終値平均に対して、それぞれ 14%、17%、17%及び 20%のプレミアムを加えた水準に過ぎず、最近の上場子会社に対する TOB における平均的なプレミアム水準が 40%台であることに比べて低い水準です。これに対して SBI は、銀行持株会社認可の報道前日を基準とした場合のプレミアムは 36%~45%となり、更に、2021 年の前回 TOB 公表前日を基準とした場合には 76%~97%であり、TOB 価格は少数株



Topics / Insight

主の利益に適うものと主張しています。つまり、前回の TOB や銀行持株会社の認可取得によって、非公開化はある程度予見されており、市場株価はこれを織り込んで上昇していたため、10%台のプレミアムとなっても低くないということです。

これに対して、SBI 新生銀行の特別委員会は、3,000 円以上の価格とするか、もしくは、マジョリティ・オブ・マイノリティとなる買付予定数の下限を設定するよう要請。しかしながら、SBI はこの要請を全面拒否し、買付予定数の下限設定なしのまま、TOB 価格も 2,800 円で押し切りました。

TOB の公表を受けた後の市場株価は、2,800 円を超えた水準で推移しています。6 月 12 日の終値 2,810 円で計算すると、PBR は 0.6 倍。相当のプレミアムをつけたと言っても、SBI にとっては割安な買い物といえるはずですが、2,800 円でスクイーズアウトされる株主の中には、十分なプレミアムが上乘せされていないと考える株主がいても不思議ではありません。

公的資金の返済額との平仄

また、今回の TOB には不応募となる預金保険機構及び整理回収機構が所有している株式の取得原価は約 7,450 円です。SBI グループでは、非公開化した上で公的資金返済の道筋を早期につけることが社会的責任である旨考えているとのことですが、国民負担が生じないような価格で両社の所有株式を早期に買い取る場合には、TOB 価格との差が大きいため、株主平等の原則に反する可能性が生じてしまいます。

1 株あたり 7,450 円相当の公的資金の返済は、非上場化後に展開される様々な施策によって高められる企業価値が原資となると思われます。但し、SBI グループによれば、2025 年 6 月までに公的資金返済に係る具体的仕組みについて、預金保険機構及び整理回収機構と合意するとされているとのこと。そのため、返済に要する期間は想定できないともしています。

このような不確実性の高い公的資金の返済額よりも TOB 価格の方が低くなることは合理的であるとは言えますが、その差がどれだけであれば公平と言えるかは、わかりません。今回の TOB 価格の交渉において、公的資金返済額との平仄についてどの程度の議論がなされたかは不明ですが、SBI 新生銀行とその特別委員会は前例のない難しい判断が迫られたものと考えられます。

SBI 地銀 HD を核とした SBI グループの地銀連合構想の展開と併せて、公的資金の返済についても、引き続き注目すべきです。

<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>