

Topics / Insight

2023年6月の注目ディール: JSRが産業革新投資機構をスポンサーとして非公開化

2023年7月12日

史上4番目の大型TOB

2023年6月26日、産業革新投資機構（JIC）はJSRの完全子会社化を目的として、同社に対してTOBを実施する旨公表しました。国内外の競争法及び投資規制法令のクリアランスを取得後、本年12月下旬を目処に開始する見込みです。公表日現在、JICはJSRの株式を保有しておらず、TOBにおける予定買付数の下限は、発行済株式総数（自己株式を除き、新株予約券の目的である株式数を含む）の3分の2に設定されました。本件は、JSRよりJICに持ち込まれた案件であり、実質的に、JICをスポンサーとしたJSRの非公開化案件と言えます。

普通株式1株あたりのTOB価格は4,350円。これは、公表前営業日の終値、公表日前1ヶ月間の終値平均、同3ヶ月終値平均及び同6ヶ月間の終値平均に対し、それぞれ、34.5%、30.5%、36.7%及び41.4%のプレミアムを上乗せした水準です。買付総額の約9,040億円は、2020年のNTTドコモ（3兆4749億円）、現在進行中の東芝（1兆9988億円）、2020年の日立化成（9640億円）に次ぐ我が国史上4番目の大型TOB案件となりました。

JSRが進める構造改革

JSRは、元々合成ゴムの国産化を目指して設立された国策会社でした。1969年に完全民営化された後は多角化を進めており、2021年5月には、祖業である合成ゴム事業をエネオスに売却してしまいます。2020年度における同事業の売上高は、全社売上の3割以上を占める1430億円。赤字に転落していたとはいえ、祖業にして最大の事業セグメントを約1000億円で売却したことは、業界でも話題となりました。

この構造転換により、JSRはフォトレジストを含むデジタルソリューション事業とライフサイエンス事業を2本柱とする事業ポートフォリオとなり、全社としての売上規模は縮小したものの、収益力は大幅に強化されました。更に、フォトレジスト事業強化のために打たれた布石が今回のTOBです。

業界再編のための非上場化

半導体材料の一つであるフォトレジスト市場は、日本企業5社で約9割のシェアを占めており、中でもJSRは3割弱の市場シェアを持つ業界トップ企業です。しかしながら、フォトレジストの世界市場規模は2730億円に過ぎず（2021年）、半導体関連の市場全体から見れば



Topics / Insight

ニッチ市場に過ぎません。そのため、企業規模を拡大してバグニングパワーを強化している半導体メーカーに対抗するためには、規模の小さい我が国の半導体材料メーカーは、業界再編が必要であるということがJSRの主張です。JSRは、その再編を円滑に実現するための資本政策として非上場化を選択し、2022年11月に政府系ファンドのJICに対して協議を申し入れたとのことでした。JSRは、非上場化後の業界再編と積極投資により企業価値を増大させ、5年～7年後を目途に、再上場をすることを計画しています。

但し、JSRにおけるデジタルソリューションセグメントの売上高は全社の半分に過ぎません。日本の半導体材料メーカーの業界再編という大義名分の下で経営統合を進める場合、ライフサイエンス事業等が異分野事業と位置づけられるため、これをどのように位置づけるかにより、再編のあり方も変わるでしょう。半導体材料業界の再編に際して、その他の現有事業をどのように位置づけるかは、今後の課題です。

大胆な意思決定を可能にさせたガバナンス体制

また、同社には4名の社外取締役がいますが、そのうち1名はもの言う株主にして9.25%の株式を保有するバリュート・キャピタルのパートナーです。つまり、アクティビストの意見がダイレクトに取締役会に届く体制となっていたということ。それにより、祖業であっても収益性の低い事業の売却や、非上場化を通じた業界再編への取り組みという大胆な構造改革を進めることが可能となったのではないかと思います。

ブルームバーグによれば、バリュートは今回のTOBにより、500億円程度のキャピタルゲインが得られる可能性があるとのこと。バリュートからすれば、株式売却後は社外取締役を送り続ける必要がなくなりますので、非上場化により完全撤退となることが推測されます。

バリュートから取締役を受け入れたことが、一般株主をはじめとするJSRのステークホルダーの利益に貢献したかは議論の余地はあるかと思われませんが、少なくとも、バリュートの利益に大きく貢献したことは明らかです。

<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>