



**2013年5月の注目ディール：
サーベラスによる西武ホールディングスに対する TOB**

2013年6月10日

西武ホールディングスに対する TOB の結果

サーベラス・グループによる西武ホールディングスに対する公開買付けが5月31日に終了しました。公開買付けに応募した株式は約10百万株（持ち株比率3.04%）であり、サーベラス・グループの既存の所有株式と合わせると持ち株比率は35.48%となりました。2度も期間延長（一度目は買取予定数の増加に伴うもの）をしたにもかかわらず、買付予定数約42百万株（同12%）をはるかに下回る結果となり、サーベラスの目論見からは大きく外れたと言えます。

本件は再上場を目指す非上場会社に対する公開買付けであり、その意味であり他に例がない事例に分類できます。

本件の背景

元々は、西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載による上場廃止を機に起きた西武グループの再編・再建過程において、サーベラスが筆頭株主として資本参加したことからじまります。サーベラスは2006年に西武鉄道の株式の取得やコクトに対する第三者割当を通じてグループ再編後の西武ホールディングスの株式を取得し、2007年7月の追加取得の結果、持ち株比率を32.44%まで高めました。株式の取得価額は合計で約1040億円、一株当たりの簿価は939円です。

サーベラスは筆頭株主として西武ホールディングスと資本提携契約を締結し、取締役の派遣等を通じて同社の経営に関与してきました。当初は2008年度中の再上場を目指していたとも言われていますが、実際は業績回復の遅れに世界的な景気低迷が加わり実現出来ませんでした。そのため、再上場に向けて早期に業績を回復させるための要求が、サーベラスから矢継ぎ早に来ていたことは想像に難しくはないでしょう。

ところが、昨年10月の上場申請により再上場に向けての準備が再び始まる中で、上場時の想定価値評価がサーベラスの求める水準よりも低くなってしまったようです。これが上場時期をめぐって、評価額に納得がいかないサーベラスと現経営陣との間で意見の対立を生じさせたわけですが、加えて、再上場に向けた資本提携契約の見直しも両者の溝を深めたと思われる。

本年3月12日提出された公開買付け届出書には「現経営陣との協力関係をより緊密にしながら」と記載されていたものの、同月26日には西武ホールディングスによる反対の意見表明がなされました。中でも、反対の理由の一つとして、「早期における良い形での



Topics / Insight

株式上場を阻害する要因となる可能性がある」ことを上げていることが印象的です。

公開買付けの概要

今回の公開買付けは、買付価格 1,400 円、株式を買付予定数の上限を 14 百万株（議決権保有割合 4%）、買付期間を 2013 年 4 月 23 日までとして開始されました。ところが、その後サーベラスは 2 度にわたり訂正届出書を提出し、買付予定数の上限と買付期間を変更しています。当初ならびに 2 度の変更内容をまとめると以下の通りとなります（参考のため、買付予定数の上限まで買付けた場合のサーベラスの議決権保有割合も記載しました）。

提出日	買付期間の最終日	買付予定数の上限	サーベラスの 議決権保有割合
2013/3/12	2013/4/23	13,672,700 株 (4.00%)	36.44%
2013/4/5	2013/5/17	41,800,000 株 (12.23%)	44.67%
2013/5/16	2013/5/31	同上	同上

結果は、10,390,724 株 (3.04%) の応募にとどまりました。議決権保有割合は 35.48% と三分の一を超えたものの、公開買付け成功とは言えません。

本件に対する考察

ここでは、単に「やっぱり敵対的 TOB はうまくいかない」と結論づけてしまうのではなく、当初サーベラスが目指した「36.44%」と変更後の「44.67%」のいう水準の意味は改めて考えておきたいと思います。

注目すべきポイントとして、①公開買付届出書で大物 3 人を追加の取締役として推薦したこと（変更時には 5 名の取締役と 2 名の監査役を追加して推薦）、②今回の買付価格は既に保有している株式の取得原価に 49%上積みした金額であること、③西武ホールディングスには西武鉄道の上場廃止後から継続して株式を保有している一般株主がおおよそ 13%を占めるとみられていること、そして、④株主総会の議決権は 3 月末を基準日として決定されるため公開買付けで取得した株式による議決権行使は次回の株主総会では出来ないこと、の 4 点が挙げられます。

これらのポイントを念頭に置くと、サーベラスの一番の目的は、低い売り出し価格での再上場を回避するために、自社の息がかかった取締役を送り込むことだったのではないかと考えられます。次回の株主総会の議決権を得られるわけではないので、今回の公開買付けはプロキシファイトに向けて株主の反応を見るという意味合いがあったのでしょう。加えて、買付価格として 1,400 円という数字を印象つけることによって、再上場時の価格形成に対するひとつの期待値水準を示すという狙いもあったかもしれません。



Topics / Insight

そう考えると、所有株式の取得原価を高めないように、買付け数はできる限り少なく三分の一を超える程度に抑える、という当初の建付けも有りうるのではないかと理解できます。

では何故、途中で買付予定数の上限を引き上げたのでしょうか。

4月5日の条件変更は、形としては、強く反対の意思を示す経営陣に対して、徹底的に対抗しようとしたものということになっています。但し、3月26日の経営陣による反対意見表明を受けての変更であるため、元々予定されていたか、少なくともオプションとして用意されていたかのどちらかの可能性が高いと思われます。44.67%という持ち株比率は、株主総会の出席率如何では過半数に相当する水準です。サーベラスは支配する意図はない旨の説明を再三していますから、支配権獲得狙いの印象がいきなり植え付けられることを、2段階の提示によって避けようとしたのかもしれませんが。そして、13%を占める一般株主の多くが応募してくるかどうかの読みも関係があったのでしょうか。

ところが、結果は前述のとおりです。残念ながら、サーベラスは外資系ファンドに対する日本企業の抵抗感を高めただけ、という印象が強く残りました。

まとめ

会社に対し強い影響力を有する大株主がいる上場会社は少なくありません。その大株主が創業家や元々の親会社であるケースもありますが、こうした明確な実質支配関係が存在しているケースでなくても、資本提携等により10数パーセント程度の株式を所有して、ある程度の影響力を持つことが可能です。その場合、支配権を握っているわけではないことから、今回のような経営陣との対立が生じる可能性も否定できません。

取締役の法的地位は株主の承認を受けた委任契約に基づくものですから、経営陣が大株主と直接対決しても勝負は見えています。今回の公開買付けは、サーベラスが作った「株主の利益を損なう経営陣 v.s. 株主」という構図を、「特定の株主 v.s. 他の株主 + 経営陣」という構図に経営陣が書き換えることが出来たことが、こうした結果につながったと言えると思います。

<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: <http://benediconsulting.jp>