



Topics / Insight

2015年2月の注目ディール： エフィッシモによるセゾン情報システムズに対する TOB

2015年3月11日

本件の概要

2月9日、エフィッシモ キャピタル マネージメント（以下、エフィッシモ）がセゾン情報システムズに対する公開買付け（TOB）を開始することが公表されました。買付価格は1,700円（前営業日の終値996円の70.7%プレミアム）、買付期間は3月24日までの30営業日です。エフィッシモはアクティビストとして知られる投資ファンドで、公表日現在セゾン情報システムズ株式の27.71%を所有しています。公開買付けでは5.29%に買付予定数の上限が設定されており、上限まで買付がされた場合、エフィッシモの所有割合は33%になる計算です。

買収防衛策を導入しているセゾン情報システムズとエフィッシモはこれまでも激しい攻防を繰り返してきており、今回のTOB開始はその新たな展開ということが出来ます。

これまでの経緯

エフィッシモは2008年よりセゾン情報システムズの株式買い付けを始めました。以後、これまでの主な経緯をまとめると以下のようになります。

- 2008年8月頃よりエフィッシモがセゾン情報システムズ株式の市場内にて買付を開始。
- 2010年12月17日までに25.97%を所有。
- セゾン情報システムズは同年12月27日、議決権割合が28%以上となる買付行為を実施しようとする買付者が対象となる大規模買付ルール（買収防衛策）を導入。
- 2011年3月16日、エフィッシモが27.21%まで株式を買い増し。
- 2011年9月6日、エフィッシモは大規模買付者として、当該防衛策に定められた手続きに従って株式取得の意向表明をセゾン情報システムズに提出。その後もルールに従い、同社の要請に基づく必要情報等を提出。
- 2012年2月、セゾン情報システムズは特別委員会に諮問。特別委員会はエフィッシモのこれまでの投資行動パターン等を分析し、「株式買取請求権の行使や反対の議決権行使等をする可能性がある」としたうえで、「エフィッシモ社の株主権が貴社（セゾン情報システムズ）の企業価値向上に資するように行使されないリスクは否定できない」として、買付の中止を求める議案を株式総会に提出することを相当と判断。



Topics / Insight

- 同年 6 月の株式総会では、筆頭株主であるクレディセゾン（議決権保有割合：46.84%）とエフィッシモを除く出席株主の約 9 割の賛成をもって、「大規模買付行為に反対しこれを中止することを求める」ことが可決。
- 同年 11 月、エフィッシモが、上記株主総会の決議無効の確認を求めて訴訟提起。
- 2014 年 6 月、セゾン情報システムズは買収防衛策を更新
- 2014 年 11 月、東京地方裁判所はエフィッシモの請求を却下。判決確定。
- 2015 年 2 月 6 日、エフィッシモがセゾン情報システムズに対し、2 月 9 日より TOB を開始する旨通知。

セゾン情報システムズは、特別委員会に本件 TOB に対する意見を諮問し、3 月 5 日に反対意見の表明と株主に対して応募しないことを推奨する旨発表しました。本件 TOB を、買収防衛策のルールに従わない突然の新たな買付行為と捉えるセゾン情報システムズと、2011 年からの一連の行為と考えるエフィッシモとの隔たりは大きいままで、敵対的 TOB となりました。

買収防衛策の一環として設置された特別委員会

エフィッシモは 2011 年当時より一貫して、経営への影響力行使の意思を有していない純投資目的であるとの主張を繰り返してきました。TOB の買付予定数の上限を議決権割合が 33%となる水準に定めたのも、(形式的には)拒否権がないことから主張の一貫性を保てます。このように、買付者が純投資であることを主張しつつ買収防衛策の手続きルールに従った対応を進める場合、会社に不利益をもたらす買付者であると理論的かつ完全に断定して防衛策を発動することは困難です。

特別委員会によるアドバイスは、本来、そうしたグレーの部分に対する決断をするための拠り所とするべきものはずです。ところが、セゾン情報システムズの取締役会は「買付中止の要請をすべきか」の議案を株主総会にかけるか否かを特別委員会に諮問するにとどまり、対抗措置の発動に関する直接のアドバイスを求めませんでした。黒に近いグレーの買付者に対し、これを「黒」と認定して対抗措置を発動すべきかどうかという判断をしなかったということです。

その結果が、今回の敵対的 TOB につながったと言えましょう。それにも拘らず、セゾン情報システムズは今回も 28%の議決権比率を超えないように要請するに留まり、3 月 5 日に反対意見を表明した時点では新株予約権の無償割り当てを行わないとしています。特別委員会に対しても、TOB に対する反対意見についての相当性について諮問しているのみです。



Topics / Insight

本件からの示唆

スチュワードシップ・コードの導入により、物を言わないだけの株主は投資家としての責任を果たしていないと言われる時代です。アクティビストと責任のある投資家とを区別する形式的な基準を挙げることは難しく、そのため、この区別には実態を見据えての判断が必要となります。会社にとって不適切な投資家か否かの判断も同様ですが、対抗措置の発動の有無に直接つながる判断となるため、その責任はより重大となると言えるでしょう。

現在買収防衛策を導入している上場会社は約 500 社に上りますが、その数は 2008 年をピークに微減傾向が続いています。取締役会と特別委員会が責任を持った判断をするという決意がなければ、その防衛策の効果も限定的とならざるを得ません。見せ掛けだけの歯止めには過ぎない防衛策であれば、株主総会における賛成率も下がるでしょう。

企業価値を守るための一つの仕組みと言える買収防衛策を、コーポレートガバナンス全体の中においてどのように位置づけておくべきか、そしてどのような方針で運用するべきかについて、改めて考え直してみる必要があると思われま

<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>