



**2017年5月の注目ディール：  
佐々木ベジ氏によるソレキアに対する TOB が成立**

2017年6月8日

**本件の経緯**

本年3月の注目ディールとして、佐々木ベジ氏と富士通によるソレキアに対する TOB 合戦が開始されたことを取り上げました。前稿の執筆時点では富士通が買付価格を5,000円としていた状況でしたが、4月12日に佐々木氏は買付価格を5,300円まで引き上げました。これに対し、富士通は買付価格の引き上げは行わず、買付期間を延長するにとどめます。この時の富士通の判断は、合理的限界を超える価格提示は避けるというものでした。

2017年3月期の連結営業利益が約1300億円の富士通にとって、ソレキアの完全子会社化が業績に及ぼす影響は軽微です。両社の取引歴は長いと言っても、富士通にとって、ソレキアの戦略的重要性が高いとは言えないでしょう。提案していた5,000円の買付価格でも、類似企業と比較しても既に割高な水準であったため、これを超える高値での買収は自社の株主に対して説明が出来ないということだと思われます。

最終的に、佐々木氏は買付価格を5,450円まで引き上げました。4月以降に展開された富士通と佐々木氏の攻防は下記の通りです。

- 4月5日： 富士通が買付価格を5,000円に変更し、ソレキアが富士通に対して賛同意見を表明。
- 4月12日： 佐々木氏が買付価格を5,300円に、買付期間が合計60営業日となる4月28日迄に変更。
- 4月21日： 富士通が買付価格を5,000円に据え置いたまま、買付期間を5月10日迄に延長。ソレキアがこれに賛同意見を表明。
- 4月25日： 佐々木氏が買付価格を5,450円に、買付期間を5月12日迄に変更。
- 5月8日： 主要株主の異動を受けて、富士通が買付期間を5月22日迄に延長。
- 5月9日： 同様に、佐々木氏が買付期間を5月23日迄に延長(買付期間は合計74営業日)。

**TOBの結果**

5月22日に期限を迎えた富士通の TOB には357,765株が応募されたものの、買付株式数の下限が445,924株に設定されていたため、結果は不成立となりました。一方、佐々木氏による TOB に応募した株式数は285,499株と富士通による TOB よりも少ないものの、買付株式数の下限は設けていないことから、佐々木氏の TOB は成立することとなりました。

両社の攻防に対し、ソレキア経営陣は一貫して富士通提案に賛同意見を表明してきましたの



## Topics / Insight

で、本件は、経営陣が賛同する対抗的 TOB が不成立となるという極めて珍しいケースとなりました。また、ソレキア経営陣は、佐々木氏の 3 月中の提案に対しては反対意見を表明したものの、4 月の買付価格引き上げに対しては、何ら意見表明をしませんでした。元々、ソレキアは富士通の販売代理店であり、かつ複数の同社出身者が役員となっています。加えて、ソレキア株を所有する創業家、役員、執行役員は富士通と株主間の合意書を締結しています。そうした状況を考えれば、ソレキア経営陣の上記意見表明は、日本では自然な対応と観ることも可能でしょう。

但し、株式売却をするかどうかの意思決定を迫られた少数株主の立場に立って、ソレキアの経営陣が十分な議論をしたのかという観点からは疑問も残ります。米国のレブロン・ルール<sup>(注)</sup>のように、株主利益を最優先させる規制があれば、第三者委員会設置などを通じて得られたより中立な判断が示されていたかもしれません。その上で、佐々木氏に対する反対意見が貫かれたのであれば、株主に対するメッセージの重さも変わり、結果に影響を及ぼしたかもしれません。

### 敵対的 TOB 後の経営

佐々木氏は、TOB により発行済み株式の 33.7% を取得しました。更に、その後も市場で買い増しを行っており、同氏が会長を務めるフリージア・マクロス所有分を合わせると、その議決権比率は既に 4 割を超えています。

佐々木氏は、経営陣の入れ替えを要請するつもりはないとのコメントをしていますが、元々、既存の経営陣の方針に異を唱えて TOB が開始されたことから、額面通りに受け取るわけにはいかないでしょう。株式の追加取得も、会社に対する影響力を強めるためと思われる。

2017 年 3 月期末におけるソレキアの 1 株当たり純資産は 6,604 円であり、5 月末の市場株価ベースの PBR は 0.63 です。佐々木氏は TOB を実施する際に、ROE を重視しながら PBR の向上を目指すとしていました。敵対的 TOB の成立を経て、今度は、佐々木氏と現ソレキア経営陣との攻防が始まります。

(注) レブロン・ルール：1985 年、米レブロン社への敵対的買収をめぐる裁判における判断に基づくルール。対象会社の取締役は対象会社の競売人として株主利益の最大化を目的として行動しなければならないとするもの。

### <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](mailto:info@benediconsulting.jp)

Web site: <http://benediconsulting.jp>