



**2018年1月の注目ディール:
富士フィルムホールディングスが米ゼロックスを子会社化**

2018年2月10日

概要

2018年1月31日、富士フィルムホールディングスは、米ゼロックスの50.1%の株式を取得して子会社化することを発表しました。今後、ゼロックスの株主総会による承認と、法規制により要求される諸手続きを経て、2018年第2四半期中にクローリングする予定です。また、ニューヨーク証券取引所に上場しているゼロックスは、上場を維持したまま社名を富士ゼロックスに変更し、日本の富士ゼロックスと経営統合します。

日本の富士ゼロックスは、富士写真フィルム(当時)とゼロックスによって設立された合弁会社です。当初の出資比率は50:50でしたが、2001年に出資比率が75:25となり、現在は富士フィルムホールディングスの連結子会社となっています。富士ゼロックスとゼロックスとの経営統合により生まれる新富士ゼロックスは、日米2本社体制の下で、売上が2.1兆円を超える世界最大規模のドキュメントソリューションカンパニーとなります。

本件のストラクチャー

本件で予定されるストラクチャーは次の通りです。

- ① 富士ゼロックスが金融機関より6710億円を借入れ、これを原資として、富士フィルムホールディングスが所有する同社株式のすべて(議決権比率75%)を取得。ゼロックスの100%子会社となります。
- ② ゼロックスが、既存の同社株主に対して2,500百万ドルの特別配当を実施。
- ③ ゼロックスの新株発行を富士フィルムホールディングスが6,100百万ドル(6710億円)で引き受け、50.1%の株式を取得。
- ④ ゼロックスから富士ゼロックスに6,100百万ドルが拠出され、富士ゼロックスは6710億円の借入を金融機関に返済。

上記ストラクチャーは、富士フィルムホールディングスにとっては、実質的に、富士ゼロックス株式とゼロックス株式の交換です。日本の会社法では、外国企業が当事者となる株式交換についての明確な規定がなく、実務上、不可能と解釈されていますので、今回のような多段階の手続きによる手法が採用されたのでしょう。2,500百万ドルの特別配当は、6,100百万ドルで50.1%の議決権比率となるように、ゼロックスの株主価値を調整するために実施されるものです。この結果、富士フィルムホールディングスは現金の支出をすることなく、ゼロックスを子会社化することになりました。



Topics / Insight

加えて、本ストラクチャーには税務上のメリットもあります。富士フィルムホールディングスの単体決算上、子会社株式の売却益約 5000 億円が計上されますが、税務上は約 6560 億円のみなし配当と売却損約 1560 億円として認識されます。受取配当金が益金不算入となる一方で、売却損は損金算入されますので、結果として約 470 億円の節税が出来る計算です。

また、ゼロックスの時価総額を見ると、本件公表日前日の 2018 年 1 月 30 日は 8,027 百万ドル、同日以前の 1 か月平均は 7,730 百万ドル、3 か月平均は 7,318 百万ドルでした。つまり、6,100 百万ドルで 50.1%を取得する新株発行は、10~27%程度のプレミアムを上乘せしているということがわかります。

これからのガバナンス

ゼロックスは 2016 年末に売上の約 35%を占めていたビジネス・プロセス・アウトソーシング事業をスピノフし、2017 年より New ゼロックスとしてドキュメント領域にフォーカスした事業展開を進めてきました。このスピノフは筆頭株主でもの言う株主で知られるカール・アイカーン氏からの主張が機関投資家に認められて実現したものです。しかしながら、この取り組みも数年来続く売上の減少傾向に歯止めをかけることが出来ず、2017 年度の売上も前年比 4.7%減に留まります。アイカーン氏からは、CEO の解任や富士ゼロックスの合弁解消などの厳しい要求が、更に突き付けられていました。

その富士ゼロックスの完全子会社化と約 100%の希薄化を伴う新株発行を、もの言う株主がすんなり承認するとは限りません。仮に、それを乗り越えたとしても、上場企業である新富士ゼロックスに対して、約 50%に過ぎない議決権比率でしっかりとガバナンスを効かせていくことは、容易なかじ取りとはならないでしょう。2017 年に発覚した富士ゼロックスによる不正会計事件も、海外子会社に対するガバナンスの弱さが原因の一つとされています。

新富士ゼロックスの統合シナジー効果として、2020 年までに年間 1,200 百万ドルの収益改善を見込んでいますが、このシナジーを着実に実現していくための体制づくりが不可避です。富士フィルムホールディングスは過半数の取締役を送り込み、ガバナンスの確立を目論みます。

先進国においてペーパーレス化が益々進行し、事務機器市場の事業環境は一層厳しくなることが明らかです。その市場において世界最大規模となる新富士ゼロックスに対し、富士フィルムホールディングスがどのような戦略を実現させていくのか、注目したいと思います。

<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>