



慶應義塾大学ビジネス・スクール

株式会社ソトー

2004年6月、株式会社ソトーの馬淵嘉明社長は、定時株主総会において、2月に発表
5
していた増配案を決議した。ソトーでは、その大幅増配案の発表後に、個人株主の比率が
大幅に増加していた。馬淵社長は、この新たな株主構成を前提にして、今後は企業価値と
資本効率の向上に向けて緊張感をもって経営していきたいと述べていた。

会社の沿革

ソトーの創業は1923年3月であり、愛知県北西部の尾西地区の毛織物業者が三井物
産株式会社名古屋支店を中心に1922年に発足した「工毛会」が資本金150,000円で創設し
た「一宮整理株式会社」であった。尾西地区は、機屋や染色加工業者が集まる戦前からの
毛織物産地であった。1924年3月に、本社を一宮市に移し、商号を「蘇東興業株式会社」
15
に変更した。1945年6月、緊急転用工場として、岡本工業株式会社に転用し、機械の大部
分を大同毛織株式会社（ダイドーリミテッド）に賃貸し、起毛専門工場となり、軍用毛布
の起毛加工を開始した。1945年8月には、終戦とともに転用解除になり、資金、技術者を
大同毛織株式会社に仰ぎ、復興に着手した。1946年4月、工場を復興して完成し、染色整
理工場として操業を開始した。

1950年5月、蘇東興業は、その株式を名古屋証券取引所に上場した。さらに、1952
20
年11月、東京証券取引所で店頭売買を開始した。1961年10月には東京証券取引所第二部に
上場した。

1963年2月、蘇東興業は、埼玉染絨株式会社を、また同年8月には、関東整染株式会
社（現連結子会社）を、それぞれ傘下に収めた。さらに、1966年11月、大日本染絨株式会
社を、1967年4月、艶小興業株式会社を、それぞれ傘下に収めた。また、1968年7月、尾州

本ケースは、慶應義塾大学名誉教授鈴木貞彦が、公表資料に基づいて作成したものである。
本ケースは経営の巧拙を例示することを目的としたものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等につ
いての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール(〒223-8523神奈川県横浜市港
北区日吉本町2丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp)。また、注文
は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかな
る部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電
子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。
Copyright© 鈴木貞彦（2004年12月作成、2008年4月改訂）

織物染絨株式会社と、1969年1月には東洋染絨株式会社とそれぞれ業務提携をした。

1969年6月、蘇東興業は、自社および関連会社の資材を一括購入し、諸経費の節減を図ることを主目的に蘇東商事株式会社（現ソトー商事株式会社、連結子会社）を設立した。

5 1969年8月、蘇東興業は、大日本染絨株式会社、艶小興業株式会社及び尾州織物染絨株式会社の3社を合併し、日本化絨株式会社（現連結子会社）を設立した。1971年3月、蘇東興業は、傘下にあった蘇東染絨株式会社と東洋染絨株式会社を対等合併して蘇東整絨株式会社（現株式会社ソトーテクロス、現連結子会社）を設立した。1972年11月、蘇東興業の佐野工場を分離独立させ、埼玉染絨会社と対等合併し、存続会社を八州整染会社とした。1973年1月、蘇東興業は、株式会社丹菊染色整理工場を傘下に収めて丹菊染工株式会社とした。1984年10月、蘇東興業は、東亜紡績株式会社との間で織編物の染色、整理加工
10 に関して業務提携契約を結んだ。

一方、1990年3月には、群馬県伊勢崎市の関東整染株式会社で行っていた染色、整理加工の営業を廃止した。その上で、1995年3月、その工場跡地再開発でイトーヨーカ堂
15 をキーテナントとするショッピングセンターを建設した。この間、1992年10月、蘇東興業は、商号を「株式会社ソトー」に変更した。

ところで、織機や編機で作られたばかりの反物はまだまだ原石にすぎず、そのままでは衣料素材として用いることはできなかった。このため、ソトーの染色整理加工技術は、この反物にデザイナーが表現したいテーマや消費者ニーズに沿った色彩、質感を与えて衣
20 料素材としてのファッション価値を高める役割を担っていた。しかし、1990年代に入っ
て、日本の繊維製品は中国の低価格品に押され、単価の下落に歯止めがからなかった。このため、日本国内の繊維メーカーに対する衣料需要は低迷し、業界をとりまく環境は一層厳しくなっていた。特に、日本国内唯一の毛織産地であった尾州地方の地盤は輸入品に
25 押されて大きく沈下していた。愛知県内の毛織物出荷は、1992年の2,150億円から2001年
には720億円へと3分の1に減少していた。これに伴って、染色加工メーカーも36社から23社に淘汰されていた。

ソトーにおいては、1990年代から、設備投資は主に品質向上と合理化を図ることに向けられており、生産能力を増加するためのものではなかった。このため、ソトーの設備投資は概ね内部キャッシュフローの範囲内にとどまっていた。このため、ソトーでは有価
30 証券への投資を増やしており、ソトーの厚い内部留保は行き場がなくなった余剰資金の蓄積でもあったと言われていた。¹

その一方、売上高の減少に対応して、ソトーは、2001年2月に早期退職優遇制度を実施したが、全社員の16%に相当する68人が希望退職をした。また、2001年3月、八州整

¹ 中日新聞 (2004年3月2日), p.9

染株式会社を清算した。さらに、中国からの輸入に押され受注が減ったこともあって、2002年10月、丹菊染工株式会社（現株式会社ソトープラザ、現連結子会社）での染色、整理加工の営業を廃止するとともに、その一宮市にあった工場を閉鎖した。ソトーは、この時の閉鎖損失522百万円を2003年3月期で処理した。2003年には、そのソトープラザで不動産の賃貸と管理を始めた。

5

スティール・パートナーズ・ジャパンによるソトー株式の取得

スティール・パートナーズは1990年にニューヨークにて設立された。² その代表者はウォレン・リヒテンシュタイン氏（38歳）であった。リヒテンシュタイン氏は、1987年にペンシルバニア大学経済学部を卒業し、投資会社で企業買収などに携わった経験を持ち³、「行動する株主」と見なされていた。⁴ スティール・パートナーズは割安な中小型株式の発掘が得意で機関投資家や富裕個人の資金を運用していると言われていた。

10

スティール・パートナーズは、2002年1月、東京都港区に投資顧問会社であるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド、エル・ピーを設立し、投資先企業の情報収集などを開始した。⁵ 2003年、その所在地をアメリカからケイマン諸島に移した。⁶ スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド、エル・ピーは、野村證券での勤務経験のあるトム・ニーダーマイヤー氏が運営し、証券実務に詳しい日本人も加わっていた。⁷ 日本株ファンドは400億円規模であり、旧日興証券出身の2人が銘柄を選んでいて。⁸ また、訴訟に強い森・浜田松本法律事務所がスティール・パートナーズの日本における代理人となっていた。

15

20

このスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドがソトーの普通株式を最初に大量に購入したのは2002年7月であった。その時の取得単価は1株647円であった。⁹ 2002年8月、株式の大量保有報告書において、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドがソトーの普通株式を9%取得していることが明らかになった。ほどなく、スティール・パートナーズ在日代表の黒田賢三氏はソトーの社長の馬淵嘉明氏（60歳）に面会して、「大幅増配などで株主に酬いるべきだ」と迫った。この時点で、ソトーと交流のあった金融関係者はソトーの関係者に「手を打つべきである」と

25

² 徳本栄一郎、「外資日本占領、その内幕」週刊文春（2004年2月19日）、p.145

³ 徳本栄一郎、「外資日本占領、その内幕」週刊文春（2004年2月19日）、p.145

⁴ 日本経済新聞（2004年1月28日）、p.1

⁵ 日経産業新聞（2004年1月28日）、p.2

⁶ 徳本栄一郎、「外資日本占領、その内幕」週刊文春（2004年2月19日）、p.145

⁷ 朝日新聞（2004年2月3日）、p.8

⁸ 日経公社債情報（2004年2月9日）、p.56

⁹ 山田雄一郎、広瀬泰之、「敵対的買収ファンド見参」週刊東洋経済（2004年1月31日）、p.21

伝えた。¹⁰ しかし、馬淵氏は、スティール・パートナーズに対して「事業環境が厳しいため投資を控えている」と経営状況を説明し、理解を求め、静観した。その後、2003年2月、スティール・パートナーズはソトーの普通株式を取得するための特別目的媒体SPVI（スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー）を設立した。¹¹ この特別目的媒体（special purpose vehicle）はアメリカ合衆国デラウェア州法に基づき設立されたリミテッド・ライアビリティ・カンパニー（有限責任会社）であった。SPVIの持分権100%をスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）、エル・ピーが有していた。さらに、2003年4月、ソトーに対して、スティール・パートナーズからは「一緒にMBOを
5 やろう」という提案があった。その理由は、「株価を上げるために経営陣と株主の利害を一致させる」ということであったが、馬淵氏は、スティール・パートナーズとの信頼関係もなかったため「検討に値しない」として断った。¹²

一方、ソトーの経営陣に対しては、スティール・パートナーズよりも先に、2002年に、ニューヨークのアーノルド・アンド・エス・ブレイクローダー・アドバイザーズの
15 チャールズ・ディ・ボルクス氏が面会していた。その席で、ボルクス氏は「多額の現金を抱えていないで、自社株買いをしたらどうか」と提案していた。しかし、ソトーは「それは日本流でない。3、4年したら考える」と返答していた。¹³

ソトーの普通株式へのスティール・パートナーズ・ジャパンによる公開買付け

20 2003年12月、東京証券取引所第二部市場でのソトーの株式は、5日に2,000株の取引で890円の株価を付けたが、その後は、連日890円の売り気配となり、12月18日ようやく最小単位取引の1,000株で890円の株価が付いていた。

2003年12月18日の夕方、ソトーの社長である馬淵氏は、スティール・パートナーズから「明日、あなたの会社の株式に公開買付けを開始することを新聞公告で発表させてい
25 ただく」との電話を受けた。2003年12月19日、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド、エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シーは、株式会社ソトーの普通株式に対する公開買付けを行うことを公告した。スティール・パートナーズは、ソトーの議決権の12.36%を実質的にすでに所有していた。スティール・パートナーズが公開買付けを予定していたのは、ソトー株式の3,197,000株（21.10%）であり、公開買付け
30 価格は1株1,150円であった。この公開買付け価格は、ソトーの普通株式の東京証券取引所

¹⁰ 吉川啓一郎、古谷聡一、「ソトー、米国流に反発、次の対抗策検討」朝日新聞（2004年2月3日）、p.8

¹¹ 日経産業新聞（2004年1月28日）、p.2

¹² 清水理裕、「ソトー社長 馬淵嘉明」週刊ダイヤモンド（2004年3月20日）、p.23

¹³ 日経金融新聞（2004年8月2日）、p.1

における2003年12月17日までの1カ月間の終値平均（899円）を約27.9%上回る価格となっていた。この公開買付けの期間は、2003年12月19日（金）から2004年1月26日（月）までであった。

また、応募株券の数の合計が買付け予定数に満たないときでも、応募株券全部の買付けを行うことにした。しかし、応募株券の合計が買付け予定数を超えるときは、その超える部分の全部の買付けを行わないものとし、按分比例の方式により配分することにした。一方、スチール・パートナーズは、この公開買付けを行った結果、ソトーの普通株式が、東京証券取引所及び名古屋取引所における株式の分布状況等に係る上場基準を満たさないことにより、上場を維持できなくなる可能性があることに言及していた。もし上場廃止となれば、ソトーの普通株式は東京証券取引所及び名古屋証券取引所において取引できなくなり、この公開買付けに応募しないソトーの株主は、将来、所有するソトーの普通株式を売却することが困難になる可能性があるとして述べていた。

この公開買付け代理人は、広島市のウツミ屋証券が担当することになった。

ユシロ化学工業の普通株式へのスチール・パートナーズ・ジャパンによる公開買付け
同じ12月19日、スチール・パートナーズは、ユシロ化学工業に対しても公開買付けを発表した。ユシロ化学工業は、自動車のエンジンなどを加工するのに使う切削油では日本国内最大手で、国内シェアの約35%を握っていた。日本国内では、兵庫県と静岡県に工場を持っているほか、アメリカ、中国、ブラジルでも生産と販売を手掛けていた。

ユシロ化学工業の普通株式は、東京証券取引所第二部市場に上場されていた。2002年11月、株式大量保有報告書のなかで、スチール・パートナーズはユシロ化学工業の普通株式の5.1%を保有していることを初めて明らかにした。¹⁴ その後、2003年9月には、スチール・パートナーズはユシロ化学工業にMBOを提案してきた。しかし、ユシロ化学工業は、2003年12月3日にMBOの提案を拒否していた。¹⁵ その間、2003年10月に、スチール・パートナーズは、ユシロ化学工業の普通株式を取得するための特別目的媒体SPVII（スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド、エス・ピー・ヴィーII・エル・エル・シー）を設立した。そして、12月上旬、スチール・パートナーズは、ユシロ化学工業に対して、「株主名簿をコピーしたものを正式書類として出してほしい」と求めてきた。¹⁶

一方、2003年12月に入って、10日にユシロ化学工業の株式は950円で20,000株が取引された。しかし、それ以後は、取引は成立せず、徐々に売り気配を切り下げ、12月18日には900円の売り気配となった。そのような冴えない株価の動きのなか、2003年12月18日

¹⁴ 日本経済新聞（2004年6月4日），p.17

¹⁵ 日本経済新聞（2004年1月27日），p.11

¹⁶ 週刊ダイヤモンド（2004年4月17日），p.68

の午後5時頃、スティール・パートナーズの関係者が東京都大田区のユシロ化学工業を訪ね、応対した社長の吉田隆嗣氏に会った。その席で、その関係者は、「御社の株式に公開買付けを開始したい。ついては、その旨を明日の新聞公告で発表させていただく」と述べた。¹⁷

5 12月19日、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドがユシロ化学工業の普通株式に株式公開買付けを公告した。この時点でスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドはユシロ化学工業の普通株式の発行済株式総数の8.85%をすでに所有していた。スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは公開買付け価格として1,150円を提示した。それは2003年12月17日ま
10 での東京証券取引所における1カ月の終値平均(855円)を約34.5%上回る価格であった。買付け予定の株式は13,489,065株であり、ユシロ化学工業の場合、応募株券の合計が買付け予定数を超えるときは、応募株券の全部の買付けを行うものとしていた。また、公開買付け代理人は、ユシロ化学工業の場合にも、広島市のウツミ屋証券が担当することになった。

スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる公開買付けの公告を知ったユシロ化学工業は対抗策を検討した。その結果、ユシロ化学工業はその公開買付けを拒否することを決めるとともに、その社員達が約600の大株主を訪ねて、その保有株式をスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる公開買付けに応じて売却しないよう要請した。¹⁸ しかし、大株主のなかには、すでに、「スティールからは、もう電話でお願いがあった」という反応もあった。ユシロ化学工業の
20 社員達は、名古屋、大阪にも行脚し、大株主詣でを続けた。事務局も休日返上して一般株主からの問い合わせに追われた。¹⁹

ソトーの株主への通知

一方、2003年12月19日、ソトーは、取締役社長の馬淵嘉明氏の代表者名で、ス
25 ティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドが日本経済新聞と中日新聞に公開買付けを公告していることを株主に知らせるとともに、その公開買付け届書の内容を分析・検討した上で早急に株主に対して案内をすることを伝えた。

馬淵氏は、「スティールは高いリターンだけを求める“フィナンシャルファンド”であり、彼らに3分の1以上株式を取得されれば、事業運営が制約される恐れがある」こと
30 を認識していた。「(ソトーの)中核事業は毛織物の染色加工である。繊維産業は糸をつむぐ工程、布を織る工程など、それぞれ工程ごとに細かい分業体制が確立しており、地域

¹⁷ 徳本栄一郎、「外資日本占領、その内幕」週刊文春(2004年2月19日),p.144

¹⁸ Jason Singer, "Fund Firm's Bold Moves Are Shock to the System Of Investing in Japan," *The Asian Wall Street Journal* (April 15, 2004), p.A5

¹⁹ 週刊ダイヤモンド(2004年4月17日),p.68

経済に深く根を張っている。対抗策を講じなければ、取引先や地元の雇用などに大きな影響がでることは必至である」と思った。

12月26日、ソトーは、スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる公開買付けについて反対の意見を表明することを取締役会において決議し、取締役社長の馬淵氏の代表者名で、株主に対して、公開買付者に応じないようとの通知を送付した。その反対の理由として、「公開買付者は、当社の大株主となり、当社の株主価値を高める措置を要請するとのことですが、株主価値を高める措置の内容が明らかではございません。むしろ、当社の経営戦略を進めることにより当社の株主価値を増大させることが、株主の皆様利益に資するものと当社は判断いたしました」と述べ、その理由の詳細を次のように加えた。

「当社は、大正12年（1923年）の創業以来今日まで染色及び整理加工事業に専念し、その間安定した業績を積み重ね財務体質の強化を図ってまいりました。昨今の繊維産業は厳しい環境下にありますが、当社のコア事業であります染色及び整理加工事業は品質第一を基本に海外との差別化を図るべく新加工技術を開発し、顧客より高く評価されております。今後も高付加価値を推進し、業績の向上に努めてまいります。また、もう一つの柱である不動産賃貸事業におきましては、安定的に高収益を確保しておりますが、さらに工場跡地の有効活用による不動産賃貸を強化し、収益基盤の向上を図ってまいります。今後も以上の経営戦略を着実に推進することが、株主価値の増大に貢献し、もって、株主の皆様

に中長期的に安定的な株主価値をご享受いただけるものと確信しております。

一方、公開買付者は、株式保有が目的のファンドであり、当社の事業分野において、事業発展のノウハウや経験を有していることを示す情報は全くありません。このような公開買付者が要請する株主価値を高める措置により、果たして株主価値が高まるかどうかは不明であるといわざるを得ません。また、公開買付者は、本公開買付後、特別関係者と合わせて33.34%の株式所有割合とすることを意図していますが、当社が今後特別決議を必要とする施策を実施する場合に種々の制約を受けることも予想されます。」

さらに、馬淵氏は、「剰余金は次の投資や産地の安定のために必要だ。株価が低いのは、繊維産業は成長性がないとみられ、市場に適正に評価してもらえなかったためだ」と説明していた。これに対して、スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの代理人は「株主価値の向上をどう実現するか、ソトーの経営陣と話し合っ

²⁰ 朝日新聞 (2004年2月3日), p.8

ユシロ化学工業の対応

一方、ユシロ化学工業について、財務アドバイザーは野村証券であった。野村証券は、対抗策として第三者割当増資やMBO案も検討した。²¹ 野村証券のIBコンサルティング室は、2003年12月、あさひ・狛法律事務所の江尻隆弁護士に電話を入れて、法律アドバイザーを依頼した。江尻弁護士は、この依頼に対して即答し、対抗策を練り始めた。江尻弁護士は、第三者割当増資、新株予約権付き社債の発行、増配及び会社分割を使ったMBOの4種類の対抗策を検討した。江尻氏は、「希薄化策は、（スチール側の）思うつぼである。（ユシロ化学工業）は手元流動性が豊富で資金需要もないから、（エクイティ証券の発行は、スチール側から）発行差し止め請求訴訟を受ける。（このため、）株主総会に最終決定権を委ねられる増配がいい」と判断した。²² 一方、スチール・パートナーズの法律アドバイザーであった森・浜田松本法律事務所は「（ユシロ化学工業が）MBO案を採用した場合は、スチールが非公開化阻止へ法的手続きをとる可能性があった」と述べていた。²³

2004年1月15日（木）、ユシロ化学工業社長の吉田氏は、スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる株式公開買付けに対抗して、自社の年間配当について2003年3月期の1株14円を2004年3月期には1株200円に増加することを発表した。ユシロ化学工業にとって、1株200円の配当を支払うのに必要な資金は約28億円であった。ユシロ化学工業は、2005年3月期以降も当期利益から役員賞与（45百万円程度）を除いた4億～7億円を全額配当に回す方針にした。しかし、ユシロ化学工業の経営陣は200円
20の増配案によっても「TOB阻止に失敗したら、経営陣は全員クビ」という異様な緊迫感に追い込まれていた。²⁴

吉田氏は、次のように述べていた。「増配は米系投資ファンドによるTOBがきっかけとなった。ただ、株式市場で企業価値が評価されず、対策が必要との考えは常にあった。200円という金額は中期経営計画での投資案件などを考慮し、余剰な資金を3月末の株主にいったん配当しようと考えた結果だ。来期からも当面、税引き利益のほぼ100%を配当に回す。投資家は配当利回りに着目してほしい。・・・これまで安全性を高めることを経営の主眼とし、株主資本を厚くすることに努めてきた。だが、上場している以上、市場の反応や資本の有効活用という考え方も取り入れないといけない。・・・米系投資ファンドに経営権を握られたくないのは、資本の中身が変わると取引先が動揺するためだ。取引
30先の信頼を得てここまでやってきた。企業は取引先や社員のことも総合的に考えなければ

²¹ 日経公社債情報（2004年2月9日）, p.56

²² 日経金融新聞（2004年2月27日）, p.1

²³ 日経金融新聞（2004年2月27日）, p.1

²⁴ 週刊ダイヤモンド（2004年4月17日）, p.68

ならず、現状の経営を変えたくない。」²⁵

1月15日（木）、ユシロ化学工業の株価は1,156円で終わった。しかし、この増配案を反映して、ユシロ化学工業の株価は買い気配を切り上げ、1月16日（金）は1,356円の買い気配、1月19日（月）には1,556円の買い気配で終わった。しかし、1月20日（火）には1,856円で寄り付き、同じ価格で終わり、公開買付け価格を上回った。取引株数も1,061千株に増えた。さらに、1月21日には最高値として1,985円をつけた。この時点で、吉田氏は、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの公開買付けに「勝った」と確信した。1月22日、リヒテンシュタイン氏は3人の部下とともに、ユシロ化学工業を表敬訪問した。²⁶ その上で、ユシロ化学工業の子会社政策や設備投資に関する質問を行った。²⁷

ユシロ化学工業の場合には、大幅増配案を採用することによって、MBO案の形での対抗策はとらなかった。しかし、ロスアンゼルスに本拠を置いていた資産運用会社のダルトン・インベストメンツのジェームズ・ローゼンワルド代表は、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドが敵対的TOBをかけるよりも1年以上も前から工場などの見学などを重ね、2004年1月にはユシロ化学工業にMBO案を提案していた。²⁸ 経営陣がMBO案に賛同すれば、ダルトンも必要な割合だけ株式を買い付けて協力し、5年後をめどに再上場する際の値上がり益を取得するという方法であった。²⁹ しかし、ユシロ化学工業はこの提案を拒絶していた。

NIFバイアウトマネジメント株式会社による公開買付け

これに対して、ソトー社長の馬淵氏は、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドからの公開買付けを受けて、水面下で防衛策を検討した。馬淵氏は、2年前からMBOを研究していた。馬淵氏は、安定した収益基盤と大量のキャッシュを保有したソトーにとって、上場を維持するメリットが小さいと思い始めていた。³⁰ また、馬淵氏は、地場産業を守る義務も感じており、ソトーを非上場化することも有力な選択肢であると思い始めていた。馬淵氏は、「増配ではスティールが大株主として存在し続けることになる。問題の根本的な解決にならない」と考えていた。³¹ このため、馬淵氏は、スティール・パートナーズを株主から切り離すことにこだわった。

一方、大和証券グループのベンチャーキャピタルであるエヌ・アイ・エフ（NIF）

²⁵ 日経金融新聞（2004年1月19日）、p.7

²⁶ 週刊ダイヤモンド（2004年4月17日）、p.69

²⁷ 日経金融新聞（2004年2月27日）、p.1

²⁸ 日本経済新聞（2004年3月12日）、p.1

²⁹ 近藤明日香、「『MBO候補』材料に浮上？」日経金融新聞（2004年1月28日）、p.20

³⁰ 清水理裕、「ソトー社長 馬淵嘉明」週刊ダイヤモンド（2004年3月20日）、p.23

³¹ 地曳航也、「ソトー68日の奇跡」日経産業新聞（2004年2月25日）、p.3

ベンチャーズでは、山村信一社長が、「ソトーには以前から注目しており、一年以上前に経営陣による企業買収（MBO）を提案した。しかし、当時の交渉は不調に終わっていた」と述べていた。³²

しかし、スティール・パートナーズからの公開買付けに直面して、馬淵氏は、エヌ・アイ・エフ（NIF）ベンチャーズとの交渉を再開した。³³ すなわち、NIFベンチャーズがソトーの普通株式の過半数を買収して非上場化したうえで、ソトーの経営陣がMBOの形で経営するという案を打診した。その結果、馬淵氏は、このMBO案でスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドに対抗することを12月30日で決定した。しかし、その場合には、買い取り価格をいくらにするかが課題であった。馬淵氏は、
10 「NIFも慈善事業でTOBをしているのではない。とはいえ、低い価格設定ではスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドが再び価格を引き上げる形になる」かもしれないという不安を抱いていた。³⁴

2004年1月15日、NIFベンチャーズを親会社とするNIFバイアウトマネジメント株式会社が、ソトーの発行済普通株式の100%を取得することを目的として公開買付けを行う
15 ことを決定した。そして、その公開買付けを開始することを1月16日の新聞紙上で公告した。

この公開買付けは、ソトーの普通株式を1株1,250円で10.1百万株（66.67%）を買い付けるものであった。この公開買付け価格は、ソトーの普通株式の2003年12月18日までの1カ月の株価終値平均898円に対して、約39%のプレミアムを付けた価格に相当した水準
20 であった。公開買付け期間は、2004年1月16日（金）から2004年2月26日（木）までの42日間であった。公開買付けに要する資金は、合計128億円になっていた。また、公開買付代理人は、大和証券エスエムビーシー株式会社及び大和証券株式会社（公開買付復代理人）であり、経営陣と協議の上、公開買付けを実施することを決定した。このため、ソトーの全経営陣から、それぞれが保有するソトーの株式について、原則として公開買付けに応募
25 する旨の同意を得ていた。この公開買付けは、ソトーの経営陣によるマネジメント・バイアウト（MBO）により遂行される取引であり、ソトーは、NIFバイアウトマネジメントとの間でMBOを実行する方向で検討及び準備することになっていた。このMBO案のもとでは、公開買付けの成立後において、ソトーの現経営陣はNIFバイアウトマネジメントと連携して引き続きソトーの経営にあたることになっていた。さらに、公開買付け期間の終了後、
30 ソトーの経営陣はNIFバイアウトマネジメントから株式を買い取ることによって、公開買付者の株式を取得して資本参加することになっていた。ただ、資本参加に関する詳細は、公開買付け後に協議の上決定されることになっていた。

³² 長岡良幸、「技術系企業への投資強化」日本経済新聞（2004年5月7日），p.16

³³ 長岡良幸、「技術系企業への投資強化」日本経済新聞（2004年5月7日），p.16

³⁴ 地曳航也、「ソトー68日の奇跡」日経産業新聞（2004年2月25日），p.3

すなわち、この公開買付けの終了後、ソトーは株式移転によりソトーの全株式を所有する完全親会社を設立することにしていた。このため、ソトーが2004年5月に開催を予定している臨時株主総会において、公開買付者であるNIFバイアウトマネジメントはソトーによる株式移転を承認するように株主として議決権を行使することにしていた。この株式移転により、それまでのソトーの株式は完全親会社に移転し、ソトーの株主に対しては移転比率に応じた完全親会社の株式が割り当てられ、それまでのソトーの株主は、完全親会社の株主になることになっていた。この株式移転が行われる場合、ソトーの株式は証券取引所の株式上場基準に従って、上場廃止となる見込みであった。さらに、この株式移転の後、完全親会社はソトーの全株式を公開買付者であるNIFバイアウトマネジメントに対して売却し、同時に解散決議を行い、当該売却代金を受領した後、清算により消滅する予定であった。この完全親会社が清算されるにあたって、完全親会社の株主に対しては、完全親会社の財産から清算手続きに必要な諸費用及び完全親会社が支払う税金を控除した残余財産が、その所有する株式数に応じて金銭で分配されることになっていた。最後に、公開買付者は、ソトーの株式を譲り受けた場合、ソトーの全株式を所有する親会社となるものの、その後、公開買付者とソトーは合併することになっていた。

このNIFバイアウトマネジメントによる公開買付けについて、ソトーは、取締役社長の馬淵氏の代表者名で「2004年1月15日開催の取締役会において、NIFバイアウトマネジメントによるソトーの公開買付けについて賛同の意見を表明することを決議した」ことを1月15日付けで発表した。また、ソトーの高岡幸郎氏は「（その公開買付け価格は）直近の1株純資産（1,245円）や現在の価値より高く、買付けに応じてもらえと、スティールが買付け価格の引き上げに動く可能性も低い」であろうし、³⁵ 「スティールはNIF案を受け入れ、資金を他の買収に充てる」と読んでいた。³⁶ 一方、NIFバイアウトマネジメントの大谷養社長は「ソトーの染色関連の技術を高く評価しており、産学共同研究などの機会を利用しながら技術を磨き、企業価値を高めたい」と述べていた。³⁷

この公開買付け価格引き上げに先立つ前の週、リヒテンシュタイン氏は、馬淵氏と直接面談したが、その際、「なぜ我々が『敵対的』と呼ばれて排除されるのか」と語気を荒げていた。これに対して、ソトー側は「買収後の事業モデルも提示しないでTOBを仕掛けるのは（株を買い集めたうえで、企業に買い取りを要求する）グリーンメーラーに近い」と看做していた。

一方、このようなNIFバイアウトマネジメントを通じてソトーを非上場化することについては懐疑的な意見も見られた。例えば、外資系証券幹部は次のように述べていた。すなわち、「今の経営陣はいったん非上場にして、その後数年間で経営改善を図って再び

³⁵ 日経金融新聞（2004年1月16日）、p.5

³⁶ 日経金融新聞（2004年1月27日）、p.1

³⁷ 日経金融新聞（2004年1月16日）、p.5

上場する意向のようですが、TOBの対抗策としてはこれまで聞いたことがない。ひとつの奇策ですが、経営改善ができるなら、なぜ今までできなかったのか不思議です」と述べていた。³⁸

5 スティール・パートナーズによるソトーの普通株式への公開買付けの買付条件等の変更

2004年1月26日（月）、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは、ソトーの普通株式13,295,062株（87.76%）を購入するにあたって、1株当たり買付け価格を1,400円に高めることを公告した。買付けの期間は2003年12月19日（金）から2004年2月16日（月）までに変更した。また、応募株券の合計が買付け予定数に満たない場合には、応募株券全部を買付けるとともに、その予定数を超えるときは、その超える部分の全部の買付けを行わないものとし、按分比例の方式により、株券の買付けに係わる受け渡しを行うことにした。

この公開買付け価格の引き上げに、ソトーの経営陣は意表をつかれたことになり、1月26日には、取締役社長の馬淵氏の代表者名で、「当社の考えにつきましては、スティール・パートナーズ・ジャパンより送付されるべき訂正届書の内容等を分析・検討した上で、早急に株主の皆様へ報告させていただきたいと考えております」という内容を発表した。

ユシロ化学工業の株式公開買付けの結果

20 その一方、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは1月27日、ユシロ化学工業について1月26日で終わった公開買付けの株式数はゼロであったと発表した。しかし、同時に、スティール・パートナーズ・ジャパンは「配当政策の変更や株価の上昇など、株主価値を向上させる当初の目的は達した」と述べていた。³⁹ また、すでに取得済みのユシロ化学工業の普通株式8.94%を大株主として維持すると発表した。

25 ユシロ化学工業社長の吉田氏は次のように述べていた。すなわち、「（今後スティール・パートナーズとどう折り合いを付けるのかについて）TOBを仕掛けられたという意識はぬぐいえないが、1株主として真摯に付き合っていく。会社にプラスとなる提案があれば、受け入れることもやぶさかではない。彼らも当社の企業価値を高めることを考えている。・・・上場の最大の意義は資金調達ではなく、経営を株主など外部の視線に
30 さらし、規律を正すことと考えている。・・・（200円配当の理由について）以前は内部留保を厚くすることが長期的に株主の利益になると考えていた。だが株価は低迷し、市場の評価を得られなかった。今回、不必要な資金はいったん株主に返そうと決断した。高配

³⁸ 清水克久、「敵対的TOBの標的にされる壁の花企業」経済界（2004年3月9日）,p.31

³⁹ 朝日新聞（2004年1月28日）,p.11

当を続ける方法もあったが、短期的な市場へのインパクトを考えて2004年3月期に200円とした。・・・（今後の資本政策について）高配当を続けられるわけではなく、株主資本利益率(ROE)を高めることを重視していく。」⁴⁰

また、この公開買付を経験して、常務の千葉保雄氏は、「今回のTOBを機に、企業経営の視野を広げる必要を感じた。内部留保の蓄積が企業価値向上に資するとの信念で経営してきたが、これからは株価向上へ方向転換する」と述べていた。⁴¹

ソトーの馬淵社長の対応

1月26日、ソトーは馬淵氏の代表者名で株主に対して「早急」に経営陣の案を提案することを約束していたが、2月5日（木）になってようやく、ソトーは、馬淵氏の代表者名で、1月15日に発表されたNIFバイアウトマネジメントが行った公開買付けに取締役会として賛同するとともに、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる公開買付けに反対することを公告した。

さらに、馬淵氏は、「従業員などすべてのステークホルダー（利害関係者）と利益を分かち合う経営を目指している」として、次のように述べていた。「（今回の対抗策の狙いは）スティールが買収後に当社をどのように経営するのか不透明で、われわれの経営理念とは相いれない可能性がある。主に投資リターンを狙うといわれるスティールが大株主のみでは事業に支障がでるかもしれない。・・・（馬淵社長の経営理念とは何か）株主だけでなく従業員、取引先などすべてのステークホルダーと利益を分かち合う経営を目指している。当社は地元の愛知県内で分業体制をとっており、関係企業との協力も欠かせない。株主だけに利益を厚く配分するわけにはいかない。・・・（上場企業としてそうした理念をしっかりと説明してきたのか）将来の投資や不測の事態に備えて利益を蓄積してきた。説明責任を果たしてこなかったと言われれば、そうかもしれない。ただ、繊維は成熟産業であり、投資家などに説明したからといって株価が上がり、今回のような買収劇が起こらなかったとは思えない。・・・（経営陣による買収(MBO)後に非公開化を目指しているが）上場当初は資金調達だけでなく、信用力の確保、人員採用のしやすさなどメリットが大きかった。しかし、今回のようなことが起これば、当社にとってはデメリットが大きい。非公開化もやむを得ない。・・・（スティールが再び買付け価格を引き上げてくればどうするのか）現段階では何も考えていない。」⁴²

NIFバイアウトマネジメントによる公開買付け条件等の変更

2月6日（金）、NIFバイアウトマネジメントはソトーの普通株式の公開買付け価格

⁴⁰ 日本経済新聞 (2004年2月3日), p.11

⁴¹ 山田雄一郎、広瀬泰之、「敵対的買収ファンド見参」週刊東洋経済 (2004年1月31日), p.21

⁴² 日本経済新聞 (2004年2月6日), p.3

を1,470円に高めることを公告した。この価格は、12月18日までの1カ月間の終値平均値（898円）に約64%のプレミアムを加えた価格であった。また、買付け期間を1月16日（金）から2月26日（木）までの42日間に変更した。

この公告において、NIFバイアウトマネジメントは次の文章を付け加えた。すなわち、
5 「本公開買付けに応募されなかった対象会社の株主には、株主移転により完全親会社の株式が割り当てられ、割り当てられた完全親会社の株式はその後予定されている完全親会社の清算に伴い消滅することになります。対象会社の株主は、本公開買付けにおいて対象会社の株式を売却することにより、完全親会社の清算に伴う残余財産の分配を受けるよりも早期に金銭を受領することができます。また、残余財産の分配権は公開買付けにお
10 ける買付価格と異なる可能性があります。但し、2004年5月に開催する予定の対象会社の臨時株主総会において議決権を有する株主が、当該臨時株主総会に先立って、対象会社に対して書面により株式移転の議案に反対の意思を通知し、かつ、当該臨時株主総会において株式移転の議案に反対の議決権を行使した場合は、商法の定める手続きに従い、対象会社に対して株式買取請求を行うことができます。」さらに、NIFバイアウトマネジメント
15 は、次の文章を付加えた。「なお、公開買収者は、上記の株式移転に代えて、対象会社の株式と公開買付者の株式とを交換して、対象会社の100%を公開買付者の子会社とした上で、対象会社の株式をNIFの他の子会社に売却し、その後、解散・清算の手続きを取ること
20 もあります。上記の株式移転及びその後の手続きが本公開買付日に応募されなかった対象会社の株主にもたらす影響に関する記述は、株式交換が行われた場合にも実質的に該当
25 します。公開買付者は、本公開買付後、対象会社の経営陣に加えて対象会社の従業員、取引先等もMBOに参加してもらうことを検討しております。」

一方、NIFバイアウトマネジメントでは、「投資採算性および、ソトー関係先とも戦略的な打ち合わせを行い、将来の潜在価値を含めた価格設定」であると説明し、「これ以上の価格設定は現実的にはない」と自信を見せていた。⁴³ さらに、「我々が提示して
25 いるTOB価格の1,470円は投資採算からみてもギリギリの線であり、これ以上価格を引き上げると投資収益率を確保するために買収後にソトーの資産を売らなければいけない可能性が生じます。現状での事業の継続性を重視する意味からは、これは難しい」と思っていた。⁴⁴

30 ソトーの経営陣に対する株主の反応

しかし、ソトーの経営陣がMBO案によって、ソトーの普通株式を非公開化しようとしていることについては、株主からも批判がでていた。

⁴³ 中部経済新聞（2004年2月13日）

⁴⁴ 清水克久、「敵対的TOBの標的にされる壁の花企業」経済界（2004年3月9日）, p.31

例えば、公開買付価格については、次のような意見が見られた。すなわち、以前にソトーを買収することを検討したことのある投資会社では、「有価証券の半分を占める仕組み債の時価は不透明だが、繊維加工事業と含み益のある不動産を入れて、会社価値は350億円超」としていた。この試算の場合には、1株当たりの連結株主資本は2,300円超であり、簿価の1,631円を上回っていた。⁴⁵ また、有価証券報告書の主要土地だけを路線価格に基づいて計算した場合、2003年3月末の1株当たり土地含み勘案純資産は連結ベースで2,100円になるという試算も見られた。⁴⁶ このほか、ソトーの株式についてのヤフー掲示板では、経営陣が株主からソトーの普通株式を買い取って非公式化しようとしているのに、ソトーの適正な価格の根拠を提示しないで、出来るだけ低い価格で買い取ろうとしていることに対して株主からも次のような疑問も出されていた。すなわち、「(ソトーの経営陣は) 今回のNIFバイアウトマネジメントによるTOB価格の1,470円というのは、一体どんな根拠ではじき出された金額なのでしょう。前回の1,250円については、9月末の単独1株当り純資産(1,245円)を上回る価格、という理屈でしたが、企業を評価する際には連結で見るのが当たり前の今の時代に、あまりにも株主を馬鹿にした対応だという事でしょう。何故なら、9月末の連結ベースの1株当り純資産は、1,630円あるからです。プレスリリースに於いては、今回については、価格の根拠が一切示されていません。スティール・パートナーズの方は、儲ける為にやっている訳ですから、出来るだけ安い価格でTOBをかけるのは、ある意味で当然だと思うのですが、NIFバイアウトマネジメント側は、現経営陣と組んでMBOをする訳ですから、その際には、株主に対する配慮があって然るべきだと思います。つまり、MBOの際に、安く買い叩く事でいたずらに巨利を求めようとするのではなく、会社の所有者である株主から、フェアな価格で会社を譲り受け、非公開化後に会社の価値を向上させる事によって、自らの利益を増やそうとする姿勢が必要なのではないかと思います。土地の含み益も入れれば、ソトーには、連結の1株当り純資産(1,630円)以上の価値がある事は明らかです。安く買い叩こうとせず、スティール・パートナーズによるTOBが最初にかけられた際に、例えば1,630円以上の、フェアな値段で対抗TOBを行なっていれば、今回のように無様な事にはならなかったでしょうし、スティール側も、TOBを取り止めたかもしれません。この期に及んで、まだ株主から安く買い叩こうとしている経営陣の姿勢には、大きな疑問を感じます。仮にスティールが、これ以上TOB価格を上げなくても(まず、上げてくると思いますが)、株主としては、買取請求を使って、1,470円よりも高く売る方法を取った方がいいでしょう。」⁴⁷

⁴⁵ 松浦肇、「解散価値尺度が復活?」*日経金融新聞*(2004年1月20日),p.20

⁴⁶ 鈴木一功、「日本における敵対的買収に関する考察」*証券アナリストジャーナル*(2004年10月),p.46

⁴⁷ ソトーの掲示板投稿者 shareholder_value_oriented 「せこい経営陣に対抗して買取請求も可能」No.100/7686(2004年2月6日 12:00時)Yahoo!

さらに、ソトーの企業価値を現金同等物（有価証券を含む）や土地の含みだけで評価することには問題があるとの指摘が見られた。例えば、国際的、とりわけ中国企業の視点からみれば、実は本業にも価値があるという見方もあった。すなわち、「日本企業からみれば、染色加工など、ローテクで、完全に成熟してしまっており、衰退産業といってもいいかもしれません。日本の高い人件費の下で事業を行なっていくのはどんどん難しくなっていく事でしょう。しかしながら、中国企業からみると、全く違ったものに見えるはずです。ローテクではあっても、この会社の持つ染色技術は、中国企業から見れば、手に入れるのにものすごく時間のかかるものだと思います。膨大なマーケットと、低賃金労働者を抱え、伸び盛りである繊維関連の中国企業ですが、参入障壁が低い為、競争は激しいものと思われる。そのような会社にとって、差別化に繋がる日本企業の技術力は非常に魅力的でしょう。今では、彼らの資金力もかなりついてきています。ですので、現金同等物を回収し、土地を売却した後に残るこの会社の本業の価値も、50億円（1株当り330円）程度はあるのではないかと見ています。」⁴⁸

15 スティール・パートナーズによる公開買付条件の変更

2月12日（木）、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは、ソトーの普通株式の公開買付け価格を1,550円に高めることを公告した。この価格は、12月17日までの1カ月間の終値平均（899円）を約72.4%上回る価格となっていた。また、公開買付け等の期間を12月19日から2月23日（月）までに変更した。

20 2月12日の公告において、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは、ソトーの取締役会がそれまでの自社の提案に反対する一方で、NIFマネジメントバイアウトの提案に賛成したことに対して、ソトーの取締役の善管注意義務違反や利益相反問題を提起した。すなわち、スティール・パートナーズは2月12日の公告において、「株式会社ソトー取締役のみなさまへ」として次のような文章を加えた。「みなさまが株主によって選ばれていることと利益相反回避にご留意の上、取締役の義務に従って二つの公開買付けを平等に扱い、株主に有利と思われる当社公開買付けを支持し、株主のみなさまに2004年2月13日までに推奨されるようお願いいたします。」

馬淵氏の思案

30 ソトー社長の馬淵氏は、このスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる公開買付け価格の引き上げに直面して、「ユシロのように増配するということも選択肢としてありうるのか」と思案し始めた。⁴⁹

⁴⁸ ソトーの掲示板投稿者 shareholder_value_oriented 「中国企業からみた本業の価値は大きい」 No.121/7686（2004年2月12日20:07時）Yahoo!

⁴⁹ 地曳航也、「ソトー68日の奇跡」*日経産業新聞*（2004年2月25日），p.3

一方、ソトーの普通株式の公開買付け価格の上昇は、ソトーの大株主にとっても複雑であった。例えば、ダイドーリミテッドは約1.5百万株を保有するソトーの第二位の大株主であった。スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドが示した最後の公開買付け価格1,550円で公開買付けに応ずれば、その売却益は約23億円となり、ダイドーの2004年3月期の予想連結営業利益を上回ると思われた。しかし、ソトーとは持ち合い関係にあるとともに、自社にとっての安定株主でもあった。さらに、ダイドーリミテッドが中国ビジネスを展開するにあたって、ソトーの高度な染色技術は欠かせなかった。このため、ダイドーリミテッドの経営陣としては、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの公開買付けに応ずるわけにはいかないと思っていた。しかし、その公開買付けに応じなければ、収益機会の放棄であると自社の株主に受け取られる可能性があった。⁵⁰

ユシロ化学工業の大株主の動向

一方、イギリス系のシュローダー投信投資顧問はそのグループ会社名と合わせて、ユシロ化学工業の普通株式約1,001千株（発行済株式数の6.66%）を所有していた。しかし、2月12日付けで関東財務局に提出された大量保有報告書によると、シュローダーはユシロ化学工業の普通株式450千株を売却し、所有株式数は560千株（3.68%）とした。シュローダーでは「最近の株価上昇で当社が想定する適正価格に到達したので一部売却した」と説明していた。⁵¹

ソトーの公開買付けに対する賛同意見の撤回

2月16日（月）、ソトーの取締役会はNIFバイアウトマネジメントの公開買付けに賛同する意見を撤回した。その理由として、ソトーは取締役社長の馬淵氏の代表者名で次のように述べていた。すなわち、「（NIFバイアウトマネジメントによる）公開買付けは、当社経営陣によるマネジメント・バイアウト（以下MBO）により遂行される取引の一環であり、当社は公開買付者の100%親会社であるエヌ・アイ・エフベンチャーズ株式会社（NIF）と共に、MBOの実行に向けて検討及び準備を行ってまいりました。当社取締役会は、2004年1月15日付及び同年2月5日付で、本公開買付けについて賛同する旨の意見をそれぞれ表明いたしました。これは本公開買付けが、当社の株主の皆様、それぞれの時点において全株式につき最も高い価格による売却機会を提供するものであったとともに、当社の中核的事業である染色・整理加工事業及び不動産賃貸事業を維持発展させることを可能とすると判断したためです。当社取締役会としては、本公開買付け等の価格である1

⁵⁰ 日本経済新聞（2004年2月25日）、p.19

⁵¹ 日経金融新聞（2004年2月13日）、p.1

株につき1,470円が、投資家に合理的な利益を提供しつつ、当社の染色・整理加工事業及び不動産賃貸事業の現状を維持することができる概ね最大限の価格であると判断しております。

しかしながら、当社普通株式について、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィー・I・エル・エル・シー（以下SPJ）による公開買付けも実施されているところ、SPJは、2004年2月12日、その買付け等の価格を、本公開買付けの買付け等の価格である1株につき1,470円よりも80円高い1株につき1,550円に変更することを発表いたしました。当社取締役会としては、この価格によるSPJによる公開買付けが実現した場合において、投資家が一定の利益を確保するためには、当社が保有する有価証券や投資有価証券といった金融資産を処分することに等により調達した資金のみで対応することは不可能であり、当社の中核事業の1つである不動産賃貸事業用の不動産、場合によっては、染色・整理加工事業に必要な資産を処分すること等により対応せざるを得ない可能性が高いと判断いたしました。当社の金融資産のみならず、不動産賃貸事業用の不動産の処分がなされた場合、当社の収益基盤の脆弱化を招くおそれが高く、まして染色・整理加工事業用の資産が処分されれば、顧客、取引先及び従業員等の当社関係者に多大な悪影響を及ぼすこととなります。従いまして、当社取締役会としては、SPJが2004年2月12日に発表した公開買付け等の価格を1,550円とするSPJによる公開買付けにあらためて反対をいたします。

一方、NIFによる本公開買付けが成功するためには、SPJによる買付け等の価格である1株につき1,550円をさらに上回る買付け等の価格に変更することが必要と考えられます。しかしながら、そのように1株につき1,550円を上回る買付け等の価格による本公開買付けがなされた場合、上記にご説明したとおり、やはり当社の金融資産のみならず、不動産賃貸事業用さらに染色・整理加工事業用の資産の処分が必要となります。これでは、当社の中核的事業である染色・整理加工事業及び不動産賃貸事業を維持発展させるという、そもそものMBOの目的が達成されないこととなります。そこで、誠に残念ではございますが、当社は、NIFと協議した結果、ここに本公開買付けに関する賛同意見を撤回することにしたので、その旨お知らせいたします。

なお、当社としては引き続き、当社の中核的事業である染色・整理加工事業及び不動産賃貸事業を維持発展させつつ、株主の皆様へ利益還元を行うべく、本日開催の当社取締役会において、当社の中核的事業の運営に支障を生ぜしめない範囲内で、今期の特別配当を実施することを決議するとともに、中期の株主還元策を公表いたしましたので、ここに付言致します。当社取締役会といたしましては、当社の株主の皆様が引き続き当社の株式を保有し続け、当社の中長期的な発展にご支援を頂けますよう、あらためてお願いする次第です。」

ソトーによる大幅増配策

2004年2月16日（月）、ソトーは取締役社長の馬淵氏の代表者名で2006年3月期末までに1株総額500円相当の利益還元を行うことを発表した。2004年3月期末には配当を当初予定していた1株6.50円から193.50円に引き上げ、年間配当を200.00円にすることを発表した。

ソトーは、その大幅な増配に修正することについて、次のように理由を述べていた。すなわち、「当社は・・・財務体質の強化をめざして内部留保に努めてきた結果、昨今の繊維産業は厳しい状況下にあるものの、当社の自己資本は、今後の中長期的な事業展開に十分に耐えられる水準に達しております。

このようにして蓄積した自己資本の状況を踏まえ、当社の従前の配当政策を変更することが望ましいものと判断し、株主の皆様への利益還元策として配当政策を抜本的に見直すことにいたしました。今回の配当政策の見直しは、当社としては、株主の皆様により多くの利益を還元し、当社の株式を中長期的に保有していただくことが、今後も当社の中核的事業である染色及び整理加工事業及び不動産賃貸事業の高付加価値戦略を推進し、安定的かつ自主的な企業経営を行ってまいりる上で不可欠であると判断したことによるものであります。

そこで当社は、当面の間大規模な設備投資の計画もなく、内部留保を取り崩すことが可能であると考え、上記の当社中核的事業の運営に支障を来さない範囲で、2006年3月期末までに、1株当たり総額500円相当の利益還元策を実施する予定であります。この500円相当の利益還元策のうち、2004年3月期末については、普通配当と特別配当の合計で一株当たり年間200円00銭を株主に還元する旨、定時株主総会に付議することにいたします。」

スティール・パートナーズとNIFバイアウトマネジメントによる取得株数

スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによるソトーの公開買付けは2月23日（月）に締め切られた。2月23日のソトーの株価終値は1,902円となり、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの公開買付け価格の1,550円を大幅に上回った。スティール・パートナーズ・ジャパンは、公開買付けに応じたのは115,000株であったことを明らかにした。この結果、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドの持株比率は12.3%から13.1%に増加した。スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドのスポークスウーマンであった松岡まさこ氏は、「ソトーの経営陣はその配当政策を変更した。私たちはその増配を非常に高く評価している。したがって、その意味では失敗したとは思っていない」と述

べるとともに⁵²、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドはソトーの株主としての地位を高めることも述べた。⁵³ これに対して、ソトーの馬淵氏は、「スティールに対しては今後大株主として誠意ある対応をしていきたい」と述べていた。⁵⁴

一方、NIFマネジメントバイアウトは2月26日（木）に公開買付け期間を締め切った。⁵ その応募株式数は164,888株であったが、買付け予定株数の10.10百万株を下回っていたために、買付けは行われなかった。⁵⁵

ソトーにおける繊維事業の技術開発

従来、愛知県の尾州産地は、紡績や染色加工など、原料とアパレルメーカーを結ぶ中間加工業の色彩が強く、消費者とのつながりが弱かった。このため、消費者に直結した製品づくりに向けて原料の糸を研究しようとする動きも企業に出てきた。また、染色加工でソトーと並ぶ地元の大手の艶金興業（愛知県尾西市）は、2003年に初めて中国の江蘇省の毛織物生地メーカーに出資し、高級生地の開発を始めた。中西取締役は「中国メーカーの力を学び、国内に残すべき技術を判断する」と述べていた。⁵⁶

これに対して、2004年夏、ソトーは、繊維にナノ（ナノは10億分の1）メートル単位で加工を施すナノテクノロジーを用い、光の反射を抑えて色をより深く見せることを可能にする「深色化加工技術」を独自開発した。すなわち、ソトーが新規に開発した深色化加工技術は「nano-ブラック」と言われ、ウール生地の表面に屈折率の低い樹脂をナノレベルで付着させる技術であった。従来の染色加工では一定以上に色を深くしようとすると、色にくすみが生じるなど深色化に限界があった。しかし、新しい技術は、ナノの凸凹によって光の乱反射を抑えるため、見た目にはより濃く深い色に見える仕組みであった。加工対象となる色はフォーマル用のスーツなどで需要の高い黒・紺の二色だが、赤や青など様々な色への応用は可能であった。また、通常より濃く深い色使いが可能となるため、デザイナーにとってデザインの幅が広がるなど利点は多かった。⁵⁷ ソトーでは、光触媒の抗菌・消臭加工生地や冬物衣料向け麻などの新製品を開発し、アパレル各社の関心を集めていた。ソトーは、ナノ加工技術を集めた「ナノ・セレクション」シリーズに加え、アパレルなどへの売り込みを強化し、2006年3月期に3億円の売り上げを見込んでいた。

⁵² Arran Scott, "Fund Ends Hostile Bid for Sotoh," *The Asian Wall Street Journal* (February 25, 2004), p.M1

⁵³ *FT.com* (February 24, 2004 6:14)

⁵⁴ 地曳航也、「ソトー68日の奇跡」*日経産業新聞*（2004年2月25日）,p.3

⁵⁵ 吉川満、「時系列で徹底分析『ソトー』のケース」*ビジネス法務*（2004年8月）,p.30

⁵⁶ *中日新聞*（2004年3月2日）,p.9

⁵⁷ *日本経済新聞*（中部版）（2004年8月19日）,p.7

ソトーにおける今後の経営戦略

スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドはTOBが不成立に終わった3日後の2月27日からソトーの株式を複数回にわたって売却した。その結果、3月19日に財務省に提出された株式の大量保有報告書では、その保有比率は4.9%までに低下した。⁵⁸

しかし、スティール・パートナーズ・ジャパンは、ソトーとは対照的に、ユシロ化学工業の普通株式を買い増していた。すなわち、スティール・パートナーズ・ジャパンは2004年5月28日までの1カ月で170千株購入して、保有株式数を1,570千株、保有比率を10.72%として、初めて10%超を保有することになった。⁵⁹

ところで、ソトーは2006年3月期までの3年間に1株当たり合計500円の配当を支払うことを提案したが、取締役の高岡氏は、「配当政策を変え、株主に中長期的に株式を持ってもらうことが、自主的経営を続けるために望ましい」と述べていた。⁶⁰ この増配のために、ソトーとしては約76億円を必要としていたが、金融資産を取り崩せば、十分に対応できる見込みであり、不動産の処分や事業リストラをする必要はないとみていた。

また、今後について、高岡氏は、「今後も従業員や取引先、地域産業を守ることを重視すると」と述べ、株主利益に一辺倒に傾斜するわけではない点を強調していた。しかし、ソトーでは、公開買付けを再び仕掛けられないようにするためには、普通株式を非公開化することも検討課題としていた。ただ、高岡氏は、増配案を発表したことによって、上場を廃止するかどうかについては、「少なくとも配当を増やすと約束した3年間は難しい」と見ていた。⁶¹

一方、馬淵氏は、新たに「ROE（株主資本利益率）5%以上を経営指標の目標として収益性・企業価値・資本効率の向上に努める」ことを明らかにした。また、中長期的な経営戦略と課題として次の項目を重要視することを発表した。

1. 品質第一を基本に、更なる加工技術の強化を図り、魅力ある差別化加工を開発し、提案する。
2. 総コストの徹底した低減に努める。
3. 活性化を図るため、能力・成果をより重視した人事制度を推進する。
4. 連結重視の視点からグループ総合力の向上を図るため、比較競争力の優劣を見極め、その部門の強化・見直しを行う。
5. 非繊維部門の拡充を図り、収益基盤を強化する。

⁵⁸ 産経新聞（2004年4月30日）及び日本経済新聞（2004年3月19日），p.17

⁵⁹ 日本経済新聞（2004年6月4日），p.17

⁶⁰ 朝日新聞（2004年2月17日），p.8

⁶¹ 朝日新聞（2004年2月25日），p.13

6. 資本効率の向上に努める。

このほか、ソトーでは、取締役会を経営方針の意思決定機関及び業務監督機関と位置づけ、月1回開催するとともに、社長並びに社長が指名する取締役及び監査役で構成する経営会議を週1回行い、より迅速に重要事項を審議決定することにした。⁵

2004年6月29日、ソトーは定時株主総会を愛知県尾西市の本社で開催した。この株主総会には2003年よりも6人多い53人の株主が出席した。しかし、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドからの出席はなかった。馬淵氏は、スティール・パートナーズ側からは公開買付けが終了した後は一切連絡がないと答えていた。¹⁰ 馬淵氏は、株主に対して、今後は「株価を意識した株主価値の向上に力を入れる」と述べていた。とりわけ、TOBからソトーを防衛するために、多額の配当を支払うことにしたこともあって、ソトーの株主として個人株主の割合が急増していた。このため、馬淵氏は、「せっかく増えた個人株主に長期間保有してもらえるように工夫する」⁶² と語るとともに、「株主構成ががらりと変わった。緊張感を持って経営していく」と述べていた。⁶³

⁶² 日本経済新聞 (2004年11月19日), p. 17

⁶³ 日経産業新聞 (2004年5月21日), p. 28

付属資料 1 ソトーの連結財務諸表
(百万円)

A. 連結貸借対照表	3月末					9月末	3月末
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2003年	2004年
現金及び預金	1,513	1,377	1,097	616	892	908	979
受取手形及び売掛金	3,881	3,707	3,580	2,593	1,682	1,812	1,384
有価証券	13,365	18,337	2,206	2,601	3,121	2,497	5,097
棚卸資産	320	291	228	219	198	219	177
短期貸付金	1,748						
繰延税金資産		443	306	342	204	207	227
その他	70	58	342	33	27	117	39
貸倒引当金	-45	-28	-13	-11	-6	-6	-4
流動資産合計	20,851	24,185	7,747	6,394	6,356	5,754	7,899
建物及び構築物	3,745	3,456	3,560	3,278	2,951	2,816	2,683
機械装置及び運搬具	1,408	1,147	1,095	875	899	766	645
土地	868	829	912	912	912	912	912
その他	69	65	52	127	32	28	28
有形固定資産合計	6,090	5,497	5,620	5,193	4,795	4,523	4,268
無形固定資産合計	10	9	9	9	8	8	8
投資有価証券	1,569	1,619	18,720	19,923	19,026	20,826	20,027
長期貸付金			26	23	17	17	14
繰延税金資産		384	240	879	709	575	487
その他	349	421	408	413	574	578	623
貸倒引当金	-6	-11	-8	-8	-8	-30	-30
投資その他の資産合計	1,912	2,413	19,386	21,230	20,319	21,967	21,121
固定資産合計	8,013	7,919	25,015	26,431	25,121	26,498	25,397
資産合計	28,864	32,104	32,762	32,825	31,478	32,252	33,296
買掛金	254	247	236	208	208	260	205
1年内返済予定長期借入金	12						
一年内償還予定社債		100					
未払法人税等	151	453	8	477	126	307	376
未払費用	493	480	308	318	287	297	270
その他	1,214	835	480	480	463	438	372
流動負債合計	2,124	2,114	1,104	1,484	1,083	1,302	1,223
社債	100						
長期借入金	3						
退職給与引当金	1,500	1,604	2,428	2,356	1,192	1,129	1,059
役員退職慰労引当金	373	345	321	347	331	275	289
長期未払金		261					
預り保証金	3,177	3,177	3,177	3,177	3,201	3,202	3,300
繰延税金負債			281	283	224	295	643
連結調整勘定					120	153	137
固定負債合計	5,153	5,386	6,205	6,163	5,068	5,054	5,428
負債合計	7,277	7,501	7,310	7,646	6,152	6,356	6,651
少数株主持分	741	1,397	1,472	1,512	1,250	1,209	1,203
資本金	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124
資本準備金	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
連結剰余金	14,977	17,372	16,905	17,386	17,630	17,964	18,202
その他有価証券評価差額金			1,241	447	598	876	1,464
自己株式	0	0	0	-1	-20	-22	-93
子会社の所有する親会社株式		-34	-34	-34			
資本合計	20,845	23,206	23,980	23,667	24,076	24,687	25,442
負債・少数株主持分及び資本合計	28,864	32,104	32,762	32,825	31,478	32,252	33,296

B. 連結損益計算書

付属資料 1 (続き)

	3月期					4月~9月 3月期	
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2003年	2004年
売上高	13,014	12,011	10,071	9,923	9,467	4,627	8,606
売上原価	10,769	9,703	8,579	8,253	7,837	3,696	7,016
売上総利益	2,245	2,308	1,491	1,670	1,629	931	1,590
販売費及び一般管理費	901	800	704	638	640	277	525
営業利益	1,344	1,508	788	1,031	989	654	1,065
受取利息	469	386	392	362	313	141	330
受取配当金	55	47	48	28	29	34	39
仕入割引	27	23	20	17	15	7	13
有価証券売却益	5	30	3	24	6	-	-
その他	37	28	64	25	26	26	50
営業外収益	593	514	527	455	390	208	432
支払利息	13	12	1	0	0	0	-
売上割引	10	22	17	30	49	21	38
有価証券評価損	43	95	-	-	-	-	-
有価証券売却損	141	82	187	152	34	-	0
その他	41	5	6	2	5	1	2
営業外費用	248	216	211	184	88	21	40
経常利益	1,690	1,806	1,104	1,302	1,290	841	1,457
固定資産売却益		1,575	30				30
投資有価証券売却益	34						
厚生年金基金代行部分返上益					993		-
貸倒引当金戻入益	19	22	22	1			2
特別利益	53	1,597	52	1	993		32
固定資産処分損	21	18	34	27	32		-
投資有価証券評価損				62	855		34
ゴルフ会員権評価損			16			25	25
早期退職特別加算金			658				
退職年金過去勤務費用償却額		343					
退職給与引当金繰入額		504	837				
公開買付対応費用							54
工場閉鎖損失	604				523		-
特別損失	625	865	1,545	88	1,409	25	114
税金等調整前当期純利益	1,118	2,538	389	1,214	875	816	1,375
法人税住民税及び事業税	773	810	180	607	224	322	529
法人税等調整額		230	348	109	161	10	30
		1,039	-169	498	384	332	558
少数株主利益	40	61	51	48	11	27	25
当期純利益	305	1,437	-271	668	479	456	792
販売費及び一般管理費の内訳							
給料手当	242	197	175	168	163		127
減価償却費	8	7	6	5	4		2
退職給付引当金繰入額	11	1	17	24	28		19
役員退職慰労引当金繰入額	65	35	34	40	31		29
研究開発費	95	84	80	64	64		71
減価償却費	927	779	649	592	595	278	556
設備投資額	235	233	826	103	483		32
1株当たり当期純利益 (円)	20.1	95.17	-17.96	44.2	30.08		50.78
受取手形割引高	940	609	425	412	241	300	320
法定実効税率					41.6		41.6
従業員数 (名)		706	581	545	473		460

付属資料 2 ソトのセグメント情報
(百万円)

1999年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	12,476	538	13,014
営業費用	11,428	242	11,690
営業利益	1,048	296	1,344
資産	24,821	4,042	28,864
減価償却費	749	179	928
資本的支出	235	-	235
2000年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	11,474	538	12,011
営業費用	10,260	243	10,503
営業利益	1,213	295	1,508
資産	27,514	4,590	32,104
減価償却費	601	199	779
資本的支出	234	-	234
2001年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	9,533	538	10,071
営業費用	9,053	230	9,283
営業利益	480	308	788
資産	27,799	4,963	32,762
減価償却費	470	179	649
資本的支出	826	-	826
2002年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	9,422	501	9,923
営業費用	8,658	234	8,892
営業利益	764	267	1,031
資産	27,653	5,172	32,825
減価償却費	413	178	592
資本的支出	100	3	103
2003年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	8,959	508	9,467
営業費用	8,242	236	8,478
営業利益	717	272	989
資産	26,230	5,247	31,478
減価償却費	414	181	595
資本的支出	439	45	484
2004年	染色、整理 加工事業	不動産 賃貸事業	連結
外部顧客に対する売上高	8,003	603	8,606
営業費用	7,219	322	7,541
営業利益	783	281	1,065
資産	25,775	7,521	33,296
減価償却費	377	179	556
資本的支出	32	-	32

付属資料 3 ソトーの個別財務諸表
(百万円)

A. 貸借対照表	3月末 1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	9月末 2003年	3月末 2004年
現金及び預金	630	637	639	354	572	643	698
受取手形	1,984	2,157	2,047	1,300	715	503	472
売掛金	622	665	622	635	533	742	555
有価証券	9,112	11,726	1,110	921	1,679	1,310	2,753
自己株式	0	0	0				
完成品	0	2					
材料	67	59	37	37	38		37
仕掛品	138	131	108	112	85		86
貯蔵品	4	2	3	4	4		3
棚卸資産						152	
短期貸付金	1,198						
未収法人税等			277		221		
繰延税金資産		214	79	101	104	130	132
その他	30	26	22	19	22	73	27
貸倒引当金	-28	-18	-3	-1	-3	-3	-3
流動資産合計	13,758	15,603	4,942	3,481	3,970	3,550	4,761
建物	770	710	944	887	877	850	823
構築物	161	148	214	192	202		180
機械及び装置	909	721	761	580	615	520	432
車両運搬具・工具器具備品	60	50	39	30	26		28
土地	301	668	732	732	732	732	717
その他				81		213	
有形固定資産合計	2,201	2,296	2,690	2,503	2,451	2,315	2,181
無形固定資産合計	7	7	7	7	7	7	7
投資有価証券	1,476	1,461	12,773	13,604	12,469	14,451	13,770
関係会社株式	452	456	391	391	503		546
長期貸付金	18	16	15	13	11		9
長期前払費用	7	32	36	32	24		24
生命保険積立金	239	245	258	275	275		280
繰延税金資産		162	25	668	137		
その他	62	58	39	39	239	557	238
貸倒引当金	-6	-11	-8	-8	-8	-30	-30
投資その他の資産合計	2,248	2,419	13,529	15,013	13,651	14,979	14,838
固定資産合計	4,456	4,722	16,225	17,522	16,109	17,300	17,026
資産合計	18,215	20,325	21,168	21,003	20,079	20,850	21,786
買掛金	1,769	176	168	149	146	201	155
未払金	272	555	281	282	231	239	198
未払事業税		301					
未払法人税等	20		3	345	3	196	307
未払費用	303	318	197	220	209	208	196
その他	11	11	9	7	8	14	15
流動負債合計	783	1,360	659	1,004	596	858	870
退職給与引当金	1,030	1,023	1,905	1,866	840	814	792
役員退職慰労引当金	258	232	255	287	279	219	232
繰延税金負債						84	436
その他		261			10	12	53
固定負債合計	1,289	1,516	2,159	2,153	1,129	1,128	1,513
負債合計	2,072	2,876	2,818	3,157	1,725	1,987	2,383
資本金	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124	3,124
資本準備金(資本剰余金合計)	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
利益準備金	373	392	412	422	422	422	422
固定資産圧縮積立金	5	3	43	352	304		270
固定資産圧縮特別勘定積立金			508	4			
別途積立金	9,110	9,510	10,210	10,210	10,210		10,210
任意積立金	9,115	9,513	10,762	10,566	10,514	10,480	10,480
当期末処分利益	786	1,675	386	872	1,287	1,520	1,603
その他の剰余金合計	9,901	11,188	11,147	11,439	12,222	12,422	12,505
その他有価証券評価差額金			922	118	277	589	1,116
自己株式				-1	-13	-16	-87
資本合計	16,142	17,449	18,350	17,846	18,354	18,863	19,403
負債資本合計	18,215	20,325	21,168	21,003	20,079	20,850	21,786
発行済株式総数(千株)	15,173	15,173	15,173	15,173	15,173		15,173

付属資料 3 (続き)

B. 損益計算書	3月期					4月～9月	3月期
	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2003年	2004年
染色整理加工売上高					6,361		5,819
その他売上高					6		47
売上高	7,392	7,414	6,359	6,567	6,366	3,098	5,866
期首仕掛品棚卸高	1	0					
当期仕込品製造原価	6,301	6,245					
合計	6,301	6,245					
期末仕掛品棚卸高	0	2					
期首完成品棚卸高			2				
当期完成品製造原価			5,643	5,577			
合計			5,645	5,577			
期末完成品棚卸高							
染色整理加工売上原価							
当期完成品製造原価					5,379		4,939
合計					5,379		4,939
期末完成品棚卸高					5,379		4,939
その他売上原価					4		11
売上原価	6,301	6,243	5,645	5,577	5,383	2,547	4,950
売上総利益	1,091	1,171	714	990	983	551	916
貸倒引当金繰入額				1	2		-
役員報酬及び給料手当	182	178	147	140	147		121
退職給与引当金繰入額	2	1	13	22	24		18
役員退職慰労引当金繰入額	27	27	23	32	24		25
退職金及び年金掛金	8	9					
福利費	19	21	10	10	23		25
減価償却費	8	7	5	5	4		3
研究開発費	95	84	80	64	64		71
その他	67	80	81	75	93		69
販売費及び一般管理費	407	407	359	349	381	180	331
営業利益	684	765	354	641	602	371	585
受取利息	6	2	2	7	13		11
有価証券利息	331	274	291	247	237		231
受取配当金	144	121	104	79	55		67
受取利息及び配当金						172	
仕入割引	17	15	13	12	11		10
受取賃貸料	26	12					
有価証券評価益			50				
その他	29	27	16	36	14	13	13
営業外収益	553	452	477	380	329	185	333
支払利息及び割引料	5	7					
売上割引	4	3	2	11	29		22
有価証券売却損	78	25	151	136	28		
有価証券評価損	39	37					
賃貸費用	17	9					
その他	0	5	4	1	1	12	1
営業外費用	143	86	157	148	59	12	23
経常利益	1,094	1,131	674	874	872	545	894
固定資産売却益		1,207	9				17
投資有価証券売却益	34						
関係会社清算益			633				
貸倒引当金戻入益	13	10	17				
厚生年金基金代行部分返上益					993		-
特別利益	47	1,217	659		993		17

付属資料 3 (続き)

	3月期 1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	4月～9月 2003年	3月期 2004年
固定資産処分損	20	13	31	25	10	-	-
投資有価証券評価損				62	828		-
ゴルフ会員権評価損			16			25	25
早期退職特別加算金等			658				
退職年金過去勤務費用償却額		343					
退職給与引当金繰入額		345	837				
公開買付対応費用							54
特別損失	20	701	1,542	86	838	25	79
税引前当期純利益	1,121	1,647	-209	788	1,027	520	832
法人税住民税及び事業税	430	525	7	395	7	215	352
法人税等調整額		116	-385	-92	425	-14	-21
法人税及び住民税		641	-378	303	432	201	331
当期純利益	691	1,005	169	485	595	319	501
前期繰越利益	187	267	308	471	791	1,201	1,201
過年度税効果調整額		492					
税効果会計適用に伴う資産圧縮積立金取崩高		2					
中間配当額	83	83	83	83	99		98
中間配当に伴う利益準備金積立額	8	8	8				
当期末処分利益	786	1,675	386	872	1,287	1,520	1,603
製造原価の内訳							
材料費	1,295	1,320	1,279	1,343	1,306		1,184
労務費	2,411	2,406	2,146	1,933	1,828		1,681
うち退職給与引当金繰入額	37	8					
経費	2,595	2,512	2,194	2,306	2,219		2,075
うち減価償却費	497	0	339	329	311		274
うち外注加工費	857		768	892	855		803
当期製造費用	6,301	6,238	5,620	5,582	5,352		4,939
期首仕掛品棚卸高	138	138	131	108	112		85
期末仕掛品棚卸高	138	131	108	112	85		86
当期完成品 (仕込品) 製造原価	6,301	6,245	5,643	5,577	5,379		4,939
減価償却費	506	407	347	335	319		282
有形固定資産純増加額		223	578	20	67		9
1株当たり当期純利益 (円)	45.51	66.26	11.16	31.93	37.86	21.06	31.68
1株当たり配当額 (円)	11.00	11.00	11.00	13.00	13.00	6.50	200.00
受取手形割引高	409	375	347	365	190	270	270
法定実効税率		41.6	41.6	41.6	41.6		41.6
従業員数 (名)	437	427	344	323	310		299

付属資料 4 ソトーの業績見通し
(百万円)

	2004年	2005年	2006年
売上高	8,606	8,700	8,900
営業利益	1,064	1,180	1,200
経常利益	1,456	1,530	1,550
税引後利益	791	880	890
1株当たり利益 (円)	51	58	59
1株当たり配当金 (円)	200	150	150
1株当たり営業キャッシュフロー (円)	124		
1株当たり株主資本 (円)	1,685		

付属資料 5 ソト-の主要設備
(百万円)

2003年3月末

提出会社	帳簿価額						従業員 数(名)
	設備の内容	建物及び 構築物	機械装置 及び運搬具	土地	(面積千㎡)	その他	
第一事業部(愛知県尾西市)	染色・整理加工設備	312	218	63	32.3	4	596
第二事業部(愛知県尾西市)	同上	428	232	116	30.6	6	781
一宮事業部(愛知県一宮市)	同上	276	189	154	29.0	5	605
国内子会社	同上	109	226	231	34.4	9	575
日本化繊株式会社(愛知県葉栗郡木曾川町)	同上	89	47	134	16.7	2	272
株式会社ソト-テクス(愛知県一宮市)	不動産賃貸設備	1,674	-	130	29.9	-	1,804
関東整染株式会社(群馬県伊勢崎市)							

2004年3月末

提出会社	帳簿価額						従業員 数(名)
	設備の内容	建物及び 構築物	機械装置 及び運搬具	土地	(面積千㎡)	その他	
第一事業部(愛知県尾西市)	染色・整理加工設備	286	159	63	32.3	3	511
第二事業部(愛知県尾西市)	同上	399	163	116	30.6	5	683
一宮事業部(愛知県一宮市)	同上	260	118	154	29.0	3	536
国内子会社	同上	100	165	231	34.4	7	503
日本化繊株式会社(愛知県葉栗郡木曾川町)	同上	82	34	134	16.7	2	253
株式会社ソト-テクス(愛知県一宮市)	不動産賃貸設備	1,498	-	130	29.9	-	1,628
関東整染株式会社(群馬県伊勢崎市)							

付属資料 6 有価証券の時価総額
(百万円)

1. その他有価証券で時価のある有価証券

		2003年		2004年	
		取得時価	B/S計上額	取得時価	B/S計上額
a. 連結貸借対照表額が取得原価を超えるもの					
株式		1,072	2,244	1,748	4,912
債券	社債	2,116	2,142	1,494	1,513
	その他	4,584	4,729	3,486	3,588
その他		3,720	3,724	4,516	4,541
小計		11,492	12,839	11,244	14,554
b. 連結貸借対照表計上額が取得原価を超えないもの					
株式		280	231	109	106
債券	社債	801	797		
	その他	4,958	4,799	6,500	5,759
その他		1,389	1,315	1,085	1,040
小計		7,427	7,142	7,694	6,905
合計		18,919	19,982	18,937	21,459
c. 時価評価されていないその他有価証券					
非上場株(店頭売買株式を除く)			155		153
追加型公社債投資信託			1,955		3,492
合計			2,110		3,644

(注) 時価のある株式について行った減損処理額 855 -
個々の銘柄の有価証券の時価が取得原価に比べて30%程度以上下落した場合は回復可能性の判定の対象とし、減損の要否を判定している。

2. その他有価証券のうち満期があるものの連結決算日後における償還予定額

		2003年				2004年			
		1年超		5年超		1年超		5年超	
		1年以内	5年以内	10年以内	10年超	1年以内	5年以内	10年以内	10年超
債券	社債	1,129	1,201	100	510	1,103	106	303	
	その他	37	3,010	2,069	4,412		1,460	1,605	6,282
その他			496			502	482	307	
合計		1,166	4,706	2,168	4,922	1,605	2,048	2,216	6,282

付属資料 7 ソートの大株主の状況
(3月31日)

	2002年			2003年			2004年		
	株主数 (人)	株式数 (千株)	割合 (%)	株主数 (人)	株式数 (千株)	割合 (%)	株主数 (人)	株式数 (千株)	割合 (%)
モルガン・スタンレーアンドカンパニーインク (常任代理人 モルガン・スタンレー証券会社東京支店)		515	3.3	1,560	10.2	285	1.8		
ザバンクオブニューヨーク&ロンドンリージョナルデベロップメント (常任代理人 株式会社東京三菱銀行)		774	5.1	1,059	6.9	-	-		
株式会社ダイドリーミテッド		1,110	7.3	1,310	8.6	1,595	10.5		
大同生命保険株式会社		846	5.5	846	5.5	846	5.5		
東亜紡織株式会社		840	5.5	84	5.5	-	-		
株式会社トーア紡コーポレーション		-	-	-	-	500	3.2		
株式会社大和銀行		733	4.8	-	-	500	3.2		
株式会社りそな銀行		736	4.8	733	4.8	733	4.8		
株式会社UFJ 銀行		500	3.2	736	4.8	624	4.1		
三井住友海上火災保険株式会社		-	-	500	3.2	500	3.2		
日本証券金融株式会社		375	2.4	-	-	456	3.0		
株式会社みずほ銀行		400	2.6	375	2.4	375	2.4		
豊丸産業株式会社		458	3.0	400	2.6	362	2.3		
渡辺尚彦		435	2.8	-	-	-	-		
ゴールドマンサックスインターナショナル (常任代理人 ゴールドマンサックス証券会社東京支店)		6,948	45.7	8,360	55.1	6,276	41.3		
計									
所有者別内訳	20	4,426	29.5	18	4,357	29.0	14	4,649	30.8
金融機関	13	104	0.7	9	75	0.5	24	376	2.5
証券会社	72	3,394	22.8	67	3,926	26.1	70	3,979	26.4
その他の法人	25	3,083	20.5	24	3,994	26.6	10	621	4.1
外国法人等	1,036	4,009	26.7	806	2,678	17.8	2,666	5,458	36.2
個人その他	1,166	15,016	100.0	924	15,030	100.0	2,784	15,083	100.0
合計									

付属資料 8 ユシロ化学工業の連結財務諸表
(百万円)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
売上高	17,632	17,666	19,031	18,361	18,523	19,091
売上原価	10,627	10,484	11,837	11,795	11,845	12,141
売上総利益	7,005	7,183	7,194	6,566	6,678	6,950
販売費及び一般管理費	6,092	6,003	5,345	5,320	5,015	5,039
営業利益	913	1,180	1,849	1,246	1,663	1,911
受取利息及び受取配当金	69	111	51	35	26	45
持分法による投資利益	45	109	126	215	265	223
その他	187	252	380	149	84	116
営業外収益	301	472	557	399	375	384
支払利息	72	63	50	37	30	21
その他	28	87	53	48	44	107
営業外費用	100	150	103	85	74	128
経常利益	1,114	1,500	2,303	1,560	1,964	2,133
当期純利益	471	418	1,327	738	1,095	1,301
減価償却費	757	775	758	693	623	613
資本支出	1,432	1,755	249	430	607	1,246
1株当たり当期純利益(円)	29.44	26.13	83.80	48.08	68.53	83.64
1株当たり配当額(円)	12.00	12.00	14.00	14.00	14.00	200.00
従業員(名)		622	623	632	649	648
現金及び預金	4,343	4,720	5,831	5,337	6,128	5,997
受取手形及び売掛金	4,391	4,633	4,853	4,356	4,574	5,040
有価証券	795	681	516	490	510	480
棚卸資産	1,377	1,436	1,517	1,220	1,219	1,403
その他	94	197	250	431	375	407
流動資産	11,000	11,668	12,967	11,834	12,805	13,326
有形固定資産	10,504	10,297	9,856	9,643	9,550	10,144
無形固定資産	105	86	67	75	64	58
投資有価証券	2,197	2,209	2,821	2,390	2,463	3,320
その他	1,408	533	1,462	1,793	1,639	1,281
投資その他の資産	3,605	2,742	4,283	4,183	4,101	4,601
固定資産	14,214	14,124	14,207	13,902	13,715	14,803
資産合計	27,149	27,967	27,174	25,737	26,521	28,138
支払手形及び買掛金	2,488	2,644	2,768	2,534	2,755	2,746
短期借入金	286	286	281	198	127	110
その他	1,485	1,650	2,185	1,573	1,920	1,821
流動負債	4,259	4,579	5,235	4,305	4,802	4,677
社債	-	-	-	-	-	400
長期借入金	1,448	1,155	870	304	234	534
退職給付引当金	902	1,393	1,369	1,387	1,340	1,311
その他	200	327	360	446	493	863
固定負債	2,550	2,875	2,598	2,137	2,068	2,708
負債合計	6,809	7,455	7,833	6,443	6,869	7,385
少数株主持分	362	390	282	282	298	389
資本金	4,249	4,249	4,249	4,249	4,249	4,249
資本剰余金(準備金)	3,995	3,995	3,995	3,995	3,995	3,995
連結剰余金	11,740	11,887	12,701	12,906	13,717	14,721
株式等評価差額金	-	-	43	69	16	288
為替換算調整勘定	-	-	-1,930	-2,203	-2,364	-2,596
自己株式	-6	-9	0	-4	-260	-293
資本合計	19,978	20,122	19,059	19,011	19,354	20,363
発行済株式総数(千株)	16,020	16,020	15,585	15,200	15,200	15,200

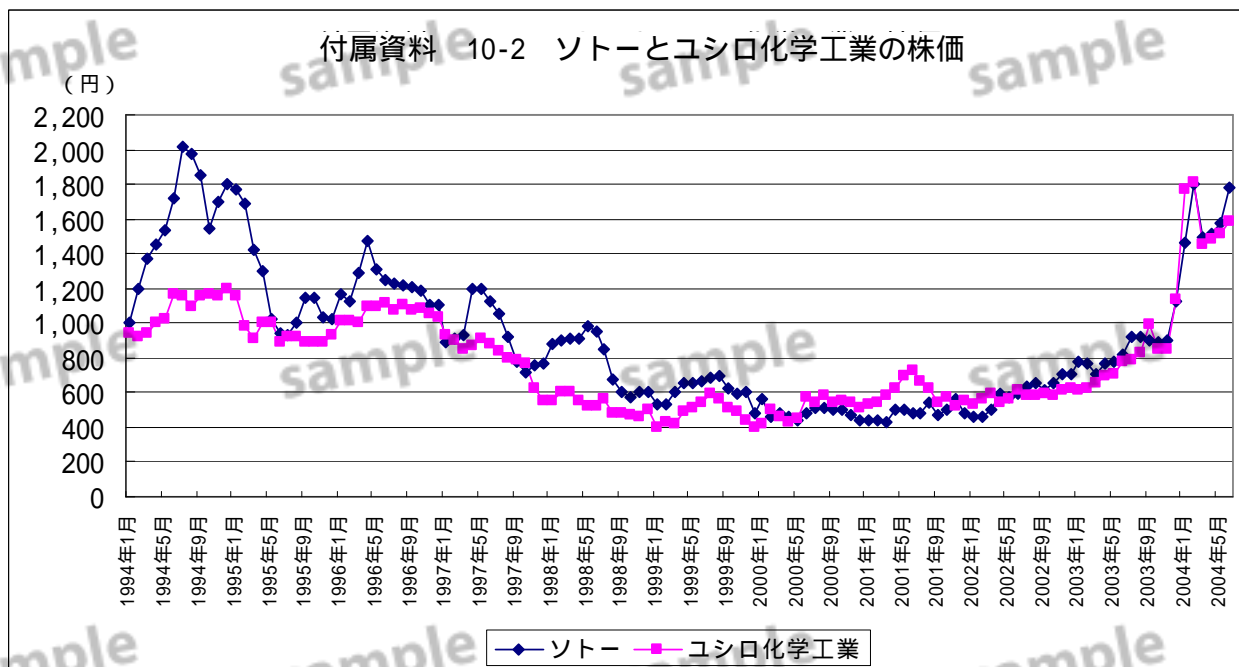
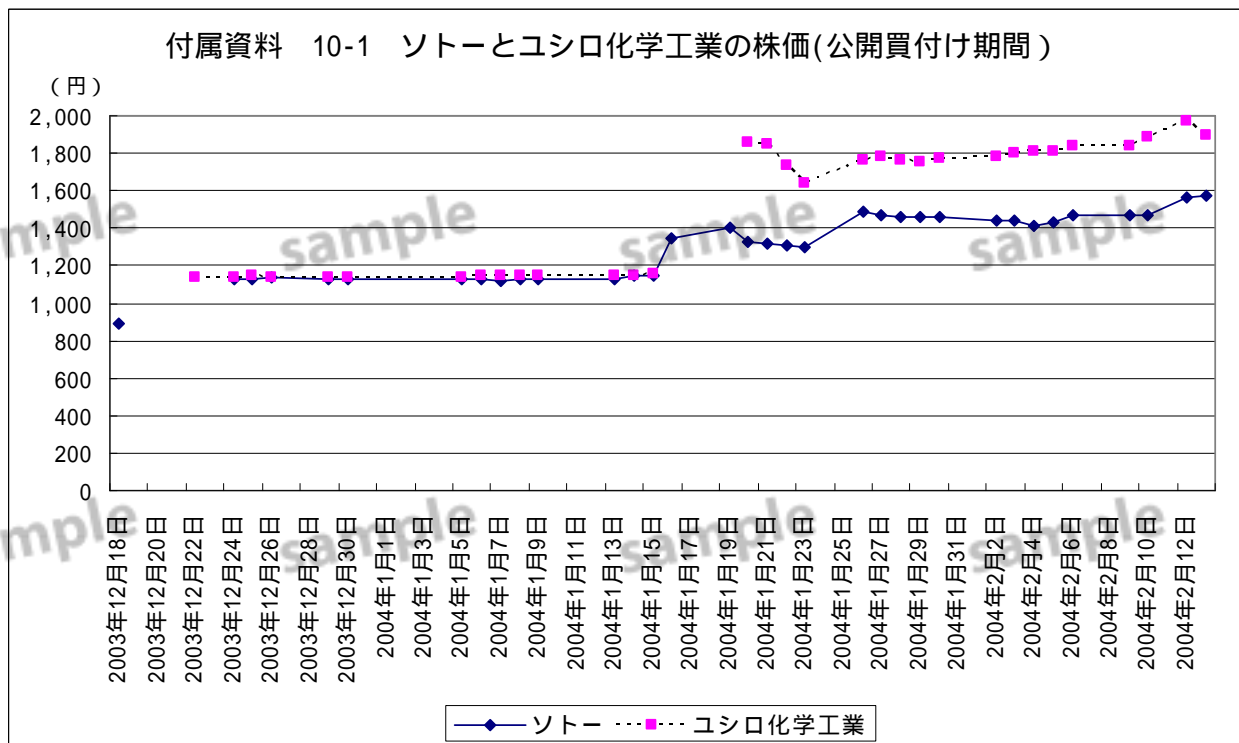
付属資料 9 コシロ化学工業の大株主の状況

	2003年9月末		2004年3月末	
	所有株式数 (千株)	割合 (%)	所有株式数 (千株)	割合 (%)
モルガンスタンレーアランドカンパニーインク (常任代理人 モルガン・スタンレー証券会社東京支店)	1,336	8.79	1,304	8.57
日本生命保険相互会社	1,057	6.96	1,057	6.95
ザチエースマンハッタンバンクエヌエイロンドン (常任代理人 株式会社みずほコーポレート銀行)	777	5.11		
ユシロ化学工業取引先持株会	718	4.73	650	4.28
ユシロ化学工業従業員持株会	595	3.91	466	3.06
株式会社UFJ 銀行	436	2.87	436	2.87
ユシロ化学工業株式会社	406	2.67	426	2.80
ルクセンブルグ オフシヨア ジャスディック レンデイン (常任代理人 株式会社みずほコーポレート銀行)	379	2.49		
ビービーエイチ ボストンハートランドバリュエーション (常任代理人 香港上海銀行東京支店カストリ業務次長加藤顕裕)	375	2.47	361	2.37
株式会社三井住友銀行	307	2.02	375	2.47
今川 和 明	300	1.97	307	2.01
新 宅 順 三	300	1.97	300	1.97
計	6,688	44.01	5,684	37.39

	2003年3月末		2004年3月末	
	株主数 (人)	所有株式数 (千株)	株主数 (人)	所有株式数 (千株)
所有者別内訳	12	2,520	10	2,457
金融機関	6	62	24	299
証券会社	55	1,704	60	1,694
その他の法人	15	2,451	9	1,749
外国法人等	1,516	8,313	2,499	8,875
個人その他	1,604	15,050	2,602	15,074
計		100.00		100.00

(注) 1. ステイール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・オブシヨア、エルビーは2004年5月28日付けの大量保有報告書で1,570千株(10.3%)を保有していた。

2. コシロ化学工業が2004年3月31日に保有していた自己株式426千株については議決権を有していない。



月末個別株価の月別変化率(Y)と月末東証株価指数(TOPIX)の月別変化率(X)との関係

ソトーの場合(1998年12月~2003年11月の60カ月)

$$Y = 0.010 + 0.268X \quad R^2 = 0.026$$

(0.98) (1.26)

ユシロ化学工業の場合(1998年12月~2003年11月の60カ月)

$$Y = 0.014 + 0.339X \quad R^2 = 0.037$$

(1.28) (1.50)

付属資料 11 染色加工メーカー大手の業績と時価総額
(百万円)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年 見通し
セーレン (東京証券取引所第1部、大阪証券取引所第1部、本社：福井市)						
売上高	63,352	61,329	59,386	63,104	69,051	71,000
営業利益	1,732	2,534	2,188	2,394	4,142	4,500
経常利益	1,606	2,564	2,225	2,101	3,792	4,300
当期利益	-882	301	204	-865	1,021	1,500
1株当たり利益 (円)	-15.24	5.19	3.53	-15.07	18.14	
1株当たり配当金 (円)	5.00	5.00	5.00	5.00	7.50	
金融資産	12,187	9,643	15,141	9,435	11,507	
資産合計	66,657	60,865	66,657	65,892	70,157	
利付負債	9,250	6,682	11,715	12,822	14,919	
株主資本 (簿価)	33,912	33,919	33,912	31,398	31,813	
時価総額	15,973	20,603	21,992	25,175	40,799	
従業員数 (人)	2,650	2,610	2,501	3,021	3,255	
小松精練 (東京証券取引所第1部、大阪証券取引所第1部、本社：石川県能美郡)						
売上高	31,882	34,587	31,827	28,893	30,807	34,000
営業利益	2,299	501	-1,053	181	966	1,200
経常利益	2,299	850	-612	515	1,277	1,400
当期利益	1,111	-438	-399	53	483	700
1株当たり利益 (円)	25.75	-10.16	-9.25	1.24	11.22	
1株当たり配当金 (円)	7.50	7.50	5.00	5.00	7.00	
金融資産	31,622	20,594	16,462	17,531	20,511	
資産合計	54,548	46,580	41,478	39,070	44,795	
利付負債	10,534	1,354	34	39	512	
株主資本 (簿価)	27,887	27,114	26,217	25,889	26,531	
時価総額	16,825	12,295	10,354	12,942	20,492	
従業員数 (人)	1,514	1,522	1,430	1,333	1,329	
サカイオーベックス (東京証券取引所第1部、本社：福井市)						
売上高	31,094	30,709	27,705	25,314	25,755	28,000
営業利益	127	89	117	152	812	900
経常利益	-267	-123	45	-199	464	750
当期利益	-979	-391	-1,731	101	154	500
1株当たり利益 (円)	-16.07	-6.41	-28.42	1.10	2.01	
1株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
金融資産	4,055	4,176	6,169	5,964	5,633	
資産合計	29,800	28,801	24,873	23,404	22,601	
利付負債	12,111	11,573	10,929	10,356	9,092	
株主資本 (簿価)	8,748	8,366	6,478	6,872	6,988	
時価総額	5,361	5,178	3,959	5,501	13,502	
従業員数 (人)	1,295	1,209	1,127	984	963	
東海染工 (東京証券取引所第1部、名古屋証券取引所第1部、本社：愛知県西春日井郡)						
売上高	26,303	25,356	25,928	25,540	23,500	23,500
営業利益	-267	-606	617	699	409	550
経常利益	-56	-1,022	71	624	187	270
当期利益	-282	-3,786	-1,493	89	142	250
1株当たり利益 (円)	-7.80	-104.77	-41.33	2.47	3.40	
1株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00	
金融資産	6,421	4,784	3,550	3,287	4,418	
資産合計	27,205	25,698	22,619	21,718	21,440	
利付負債	5,848	8,481	7,185	6,063	5,206	
株主資本 (簿価)	13,757	9,141	7,926	7,834	8,614	
時価総額	5,277	3,650	3,000	3,181	7,445	
従業員数 (人)	1,751	1,407	1,376	1,424	1,370	
倉庫精練 (大阪証券取引所第2部、本社：金沢市)						
売上高	11,263	11,060	10,576	10,333	9,522	9,600
営業利益	298	144	182	357	152	210
経常利益	472	229	277	474	253	310
当期利益	363	-491	201	126	152	150
1株当たり利益 (円)	34.98	-48.55	19.87	12.55	15.07	
1株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	
金融資産	942	1,803	1,803	1,706	1,846	
資産合計	8,56	8,562	8,871	8,674	8,107	
利付負債	485	1,210	975	379	285	
株主資本 (簿価)	3,162	2,931	3,100	3,295	3,508	
時価総額	1,255	759	729	1,113	1,963	
従業員数	692	673	634	609	567	

付属資料 11 (続き)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
岐セン (名古屋証券取引所第2部、本社：岐阜県瑞穂市)					
売上高	6,582	6,133	5,512	4,309	4,001
営業利益	75	-202	-331	-94	257
経常利益	71	-345	-465	-127	219
当期利益	31	-621	-518	-2,280	264
1株当たり利益 (円)	4.54	-88.19	-73.67	-324.21	-35.72
1株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融資産	2,071	2,441	1,263	383	650
資産合計	5,761	5,876	9,464	7,827	5,195
利付負債	1,904	2,127	2,216	2,221	1,190
株主資本 (簿価)	1,946	1,570	3,691	1,316	1,064
時価総額	1,129	409	494	205	191
従業員数 (人)	430	372	331	168	157

名古屋証券取引所株券上場廃止基準第2条第4号によって、月間平均上場時価総額又は月末上場時価総額が5億円未満となったが、9カ月以内にそれらの金額が5億円以上にならなかったため、2004年1月30日の最終取引をもって上場廃止が決定した。その後整理ポストで2月27日まで取引し、3月1日で上場廃止となった。

カンボウプラス (大阪証券取引所第2部、本社：大阪市)					
売上高	12,933	12,766	12,562	11,656	
営業利益	125	138	297	241	
経常利益	63	41	230	193	
当期利益	-619	-184	87	34	
1株当たり利益 (円)	-51.55	-15.32	7.3	2.89	
1株当たり配当金 (円)	1.50	0.00	1.50	3.00	
金融資産	1,398	1,243	909	610	
資産合計	10,232	10,056	9,652	8,589	
利付負債	5,057	4,639	4,359	3,661	
株主資本 (簿価)	1,362	1,159	1,314	1,337	
時価総額	1,172	1,076	1,027	1,378	
従業員数 (人)	441	398	391	347	

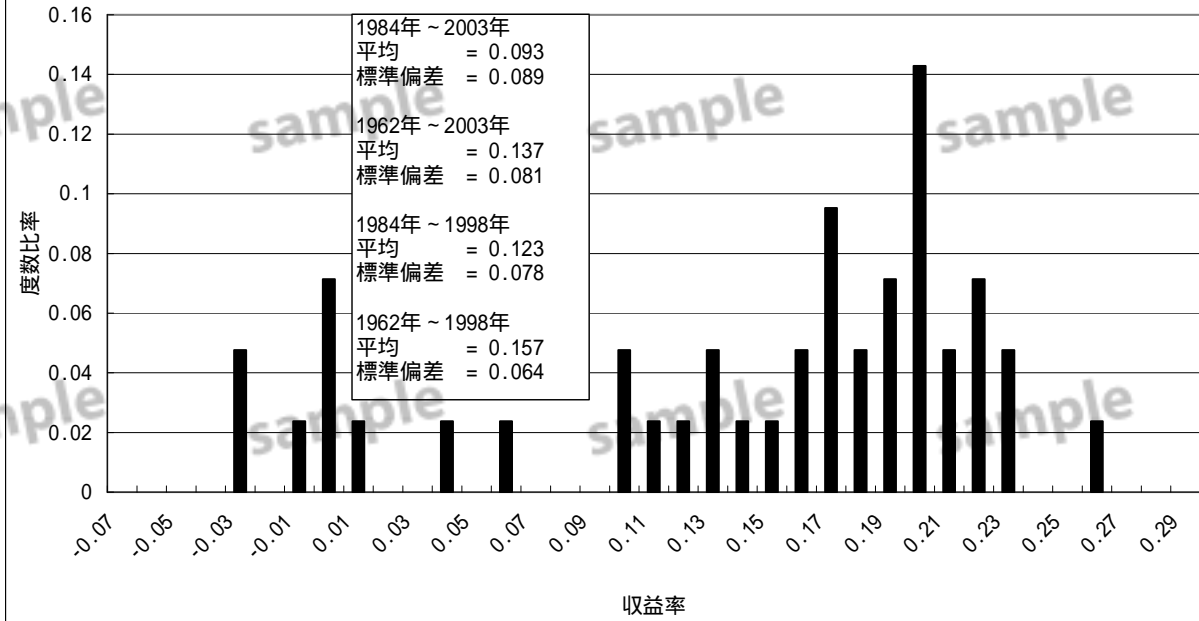
大和紡績とその連結対象子会社カンボウプラスは、2003年5月21日開催の各取締役会において、株式交換により大和紡績がカンボウプラスを完全子会社とすることを決議、締結した。株式交換日は2004年1月1日で、交換比率は1対1であった。但し、大和紡績が既に保有するカンボウプラス株式については割り当てないこととした。

大同マルタ染工 (大阪証券取引所第2部、本社：京都市)					
売上高	4,412	4,172	4,091	3,511	
営業利益	40	-320	-161	-94	
経常利益	20	-363	-198	-149	
当期利益	-25	-373	-270	-188	
1株当たり利益 (円)	-2.50	-37.40	-27.00	-18.90	
1株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	
金融資産	210	176	119	131	
資産合計	4,042	4,856	5,704	5,541	
利付負債	1,552	2,413	2,408	2,595	
株主資本 (簿価)	757	374	915	740	
時価総額	609	500	500	490	
従業員数 (人)	219	221	196	177	

東洋紡績は、2003年8月1日、その連結対象子会社の大同マルタ染工を完全子会社とするために、株式交換を実施した。交換比率は東洋紡績の普通株式1株に対して大同マルタ染工0.28株を割り当て交付した。

資料：織研新聞 (2004年5月31日) , p.4

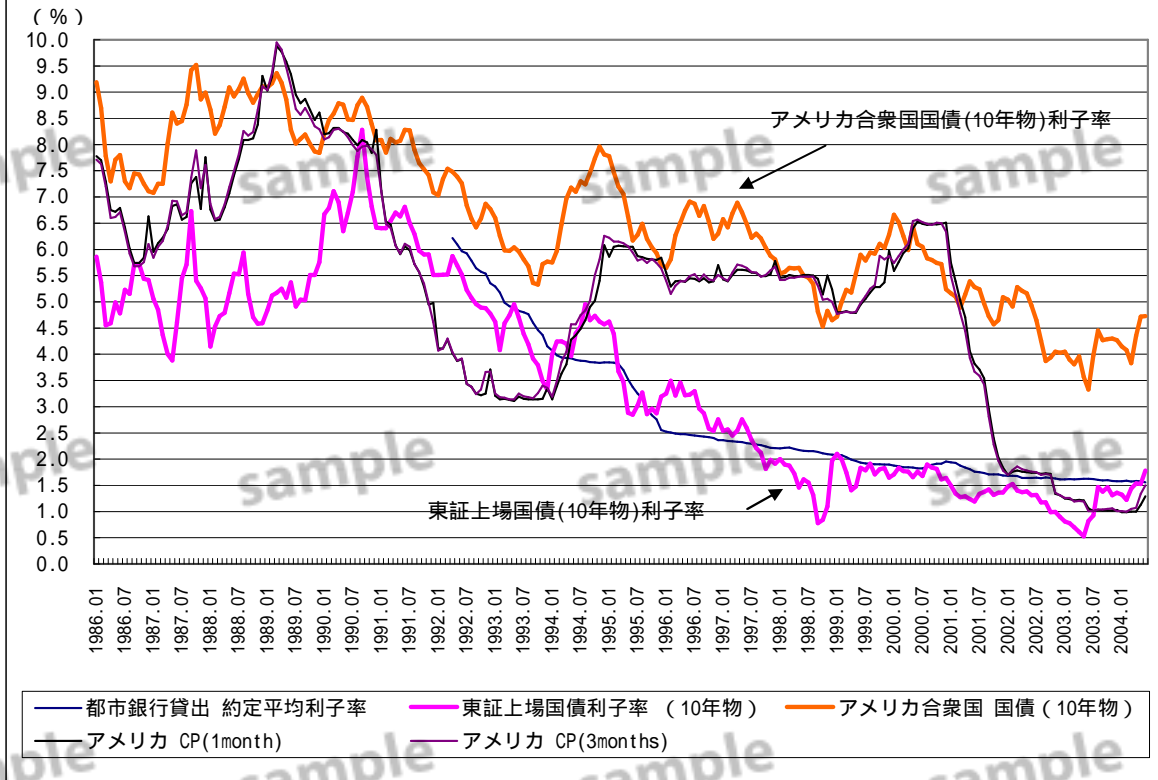
付属資料 12 東京証券取引所の加重平均市場収益率の分布



(注) 東京証券取引所第一部市場収益率，計測期間は1952年から2003年までの期間、保有期間は10年間

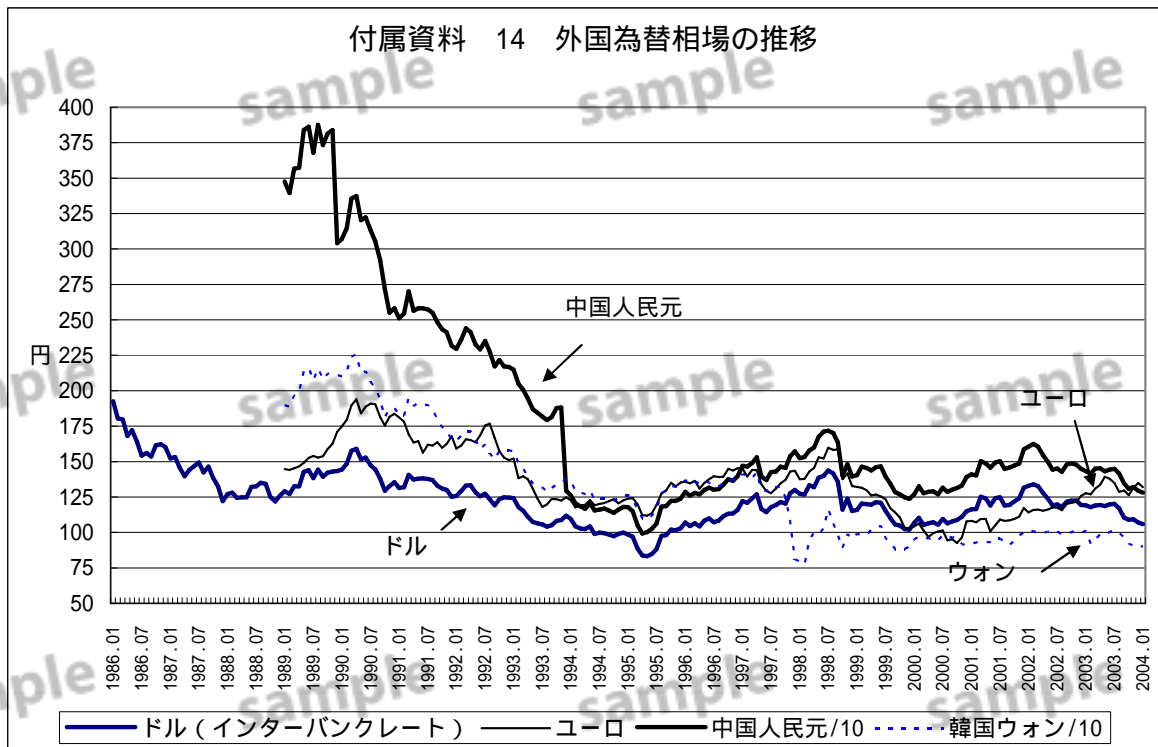
資料：株式投資収益率 2003年 CD-ROM版（日本証券経済研究所、2004年4月）

付属資料 13 日本とアメリカの利子率



		1986年1月 ~ 1998年12月	1986年1月 ~ 2004年6月
日本	国債平均利子率	4.46 %	3.56 %
	都銀貸出利子率(1992年4月 ~)	3.44 %	2.68 %
アメリカ	国債平均利子率	7.26 %	6.59 %
	1month利子率	5.98 %	5.20 %
	3months利子率	5.98 %	5.20 %

付属資料 14 外国為替相場の推移



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

2014年2月