

# 事務局説明資料

産業組織課

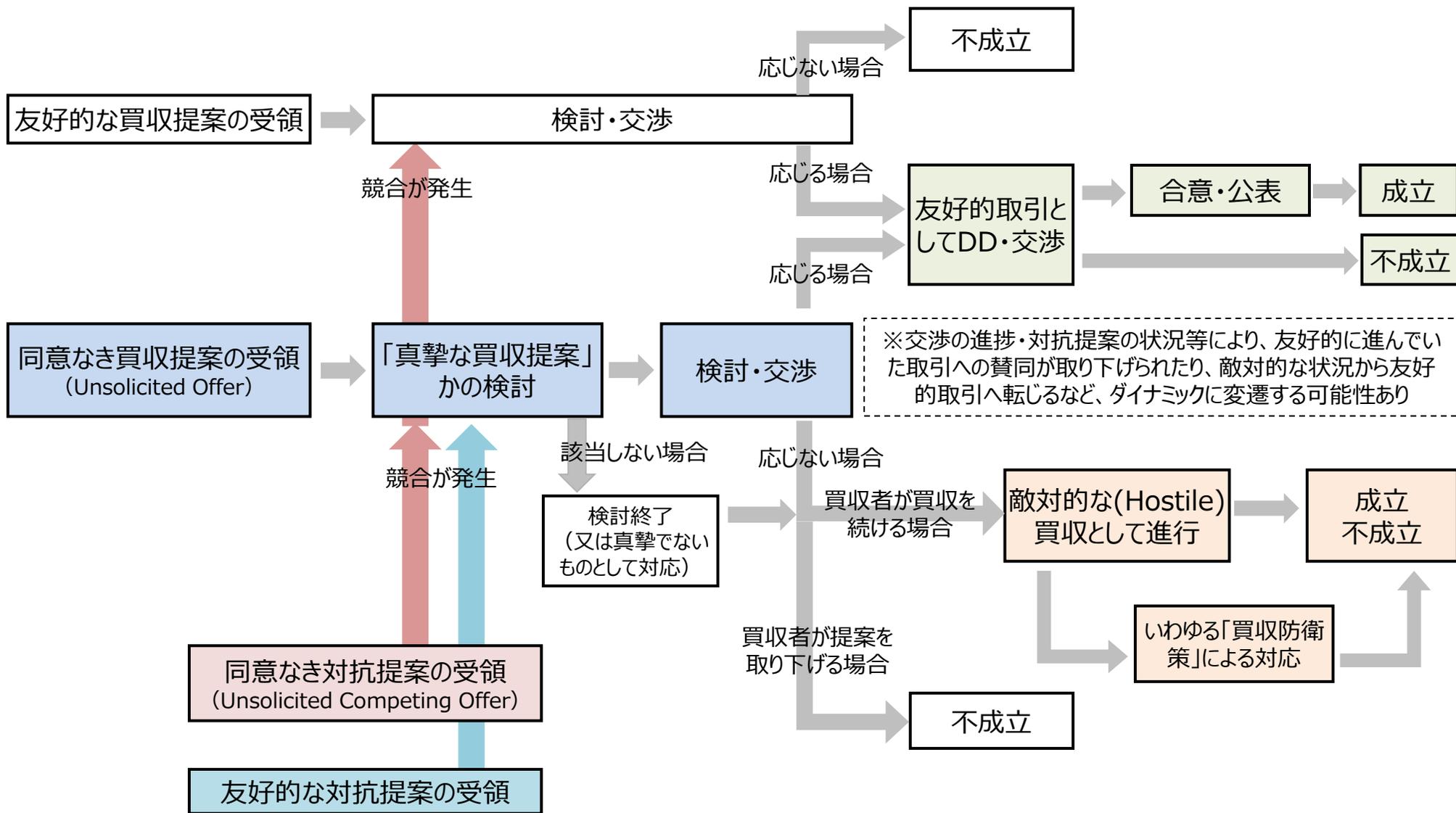
2022年12月26日

# **1. 買収提案を巡る当事者の行動の在り方について**

## **—総論の議論のまとめと各論の深掘り**

## **(1) 対象会社側の行動について**

# 同意なき買収提案の変遷と対象会社における検討



※本資料では、Unsolicited Offerについて「同意なき買収提案」との訳語を用いている。他方で、より原義に近い訳語として、「招かれざる買収提案」「不招請買収提案」「未承諾買収提案」などの表現がされることもある。

## 関連する委員発言

**別所委員**：unsolicitedな提案について、敵対的か友好的か二者択一ではなく、プロセスの中で変化していくことも丁寧に解説したほうがよい。

**小舘委員**：実は一番取り組まなければならないのは、複雑なコンテキストがないようなプレーンな買収をいかに実現させるか。例えば、業界再編が進んでもよい業界で企業価値をお互いに高めるように思われる買収提案も、現状維持を志向して、真摯な提案ではない理由が対象会社から探索されるということもあり、今回の研究会で議論ができればと思う。

**石綿委員**：日本では、TOB規制の対象とならない32%の株式の相対取引が実質的には敵対的に行われているケースがある。実質的には対象会社の同意を得ない株式譲受であっても、最終的に対象会社の取締役会が仕方なく同意することがあり、そのような株式譲受については**表面上は友好的と公表されていることがある**。

**藤田委員**：公正M&A指針の議論と今回の議論とでは、利益相反が生じるコンテキストが異なる。**単に利益相反が強い・弱いという対比で語らない方がよい**。

# 同意なき買収提案・対抗提案がなされる様々なケース

- 同意なき買収提案・対抗提案が生じることにより、対象会社の検討対象は以下のように分類できると考えられる。特に留意が必要な状況は、それぞれのパターンにおいても異なりうると考えられる。

## ① いずれかの買収提案に応じる決定をし、特定の買収提案と他の買収提案を比較するパターン

(例)

- 友好的な買収提案と合意に至る過程で、同意なき対抗提案がなされるケース
- 同意なき買収提案の検討・交渉中に、友好的な対抗提案がなされ合意に至るケース（ホワイトナイトに近い）
- 対象会社が自ら買収提案を募り、提案者が複数出現する中で、特定の提案と合意に至るケース

➡ 経営陣がいずれかの買収提案に応じる決定をすることにより、会社はいわば“売りに出された状態”となる

## ② いずれの買収提案にも応じず、現経営陣が続投する場合と同意なき買収提案を比較するパターン

(例)

- 同意なき買収提案がなされるが、不合意となるケース（対抗提案は出ず）
- 同意なき買収提案の検討・交渉中に、更に同意なき対抗提案がなされるが、いずれの提案とも不合意となるケース（ただし、実際にこのようなケースは少ないと考えられる）

➡ 経営陣がいずれの買収提案にも応じない場合には、会社はいわば“売りに出された状態”にはならない

※②のパターンの延長として、いわゆる「買収防衛策」による対応を行う場合が想定されるが、上記ではその手前の段階を念頭に置いている。

※上記のほか、友好的な買収提案がなされ、円満に進展する（対抗提案は出されない）ケースが多く存在するが、議論の直接の対象としては想定していない。他方で、上記のような分類に基づく整理が、派生的に、かかる取引類型の考え方にも影響を及ぼすことはありうる。

# (参考) M&Aにおける取締役の行為規範に関する基本ルール (日米の比較)

利益相反	小さい	おそれがある	大きい
<p><b>米国</b> デラウェア州</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Business Judgment Rule</b></li> <li>● 経営判断の決定過程に関する以下の4つの条件が充足された場合 (ただし厳格に審査される)、当該経営判断が相当なものである限り、信任義務違反による責任を負わない             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 取締役が実際に意思決定を行ったこと</li> <li>② 取締役が十分に情報を有した上で意思決定を行ったこと</li> <li>③ 意思決定が誠実になされたものであること</li> <li>④ 決定事項について取締役が経済的な利害関係を有していないこと</li> </ol> </li> <li>● 判断内容の審査には立ち入らない (日本との差異)</li> </ul> <p>※Unsolicited Bidsへの対応 ("Just Say No") 取締役会がFiduciary Dutyに従って買収提案の検討を行った場合、経営判断原則の適用場面である限り、取締役会は買収提案を拒絶することができる (Just Say No)。ただし、取締役会による適切な手続の履践及びその旨の説明をせず、買収提案を単に拒絶することはできないと考えられている。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>Unocal基準 (防衛策導入・発動の場面等)</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 取締役会が会社の政策及び効率性に対する脅威が存在すると信じたことについて、合理的な根拠を有していたこと</li> <li>② 防衛措置が企業買収によってもたらされる脅威に照らして合理的なものであること。具体的には(a)一般株主にとって強圧的 (coercive) でないこと、(b)排除的 (preclusive) でないこと</li> </ol> </li> <li>● <b>Revlon基準 (支配権の移転が生じる場面等)</b></li> </ul> <p>以下の場合、取締役は、競売人として、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務 (レボン義務) を負う</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 取締役会が積極的に会社を売りに出し買収者を募集する場合</li> <li>② 支配権の異動を伴うM&amp;A取引を実行する場合</li> <li>③ 会社の解体を伴うM&amp;A取引を実行する場合</li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>完全な公正の基準 (Entire Fairness)</b></li> <li>● 支配株主による買収、MBOといった構造的利益相反取引の場面等</li> <li>● 公正な手続 (fair dealing) と公正な価格 (fair price) を取締役が立証することを要する</li> <li>● 以下のいずれかの場合、立証責任は原告側に転換される             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 有効に機能する特別委員会により承認されること</li> <li>② 強圧性のない状況下において、十分に情報を有する少数株主の過半数により承認されること</li> </ol> </li> </ul>
<p><b>日本</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>経営判断原則</b></li> <li>● 決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反しない (事例判断としてアパマンショップ事件最高裁判決等)</li> <li>● 「将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられる」事項について適用対象になり得る</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>裁判例やソフトローによるルール (防衛策導入・発動の場面)</b></li> <li>● ブルドックソース事件最高裁決定等             <ol style="list-style-type: none"> <li>① 防衛策の発動の必要性 (防衛策発動の目的の合理性)</li> <li>② 防衛策の内容の相当性 (+いわゆる主要目的ルール)</li> </ol> </li> <li>● 買収防衛指針等</li> <li>● 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則</li> <li>● 事前開示・株主意思の原則</li> <li>● 必要性・相当性の確保の原則</li> <li>● 公正M&amp;A指針</li> </ul> <p>MBOと支配株主による従属会社の買収の場合における原則・視点や公正性担保措置等</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>裁判例やソフトローによるルール</b></li> <li>● レックスホールディングス事件高裁判決等</li> <li>● 公正価値移転義務、適時情報開示義務等</li> <li>● 公正M&amp;A指針</li> </ul> <p>MBOと支配株主による従属会社の買収の場合における原則・視点や公正性担保措置等</p> <p>※会社法の利益相反取引規制も存在 (会社法365条・356条)</p>

# 同意なき買収提案・対抗提案がなされるケースの性質と市場への説明責任

- 同意なき買収提案・対抗提案がなされるケースでは、対象会社の判断の合理性について、株主等を含む市場への説明責任を果たす必要性が高い場合が多いのではないかと考えられる。

①や②のようなパターンにおいては、個別事情に左右される面もあるが、一般的に、以下のような留意点が存在すると考えられる。

1. **経営陣の保身等（個人的利益、自負、買収者との確執等）を背景に**、例えば、買収後の会社に経営陣として残れる提案を選択する（もしくは残れない提案を選択しない）等、**利益相反への懸念**が典型的に存在する
2. **経営陣と一般株主の間の情報の非対称性**から、経営陣がかかる情報優位性を利用して一般株主に不利な取引条件で取引が行われる（もしくは一般株主に有利な取引が行われぬ）懸念が典型的に存在する
3. **（現金対価の買収の場合）株主は買収後、企業価値の増加分を享受できない**ため、取引条件の適正さは株主利益にとってとりわけ重要である

上記に加え、特に、①や②のような「支配権争奪を伴う取引」は、企業価値に与える中長期的な影響が大きく、また公知となった際に争いが生じる可能性が一般的に高いことから、市場における関心が高い場合が多い。このため、対象会社の判断の合理性について、株主等を含む市場への説明責任を果たす必要性が高いケースは多いのではないかと考えられる。

# 各局面における取締役の行動の在り方（案）

	取締役の行動の在り方（案）
<p>同意なき買収提案を受領した場合における初期的な検討</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 同意なき買収提案を受領した場合には、<u>執行側で初期的な検討</u>を行い、それが<u>具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、原則として取締役会において取り上げ、その内容について真摯に検討すべきではないか。</u></li> <li>● 「<u>具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案</u>」であるかどうかの判断については、第三者的な視点や専門的な知見に基づく慎重な検討が求められることから、<u>買収提案受領後の早い段階から、財務アドバイザーや法務アドバイザー等の専門家の助言を受け、その後社外取締役の意見も聞くことが望ましいのではないか。</u></li> </ul>
<p>①のパターン： いずれかの買収提案に応じる決定をし、特定の買収提案と他の買収提案を比較</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるが、例外的にこれらが一致しない場合（注）においては、<u>他の買収提案と比較して買収対価（一般株主が享受する利益）は低いものの対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同することも、ありうるのではないか。</u>  <small>（注）例外的に一致しない場合、その背景には、①買収者による自身の買収計画への過大評価や、②ステークホルダーから株主への利益の移転といった事情があることも考え得る。</small></li> <li>● ただし、買収提案を比較する際に<u>このような判断をする場合など</u>においては、<u>取締役会は、その判断の合理性について説明責任（※）を果たせるようにすべきであり、企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくないのではないか。</u></li> </ul>
<p>②のパターン： いずれの買収提案にも応じず、現経営陣が続投する場合と同意なき買収提案を比較</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>買収提案に応じない判断をするときは、買収者側の企業価値向上策とできる限り十分な比較可能性を有する具体的な企業価値向上策を、経営陣が提示すべきではないか。</u></li> <li>● また、<u>取締役会は、提案に応じないという判断の合理性について、説明責任（※）を果たせるようにすることが望ましいのではないか。</u>その際には、<u>財務アドバイザーやそのフェアネス・オピニオンも用いた定量的な説明も含めることが望ましいのではないか。</u></li> </ul>

（※）同意なき買収提案を受領し、それが真摯な提案である場合でも、日本では適時開示等の対象とはならないが、水面下で不成立となるケースについては、本来的には対象会社又は買収者から事前又は事後に開示すべきではないかとの指摘や、対象会社が開示をする場合には株価が変動し買収者側に高コストになるとの指摘もあり、買収提案の開示の在り方についても、議論の余地があるか。

# (参考) 過去の指針における記載内容

公正M&A指針の記載

## 3.4.4 対抗提案を受けた場合の対応 (注) 対抗提案を受けた場面についての記載

- 実際に対抗提案者が出現した場合には、その**対抗提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該対抗提案の内容についても真摯に検討する必要があり、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない。**
- 対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、**例外的にこれらが一致せず、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合**（注69）には、**対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい**（注70）。

（注69）対象会社において、取引条件の形成過程において、**企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われることが前提**となる。このような合理的な努力が行われることにより、本文記載のとおり、対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるが、本文は、このような合理的な努力が行われたにもかかわらず、なお、これらが一致しない場合を対象とするものである。このような場合であっても、**企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現に向けて、上記のような合理的な努力は貫徹されるべきであり、企業価値が向上することだけを理由に一般株主の利益が不当に害されることのないようにすべきである。**

（注70）いずれの買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかについては慎重な判断が求められ、**企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくない。**

事業再編実務指針の記載

## 4.3 事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見への対応 (注) 事業切り出しの場面等を念頭に置いた記載

事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見（以下「株主提案等」と総称する。）については、**会社としても、「真摯な提案には真摯に対応する」ことが基本であり、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、合理的根拠のある具体的な株主提案等については、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい。**

投資家側も、株主提案等を提出する場合は、「中長期」的な企業価値の向上の観点から、十分な調査分析を行った上で、合理的根拠のあるものとし、会社側とも丁寧なコミュニケーションを行うことが期待される。

## 関連する委員発言（取締役の行動の在り方）

**玉井委員**：日本で事前警告型買収防衛策がうまくいかなくなってきたこと背景として、ステークホルダーの利益を隠れ蓑として経営者の保身に利用しているのではないかと不信感があった。日本企業は従前から変わるつもりがないのではといった捉え方で誤解されることのないように、うまく説明することが重要。

また、中小規模の上場企業が短期間に市場で買い上げられるような状況に陥った場合に、自前で専門家チームを立ち上げて対応することは非常に大きな負担が生じるので、買収者・対象会社の行動として在るべき姿をガイドラインの形で示すことは社会経済上も望ましい。他方で、2005年当時に高い関心を寄せていた主要な日本の上場企業にとっても自分ごととして役に立つと考えられるガイドラインになることも重要である。その意味で、買収提案を受けた場合や競合買収が生じた場合の行動一般について整理することも重要だろう。

**田中委員**：「真摯に対応する」の内容について議論が必要。米国では100%現金買収の提案が競合する場合には、どちらも実現可能性に問題がなければ、価格が高いほうを選ぶことがレブロン義務の帰結になるが、日本の場合にそれでよいのか真剣に議論する必要がある。対象会社の取締役会は、ステークホルダーの利益や買収計画を精査して買収価格が高くない提案を賛成することも一つのバランス感覚としてあり得るので、この点についても議論することも考えられる。

**太田弁護士プレゼン**：M&Aで一番難しいのは、支配株主が上場従属会社を第三者に売却する場合。対象の上場従属会社の取締役会・独立委員会は、「上場維持ありき」や「100%子会社化反対ありき」であることが多い。ベストプラクティスという観点からすると、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化を中心に、支配株主や一般株主のexitの利益にも適切に配慮した形で、売却先の選定・対抗買収提案の受入れ是非について真摯に検討する必要がある。

# 「真摯な買収提案」の具体的な内容（再整理）

- 基本的な考え方
  - － 通常、実行する意思やそのために必要な行動が伴っている買収提案は「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」に当たることが多いと考えられるのではない。
- 例外的に「真摯な買収提案」に該当しないとする場合の考え方（本資料31頁も参照）
  - － 取得可能な十分な情報等に基づき、社外取締役や外部専門家の意見・助言を踏まえて、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・実現可能性・真摯性が合理的に疑われる場合には、「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」に当たらないとすることも考えられるのではない。ただし、その判断の合理性について説明責任を果たせるようにすることが望ましいのではない。

## ①具体性が合理的に疑われる場合

- 買収対価や取引の主要条件を具体的に明示することなく行われる買収提案

## ②実現可能性が合理的に疑われる場合

- 買収資金の裏付けのない買収提案
- 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思が乏しい中における支配的持分の買収提案（※）  
（※）支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思が乏しいという事情は、買収者と支配株主との間の交渉で解決すべき問題であり、対象会社が当該事情のみを理由に実現可能性がないとすることは不適切な場合もあり得る
- 法令等上必要とされる当局の許認可が得られる可能性が低い買収提案
- 買収実施の前提条件の充足可能性が低い買収提案

## ③真摯性が合理的に疑われる場合

- 企業価値を向上させる具体的な経営方針（※）が示されずに行われる買収提案  
（※）会社の事業全体の方針や、従業員等の処遇に関する方針も含まれる
- 買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
- 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案

## 関連する委員発言（ステークホルダー利益の考慮）

**児玉委員**：買収提案に際して会社が何をファクターとして考えているかについて、**会社は本当に従業員のことを考えている。ステークホルダーキャピタリズムの考えや、アメリカ・欧州と比較して日本は雇用の流動性が低いことが現実としてあることから、従業員について考えざるをえない。**

**井上委員**：実証研究していると、労働者保護が強い国ほど買収が実施されておらず、ROA等で見た事後的なパフォーマンスが低く、TOBの支配プレミアムも小さい。**労働者保護の要請が強いと、買手として価値創造の大きな部分が阻害される可能性がある。大きな価値を創出している従業員であるならば、買手もリテンションしようとするはずなので、ある買収に従業員が強く反対するのはエンブレメントではないか。**

**太田弁護士プレゼン**：実務感覚では、日本の場合、経営者は経営者個人の保身より、従業員共同体全体の利益を守っているという意識が強い。PMIがうまくいかないのではないかと懸念から、ストラテジックバイヤーによる「良い」同意なき買収が進まない。対象会社側においては、買収者側に対して、従業員の不安を解消するために説明を行う機会を提供することが期待されるほか、従業員に対する株式報酬を積極的に活用することで、株主の利益と従業員の利益とが適切にalignするように努めていくことが強く期待される。

## 関連する委員発言（真摯な買収提案）

**三瓶委員**：真摯性を真正面から定義することは難しいので、「真摯」性が否定される場合を明らかにするのがよい。

また、日本でTOBが公表されると直ぐに、TOBの提案価格と株価が同じになっていくことは極めて異様。**欧米の市場では、投資家は提案価格に対して対抗提案があるのではないかと踏みとどまって様子を見る。また、価格の高い対抗提案が出てきた後も、その成立可能性も考えて提案価格と株価は同じにはならない。関連して、実現可能性が必ずしも100%ではないと考えられる提案も出される中で、どの株価水準で売るべきか、どの提案を支持すべきかを考えるので、最初から実現可能性に過度に重きを置くとM&Aが起きにくくなるのではないか。**

**別所委員**：初期対応で色々な企業にアドバイスをすることがあるが、unsolicitedな提案を受け取った企業の事務局が提案内容を抱え込む傾向がある。その判断が主観的になることもあるので、専門家に迅速に相談することが重要。

**角田委員**：同意なき買収の本場はオーストラリア。多くがunsolicited offerで始まっており、成功率は高く、かつPEファンドによるunsolicited offerも多いため、ファイナンスを外部に頼る買収提案も多い。**厳格な資金証明がないと提案ができないものではないが、ファイナンスのない状況での提案は詐欺であるという通念があり、また資金調達の進展状況を開示させている。そのため、提案時点でファイナンスが付いていなくとも、真摯性の度合いをはかることができるようになってきている点で、参考になる。**

**児玉委員**：真摯な買収提案について、実務側で何が「真摯」か、判断する際に実質的なファクターがあまりにも多い。大企業としては保守的に考えざるをえないので、「真摯」かどうか曖昧であれば真摯な提案として扱う方向に傾く。「真摯」性を定義する場合には、キャッチオールのようなものをいれないようにしないと実務は混乱する。

# M&Aにおける特別委員会の機能について

- M&Aにおいて設置される特別委員会は、取締役会の機能を補完するものであるが、(a)利益相反の問題による影響を排除するために取締役会を独立性を補完する機能のほかに、(b)取締役会の機動性や、(c)取締役会の専門性を補完する機能も考えられる。
- 社外取締役が過半数に満たない会社や、取締役会において個別の業務執行決定も行っている会社が多いわが国では、特別委員会の活用が有益な場面も多いと考えられる。MBO等の構造的利益相反のありうる取引における特別委員会は主に(a)の機能が期待されているが、本研究会の検討対象の取引においては、(a)だけでなく**(b)や(c)の機能に期待した活用も考えられるのではないか。**

期待される機能	内容	委員の構成
(a)取締役会の独立性の補完	独立性を有する委員で構成される特別委員会で議論することにより、利益相反（経営陣の保身等（個人的利益、自負、買収者との確執等）を背景とした利益相反を含む）の問題による影響を排除する	社外取締役を中心とすることが考えられる
(b)取締役会の機動性の補完 (※)	取締役会よりも少人数の委員で構成される委員会で議論することで、開催頻度を上げて機動的な対応を可能とする	社外取締役を中心に少人数とすることが考えられる（検討・諮問にふさわしい社内者を補うことも考えられるか）
(c)取締役会の専門性の補完	専門性を有する（又はアドバイザーによる助言を受けることにより専門性を補完した）委員で構成される特別委員会で議論することにより、経営に関する十分な情報を得たうえで、買収提案の取引条件等について、専門的な観点から議論・交渉を行う	社外取締役を中心としつつ、社外有識者を補うことも考えられる

(※) 米国においては、独立取締役が取締役会の過半数を占める会社が多いが、M&A取引において、別途、特別委員会を設置するケースも散見される。その理由としては、潜在的な利益相反が懸念されるという問題意識があることや、少人数の委員で構成される委員会で機動的に議論できることなどが指摘されている。

# (参考) 過去の指針における記載内容

公正M&A指針の記載

## 3.2. 独立した特別委員会の設置

特別委員会は、構造的な利益相反の問題が対象会社の取締役会の独立性に影響を与え、取引条件の形成過程において企業価値の向上および一般株主利益の確保の観点が適切に反映されないおそれがある場合において、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される合議体である。

CGSガイドラインの記載

## 5.4. 経営・執行の機能強化のための委員会の活用

(注85)

取締役会の機能強化（又は取締役会に期待された本来の機能の補完又は代替）を目的として設置される場合、主に以下の二つのケースが考えられる。

- ① **取締役会での議論以前に事前検討や諮問することが有益な場合**（例えば、取締役会において高度なリスク分析など専門的な知見を踏まえた検討が必要となる場合や、時間・回数をかけて議論すべきテーマがある場合など）
- ② **取締役会の構成が社外取締役中心ではない会社において、株主と経営陣との間の利益相反を監督する必要性が高い場合**（例えば、株主と経営陣の対立が企業価値の毀損に繋がりにくい場合や、M&Aにおいて会社と経営陣の利益相反性が問題となる場合など）。

委員会構成については、上記①の場合は事前検討・諮問にふさわしい取締役会の一部メンバーで構成することが考えられ（監督機能を重視する場合には社外取締役を中心とすることも考えられる）、加えて、高度な専門性を要する場面では外部有識者による委員就任が有益な場合もある。上記②の場合は社外取締役を中心とした独立性の高い委員会構成とする必要性が高い。

# 各局面における特別委員会の活用と考え方（1 / 2）

## 特別委員会の活用と考え方（案）

①のパターン：  
いずれかの買収提  
案に応じる決定を  
し、特定の買収提  
案と他の買収提案  
を比較

- ①のパターンで、買収提案が、経営支配権の異動を伴うものである場合、前述のとおり、株主等を含む市場への説明責任を果たす必要性が高いケースは多いものと考えられ、特別委員会を活用することにより、取引条件の公正性等について慎重な検討プロセスを経ることの意義は大きいと考えられるのではないかと。
- 例えば、以下のような場合に依じて、設置の要否を検討すべきではないか。
  - (1) **取締役会の独立性の補完の観点から、特に設置をすることが望ましいと考えられる場合**
    - 他の買収提案と比較して買収対価（一般株主が享受する利益）は低いものの対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合
    - 経営陣が賛同する一方の提案が買収後も経営陣を続投させるものである等、経営陣の個人的利益等の観点から特に有利なものであると考えられる場合
  - (2) **会社の説明の合理性を高める観点等から、設置が有用であると考えられる場合**
    - 複数の買収提案が公知となり、案件の規模や経緯等により、市場における関心が特に高まっていると考えられる場合
    - 複数の提案において異なる取引条件や企業価値向上策等が提示されており、定量的な観点も含めた比較・分析や、多方面との交渉を効率的に進める必要があり、専門的な観点からの議論・交渉や機動的な対応が求められる場合
- (1)の場合には、独立性の高い委員会において検証を行う必要性が高いことから、構成員は社外取締役を中心とし、競合が生じた当初の段階（※）から実質的な関与をすることが望ましいのではないかと。
  - (※) 経営支配権の異動を伴う対抗提案の出現が当初より想定されるような場合には、競合が生じる前であっても早い段階で設置をすることも考えられる。
- (2)の場合には、必ずしも独立性の高い委員会の必要性が高くない場合もありうるため、構成員は社外取締役を中心としつつも、事業に精通した社内取締役や専門性を有する外部有識者を補うことや、経営陣による主導的な経営判断を前提として、特別委員会は諮問的な関与にとどめることも考えられるのではないかと。

# 各局面における特別委員会の活用と考え方（2 / 2）

	特別委員会の活用と考え方（案）
②のパターン： いずれの買収提案 にも応じず、現経 営陣が続投する場 合と同意なき買収 提案を比較	<ul style="list-style-type: none"><li>● ②のパターンで、<u>買収提案が、経営支配権の異動を伴うものである場合も、①と同様、株主等を含む市場への説明責任を果たす必要性が高いケースは多いものと考えられる。</u></li><li>● したがって、例えば、<u>買収提案が買収後は経営陣を退任させるものである等、経営陣の個人的利益等の観点からは不利なものである場合に、これに応じない判断をしようとするときには、取締役会の機能を補完するため、（少なくとも検討の最終段階において）特別委員会が実質的に関与することが、実務上の工夫として有益な場合もありうるのではないか。</u></li><li>● ただし、②のパターンでは提案が公知とならずに不成立となる場合もあり、そのようなときには<u>特別委員会の意見が市場において参照されるという効果は生じない。</u>また、現経営陣が経営を続ける場合については価格等の取引条件が観念できず、<u>これまでの経営戦略や経営者に対する評価が判断の軸となるという点で、社外取締役による通常の監督業務の延長線上にある</u>と考えることもできる。このため、<u>社外取締役を中心とする取締役会が、現経営陣を監督する中で比較する役割を果たし、特別委員会は諮問的な関与にとどめる（もしくは取締役会における社外取締役の監督に十分期待ができる場合には当初段階からは設置をしない）</u>ことも考えられるのではないか。</li></ul>

## 上記①・②に共通する留意点

- MBOや支配株主による従属会社の買収ではない取引において、買収提案を受領した初期の段階から、常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもあるのではないか。
- 上記のような、特別委員会が有用と考えられる場合でも、社外取締役が取締役会の過半数を占めるような会社においては、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいと考えられないか。

# その他の場合における特別委員会の活用と考え方－キャッシュ・アウト

- 上記①②の観点に加えて、キャッシュ・アウト（金銭を対価とするスクイーズ・アウトにより非公開化・完全子会社化する取引）の場合には、実務上、特別委員会の設置がなされるケースが多い。これについては、以下のように考え方を整理することができないか。

	特別委員会の活用と考え方（案）
キャッシュ・アウトの提案を受領した場合	<ul style="list-style-type: none"><li>● <u>キャッシュ・アウトの場合、株主は買収後、企業価値の増加分を享受できないため、取引条件の適正さは株主利益にとってとりわけ重要</u>ではないか。</li><li>● また、キャッシュアウトの場合、<u>株主の株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）についての裁判所の審査において争いが生じる可能性があることから、対象会社として、取引条件等の公正性を担保する措置をとっておくことの意義は大きい</u>といえないか。（※）</li><li>● したがって、取締役会の機能を補完するため、<u>特別委員会が実質的に関与することが、企業価値を高めつつ株主にとってできる限り有利な取引条件を実現し、株主等を含む市場への説明責任を果たす</u>という観点から、<u>望ましい</u>のではないか。</li></ul>

（※） なお、キャッシュアウトの際に特別委員会の設置がなされる事例が多い背景には、「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範」（金融商品取引所）において、公開買付け後のスクイーズ・アウト手続について、支配株主との間に利害関係を有しない者（特別委員会など）による、少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手が求められるという点があり、そのために、当初の公開買付けの段階から、特別委員会の設置がなされるケースが実務上多いという指摘がある。

# (参考) 支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範 (東京証券取引所) の内容

東証・適時開示ガイドブックの記載

## 【支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等】

### ① 企業行動規範に定める手続きの実施が必要となる場合

以下のa.及びb.の両方の条件を満たす場合に、企業行動規範に定める手続きを実施することが必要となります。

- a. 上場会社又はその子会社等が**重要な取引等**を行うことについての決定をする場合
- b. 前a.の取引に**支配株主その他施行規則で定める者が関連する場合**

※ 「重要な取引等」とは、**下表に掲げる上場会社又はその子会社等の決定事実のうち、上場会社が適時開示を行う必要があるもの**をいいます (略)。

#### 上場会社の決定事実 (一部抜粋)

- 全部取得条項付種類株式の全部の取得
- 株式等売渡請求に係る承認等
- その他上場会社の運営、業務、若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項 (例: 上場廃止が見込まれる株式併合等)

### ② 企業行動規範に定める手続きの内容

- a. **支配株主との間に利害関係を有しない者**による、上場会社又はその子会社等による決定が**少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手**
- b. 必要かつ十分な適時開示

※ 「支配株主との間に利害関係を有しない者」には、例えば、買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役などが含まれます。

※ 「当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見」の内容については、例えば、取引等の目的、交渉過程の手続き (合併比率等に係る算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など)、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したものが考えられます。

## 関連する委員発言（特別委員会）

**石綿委員**：アメリカでは経営陣が会社をon saleにするという決定があつてはじめてレブロン義務が発動するわけであるが、日本において、レブロン義務が発生するような要件を飛ばして、競合的な提案がある場合や競合的ではない状況でも買収提案がきた場合には特別委員会を直ちに組成するべきであるというような整理をしてしまうと、実務上負担になるので、この点はきめ細かく考えた方がよい。

また、公正M&A指針では、利益相反構造や情報の非対称がルールの根拠と位置づけられてきたが、競合的な買収提案がでてきた場合に一定のルールを課すのであれば、どういうロジックで説明するのがよく考える必要がある。その上で、一定の要件が充足された上で競合的な買収提案がでてきた場合には、特別委員会を設置することが望ましいケースがあると考えているし、そのような場合に取締役会がどのように在るべきかについても議論する必要がある。

**小館委員**：利益相反状況が深まれば、特別委員会を組成することが望ましい。ただし、対抗提案がでてきた場合、経営陣がまさに高度な経営判断をすべきところであるが、特別委員会に判断を投げてしまい、かつ、その独立性を害することをおそれて経営陣からのインプットを抑える一方で、特別委員会も自分たちだけで判断してよいのか懸念を有する状況がまま見られる。利益相反状況の濃淡によっては、特別委員会の判断を最大限尊重というフレームワークではなく、経営陣が主体的に検討のうえ意見を述べ、それを特別委員会が検証していくようなプロセスが望ましい場合があるのではないかと。

**武井委員**：競合的な買収提案がある場合に、企業価値について理解している経営者を除外して独立社外取締役が判断できるのか。競合的な買収提案があつた場合に、何でもかんでも経営陣を外すことまでいいのか、そこまでの利益相反があるのかは慎重に考える必要がある。

**太田弁護士プレゼン**：買収争奪戦の場合についても、対象会社の取締役会・独立委員会は、「身売り」を前提としている場合には、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化のためには当初買収提案と対抗買収提案のいずれが優れているかという点を中心に、既存株主のexitの利益に適切に配慮した形で、当初買収提案と対抗買収提案とを真摯に検討することが強く望まれる。

**藤田委員**：公正M&A指針が適用される典型であるキャッシュアウトでは、特別委員会メンバーの社外取締役等は、自分達が職を失うことはすでに覚悟した上で、少数株主のために少しでもよい条件を確保するように行動することになるが、そういう行動は一定の範囲で期待できる。これに対して、買収防衛が検討される場合、社外取締役含めて取締役全員が自分たちの立場を失わないようにする誘因があるので、そもそも公正M&A指針の適用がある場合のように特別委員会に重要な意味を持たせてよいか疑問がある。

**玉井委員**：公正M&A指針におけるそれとは文脈が全く異なる。結局、株主から見て、そのような買収の是非について誰が判断・評価することがフェアなのか、納得感のあることなのかという観点で考えたときに、本当に特別委員会を組成するのがよいのかは、議論の余地があると思う。アメリカではそのようなケースでは特別委員会を組成するわけではないと理解しているが、そうならないのは、独立社外取締役が過半数を占めているため。結局、ケースバイケースで柔軟に考えてもよいように思っており、そのようなことも考慮しながら議論できればと考えている。

**太田弁護士プレゼン**：買収者側が企業価値向上策を示した場合には、対象会社側においては、（少なくとも検討の最終段階においては）独立委員会や独立取締役を十分活用しつつ、同意なき買収を受け入れないのであれば、買収者側の企業価値向上策と十分な比較可能性を有する具体的な企業価値向上策を提示することが強く期待される。また、独立したFA（及びかかるFAが発行するFairness Opinion）も用いつつ、自らの本源的価値を可能な限り定量的に株主・投資家に対して提示することが強く期待される。

# (参考) 公正M&A指針後の特別委員会の設置状況

## M&A指針公表後のTOBにおける特別委員会の設置状況(2019年7月-2022年11月)

		MBO			親子間			第三者間			全体		
		SQあり	SQなし	計	SQあり	SQなし	計	SQあり	SQなし	計	SQあり	SQなし	合計
TOB件数		46	0	46	49	3	52	69	44	113	164	47	211
うち、特別委員会組成		46	0	46	49	2	51	66	19	85	161	21	182
機能	交渉関与型	39	0	39	47	2	49	58	10	68	144	12	156
	交渉非関与型	7	0	7	2	0	2	8	9	17	17	9	26

レコフデータが対象会社リリースをもとに調査 (SQ=スクイズアウト)

(注) レコフデータによれば、当事者リリースをもとに、特別委員会の保有する交渉権を「1. 諮問・答申」、「2. 直接 (質疑応答含む)」、「3. 実質的に関与」に分類したうえで、「交渉関与型」は2と3、「交渉非関与型」は1を集計しているとのことである。

# (参考) 近年の競合的な買収の事例における特別委員会の設置状況

- 近年の競合的な買収の事例では、MBOや支配株主による従属会社の買収等の取引のみでなく、**第三者間の取引においても特別委員会が設置されており、対抗提案を踏まえた特別委員会への諮問・答申等が行われている。**

対象者	買収提案者 ※下線が最終的に成立したもの	特別委員会 (設置有無、構成、独自のアドバイザー有無)	性質
廣済堂	<ul style="list-style-type: none"> <li>BCJ-34 (MBO、ペイン)</li> <li>南青山不動産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役1名、外部有識者2名</li> <li>➢ 独自のアドバイザーは選任せず</li> </ul>	MBO
ユニゾホールディングス	<ul style="list-style-type: none"> <li>HIS</li> <li>サッポロ合同会社 (フォートレス)</li> <li>ブラックストーン</li> <li>チトセア投資 (EBO、ローンスター)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役5名</li> <li>➢ 独自の法務アドバイザーを選任</li> </ul>	第三者間取引
ニューフレアテクノロジー	<ul style="list-style-type: none"> <li>東芝D&amp;S (対象者の52.40%所有)</li> <li>HOYA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 外部有識者3名</li> <li>➢ 独自の法務アドバイザー・財務アドバイザー・第三者算定機関を選任</li> </ul>	従属会社の買収
島忠	<ul style="list-style-type: none"> <li>DCM</li> <li>ニトリ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役4名</li> <li>➢ 独自の財務アドバイザー・第三者算定機関を選任</li> </ul>	第三者間取引
日本アジアグループ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Green Holdings LP (MBO、カーライル)</li> <li>シティインデックスイレブンス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役2名、社外監査役2名、外部有識者1名</li> <li>➢ 独自のアドバイザーは選任せず</li> </ul>	MBO
関西スーパーマーケット	<ul style="list-style-type: none"> <li>H2Oリテイリング</li> <li>オーケー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役4名、外部有識者1名</li> <li>➢ 独自の法務アドバイザー・財務アドバイザー・第三者算定機関を選任</li> </ul>	第三者間取引
東洋建設	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフロニア (対象者はインフロニアの完全子会社である前田建設工業の持分法適用関連会社 (20.19%所有))</li> <li>ヤマウチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス (任天堂創業家)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 設置あり</li> <li>➢ 社外取締役2名、外部有識者1名</li> <li>➢ 独自の財務アドバイザー・第三者算定機関を選任</li> </ul>	従属会社 (持分法適用会社) の買収

# (参考) スクイズ・アウトのない第三者間取引における特別委員会の設置状況 (1 / 2)

公表時期	対象会社	買収提案者	金額 (百万円)	買付予定数上限 (買付後所有割合)	成否	特別 委員会	特別委員 会の機能
2019/07/10	ユニゾホールディングス	エイチ・アイ・エス(HIS)	42,840	あり (45.00%)	不成立	○	交渉非関与
2019/08/01	関東鉄道	京成電鉄	1,414	なし	成立	—	
2019/08/01	日本アビオニクス	日本産業第五号投資事業有限責任組合(JIP運営ファンド)(買付目的会社:NAJホールディングス)	1,624	あり (55.12%)	成立	○	交渉関与
2019/09/12	ZOZO	ヤフー	400,909	あり (50.01%)	成立	—	
2019/11/07	ばど	畑野幸治氏(FUNDBOOKのCEO)	2,479	なし	成立	—	
2019/11/28	CDG	レグス	3,601	あり (45.00%)	成立	—	
2020/01/19	東芝機械	オフィスサポート(買付目的会社:シティインデックスイレブンス)	25,943	あり (43.82%)	撤回	○	交渉非関与
2020/01/21	前田道路	前田建設工業(買付目的会社:前田総合インフラ)	86,660	あり (51.00%)	成立	—	
2020/02/20	澤田ホールディングス	META Capital(買付目的会社:ウブシロン投資事業有限責任組合)	20,984	あり (50.09%)	不成立	—	
2020/04/22	リーディング証券(ランキャピタルマネジメント投資先)	匯升資産管理(UCAM)(中国イーハウス・チャイナグループ)(買付目的会社:メジャー・トレジャー・ホールディングス・リミテッド)	205	なし	成立	○	交渉非関与
2020/05/25	ティアック	EVO FUND(買付目的会社:グローバル アコースティック パートナーズ エルエルシー)	951	あり (54.65%)	成立	○	交渉非関与
2020/07/09	大戸屋ホールディングス	コロワイド	6,271	あり (51.32%)	成立	—	
2020/09/09	ヒノキヤグループ	ヤマダ電機	12,760	あり (50.10%)	成立	—	
2020/11/05	京阪神ビルディング	ストラテジックキャピタル(買付目的会社:サンシャインH号投資事業組合)	19,418	あり (29.33%)	不成立	○	交渉非関与
2020/11/10	今仙電機製作所	テイ・エステック(TSテック)	6,914	あり (28.06%)	成立	—	
2020/11/10	東都水産	麻生(買付目的会社:合同会社ASTSホールディングス)	6,705	なし	成立	—	
2020/11/16	プレサンスコーポレーション	オープンハウス	41,939	あり (62.49%)	成立	—	
2020/12/01	双信電機	釜屋電機(Walsinグループ)	2,940	あり (50.10%)	成立	○	交渉非関与
2020/12/22	川辺	一広	702	あり (55.00%)	成立	—	
2020/12/28	ヒマラヤ	ヒマラヤの創業者一族(買付目的会社:コモリ・コーポレーション)	800	あり (42.89%)	成立	○	交渉非関与
2021/01/21	東京製綱	日本製鉄	2,499	あり (19.91%)	成立	—	
2021/01/27	LTTバイオファーマ	中国生物製薬(シノバイオ)	570	あり (49.37%)	成立	○	交渉関与

(出所) レコフデータベースが対象会社リリースを調査したデータに基づき、経済産業省作成。集計対象期間は2019年7月1日～2022年11月30日。なお、レコフデータベースに基づき、経営陣の賛同を得ずに、経営権の支配を目的として株式を買い付けるTOBとされているものを薄緑としている。

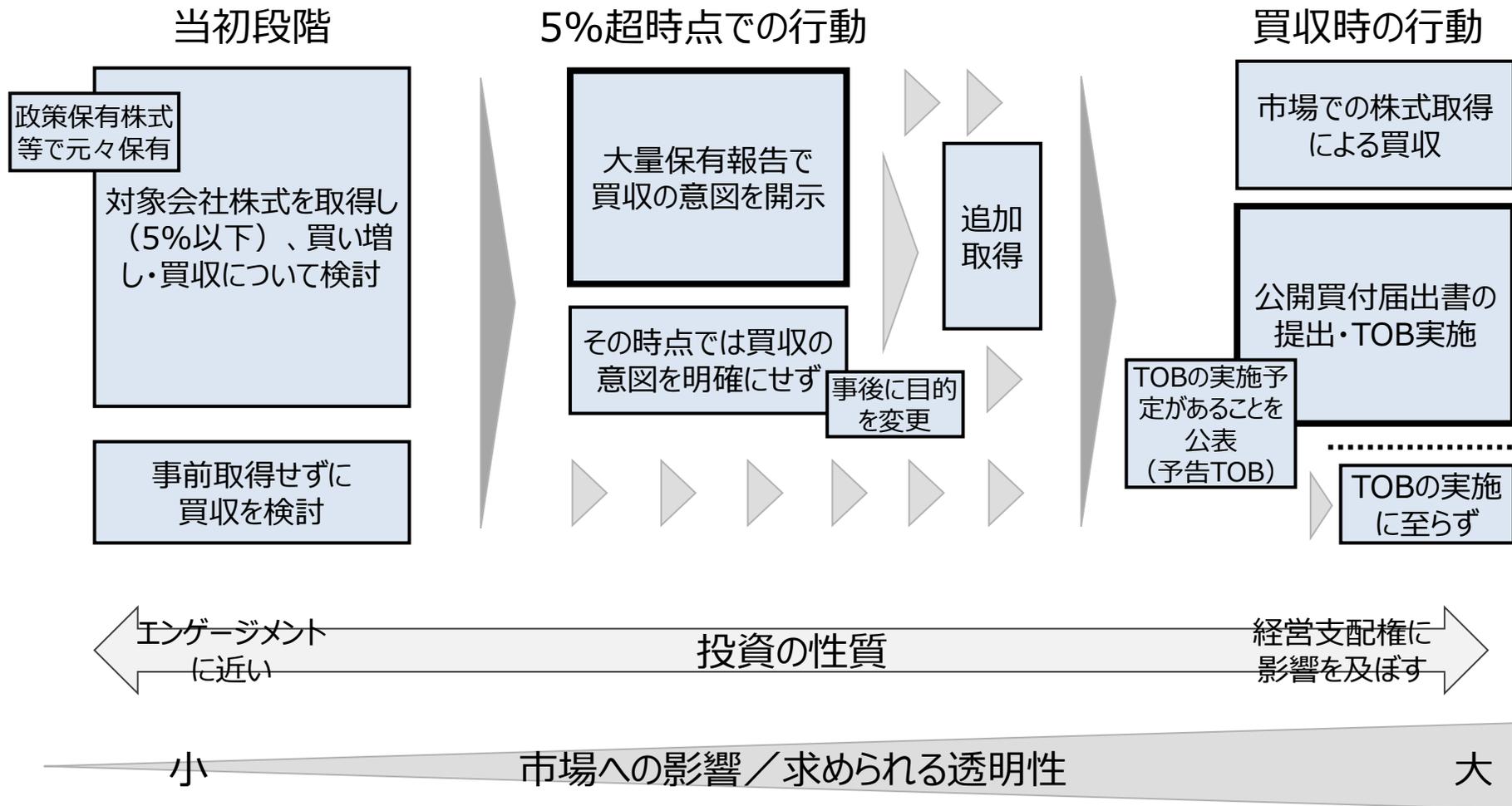
## (参考) スクイズ・アウトのない第三者間取引における特別委員会の設置状況 (2 / 2)

公表時期	対象会社	買収提案者	金額 (百万円)	買付予定数上限 (買付後所有割合)	成否	特別 委員会	特別委員 会の機能
2021/01/27	日邦産業	フリージア・マクロス	682	あり (27.57%)	不成立	○	交渉非関与
2021/02/01	ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング(J-TEC)	帝人	19,438	あり (64.98%)	成立	○	交渉関与
2021/02/08	サンケン電気	エフィッシモキャピタルマネージメント ピーティーイー エルティーディー(買付目的会社:ECMマスターファンドSPV2)	12,536	あり (30.00%)	成立	—	
2021/02/08	ゼネテック	KEN&パートナーズ	1,317	あり (36.94%)	成立	—	
2021/04/15	ハイアス・アンド・カンパニー	くふうカンパニー	2,704	あり (50.10%)	成立	○	交渉非関与
2021/05/24	イーエムネットジャパン	ソフトバンク	1,841	なし	成立	○	交渉関与
2021/09/09	新生銀行	SBI地銀ホールディングス[SBIホールディングス]	113,949	あり (48.00%)	成立	—	
2021/10/15	キャンドウ	イオン	21,248	あり (37.18%)	成立	○	交渉関与
2021/11/12	ビーグリー	日本テレビ放送網[日本テレビホールディングス]	2,958	あり (25.43%)	成立	—	
2021/11/29	キャンドウ	イオン	— (2段階TOB の2回目)	なし	成立	○	交渉関与
2021/12/14	ゼットン	アダストリア	2,903	あり (51.00%)	成立	—	
2022/01/14	ナルミヤ・インターナショナル	ワールド	3,349	あり (51.58%)	成立	—	
2022/02/10	日本道路	清水建設	22,309	あり (50.10%)	成立	○	交渉関与
2022/02/21	ファイズホールディングス	丸和運輸機関	4,233	あり (60.00%)	成立	—	
2022/02/22	明治機械	Abalance	943	あり (39.99%)	成立	—	
2022/06/13	大泉製作所	フェローテックホールディングス	2,777	あり (46.56%)	成立	○	交渉関与
2022/06/30	シダックス	オイシックス・ラ・大地	8,442	あり (33.34%)	成立	—	
2022/06/30	データホライゾン	ディー・エヌ・イー(DeNA)	10,411	あり (41.82%)	成立	—	
2022/07/12	カネ美食品	パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス(PPIH)	3,290	あり (39.44%)	成立	—	
2022/08/22	レッド・プラネット・ジャパン	イーブイ・オー・ファンド・エルエルシー[EVO FUND]	454	なし	成立	○	交渉関与
2022/09/15	アルヒ	SBIホールディングス(買付目的会社:SBIノンバンクホールディングス)	26,363	あり (51.00%)	成立	—	
2022/09/21	レーサム	オアシス・マネジメント・カンパニー(買付目的会社:Rays Company (Hong Kong) Limited)	31,248	あり (64.21%)	成立	○	交渉関与

(出所) レコフデータベースが対象会社リリースを調査したデータに基づき、経済産業省作成。集計対象期間は2019年7月1日～2022年11月30日。なお、レコフデータベースに基づき、経営陣の賛同を得ずに、経営権の支配を目的として株式を買い付けるTOBとされているものを薄緑としている。

## **(2) 買収者側の行動について**

# 買収者による株式の取得と情報開示の流れ



論点

実質株主の中にある潜在的な買収者を把握できない

大量保有報告で十分な透明性を提供できているか

市場内での買い上がり等による強圧性をどう考えるか

## 関連する委員発言（買収者からの情報提供）

**三瓶委員**：現状の経営に重大な影響を及ぼすので、被買収会社に適切な情報が提供されることも重要であるし、また、投資家にとっても買収は極めて重要な情報であるので、ある時点から一般株主に公平に伝わることが重要である。従って、不意打ちのような買収や、法令の盲点をつく行為について見直すことが、今回の見直しの根拠ではないか。

**松倉委員**：買収提案者の行為規範を見直すとともに、買収提案者に対する情報提供請求権を会社に付与することなども検討すべき。

**児玉委員**：実質株主の判明については、いい機会なので、バランスの良い実質株主の探索について深い議論ができればと考えている。

**角田委員**：オーストラリアでは、実質株主のトレーシング・ノーティスの制度があり、要求すれば実質株主の開示を求めることが可能。他方、英国同様のプットアップ・オア・シャットアップルールがあるものの実効性が弱いようであり、「盾」が弱いことがunsolicited offerが多い背景にあるのではないか。

**石綿委員**：どういった強圧性が非常に問題のある強圧性で、どういった強圧性はそこまで問題にならない強圧性なのかという点の概念整理を公の場で取り組むことに一定の意味がある。また、実質株主の開示制度については基本的に欧州型がいいと思うが、必要だと思う。予告TOBが増えているなかで、予告TOBを行う場合にどのような点に留意するのが議論してもよい。

# 買収の局面における実質株主等に関する情報提供

- 実質株主については、大量保有報告制度において一定の開示制度が措置されている。もっとも、当該規制の対象とならない段階（5%以下の保有等）で買収提案が予定される場合等には、実質株主等が明らかではなく、対象会社の検討に支障を来すおそれがある。

- 買収提案を対象会社が真摯に検討するために、以下のような情報が対象会社に提供されることが望ましいのではないかと。

## ① 5%以下の保有者についての実質株主に関する情報

## ② 買収提案を行う者と協調行為を取る者に関する情報

	提出義務者	主要な記載事項の概要	株主関係把握の必要性
大量保有報告書	上場株券等の <u>保有割合が5%超となった者</u> （契約等に基づき株券等に投資をするのに必要な権限を有する者も大量保有者に含まれているため、 <u>株主名簿に記載のない機関投資家等の実質株主も報告対象となる</u> ）	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>大量保有者の名称・事業内容</u></li> <li>● <u>株券等保有割合（実質共同保有者の保有分も加算する）</u></li> <li>● <u>保有目的</u> 等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>5%以下の保有者</u>については開示不要（日本には<u>会社による開示請求の制度はない</u>）</li> <li>● 複数株主による<u>緩やかな協調行為（ウルフ・パック）</u>について「合意している」と言えるか曖昧なため、<u>緩やかな協調行為をとることで経営に影響を与えることができる複数株主の所有割合が合計で5%を超えても開示されない場合もある。</u></li> </ul>
公開買付届出書	公開買付を行う者	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <u>公開買付者の名称</u></li> <li>● TOB開始時の<u>株券等所有割合（特別関係者分も含む）</u></li> <li>● 買付する株式数の<u>上限、下限</u></li> <li>● 公開買付けの<u>目的・背景</u></li> <li>● 公開買付け成立後の<u>経営方針</u> 等</li> </ul>	

# (参考) 海外における株主の情報開示制度

- 諸外国における株主の情報開示制度として、例えば以下のものが挙げられる。
- 日本では、米国のような公衆縦覧等の仕組みも、欧州のような把握権の制度も導入されていない。

	制度	概要
米	1934年証券取引所法に基づく機関投資家による保有明細の開示 (Form13F)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家（名義株主である場合に限らず、<b>実質株主の場合も含む</b>）は、四半期ごとに、<b>保有銘柄の名称・株式クラス・証券識別番号・株数・市場価格を記載した保有明細</b>をSECに提出しなければならない（Form 13F）。提出されたForm 13Fは、SECのウェブサイト（EDGAR）上において公開</li> </ul>
EU	株主権利指令 (Shareholder Rights Directive) II	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧州における上場会社は、当該上場会社が発行する株式を<b>一定割合（0.5%以下でなくてはならない）を超えて保有する株主の特定に関する情報を取得する権利がある</b>（株主権利指令3a条1項）。</li> <li>● <b>加盟国は、真の株主の株を保有・管理する仲介者（intermediary）が存在する場合において、上場会社により株主の特定に関する情報の要求が、仲介者を通じて株主へ伝達され、また、株主が当該要求に応じて提供した情報が直接または仲介者を通じて会社へ伝達されるようにしなければならない</b>（同条2項および3項）。</li> </ul>
英	会社法793条に基づく開示請求制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>公開会社は、議決権のある発行株式について実質的利害関係を有している者、または実質的利害関係を有していると信じるに足りる合理的理由がある者</b>に対して、<b>事実確認のための通知をすることが可能</b>。（793条1項）  <ul style="list-style-type: none"> <li>※実質株主だと推測される者を、公開会社がまずは把握することが必要である点で、EUとは異なる。</li> </ul> </li> <li>● 通知を受けた者は、通知において指定された合理的な期間内に、実質的利害関係を有する（有していた）ことを認めるか否か、認める場合には、<b>実質的利害関係を有する者を特定するに足りる情報、保有数等の詳細な情報、他の実質的利害関係を有する者の有無等を提供しなければならない</b>。（793条2項～7項）</li> </ul>

# 事前取得（toehold）の利用と情報開示

- 買収を検討する際には、少規模な資本関係を持つことで会社の状況を把握し、その後、更に買収を進めるかどうかを段階的に判断するという戦略を取る場合もある。また、事前に株式を取得することは、公開買付けの成功可能性を高める場合もあり、買収者にとっての意義は大きい。
- 他方、買収意向を明らかにせずに株式を買い進める場合、一般株主は買収可能性があることに気づかずに（支配権プレミアムが反映されていない）安価で株式を売却することがあり得る。
- 事前取得の是非を考える際にはこれらのバランスを考慮する必要があるが、買収意向の確度に応じて適時に、取得の目的を任意の開示により市場に周知した上で株式を取得するようにすれば、一般株主の観点からの上記懸念は一定程度緩和できるのではないか。また、そのような周知をすることで、買収者としても、その後TOBを実施する際（や買収防衛策の発動を巡って争われた際に）、株主の理解を得やすくなるのではないかと。

## 関連する委員発言

**井上委員**：M&Aの理論では、事前保有比率が、買手にとって価値を創造する非常に重要な部分。つまり、事前に安い価格で一定の株式を買っているがために、その後の買収価格に構造的に高い価格を提示しやすくなるため、本質的に長期的には最大の価値を創造しない買収者でも、事前保有比率が高ければ、高い価格を提示できるという問題が出てくる。太田様のプレゼンテーションにおける踏み上げ型TOBの話にもつながってくるが、**大量保有報告規制が機能していれば対応できる話**なのではないか。事前保有が買手にとっても買収のインセンティブになっている側面があるので、そこを規制し過ぎると買収そのものが阻害されるリスクがある。

**太田弁護士プレゼン**：「踏み上げ型」TOBではなく、事前のペアハグで買収提案の内容や企業価値向上の道筋を示して広く株主が賛否を問えるような買収手法が望まれる。

# (参考) TOB開始時の株式保有の比率

## Toeholdの利用に関する過去の実証研究

- 過去の研究によれば、2006年から2013年に行われた公開買付け（子会社取引と関連会社取引を除く）のうち、「toehold」が利用されている案件の比率は40%。
- 「toehold」を利用している案件におけるその割合は平均22%程度。

(出所) 森田果「公開買付けの当事者・価格その他の公開買付けの条件」田中巨 = 森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け』（有斐閣、2016年）278頁

## 「同意なき買収」におけるTOB開始時の株券等所有割合（2017年以降）

対象会社	買収提案者	公表時期	形態	TOB開始時の株券等所有割合
ソレキア	佐々木ベジ	2017年2月	資本参加 (TOB)	6.75%
サンヨーホームズ	日本アジアグループ	2018年4月	資本参加 (TOB)	4.00%
ジェクシード	BMI Hospitality Services (香港法人)	2019年1月	資本参加 (TOB)	0.00%
デサント	BSインベストメント (伊藤忠商事の完全子会社)	2019年1月	出資拡大 (TOB)	30.44%
廣済堂	南青山不動産	2019年3月	買収 (TOB)	13.47%
ユニゾホールディングス	エイチ・アイ・エス	2019年7月	出資拡大 (TOB)	4.79%
東芝機械 (芝浦機械)	シティインデックスイレブンス	2020年1月	出資拡大 (TOB)	12.75%
前田道路	前田総合インフラ (前田建設工業の完全子会社)	2020年1月	買収 (TOB)	24.68%
澤田ホールディングス	ウブシロン投資事業有限責任組合 (META Capital)	2020年2月	買収 (TOB)	0.12%
大戸屋ホールディングス	コロワイド	2020年7月	買収 (TOB)	19.16%
京阪神ビルディング	サンシャインH号投資事業組合 (ストラテジックキャピタル、UGSアセットマネジメント)	2020年11月	出資拡大 (TOB)	9.70%
日本アジアグループ	シティインデックスイレブンス	2021年1月	買収 (TOB+スクイズアウト)	31.12%
東京製綱	日本製鉄	2021年1月	出資拡大 (TOB)	9.91%
日邦産業	フリージア・マクロス	2021年1月	出資拡大 (TOB)	19.73%
サンケン電気	エフイッシュモキャピタルマネジメント	2021年2月	出資拡大 (TOB)	9.97%
富士興産	アスリード・キャピタル	2021年4月	買収 (TOB+スクイズアウト)	16.75%
新生銀行	SBIホールディングス	2021年9月	買収 (TOB)	20.32%
シダックス	オイシックス・ラ・大地	2022年6月	資本参加 (TOB)	0.00%

「同意なき買収」の場合、程度の差はあるが、事前取得することは一般的

(出所) 第1回事務局資料10頁にて列挙した案件のうち、公開買付けによるものについて、公開買付け届出書にて記載されている、事前所有割合（TOB開始時に、公開買付者とその特別関係者の所有割合（小数点以下第三位四捨五入））を記載。

(備考) 「TOB開始時の株券等所有割合」には、買収のための事前取得のほか、従前より資本業務提携等により対象会社株式を保有していたものも含んでいる。

# 「予告TOB」に関する考え方

- 英・仏では、潜在的買収者に対し、定められた期限までに買収の意思の有無を明確にしなければならないとするプットアップ・オア・シャットアップ（PUSU）ルールが存在。また、米国では証券取引委員会が十分な根拠のない買収意向等の重要な情報が公表されていないか等の監視を実施。
- 他方、**日本では、買収意向表明への厳格な規制は存在せず、公開買付開始公告に先立ち、公開買付けを実施することを公表する、いわゆる「予告TOB」が継続する事例も見られる。**
- 予告TOBについては、**実務上必要となる場合もある**と考えられるが、他方で**市場や対象会社の地位を不安定にする側面もあり、買収者の情報開示の在り方の観点から、こうした懸念をどう考えるべきか**。また、**「真摯な買収提案」かどうかを対象会社が検討・判断する際に、予告TOBを巡る買収者の行動がどのように影響すると考えられるか。**

<p>実務上、予告TOBが必要となるケース</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 別の買収者がTOBを開始しており、対抗するために予定段階であってもTOBについて公表することが必要な場合</li> <li>● 対象会社の株主から自らの買収計画に対する賛同を得るために、TOBを予定していることを公表することで、説得力をもって説明する必要がある場合</li> <li>● 買収に伴う許認可取得（競争法のクリアランス等）との関係で、買収予定の公表が必要となる場合</li> </ul>
<p>懸念が示される場合の例</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 合理的な根拠がなく、風説の流布や相場操縦に該当する場合</li> <li>● 開始予定時期や予告TOBの撤回条件が明示されず、長期間にわたって、TOBの開始や買収提案の撤回がなされない状態が継続する場合</li> <li>● 対象会社の賛同が得られなかったために買収提案を撤回後、実質的に同一な提案を再度予告TOBで公表する場合</li> <li>● 予告TOBの開示内容に記載される撤回条件について、抽象的な内容（公開買付けの開始を取りやめることに合理性が認められる場合といった記載等）が含まれており、市場における判断が困難な場合</li> </ul>

# (参考) 予告TOBに関するQ&A (金融庁) の記載内容

金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ & A」

(令和2年9月30日追加)

(問47) 公開買付開始公告に先立ち、公開買付けを実施することを予告する場合、どのような点に留意する必要がありますか (法第27条の3第1項関係)。

(答)

個別事案ごとに判断する必要がありますが、**例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するような場合、風説の流布 (法第158条) や相場操縦行為 (法第159条第2項第2号) 等に該当する場合もあり得ると考えられます。**

※過去には、東天紅株の相場の変動を図る目的で、公開買付けをする旨等を記載した内容虚偽の文書を発表したことについて、「風説の流布」に該当するとして、刑事罰が科された東天紅事件 (東京地判平成14年11月8日) もある。

# (参考) プットアップ・オア・シャットアップ (PUSU) ルールの概要

プットアップ・オア・シャットアップルールの概要	
英	<ul style="list-style-type: none"> <li>対象会社が公開買付者から公開買付けについてアプローチを受けた後に、対象会社の買収に関する噂が広まったり、対象会社の株価に異常な変動が見られたりする場合等には、<b>対象会社は該当する事由について開示を行わなければならない</b> (Takeover Code 2.2)。</li> <li><b>対象会社が公開買付けの可能性の存在について開示し、その中で潜在的な買付者が特定されている場合には、当該潜在的な買付者は、28日以内に公開買付けを行う確定的な意思の有無を明確にする開示を行う義務がある</b> (Code 2.6)。</li> <li>潜在的な買付者が<b>買収を行わないという意思を公表した場合</b>には、<b>6か月間、買収提案を行ってはならない</b> (Code 2.8)。</li> </ul>
仏	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>上場会社の買収を検討している者の存在をAutorité des marchés financiers (AMF) が合理的に認識した場合、AMFは当該潜在的買収者に対して買収の意図の有無を公表するよう要請することができる</b> (AMF一般規則Article 223-32)。潜在的買収者が買収の意図を明らかにした場合、AMFは潜在的買収者に対して、所定の期間内に買付条件等を記載したプレスリリースを出すか、公開買付届出書を提出するよう求める (同223-33)。</li> <li><b>潜在的買収者が買収の意図がないと宣言した場合は</b>、市場環境や関係当事者の置かれた状況又はその株式保有に重大な変更がない限り、その宣言時点からあるいはAMFが定めた所定の期間経過後<b>6か月間は買収提案を行ってはならない</b>。<b>かかる期間が終了するまで、潜在的買収者は、公開買付義務が生じるような買付けを行ってはならず、また、自らの保有する対象会社の持分又は議決権が2%以上増加する買付けを行った場合は、その事実と買付けの目的を直ちに開示しなければならない。</b> (同223-35)。</li> </ul>

※ 上記ルールについては、潜在的買付者は準備が不十分な段階で買付けのプロセスを開始する必要が生じかねず、また、買付けのプロセスを開始できなければ所定期間は待機する必要が生じ、買収の機会を失う可能性がある点で、潜在的買収者に大きな影響を与える可能性が指摘される。

	類似ルールの概要	備考
豪	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>公開買付者が公開買付けの提案を公表した場合、2か月以内に公表した条件よりも不利でない条件で買付提案を行わなければならない。</b> (Corporations Act section 631)</li> <li>次のいずれかに該当する者は、単独または他の者とともに、公開買付けの提案を公表してはならない。             <ul style="list-style-type: none"> <li>(a)提案された買収が行われないことを知っている、または提案された入札がない可能性があることにつき認識予見していた場合。</li> <li>(b)入札に基づく提案が実質的に受け入れられた場合に、その買収提案に関する義務を果たせない可能性があることにつき、その人物が認識予見していた場合。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>対象会社による公表の場合は適用されない。</b></li> <li>公表は、実務上、買付価格やその他の公開買付けの全ての条件を含めた詳細なものとなる。</li> <li>ASICは過去に、英国同様のルールの採用を検討。</li> </ul>

(出典) イギリス及びフランスについては、長島・大野・常松法律事務所による委託調査の内容等を基に作成。オーストラリアについては、加納寛之『オーストラリア会社法概説 (第2版)』(信山社、2019年) 292頁等を参照

## (参考) 英・仏におけるPUSUルールの適用事例

- イギリスでは、PUSUルールの下で、買収提案が最終的に撤回されることになった事例は少なくない（過去5年間に公表された潜在的な買収提案166件のうち、72件は最終的に撤回）。
- 他方で、フランスでは、ルール導入以降、実際に適用された数は多くない（5件程度）。

		概要
英	事例 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Severn Trent (2013年) : 憶測報道がなされた後、Severn Trentは、LongRiverコンソーシアム (Borealis Infrastructure Management Inc., Kuwait Investment Office及びUniversities Superannuation Schemeが主導するコンソーシアム) からアプローチを受けていることを公表した。Severn Trentは買収提案を拒絶し、コンソーシアム側は、Severn Trent に繰り返し面談を要請したにもかかわらず面談は実現しておらず、Severn Trentの取締役会が提案について関心を示さない旨のコメントをした。プットアップ・オア・シャットアップの期限日にコンソーシアムは正式提案を行わないことを公表。</li> </ul>
	事例 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Elementis (2020年) : 市場での憶測による株価の動きを受けて、Minerals TechnologiesはElementisの取締役会に対して潜在的な買収提案に関してアプローチしていることを公表した。Minerals Technologiesは何度かの提案を行ったが、Elementis はMinerals Technologiesからの提案は買収に向けた交渉を行い非公開情報へのアクセスを許容するに値するものではないことを理由にこれを拒絶し、Minerals Technologiesは買収提案を行う意向がないことを公表した。</li> </ul>
仏	事例 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Suez (2007年) : EnelとPinaultグループ (現Kering) がSuezを買収する可能性について報道があったことを受け、AMFは、EnelとPinaultグループによる買付けを6か月間禁止。</li> </ul>
	事例 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Zodiac Aerospace (2010年) : SafranがZodiac Aerospaceを買収する憶測報道が流れたため、AMFはSafranに対してその意図を明らかにするよう求め、その後、Safranは公開買付けを実施するつもりがないことを明らかにした</li> </ul>
	事例 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Club Méditerranée (2014年) : Club Méditerranéeに対する公開買付けが継続している中、AMFはGlobal Resorts SASに対してその意図を明らかにするよう求め、その後、Global Resorts SASはClub Méditerranéeに対する対抗公開買付けを実施</li> </ul>

# 強圧性その他の株主の意思決定を歪めうる行為等について

- 従来、株主が売却に応じるような圧力を受ける問題として主に念頭におかれてきたのは、強圧的二段階買収などの「構造的強圧性」であり、買収者の行為（買収手法）に着目するもの。
- 他方で、このほかにも、買収者や対象会社の行為等が株主の意思決定を歪めることがあり得るが、特に問題の大きいと考えられるものや、それを解消するための方策について、どのように考えるか。

類型	着眼点	内容・事例	解消するための方策の例
株式の売却の意思決定を歪めうるもの	買収者の行為	<p>&lt;構造的強圧性&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 強圧的二段階買収ではない買収手法を選択する</li> <li>● 急速な市場買付けには、公開買付けの場合よりも強度な強圧性を有することが指摘されていることを踏まえ、買収者として、公開買付けの方法を優先的に選択する</li> </ul>
	対象会社の行為	<p>&lt;実質的強圧性&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 経営陣の有する情報を有さない対象会社の株主が、会社の本源的価値（intrinsic value）を誤信すること等により、本源的価値を下回る価格での買収提案に誤って応じてしまうおそれがあるという問題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主の判断のための十分な時間・情報を確保できるスキームやスケジュールを選択する</li> <li>● 株主の判断に資する買付価格、目的、買付数、買収後の経営計画などの十分な情報提供を行う</li> </ul>
株主総会における意思決定を歪めうるもの	買収者の行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金銭的インセンティブにより、株主の議決権行使の判断に影響を及ぼすこと</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 合理的範囲を超える金品等の交付により委任状勧誘等を行わない</li> </ul>
	対象会社の行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 買収者に賛同した一般株主が経済的な損失を被るような買収対応策を講じることで、株主の議決権行使の判断に影響を及ぼすこと</li> <li>● 議決権行使書一体型委任状等により、書面の取扱いに関する株主の判断を誤るおそれがあること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 買収者側に賛同する者を株式割合の希釈化の対象とすることを表明しない（cf. 三ツ星事件）</li> <li>● 株主の誤解を招かない書面内容とする</li> </ul>

## 2. ご議論いただきたい論点

# 本日特にご議論いただきたい論点

## ■ 取締役の行動の在り方

- ①②のパターンの性質と市場への説明責任について、どのように考えるか (P.7)
- 同意なき買収提案を受領した場合における初期的な検討や、①②のパターンの各局面における取締役の行動の在り方、買収提案の開示の在り方について、どのように考えるか (P.8)
- 「真摯な買収提案」の具体的内容について、どのように考えるか (P.11)

## ■ 特別委員会の活用と考え方

- M&Aにおける特別委員会の機能と、①②のパターンやキャッシュ・アウトにおける特別委員会の活用について、どのように考えるか (P.13、15-17)

## ■ 買収者からの情報提供・情報開示について

- 買収局面において、実質株主等についてどのような情報が対象会社に提供されることが望ましいか (P.27)
- 買収者による対象会社株式の事前取得 (toehold) に関し、一般株主の観点から、情報開示についてどのように考えるか (P.29)
- 予告TOBに関し、買収者の情報開示の在り方や「真摯な買収提案」との関係について、どのように考えるべきか (P.31)

## ■ 強圧性その他の株主の意思決定を歪めうる行為等

- 買収局面において、「構造的強圧性」をはじめとする株主の意思決定を歪めうる個別の行為について、どのように考えるか (P.35)

# 今後の進め方（予定）

第1回 11月18日	・総論①—全体像 買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第2回 12月1日	・総論②—買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方について
第3回(本日) 12月26日	・各論の深掘り①—買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第4回 1月26日	・各論の深掘り② ・論点整理案の提示 ※論点整理案については、研究会での議論を経て意見募集を実施することを想定
第5回 3月1日	・論点整理案を踏まえた検討
第6回 3月28日	・論点整理案を踏まえた検討

※以降の日程は現時点では未定

## 參考資料

# (参考) 対抗提案を踏まえた対応—ユニゾHDの事例 (1 / 2)

- ユニゾHDの事例は、第三者間取引であったが、当初提案の公表を受けて特別委員会が設置されており、複数のスポンサー候補（ホワイトナイト）からの買収提案の可能性を想定していた可能性がある。また、対抗提案者との協議・交渉に当たり、“狭義の企業価値”として「従業員の雇用確保と働きがいのある企業であり続けること」を重視した点が特徴的である。

	HIS	サッポロ合同会社 (フォートレス)	ブラックストーン	チトセア投資 (ユニゾ従業員/ローン・スター)
提案価格	3,100円	5,200円	6,000円 ※TOB開始せず	6,000円
全部/部分買付け	部分買付け (買付後：45%)	全部買付け	全部買付け	全部買付け
対象会社の意見	反対	反対	※合意に至らず	賛同・応募推奨

当社は、HIS公開買付けに関する公表を受け、…複数のスポンサー候補者との間で買収提案の可能性を模索し、その結果として当社に対して買収提案をするに至ったスポンサー候補者との交渉を行ったものの、…当社がスポンサー候補者による当社の買収を通じて株主共同利益の確保及び当社の企業価値の維持・向上といった実現したい価値が正しく理解されていない可能性があると認識いたしました。

そこで、…取締役会において、スポンサー候補者その他第三者から当社株式に対する公開買付け等の方法による当社に対する買収の実施又は提案…がなされた場合には、以下の視点から検討を行ったうえで、…当社の意見を決定するという当社の基本方針…を決議いたしました。

- (a) 本買収提案が株主共同の利益の確保に資するものであるか  
(b) 本買収提案が当社の企業価値の維持・向上に資するものであるか

当社は、スポンサー候補者との協議にあたっては、本基本方針に基づき、スポンサー候補者に対して、以下のとおり、当社の株主共同の利益を確保し、かつ、当社の企業価値の維持・向上に資する提案を行うよう求めて協議を行ってまいりました。

- ① 当社株式1株当たりの買付け等の価格が5,000円以上であること
- ② 企業価値の維持・向上のため、当社の従業員の雇用が確保された上で、従業員にとって働きがいのある企業であり続けることを確保できるよう、買収提案者による当社の解体や企業利益の過度な収奪が防止され、「従業員保護」が図られていること

当社は、…サッポロ合同会社(Fortress)に対し、…当社株式1株当たりの買付け等の価格を5,000円に引き上げるよう求めたものの、サッポロ合同会社(Fortress)より、合理的な理由なく公開買付期間を延長するのみで、「従業員保護」を含む企業価値の維持・向上のみならず、公開買付価格を引き上げるといった株主共同の利益に資する提案は全くなされず、当該提案がなされる見込みもありませんでした。

また、当社は、…ブラックストーンより5,000円という公開買付予定価格の提示を受けており、…当該提案は当社として十分検討し得るものであると判断されると考えられる一方で、…ブラックストーンとの間では、当社グループの一部の資産を分離し、当社グループの従業員が中心となって、新たな事業会社として運営していくスキームが検討されていたところ、かかるスキーム…の実現性が確実であると判断できなかったこと等から、当社の従業員の雇用が確保された上で、従業員にとって働きがいのある企業であり続けることを確保できるための「従業員保護」に向けた仕組みを確保するための合意に至りませんでした。

# (参考) 対抗提案を踏まえた対応—ユニゾHDの事例 (2 / 2)

## 対抗提案を踏まえた特別委員会の活動

当社は、HIS公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、…社外取締役5名のみで構成される本特別委員会を設置いたしました。また、当社は、Fortress公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、…本特別委員会に対して、Fortress公開買付けの是非について諮問いたしました。

そして、当社は、…本公開買付けを含む本取引との関係でも、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、…**本特別委員会に対して、…諮問いたしました。**なお、**本特別委員会への諮問が、当社の取締役会決議の直前になったのは、当社が、複数のスポンサー候補との間で協議・交渉を並行しており、その中で本取引について諮問すべきと判断できたのが、当社における取締役会決議の直前のタイミングであったためです。**

本取引についての本特別委員会は、…本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行いました。具体的には、**本特別委員会は、当社から開示又は提供を受けた資料を含む必要な資料等について検討を行ったほか、当社取締役に対する質疑応答を行ったうえで、本取引の内容、背景、経緯、目的、当社及び公開買付者が講じる本取引の公正性を担保するための措置その他本諮問事項の検討のために必要な事項についての確認、検討を行いました。**なお、**本特別委員会は、当社と公開買付者及びローン・スターとの間の交渉には関与しておりません。**

## 対象会社のチトセア投資への賛理由

当社は公開買付者（注：チトセア投資。以下同じ）より…本提案を受けたところ、他の複数のスポンサー候補者の提案とも比較した結果、公開買付者による本提案が、他の複数のスポンサー候補者の提案に比しても以下の各点で優れており、…当社の中長期的な成長と企業価値の更なる向上に繋がるものであると判断するに至りました。

(i)本公開買付価格は、…当社がマーケット・チェックを実施し、サッポロ合同会社(Fortress)及びブラックストーンを含む海外の投資ファンド6社、日本国内の投資ファンド1社並びに日本国内の事業会社1社のスポンサー候補者からの提案価格の中で、**いずれの提示価格をも上回る株主にとっての最優位の価格でありました(なお、同一の価格を提示した候補者もいたものの、当該候補者は公開買付けに要する資金を調達することができませんでした。)**。(中略)

(ii)…ローン・スターの助言と資金力により、当社の所有不動産の更なるバリューアップ、当社の所有不動産の再開発を通じた保有資産の本源的価値の顕在化、不動産管理やホテル事業の事業効率の向上等により、**当社の企業価値のさらなる向上を図っていくことが期待できると考えており…ます。**

(iii)…ローン・スターによる提案は、**当社を解体されたり、当社の一部の資産を分離したりせずに、現在の当社の形態を基本的に維持することができ、当社が、従業員にとって働きがいのある企業であり続けることを確保するという点でも、また、従来の事業運営との連続性を持って持続的に成長していくことを志向することができるという点においても、当社の企業価値の維持・向上に資すると考えられる提案でありました。**

(iv)当社は、企業価値の維持・向上のため、**当社の従業員の雇用が確保された上で、従業員にとって働きがいのある企業であり続けることを確保できるための「従業員保護」が図られていることが極めて重要であると考えているところ、…公開買付者による当社の完全子会社化の完了後においても、公開買付者が当該「従業員保護」を図ることが見込まれ、これにより当社の企業価値のさらなる向上に資すると考えられます。**

# (参考) 対抗提案を踏まえた対応－島忠の事例

- 島忠の事例は、第三者間取引であったが、当初案件の公表前に特別委員会が設置された。協議・交渉過程において独立委員会が中心的な位置付けで関与したとされている。

	DCMホールディングス	ニトリホールディングス
提案価格	4,200円	5,500円
全部／部分買付け	全部買付け	全部買付け
対象会社の意見	留保	賛同・応募推奨
対抗提案を踏まえた対象会社の対応	<p>当社は、2020年10月29日、公開買付者（注：ニトリ。以下同じ）から、本公開買付価格を5,500円とすることを含む本取引に係る諸条件についての提案を受領したため、<u>同日のうちに取締役会を開催し、本取引について審議を開始するとともに、以降、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。</u></p> <p>具体的には、当社は、当該提案につき、野村證券及び森・濱田松本法律事務所から受けた助言を踏まえて検討し、特別委員会の意見も確認した上で、・・・公開買付者との面談を実施し、公開買付者から、本取引の意義、本公開買付価格を含む本取引の取引条件、本取引により生じ得るシナジー等について説明を受けるとともに、公開買付者との間で、これらに関する質疑応答を行い、同日のうちに取締役会を開催して、その結果を踏まえて審議を行いました。（中略）一方で、特別委員会は、DCMに対し、・・・書面を送付し、DCM公開買付けにおける買付価格について、本公開買付価格以上の価格に変更する予定があるか否か、また変更する場合には変更後の具体的な金額について確認を行ったものの、・・・DCMよりかかる変更の予定や具体的な金額は示されておりません。</p>	
対抗提案を踏まえた特別委員会の活動	<p>特別委員会は、2020年10月29日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり5,500円とすることを含む提案を受領して以降、<u>当社経営陣が公開買付者との間で協議及び交渉を行う都度、直ちにその内容について報告を受け、野村證券及び森・濱田松本法律事務所から対応方針及び公開買付者との交渉方針等についての助言を受けた上で、審議・検討を行っております。</u>加えて、特別委員会は、・・・公開買付者と面談を行い、本公開買付価格、公開買付者から本取引の意義、想定されるシナジー、本公開買付け後の経営方針等に関する事項について直接協議を行った上で、本経営統合の契約の内容を含む本取引の諸条件について公開買付者との間で協議・交渉を行いました。このように、<u>特別委員会は、当社と公開買付者との間の取引条件に関する協議・交渉過程において中心的な位置付けで関与いたしました。</u></p>	
対象会社のニトリへの賛同理由	<p>公開買付者は、「製造物流IT小売業」としての独自のビジネスモデルの中で培われた様々な機能・ノウハウ（商品の企画から製造・物流・販売までの各機能を自社で構築する公開買付者の垂直統合型のサプライチェーンに係る機能・ノウハウ）を有しており、これを当社において活用していくことにより、<u>中長期的には、・・・より広範囲かつ大きなシナジーが実現できる可能性があると考えております。</u>また、公開買付者との協議を重ねた結果、・・・公開買付者としても、むしろ双方のブランドを維持しつつ、当社において公開買付者の事業基盤を活用し、当社ブランドを用いて日本全国、ひいては海外へと事業展開していく旨の意向もあることを確認し、<u>中長期的には、本取引による方が当社事業の発展可能性が大きく、より一層、当社の企業価値を向上させていくことができると判断するに至りました。</u></p>	

(出所) 意見表明報告書等の公表情報を基に経済産業省作成。対象会社の説明に基づき参考となる情報を記載したものであり、必ずしもベスト・プラクティスとして紹介する趣旨ではない。

(注記) なお、ニトリは、TOBの提案に際して、取締役会・特別委員会の賛同を得ることができなかった場合でも、前提条件が充足された場合には、やむを得ずTOBを行うとのことであった。 42

## (参考) 対抗提案を踏まえた対応—関西スーパーマーケットの事例 (1 / 2)

- 関西スーパーの事例は、第三者間取引であったが、オーケーからの提案書に特別委員会の設置を示唆する記述があったこと等を踏まえ、特別委員会が設置された。また、独立性の観点からオーケーとの間の協議・交渉は極力特別委員会に委ねられていたとされている。
- H2Oの提案が株式交換、オーケーの提案が現金対価の公開買付けの提案であったため、経済条件を単純に比較することは困難であったが、株主として残ることによるシナジーの享受、第三者算定機関2社による株式の理論価値の算定等に基づき、前者の方が株主利益の最大化に資すると特別委員会は判断している。

	H2Oリテイリング	オーケー
提案価格	①2,400円～3,018円、又は、②1,787円～3,128円 ※株式の理論価値（第三者算定機関2社の評価）	2,250円
スキーム	株式交換 + 会社分割	公開買付け + スクイズアウト
対象会社の意見	オーケーによる非公開化取引よりも、H2Oとの経営統合の方が望ましいと判断	
対抗提案を踏まえた対象会社の対応	<p>…当社経営陣は、従前も株主であるオーケーとの間で定期的に意見交換を行っておりましたが、今般の提案に関しては、何の予告も事前協議もなく、…<b>提案書が届いたため、当社取締役会長は、…オーケーに架電の上、…訪問し、真摯に協議を行いました。</b> （中略）その後、当社取締役会は、<b>オーケーからの…提案書に当社による特別委員会の設置を示唆する記述があったこともあり、…特別委員会を設置いたしました。</b></p> <p><b>当社経営陣は、特別委員会の設置後は、特別委員会の独立性の観点から、オーケーとの間の協議・交渉は極力特別委員会に委ねておりました。</b>しかし、当社経営陣は、オーケーと特別委員会との間の質疑応答を経て、事業上重要な点で、オーケーの想定する経営方針と、当社が目指す経営方針との間に相違がありうることを理解しました。そのため、当社経営陣は、特別委員会の検討中であったため「非公式」としつつも、特別委員会の了承を得て、…<b>当社の取締役会長を含む取締役2名がオーケーを訪問し、実質的な協議の機会を持ちました。</b>その際、当社取締役は、オーケーに対し、当社と協議することなく一方的に行った提案のストラクチャーや内容に固執するのではなく、一旦これを撤回し、どのような資本業務提携のあり方がよいか、一から真摯に協議を行うことなどを打診いたしました。もっとも、オーケーにおかれては、この提案についても応諾頂けませんでした。</p> <p>さらに、…当社の代表取締役社長及び取締役会長を含む取締役5名及びオーケーの代表取締役社長を含む取締役3名が参加する形でウェブ会議を行い、<b>オーケーとの間で、基本的な経営方針を含む本非公開化取引後の当社の事業運営…等についても改めて協議を行いました。</b></p> <p>以上のとおり、<b>当社としては、特別委員会のみならず、当社経営陣としても、オーケーの提案を真摯に検討するとともに、オーケーとの間で、十分かつ実質的な協議を行ってまいりました。</b></p>	

(出所) 意見表明報告書等の公表情報を基に経済産業省作成。対象会社の説明に基づき参考となる情報を記載したものであり、必ずしもベスト・プラクティスとして紹介する趣旨ではない。

(注記) なお、オーケーは、TOBの提案に際して、取締役会の賛同を得ることを条件としている。

# (参考) 対抗提案を踏まえた対応ー関西スーパーマーケットの事例 (2 / 2)

## 対抗提案を踏まえた特別委員会の活動

オーケーの本非公開化取引に関する提案については、独立した特別委員会を中心として、公平・中立な観点から慎重に検討を行っております。

**特別委員会は、・・・合計13回にわたり開催され、各開催日間においても電子メール等でもやり取りや意見交換などを行うなどして、真摯かつ慎重に、協議・検討を行いました。**

その過程で、特別委員会は、オーケーに対して質問事項を送付し、回答を受領した上で、検討を行いました。また、特別委員会は、オーケーに対し、特別委員会への実際の出席を求め、各取引の意義・目的、取引手法・条件、想定されるシナジー、取引実行後の経営方針その他の事項について聴取するとともに、これらの事項について質疑応答を行いました。さらに、特別委員会は、当社の経営陣・・・に対しても、本非公開化取引について質問事項を送付し、その回答を得て検討を行うとともに、特別委員会への出席を求め、本非公開化取引の意義に加え、想定されるシナジー・ディスシナジーやH2Oリテリングとの比較についても質疑応答等を行っております。

さらに、特別委員会は、本非公開化取引に関しては、特別委員会の委員長を含めた複数名の委員において神奈川県にあるオーケーの店舗を実際に訪問し、オーケーの社長その他の経営陣から店舗の案内を受け、その内容について特別委員会で共有し、審議・検討の材料といたしました。

その後も、特別委員会は、オーケーに対して再度質問事項を送付し、回答を受領した上で検討を進め、本非公開化取引について、公正かつ中立な手続のもと慎重に審議・検討を行っております。

## 2つの提案における対価の比較

**本経営統合においては、本非公開化取引と異なり、当社の株主の皆様において、当社株式を引き続き保有することが可能**であり、その結果、新関西スーパー、イズミヤ及び阪急オアシスの3社を傘下に収める売上高4,000億円規模の食品スーパーグループの株主として、**今後創出されるシナジーや当社の株価の上昇益を享受できることとなります。**

また、本経営統合後の当社株式の理論価値（DCF法）は、①2,400円～3,018円（アイ・アール ジャパンによる算定）又は②1,787円～3,128円（プルータス・コンサルティングによる算定）とされており、本非公開化取引における公開買付価格（2,250円）と比較しても、これを上回りうるものであります。このように、**経済条件の対比の観点からも、本経営統合こそが当社株主の皆様の利益の最大化に資するものであると考えております。**

(出所) 意見表明報告書等の公表情報を基に経済産業省作成。対象会社の説明に基づき参考となる情報を記載したものであり、必ずしもベスト・プラクティスとして紹介する趣旨ではない。

## (参考) 反対の意見表明をした対象会社における対応－大戸屋の事例

- 大戸屋の事例では、コロナによる公開買付けに対して反対の意見表明を行うにあたり、現経営陣による新たな企業価値向上策として、**オイシックス・ラ・大地との間で業務提携契約を締結したこと**等が開示されている。その他、反対理由の一つとして、**部分買付けの強圧性への言及**がある。

買収者	コロナ
全部／部分買付け	部分買付け（買付後：51.32%）
対象会社の意見	反対
特別委員会	なし
対象会社の反対理由	<p>①公開買付者は、本公開買付けに先立ち、・・・公開買付者が指名する取締役候補者の選任に係る株主提案・・・を行ったものの、本株主提案は、多くの株主の皆様の反対により否決されており、・・・本公開買付けを開始することは、本定時株主総会において示された当社株主の皆様の意思に反するものと言わざるを得ないこと</p> <p>②<b>本公開買付けは、・・・買付予定数の上限・・・が定められた部分買付けであり、公開買付者による当社の経営への関与により、当社の企業価値ないし株主共同の利益が毀損されるリスクを株主の皆様にも負わせる強圧的なものであること・・・</b></p> <p>③当社は、・・・2023年3月期を最終計画年度とする中期経営計画・・・を策定しており、・・・現経営陣が、本中期経営計画を、自ら責任をもって着実に実行し、早期に経営改革を図り、当社の成長戦略を推進していくことこそが、当社の企業価値及び株主共同の利益の向上の観点から最良の選択肢であること</p> <p>④公開買付者が実行予定の経営上の合理化施策は当社の企業価値・ブランド価値を毀損する恐れが高く、また、本公開買付けが成立し、公開買付者が当社の実質的な支配権を取得した場合には、当社の企業価値の源泉である従業員の離職や労働意欲の著しい低下、フランチャイズ店の離脱が起り、当社の企業価値・ブランド価値が更に毀損されるおそれが高いこと</p> <p>⑤本公開買付けが成立した場合、経営の継続性が担保できず、当社の経営に著しい混乱が生じるほか、コーポレート・ガバナンス上の問題が生じるおそれが高いこと</p> <p>⑥公開買付者の過去のM&amp;A実績や足元の財務状況に照らすと、当社が公開買付者により連結子会社化された場合には、当社の経営のリスクが高まると考えられること</p>
対象会社における対応－新たな企業価値向上策の提示	<p><b>当社は、本中期経営計画による新たな取組みの一環として、・・・「Oisix」、「らでいっしょぼーや」、「大地を守る会」等のブランドで、宅配事業を核として、ウェブサイトやカタログでの有機野菜や特別栽培農産物、無添加食品等、安全性に配慮した食材・食品、及びそれらの食材を利用した調理を可能とするミールキットの製造・販売を行っているオイシックス・ラ・大地株式会社・・・との間で業務提携・・・に関する契約を締結しました。</b>本業務提携においては、両社は「おうち大戸屋サブスクリプション事業（仮称）」として、当社のブランド、健康的なレシピ開発及び店舗網に加えて、オイシックス・ラ・大地の生産者とのダイレクトネットワーク、製造インフラ、物流インフラ、サブスクリプションシステム、Webマーケティングのインフラを活かして、新たに冷凍総菜・弁当、ミールキット等を開発し、オイシックス・ラ・大地でのお客様に加え、当社の店舗をご利用いただいているお客様にも当社の提供する価値に沿ったお食事をお手軽にご自宅でも食べていただくことを目指してまいります。・・・本業務提携は、当社が中期経営計画でお示したお客様のニーズに応じた商品・店舗・新規チャネルの開発、販促施策の実行の一環として行うものであり、新型コロナウイルスの感染拡大やその後の行動様式の変化も踏まえたお客様のニーズにも合致するものと考えております。<b>当社は、本業務提携により、当社の中期経営計画の達成に向けた取組みを加速し、引き続き、徹底したお客様目線で企業価値向上に取り組んでまいります。</b></p>

## (参考) 反対の意見表明をした対象会社における対応－前田道路の事例

- 前田道路の事例では、前田総合インフラによる公開買付けに対して反対の意見表明を行うにあたり、現経営陣による新たな企業価値向上策として、**NIPPOとの間で資本業務提携の協議を開始したこと**等が開示されている。その他の対応として、対象会社では**特別配当議案を臨時株主総会において上程し、可決**されている。

買収者	前田総合インフラ（前田建設工業の完全子会社）
全部／部分買付け	部分買付け（買付後：51.00%）
対象会社の意見	反対
特別委員会	なし
対象会社の反対理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>①前田建設グループとの事業シナジーは見込まれないこと及び本提携は当社の株主共同の利益の実現に寄与すること</li> <li>②当社経営陣の独立性が確保された事業遂行を継続する必要があること</li> <li>③前田建設グループの主導により当社のコーポレート・ガバナンス体制が強化されることは考えられないこと</li> <li>④少数株主の利益の保護のためのガバナンス体制が不十分であり、少数株主の利益を毀損するおそれがあること</li> <li>⑤本公開買付けは、少数株主に対して前田建設グループによる経営のリスクを負わせるものであること</li> <li>⑥本公開買付けに至った背景が極めて不明瞭であること</li> <li>⑦本特別配当付議決定の根拠及び理由</li> </ul>
対象会社における対応－新たな企業価値向上策の提示	<p>当社は、・・・本公開買付けにより当社が前田建設の連結子会社となる場合よりも、当社少数株主にとってメリットのある企業価値向上策を検討して参りました。<b>当社は、本提携を含む複数の企業価値向上策を慎重に検討した結果、NIPPOは当社と共通の事業を営んでおり、幅広いシナジー効果が期待できるため、本提携が当社の企業価値の向上及び持続的成長の観点から最善の策であり、株主共同の利益の実現に最も寄与する可能性が高いとの判断に至り、・・・NIPPOとの間で本提携の協議を開始することを決議いたしました。</b></p> <p>本提携は、当社と様々な分野で共通の事業を営んでいるNIPPOとの提携であるため、両社のノウハウを共有することによって、競争力の強化、働き手の確保、コスト削減、防災・減災の対応力強化等、社会のインフラ資本整備事業への貢献を含め、幅広いシナジー効果が期待できます。このシナジー効果は、当社の企業価値の向上及び持続的成長に資するものであり、当社の株主共同の利益の実現に寄与すると考えられます。</p> <p>具体的には、両社とも長い事業実績と高い技術力、販売力、購買力、顧客営業力等々、様々なネットワークやノウハウを有しているため、特に製造販売事業においては、両社の関係子会社を含めれば、全国に200カ所を超える工場(生産拠点)を保有しており、協業運営等の展開を図ることによる生産性の向上や生産設備の統廃合による資産効率の改善、人員体制の強化による労働環境の改善など、大きなシナジー効果が期待されます。舗装土木工事等においても、両社の事業特性を活かした技術員の人事交流により、適材適所による配置が可能となり、人材不足対策に繋がります。また協力会社や特殊工事機械の有効活用により稼働率の向上に繋がります。技術研究開発分野においても、同一分野の技術と人材の交流や共同研究により、市場の確保拡大に資することが期待されます。本提携では、以上のような各分野における施策を通じて、合理化による価格の低減、技術革新の一層の進展といった効果が見込まれます。両社は、今後、独占禁止法その他の関係法令の規制を遵守しつつ具体的な提携内容について協議を進めていきます。</p>

## (参考) 「真摯な買収提案」該当性が検討された事例ーニューフレアテクノロジー

- 支配株主（東芝D&S）による従属会社（ニューフレアテクノロジー）の買収であり、当初段階から特別委員会を設置。本事例では、**HOYAによる対抗提案（公開買付け）が、支配株主である東芝D&Sの応募を前提としており、同社には対抗提案に応募する意向がなかったことから、対象会社は対抗提案は実現可能性がないものと判断**している。

	東芝D&S	HOYA（対抗提案者）
提案価格	11,900円	12,900円
全部／部分買付け	全部買付け（事前保有：52.40%）	全部買付け
対象会社の意見	賛同・応募推奨	留保
対抗提案を踏まえた対象会社の対応	<p>…HOYA公開買付けの公開買付価格は、一株当たり12,900円とする予定であるとされており、本公開買付価格を1,000円上回ります。もっとも、HOYA公開買付けは、本公開買付けが成立していないことがその開始の前提条件の一つとされており、また、買付予定数の下限を7,634,000株（所有割合：66.67%）に設定しています。そのため、HOYA公開買付けは、当社株式6,000,100株（所有割合：52.40%）を保有する公開買付者（注：東芝D&amp;S。以下同じ）がHOYA公開買付けに応募することがその前提となっています。</p> <p>そこで、<b>当社は、…公開買付者に対し、…書面で照会を行いました。これに対し、公開買付者は、…(i)本公開買付価格を上方修正する意向はないこと、(ii)当初の公開買付期間…での本公開買付けの成立に向けて取り組むこと、及び(iii)公開買付者としては、本公開買付けの成立を目指す方針に変更はなく、HOYA公開買付けについては応募を考えていないことを書面で回答しました。</b></p>	
対抗提案を踏まえた特別委員会の活動	<p>…HOYAの公表及び本HOYA提案の内容並びに本公開買付者書面回答の内容を踏まえ、慎重に審議した結果、特別委員会は、同日、大要、以下の意見を示しました。</p> <p>・HOYA公開買付けは、本公開買付けが成立していないことをその開始の前提条件の一つとし、また、買付予定数の下限を7,634,000株（所有割合：66.67%）とするため、当社株式6,000,100株（所有割合：52.40%）を保有する<b>公開買付者がHOYA公開買付けに応募しない限り、HOYA公開買付けは成立する可能性がないこと</b></p> <p>・本公開買付者書面回答によれば、<b>公開買付者は、HOYA公開買付けには応募しない方針とのことであり、そうであるとすれば、HOYA公開買付けは、現時点では、その成立の可能性がないこと</b></p> <p>・したがって、<b>現時点ではHOYA公開買付けを実現可能性のある提案と評価することは困難</b>であり、…特別委員会としては、(i)本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきであり、かつ、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべき旨、及び、(ii)当社取締役会における本公開買付けを含む本取引についての決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではない旨の本答申書の内容を変更する必要はないと判断すること（略）</p>	
対象会社の東芝D&Sへの賛同理由	<p>当社は、…特別委員会の意見に示されているとおり、<b>現状においては、HOYA公開買付けの条件や公開買付者の意向等に変更がない限り、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から合理的に実現可能な最善の選択肢は、本公開買付けを含む本取引の実施であるとの結論に達し</b>、同日開催の取締役会において、当社の取締役10名の内、森裕史氏及び井上壮一氏を除く、審議及び決議に参加した全ての取締役の全員一致において、…公開買付期間を…延長し、合計40営業日とする手続がとられることを前提に、<b>引き続き本公開買付けに対して賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の意見を維持することを決議いたしました。</b></p>	

## (参考) 「真摯な買収提案」該当性が検討された事例ー日本アジアグループ

- 日本アジアグループの事例では、MBOに対してシティインデックスイレブンスより対抗提案がなされ、反対の意見表明を行った際に、**取締役会及び特別委員会において「具体的かつ実現可能な真摯な提案」であるかどうかの検討**がなされており、**企業価値を向上させる具体的な経営方針が示されなかったこと等を理由として、真摯な提案であることの確認ができなかった**としている。

	Green Holdings LP (カーライル/MBO)	シティインデックスイレブンス
提案価格	1,200円	1,210円
全部/部分買付け	全部買付け	全部買付け
対象会社の意見	賛同・応募推奨	反対
対抗提案を踏まえた対象会社の対応	<p>当社は、2021年1月15日付の当社取締役会において、当社が、グリーン社提案取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、公正性、透明性及び客観性のある意思決定過程を確立することを目的として2020年8月17日付で設置した<b>特別委員会</b>…<b>に対して、…まずは、シティ社提案取引が具体的かつ実現可能な真摯な提案であるかどうかの検討…を諮問いたしました。</b></p>	
対抗提案を踏まえた特別委員会の活動	<p>…本特別委員会は、2021年1月31日、公開買付者（注：シティ社。以下同じ）の代表取締役である福島啓修氏並びに公開買付者の親会社の株主とされる村上世彰氏、当該親会社の代表取締役とされる村上絢氏及び当該親会社の職員とされる村上貴輝氏に対して約2時間にわたりヒアリングを実施いたしました。当該ヒアリングにおいても、<b>公開買付者からは、当社の企業価値を向上させる具体的な経営方針は示されず、</b>本特別委員会は、2021年2月2日時点において、<b>シティ社提案取引が具体的かつ実現可能性のある真摯な提案であることの確認ができませんでした。</b>そのため、本特別委員会は、2021年2月2日の時点においては、<b>公開買付者による当社に対するデュー・ディリジェンスの実施を許諾することは適当ではないものと判断</b>していました。</p>	
対象会社のシティ社への反対理由	<p>当社は、(i)公開買付者は、他社による公開買付けを阻止するために本公開買付けを開始しており、当社グループの事業内容及び当社のステークホルダーの皆様利益に対して関心が無いこと、(ii)公開買付者から本公開買付け後の当社グループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、本公開買付け後、公開買付者が当社の経営権を取得した場合には、当社の企業価値ないし株主の皆様利益の共同利益を毀損する可能性が否定できないこと、(iii)公開買付者が当社の経営権を取得することで既存の取引先との関係が悪化し、また、当社従業員の離職や労働意欲の低下により、当社の経営に重大な支障をきたす可能性があること並びに(iv)当社の少数株主は本公開買付けに応募することが事実上強制される懸念があること、及び、本公開買付け届出書記載のスクイズ・アウト手続に係る公開買付者の姿勢は、少数株主の利益に対する配慮を欠くものであることから、<b>本公開買付けは当社の企業価値を向上させるものではなく、当社の株主、顧客、取引先及び従業員その他のステークホルダーの皆様に対しても悪影響を及ぼす可能性が高いものと考え、本公開買付けに対して反対いたします。</b></p>	