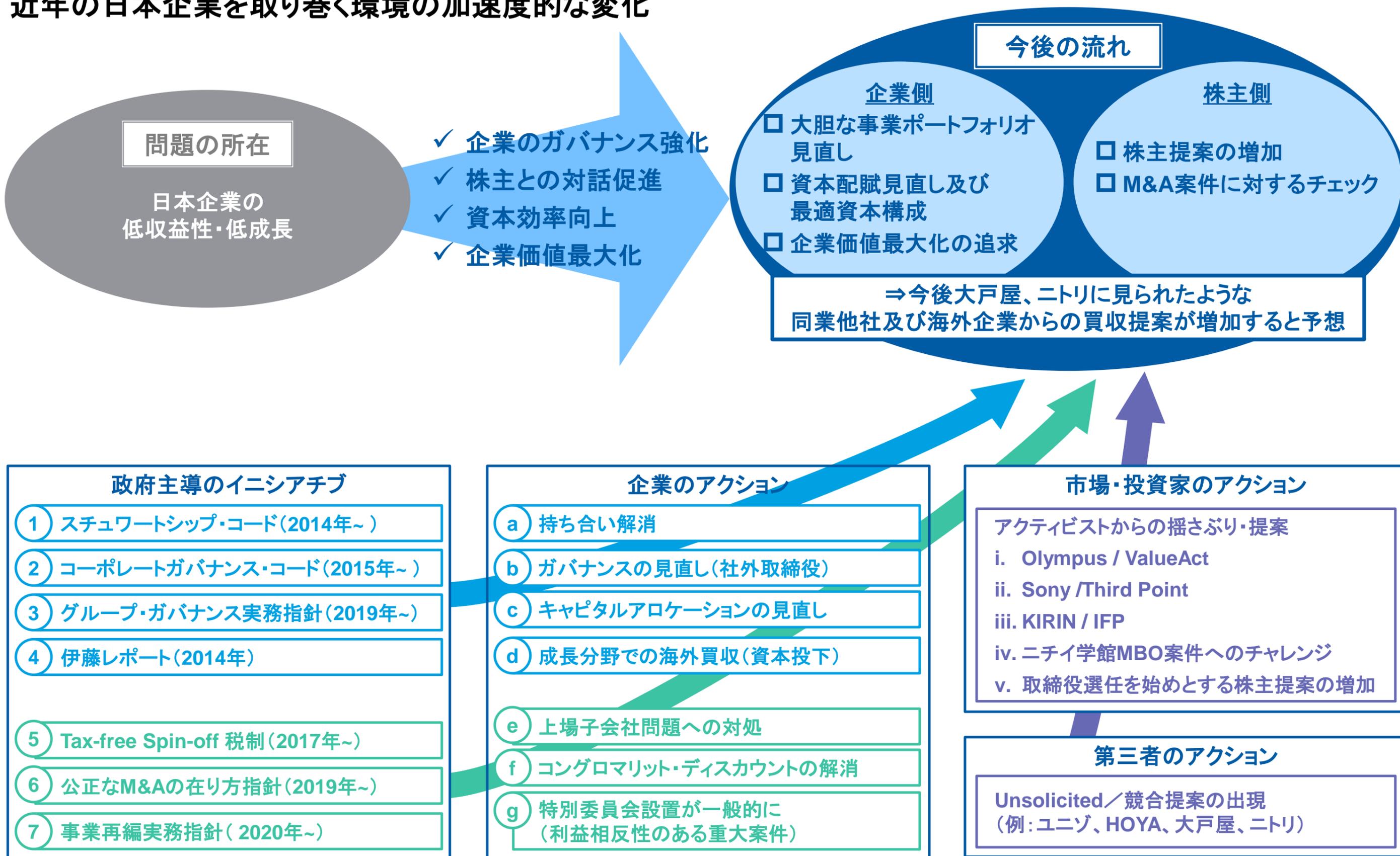




## 日本におけるM&Aの潮流

2020年11月24日

# 近年の日本企業を取り巻く環境の加速度的な変化



SECTION 1

---

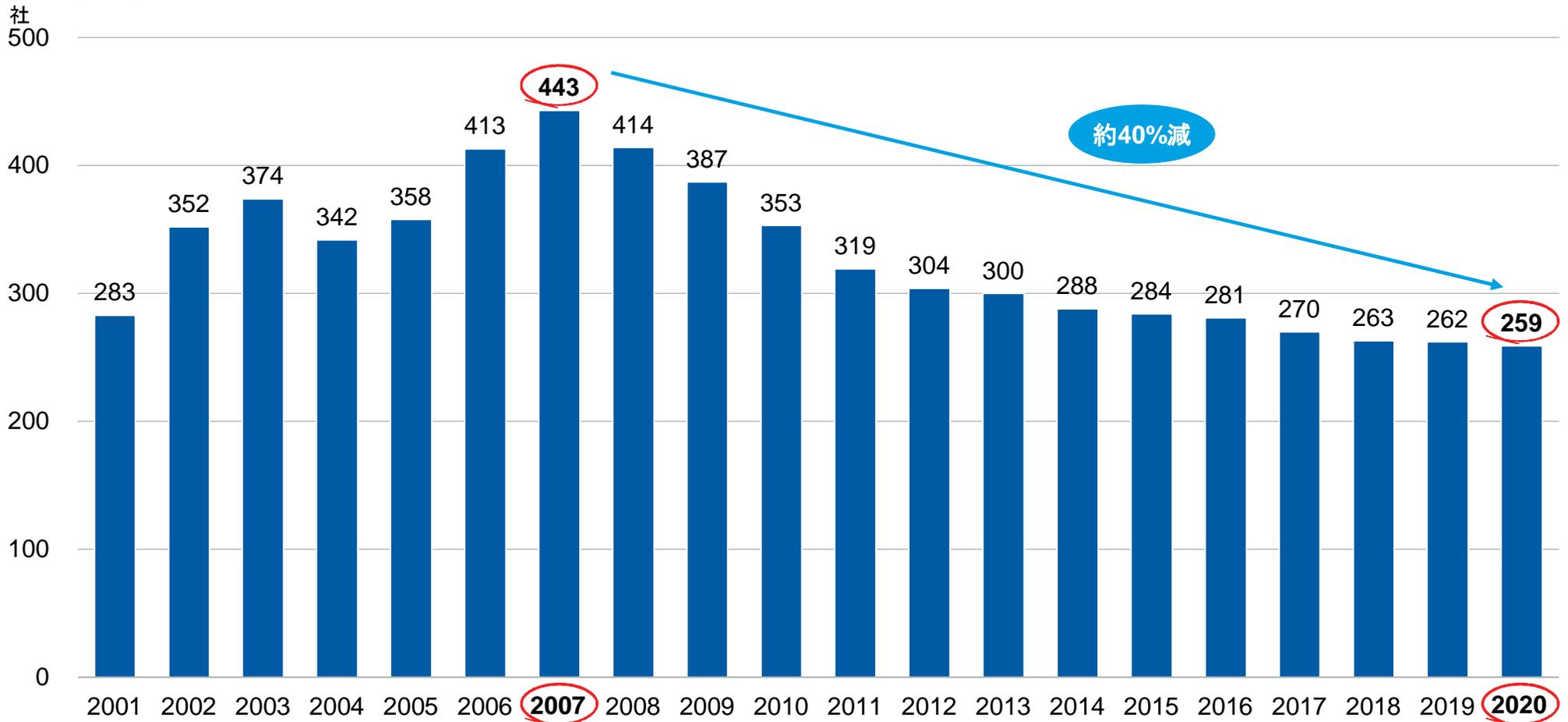
# 上場子会社問題の解消の加速

# 日本における上場子会社数の推移

■ 上場子会社数は13年連続で減少(443社から259社へ)

上場子会社数の推移(2001~2020年)<sup>(1)</sup>

各年3月末時点



出所: 日経データベース、レコフ、東証HP、野村資本市場研究所レポート、EDINET等

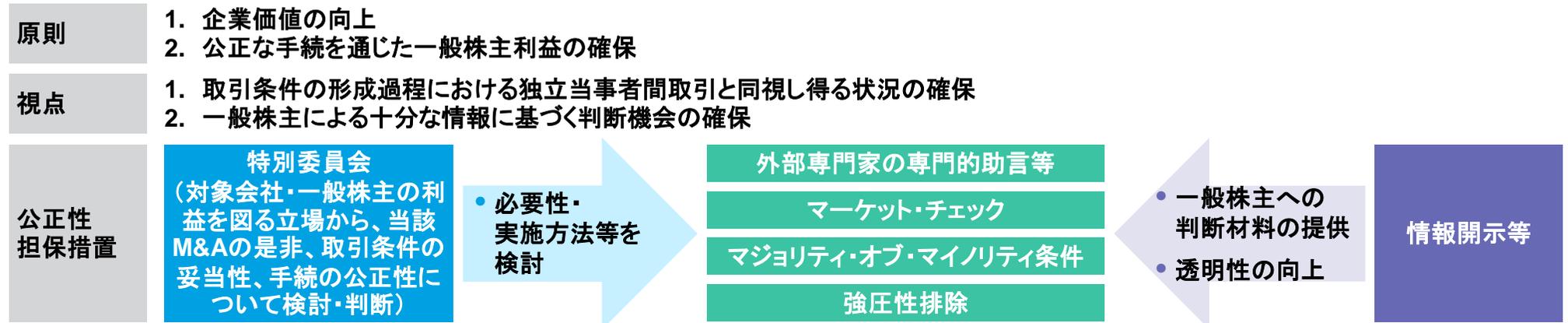
注:

1. 上場親会社が40%以上保有し、「支配株主に関する事項」において親子関係が判明している上場子会社

# 経産省による「公正なM&Aの在り方に関する指針」の策定(2019年6月)

■ 本指針策定後、対象会社側で特別委員会を設置し、LA・FAを起用することが一般化しつつある状況

## 実務上の具体的対応



### 公正性担保措置の位置付け

- 各公正性担保措置の実施は、必要条件ではなく、常に全ての公正性担保措置を講じなければ公正な取引条件の実現が担保されないわけではない
- 個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが検討されるべき

### 個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性

- 事案に即した適切な公正性担保措置を判断
- 構造的な利益相反の問題の存在に鑑み、買収者等から独立性が確保された主体が、利益相反に関する重要な事実関係を把握した上で、実質的に関与することが重要

### 実効的な機能発揮の重要性

- 公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はない
- 実効的に講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要

### 望ましいM&Aが阻害されないことの重要性

- 企業価値の向上に資する望ましいM&Aに対して阻害効果を及ぼし、または当事会社が過度に委縮することは、一般株主にとっても望ましくない

## 近時の上場子会社の完全子会社化の事例

| 買収企業   | 対象企業  | 案件公表日      | 親会社<br>保有比率 | 子会社<br>営業利益 <sup>(1)</sup><br>(%全体) | 買収<br>金額 <sup>(2)</sup> | 案件経緯   |
|--|---|------------|-------------|-------------------------------------|-------------------------|--|
|  三菱ケミカルホールディングス |  田辺三菱製薬                  | 2019/11/18 | 56.4%       | 504億円<br>(17.5%)                    | 4,918<br>億円             | <ul style="list-style-type: none"> <li>化学事業の構造改革に一定の目途が立ったことで、田辺三菱製薬とのシナジー創出に経営資源の投入が可能となり、検討を開始</li> <li>三菱ケミカルHDは本件を通して、再生医療、予防分野、疾病管理、機能代替医療機器の素材開発、医薬品事業等の領域において新たな製品・イノベーション創出に向けたシナジーの発現を見込む</li> </ul>            |
| <b>HITACHI</b>   |  Hitachi HighTech        | 2020/1/31  | 51.7%       | 648億円<br>(13.1%)                    | 5,311<br>億円             | <ul style="list-style-type: none"> <li>日立は日立ハイテクの計測・分析システムと日立のAI/データ解析などのデジタル技術を融合した“計測・分析プラットフォーム”の確立を目指す</li> <li>更に、日立ハイテクの体外診断機器事業を中核事業として育成し、ヘルスケア事業を強化する想定</li> </ul>  |
| <b>SONY</b>  |  Sony Financial Holdings | 2020/5/19  | 65.0%       | 1,296億円<br>(15.3%)                  | 3,955<br>億円             | <ul style="list-style-type: none"> <li>ソニーフィナンシャルホールディングスの持続的な成長のためには、付加価値の高い新しい金融サービスの創出が必要となる</li> <li>ソニーグループのグローバルテクノロジー企業としての経験に基づいたより大きな関与・貢献に期待するとともに、事業環境の変化や多様化する顧客ニーズに対応した金融サービスをスピーディに展開することなどを目指す</li> </ul> |
|  ITOCHU       |  FamilyMart            | 2020/7/8   | 50.1%       | 462億円<br>(6.6%)                     | 5,800<br>億円             | <ul style="list-style-type: none"> <li>コンビニエンスストアを取り巻く事業環境の変化を踏まえ、今後はより迅速かつ柔軟な経営判断が必要となる</li> <li>伊藤忠商事との連携を通じた事業基盤の更なる強化、新しいビジネスモデルの創出、海外事業展開等を目指す</li> </ul>   |
|  NTT          |  docomo                | 2020/9/29  | 66.2%       | 8,680億円<br>(55.3%)                  | 4兆<br>2,545<br>億円       | <ul style="list-style-type: none"> <li>グローバルレベルでのダイナミックかつ不連続な環境変化への対応の必要性から、グループ横断でのリソース・アセットの戦略的活用と意思決定の迅速化を目的とする</li> </ul>  |

注:  
1. 案件公表日の前事業年度末の営業利益を参照  
2. 新たな株式取得に要した金額であり、既保有分は含まれない

SECTION 2

---

# 事業ポートフォリオ整理の加速

# 事業ポートフォリオの見直しを促すコーポレート・ガバナンスの改革

## ■ 経産省による「事業再編実務指針」の策定(2020年7月):

不採算部門に限らず、持続的な成長の実現が困難な場合には、収益性が高い事業であっても早期に切り出すことも含めて検討すべきであるとの考えとともに、事業ポートフォリオの不断の見直しと最適化を推奨

### 事業再編の促進に向けてコーポレート・ガバナンスを有効に機能させるための方策

|                  |   |
|------------------|---|
| 取締役会の役割の明確化      | 取締役は、善管注意義務に基づき、少なくとも年に1回は <b>定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直し</b> を行うとともに、経営陣に対して、事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等に関して監督を行うべき    |
| 社外取締役の主体的な関与     | 事業の切出しに関しては、経営陣に「現状維持バイアス」がかかりやすいとの指摘もあり、 <b>社外取締役には、事業ポートフォリオに関する検討への積極的な関与</b> を期待                            |
| CFOの役割強化         | 事業ポートフォリオ・マネジメントにおいては全社的な観点からの財務的な規律付けが重要であり、 <b>CFOがその担い手</b> になるべき  |
| 事業ごとの資本収益性の計測    | 事業ごとの資本収益性を測り(ROIC)、資本コストとの比較や競合他社との比較(ベンチマーク)を行うことが重要( <b>自らがその事業の「ベストオーナーか」という問いかけの重要性</b> )                  |
| 経営陣の業績評価や報酬体系    | 中長期的な企業価値の向上に資する事業再編に対して経営陣に適切なインセンティブが働くよう、 <b>長期インセンティブ報酬、特に株式報酬の比率</b> を高めていくことが必要                           |
| 永続的な推進体制の確立      | 事業ポートフォリオ・マネジメントを適切に実施するため、責任部署を明確にした上で推進体制を整備することが必要   |
| 情報開示の拡大          | 投資家がスチュワードシップ責任を果たすことができるよう、投資家に対して事業ポートフォリオに関する基本方針、取締役会における検討状況、事業セグメントごとの情報等について、具体的に説明することが必要               |
| 投資家による後押し        | スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、企業の中長期的な成長戦略やその実現のためのリスクテイクに対する理解を深め、 <b>事業ポートフォリオの組替え等に積極的に取り組む経営者を適切に評価</b> し、後押しする努力を期待 |
| 株主提案・株主意見への真摯な対応 | 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   |

出所: 事業再編実務指針(2020年7月31日策定)

## 近時の事業ポートフォリオ再編(事業売却)の事例

### ■ 事業会社による事業売却案件においては、PEファンドも有望な買手候補に

| 売却事業  | 買収企業   | 案件公表日      | 売却事業<br>営業利益 <sup>(1)</sup><br>(%全体) | 売却金額    | 案件経緯  |
|---|--|------------|--------------------------------------|---------|---|
| <br><b>HITACHI</b><br>Hitachi Chemical | <br><b>SHOWA DENKO</b>  | 2019/12/18 | 364億円<br>(7.0%)                      | 9,640億円 | <ul style="list-style-type: none"> <li>日立製作所は継続的に事業売却を続けており、成長分野と位置づけるインフラ事業(エネルギー等)やIoT事業へ、より一層の経営資源を集中</li> <li>昭和電工にとっては時価総額(当時約4,400億円)の2倍超の買収金額となる本件は今後の成長に向けた乾坤一擲の案件</li> </ul> |
| <br><b>OMRON</b><br>車載事業               | <br><b>Nidec</b>  | 2019/4/16  | 63億円<br>(8.2%)                       | 1,000億円 | <ul style="list-style-type: none"> <li>ROIC経営に基づく事業ポートフォリオ構築に取り組むオムロンによる先進的な事業売却案件</li> <li>自動車業界が大変革期にある中、車載事業の成長に資する最良のオプションとして、同事業をコア事業と位置付ける日本電産への譲渡を選択</li> </ul>                |
| <br><b>Takeda</b><br>コンシューマーヘルスケア事業   | <br><b>Blackstone</b>   | 2020/8/24  | 128億円<br>(12.7%)                     | 2,420億円 | <ul style="list-style-type: none"> <li>本件は売却総額\$10Bn以上を目指す武田薬品工業のノンコア事業売却取引の一環</li> <li>オークション形式の売却プロセスにおいて、事業会社及び大手フィナンシャルスポンサーが複数関与し、最終的にブラックストーンが取得</li> </ul>                     |
| <br><b>OLYMPUS</b><br>映像事業           | <br><b>JIP</b><br>JAPAN INDUSTRIAL PARTNERS, INC.<br>日本産業パートナーズ株式会社 | 2020/9/30  | (104)億円                              | N/A     | <ul style="list-style-type: none"> <li>映像事業が2020年3月期まで3期連続で営業損失を計上する状況の中で、映像事業をJIPのもとで展開することが、映像事業の自律的かつ持続的な成長の実現に資すると判断し売却</li> </ul>  |

注:  
1. 案件公表日の前事業年度末の営業利益を参照

SECTION 3

---

## 2020年アクティビズムの潮流

## 2020年6月定時株主総会における主な潮流に関する考察

1

新型コロナウイルスによる影響下においても株主提案は引き続き活発化

- 2020年6月株主総会シーズンは世界中で感染拡大した新型コロナウイルスによる影響下にあり、3月決算上場企業のうち約9割は例年通り株主総会を6月に開催したものの、残り1割の上場企業については、いわゆる**継続会**(株主総会の議事に入ったものの審議が終わらないまま後日に継続した場合における継続審議を行う場を指す)の開催、又は**株主総会の延期**(配当基準日の変更を含む)の方法を選択
  - 新型コロナウイルスによる感染拡大リスクを極小化することを企図して、生身の人間が参集する従来の株主総会方式ではなく、インターネット等を介して行う**バーチャル株主総会**を開催する上場企業も相当数
- 新型コロナウイルスによる影響下にあっても、株主提案を受けた社数は**過去最多55社を記録**(昨年対比+1社)、**株主提案数については前年度対比+14件の189件**と株主提案の傾向に減退はみられなかった
  - 但し、新型コロナウイルスによる影響により**株主還元関連の株主提案は、昨年対比で減少**
- 議決権行使助言会社も、新型コロナウイルスによる上場会社への業績悪化に配慮して、**議決権行使基準を緩和する改訂を公表**

2

SSCの浸透／機関投資家との対話内容に多様化の傾向

- 2020年3月スチュワードシップ・コード(SSC)再改訂版により、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、**投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案**については、**賛否を問わず、その理由を公表すべき**とされた
  - これにより、機関投資家は重要な注目議案についてその議決権行使の理由を(賛成の場合であっても)公表すべきこととされ、機関投資家との間の建設的な対話の促進が期待される
- 機関投資家等からの株主提案は2020年において**20社**(前年比+8社)、**議案数50件**(前年比+21件)となり、前年対比で提案を受けた社数、議案数ともに大幅に増加
  - **ガバナンスに関する議案、政策保有株式や純投資目的で保有する株式の売却を提案する議案**について増加
- **ESG(環境・社会・ガバナンス)**に関する注目度も増した
  - SSC再改訂版においても**ESGの要素を含めたサステナビリティ(持続可能性)の考慮に関する記述が追加**
  - 議決権行使において**ESG基準を採用する機関投資家も存在**

3

議決権行使基準の厳格化／ガバナンス強化の進展

- 議決権行使助言会社・機関投資家の基準改定により**社外取締役が3分の1未満の会社**に対する議決権行使基準がより厳格化された
  - 社外取締役比率が3分の1未満の上場企業においては、**経営トップの取締役選任議案の賛成率が前年対比で低下**
- 議決権行使助言会社・機関投資家の議決権行使基準は厳格化の一途を辿るが、それに対応する形で上場会社のコーポレートガバナンスの強化については進展がみられる
  - 社外取締役を1/3以上を選任する上場会社は増加傾向にあり、**東証1部で60%超**
  - **任意の諮問委員会**を設置する上場会社は増加傾向にあり、**東証1部で60%に迫る**

# 2020年のアクティビスト等による主な株主提案

| 株主(保有割合)  | 対象会社  | 経緯・備考  | 主な株主提案の概要  | 総会開催日/<br>可決・否決       | 帰趨 <sup>(1)</sup>   |
|---|---|--|--|-----------------------|---|
| <br>保有割合: 2.0%                     |    | <ul style="list-style-type: none"> <li>キリンHDは従前からIndependent Franchise Partners (IFP) から食品・医薬品等のノンコア事業の売却等を要求されており、売却により獲得した現金により自己株買いの提案を受領していた</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>6,000億円規模の自己株式取得</li> <li>取締役の譲渡制限付株式報酬制度の株式報酬枠(インセンティブ報酬)比重の増加</li> <li>株主指名取締役2名の選任</li> </ul>                          | 3/27(定時)<br><b>否決</b> | <b>賛成率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>自己株取得: 8%</li> <li>インセンティブ報酬: 21%</li> <li>取締役選任: 20-36%</li> </ul>   |
| <br>保有割合: 9.2%                     |    | <ul style="list-style-type: none"> <li>オアシス・マネジメントにとって、本邦初の株主提案の可決事案</li> </ul>  | サン電子の業績不振・企業価値毀損(セルブライド社に対する低廉な価格での第三者割当増資)により経営陣の実効性が損なわれていると主張 <ul style="list-style-type: none"> <li>現行取締役4名の解任</li> <li>オアシス指名取締役5名の選任</li> </ul>            | 4/8(臨時)<br><b>可決</b>  | <b>創業家(20%保有)を含む多くの株主からの賛同を集め、社長以外の新取締役陣は全てオアシス指名者に賛成率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>取締役解任: 70-73%</li> <li>取締役選任: 66-68%</li> </ul>               |
| <br>保有割合: 6.1%→3.1% <sup>(2)</sup> |    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファーツリー・パートナーズによるJR九州への株主提案は昨年度に続いて2年連続</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>情報開示の強化(不動産収益やEBITDA等開示)を定款に追記</li> <li>株主指名取締役3名の選任</li> </ul>   | 6/23(定時)<br><b>否決</b> | <b>賛成率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>定款修正: 15%</li> <li>取締役選任: 15-33%</li> </ul>   |
| <br>保有割合: 15.4%                   |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝は、エフィッシモ以外にもこれまでに多数のアクティビストから提案を受領               <ul style="list-style-type: none"> <li>7月定時株主総会においては、エフィッシモのほかに3D Investmentからも株主提案あり(取締役2名の選任)(いずれの株主提案議案も否決)</li> </ul> </li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>株主指名取締役3名の選任               <ul style="list-style-type: none"> <li>架空取引などを問題視し、ガバナンス強化のために社外取の選任を要求</li> </ul> </li> </ul> | 7/31(定時)<br><b>否決</b> | <b>賛成率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任: 38-43%</li> </ul> 東芝はエフィッシモの提案に反対意見を表明。法令遵守を目的とした「コンプライアンス有識者会議」を設置し、エフィッシモを同会議体への参加を依頼                |
| <br>保有割合: 19.2%                  |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>アクティビストではないものの、コロナの株主提案否決後に大戸屋HDに対する敵対的TOBに発展               <ul style="list-style-type: none"> <li>株主総会否決決議後に大戸屋HDに対するTOB開始(買付価格3,081円。前日終値45.81%プレミアム)</li> <li>大戸屋HDはTOBに反対意見を表明</li> </ul> </li> </ul> | 経営再建に向けて協議が進められていたものの、折り合いがつかず、コロナ側が経営陣の刷新を要求 <ul style="list-style-type: none"> <li>取締役12名の選任</li> </ul>  | 6/25(定時)<br><b>否決</b> | <b>賛成率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任: 14-15%</li> </ul> その後、コロナは7/9にTOB公表(買付価格1株当たり3,081円。前日終値45.81%プレミアム) <sup>(3)</sup> 。大戸屋HDは7/20に反対意見表明 |

出所: 各社臨時報告書、MUMSS調査

- 注:
- 議案賛成率は臨時報告書記載の賛成率の概算
  - 株主総会後の8/3に提出された変更報告書にて保有割合の減少が判明
  - TOB期間(2020年7月10日-8月25日、30営業日)

# MBOを通じた非上場化取引に対するチャレンジ



## 2020年5月8日公表、ベインキャピタルによるニチイ学館のMBO: 香港の投資会社リム・アドバイザーズは反対声明を発表 案件背景

- 2020年5月8日、ニチイ学館は、ベインキャピタル及び森信介社長ら現経営陣によるMBOを実施
  - 2015年6月、社外取締役役にベインキャピタル日本代表杉本氏就任
  - 2019年9月、創業者で代表取締役会長(当時)の寺田明彦氏逝去
- TOB公表時点での株主構成は以下の通り
  - エフィッシモは2014年~2019年まで12.6%まで株式を買い増し
  - TOBに反対した香港投資会社リム・アドバイザーズの持分不明

|                |       |
|----------------|-------|
| 有限会社明和(資産管理会社) | 24.8% |
| その他創業家・経営陣     | 19.3% |
| エフィッシモ         | 12.6% |
| その他一般株主        | 43.3% |

### 案件概要

|                      |   |
|----------------------|---|
| 買収者／対象者              | ● ベインキャピタル／ニチイ学館  |
| 買付期間                 | ● 2020年5月11日～8月17日(68営業日)<br>— 公表時:6月22日まで(31営業日)                                     |
| 買付予定株数               | ● 上限:無し<br>● 下限:41.9% <sup>(1)</sup> (2,758万6,100株)                                   |
| 買付価格                 | ● 公表時:1,500円(引き上げ後:1,670円)  |
| 買収プレミアム<br>(引き上げ後価格) | ● 52.65% (公表前営業日比)      ● 48.71% (3ヶ月平均比)<br>● 54.63% (1ヶ月平均比)      ● 21.28% (6ヶ月平均比) |

### リム・アドバイザーズと買収者・対象会社による応酬

- 2020年6月11日: 反対意見の表明(リム・アドバイザーズ)
  - 本公開買付は公正性の担保が不十分
    - 特別委員会に資する独立したアドバイザー不在、フェアネス・オピニオン無し、マジョリティ・オブ・マイノリティ無し、マーケットチェック無し
  - リムが試算する公正価格約2,400円/株を大きく下回る買付価格
- 6月16日: TOB期間延長/公開討論の要求(リム・アドバイザーズ)
  - 6月22日/7月9日: TOB期間延長(買収者・対象会社)
    - 6月2日: TOB期間を7月9日まで延長(44営業日)
    - 7月9日: TOB期間を8月3日まで延長(59営業日)
  - 7月22日 対象会社への質問状送付を発表(リム・アドバイザーズ)
    - 7月31日: TOB条件の変更(買収者・対象会社)
      - 買付価格を1,670円に引き上げ、TOB期間を8月17日まで延長(68営業日)
      - エフィッシモ持分について応募合意、及びTOB後の再出資合意
  - 8月3日: 反対意見の表明(リム・アドバイザーズ)
    - エフィッシモによるTOB応募及び再出資合意との発表に対して、一部の投資家に特別な投資機会を提供するという他の少数株主に対して不平等な扱いで、「公正なM&Aの在り方に関する指針」に反している、として非難
  - 8月17日: 追加声明を発表(リム・アドバイザーズ)
    - 「投資ファンドのベアリング(BPEA)は7月に計3度創業家に買付価格2,000円で対抗提案を申し入れたが、創業家側との具体的な協議に至らなかった」との報道に対して、対抗提案の内容開示、TOB期間延長等を要求
  - 8月18日: TOB成立(約58%の応募、明和持分と合わせて82%超の取得)

注  
1. TOB成立を条件として公開買付者に譲渡することが合意された明和持分(24.8%)を含めた場合は66.7%となる

SECTION 4

---

# Unsolicited(非招請)／非友好的買収提案の活発化

# 近時のUnsolicited(非招請)／非友好的買収提案の事例

- Unsolicited(非招請)／非友好的買収提案について特別委員会を組成の上検討するケースが増加している状況
- 一方で、対象会社取締役会及び特別委員会が、株主価値の最大化に資する最高値の価格提案に賛同していない事例もある

| 買収企業  | 対象企業  | 買収企業<br>保有割合 | 対象企業<br>時価総額 <sup>(1)</sup> | 日付        | 案件経緯   |
|---|---|--------------|-----------------------------|-----------|--|
| スギホールディングス<br><br>ココカラファイン   |  | 0.0%         | 1,215億円                     | 2019/4/26 | ・ マツモトキヨシホールディングス(マツモトキヨシ)及びココカラファインは資本業務提携の協議開始を公表  |
|   |   |              |                             | 4/27      | ・ スギホールディングス(スギHD)がココカラファインに経営統合の協議に関する提案書を送付  |
| <b>案件ハイライト</b><br>・ マツモトキヨシ及びココカラファインの資本業務提携の協議開始の発表後、スギHDが経営統合に関する提案書を送付<br>・ ココカラファインは特別委員会を設置し、マツモトキヨシ及びスギHD両方の提案を検討したが、最終的には企業価値向上の観点からマツモトキヨシとの経営統合を選択         |   |              |                             | 6/1       | ・ スギHD及びココカラファインは経営統合の協議開始を公表<br>- ココカラファインはマツモトキヨシとスギHDとの協議を客観的に検討すべく特別委員会の設置を発表  |
|   |   |              |                             | 6/5       | ・ マツモトキヨシは経営統合を含むあらゆる選択肢の協議を進める旨をココカラファインに伝達   |
|   |   |              |                             | 6/10      | ・ 独立社外取締役及び独立した外部有識者で構成される特別委員会の設置が対象会社取締役会で決定   |
|   |   |              |                             | 8/14      | ・ ココカラファインは中長期的な企業価値及び株主利益向上の観点からマツモトキヨシとの協議開始を決定<br>- 特別委員会の報告内容は係る決定と矛盾するものではないとのこと  |
| <b>案件ハイライト</b><br>・ HISによる敵対的TOBの公表に端を発し、ユニゾを巡る争奪戦に発展(所謂“In Play”の状態に)<br>・ 紆余曲折あったが、最高価格を提示した買い手候補の一つが落札   |   |              |                             | 2020/1/31 | ・ マツモトキヨシ及びココカラファインは経営統合に関する基本合意書及び資本業務提携の締結を公表  |
|   |   |              |                             | 2019/7/10 | ・ HISは国内外のホテル事業を強化すべく、 <u>ユニゾホールディングス(ユニゾ)に対する敵対的TOBを公表</u><br>- 買付価格(一株あたり):3,100円／買付後議決権保有比率(予定):45.0%   |
|   |   |              |                             | 7/16      | ・ 対象会社の独立社外取締役のみで構成される特別委員会が設置される  |
|   |   |              |                             | 8/6       | ・ ユニゾは本TOBに対する反対意見を表明<br>- 特別委員会は企業価値及び株主共同の利益向上に資する取引でなく、不十分な買付価格を理由に反対   |
|   |   |              |                             | 8/16      | ・ <u>ユニゾはフォートレス・インベストメント・グループ(フォートレス)による対抗TOBを発表し、賛同意見を表明</u><br>- 買付価格(一株あたり):4,000円／買付後議決権保有比率(予定):66.7%以上   |
|   |   |              |                             | 8/28      | ・ HISは、8月23日をもって終了したTOB期間の延長及び買付価格の引き上げは行わないと発表  |
|   |   |              |                             | 9/27      | ・ ユニゾはフォートレスによるTOBへの賛同意見を撤回し、留保意見に変更<br>・ ユニゾはブラックストーンによるTOB提案(9/17、買付価格5,000円)に対して反対意見を表明<br>- 特別委員会は企業価値の向上に資する取引でない恐れがあることを理由に反対                  |
|   |   |              |                             | 12/22     | ・ <u>ユニゾは、従業員(チトセア投資)／ローンスターによる買付価格5,100円でのTOBに対する賛同意見を表明</u><br>・ フォートレスによるTOBに対する反対意見を表明／その他候補者との協議を終了する旨を決議                                       |
|   |   |              |                             | 2020/3/18 | ・ <u>ユニゾは、従業員(チトセア投資)／ローンスターによる買付価格6,000円でのTOBに対する賛同意見を表明</u><br>- ブラックストーンは最終的に買付価格を6,000円とする提案(2/24)を公表していた<br>・ その後、本TOBは買付予定数の86.6%の応募を得て4月2日に終了 |

注:  
1. 関連案件の公表直前営業日またはリーク報道前営業日

# 近時のUnsolicited(非招請)／非友好的買収提案の事例(続き)

| 買収企業  | 対象企業   | 買収企業<br>保有割合 | 対象企業<br>時価総額 <sup>(1)</sup> | 日付        | 案件経緯  |
|---|--|--------------|-----------------------------|-----------|---|
|    |   | 0.0%         | 928億円                       | 2019/9/18 | <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝デバイス&amp;ストレージ(東芝DS)によるニューフレアテクノロジー(ニューフレア)の完全子会社化を検討するため、独立した外部有識者で構成される特別委員会が設置(東芝DSは52.4%株式を持つ支配株主)</li> </ul>  |
| <b>案件ハイライト</b>  |  |              |                             | 11/13     | <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝DSによるTOBを通じたニューフレアの完全子会社化が公表される               <ul style="list-style-type: none"> <li>買付価格(一株あたり): 11,900円／買付後議決権保有比率(予定): 66.7%以上</li> <li>ニューフレアの第二位株主であった東芝機械(15.1%保有)の応募があればTOBは成立</li> </ul> </li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝DSによるニューフレアの完全子会社化発表後、HOYAがより高い価格での対抗TOB開始の意向を表明</li> <li>村上ファンドがニューフレア、東芝機械(ニューフレアの第二位株主)両社の株主として介入</li> <li>特別委員会は支配株主である東芝DSがHOYAの提案に応じない以上、HOYA提案の実現性は低いと判断</li> </ul> |  |              |                             | 11/29     | <ul style="list-style-type: none"> <li>村上系ファンドが11/29までにニューフレア株式を6.2%取得               <ul style="list-style-type: none"> <li>村上ファンドは東芝機械の9.2%株式も保有しており筆頭株主の状況</li> </ul> </li> </ul>   |
|   |  |              |                             | 12/13     | <ul style="list-style-type: none"> <li>HOYAによるニューフレアに対する敵対的TOBが公表される               <ul style="list-style-type: none"> <li>買付価格(一株あたり): 12,900円／買付後議決権保有比率(予定): 66.7%以上</li> </ul> </li> </ul>   |
|   |  |              |                             | 12/20     | <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝DSはHOYAの提案には応じず、TOB価格の引き上げも考えていない旨を発表</li> </ul>   |
|   |  |              |                             | 12/23     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ニューフレアは東芝DSの発表を踏まえて、引き続き東芝DSによるTOBに賛同する旨を表明               <ul style="list-style-type: none"> <li>特別委員会は東芝DSがHOYAの提案に応じないことから、HOYAの提案の実現可能性は低いと判断</li> </ul> </li> </ul>  |
|   |  |              |                             | 12/27     | <ul style="list-style-type: none"> <li>村上系ファンドはニューフレア株式を一部売却し、株式保有比率は3.2%まで低下</li> </ul>  |
|   |  |              |                             | 2020/1/17 | <ul style="list-style-type: none"> <li>東芝DSは買付後に既存の52.4%株式を合わせて84.7%を保有することとなり、TOBは成立</li> </ul>  |
|   |  | 19.2%        | 153億円                       | 2020/7/9  | <ul style="list-style-type: none"> <li>コロワイドは協業体制の構築を目指して大戸屋ホールディングス(大戸屋)に対する敵対的TOBを公表               <ul style="list-style-type: none"> <li>買付価格(一株あたり): 3,081円／買付後議決権保有比率(予定): 45%以上51.3%以下</li> </ul> </li> </ul>                                   |
| <b>案件ハイライト</b>  |  |              |                             | 8/6       | <ul style="list-style-type: none"> <li>大戸屋は本TOBに対する反対意見を表明               <ul style="list-style-type: none"> <li>コロワイドの取締役選任に関する株主提案の否決、企業価値向上に資する取引ではないことなどが理由</li> <li>特別委員会の設置はしていない</li> </ul> </li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>定時株主総会での取締役入替議案が否決されたことを受け、コロワイドが敵対的TOBを開始</li> <li>大戸屋側で有効な対抗策を打ち出せなかったこともあり、TOBは成立</li> <li>部分買収が可能となる日本独特のルールも今後の課題か</li> </ul>   |  |              |                             | 7/27      | <ul style="list-style-type: none"> <li>コロワイドが大戸屋独立社外取締役に対して職責に対する懸念を表明する書簡を送付               <ul style="list-style-type: none"> <li>独立社外取締役に対して、公平かつ客観的な立場から判断せず、業務執行取締役の主張を漫然と追認したのではないかと懸念を表明</li> </ul> </li> </ul>                                 |
|   |  |              |                             | 8/5       | <ul style="list-style-type: none"> <li>大戸屋はコロワイドによる独立社外取締役宛の書簡に関して反論する見解を発表               <ul style="list-style-type: none"> <li>独立社外取締役が漫然と業務執行役員の主張を追認した事実は一切ないとコロワイドの懸念を否定</li> </ul> </li> </ul>  |
|   |  |              |                             | 8/25      | <ul style="list-style-type: none"> <li>コロワイドが公開買付期間の延長及び買付予定数の下限を40%に引き下げると発表</li> </ul>  |
|   |  |              |                             | 8/28      | <ul style="list-style-type: none"> <li>大戸屋はコロワイドによる公開買付けに反対の意見を改めて表明</li> </ul>   |
|   |  |              |                             | 9/8       | <ul style="list-style-type: none"> <li>コロワイドは買付後に既存の19.2%株式を合わせて46.8%を保有することとなり、TOBは成立</li> </ul>   |

注:  
1. 関連案件の公表直前営業日またはリーク報道前営業日

## 近時のUnsolicited(非招請)／非友好的買収提案の事例(続き)

| 買収企業  | 対象企業  | 買収企業<br>保有割合 | 対象企業<br>時価総額 <sup>(1)</sup> | 日付        | 案件経緯   |
|---|---|--------------|-----------------------------|-----------|--|
|  |  | 0.0%         | 1,121億円                     | 2020/6/22 | <ul style="list-style-type: none"> <li>DCMホールディングス(DCM)による島忠の完全子会社化を検討するため、独立社外取締役で構成される特別委員会が設置される(DCMは島忠の株式は保有していない)</li> </ul>  |
|   |   |              |                             | 9/28      | <ul style="list-style-type: none"> <li>DCMIによるTOBに関する報道(9/18)を契機に、ニトリホールディングス(ニトリ)は島忠と面談を実施                             <ul style="list-style-type: none"> <li>業務提携を打診するも具体的な協議には進まず</li> </ul> </li> </ul>  |
|   |   |              |                             | 10/2      | <ul style="list-style-type: none"> <li>DCMIによるTOBを通じた島忠の完全子会社化が公表される                             <ul style="list-style-type: none"> <li>買付価格(一株あたり):4,200円／買付後議決権保有比率(予定):50.0%以上</li> </ul> </li> </ul>   |
|   |   |              |                             | 10/29     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ニトリは島忠に対してTOBを実施して完全子会社化する意向を表明(DCMIによるTOB不成立後)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>買付価格(一株あたり):5,500円／買付後議決権保有比率(予定):50.0%以上</li> </ul> </li> </ul>   |
|   |   |              |                             | 10/29     | <ul style="list-style-type: none"> <li>島忠は取締役会及び特別委員会で検討を行った上で、改めて見解を出す旨を公表</li> </ul>   |
|   |   |              |                             | 10/30     | <ul style="list-style-type: none"> <li>DCMIは当社が島忠にとって最もシナジー効果を発現しやすいベストパートナーと考えている旨を公表(ニトリによるTOB開始予定について言及はなし)</li> </ul>  |
|   |   |              |                             | 11/13     | <ul style="list-style-type: none"> <li>島忠はニトリによるTOBに賛同意見を表明し、ニトリは11/16よりTOBを開始する旨を公表                             <ul style="list-style-type: none"> <li>特別委員会はニトリとの協議の結果、ニトリによるTOBは対象会社企業価値の向上に資すると判断</li> <li>島忠及び特別委員会は、DCMIに対してニトリの提案価格(5,500円)以上の価格への変更予定について確認したもの、具体的な回答は示されなかった</li> <li>島忠はDCMIによるTOBへの意見を賛同から留保に変更</li> </ul> </li> </ul> |

### 案件ハイライト

- DCMIによる島忠の友好的買収発表後、ニトリがより高い価格での対抗TOBの意向を表明
- 島忠取締役会及び特別委員会はニトリとの協議の結果、ニトリによる対抗TOBが企業価値の向上に資すると判断し、DCMからニトリのTOBへ賛同意見を変更
- ニトリによるTOBは11/16開始予定

注:  
1. 関連案件の公表直前営業日またはリーク報道前営業日

## 買収提案の取扱い義務に関する考察

- 米国では裁判所プロセスを通じて、取締役は株主に対して常に忠実かつ慎重に職務執行することが義務化されている一方、日本では「企業価値」の向上に資するか否かという比較的幅広い判断基準の下、取締役会(および特別委員会)の合理的な判断に委ねられる範囲が広がっている

1

米国

- 対象会社取締役は、Fiduciary Dutyを果たす観点から、いわゆるBusiness Judgment Rule(経営判断原則)の下、取締役会は適切な情報収集と意思決定プロセスを経て、会社の長期的な企業価値の向上の観点から買収提案に対する対応を検討
  - 買収提案が魅力に乏しいと判断する場合、当該提案を拒否・無視することも正当化され得る
- 一方、一旦会社の支配権を売却すると判断した場合には、対象会社取締役はRevlon Dutyの下、株主価値を最大化する取引を追求、可能な限り存在し得る最大価格を実現するために必要な行動を取る義務を負う
  - SECの開示規制の下、買収取引が公表される際は、当該M&A取引に関する事項に加えて他の(潜在的)買収候補者からの具体的な経済条件を含む提案や、交渉など詳細な買収プロセスに関する開示が求められる
- 具体的には、対象会社取締役は、会社の“競売人”としてMarket Check(他の買収提案の可能性を探るための市場調査)等を積極的に実施し、潜在的な買収提案を募ることも含めた最高価格の追求が期待されている
  - 事前のMarket Checkが困難な場合(緊急性が高い場合など)は、Go Shop条項(案件公表後の一定期間、対象会社に対抗買収者を勧誘する権限を与える条項)に基づき、対象会社取締役が能動的に潜在的買収者の対抗提案の有無を確認する場合もある
- 米国上場企業の買収後、対象会社取締役は、対象会社株主等から訴訟(クラスアクションや株主代表訴訟等)を提起され、裁判所プロセスを通じて対応に不備があったと認められた場合に莫大な損害賠償義務を負うこともあることから、取締役としてのFiduciary Dutyを果たすため、株主のために実現可能な最善の価値を追求する

2

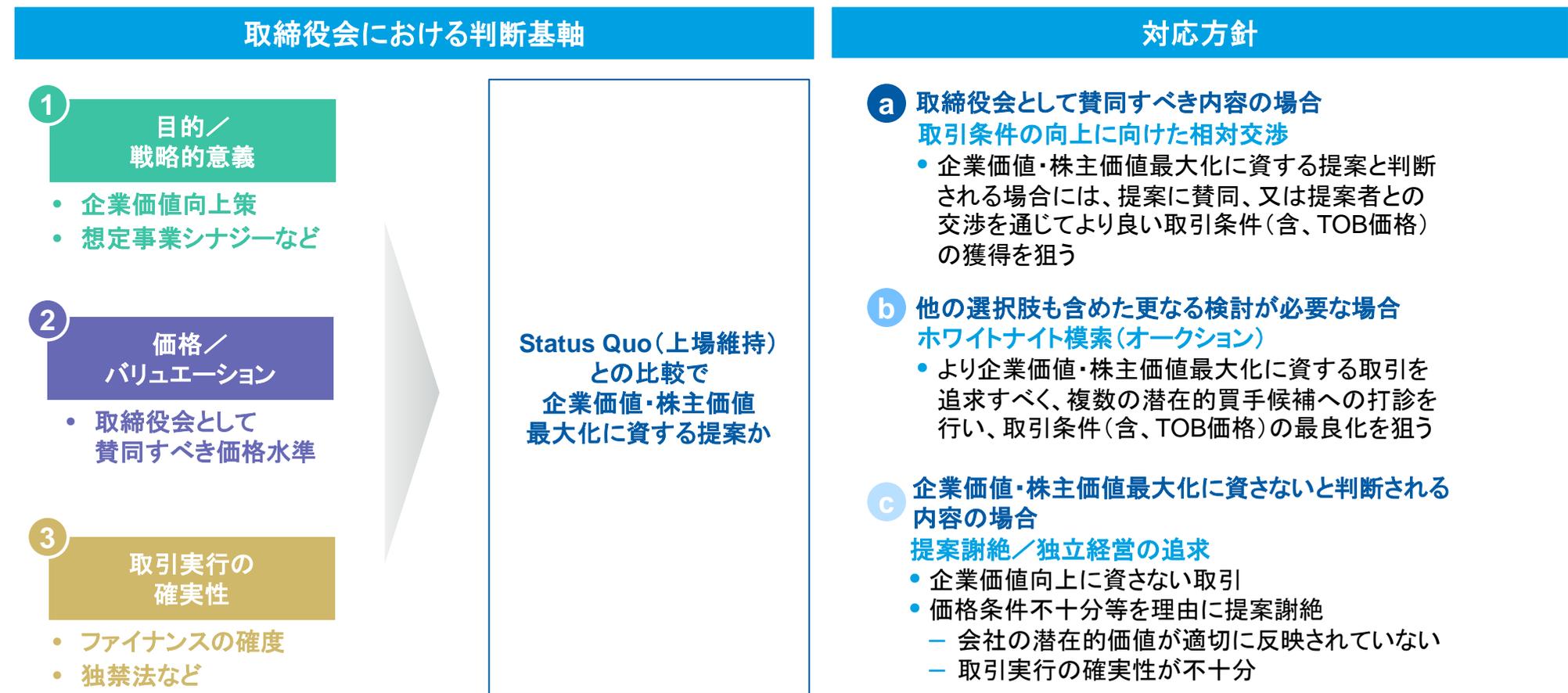
日本

- 取締役の善管注意義務、忠実義務を果たす観点から、買収提案を受領した場合は(有事・平時間問わず)対象会社取締役会として真摯に検討する必要がある
  - なお、平時において受領した買収提案を必ず公表する必要はなく、実際に公開買付(買収)が公表された場合においても、現行の公開買付規制の下では、他の(潜在的)買収候補者の具体的な経済条件を含む提案や交渉経緯について詳細に開示することは求められていない状況
- 米国においてはRevlon Dutyの下で、一般投資家・少数株主の保護の観点から株主にとって最善な取引が担保される仕組みになっている一方、日本においては、「企業価値」の向上に資するか否かが中心的な判断基準となっており、米国に比して取締役会(および特別委員会)の判断に委ねられる範囲が広がっている

注:  
1. 優位的提案とは、右記の要件を含め適当な要素を全て考慮した上で、株主に対してより優位的な提案と見なされたもの(経済的条件、案件合意のグローミングのタイミングと確実性、許認可取得の必要性、資金調達確実性)

# Unsolicited(非招請)／非友好的買収提案を受けた場合の対応方針

- Unsolicited(非招請)／非友好的買収提案の場合でも、企業価値や株主価値に資する提案内容の場合もあり得る(高い事業シナジー、高プレミアム等)
- 今後は、国内外の同業種や異業種からのアプローチが増えることも予想され、提案内容が公開される可能性も大
- 会社としての検討プロセスの透明性、説明責任はより高まっていくものと想定される
  - 特別委員会を組成するケースの増加(保身目的と見なされないための体制作り)



# 非友好的買収提案が交渉を経て最終的には友好的取引となった事例

## 2008年8月18日公表、三菱UFJフィナンシャル・グループによるユニオンバンクの完全子会社化

### 案件の主な経緯

- 1996年に三菱UFJフィナンシャル・グループ(MUFG)及びその関連会社はユニオンバンク・コーポレーション(UNBC)の過半数を取得し、その後案件公表時点では株式の約64.9%を保有
- 本件において、BTMUは1株\$73.50を対価にUNBCの全株式を公開買付け及びスクイズアウト手続きによって取得し、MUFGはUNBCを完全子会社化
- 本件交渉の途中段階では、**MUFGは対象会社の同意ないまま公開買付けの実施を発表したものの、その後の交渉を経て最終的には友好的取引として完了**

### 案件概要

|                                   |                           |
|-----------------------------------|---------------------------|
| 買収契約締結発表日                         | 2008年8月18日                |
| 公開買付価格(1株あたり)                     | \$73.50                   |
| 買付対価                              | 現金                        |
| 買収総額                              | \$3.5Bn                   |
| 公開買付期間                            | 8月29日より9月26日まで<br>(20営業日) |
| プレミアム(発表前日終値比 <sup>(1)</sup> )    | 26.3%                     |
| プレミアム(過去1ヵ月平均株価比 <sup>(1)</sup> ) | 45.2%                     |
| 株価修正自己資本倍率                        | 2.3x                      |
| PER(FY2009E)                      | 16.5x                     |

注:  
1. 当初公開買付け発表日である2008年8月12日終値に対するプレミアム

### UNBCスペシャル・コミッティとの交渉経緯

■ MUFG/BTMU ■ UNBCスペシャル・コミッティ ■ 両社

|          |   |
|----------|---|
| 4月26日    | MUFGはUNBC経営陣に対して、初回の予備的提案を実施<br>- UNBC全株式(MUFG/BTMU保有分除く)を現金1株\$58で取得   |
| 4月29日    | UNBCにてスペシャル・コミッティが設置される   |
| 6月22~23日 | スペシャル・コミッティは提案価格はUNBC株式の価値を十分に反映しておらず、UNBC株主の利益に寄与しない旨回答  |
| 6月25日    | MUFGは事業計画共有をスペシャル・コミッティに要請  |
| 7月3日     | MUFGは事業計画に関する追加情報及び事業計画に関するUNBC経営陣とのミーティング開催をスペシャル・コミッティに要請   |
| 7月23日    | スペシャル・コミッティの代表はMUFGに対して、提案価格に対する見解は変わらないが本件プロセスを遅延させる意思はない旨の伝達あり  |
| 8月1日     | スペシャル・コミッティはMUFGに修正事業計画を提出  |
| 8月4日     | 修正事業計画レビューのためにUNBC経営陣とミーティングを実施   |
| 8月12日    | MUFG/BTMUの取締役会はスペシャル・コミッティ及び取締役会の同意なしで、現金1株\$63で公開買付を実施することを公表  |
| 8月13日    | MUFGの公開買付価格に同意できない旨のプレスリリースを発行<br>スペシャル・コミッティからMUFGに対して、1株\$63の公開買付価格はUNBC株式の価値を十分に反映しておらず、1株\$79の公開買付価格であればUNBC株主に推奨する用意がある旨の対案を提示 |
| 8月14~16日 | MUFGとスペシャル・コミッティ間、及び両社のアドバイザー間で、価格その他取引条件に関する交渉が継続  |
| 8月18日    | MUFG/BTMUの取締役会が1株\$73.5の取得価格と買収契約を承認<br>UNBC及びBTMUは買収契約を締結し、プレスリリースを発行  |

出所: SECファイリング資料

SECTION 5

---

# 平時における準備・検討(ストラテジック・レビュー)の重要性

## 平時における準備・検討(ストラテジック・レビュー)の重要性

- 本源的価値を時価総額に正しく反映させる事が一義的な／最大の防衛策であり、有事の際に直ちに適切な対策がとれるよう、平時からの予備的準備が肝要
- 定期的に同社の事業ポートフォリオの見直し、課題の洗い出しを行うことが重要

| 平時                |   |
|-------------------|---|
| 株価対策              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 日常的な株価(時価総額)及び出来高のモニタリング</li> <li>• 既存及び新規の株主の動向のモニタリング</li> <li>• IR活動を通じた適切な株価水準の形成に向けた取り組みを実施</li> </ul>  |
| 事業計画の検証           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>経営環境を踏まえた事業計画(事業戦略及び資本政策)の検証</u></li> <li>• <u>将来的な市場環境／競争環境の変化時に応じたシナリオ及び、更なる構造改革の予断なき追加施策の検討</u></li> </ul>   |
| 本源的価値の把握          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>現行の経営戦略(事業計画)に基づく本源的価値分析の実施</u></li> <li>• <u>本源的価値と時価総額のギャップの常時把握</u></li> </ul>   |
| 最適資本構成の検証         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 企業価値最大化のために<u>WACCを最適化する資本構成</u>の検証</li> </ul>   |
| 脆弱性分析             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 本源的価値と時価総額のギャップの要因分析の一環として、<u>外部視点での自社に対する脆弱性分析の実施</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>– ガバナンス、経営戦略、資本政策、バリュエーション、IR戦略における課題と対応策・施策の抽出・検証</li> </ul> </li> </ul>  |
| 企業価値最大化に向けた対応策・施策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>上記に基づく対応策・施策は、聖域を設けずに、包括的に検討した上で、それぞれの施策を実施する場合のプロコン／優先順位を内部で整理する事が重要</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>– <u>上場子会社の完全子会社化／売却を含む、事業ポートフォリオの見直しも、このような対応策・施策の一例</u></li> </ul> </li> <li>• 適切な株価水準の形成に向けてIR活動の強化の検討</li> </ul> |

| 有事   |                               |
|--|-------------------------------|
| アクティビズム<br>(株主提案)  | Unsolicited(非招請)／<br>非友好的買収提案 |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 有事にはコントロールが困難な状況下で、多種多様な提案やアプローチを受けることが想定され、<u>常に迅速かつ客観的評価に基づいた慎重な対応を行う事が肝要</u></li> <li>• そのためには、左記のような平時における予備的準備の一環で、経営会議や取締役会にて株節価値の創造・最大化に向けた様々な戦略の検討・検証を常時実施していることが重要となる             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 「社内の考え・ロジック」だけでなく、<u>客観的な／資本市場視点に基づく、「相手側がどう考えているか」を見る事が重要</u>であり、その視点及び対策を提供できる「各分野の専門家」のサポートが有益</li> </ul> </li> <li>• 検討のため適切な体制の整備(例:特別委員会の組成)</li> </ul> |                               |

## サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)

2019年6月13日公表

## Third Pointによる主な指摘

割安な株価及び  
バリュエーション

- 競争力のある質の高い事業を有し、優秀な経営陣がいるにも関わらず、株価は直近10年間で最も低いマルチプル水準(6月上旬頃、P/E 11x)
- グローバルで見ても最も割安な大手企業の1つである
- 低い株価の主な要因は、複雑な事業ポートフォリオによるコングロマリット・ディスカウント

## 割安なバリュエーションを改善するための施策案

1

半導体事業の  
スピン・オフ<sup>(1)</sup>

- モバイル向けCMOSイメージセンサー市場シェア70%を誇り、日本に残された最も競争力の高い半導体事業の1つであるにも関わらず、全体収益への貢献が18%しかないことから、投資家から十分な評価を受けられていない
- 日本版タックスフリー・スピン・オフの第1号案件として模範になるべき事業
- 半導体事業で創出されたキャッシュフローは他事業に充当され、十分な設備投資やR&Dを実施できていない。独立することで、設備投資とR&Dに資源を集中できる

2

エンタテインメント  
事業のリーダー  
としての再定義

- ゲーム、音楽、映画の全ての分野で世界をリードするポジションを有する稀有な存在として再定義、バリュエーション倍率の引き上げ効果も期待可能(Third Pointの見立て上、エンタテインメント事業の適正AV/EBITDAが10x-15x程度と推測)
- 各業界は今後拡大が期待されており、半導体を外したベースであれば、CAGRで10%超のEBIT成長の実現が可能
- ソニーを担当するセルサイドアナリストの大半もインターネット・エンタテインメントの知見が乏しいエレクトロニクス担当アナリストであるため、ゲーム・エンタテインメント事業が全体価値の70%を占めているソニーを適切に評価できていない

3

保有上場  
株式の売却

- 事業面における関連性が低いため、保有する上場株式を売却し、成長投資あるいは株主還元へ充当すべき

4

レバレッジの  
活用・資本政策

- 足元で保有するネットキャッシュに加え、同業他社と同等なレバレッジを活用し、さらに保有している上場株式の売却を併せると\$34Bnの活用されていない資金力があり、現在の時価総額の50%超に当たる規模での投資や株主還元が可能

注:  
1. タックスフリー・スピン・オフの事例についてはSection3.ご参照

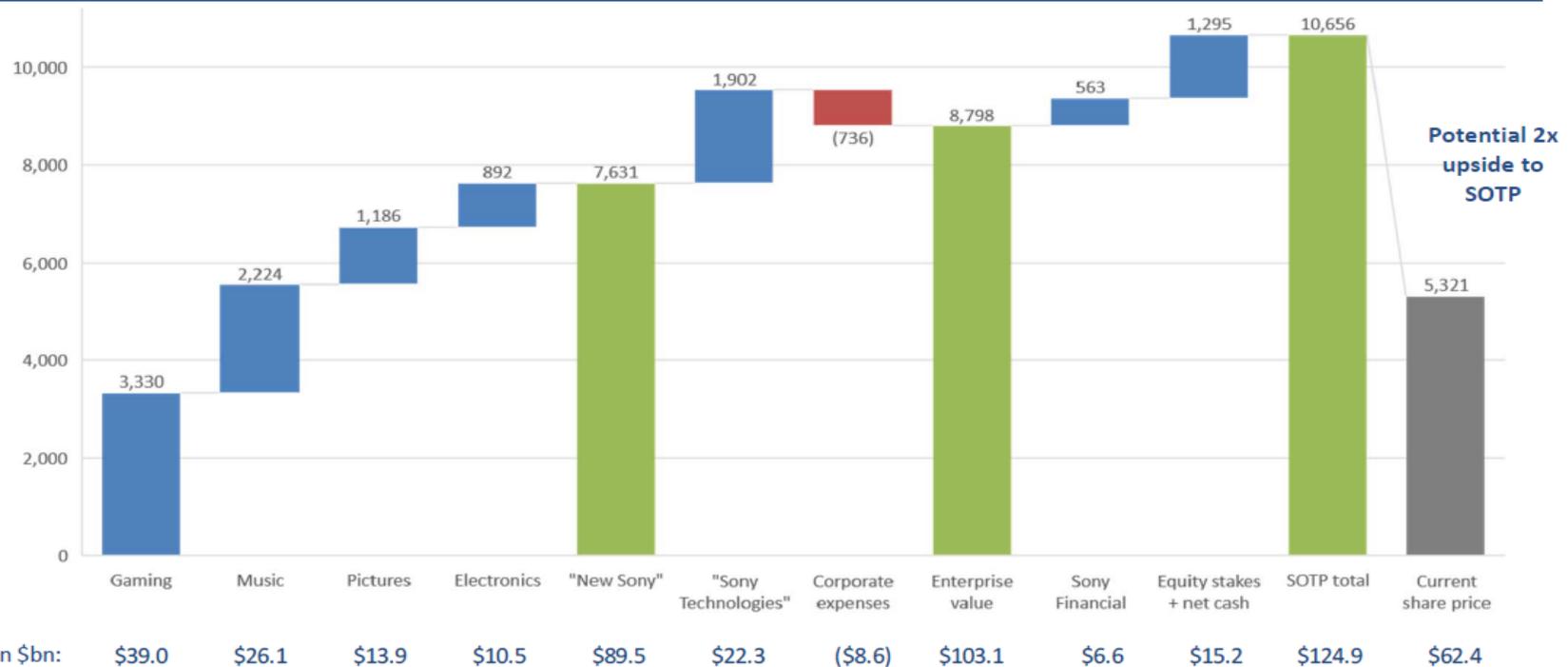
# サード・ポイントによるソニーへの主な指摘・提案(2019年)(続き)



## Significant upside... if value is unlocked

- We see significant upside over the medium-term if Sony's value is unlocked
- Share price upside is even higher if Sony continues to buy its own shares at a discount to intrinsic value
- Importantly, under this plan Sony would be well-positioned to continue to grow over the long-term

SOTP value per share, YE21 (JPY)



Source: Third Point valuation analysis; Company reports. Net cash as of YE21



# サード・ポイントの公開書簡に対するソニー回答(2019年)



2019年9月17日公表

|                  |   |
|------------------|---|
| ソニーマネジメントによる現状認識 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2015年4月初めから2019年8月末の期間においてTSRは+91.4%と、TOPIXの+8.1%、S&amp;P500の+55.6%を大きくアウトパフォーム</li> <li>— 事業の選択と集中、事業ポートフォリオ見直しなどにより、収益性と資本効率の改善を着実に促進</li> <li>— それぞれの事業分野が高い競争力を持ち、安定的なキャッシュフロー創出力を有する。2017年度、2018年度の2期連続で、連結営業利益および1株当たりの純利益ともに最高益を達成。ROEも安定的に改善して2期連続で10%以上の目標を大きく超過</li> <li>— 創出キャッシュは、厳格な財務規律の下将来の成長に向けた投資と、自己株式取得や安定配当の増額などの株主還元充当</li> </ul> |
|------------------|---|

## サードポイント提案      ソニーの回答

|                            |     |  |
|----------------------------|-----|--|
| ①<br>半導体事業の<br>スピン・オフ      | No! | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>取締役会は全会一致で半導体を保有し続けることが、長期的な企業価値向上に資するとの結論</b></li> <li>● 半導体事業の成長機会及び当該事業の高い成長率／特長的な事業構造について詳細に言及                         <ul style="list-style-type: none"> <li>— イメージセンサーとAIの組み合わせによる、IoT、自動運転、ゲーム、先端医療など幅広い領域への活用等</li> <li>— 過去10年においては、スマートフォン用途を中心に、年率約17%という大変高い売上成長を実現</li> <li>— 広い顧客ベースと高い市場シェアシリコンサイクルと呼ばれる市況変動の影響を受けにくい事業構造を構築</li> </ul> </li> <li>● 外部専門家についても上場企業として運営する際には、維持コストとマネジメントリソース、税務面での機会損失等、相当規模のディスシナジーが生じると試算</li> </ul> |
| ②<br>金融子会社の<br>売却          | No! | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>現時点では、傘下のソニーフィナンシャルホールディングス(SFH)株式の保有を維持するとの結論</b></li> <li>● SFHは安定的に高い収益力を維持し、グループに利益面で大きな貢献をしており、ソニーブランドとの親和性も高い事業であると主張</li> <li>● 経営体制の強化、株主還元の拡大、情報開示の更なる充実等の取り組みを、SFHの経営チームと連携して進めることで、その企業価値を今後更に拡大することが可能であると判断</li> </ul>  |
| ③<br>保有上場<br>株式の売却         | Yes | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 保有するオリンパスの普通株式を全株売却</li> <li>● その他の上場株式については、事業戦略上の保有意義と保有株式の経済価値を総合的に検討</li> </ul>   |
| ④<br>レバレッジ<br>の活用・<br>資本政策 | Yes | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2019年度は、2,000億円を上限に自己株式の取得枠を設定(2019年5月)。今後も戦略的な資本政策の一つとして機動的に検討</li> <li>● 財務戦略的な見地ならびに足元の市場環境を総合的に検討。普通社債1,000億円の発行登録を実施</li> </ul>  |

APPENDIX A

---

# ValueActによるオリンパスに対するアクティビズム



# ValueActによるオリンパスに対するアクティビズム

強固な事業基盤を持つ医療事業を有するものの、映像事業の苦戦やガバナンス問題の顕在化等により近年の資本市場の評価は大きく低迷

- オリンパスの医療事業は、グローバルシェア80%超を誇る消化器内視鏡を筆頭に、高い技術的優位性により高い売上高成長と利益創出を実現しております
- 他方で、医療事業の高コスト体質、更に映像事業(デジカメ)の売上高減少・低収益性を要因として、全社ベースでの利益成長及び利益率は、グローバル医療機器の類似企業対比で大きく劣後しております
- 加えて、幾つかのガバナンス面での問題(米国での反キックバック法抵触事案等)も株価の押し下げ要因として指摘されている状況でした
- 今般、オリンパス社はValueAct社(持分5.1%)からの取締役受け入れを2019年6月開催予定の定時株主総会にて諮ると発表。市場からは、医療及びその他事業の経営効率化の迅速な実施、経営陣の経営目標へのコミットの高まり等が期待されております

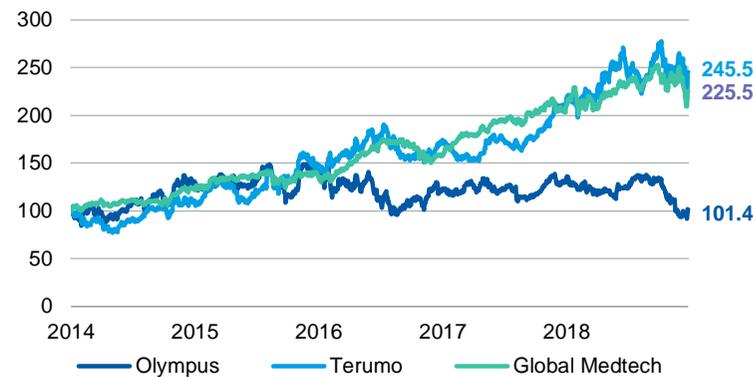
## 事業概要

|    |     |                   |  |
|----|-----|-------------------|--|
| 医療 | 内視鏡 | 消化器内視鏡<br>超音波内視鏡等 |  |
|    | 外科  | 外科手術用<br>周辺機器等    |  |
|    | 処置具 | 内視鏡処置具等           |  |
| 科学 |     | 生物顕微鏡<br>工業用顕微鏡等  |  |
| 映像 |     | デジタル<br>一眼カメラ等    |  |

出所: 会社情報

## 株価の推移<sup>(1)(2)</sup>

指数化/2014年1月4日-2018年12月28日



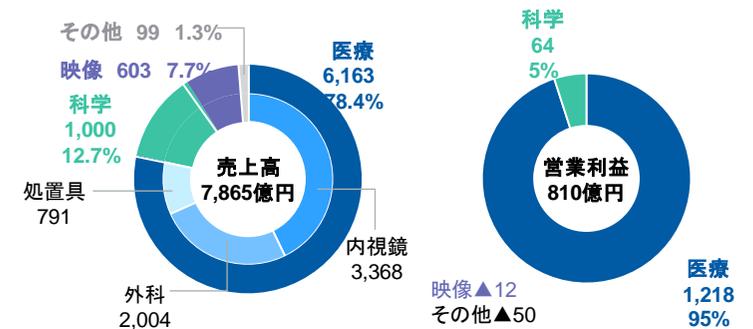
出所: Capital IQ

注:

1. 2014年1月4日時点株価に基づき指数化
2. Global Medtechは次の企業の指数株価の平均値: Medtronic plc, Stryker Corporation, Boston Scientific Corporation, Teleflex Incorporated, Becton, Dickinson and Company
3. MDT: Medtronic plc, BSX: Boston Scientific Corporation, BD: Becton, Dickinson and Company

## セグメント別情報(2018/3期)

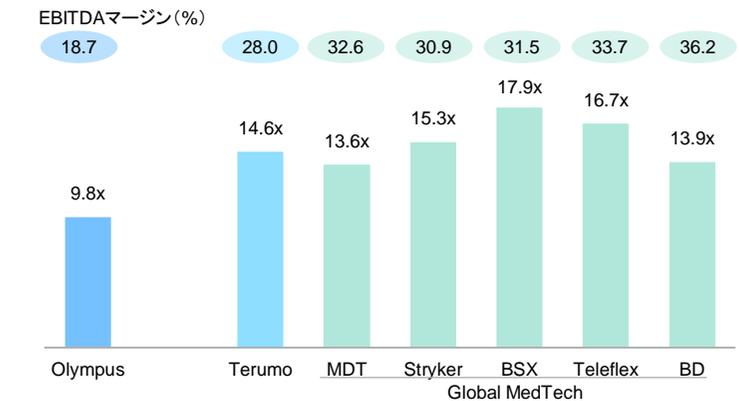
億円、%



出所: 会社情報

## 類似企業とのマルチプルとマージンの差異<sup>(3)</sup>

AV/EBITDA (NTM) / EBITDAマージン (NTM) (2018年12月28日時点)



出所: Capital IQ

# オリンパスが公表した企業変革プラン「Transform Olympus」

2019年1月11日公表

- 2019年1月11日、オリンパスはグローバル・メドテックカンパニーへの飛躍を目指した企業変革プラン「Transform Olympus」を策定したと発表しました
  - 4月1日付で現社長の笹氏が退任するとともに、竹内CFO副社長が新社長に就任する人事を同時公表
- ValueActはオリンパス株の5.1%を保有し、利益率・成長率の改善を経営陣に要求していました
  - オリンパスが協調姿勢を維持したため、目立ったパブリックキャンペーンはなし
  - 目標達成の前提として取締役の派遣を要求し、提案受け入れを実現

## Rob Hale氏略歴



**D. Robert Hale**  
ValueAct Capital  
Management  
Partner

## 主な経歴

- The Parthenon Group
  - 戦略コンサルティング業務
- Parthenon
  - 上場株投資ビークル (Strategic Value Capital) における投資業務

## 「Transform Olympus」概要

1

### グローバル経営体制及びグローバル人事制度の導入

- 5名の経営執行責任者がグローバル・グループ全般を統括

2

### 医療事業の再編成:「Transform Medical」

- 内視鏡事業部門(日本拠点)及び治療機器事業部門(米国拠点)の2事業部門体制に移行

3

### コスト削減および資本効率改善への取り組み

- 2020/3Eの販売管理費・研究開発費を2018/3A水準への圧縮を標榜
- 2020/3E以降の長期的なコスト削減計画についても策定を進める

4

### 指名委員会等設置会社への移行

- 2019年定時株主総会において監査役会設置会社から指名委員会等設置会社への移行するため定款変更を提案予定

5

### 新取締役候補者3名の選任を検討

- 2019年定時株主総会において、ValueActのパートナーであるRobert Hale氏及びその他2名の取締役の選任を提案予定
  - 尚、その他2名の新取締役は、メドテック業界のトップクラスの企業における経営実績を有する候補者の選任を予定しており、かかる候補者の検討に際しては、ValueActからの助言も参考に予定

出所: 会社資料

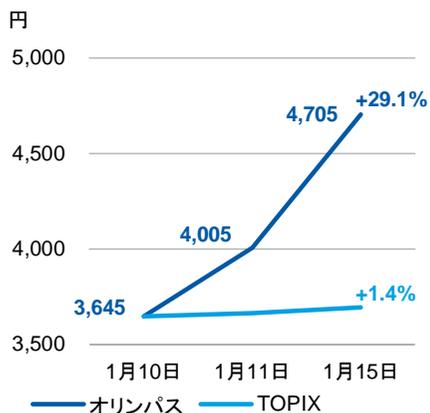
# 「Transform Olympus」公表における資本市場・報道機関の見方



公表内容を資本市場及び報道紙面はポジティブに評価。同社株価は公表日以降大きく伸長

- 本件に関するアナリストコメント、紙面報道についてポジティブな内容が太宗を占めております
  - ActivistであるValueActを取締役に迎え入れ協調していく姿勢を会社が示した点について、日本のガバナンス・資本市場において新たなアクティビズムが形成される可能性について言及するコメントも散見

本件公表以降の株価推移<sup>(1)</sup>



出所: Capital IQ

## 本件における資本市場・報道機関の見方

- **大株主ValueActからの取締役選任など、ガバナンス改善に向けた計画はポジティブサプライズである。**我々は投資判断OWを継続する...(医療事業等の)再編成は、同社が得意とするCapital製品事業(例えば消化器内視鏡で世界市場シェア85%を誇る)から、これまで販売面・開発面で課題が多かったDisposable製品事業へと拡大していくうえで、有効な組織再編だと我々は認識している (2019/1/15 Broker A)
- **利益率上昇、グローバルでの競争力向上、経営迅速化という点でポジティブな内容。**定量的な業績目標やコスト削減施策の詳細は今回は開示されなかったが、中期的には、計画の進捗を見ながら業績・バリュエーションの上昇が期待できると考える (2019/1/15 Broker B)
- ヘイル氏は「オリンパスの方々と今後も一層建設的な関係を継続していく」とのコメントを出した。2013年に安倍晋三政権が打ち出したコーポレートガバナンス(企業統治)改革で経営者と株主の建設的な対話が促されるようになった。企業側は社外取締役の導入など外部の目を経営に取り入れるように求められ、投資家側には企業価値を高めるように積極的に行動することを求められた。徐々に英米並みの市場ガバナンスが整いつつある日本市場。オリンパス株の終値は前日比360円(10%)高の4,005円だった。急騰劇からは、**オリンパス経営陣の決断が世界の投資家の日本市場に対する見方を変えるきっかけになる可能性すらみてとれる** (2019/1/11 日経ニュース)
- **US activist hedge fund ValueAct has scored a victory with its first investment in Asia**, forcing Olympus to accept three foreign board directors... **The fund's success could mark a turning point for activism in Japan, revealing the vulnerabilities of certain Japanese boards in an era of heightened focus on governance and stewardship**...in contrast to other recent activism campaigns, ValueAct's efforts were not focused on immediate returns of a share buybacks or a dividend increase, but on longer-term strategies to improve the company's profitability and global growth potential (2019/1/11 Financial Times)

出所: リサーチレポート、各種報道

注:  
1. 1月10日時点のオリンパス株価にTOPIXを相対化



# ValueActの参画前後のオリンパス経営体制の変更

ValueActの株主提案の結果として経営体制は刷新され、社外取締役比率は大幅に増加

- オリンパスは2019年定時株主総会を経て、監査役会設置会社から指名委員会等設置会社へ移行しております

### 着実な業績改善を実現

オリンパス、純利益640億円に今期7.9倍、内視鏡が好調

- オリンパスは6日、2020年3月期の連結純利益(国際会計基準)が前期比7.9倍の640億円になりそうだと発表した。従来予想から10億円引き上げた。主力の内視鏡が中国など海外で好調に推移しているほか、新たに注力する治療機器も伸びている
- 内視鏡は従来の先進国に加え、アジアで伸びている。中国政府が進める医療水準の向上策が追い風になっている。顕微鏡や工業用の検査装置を手がける科学事業も米国を中心に堅調だ

### オリンパスの株価推移<sup>(1)</sup>



### 経営体制の変更

#### 2018年

##### 取締役

|        |                     |
|--------|---------------------|
| 笹 宏行   | (代表取締役社長<br>執行役員)   |
| 竹内 康雄  | (取締役副社長<br>執行役員CFO) |
| 田口 晶弘  | (取締役専務<br>執行役員)     |
| 小川 治男  | (取締役専務<br>執行役員)     |
| 平田 貴一  | (取締役常務<br>執行役員)     |
| 藤田 純孝  | (社外取締役)             |
| 片山 隆之  | (社外取締役)             |
| 神永 晋   | (社外取締役)             |
| 木川 理二郎 | (社外取締役)             |
| 岩村 哲夫  | (社外取締役)             |
| 榊田 恭正  | (社外取締役)             |

##### 監査役

|       |         |
|-------|---------|
| 古閑 信之 | (常勤監査役) |
| 清水 昌  | (常勤監査役) |
| 名取 勝也 | (社外監査役) |
| 岩崎 淳  | (社外監査役) |

#### 2019年

##### 取締役

|                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| 竹内 康雄           | (取締役代表執行役<br>社長兼CEO) |
| 笹 宏行            | (取締役)                |
| Stefan Kaufmann | (取締役執行役CAO)          |
| 古閑 信之           | (取締役)                |
| 清水 昌            | (取締役)                |
| 藤田 純孝           | (社外取締役)              |
| 片山 隆之           | (社外取締役)              |
| 神永 晋            | (社外取締役)              |
| 木川 理二郎          | (社外取締役)              |
| 岩村 哲夫           | (社外取締役)              |
| 榊田 恭正           | (社外取締役)              |
| 名取 勝也           | (社外取締役)              |
| 岩崎 淳            | (社外取締役)              |
| D.Robert Hale   | (社外取締役<br>大株主関係者)    |
| Jim C.Beasley   | (社外取締役<br>大株主関係者)    |

##### 執行役

|                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| 竹内 康雄           | (取締役代表執行役<br>社長兼CEO) |
| 田口 晶弘           | (執行役COO)             |
| 小川 治男           | (執行役CTO)             |
| 境 康             | (執行役CFO)             |
| Stefan Kaufmann | (取締役執行役CAO)          |

#### 2020年<sup>(2)</sup>

##### 取締役

|                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| 竹内 康雄           | (取締役代表執行役<br>社長兼CEO) |
| Stefan Kaufmann | (取締役執行役CAO)          |
| 古閑 信之           | (取締役)                |
| 藤田 純孝           | (社外取締役)              |
| 神永 晋            | (社外取締役)              |
| 木川 理二郎          | (社外取締役)              |
| 岩村 哲夫           | (社外取締役)              |
| 榊田 恭正           | (社外取締役)              |
| 名取 勝也           | (社外取締役)              |
| 岩崎 淳            | (社外取締役)              |
| D.Robert Hale   | (社外取締役<br>大株主関係者)    |
| Jim C.Beasley   | (社外取締役<br>大株主関係者)    |

##### 執行役

|                 |                      |
|-----------------|----------------------|
| 竹内 康雄           | (取締役代表執行役<br>社長兼CEO) |
| Nacho Abia      | (執行役COO)             |
| 田口 晶弘           | (執行役CTO)             |
| 武田 睦史           | (執行役CFO)             |
| Stefan Kaufmann | (取締役執行役CAO)          |

出所: 日本経済新聞(2020年2月6日)、会社情報、Capital IQ

注:  
1. TOPIXは2018年3月1日オリンパス株価終値に基づきインデックス化  
2. 2020年7月30日時点

APPENDIX B

---

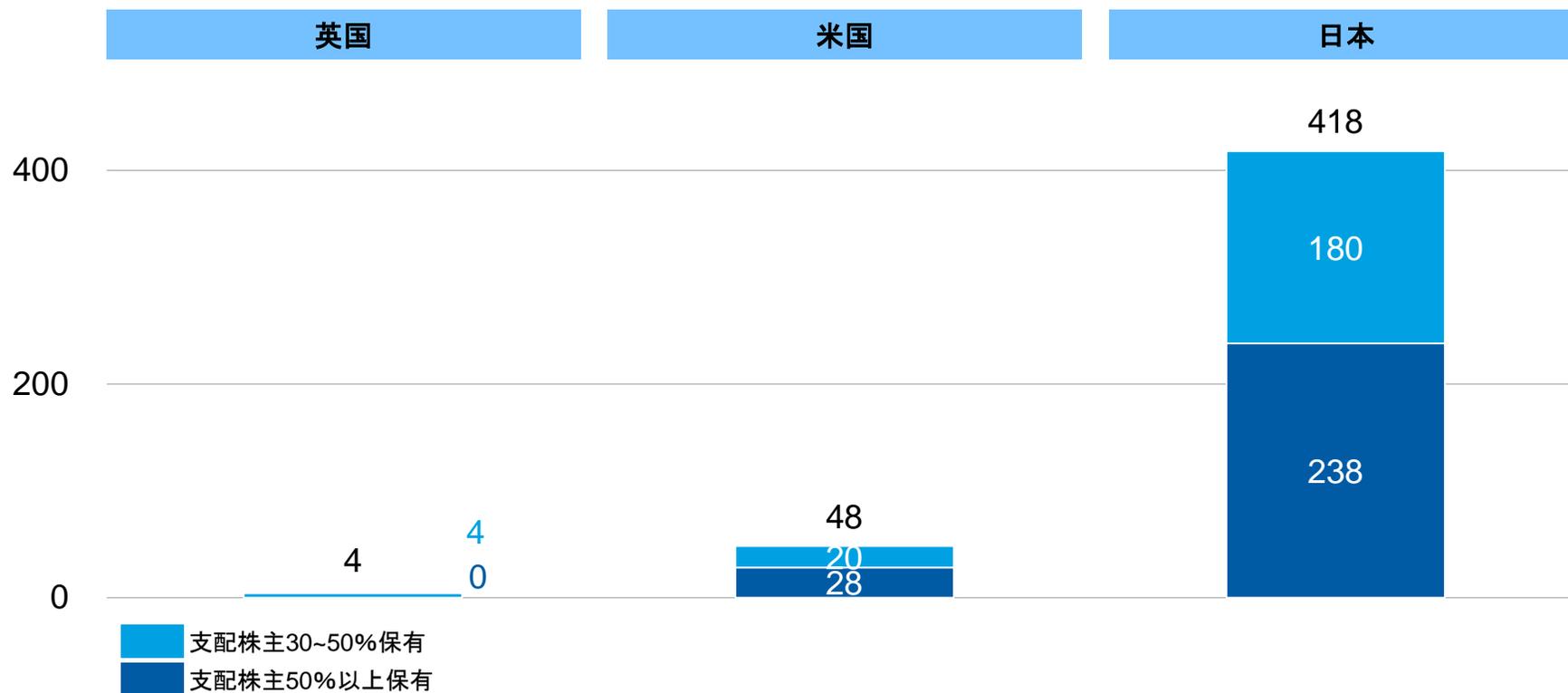
# 各国の部分買収に関する考察

# 各国の上場子会社数(上場支配株主保有比率30%以上)の総数比較

## ■ 日本の上場子会社数は他国と比べて相当高い水準にある

各国上場子会社数<sup>(1)</sup>

2018年12月年時点



|                      |       |       |               |
|----------------------|-------|-------|---------------|
| 上場会社総数               | 1,920 | 5,348 | 3,892         |
| 上場子会社比率<br>(30%以上総数) | 0.20% | 0.89% | <u>10.73%</u> |

出所: 利益相反構造のあるM&A海外法制調査(ホワイト&ケース法律事務所、2019年1月10日)

注:

1. 上場支配株主及び上場子会社自身が同一国の取引所に上場している会社数

## 米国(デラウェア州)法における取締役会の義務

### ■ 対象会社取締役会は株主に対してFiduciary Dutyを負っているため慎重な判断が求められている

#### Fiduciary Duty

**Duty of Care(善管注意義務):** 自身と同じ立場にある者と同程度の注意、スキル、慎重さなどをもってその職務を遂行する義務

**Duty of Loyalty(忠実義務):** 会社の利益を図るべき任務に反して、自己または第三者の利益を追求してはならないという義務

**Business Judgment Rule(経営判断の原則):** (取締役と会社・株主間に利益相反状況がないことを前提に) 経営陣が業務執行に関する意思決定の際に、適切な情報収集と意思決定プロセスを経て、権限の範囲内で決定された場合には、経営陣の判断が会社にとって最善の利益に資するものであると推定する原則

**Entire Fairness(完全なる公正):** 会社と取締役の間に利益相反の状況が存在する場合、支配株主が存在する場合、取締役が買手と売手の立場にある取引の場合、取締役は自らの判断のプロセスと結果(価格)が公正であったことを立証しなくてはならない

#### Revlon Duty: 実際に会社の支配権を売却すると決定した場合、売却価格の最大化を図る義務

- 同義務を果たすため、取締役会は可能な限り存在し得る最大価格を実現するため、競売人として真摯な行為を取らなくてはならない
- その中で、どの買い手候補がどの程度の価格を出せるかのMarket Checkは、可能な限り存在しうる最大価格を探し出す手段として活用されている
- Market Checkを通じて、取締役会は、可能性として存在する戦略的選択肢を把握し、株主価値を最大化する取引を承認する努力行為を取り、その行為は能動的で適切でなくてはならない
- このMarket Checkは、様々な形式(幅広く行うオークション、非公表かつ限定的オークション等)やタイミング(案件発表前、又は後(“Go-shop”条項))で行われるため、米系法律事務所からのアドバイスをベースに留意が必要である

# 米国(デラウェア州)における部分買収に関する考察

- 米国において部分買収自体は不可能ではないが、対象会社の取締役のみならず50%超を保有する支配株主は少数株主に対しFiduciary dutyを負うため、株主価値最大化や訴訟リスク等の観点から部分買収が行われることは極めて稀な状況

|                                  |  |
|----------------------------------|--|
| <p>1</p> <p>部分買収に関する制限</p>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 法制度上、買収者が一定の議決権を取得する場合でも、全部買付義務のある義務的公開買付が適用されることはなく、買収者は買付数の上限及び下限を自由に設定することが可能であり、部分買収を実施することも理論的には可能</li> <li>● しかしながら、<u>対象会社取締役会はFiduciary DutyやRevlon Dutyに基づき、株主価値最大化の観点から部分買収には同意できない可能性が高い</u></li> <li>● <u>対象会社取締役会の同意を取得せず15%以上の株式を取得した場合は、取得後3年間は対象会社との事業統合禁止<sup>(1)(2)</sup></u></li> <li>● 仮に部分買収を実行する場合には、<u>十分な少数株主保護に関する契約条項が必須</u>(一例は以下の通り)             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 一定のContinuing Director(対象会社が指名する取締役) + 独立取締役の設置</li> <li>— 独立取締役に対する一定の拒否権の付与</li> <li>— スタンドスティル条項(3~10年) / ロックアップ条項(3~5年)</li> <li>— 将来買収時における全部買付義務</li> <li>— 将来第三者買収提案に対する協力義務ないしは対抗買収の提案義務</li> </ul> </li> </ul> |
| <p>2</p> <p>上場子会社の運営に関する制限</p>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 仮に部分買収を実行し上場子会社を形成した場合、<u>支配権を保有する支配株主は対象会社の少数株主に対してFiduciary Dutyを負うとされており、親子間取引において少数株主に対して「完全な公正基準」(Entire Fairness)を満たすことが求められることからシナジーの実現に影響が生じる可能性</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>— 支配株主に立証責任が求められるEntire Fairnessを回避するためには、親子間取引について、独立取締役で構成されるConflict Committeeによる承認、および/または少数株主の過半数による承認のプロセスを形成する必要</li> <li>— 親子間取引の総額がで\$120,000ドルを超える場合、SEC規制に基づく開示が必要</li> </ul> </li> <li>● 多くの上場子会社の取締役会は、<u>少数株主保護の観点から、取締役の過半数は独立取締役で構成されているのが一般的</u>であり、親会社として支配・運営は困難となる可能性</li> </ul>  |
| <p>3</p> <p>上場子会社の非公開化に関する制限</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場子会社を支配株主が完全子会社化する取引は、利益相反(Conflict of Interest)のあるM&amp;A取引に該当し、<u>対象会社取締役は株主からFiduciary Duty違反を理由に損害賠償請求の株主代表訴訟を受ける可能性が高く、対象会社取締役は株主に対しEntire Fairness(完全な公正性基準)の義務を負う</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Entire Fairnessを回避する観点から、特別委員会設置、Majority of Minority等の公正性担保措置を取る必要あり</li> </ul> </li> </ul>   |

注:  
 1. 事業統合は、対象会社の合併、会社の全資産(連結)時価総額の10%以上の価値を持つ資産の取引、買収者への新株発行、持株比率を増加させる取引、財務上の援助を含む  
 2. 対象会社取締役会の同意を取得した場合に加えて、発行済株式の3分の2以上を保有する非関連株主に承認された場合、買収者が当該取引開始時点において85%以上の保有者であった場合も当該規制は適用されない  
 3. NYSE上場規則においては上場子会社の取締役会は過半数の独立取締役で占められる必要はない(少なくとも3名の独立取締役は必要)

# 英国(コード)における取締役会の義務

- 「コード」は、英国におけるM&Aを律する規則で、Introductionと一般原則(右記General Principles)及び38の規則(Rule)にて構成される
- 英国では「M&Aの成否を決する究極的な権利は、買収対象会社の株主にある」と考えられており、**コードの一般原則などを通じて、徹底した一般投資家・少数株主保護の原則が制度化されている**
  - － コード上に明示的には規定されていない事態が生じた場合であっても一般原則に遡って判断されるという「プリンシプル・ベース」の解釈・運用の実施
- 適用対象となる企業：
  - ① 英国で登録・上場する企業等
  - ② 英国に本部を置く企業
- 適用対象となる取引：
  - ① 適用対象会社に係る公開買付及びスキーム・オブ・アレンジメント<sup>(1)</sup>によるM&A
  - ② その他支配権の移転を伴う取引<sup>(2)</sup>

## 株主の平等な取扱い

対象会社(Offeree company)の同一クラスの株式の保有者は、全て同等な扱いを受けなければならない。また、ある者が企業の支配権を獲得した場合、その他の株主は保護されなければならない

## 株主による適切な判断の確保

対象会社の株主は、買収提案に関する適切な判断を行なうために十分な時間と情報を与えられなければならない(properly informed)。対象会社の取締役会は、株主に助言する際、買収が実行された場合の雇用、雇用条件、対象会社の業務の所在地への影響に関する見解を伝えなければならない

## 取締役の忠実義務

対象会社の取締役会は、対象会社全体の利益のために行動しなければならず、また、株主が買収提案の是非について判断する機会を奪ってはならない

## 株価操縦の禁止

対象会社、買収者(Offeror company)及びその他買収案件に関連する企業の株価については、人為的に操作されたり、通常の市場の機能が歪められるような形で誤った市場形成がなされてはならない

## 公開買付者による買収対価の確保

買収者は、買収提案を実施する際には全ての金銭的対価を満たすことを確約し、他のいかなるタイプの対価の履行をも保証する全ての合理的な措置を講じた場合にのみ、買収提案を発表することができる

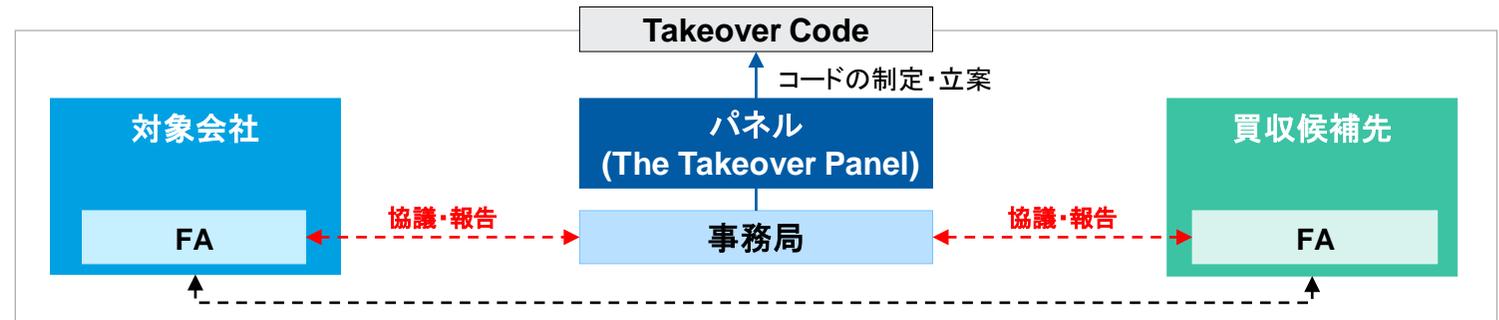
## 被買収者の事業活動の確保

対象会社は買収提案によって、合理的な期間を超えて業務の遂行を妨げられてはならない

注：  
 1. 日本法における合併に類似する取引  
 2. 親会社による子会社の株式買付や新株発行など

# 英国パネルに関する概要

- パネルはコードを公表・管理するとともにコードが適用されるM&A取引をコードの内容に沿って監督・規制する機関
- 「事務局」が日々発生する公開M&A取引の規制を実際に行う
  - ほとんどの公開M&A取引は、事務局とM&A当事者(FA)とのやり取り(コンサルテーション)で処理される
  - 事務局のケースオフィサー部門(問合せ担当チーム)の担当者の多くは、法律事務所、会計事務所、投資銀行からの出向者。出向者は出向元から完全に独立
- パネルの判断に対しては聴聞委員会と上訴委員会の2段階で異議を申し立てる手続きが保障されている
  - 裁判所は、異議申立手続きを経たパネルの判断を基本的には尊重し、これに介入しない



## 概要

1968年創設。主たる機能は、コードを公表・管理し、コードが適用されるM&A等 (Takeovers and other matters) をコードに沿って監督・規制すること。パネルに指名された者は、「パネル本体」「コード委員会」「聴聞委員会」のいずれかに属する

## コード委員会

パネルの立法組織を担う主体で、一部の例外を除いてコード維持・協議・修正の責任を負い、コードのレビュー、改正を行う

## 聴聞委員会

事務局による決定・制裁手続きを監督し、事務局の決定に不服がある者の申立ての審理や、事務局が特殊・重要と考える案件の審理を行うことを役割とする

## 事務局

①コードに基づく日々の規制・監督、②M&A当事者からの相談やコード解釈の照会、職権に基づく個別事案の調査、監視、③強制力のないガイダンス (Practice Statement) の発出、④ルーリングなど

## テイクオーバー上訴委員会

聴聞委員会の決定に不服がある者が申立てを行う組織。本委員会の決定は通常public statementの形で公表される

# 英国における徹底した一般投資家・少数株主保護の原則

## ■ 公開M&A取引に対するパネルによる厳格な監督と規制

|                             |  |
|-----------------------------|--|
| 部分的な取得に対する規制                | <ul style="list-style-type: none"> <li>対象会社の<u>30%以上の議決権</u>を取得しようとする場合には、<u>全ての株主に対して平等なオファー</u>を行い、<u>応募があった全ての株式を取得</u>しなければならない</li> </ul>   |
| 買収案件の公表に係る規制                | <ul style="list-style-type: none"> <li>買収者が対象会社にアプローチをする前であっても、<u>対象会社に対する噂(rumour)や憶測(speculation)報道等</u>があり、<u>対象会社の株価に不自然な(untoward)な動き</u>が見られ、それが買収者の行動に起因すると考えられる場合には、<u>買収者による対外発表が即時に求められる</u>(Rule2.2(d)) <ul style="list-style-type: none"> <li>例えば、対象会社の株価が1日に5%以上上昇した場合や、潜在的な買収者から対象会社へのアプローチがなされて以降、株価が10%以上上昇したような場合が考えられる</li> <li>ただし、株価が不自然であるかどうかは、単に株価の動きだけでなく、様々な要因によって判断され、対象会社の株価に関する大幅な変動があった場合にも、不自然ではないと判断されるケースもある</li> </ul> </li> <li>パネルは上述のRule2.2(d)に基づく公表が必要か否かという点の判断を行うために、<u>潜在的な買収者又はそのFAが早期の段階でパネルのコンサルテーションを受けることを求めている</u>(Practice Statement No.20-4.2)</li> </ul> |
| 資金確認<br>(cash confirmation) | <ul style="list-style-type: none"> <li>現金を対価としたオファーの際には、<u>買収者に要する資金の調達</u>が<u>確実であること</u>に対してFA等による確認(<u>Cash Confirmationの発行</u>)を受けなくてはならない(Rule2.7(d)、24.8)</li> <li>具体的には資金の状況に関するデュー・ディリジェンスが実施され、新たに資金調達に関する契約を締結する場合には、当該契約のドキュメンテーション・レビューが実施される <ul style="list-style-type: none"> <li>借入に関しては、所謂MACによる不実行を認めない等の非常に厳格な確認が必要</li> </ul> </li> </ul>  |
| 買収防衛策／<br>取引保護条項の制限         | <ul style="list-style-type: none"> <li>対象会社の取締役はオファーの進行中又は真正なオファーが差し迫っていると認識する理由が有る場合に、株主総会の事前の承認が無い限り、買収防衛策を採ってはならない(Rule21.1) <ul style="list-style-type: none"> <li>株主が買収提案の是非について判断する機会を奪ってはならないという原則</li> </ul> </li> <li>また、米国では取引保護条項として許容されているBreak up fee、Exclusivity、No-shop条項なども、パネルの同意が無い限り禁止されている(Rule21.2)</li> </ul>  |

# 英国における部分買収に関する考察

- 英国において買収プロセスはパネルによる厳格な規定の下で管理されており、コードの一般原則(General Principle)などを通じて、徹底した一般投資家・少数株主保護の原則が買収プロセスに対して適用されていることから、株主間の平等な取扱いを損なう可能性のある(30%以上の)部分買収が容認されることは極めて限定的な状況

|                        |                     |   |
|------------------------|---------------------|---|
| <b>1</b><br>部分買収に関する制限 | <b>A</b><br>義務的公開買付 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 原則的に、<u>議決権の30%以上を取得、ないしは議決権の30-50%の保有者が追加的に株式を取得する場合は義務的公開買付(Mandatory Offer)を行わなければならない</u>(RULE 9.1)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>– パネルにより義務的公開買付が適用免除となるケースもあるが、株主総会で買収者から独立した株主が承認した新株発行(Whitewash)や対象会社が深刻な財務状態にあるケースなど極めて限定的</li> </ul> </li> <li>• <u>義務的公開買付には応募株式の全部買付義務が付されており、部分買収を実行することは不可能(買手の意向で上限を付すことは不可能)</u></li> </ul>  |
|                        | <b>B</b><br>任意的公開買付 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 買収者によって自発的に行われる任意的公開買付(Voluntary Offer)の場合は、<u>パネルの承認を得られれば部分的公開買付(対象株式数以上の応募があれば応募数に応じたプロラタで取得)を実行することも可能</u></li> <li>• パネルはコードの原則に基づき少数株主に平等な退出の機会を与えることを重視しており、<u>30%以上の部分的公開買付に対して同意をすることは稀な状況</u>(RULE 36.1)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>– 30%以上の部分買収については、過去12か月間に対象株式を取得している場合、パネルからの同意は通常拒絶される(RULE36.2)</li> <li>– 30%以上の部分買収については、パネルからの同意に加えて、買収者から独立した株主の過半数の同意が必要(応募用紙において、公開買付への応募の意思表示とは別に、同意の意思を記載する)(RULE 36.5)</li> </ul> </li> <li>• <u>仮に部分買付を行った場合、買付後の12か月間は追加的な株式は取得できない</u>(RULE36.3)</li> </ul> |

# 日本における部分買収に関する考察

- 上場子会社の運営・上場子会社が関連するM&A取引という場面においては、近時の指針などにに基づき一定の制限(少数株主保護の観点からの公正性担保措置)が見られるものの、部分買収そのものに対する制約は英国、米国と比べて極めて緩いものであり、部分買収が実施可能な一つの手法として広まっている

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| <p>1</p> <p>部分買収に関する制限</p>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 一般的に、<u>買収が議決権の1/3超を取得する場合は公開買付を実施する必要<sup>(1)</sup></u></li> <li>• <u>買付後の議決権が2/3以上となる場合に限り、応募株式の全部買付義務が発生</u></li> <li>• <u>従って、買収者は自由に1/3超-2/3未満の範囲で買付の上限を定めて部分的公開買付を実施することが可能</u></li> <li>• <u>対象会社取締役としても少数株主保護の観点から部分的公開買付であることを理由にして反対意見を表明することは一般的ではなく、一定の割合で部分的公開買付が実施されている状況</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 2010年以降に買付後の議決権比率が30%以上となった公開買付は全366件<sup>(2)</sup>存在し、その中で上限付公開買付は64件<sup>(2)</sup>であり、17.5%を占めている</li> </ul> </li> <li>• 部分買収実施後の追加的な株式取得についても、法制度上特段制限はない</li> </ul> |
| <p>2</p> <p>上場子会社の運営に関する制限</p>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(2019年6月、経済産業省より公表)に基づいて、上場子会社としての独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制が構築されることが求められている</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 独立社外取締役に関する規定(少なくとも10年以内に親会社に所属していた者を選任しないこと)や取締役会における独立社外取締役の比率に関する目標(1/3以上や過半数等)等が含まれる</li> </ul> </li> </ul>   |
| <p>3</p> <p>上場子会社の非公開化に関する制限</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>形成した上場子会社を支配株主が完全子会社化する取引は、利益相反のあるM&amp;A取引に該当し、公正なM&amp;Aの在り方に関する指針(2019年6月、経済産業省より公表)に基づいて、一定の公正性担保措置が実施されることが求められている</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 独立した特別委員会の設置などM&amp;A取引の状況に即した適切な公正性担保措置を実施</li> </ul> </li> </ul>   |

注:

1. 第三者割当増資による取得などは適用外となる
2. 2020年10月30日時点。買付後議決権比率には特別関係者も含む。前日平均、1か月前平均、3か月前平均、6か月前平均プレミアムがマイナスである案件を除く

# 各国の買収制約に関する考察サマリー

|                          | 米国  | 英国   | 日本  |
|--------------------------|---|--|---|
| 1<br>部分買収を含むM&A取引を規定する主体 | <ul style="list-style-type: none"> <li>株主からの訴訟に基づく様々な判例（<u>厳しい賠償責任含む</u>）から <u>Practiceとしての義務を形成</u></li> <li>公開買付の規則自体は緩やか内容（義務的公開買付のルールなし、公開買付において買付上限及び下限は自由に設定可能、など）</li> </ul>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>徹底した一般投資家・少数株主保護を達成する <u>コードとパネルによる厳格な運用</u></li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li><u>金商法（公開買付規制）による規定</u></li> </ul>   |
| 2<br>部分買収の可否             | <ul style="list-style-type: none"> <li>公開買付の規則上は不可能ではないが、<u>挙証責任のハードルは高く、取引実施後の制約も多い</u></li> <li><u>実際には倒産の危機や厳しい事業状況の場合、事業上の特殊な理由がある場合等を除き稀な状況</u>（SBG/Sprint、MUFG/MS、Vivendi Activision等）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>30%以上の株式取得は <u>義務的公開買付が必要となり、応募があった株式の全部買付を行う義務が生ずる</u>（取得割合に上限を付すことはほぼ不可能）<sup>(1)</sup></li> <li>任意的公開買付も部分買収には <u>パネルの承認が必要であり、30%以上の部分的公開買付に対するパネルの同意はハードルが極めて高い</u></li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>買収者は買付後の <u>議決権が1/3超-2/3未満となる範囲では自由に買付上限を設定可能</u></li> <li>買付後の議決権が2/3以上となる場合に限り、<u>応募株式の全部買付義務が発生</u></li> </ul>    |
| 3<br>買付者の資金証明要否          | <ul style="list-style-type: none"> <li>買収資金の確保状況について開示が求められるが、<u>買収者が発表前に資金確保するという法的要件はなし</u></li> <li>但し、<u>対象会社が合併契約締結時点で必要資金の全額または一部を確保することを要求する場合も多い</u></li> </ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>現金を対価としたオファーの際には、<u>買収者に要する資金の調達に確実であることに対してFA等による確認（Cash Confirmationの発行）を受けなくてはならない</u></li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>買収資金の確保状況について開示が求められるが、<u>買収者が発表前に資金確保するという法的要件はなし</u></li> <li><u>相当程度の確度があれば、資金が確保されていなくても、買収の実行が可能</u></li> </ul> |

注：  
1. 株主総会で買収者から独立した株主が承認した新株発行（Whitewash）や対象会社が深刻な財務状態にあるケースなど極めて限定的

# Legal Disclaimer

本書は、情報提供のみを目的として作成されたものです。貴社におかれましては、ご提案させていただいているお取引その他に関する決定、契約、確約その他の行為に関する最終的なご判断をなさる際に決して本書に依拠されることのないように、また、本書をご使用なさらぬようお願いいたします。貴社、貴社の取締役、役員、従業員、代理人及び関係会社は、本書及び本書に関連して口頭で提供された情報を守秘するものとし、当社の事前の書面による同意がある場合を除き、その全体であると一部であることを問わず、第三者に対してこれを伝達もしくは開示すること、これを複製もしくは配布することやこれを公表することはできません。貴社が本書の対象とする受取人ではない場合には、すべての写しを直ちに削除及び破棄するようお願いいたします。

本書及び本書に記載されている分析は、部分的に、一定の仮定及び受取人、受取人の取締役、役員、従業員、代理人、関係会社及び/またはその他の情報源から当社が入手した情報に基づいて作成されています。当社が当該仮定及び情報を使用したことは、当社が当該仮定や情報を独自に検証したこと、または当社が当該仮定や情報に必然的に同意することを示すものではなく、当社は本書の目的においては、当該仮定及び情報が正確かつ完全であると仮定し、かかる正確性及び完全性に依拠しています。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書に関連して口頭で提供された情報または作成されたデータの正確性または完全性について、明示的であると黙示的であると問わず、一切表明及び保証は行わず、当該情報に関連して一切責任、義務または負担(直接的であるか間接的であるかは問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかは問わない)を負いません。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書における誤りまたは本書からの省略に基づく場合があり得るいかなる責任についても、これを負わないことを明記します。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、取引が本書に記載されている条件または本書に記載されている様態により実施されたかもしくは実施されること、または将来の見通し、経営目標、概算、予想または収益(もしあれば)が達成されることもしくはこれが合理的であることについて、明示的であると黙示的であると問わず、一切表明及び保証は行いません。本書に記載されている見解または条件は予備的なものであり、本書の日付時点で有効である財政、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、変更される可能性があります。当社は、本書に記載されている情報を更新する義務または責任を負いません。過去の実績が必ずしも将来の実績を保証または示唆するものとは限りません。

本書及び本書に記載されている情報は、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の売却の申込み、または購入の申込みを勧誘するものではなく、取引に関してファイナンスを提供すること、ファイナンスに関してシンジケートを組成すること、もしくはファイナンスをアレンジすること、取引に関して引受を行うこと、取引に関して購入を行うこと、取引に関して代理人、アドバイザーその他の資格において行為することもしくは資金をコミットすること、または取引戦略へ参加することの申込みまたは確約を構成するものではなく、受取人に対する法律上、規制上、会計上または税務上のアドバイスを構成するものではありません。本書の内容に関しては、独立した第三者に法務、規制、会計及び税務に関する助言を求められることをお勧めいたします。本書は、当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨を構成するものではありませんし、当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨と解釈されるべきものではありません。本書はリサーチ・レポートではなく、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」といいます)、モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・エルエルシー、モルガン・スタンレーMUFJ証券株式会社(以下、「MSMS」といいます)またはそれぞれの関係会社の調査部門等により作成されたものではありません。

本書は、本書に記載されている取引や事柄のプロモーションまたはマーケティングのために作成されたものであり、また、法務または税務に関するアドバイスを提供することを意図するものではなく、法務または税務に関するアドバイスとして依拠されるべきものではありません。本書は、納税者が米国連邦租税法に基づき課されることのある罰金を回避することを目的として使用することを意図するものではありませんし、当該目的のために作成されたものではありませんので、本書を当該目的のために使用することはできません。受取人におかれましては、本書に記載されている税務に関する事項に関しては独立したアドバイザーに助言を求めようをお願いいたします。