

### 同意無き買収 vs. MBO

#### ローランドDG（タイヨウ）による、ブラザーの同意無き買収提案に対するへの対応の分析（大正製薬HDのMBOについてのコメントも添えて）

ブレークモア法律事務所は、ローランドDG（タイヨウ）による、ブラザーの同意無き買収提案に対するへの対応に係る問題点を分析した（大正製薬HDのMBOについてのコメントも加えた）<sup>1</sup>

2024年7月25日

#### 第1 主要な論点

##### 1 入札の際、ブラザーを排除したことは許されるか？

入札を行うことを検討する前にブラザー工業株式会社（「ブラザー」という）は買収提案を行っているのであるから、それを意図的に排除することの合理的根拠を見つけることは困難なようにも見えるが、以下の理由から排斥したことは合理的だったと思料する。以下、その理由を述べる。

##### 2 特別委員会の設置時期

入札を決定する前の段階で、特別委員会を設置し、特別委員会に独自のLAを雇わせるだけでなく、そのLAの助言の下に、適切なフェアネス・オピニオンを発出することができる独立のFA（このFAは、ローランド ディー・ジー・株式会社（「ローランドDG」という）のFAである野村證券であることはあり得るが、その場合でも、ローランドDGとのFA契約とは別途に、特別委員会との間でFA契約を締結すべきである）も選任すべきであったと思われる。ローランドDGのFAに選任された野村證券は、Taiyo XYZ Group, L.P.のCEOであるヘイウッド氏（「ヘイウッド氏」という）及びローランドDGの代表取締役である田部耕平氏（「田部耕平氏」という）が加わった取締役会によって承認されているので、利益相反・独立性についての懸念を払拭する意味からは、野村證券とは別の会社を特別委員会のFAに選定すべきであったという考えをその必要は無いとして排斥することについては慎重である必要があろう。この特別委員会のFAの選定について助言

<sup>1</sup> 「ローランド ディー・ジー・に係るMBO及びブラザーによる同意無き買収の提案／時系列表」と題された書類（「本件時系列表」という）が、本書に添付されている。

## Briefing

する特別委員会のLAが、かかる特別委員会のFA候補らとの関係で、利益相反の無い独立の存在とも言えることも確認すべきであると思われる。

### 3 レブロン義務及びコーウィン判決に基づく考察

入札を決定した段階では、ローランドDGの支配権は、入札の勝者又はブラザーに移ることが不可避になったと言えると思われる。

その段階では、取締役は、合理的に達成可能な最も高い価格を得る努力をする義務（「**レブロン義務**<sup>2</sup>」という）を負うことになるが問題となる。そして、この義務を認めたとしても、利害関係を有しない株主が、十分に情報を得て、抑圧されていない状態で行った支配株主以外の者との取引に係る、当該取引に関する議決権行使は決定的なものであり、取締役は、レブロン義務の束縛から解放され、原則に戻り、経営判断の原則に従って行動すれば良い、と言える例外を認める（コーウィン判決の考え方）か否かという問題がある。本件の場合、ローランドDGに支配株主がいたのか否かが問題となる。

Taiyo Pacific Partners L.P. が所有する株式数は、2,390,800株であり、所有割合（発行済株式総数(12,319,911株)から自己株式数(518株)を控除した株式数(12,319,393株)に対する割合)は19.41%であったため、Taiyo Pacific Partners, L.P. 及びそのグループ（総称して「**タイヨウ**」という）がローランドGPの支配株主だったとまでは言えないのではないかと思料する。

そうすると、本件においてレブロン義務の存在を肯定し、且つ、コーウィン判決の結論を肯定した場合、ローランドDGの取締役会は、①合理的に達成可能な最も高い価格を得る努力を尽くさなければならなかったが、②利害関係を有しない株主（少数株主ということができよう）が、十分に情報を得て、抑圧されていない状態で行った支配株主以外の者との取引に係る、当該取引に関する議決権行使は決定的なものであるため、かかる利害関係を有しない株主がかかる支配株主以外の者との取引を是認する場合は、取締役は、レブロン義務の束縛から解放され、経営判断の原則に従って行動すれば良い、ということになる。従って、本件において、ローランドDGの取締役としては、合理的に達成可能な最も高い価格を得る努力を尽くすだけでは足りず、少数株主に十分な情報を与えて判断してもらい、最も高い買付価格を提示した者ではなく、最も高いわけではない買付価格を提示した者の提案(TOB)を少数株主が受け入れるというのであれば、取締役として、経営判断の原則に従って、かかる最も高いわけではない買付価格を提示し

<sup>2</sup> 本件では、株主に対して支払われる対価は現金であることが想定されていたと思われるので、いわゆるレブロン義務が適用されるシチュエーションのように見える。

## Briefing

た者の提案（TOB）を受け入れて（推奨して）も、最も高い買取価格を提示した者の提案（TOB）を受け入れ（推奨し）なかったことを理由に、取締役の責任を問われないということになる（ただ、少数株主がそのような意思を表示したとしても、取締役は、経営判断の原則に従って、最も高い買取価格を提示した者の提案（TOB）を受け入れる（推奨する）こともできると思われる）。

本件においては、Majority of Minority も達成されている（後記第2・3参照）ので、レブロン義務及びコーウィン判決の観点からは、買付結果から見て、ローランドDGの、ヘイウッド氏及び田部耕三氏を除いたローランドDGの取締役らによって構成されるローランドDGの取締役会（「**利益相反の無い取締役会**」という）の行動（タイヨウの提案に対する応募推奨）は問題が無かったということになる。

#### 4 株主の利益 vs. 事業価値

問題は、もっと本質的なところにある。同意無き買収を提案された取締役会は、経済産業省の「企業買収における行動指針」（2023年8月31日）に従って、真摯な検討をしなければならなくなった。<sup>3</sup>そして、買取価格が30%程度のプレミアム付きで提案された場合、一般株主としては、多くの場合（取締役会が反対推奨をしたとしても）、それに応じないという選択を行わない。そして、経産省が持ち合いを解消させる方向に動き、買収防衛策の導入についても一般株主からの反対が強くなってきているため、取締役会として同意無き買収提案を、高額のプレミアム付きでなされた場合、それに対抗することがより困難な状況に陥っている。

それこそが、経産省が狙ったところであると思われるし、PBR（株価純資産倍率）1未満の上場会社の存在を原則許さないことにしたいという立場の東証の方針にも合致すると思われるが、個々の事案に遭遇すると、どのように対応すべきなのか、考えさせられるものがある。

本件においては、ブラザーがローランドDGを買収した場合のディスシナジー（買収によって生じるマイナスのシナジー）<sup>4</sup>が発生するか否かが大きな問題の1つであった。この点については特別委員会で検討し、その検討

<sup>3</sup> これは、法的効力を有するものではないが、同調圧力の強い日本においては、それに抗うことはかなり困難であると思われる。

<sup>4</sup> ディスシナジーの内容は、ローランドDGがブラザーに買収された場合、ブラザー陣営に入ったことになり、ブラザーのライバルであり、ローランドDGの親密取引先であるセイコー・エプソンから最新の技術提供等を受けにくくなったり、受けられなくなったりするため、ローランドDGの売上が減少する恐れがあるということである。

**Briefing**

の内容を開示書類の中で示しているが、ディスシナジーが生じるとされている分野に精通した、利益相反の無い独立の業界関係者（会社、個人を問わない）と契約するなどして、第三者からの独立の意見を聴取し、それに基づいた判断をすべきだったのではないかと思われる。この問題を措くとしても、理論的な問題として、ブラザーが、TOB価格を5370円を超える価格に上げてきた（そして、タイヨウが更なる引き上げを行わなかった）場合に、ローランドDGの特別委員会／利益相反の無い取締役会としてどう対応すべきであったかという問題がある。

前述のレブロン義務及びコーウィン判決を是認するのであれば、少数株主がタイヨウの提案を受け入れる場合は、(i) 取締役会として経営判断原則に則ってタイヨウの提案を受け入れる（推奨する）との判断も可能であろう（経営判断原則に則って受け入れ（推奨し）なくても良いが）、しかし、(ii) 少数株主がタイヨウの提案を受け入れない場合は、取締役としては、ブラザーの提案を受け入れ（推奨し）なければならないことになる。

根本的な問題は、取締役として守るべきは、株主の利益なのか、会社の事業価値なのかという問題ではなからうか。高額プレミアムが付けば売却するというのが一般の株主であるということを前提とした場合、高値のプレミアムを提示した買収者（取締役の同意のある無しに拘わらず）は、どんな会社でも買収できてしまう（外為法等の買収規制等を考慮に入れなければ）。一般の株主は、高額プレミアムが得られれば良いのであって、自分が株式を売った後（買収後）に対象会社の事業価値がどうなろうと関係無いのである。

しかし、本当にそれで正義に叶うのであろうか？取締役は、当該会社の事業価値（或る特定の時点における株主の利益ではなく）を最大化することに尽力すべきではないかという疑問が生じる。

本件においては、ブラザーの第1回目の提案の後、ローランドDGは、ブラザーを排斥した形の入札手続を開始しているが、①タイヨウのローランド（ローランドDGではなく）のMBOの実施その後の再上場における達成実績（本件時系列表参照）、及び②ブラザーとの協業（2019年～2023年）のプアーな成果（本件時系列表参照）、を見れば、ローランドDGの取締役会の同意を得ずにブラザーが買収提案してきた場合、ローランドDGの利益相反の無い取締役会が、ブラザー主導の経営によって得られるローランドDGの事業価値と、タイヨウ主導の（しかも、PE2社を交えた入札手続を経たうえでの話である。このPE2者にしても、タイヨウの実績を考

**Briefing**

えれば、経営に当たりタイヨウと連携していくことを前提としていたのではないかと推測する) 経営によって得られるローランドDGの事業価値を比べた場合、後者の方が前者を上回るであろうと考えるのは、当然ではないかと思われる。

その前提に立った場合、仮に、ブラザーがタイヨウのTOB価格5370円を上回る提案を行った場合、利益相反の無い取締役会は、タイヨウが価格を更に上げることを求めるか、又は、その他の方策を用いて、ローランドDGの経営がタイヨウ主導(ブラザー主導でなく)で行われるように取り計らい、そのことによって、ローランドDGの事業価値を最大にするよう努力すべきだったと思われる(この考え方を「**事業価値擁護説**」という)。

事業価値擁護説は、前記のレブロン義務+コーウィン判決の考え方(**レブロン・コーウィン説**)という)との違いは、以下の通りである。

・少数株主(利害関係を有しない株主)の過半数が上記の仮定における、最高の買取価格を提示したブラザーではなく、より低い買取価格を提示したタイヨウを支持した場合、(i)事業価値擁護説では利益相反の無い取締役会はタイヨウの提案を受け入れるべきであるということになり、(ii)レブロン・コーウィン説では、利益相反の無い取締役会は、経営判断の原則に従い、タイヨウの提案を受け入れても良いし、ブラザーの提案を受け入れても良いということになる。

・少数株主(利害関係を有しない株主)の過半数が上記の仮定における、最高の買取価格を提示したブラザーを支持した場合、(i)事業価値擁護説では取締役はタイヨウの提案を受け入れるべきであるということになり、(ii)レブロン・コーウィン説では、取締役会は、ブラザーの提案を受け入れなければならないということになる。

事業価値擁護説は、取締役は、企業の事業価値を最大にすべきであると考え、そのことは、株主が退場(株式を売却)しない限り、株主価値を最大にすべきであると考えることと矛盾しない。なぜならば、株主価値=事業価値+非事業用資産-有利子負債 なので、事業価値が増えれば、株主価値も増えるからである。

ところが、株主が退場(株式を売却)する局面になると、話が変わってくる。株主は、退場(株式を売却)の段階で当該企業と別れ、その後は関係なくなるのである。従って、別れる時により大きい金額の対価を受取ることのみが目的となり、その後に当該企業の事業価値が大きくなろうが小さくなろうが関係無いのである。しかし、企業は、当該株主と別れた後も存続していくのであり、その場合、TOBの後も別の株主(従前の株主の所有していた株式の買主)が存在しているのである。国民経済的観点から見れば、或る

**Briefing**

特定の時点における株主の利益よりも、長期に亘る企業の事業価値を維持・増大させることの方が重要であることは明らかである。取締役は、それを役目とすべきである。その役目を果たすことにより、或る特定の時点において株主になっていた者の利益が最大化しなくても（当該株主の受取る利益が少なくなったとしても）それはやむを得ないことである。企業とは、或る特定の時点における株主のものではなく、現在から未来において登場して来る様々な株主のものであるからである。

**5 事業価値擁護説に立った場合に利益相反の無い取締役会が為すべし**

本件に即して言えば、以下の2つのシナリオが考えられる。

1つは、ブラザーはタイヨウの買付価格を上回る価格を提示しようとしたが、ローランドDGの利益相反の無い取締役会がそのようにすることを妨害した（その結果、ブラザーが値上げを断念した）場合である（今回の現実の事例がそうと言えるか否かについては、論評しない）。

この場合は、タイヨウの買付価格が最も高いので、少数株主として利益相反の無い取締役会にクレームを付けることができないと考えることができるように思われる。利益相反の無い取締役会の妨害の程度が、ローランドDGの企業価値の増大のためにはタイヨウ主導の方が良く、ブラザー主導ではうまくいかない利益相反の無い取締役会において考えるので、もし、ブラザーの買収が成功した場合は、取締役会としてブラザーに協力できない（取締役を辞任する）とブラザーに伝えるようなレベルに達したとしても、それが、ヘイウッド氏及び田部耕平氏を除く取締役らによって構成される取締役会の意思であれば、許される（少数株主は彼らに損害賠償を請求できない）のではないかと思われる。

他の1つは、ブラザーがタイヨウの買取価格を上回る価格を提示した後、ローランドDGの利益相反の無い取締役会がいくら説得しても、タイヨウがそれを上回る価格を提示することを拒否した場合である。

この場合は、ブラザーは、自分独自でローランドDGの取締役らに選定した人材<sup>5</sup>による経営戦略に基づいて作成される合理的な財務予測が、ローランドDGの取締役らによって作成された合理的な財務予測を上回ることができることを、それを基礎づける合理的な財務・技術資料、マーケット分析等を以て、主張し、それを利益相反の無い取締役会に承諾させる必要が生じるであろう。しかし、それを、ヘイウッド氏及び田部耕平氏を含むローランドDGの取締役らが抜けた後、新任の取締役らを以て達成できるのか疑問

---

<sup>5</sup> ブラザーに買収された場合、ローランドDGの取締役の全員が辞任することを前提にする。

**Briefing**

ではないかと思われる。その場合、ローランドDGの利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）は、ブラザーのより高額買取価格を提示する公開買付<sup>6</sup>に対し反対の意見表明をし、タイヨウのより低額買取価格を提示する公開買付に対し推奨の意見表明をすることになるが、その際、なぜより高額の方に反対し、より低額の方に推奨意見を出すのかをローランドDGの株主に対して利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）として説明することになる。

そうなった場合、自分が株式を売ればその後ローランドDGの事業価値がどうなったとしても（ブラザー主導の経営により、ローランドDGの事業価値が減少したとしても）自分には関係無いと考える株主は、利益相反の無い取締役会の反対にも拘わらず、ブラザーのTOBに応募すると思われる。

しかし、ブラザーの提案の方が高額だが、今後、タイヨウ主導の経営の下でローランドDGの事業価値を上げてもらい、その結果、ブラザーの提示する価格を超える利益を得たいと考える株主は、ブラザーのTOBには応募しないであろう（かと言って、タイヨウのTOBにも応募しないであろうから、タイヨウとしては公開買付届出を撤回することとなる）。

本件では、

発行済株式総数：12,319,911株

自己株式数：518株

Taiyo Pacific Partners L.P.が所有する株式数：2,390,800株

田部耕平氏が所有する株式数：2,642株

富岡昌弘氏が所有する株式数：326,900株

ローランドが所有する株式数：127,300株

という状況なので、タイヨウ支持の株式数は、2,848,160株であり、発行済株式総数に対する割合は約23.12%である。

利害関係の無い株主（＝少数株主）の割合は、約76.88%ということになる（株式数は、9,471,751株（＝12,319,911株－2,848,160株））。

上記の后者のシチュエーション（あくまでも、仮定の話である）の場合（ブラザーのTOB価格がタイヨウTOB価格よりも高額の場合）、問題は、利益相反の無い取締役会として、ブラザーの提案には反対し、タイヨウの提案に推奨意見を出すことにし、最終的に（上記の理由でタイヨウの公開届出は撤回され）、ブラザーの公開買付に応募するか否かを株主の判断に委ねるといって良いのかということである。

<sup>6</sup> ブラザーが実際に公開買付届出書を提出してきたらの話であるが。

## **6 利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）のみが承認する（株主の承認を得ない）買収防衛策**

取締役会の役目が企業の事業価値（或る特定の時点における当該企業の株主の利益ではなく）を擁護する（維持・拡大する）ことにあると考えるとすれば、利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）が、ブラザー主導の企業経営は、タイヨウ主導の企業経営と比べて、ローランドDGの事業価値を増大させない（タイヨウ主導の方が増大させる）と、客観的な事実・資料等に基づいて裏付けることができるのであれば、ブラザーの公開買付に応募するか否かを株主の判断に委ねるということはせずに、何らかの買収防衛をその時点で実施すべきではないかと思料する。

そして、かかる買収防衛策は、利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）の承認を得れば十分であると考え。なぜならば、自分の株式をより早くより高い値段で売ることにより利益を得たいと考えている株主が多数存在する状況の下において、企業の事業価値の維持・拡大を旨とし、それに相応しい知識・経験を有している利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）に、防衛策導入の可否を委ねることとするのが合理的であるからである（株主の意思に委ねると、より高値が提示された公開買付に応募することを阻害する買収防衛策の導入に反対することは目に見えているからである）。取締役は、株主に対してではなく、会社に対して忠実義務・善管注意義務を負っているのである（会社法355条）。

もちろん、そのためには、利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）として、利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）のみの承認による（株主の承認を得ない）買収防衛策の導入を正当化することが自己保身のためではないことについての合理的理由を提示する必要がある。本件においては、前述（前記4の①及び②）した理由から、かかる合理的理由は存在すると思料する。

買収防衛策の導入については株主総会の賛成が必要不可欠であるとの論も存在するが、それは、或る限定された期間においてしか当該企業と接点の無い株主の意思を過度に尊重するものであり、当該企業の事業価値の維持・増大に尽力する、知識・経験豊富な者たちの集団である当該企業の経営方針の策定者たる取締役会の存在を過度に軽視するものと言えよう。

## **7 入札の際、ブラザーを排除したことは許される**

本件において、仮に、ブラザーが入札手続（本件時系列表・2023年9月29日の行参照）から締め出されたことを以て、ローランドDGの取締役



**Briefing**

が会社（ローランドDG）に対して負う善管注意義務に違反すると主張したとしても、ローランドDGの利益相反の無い取締役会は、ブラザーを買収者にすることがローランドDGのビジネスの維持・拡大の観点から望ましくない（少なくとも、タイヨウ主導の経営と比べて望ましくない）と判断することは、客観的な事実・資料（前記4の①及び②参照）から見て合理的であるので、かかる主張は理由が無いとすることができよう。

また、本件において、ローランドDGの妨害又はネガティブな言動によってブラザーがタイヨウより高い買取価格を提示することを断念したと主張してローランドDGの株主がローランドDG（又はその取締役会）にクレームを付けてきたとしても、ローランドDGの利益相反の無い取締役会は、これまでに述べたようなことを主張・立証して（ブラザーが、ローランドDGにおいてブラザーに関する虚偽の事実を故意又は重過失を以て公衆に流布させたということを主張・立証することに成功するというような現実的に発生することが相当に困難な事象が発生したような例外的な場合を除いて）かかるクレームを排斥できるのではないかと思料する。

**8 ブラザーの同意無き買収提案に対して実質的買収防衛策としてMBOを用いたことは許される**

今回仕掛けてきたのはブラザーである。

それに対して、ローランドDGはMBOで応じた（3者による入札というプロセスを踏んだが）わけであるが、その時点で買収防衛策を利益相反の無い取締役会（及び特別員会）で採用することもできたのである。

ただ、今回現実に採用されたようにMBOを実質的買収防衛策として使ったわけである。買収防衛策を利益相反の無い取締役会（及び特別員会）で導入した場合、訴訟になったときに、株主総会で承認されていないことを理由に当該買収防衛策の有効性について裁判所の方で肯定するか否かという問題があるので、MBOを提案し、そのTOB価格をブラザーのものよりも高く設定する（それを維持する）という方法を取り、合わせてブラザーに対するネガティブ・キャンペーン等を行いブラザーのTOB開始予告を取り下げさせるということに成功したので、結果として、ローランドの取締役会としては首尾よくいったのであるが、ローランドDGの株主として上首尾だったと言えるかについては疑問が無いわけではない。下記は、本件公開買付に係る開示書類の抜粋である。

\*\*\*\*\*

野村證券がDCF法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は

## Briefing

以下のとおりであり、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないものの、フリー・キャッシュ・フローの大幅な変動を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2024年12月期および2025年12月期において、新製品開発に係る研究開発投資や生産ラインの拡充に係る投資が前年に比べて増加することにより、フリー・キャッシュ・フローの大幅な減少を見込んでおります。また、2026年12月期においては引き続き新製品開発に係る研究開発投資や生産ラインの拡充に係る投資を進めていくものの、投資額としては前年に比べて減少することにより、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増加を見込んでおります。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味しておりません。  
(注10)

(単位：百万円)

	2023年 12月期 (注11)	2024年 12月期	2025年 12月期	2026年 12月期
売上高	14,886	56,105	59,622	62,867
営業利益	1,797	5,475	5,878	6,260
E B I T D A	2,182	6,757	7,218	7,631
フリー・キャッシュ・フロー	3,436	1,219	551	1,854

(注10)：【略】

(注11)：2023年12月期は、第4四半期会計期間以降の2023年10月1日から2023年12月31日までです。

\*\*\*\*\*

上記のローランドDGの財務予測によれば、2023年12月末と2026年12月末とを比べれば、営業利益が約1.2倍(≒6,260÷5,217<sup>7</sup>)になっている。そのことにより、2026年12月末又は2027年初めには、ローランドDGの株価は相当程度増大することが推測されるが、その果実は、タイヨウ・サイドが独占するのである。

<sup>7</sup> この数字は、ローランドDGの2024年3月29日付の有価証券報告書の連結損益計算書からのものであるが、ローランドDGの株主は、2023年1月から9月までの営業利益の額は分かっていたので、上記の開示書類における2023年10月から12月までの営業利益の額を見ることにより、2023年1月から12月までの営業利益の額を把握することができた。

**Briefing**

本件において、タイヨウ・サイドは、ブラザーがTOB価格を引き上げないことを発表した後、公開買付条件である二段階買収に係る事柄を抹消することを検討し、それを実行（公開買付条件等の変更公告を行う）することによって、ローランドDGの少数株主のうち売却を希望しない者らに対してTOB実施後も株主として遇することも可能であったと思われるが、上場を継続した場合、ブラザー等からの新たな同意無き買収提案に晒されることも推測されたため、ローランドDGの事業価値の増大をより確実なものとするため、XYZ（Taiyo XYZ Group, L.P.の完全子会社）をローランドDGの唯一の株主とする（TOB終了後、二段階買収のうちの二段階目の買収を行い、その後、ローランドDGによるXYZの吸収合併を行うことが前提である）体制でローランドDGの経営を行うという方法をタイヨウが採ることは、少なくとも一時的にローランドDGのフリー・キャッシュ・フローが急激に激減することにより株価が大幅に低下する恐れがあることを考慮すれば、合理的な選択の範囲内に入ることができよう。逆に言えば、ブラザーに対抗してMBOを行うに当たり、新製品開発に係る研究開発投資や生産ラインの拡充に係る投資が前年に比べて増加するような事業計画を立て、そのことにより、フリー・キャッシュ・フローの大幅な減少が見込まれて株価が下がる蓋然性があることを理由としてMBOを正当化したと言えるかもしれないが、前述した通り、利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）が、タイヨウ主導（ブラザー主導ではなく）で経営することがローランドDGの事業価値の維持・増大により資すると判断したのであれば、それも許されよう。

**9 補論：利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）の承認だけによる（株主総会の承認を得ない）買収防衛策の導入は常に許されるわけではない～大正製薬HDによるMBOに関連して米投資ファンドのキュリRMBキャピタルと香港のオアシス・マネジメントが東京地裁に公正な価格の決定を申し立てたことを受けて**

この点についていえば、PBR1未満の企業の経営陣が利益相反の無い取締役会（及び特別委員会）のみの承認による（株主の承認を得ない）買収防衛策の導入を正当化することが自己保身のためではないこと（前記6参照）についての合理的理由を提示することは困難であろう。なぜならば、そのような企業の経営陣が経営したからこそPBRは1未満になっているのであるから、かかる経営陣ではない少なくとも平均的レベルの経営陣が経営すれば与えられた経営資源を当初の投資による資産の維持（PBR=1）よりも上のレベルまで増大させることができる可能性が十分あると思われるに

**Briefing**

も拘わらず、平均的能力を下回る経営能力しか有しない自分たちが経営を継続しようとするのは、自己保身を目的として行っているとし解釈のしようが無いからである。

大正製薬HDのMBOについては、創業家（上原一族）の相続対策として資本市場を利用したのではないかと指摘がなされてきたところである。

TOB価格は市場価値に5割以上のプレミアムを付けた1株8620円であった。ただ、このTOB価格でPBRを算出すると1倍を下回る0.85倍であった。そもそも、このような非効率な経営しかできていない経営陣がMBOをしようとしても、フェアネス・オピニオンを取ることを要求されれば、実施することは困難になると思われる。なぜならば、PBRが0.85であるTOB価格が公正な価格であるとするフェアネス・オピニオンを出す、知識・経験に優れたエキスパートが存在しないのではないかとと思われるからである。

大正製薬HDは、開示書類において、「当社は、以下に記載のとおり、公開買付者及び当社において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。」との記述がある。

「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施している」と言うが、MBOのような利益相反構造のあるM&Aにおいて、フェアネス・オピニオンの取得無しに、そのように言うことは困難ではないかと思料する。それにも拘わらず、開示書類によれば、「本公開買付価格が1株当たり純資産額を下回っていることを考慮しても、本特別委員会においては、本公開買付価格は公正であると判断した」と記述されており、特別委員会自身が、当該TOB価格を公正な価格と認定しているとのことである。

特別委員会は設置されたが、そのメンバーは、①大正製薬HDの社外監査役である青井忠四郎氏（(株)丸井出身）、②大正製薬HDの社外監査役である松尾眞氏（桃尾・松尾・難波法律事務所のパートナー弁護士）、及び③大正製薬の元社外監査役である佃孝之氏（2004年から2009年にかけて大正製薬の社外監査役。住友銀行出身）である（松尾氏が委員長として選定された）。

この特別委員会が、フェアネス・オピニオンを得ずに、当該TOB価格を公正な価格と認定できる能力を有しているか否かについては、本書では論評しない。

新聞報道によれば、特別委員会の委員に社外取締役を入れなかったことが問題視されているとのことである。大正製薬HDの場合、社外取締役は

**Briefing**

いなかった（同社の2023年6月29日付有価証券報告書による）ので、社外取締役を特別委員会の委員にすることは不可能だった。社外取締役を置いていなかったことを問題にしているのであろうか？

また、新聞報道によれば、特別委員会が独自のFAを選定しなかったことも問題視しているようである。独自のLAを選定し、そのLAの助言に従って、独自のFAを選定し、そのFAがフェアネス・オピニオンを發出し、そのフェアネス・オピニオンに基づいて特別委員会としての意思決定を行うべきであったという意味であれば、それはその通りではないと思われる。

また、新聞報道によれば、米運用会社カナメキャピタルが、時期は未定だが、大正製薬HDの取締役や特別委員会委員に対して損害賠償請求訴訟を検討しているとのことである。個人株主などと共同で提起する可能性も検討しているとのことである。裁判地は日本だと思われるが、米国になる可能性もあろう。特に米国が裁判地になった場合、法律事務所のパートナーが、特別委員会の委員（長）としての行為について、責任を問われるときに、そのパートナーが属するパートナーシップ（法律事務所）も責任を問われる可能性がより高くなると思われる。カナメキャピタルとしては、「取締役個人の責任を問う事例を作ることで、特別委員会や取締役の責任の重さを周知することにつながる」と考えているとのことである。日本の上場企業に投資する海外投資家が増大しているので、グローバルな市場規律に反する、日本国内のみで通用する実務慣行は、是正されるべき時期に来ていると言えよう。

**第2 付随的な論点****1 フェアネス・オピニオンが取得されていないこと**

ローランドDGの意見表明報告書（2024年2月13日付）において、「なお、当社及び公開買付者において、本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、当社は、野村証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。」との記述がある。

「本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施している」と言うが、MBOのような利益相反構造のあるM&Aにおいて、フェアネス・オピニオンの取得無しに、そのように言うことは困難ではないかと思料する。ローランドDGのMBOにおいては、大正製薬HDのMBOと異なり、特別委員会は、公開買付価格が公正であると判断した、ということは言っていない。

株式価値算定書（Valuation Report）はFA（野村証券）によって作成さ

**Briefing**

れているが、あくまで、当該対象会社（ローランドDG）の株式の価値を評価しているだけであり、当該買付価格が公正であると判断しているわけではない。フェアネス・オピニオンを発出する場合、一般的に、主にディール・チームのメンバーでない者によって構成されるFAの公正性委員会（fairness committee）（又は、類似の委員会）による審議を通過する必要があるはずなので、当該買取価格が公正であることについてより客観的な、FAの業務上の経験等に基づくより厳格な検討を加えることができる。また、株式価値算定書では必ずしも考慮されない、当該買収案件に類似する買収案件に係る財務条件なども、フェアネス・オピニオン発出の場合は考慮されると、当職らにおいて、理解している。

FAによる公正であるとの判断無しに当該対象会社（ローランドDG）の利益相反の無い取締役会及び特別委員会の判断のみで（株式価値算定書は取得しているとは言え）、買付価格が公正であると判断することは、少なくとも、利益相反構造のあるM&Aにおいては避けるべきではないかと思われる。

特別委員会は、FA及びLAの選任権（FA及びLAの報酬は、ローランドDG負担）を付与されていたのに、LA（西村あさひ）は選任したが、FAを選任せず、フェアネス・オピニオンを取得しようとしなかった。本件のように利益相反構造のあるM&Aにおいて、なぜフェアネス・オピニオンを取得しようとしなかったのか、疑問が残る。

**2 株式算定書の前提となった事業計画書の作成にキーマン2人が関与しなかったこと**

また、本件では、ローランドDGの経営におけるキーマンであるヘイウッド氏と田部耕三氏の関与無しで事業計画が作成された（利益相反の問題を考慮してそのようにしたと思われる）ようであるが、キーマン2人を関与させずに作成された事業計画はローランドDGが作成できる最高レベルのものではないと思われるので、そのような事業計画を前提として作成された野村證券の株式価値算定の結果を重視することには慎重でなければならないのではないかと思われる。

あるべき姿としては、キーマン2人を関与させた事業計画を作成し、それを前提として株式価値算定書を作成し、それを基にフェアネス・オピニオンを作成する（もしフェアネス・オピニオンがそのようにして作成されるのであれば）、際に、かかるキーマン2人が、買付価格を恣意的に低く抑えるために、今後の成長戦略のための知恵を出し惜しみしてよりネガティブな成長戦略に基づいて当該事業計画を作成していないかなどをインタビューや

## Briefing

客観的資料に基づき F A として詰めの議論をしていくなどの作業を行うべきではなかったかと思われる。このような作業無しで、当該買付価格が妥当な価格であるとして推奨されたとしても、少数株主の真の意味での支持は得られないのではないかと思料する。

野村證券の株式価値算定書においては、市場株価平均法、類似会社比較法及び DCF 法の 3 つの方法によって評価<sup>8</sup>された株式価値の範囲が、開示書類に記載されている。そのうち、類似会社比較法においては、ローランド DG と類似性があると判断される類似上場会社として株式会社ミマキエンジニアリングが選定されているが、この会社がなぜローランド DG と類似性があると判断された理由も開示すべきではないかと思われる。また、類似会社としては 1 社のみが選定されているが、他に類似会社がなかったのかについても説明が必要だと思われる。DCF 法については、分析結果に大きな影響を及ぼす割引率（加重平均資本コスト）が開示されており、その点は評価できる。継続価値の算定方法についても開示しているので、その点も評価できる。投資家（少数株主）の方で株式価値算定書における分析を評価することに資するため、株式価値算定書の写しを開示書類の添付書類とすることを検討すべきではないかと思われる。資本市場においてより高い評価を得ようとする会社は、法令で要求されていなくても、自ら率先して投資家が求める情報・資料を提供するというのも行うべきではないかと思料する。

### 3 マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority) 条件について

発行済株式総数：12,319,911 株から：

自己株式数：518 株

Taiyo Pacific Partners L.P. が所有する株式数：2,390,800 株

田部耕平氏が所有する株式数：2,642 株

富岡昌弘氏が所有する株式数：326,900 株

ローランドが所有する株式数：127,300 株

を控除した株式数 (9,471,751 株) (「**少数株式**」という) の過半数は、4,735,876 株 (小数点以下切り上げ)。

<sup>8</sup> 当該開示書類においては、「算定」と言っているが、これを”calculate”と訳すと、米国の観点からは、F A が買付価格を決定したかのごとき誤解を与えかねないと思われる (買付価格は、買付者と買付者と対象会社が協議した場合は、買付者及び対象会社) が決定したものである)。英語では valuation report と呼ばれるので、日本語でも株式価値評価書と呼んだ方が、F A が買付価格を決定したかのごとき誤解を与えないためには、より適切ではないかと思料する。特に、和文開示資料の英訳の開示が求められる状況の下においては、英文の用語の選択については、細心の注意を払うべきである。

## Briefing

この 4,735,876 株に：

Taiyo Pacific Partners L.P. が所有する株式数：2,390,800 株

田部耕平氏が所有する株式数：2,642 株

富岡昌弘氏が所有する株式数：326,900 株

ローランドが所有する株式数：127,300 株

を加えた株式数は、7,583,518 株。

買付予定数の下限：8,151,100 株(所有割合<sup>9</sup>：66.16%)

これは、上記 7,583,518 株を上回っている。

実際に買付けた株式数：9,247,711 株（発行済株式総数に対する割合は、約 75.06% (=9,247,711(株)÷12,319,911(株))

買付けなかった株式数：3,072,200 株 (=12,319,911 株-9,247,711 株)

この中に自己株式数 (518 株)が含まれていることを前提とする。

この自己株式を控除すると、3,071,682 株

即ち、少数株式 9,471,751 株のうち、買付けなかった株式が 3,071,682 株あることになり、その比率は、約 33.21% となり、約 3 分の 1 の少数株主は応募を拒んだことになる。この比率は、決して小さいとは言えないと思われる。

このブリーフィングに関して責任を有するパートナーは、家守昭光(Email: [akamori@blakemore.gr.jp](mailto:akamori@blakemore.gr.jp); Tel. (81-3) 3503-5591)である。

このブリーフィングに係るブレイクモア法律事務所における担当者は、次のページに記載されている。

---

<sup>9</sup> 発行済株式総数(12,319,911 株)から自己株式数(518 株)を控除した株式数(12,319,393 株)に対する割合



家守 昭光

パートナー

Blakemore & Mitsuki

Emai: [a-kamori@blakemore.gr.jp](mailto:a-kamori@blakemore.gr.jp)

(81-3) 3503-5591

