

APAMANに係る、日本におけるMBOの分析

—同意無き対抗TOBを実質的に封じるMBOは日本法上適法なのか？

ブレイクモア法律事務所は、APAMANに係る、日本におけるMBOに関する問題点を分析し、同意無き対抗TOBを実質的に封じるMBOは日本法上適法なのか、などについて論じた¹

2024年8月28日

第1 同意無き対抗TOBを実質的に封じるMBOは日本法上適法なのか？

1 ファクト・チェック

- ・ 2024年8月1日終値：514円
- ・ 発行済株式数（自己株式を含む）：18,518,060株（第3四半期決算短信（2024年8月2日付）による）
- ・ 時価総額：9,518,282,840円（=514円×18,518,060株）（2024年8月1日終値）
- ・ 純資産：4,250,000,000円（第3四半期決算短信（2024年8月2日付）による）
- ・ PBR：2.24（≒9,518,282,840円÷4,250,000,000円）

PBR1を超えているので、経営者がMBOを行う資格はあるのではないかと思料する（この点については、当事務所の2024年7月25日付の「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）」と題された Briefing の第1・9を参照されたい）。

¹ 附属書類Aとして「APAMANに係るMBOの分析／関係当事者表」と題された書類（「**関係当事者表**」という）、及び、附属書類Bとして「APAMANに係るMBOの分析／時系列表」と題された書類（「**時系列表**」という）が、本書に添付されている。関係当事者表の中で定義された用語が本書において使用された場合、本書において別異に定義されない限り、かかる用語は、関係当事者表の中で定義された意味を有する。

Briefing

2 与党株主の所有割合²が67.07%³であることについて

買付予定数の下限：11,931,400株（所有割合：56.01%（≒11,931,400株÷18,353,543株（本基準株式数））

大村氏（今回のAPAMANに係るMBOのためのTOB（「本TOB」という）に応募できるAPAMAN株式を直接的には有していない）を除く与党株主は、所有割合65.02%のAPAMAN株式を有しており、本公開買付者との間で応募する旨口頭又は書面で合意しているのであるから、本TOBが成立する可能性はほぼ100%である（OHMURA、ポエムホールディングス及び石川氏（3者合計の所有割合：32.71%）、並びに、第2位株主であるティーケーピー（所有割合：14.12%）を除く株主ら（合計の所有割合：16.45%⁴）については、本公開買付者との間で本TOBに応募する旨の合意が書面で取り交わされており、且つ、当該書面には、本TOBの買付価格よりも高額な対抗提案がなされた場合において、応募義務が免除されるという条項は無い）。

与党株主以外の少数株主（合計の所有割合：35.13%）としては、自ら何ら関与しない形で本TOBが成立することが決定されており、そのことにより、APAMANに支配権が本公開買付者に移ることを所与の事実として受け入れることを、本TOBの前に強いられていることになる。

3 応募契約締結のための株主への接触について

² 「所有割合」とは、当社が2024年8月2日に公表した「2024年9月期 第3四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」に記載された2024年6月30日現在の当社の発行済株式総数（18,518,060株）に、同日現在残存する本新株予約権（第6回新株予約権2,200個及び第7回新株予約権980個）の目的となる当社株式の数（318,000株）を加算した株式数（18,836,060株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（482,517株）を控除した株式数（18,353,543株、「本基準株式数」という）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入。以下、所有割合の計算において同じ）をいう。

³ 大村氏の意味に従って行動すると思われるOHMURA、ポエムホールディングス、石川氏、全応募合意株主（今回のAPAMANに係るMBOに関する開示書類（「本件開示書類」という）において定義されている）、ワールドセブンシーズ及びティーケーピーの合計の所有割合（以下に定義される）である65.02%に、大村氏の所有割合（以下に定義される）である2.05%（=1.29%（本譲渡制限株式の一部）+0.76%（不応募合意新株予約権））を加えたパーセンテージ。本書においては、本TOBに係る公開買付届出書に関する訂正公開買付届出書に示された応募合意株主の所有株式については、考慮されないものとする。

⁴ 意向表明のみを行っているワールドセブンシーズ合同会社の分を含む。本公開買付者が2024年8月5日に提出した公開買付届出書に基づく。

Briefing

ＭＢＯの場合、経営者及びその関係者（本件では、OHMURA、ポエムホールディングス及び石川氏が該当すると思われる）が当該ＭＢＯのためのＴＯＢに応募することは、当然としても、その他の一般の株主（少数株主と言われる）に対してＴＯＢの前に公開買付を予定している者に接触し、応募契約を締結させることが許されるのであろうか？

公開買付を予定している者が対象会社の株主に対してＴＯＢへの応募契約の締結を持ち掛けること自体が、インサイダー情報（「公開買付け等を行うことについての決定をしたこと」（金商法１６７条２項））を伝えることになるのではないかと思われる⁵。

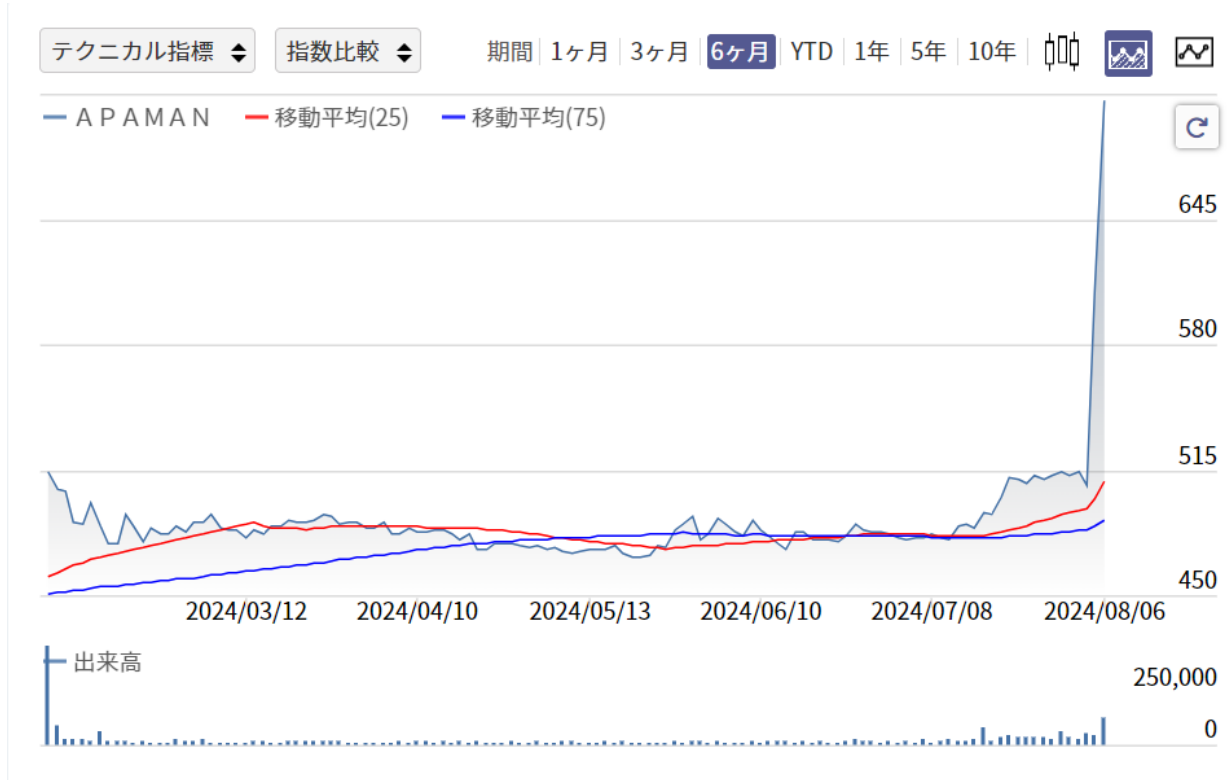
持ち掛けられた対象会社の株主は、その時点以降、ＴＯＢは公表されるまでの間（又は、ＴＯＢの実施の中止について買付者が正式に決定することにより、インサイダー情報が消滅したと判断されるまでの間）、①対象会社の株券等の買付け等を行うことができなくなり（金商法１６７条１項）、また、②他人に利益を得させ（又は損失の発生を回避させ）る目的を以て、当該他人に、ＴＯＢの実施（又は中止）を伝達し、又は対象会社の株式等の買付等もしくは売付け等をするを勧めてはならない（金商法１６７条の２第２項）。

本ＴＯＢでは、本ＴＯＢに係る内部関係者と思われるOHMURA、ポエムホールディングス及び石川氏を除く一般株主４１名（法人及び個人）に対し事前に⁶本ＴＯＢ開始の事実を開示して応募契約を締結（又は、ティーケーピーの場合は、意向表明⁷を発出）してもらおう（他の株主にも話を持ち掛けた可能性があるが）、ために接触し、応募契約を締結（又は、ティーケーピーの場合は、意向表明を発出）してもらおうことに成功している。しかし、次頁のチャートを見れば分かるように、本ＴＯＢの開始が公表された２０２４年８月２日の前日の８月１日（木）までの１ヶ月間（７月２日から）のAPAMANの株価は、かなりの程度急に上昇し、出来高も同１ヶ月間の前の期間と比べてかなりの程度増大している。本ＴＯＢの実施が事前に漏れていた可能性は否定できないのではないかと思料される。

⁵ 従って、金商法１６７条５項１４号に基づく有価証券規制府令６３条に列挙された「知る前契約・計画」に該当しないため、規制の適用外にはならないと思われる。

⁶ 更に、本ＴＯＢ開始直後に他の８名の株主に接触し、応募契約（本ＴＯＢ開始前に締結した応募契約と内容は、同じだと思われる）を締結したとのことである（前記訂正買付届出書による）。

⁷ ティーケーピーの意向表明は、本ＴＯＢに係る開示書類からは必ずしも明確ではないが、口頭によるものではないかと思料される。従って、ティーケーピーと本公開買付者との間で秘密保持契約は締結されていないと思われる。インサイダーでない第三者に、秘密保持契約を締結することなく、本ＴＯＢを行うという情報を公開買付届出書提出前に漏洩することは不適切ではないかと思料する。



(出所 : Yahoo! ファイナンス (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8889.T>))

Briefing**4 応募契約を買収防衛策（対抗TOBの阻止の方策）として利用することについて**

では、そのようなインサイダー情報の漏洩の可能性がありながら、一般株主41名（法人及び個人）に対し応募契約の締結（又は、意向表明の発出）を求めた理由は何かと言え、（同意無き）対抗TOBの出現を阻止するためであったと考える他は無い。

即ち、買収防衛策として、応募契約（又は意向表明）を利用したことになる。敷衍すれば、本TOBについては、大村氏の関係者たるOHMURA、ポエムホールディングス及び石川氏のみが本TOBに応募するというだけの場合、所有割合は32.71%に過ぎないため、対抗TOBを掛ける側からすれば、TOB価格を本TOBの買取価格よりも高額にすれば、APAMANの株式の67.29%を取得できる可能性が十分あることになる。それを防ぐため、一般株主にも声を掛け、応募する株主の所有割合が62.82%であり、大村氏の2.05%（前記脚注2参照）を加えて与党株主の所有割合が64.87%であることを本TOBの開示書類で示せば、最大35.13%しか取得できないのであれば、支配権を取れないので、（同意無き）対抗TOBを仕掛けて来る者はいなくなるであろうと大村氏サイドで考えたのではないかと思われる。

5 本TOBにおいて、本応募契約（後で定義される）を買収防衛策（対抗TOBの阻止の方策）として利用することは、適法か？

まず指摘できるのは、与党株主以外の少数株主としては、本TOBに応募しなくても最終的にAPAMANの株主の地位を追われる（前記の通り、買付予定数の下限が、所有割合ベースで56.01%と、応募する株主の所有割合である62.82%を下回っている）ので、ほぼ間違いなく、本TOBは成立すると予想される）のであり、且つ、本TOBに応募しない場合、（本TOBによって本公開買付者がAPAMAN株式の2/3以上の所有割合を獲得できなくても、本公開買付者が2/3以上の所有割合を獲得する手段を最終的に講じると予想されるので、）本TOBに係る買付価格と同額で株式を売却させられるため、経済合理性からして早めに同じ金額を獲得する方が有利であるため、事実上、本TOBに応募しないという選択肢は存在せず、本TOBに応募するしかないと考えるのでは必定ではないかと思われる。これは、本TOBが少数株主の選択権を実質的に奪う強圧性が著しく高いものであることを示しているものであり、その適法性に疑義が生じざるを得ないのではないかと思料する。

Briefing

当職らは、ローランドDG Briefingにおいて、概ね、TBR1を超える利益相反無き取締役会は、当該取締役会主導の対象会社の経営と、対抗TOBを掛けた（又はそれを予告した）者主導の対象会社の経営とを比べて、客観的な証拠を以て、前者の方が後者よりも対象会社の事業価値を増大させることを証明できるのであれば、当該利益相反無き取締役会は、適切な買収防衛策を講じることができる、と述べた。本TOBにおいては、そのように言うことはできない。なぜならば、当該利益相反無き取締役会が比較の対象とすべき対抗TOBが実施又は予告されていないからである。対抗TOBが実施されておらず、予告もなされていない場合、MBOを仕掛ける側が、そのような事態に備えて買収防衛策を講じることが許されない。なぜならば、対抗する買収者が出現していない中で、対象会社の取締役会主導の経営が、客観的な証拠を以て、出現していない対抗買収者主導の経営よりも対象会社の事業価値をより増大させることができるということは、不可能であるからである。

従って、APAMANの、大村氏を除いた取締役会（「**本利益相反の無い取締役会**」という）として、自分たち主導の経営の方が対抗TOBを仕掛けてくる者（もし、いれば）主導の経営よりもAPAMANの事業価値をより増大させることを理由として買収防衛策を発動することは、できない。それにも拘わらず、本利益相反の無い取締役会は、本TOBにおいて、それを行ったということになる。

本TOBにおいては、前記の通り、前記の一般株主41名（法人及び個人）のうちティーケーピーを除く40名（法人及び個人）の株主（合計の所有割合：15.99%）については、公開買付者との間で本TOBに応募する旨の合意（「**本応募契約**」という）が書面で取り交わされており、且つ、当該書面には、本TOBの買付価格よりも高額な対抗提案がなされた場合において、応募義務が免除されるという条項は無い。それだけでなく、当該書面においては、応募義務が規定されており、且つ、解除しないことまで規定されている。しかし、これらは、応募株主は、公開買付けに応募した後であっても、公開買付期間中はいつでも当該応募を解除することが可能であり、且つ、買付者は、解除されたことについて応募株主に対して損害賠償又は違約金の支払いを請求することができないと定めている金商法27条の12第1項及び第3項に反するため、無効である。

そのような法的に無効な規定であっても契約自由の原則に沿って私人間において取り決めること自体は可能である（あくまでも、法的には無効なの

Briefing

であるが) との見解に立ったとしても、上記のような①応募義務、②解除不能、及び③より高額の対抗提案がなされた場合においても応募義務が免除されないこと、が本応募契約に規定されている旨開示書面で記載すれば、通常の読者は、それらの規定は法的の有効であり、強制執行力を有すると解するのではないかと思料する。従って、かような記載は、重要な点において誤解を生じさせるものと言わざるを得ない。TOBに係る開示書面を作成する場合は、応募契約に上記①乃至③の規定が入っていた場合、それは、金商法27条の12第1項及び第3項に反するため、無効であり、当該応募株主は、本TOBに応募する義務は無く、応募したとしても公開期間中であればいつでも応募契約を解除することができ、また、より高額の対抗提案がなされた場合、当該対抗TOBに応募することができる旨、追記すべである。

6 小括

利益相反無き取締役会が、①当該対象会社のTBRが1を超えること、及び、②当該取締役会主導の対象会社の経営と、対抗TOBを掛けた(又はそれを予告した)者主導の対象会社の経営とを比べて、客観的な証拠を以て、前者の方が後者よりも対象会社の事業価値を増大させることを証明できること、という条件を満たすことができるのであれば、同意無き対抗TOBを実質的に封じるMBOを含む適切な買収防衛策を講じることは日本法上適法であると言えられるが、本利益相反無き取締役会が同意無き対抗TOBを実質的に封じるMBO(本TOB)を行うことは、上記②の条件を満たすことができないため、適法ではない、と言わざるを得ないのではないかと思料する。

また、上記5で述べた通り、本TOBは、本応募契約の内容の記述が金商法27条の12第1項及び第3項に反すると思われるため、少なくとも当該記述について、金商法違反を問われ得るのではないかと思料する。

7 補論(1)(賛同意見表明の撤回の可能性)

「当社は本株式譲渡契約において、当該契約の締結日において賛同意見表明を行った場合には、本公開買付けの買付期間満了日までそれを維持する義務等を負っているものの、本特別委員会が答申を撤回・変更した場合等は、この限りではないとされており、他の買収者による買収提案の機会を制限する合意ではないと認識しております」と、本TOBに係る開示書類において述べられているが、前記の如く、応募契約(及び意見表明)を用いて対抗TOBの出現を阻止している以上、上記のような規定を本株式譲渡契約に盛り込んだとしても、実質的な意味は無いのではないかと思料する。

8 補論（2）(Majority of Minority)

本件のようにTOB前（及び直後）に与党株主を増やすような、実質的な買収防衛策が発動されるような案件においてこそ、Majority of Minority（このMinorityとは、与党株主以外の株主を意味する）をTOB成立の要件とすべきであるとされているが、本TOBにおいては、それを条件としていない。

Majority of Minority の買付予定数の下限を設けない理由として、「いわゆる『マジョリティ・オブ・マイノリティ』(Majority of Minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)の買付予定数の下限は設定していないとのことです」と本TOBに係る開示書面に記載されているが、それは、Majority of Minorityを採用しない合理的な理由にはなり得ないのではないかと思料する。なぜならば、本TOBの成立が不安定なものになることにより被る不利益と、対抗TOBの出現を阻止され、対抗TOBが出現した場合に比してより低額の買付価格を受諾させられることにより被る不利益は、明らかに、後者の方が前者よりも大きいからである。

第2 本特別委員会への諮問事項に本後続取引⁸が入っていないこと

⁸ 大村氏、石川氏及びNSSK（以下に定義される）は、2024年2月中旬、本取引（下記に定義される）を実行するための買収目的会社として設立することを予定している公開買付者が当社株式の非公開化を実施した上で、当社の連結子会社であり、当社グループにおいて譲渡対象事業（以下に定義される）を営むApaman Property株式会社（「Apaman Property」という。同社に対する当社の議決権の所有割合99.0%）について、システムソフトより、同社が所有するApaman Propertyの株式117株（Apaman Propertyに対するシステムソフトの議決権の所有割合1.0%）の全てを当社に譲渡（譲渡対価に関しては、本株式譲渡における本吸収分割後のApaman Propertyの価格を基に、本吸収分割前のApaman Property株式の価値を試算した上で設定することと、当社はしている）することにより、Apaman Propertyを当社の完全子会社とした上で、Apaman Propertyにおける分割対象事業（下記に定義される）に関する資産、負債、契約上の地位及びこれらに付随する権利義務等（分割対象事業に関するApaman Propertyの子会社の株式を含む）を吸収分割の方法により、当社の連結子会社であるRE-Standard株式会社に承継させる（「本吸収分割」という）とともに、本吸収分割後のApaman Property及び当社の連結子会社であり、主にパーキング事業を営むwepark（以下に定義される）の当社が所有する全株式をNSSK-G1（以下に定義される）へ譲渡（「本株式譲渡」といい、本吸収分割と総称して「本後続取引」とい

Briefing

う)することにより、NSSKによる支援の下で更なる成長を追求し、当社は本株式譲渡後に当社グループが継続して営む事業(「**本継続事業**」という)に当社のFC本部統括機能を含む経営資源・機能を集中させることが有効であるとの認識を持つに至った、と、本TOBに係る開示文書において記載されている。

但し、上記の「主にパーキング事業を営むweparkの当社が所有する全株式をNSSK-G1へ譲渡」の部分は、APAMANの「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社における会社分割(吸収分割)及び子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」と題された書面(2024年8月2日付)の第12頁の図が正しいとすれば、「主にパーキング事業を営むweparkの当社が所有する(wepark株式については、当社が直接所有し、又は、Apaman Propertyを通じて当社が間接的に所有する)全株式をNSSK-G1へ譲渡(Apaman Propertyを通じて当社が間接的に所有するwepark株式については、Apaman Property所有のままとする)」(下線部分、推奨される訂正箇所)と記述すべきではないかと思料する。

「**NSSK**」とは、株式会社日本産業推進機構及びその子会社を総称する。

「**NSSK-G1**」とは、NSSKが管理又はサービス提供を行っているファンドから直接又は間接に出資を受ける予定である株式会社NSSK-G株式会社を意味する。

「**本取引**」とは、本公開買付者が、2024年8月2日、株式会社東京証券取引所スタンダード市場に上場している当社株式の全て(但し、本新株予約権(以下に定義される)の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式を除く)及び本新株予約権の全て(但し、不応募合意新株予約権(以下に定義される)を除く)を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的とした取引を意味する。

「**本新株予約権**」とは、以下に記載された新株予約権を総称する。

- ① 2020年1月31日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第6回新株予約権(「**第6回新株予約権**」という)(行使期間は2021年1月1日から2025年8月26日まで)
- ② 2022年2月10日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された第7回新株予約権(「**第7回新株予約権**」という)(行使期間は2022年3月18日から2032年3月17日まで)

「**不応募合意新株予約権**」とは、大村氏が所有している第6回新株予約権1,400個(目的となる当社株式:140,000株、所有割合:0.76%)を意味する。

「**譲渡対象事業**」とは、本スクイーズアウト手続(以下に定義される)の効力発生日の翌営業日に、本株式譲渡に伴いNSSK-G1に譲渡される(Apaman Propertyを通じて当社が間接的に所有するパーキング事業を営むwepark株式会社(「**wepark**」という)の株式については、Apaman Property所有のままとする)、当社が所有する(wepark株式については、当社が直接所有し、又は、Apaman Propertyを通じて当社が間接的に所有する)Apaman Property及びweparkの全株式(Apaman Propertyが所有する譲渡対象事業に関する子会社である子会社B群(以下に定義される)の株式も含む)を意味する。

「**子会社B群**」とは、譲渡対象事業に関するApaman Propertyの子会社群を意味する。

「**分割対象事業**」とは、本TOBの実施後、本スクイーズアウト手続の実施までに、本吸収分割により、Apaman Property(分割会社)からRE-Standard(下記に定義される)に承継される、(i)九州地域における賃貸管理、サブリース及び関連サービス(ただし、直営店事業は除く)に係る事業、直営店事業(ただし、北海道及び和歌山県におい

Briefing

1 本株式譲渡の対価が公正であることが、本TOBに係る買取価格が公正であることの必要条件である

本株式譲渡の対価が公正であることが、本TOBに係る買取価格が公正であることの必要条件である。なぜならば、本株式譲渡の対価が公正ではなく、公正なレベルよりも低いものであった場合、APAMANの資産は毀損することになるので、そのことを前提として作成される事業計画に基づいて作成される株価算定書におけるAPAMANの事業価値はより小さいものになり、それを参考にして作成されるフェアネス・オピニオン(「**本フェアネス・オピニオン**」という)において公正とされるレベルが下がるので、本TOBにおいて作成されたフェアネス・オピニオンにおいて本TOBに係る公開買付価格が公正であると評価されても、それを裏付ける株式算定書が依拠すべきでない、公正なレベルよりも低いレベルの本株式譲渡の対価に基づくものである限り、かかる評価は信用できないと言わざるを得なくなるからである。

2 本後続取引については、本公開買付者及び大村氏と当社とは、経済合理的にはより**低い譲渡価額**で本株式譲渡を行うという点で利害は一致している

本TOBに係る開示書類において、「諮問事項(a)⁹の検討に際しては、①当社の企業価値向上及び当社の少数株主の皆様の利益の確保の観点から、

て営まれている直営店事業を除く)、並びに組合不動産、並びに(ii)株式会社プレストサービス、ファーストリビング株式会社、株式会社アパネット、株式会社ガスプロ、APAMANSHOP(THAILAND)CO.,Ltd及び株式会社PSLの運営する事業(分割対象事業に関するApaman Propertyの子会社である子会社A群(下記に定義される)の株式を含む)を意味する。

「RE-Standard」とは、当社の連結子会社であるRE-Standardを意味する。

「子会社A群」とは、分割対象事業に関するApaman Propertyの子会社群を意味する。

「**本スクイーズアウト手続**」とは、本公開買付者が、本TOBにより当社株式の全て(ただし、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式を除く)及び本新株予約権の全て(ただし、不応募合意新株予約権を除く)を取得できなかった場合に、本TOBの成立後に、本TOBに係る開示書類の「本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載に記載されたとおりに実施される、本公開買付者による、当社株式の全て(ただし、本新株予約権の行使により交付される当社株式を含み、当社が所有する自己株式を除く)の取得を目的とした手続、を意味する。

⁹ 本TOBに係る開示書類において、諮問事項(a)は、「当社取締役会において本取引の承認をするべきか否か(本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、並びに、当社の株主及び新株予約権者に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否かを含みます。)について検討し、当社取締役会に勧告を行うこと」であるとされている。

Briefing

本取引の是非について検討・判断するとともに、②当社の少数株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性(本取引のために講じられた公正性担保措置の内容を含みます。)について検討・判断するものとしております。なお、当社及び本特別委員会としては、本取引と本後続取引とは、あくまで別個の取引であり、**本後続取引については、公開買付者及び大村氏と当社とは、経済合理的にはより高い譲渡価額で本株式譲渡を行うという点で利害は一致している**ことに鑑み、マネジメント・バイアウト(MBO)として行われる本取引におけるような構造的な利益相反は存在しないとの認識のもと、本後続取引については、本諮問事項に含めておりません(ただし、下記「(iii)判断内容」に記載のとおり、本特別委員会においては、本公開買付価格の検討に当たっては、本継続事業についての事業計画も作成の上で本継続事業の価値を評価し、かつ、本後続取引により当社が得る金融資産である本株式譲渡に係る譲渡価額(以下「**本譲渡価額**」¹⁰といいます。)と有利子負債の返済も踏まえた株主価値(本後続取引実施後の当社の株主価値)を計算し、本後続取引を考慮しても本取引により当社の少数株主が不利益を被るものではないことを確認することとしております。)」と説明されている。

「本後続取引については、公開買付者及び大村氏と当社とは、経済合理的にはより高い譲渡価額で本株式譲渡を行うという点で利害は一致している」と言っているが、本公開買付者、大村氏及び石川氏は、本TOBにおいて、できるだけ安いTOB価格で少数株主の株式を取得したいというインセンティブを有する¹¹。従って、本公開買付者及び大村氏は、本株式譲渡の対価(価額)をより低額なものにしたいというインセンティブを有する。そして、本株式譲渡における譲受人であるNSSK-G1は、本株式譲渡の対価(価額)をより低額なものにしたいと考えることは、経済合理性からして、当然である。従って、「本後続取引については、公開買付者及び大村氏と当社とは、経済合理的にはより**低い**譲渡価額で本株式譲渡を行うという点で利害は一致している」のではないかと、それと真逆のことを言って、それを根拠に

¹⁰ この用語は、本 Briefing においても、同じ意味を有するものとする。

¹¹ 本公開買付者、大村氏及び石川氏は、本TOB完了後APAMANの事業価値が高い方がよいが、それよりも、APAMANの支配権を低廉に取得するインセンティブの方が強いと思われる。少なくとも、かかるインセンティブが、本TOB完了後APAMANの事業価値を高くするインセンティブよりも弱いと判断する客観的根拠が存在しない。このような状況の下で、「本後続取引については、公開買付者及び大村氏と当社とは、経済合理的にはより**高い**譲渡価額で本株式譲渡を行うという点で利害は一致している」と断定することはできないのではないかと思料する。

Briefing

して、本特別委員会の諮問事項から本後続取引を外すということにすれば、それは、本特別委員会の存在意義（少数株主の権利保護）を消滅せしめる、と言わざるを得ないであろう。

「本特別委員会は、本公開買付け後に本後続取引が行われ、本後続取引の本譲渡価額が本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格にも影響し得ることに鑑み、プルータス・コンサルティングから、本譲渡価額の妥当性の検討の方法及び結果並びに本譲渡価額を踏まえた本公開買付け価格の妥当性の検討の方法及び結果について説明を受け、質疑応答を行っております」と本TOBに係る開示書類の中に書いてあるが、「説明を受け、質疑応答を行っ」ただけでは不十分なのではないかと思料する。本譲渡価額が公正な価額なのか否かについて、本特別委員会独自のリーガル・アドバイザーを雇い、その助言の下にファイナンシャル・アドバイザーを雇い、同ファイナンシャル・アドバイザーからフェアネス・オピニオンを取得すべきであったと思料する。

本後続取引は、諮問事項外の事項であるとの反論がなされるかもしれないが、本特別委員会としては、事の重要性に鑑み、諮問事項に入れるよう、APAMANの取締役会（大村氏を除く取締役によって構成される）と交渉すべきであったと思料する。

3 本後続取引については、本特別委員会設置後も、大村氏は本公開買付代表者の立場で深く関与していたように思われる

「当社の代表取締役である大村氏は、公開買付者の代表取締役を務めていること及び本公開買付け終了後も継続して当社の経営にあたることを予定していることから、本取引において当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記の当社取締役会¹²を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者との協議及び交渉に一切参加しておりません」と、本TOBに係る開示書類において記載されているが、「公開買付者の立場において、本取引に係る検討並びに当社との協議及び交渉に一切参加しておりません」（下線、筆者ら）とは書いていないので、大村氏は、実際、そのように行動したものである。

時系列表の2024年5月8日、6月下旬及び7月下旬の出来事から推測できるように、本株式譲渡を含む本後続取引に関して大村氏は本公開買付代表者の立場で深く関与しているように思われるが、一方、特別委員会は、

¹² 2024年8月2日開催の取締役会を指す。

Briefing

本株式譲渡を含む本後続取引に関して関与することができなかった（本株式譲渡を含む本後続取引が、本特別委員会の諮問事項から外されたため）と
思料する。

第3 付随的な論点**1 本公開買付者の代表取締役**

APAMANの「MBOの実施及び応募の推奨並びに子会社における会社分割（吸収分割）及び子会社の移動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」（2024年8月2日付）では、ASNの代表者は、大村氏と表記されているが、ASNの公開買付届出書に添付されている同社の履歴事項全部証明書では、代表取締役は、「泉和文」と表記されている。現時点における商業登記情報によれば、代表取締役は、大村氏に変更されている。しかし、2024年8月22日の時点で、改訂された履歴事項全部証明書を添付書類として添付するための訂正公開買付届出書の提出は、行われていない。公開買付届出書の添付書類の記載と当該公開買付に係るお知らせの記載が異なることは好ましくないため、本TOBのプロセスについて改善が求められるべきであると思料する。

ASNの設立年月日（2024年6月17日）及び設立目的（会社の株式又は持分を保有することにより、会社の事業活動を支配、管理する業務）を考慮すれば、この会社が本TOBに係る公開買付を行うために設立されたことは明らかであると思われるが、同会社の代表取締役を大村氏にしなかった理由が分からない。本TOBが行われるという情報を漏洩させないために第三者である泉和文氏を代表取締役にしたのかもしれないが、それにしては、本TOBの前に多数のAPAMANの株主にその取締役会が本TOBを推奨する前に接触し、本TOBの前に応募契約を締結（又は、意向表明を発出）せしめているため、インサイダー情報の漏洩を防止するためという目的が貫徹されていないのではないかと思料する。

また、本来代表取締役になるべき者ではない第三者に代表取締役になっ
てもらったというのであれば、少なくとも、大村氏と泉和文氏の関係は何
であるのか開示すべきであると思料する。

2 株式価値算定書（及びフェアネス・オピニオン）**(a) ファクト・チェック**

割引率（加重平均コスト）は開示されている。

継続価値の評価方法についても開示されている。

Briefing**(b) 問題点**

プルータス・コンサルティングが作成した株式価値算定書（「**本株式価値算定書**」という）は、APAMANが本公開買付者に対して提示したAPAMANの全事業に関する事業事業計画（「**本事業計画**」という）を基礎として作成された。本事業計画には、本株式譲渡の譲渡価額も入っていたはずである。即ち、本株式価値算定書は、2024年8月2日付で、APAMANとNSSK-G1との間で締結された株式譲渡契約における譲渡価額を所与の前提として作成されているので、かかる譲渡価額が公正な価格でなかった場合は、本株式価値算定書が出したAPAMAN株式の評価は、同株式の公正な価格の範囲を示すものとみなすことは困難になる。

ところが、本特別委員会の諮問事項の中に本後続取引（本株式譲渡を含む）が含まれていないのであるから、本特別委員会の答申が本株式価値算定書及びプルータス・コンサルティングのフェアネス・オピニオンに依拠して出されたとしても、本TOBに係る公開買付価格が公正であると判断するための合理的な根拠を構成すると主張することは困難であろう。

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; 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。

家守 昭光

パートナー

Blakemore & Mitsuki

Emai: a-kamori@blakemore.gr.jp

(81-3) 3503-5591

