



平成20年2月4日

各 位

会 社 名 サッポロホールディングス株式会社  
代 表 者 名 代表取締役社長 村上 隆男  
コ ー ド 番 号 2501  
上 場 取 引 所 東証・札証  
問 合 せ 先 取締役経営戦略部長 上條 努  
TEL 03(5423)7407

「当社株券等の大規模買付行為への対応方針」に基づく特別委員会からの意見書受領について

当社取締役会は、当社が平成19年2月15日にスティーラー・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）、エル・ピー（以下「SPJSF」といいます。）より受領した「貴社株式の友好的取得について」と題する当社株式の買付提案（以下「本買付提案」といいます。）に関しまして、平成20年1月8日付の当社プレスリリースにて公表したとおり、外部専門家等の助言を受けながら、本買付提案並びに提供された必要情報等の分析・検討を行ない、平成20年1月8日に特別委員会に諮問しておりましたところ、本日、特別委員会より意見書を受領しましたのでお知らせします。

当社取締役会は、今後、特別委員会から受領した意見書の内容を詳細に確認し、その内容を最大限尊重した上で、取締役会評価期間が終了する平成20年3月5日までに本買付提案に対する取締役会の意見を取り纏めて公表します。また、今後も引き続き本手続きの経過等につきましては、適時適切に開示してまいります。

なお、本日受領した意見書の骨子および要旨は、別紙のとおりです。

以 上

## 意見書骨子

- 1 スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）・エル・ピー（SPJSF）が、本件買付提案に記載された買付行為を行う場合には、サッポロホールディングス株式会社（サッポロHD）の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を著しく害するおそれは大きいと評価する。
- 2 本件買付行為が濫用目的によるものであるか否かについては、特別委員会としては、特に判断する必要はないと考える。したがって、濫用目的の存否は判断しないこととした。

ブルドックソース事件最高裁決定が濫用目的を買収対応策発動の要件としていないことに鑑みれば、これを独立した要件とする必要はなく、企業価値を毀損し、株主共同の利益を害するおそれの有無だけを判断すれば足りる。
- 3 SPJSF は、本件買付提案に関して、経営支配権取得後の経営方針、経営チームに関する情報、投下資本の回収方針等企業価値を左右すると考えられる重要な情報を提供していない。これは、ブルドックソース事件最高裁決定が示した要件にも該当するものである。さらに、SPJSF による本件買付行為は、強圧的二段階買収に該当する可能性が高い。

したがって、SPJSF が本件買付提案に記載された買付行為を行う場合には、サッポロ HD の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を著しく害するおそれは大きい。
- 4 付言するに、特別委員会の上記評価は、サッポロ HD の現在の経営に全く問題がないとするものではなく、現経営陣に対しては、問題点を把握し速やかに経営改善に努め、株主の期待に応えるよう要望するものである。

以上

# 意見書要旨

## 第1 意見の要旨

スティー爾・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）、エル・ピー（SPJSF）が、本件買付提案に記載された買付行為を行う場合には、サッポロホールディングス株式会社（サッポロ HD）の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を著しく害するおそれは大きいと評価する。

なお、本件買付行為が濫用目的によるものであるか否かについては、特別委員会としては、特に判断する必要はないものと考えらるるものであり、したがって、この点については判断していない。

## 第2 買収対応策の発動の要件

- 1 公開買付けにおける買収対応策（買収防衛策）の発動は、実定法上の明確な根拠を有するものではないが、証券取引法（金融商品取引法）及び会社法は、その立法趣旨からみて、これを認めているものと解すべきである。

ところが、これまでは、買収対応策の発動を認める趣旨の判例はみられなかった。最高裁は、ブルドックソース事件において、初めて、買収対応策の発動の合法性とその要件を示した。したがって、買収対応策の発動の要件は、同最高裁決定の判示に基づいて検討すべきである。

- 2 同事件の最高裁決定は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生じるなど、会社の企業

価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合」に、それを防止するための対応策を発動することを認める旨を判示している。

さらに、買収者が、「濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」と判示しており、最高裁は、濫用的買収者に当たらない場合でも、買収対応策の発動が是認されることを認めている。

この判示によれば、買収対応策発動の要件は、大規模買付行為の結果として企業価値の毀損の可能性があることといういわば客観的要素のみであり、大規模買付行為者が濫用目的を有することといういわば主観的要素は要件とされていない。

3 サッポロ HD の大規模買付行為への対応方針（本対応方針）では、買収対応策の発動について、大規模買付行為者が濫用目的を持っていることが独立した要件とされているようにも見える。しかし、大規模買付行為を受ける会社としては、大規模買付行為によって生じる可能性の高い企業価値の毀損という結果についてだけ重大な関心があるのであり、そのような結果の発生を防止するために、その結果を生じさせる可能性の高い大規模買付行為に対して対応策を発動したいと考えているのである。会社にとって、大規模買付行為者がどういう目的ないし意図で買付行為を行ったのかは特に意味のあることではないのであり、明らかな濫用目的という故意から行われる買付行為に対してだけ対応策を発動すると考えている筈はないのである。

4 実際問題として、企業価値の毀損という結果を生じるような大規模買付行為の場合は、大規模買付行為者が濫用目的を持っている場合が多いであろうが、必ずしも判然とそのように認定することができない場合も考えられる。

そもそも、濫用目的という用語は、法律によって明確な定義を与え

られている訳ではなく、論者によって意味内容が異なる多義的な言葉であるから、なおさら認定は困難となる。

- 5 このように考えると、本対応方針の「当該大規模買付行為が明らかに濫用目的によるものと認められ」という文言は、独立した対応策発動の要件を定めたものではないと解するのが相当である。そして、本対応方針の注記にあげられた4類型は、企業価値の毀損という結果を生じさせる買付行為の典型的な場合を例示したものであるというべきである。

そこで、本対応方針においては、対応策発動の要件は、大規模買付行為によって企業価値の毀損の生じる可能性の強い場合であると定めているものと解すべきである。

- 6 本対応方針は、対応策が発動される典型的な類型として、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合の4類型をあげている。

この4個の類型は、具体的な評価判断にあたっての例示的な参考事

例の意味を持つものである。また、サッポロ HD の新対応方針で追加された類型「⑤買付者の提示する当該株式の買取方法が、最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行う場合」も、第 5 番目の類型として、同様な意味を持っている。

- 7 更に、第 6 番目の類型として、事前に買付者が取締役会に対して必要かつ十分な情報を提供しない場合が考えられる。本対応方針によれば、買付者が必要かつ十分な情報を提供しない場合は、取締役会は、大規模買付ルールが遵守されなかったとして、評価期間に入ることなく直ちに対応措置をとることができることとされている。しかし、この規定は、評価期間に入った後において、買付者による情報提供が不十分であることを評価の要素として考慮することを排除するものではない。株主が公開買付に応じるか否かの判断には、経営支配権取得後の経営方針、その予定する経営チーム、投下資本の回収方針その他買付者の属性に関する十分な情報が不可欠であることを考えれば、こうした事項に関して十分な情報が提供されないときは、買付者の経営支配権の取得によって会社の企業価値が毀損されるおそれがあると評価することができる。

### 第 3 評価の理由

- 1 SPJSF は、本件買付けについて、経営支配権取得後の経営方針、経営チームに関する情報、投下資本の回収方針、SPJSF 及び同グループに関する情報等、企業価値を左右すると考えられる重要な情報を提供していない。したがって、必要かつ十分な情報を提供しているとはいえず、本件買付けは、第 6 の類型に該当するものである。

SPJSF は、「企業価値向上のアプローチ」と題する提言を行って

る。しかし、その性格は、株主としての提言とするだけで、経営支配権取得後の経営方針であることを明言せず、また、経営方針を具体的に実行する経営チームについての情報の提供をしないのであるから、これをもって SPJSF が経営支配権取得後の経営方針を明らかにしたとはいえない。

また、SPJSF は、経営支配権の取得を目的としているにもかかわらず、現経営陣を信頼しているとして、経営チームに関する情報の提供を拒否している。SPJSF は、一方では現経営陣の経営を批判し、株主価値の向上をうたって経営支配権を取得しようとしているのであるから、現経営陣による経営により株主価値の向上が図られるとするのは、一貫性を欠くものである。

さらに、SPJSF は、投下資本の回収方針について、単なる一般論を述べるだけで、具体的な情報の提供を拒否している。しかし、SPJSF は投資ファンドとして、一定の時期には投資を回収して顧客である出資者に利益を還元する義務を負うものである。そこで、SPJSF は、本件買付株式の予定保有期間が満了することになったとき、予定の利益率による利益をあげていないとすれば、経営支配権を完全に取得しているのであるから、サッポロ HD の保有する土地を処分して投下資本を回収しようとするようになる可能性は高い。一般的に言って、土地をはじめとする事業資産の売却が企業価値を上昇させる場合もありうるが、SPJSF の場合には、将来の事業計画が明示されていないことから、売却の方法によってはサッポロ HD の企業価値を大きく毀損するおそれがあり、会社の存立すら危ぶまれることになる。サッポロ HD の株主として SPJSF の投下資本の回収方針には大いに関心を持たざるを得ない。

- 2 SPJSF の本件買付けは、株式の 66.6% の取得を目的としたものであるが、取得後の少数株主の取り扱いについて、一般論として他の

株主の権利を奪うつもりはないと述べるだけで、具体的な取り扱いについて明らかにしない。

サッポロ HD の株主は、他の株主の多くが SPJSF の本件公開買付けに応じた場合には、上場廃止による売却の機会の喪失や買付価格より低い価格での買取りに応じなければならないというおそれから、やむを得ず公開買付けに応じなければならないという状況に追い込まれるおそれがあり、こうした株主の不安は、SPJSF が、経営支配権取得後の会社運営について責任のある方針を明らかにしないことから増大される。このような公開買付けは正当な目的のものとはいえない。

したがって、本件買付けは、第5の類型である強圧的二段階買収に該当する可能性が高い。

- 3 ブルドックスソース事件最高裁決定は、SPJSF の公開買付けによる経営支配権の取得が、会社の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を害することになるとした株主総会の判断を、「経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなど」を理由として、その正当性を認めた。

本件買付けは、ブルドックスソース事件での SPJSF の買付けとは、①全株取得を目的とせず、66.6%の株式の取得を目的としていること、及び②「企業価値向上へのアプローチ」と題する提言を行っている点で異なる。

しかし、全株取得と66.6%の株式の取得とは、経営支配権の取得という意味では本質的に異なるものではない。また、上記提言についても、株主としての提言とするだけで、経営支配権取得後の経営方針であることを明言せず、また、経営方針を具体的に実行する経営チームについての情報の提供をしないのであるから、これをもって SPJSF が経営支配権取得後の経営方針を明らかにしたとはいえない。

したがって、本件買付けとブルドックスソース事件における買付けと



は、その本質において異なるものではなく、本件買付けについても、経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしていないといえるのであり、本件買付けによる SPJSF による経営支配権の取得が、サッポロ HD の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を害することになると評価することは、ブルドックソース事件の最高裁決定の趣旨にも合致するところである。

- 4 よって、SPJSF が、本件買付提案に記載された買付行為を行う場合には、サッポロ HD の企業価値を毀損し、株主の共同の利益を著しく害するおそれは大きいと評価する。

付言するに、特別委員会の上記評価は、サッポロ HD の現在の経営に全く問題がないとするものではなく、現経営陣に対しては、問題点を把握し、速やかに経営改善に努め、株主の期待に応えるよう要望するものである。

以上