

**SPJSF による当社株式の買付提案に対する  
当社取締役会の意見書**

平成20年2月26日

サッポロホールディングス株式会社取締役会

## 目次

第1 当社取締役会の意見	… 3
第2 上記評価に至った理由	… 4
1 本買付提案にかかるこれまでの経過と適用される本対応方針の規定	… 4
(1) 本買付提案の受領から評価期間に至るまでの経過	
(2) SPJSFによる大規模買付ルールへの遵守状況	
(3) 本買付提案に適用される本対応方針の規定	
2 当社特別委員会の意見	… 7
3 当社の企業価値の源泉と当社経営を支配する者の在り方	… 8
(1) 当社の企業価値への理解の必要性	
(2) 当社事業運営の原点	
(3) 企業価値維持の条件	
ア 当社グループの事業基盤たるお客様との信頼関係	
イ 当社グループが長年にわたり築き上げてきたブランド価値	
ウ 当社グループの企業活力の源泉たる従業員	
4 当社取締役会の評価の詳細	… 11
(1) 評価の対象事実とその考察	
ア SPJSFによる本買付提案が、当社経営を実質的に支配しうる議決権を獲得する一方で少数株主を残存させるという内容の部分的買付けであること	
イ SPJSFは、経営支配権取得後の経営方針、経営チーム、ステークホルダーとの関係及び投下資本の回収方針を的確に開示していないこと	
ウ SPJSFは、SPJ関連ファンドに関する情報を十分開示していないこと	
エ SPJSFは、過去の投資行動において自らの短期的な利益を追求してきたこと	
オ SPJSFの言動が一貫性に欠け、不誠実な点が多く、信頼に値しないこと	
(2) 評価の結論	
第3 今後の当社取締役会としての対応	… 23

## SPJSF による当社株式の買付提案に対する当社取締役会の意見書

当社は、平成 19 年 2 月 15 日にスティー爾・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（以下「SPJSF」といいます。）より、「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。）を受領しました。

これに対し、当社取締役会は、「当社株券等の大規模買付行為への対応方針」（以下「本対応方針」といいます。）に基づいて手続きを進め、同年 12 月 6 日より取締役会評価期間（以下「評価期間」といいます。）に入りました。そして、本年 1 月 8 日に当社特別委員会に対して諮問を行い、2 月 4 日に特別委員会から意見書を、2 月 20 日に追加意見書をそれぞれ受領しました。

以上を踏まえ、当社取締役会は、特別委員会の意見を最大限尊重した上で、以下のとおり、本買付提案に対する当社取締役会の意見を表明いたします。

### 第 1 当社取締役会の意見

**当社取締役会は、SPJSF の本買付提案に基づく当社株式の買付行為は、当社株主全体の利益を著しく損なうおそれが大きいと評価し、本買付提案に反対します。**

上記の当社取締役会の意見は、本買付提案に対して、以下に述べるとおり、当社取締役会がこれまでに把握した事実を対象として評価し、取り纏めたものです。

したがって、仮に SPJSF が従来の方針を改め、本買付提案にかかる追加の情報提供や説明を行う場合、あるいは本買付提案とは異なる提案を行なう場合には、当社取締役会は、これまでと同様に本対応方針に則って、当社株主に対する透明性に留意しつつ、必要に応じて話し合い等を行なってまいります。

## 第2 上記評価に至った理由

### 1 本買付提案にかかるこれまでの経過と適用される本対応方針の規定

#### (1) 本買付提案の受領から評価期間に至るまでの経過

当社取締役会は、本買付提案を受領して以来、本対応方針に則って、以下の〈情報提供要請及び回答の経過〉のとおり手続きを進め、SPJSF に対し情報提供を要請してまいりました。これに対し SPJSF は、初回及び2 回目の回答にそれぞれ約2 ヶ月半及び5 ヶ月余りという長期間を要しました。また、これらの SPJSF の回答の内容には、当社取締役会が要請する情報が具体的かつ十分に提供されていない項目が見られました。

しかしながら、これまでの SPJSF の対応から見て、これ以上の情報提供要請を行っても徒に時間が経過するのみで、追加情報の取得は期待できないものと考えられ、また、不十分な回答しか得られなかった項目については、そのような回答状況自体を、本買付提案の本質や提案者である SPJSF の属性を示す情報として評価することが適当であると判断し、平成 19 年 12 月 6 日に評価期間に入りました。

なお、当社取締役会が平成 19 年 12 月 6 日に評価期間に入ったことは、平成 19 年 12 月 6 日付当社プレスリリース「当社株式の大規模買付行為にかかる取締役会評価期間の開始について」において説明しているとおり、当社取締役会が SPJSF から提供を受けた情報が十分であると判断したことを意味するものではありません。

#### 〈情報提供要請及び回答の経過〉

平成 19 年 2 月 15 日	SPJSF より、本買付提案を受領。
平成 19 年 3 月 1 日	当社より、SPJSF に対して、本買付提案にかかる必要情報の提供を要請する書状と「必要情報リスト」を交付。
平成 19 年 5 月 15 日	SPJSF より、同リストに対する回答書を受領。
平成 19 年 5 月 29 日	当社より、SPJSF に対して、追加情報の提供を要請する書状と「追加情報リスト」を交付。
平成 19 年 11 月 8 日	SPJSF より、同リストに対する回答書を受領。
平成 19 年 11 月 22 日	当社より、SPJSF に対して、確認・追加情報の提供を要請する書状と「確認・追加情報リスト」を交付。
平成 19 年 12 月 6 日	SPJSF より、「確認・追加情報リスト」に対する回答書を受領。同日より平成 20 年 3 月 5 日までの評価期間開始。

## (2) SPJSF による大規模買付ルールの遵守状況

本買付提案に対しては、平成 19 年 3 月 29 日開催の当社第 83 回定時株主総会において承認され、同日より発効した「当社株券等の大規模買付行為への対応方針」の附則により、原方針（平成 18 年 2 月 17 日に導入し、同総会の終結の時をもって廃止した旧「当社株券等の大規模買付行為への対応方針」）が適用されることとなります。

当社取締役会は、この本対応方針が規定する大規模買付ルールに則って、(1)で述べたとおり、SPJSF から必要情報の提供を受けるため、SPJSF と 3 回にわたる書面での質問・回答のやり取りを経たうえで評価期間に入りましたが、当社取締役会が要請する情報が具体的かつ十分に提供されていない項目があったものの、これまでのところ概ね大規模買付ルールに従って手続きが進められているものと考えられます。

したがって、当社取締役会は、本買付提案に対して、本意見書による当社取締役会の意見の表明をもって本対応方針の「2. 大規模買付ルールの内容」に規定する手続きを一旦完了し、今後は、SPJSF の対応を見守りながら、必要に応じて、本対応方針の「3.(1) 大規模買付者が大規模買付ルールを遵守した場合」の規定を適用し(但し、前述のとおり、SPJSF からの情報提供が十分であったと取締役会が判断したことを意味するものではありません) 対応していくこととします。

## (3) 本買付提案に適用される本対応方針の規定

「大規模買付者が大規模買付ルールを遵守した場合」における取締役会の対応方針は、次のとおりです（下線は注意喚起の為に付加したものです。また、注 4 及び注 5 の内容は省略しました。）。

大規模買付者が大規模買付ルールを遵守した場合には、当社取締役会は、仮に当該大規模買付行為に反対であったとしても、当該買付提案についての反対意見を表明したり、代替案を提示することにより、当社株主の皆様を説得するに留め、原則として当該大規模買付行為に対する対抗措置はとりません。大規模買付者の買付提案に応じるか否かは、当社株主の皆様において、当該買付提案及び当社が提示する当該買付提案に対する意見、代替案等をご考慮の上、ご判断いただくこととなります。

但し、本対応方針の採用とは別に、当該大規模買付行為が明らかに濫用目的によるもの(注 4)と認められ、その結果として会社に回復し難い損害をもたらすなど、当社株主全体の利益を著しく損なうと判断される場合には、取締役の善管注意義務に基づき、当社取締役会は当社株主の皆様の利益を守るために、適切と考える方策を取る(注 5)ことがあります。

このように、本対応方針においては、大規模買付者が大規模買付ルールを遵守した場合には、原則として当該大規模買付行為に対する対抗措置はとらないこととしていますが、例外的に、「当社株主全体の利益を著しく損なうと判断される場合」には、「適切と考える方策を取る」(つまり、対抗措置を発動する)ことがあると定めています。

そして、この「当社株主全体の利益を著しく損なうと判断される場合」の典型的態様として、本対応方針は、「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、その結果として会社に回復し難い損害をもたらすなど」という例示を行っていますが、株主全体の利益の毀損をもたらす大規模買付行為が、前述の典型的態様以外にもあり得ること、そしてそのような場合においても、「当社取締役会は当社株主の皆様利益を守るために、適切と考える方策をとる」必要があることから、本対応方針においては、例示している以外の態様によって「当社株主全体の利益を著しく損なうと判断される場合」であっても、当然に「適切と考える方策を取る」ことがある旨が明らかにされています。

なお、平成 20 年 2 月 13 日に、SPJSF が当社および特別委員会に宛てた「特別委員会の意見書について」と題する書簡においては、「貴社取締役会が買収防衛策を発動することができるのは、…3.(1)以下にも規定されているとおり、当該大規模買付行為が明らかに濫用目的によるものであると貴社取締役会に認められ、**かつ**その結果として会社に回復し難い損害をもたらすなど、貴社株主全体の利益を著しく損なうと判断された場合です。」との記載が見られました。この点については、一見して前述の規定をそのまま引用しているかのように記載しながら、前述の規定には記載されていない「かつ」という言葉をことさらに挿入(太字で強調)するなどして、「濫用目的」が一つの独立した要件であるかのように株主や投資家の皆様を誤導するものであり、当社取締役会としては極めて遺憾に思います。

## 2 当社特別委員会の意見

前述のとおり、当社取締役会は、平成 20 年 2 月 4 日、当社特別委員会より意見書を受領しました。同意見書の骨子は以下のとおりですが、SPJSF が、本買付提案に記載された買付行為を行う場合には、当社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しています。

### 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

### 3 当社の企業価値の源泉と当社経営を支配する者の在り方

#### (1) 当社の企業価値への理解の必要性

当社は、持株会社として、国内酒類事業、国際酒類事業、飲料事業、外食事業及び不動産事業を主体とするサッポログループの事業の全体にわたる経営を統括するものであり、その経営にあたっては、関係する事業についての幅広いノウハウと豊富な経験、ならびに国内外の顧客・従業員及び取引先等のステークホルダーとの間に築かれた関係等への理解が不可欠です。

したがって、当社の経営支配権を有する者がこれらを顧慮せずに、短期的な利益を追求するための事業運営を行う場合には、当社グループがそれまで長年にわたり積み上げてきた企業価値が一瞬にして瓦解してしまう危険性があります。

#### (2) 当社事業運営の原点

当社グループは、1876年の開拓使麦酒醸造所の創業以来130年余りの歴史の中で、酒類事業から、飲料、外食、不動産へと事業領域を拡大してきました。

このうち、酒類事業、飲料事業、外食事業は、お客様の口に入る食品を扱う事業であり、お客様からの長年にわたる篤い信頼なくして事業運営を行うことができない事業といえます。また、不動産事業も、お客様にオフィスや住宅等の生活空間を提供するものであり、同じくお客様の信頼なくしては成り立ちえません。すなわち、これらの事業はいずれも、「安全」、「安心」をお客様にお届けすることが事業運営の原点といえます。

このような基本認識の下、当社は、当社グループの経営理念を、『潤いを創造し、豊かさに貢献する』としております。この理念の下で、それぞれの事業において、お客様へ確かな価値をご提供し、お客様からのご支持をいただきながら、現在のグループへと発展してまいりました。

#### (3) 企業価値維持の条件

当社の企業価値は、「安全」、「安心」の確保などを通じたお客様との信頼関係を原点とし、長年にわたり構築してきたブランド価値（ブランド資産）、幅広いノウハウと豊富な経験をもつ従業員やステークホルダーなどがこれを支えているものであり、当社グループの経営にあたっては、これらを十分に理解し、当社を支えているこれらの貴重な財産を大切にし、社会の信頼に応えられるような理念をもって、責任ある行動をとっていくことが不可欠であるといえます。

企業は社会的存在であり、理念なき企業は社会での存続を許されません。利益は企業存

続の必須条件ではありますが、企業の存在価値は経営理念の実現であり、それは長期に営まれる企業活動を前提としています。このような意味で、経営理念を持たず、また企業価値の源泉を顧慮せずに、短期的な利益のみを追求する経営が行われる場合は、当社グループの企業価値が一瞬にして瓦解してしまうおそれがあります。

具体的には以下に述べるとおりです。

## ア 当社グループの事業基盤たるお客様との信頼関係

当社は、当社グループの重要な経営の基本方針の一つである CSR 方針を、「わたしたちは、いつもお客様に喜んでいただける企業活動を通じて、社会に信頼されるグループであり続けます」としています。

食品や不動産を扱う事業を主体とする当社グループの経営基盤は、お客様に「安全」、「安心」を提供していくことによって結ばれている信頼関係であり、この「安全」、「安心」の確保は、当社グループの経営における最優先事項と考えます。

昨今の食品や不動産の偽装問題等は、本来最も重視すべき商品やサービスの安全性、そしてお客様の信頼を軽んじた結果であり、その背景には、短期的な利益を過度に追求する姿勢があったものといえます。

言い換えると、当社の経営においては、これらの「安全」、「安心」を確保する体制の構築、更にそれらに対する経営としての責任の重大性に対する認識が不可欠であり、これらを軽視して短期的な利益のみを追求する経営が行われる場合は、「安全」、「安心」を確保することで長年にわたり築き上げてきたお客様との信頼関係を失い、当社グループの企業価値を著しく毀損するおそれがあります。

## イ 当社グループが長年にわたり築き上げてきたブランド価値

これまで長い時間をかけて構築してきた当社グループの「ブランド」は、当社グループの現在および未来の競争力の源泉であり、当社にとってかけがえのない重要な資産です。

特に、当社グループと関係の深い「札幌・サッポロ」、「恵比寿・エビス」、そして「銀座・GINZA」は、地名であると同時に、当社の重要なブランド名でもあります。

「札幌・サッポロ」は、当社グループ創業の地であり、当社やグループ会社の社名にも用いられており、当社にとって基幹のブランドであるといえます。また、当社グループは、北海道における不動産事業の中核施設である「サッポロファクトリー」などを有しています。

「恵比寿・エビス」は、当社の前身の一つである日本麦酒株式会社により「恵比寿ビール

(現在のエビスビール)」の生産が開始された地であり、その商品名に由来して「恵比寿」という駅名や地名が誕生したという経緯があります。現在もその歴史的な場所である恵比寿において、当社は、事業子会社である恵比寿ガーデンプレイス社を通じて中核的な不動産事業を展開しております。

更に、「銀座・GINZA」は、当社の事業子会社であるサッポロライオン社の中核業態である「ビアホール」の日本における発祥の地です。銀座は、多くのお客様にとって美味しい生ビールが飲める場所として、お客様とサッポロライオン社で70年以上の長い時間をかけて作り上げてきた、ビール文化の発信地でもあります。

このように、「札幌・サッポロ」、「恵比寿・エビス」、「銀座・GINZA」は、それぞれに当社グループの複数の事業においてブランド価値を具現化している重要な資産であり、お客様や地域の皆様によって、長年にわたり親しみと信頼をもって育まれてきた当社グループの企業価値の源泉となっています。

したがって、こうした当社グループのブランドの価値とその意義を深く理解せずに、短期的な利益のみを追求して、単なる一商品ブランド、あるいは一不動産物件として単純に政策決定するような経営を行なう場合、当社グループの貴重な資産であるブランドの価値を破壊し、当社グループの企業価値を著しく毀損するおそれがあります。

## ウ 当社グループの企業活力の源泉たる従業員

企業活力の源泉の1つは、経営理念を共有し、かつ幅広いノウハウと豊富な経験を持つ従業員です。当社の従業員は企業の経営理念に共感し、その行動により企業価値を高めています。また、当社の人事・評価制度は、経営理念に基づく事業目標を、従業員個々人の目標にまで連鎖させる仕組みとなっています。さらに、当社においては、日常の業務執行に際しても経営理念浸透のために様々な取り組みを実施・継続し、当社の企業活力の維持・向上に努めています。

このような日々の努力を实らせ、企業価値を高めていくためには、当社の経営に当たって明確な経営理念を提示して従業員と共有し、その活力を高めていくことが不可欠となります。

しかしながら、当社の経営を支配する者が、短期的な利益・経済性のみを優先させ、明確な経営理念を提示することなく経営判断を行う場合には、かかる従業員の協力を得ることができず、当社グループの企業活力が失われてしまう危険にさらされ、当社グループの企業価値を著しく毀損するおそれがあります。

## 4 当社取締役会の評価の詳細

### (1) 評価の対象事実とその考察

当社取締役会は、これまでに把握した SPJSF 及び本買付提案に関連する事実、具体的には本買付提案、本買付提案後の SPJSF との書面又は口頭での質疑応答、及び公開情報を評価の対象としました。これらの事実のうち重要なものは、概略以下のとおりです。

#### ア SPJSF による本買付提案が、当社経営を実質的に支配しうる議決権を獲得する一方で少数株主を残存させるという内容の部分的買付けであること

SPJSF は、本買付提案において、SPJSF の議決権割合が 66.6%となる当社株式の取得を提案しています。したがって、本買付提案は、当社経営を実質的に支配しうる議決権を獲得する一方で、少数株主を残存させるという内容の部分買付けであるといえます。

このような部分買付けを提案する理由について、SPJSF は、「当ファンドのポートフォリオ・アロケーション上の判断に基づく決定」と述べるのみであり、当社株主の利益に対する配慮の観点からは、何ら説明を行っていません。

むしろ、3分の2を僅かに下回る割合を目標としたことは、実質的に当社の経営を支配しうるだけの議決権を獲得する一方で、特別委員会も指摘するとおり、金融商品取引法に定められた全部買付義務を回避することに関連があることが推測されるところです。

このような部分買付けが行われる場合、結果として残存する少数株主にとって、経営支配権を取得する買付者が、当社に関してどのような経営を行っていくのか、当社グループの事業、役員・従業員人事、取引先・顧客といったステークホルダーとの関係をどのように維持し又は変更するのか、どのような投下資本の回収方針を有しているのか、といった情報は極めて重要となります。

そして、当社取締役会としても、本買付提案が「当社株主全体の利益を著しく損なうか否か」という評価を行なう上で、かかる事項についての SPJSF の方針を把握することは極めて重要であるといえます。

しかし、後述するとおり、これらの事項について SPJSF は十分な開示をしようとしていません。

#### イ SPJSF は、経営支配権取得後の経営方針、経営チーム、ステークホルダーとの関係及び投下資本の回収方針を的確に開示していないこと

SPJSF は、実質的に当社の経営を支配しうる強大な権限を持つこととなる本買付提案を行いながら、経営支配権を取得した後の経営方針、経営チーム、ステークホルダーとの関係、投下資本の回収方針について、明確な方針を示していません。

当社は、これらの事項について、SPJSF との面談・書簡等の交換を通じて繰り返し質問しましたが、一貫して SPJSF は方針を明示していません。また、SPJSF は、平成 20 年 1 月 23 日に特別委員会と面談を行いました。特別委員会に対しても同様に、上記事項について、経営支配権取得後の明確な方針を開示していません。

具体的には以下に述べるとおりです。

(a) 経営支配権取得後の経営方針を開示していないこと

SPJSF が経営支配権を取得した後にどのような経営方針を採用するかという点は、当社株主やステークホルダーにとって重要な関心事項です。

しかし、SPJSF は、本買付提案において議決権ベースで 66.6%という当社の経営権を支配するに足るだけの当社株式の取得を目的としているにもかかわらず、買付完了後に想定している当社グループの経営方針等に関する質問については、「投資先の日常的な経営に関与するつもりはございません」、「現在、貴社の事業または人事を変更することは考えておりません」、「現在のところ、貴社グループを再編する予定はございません」などと回答しています。そして、会社の所有と日常の経営との分離を強調するなど、経営支配権取得後の経営方針を明らかにしようとしていません。

66.6%の株式保有を目指すということは、経営支配権を取得することを意味しており、かかる強大な権限を持つことを目指すのであれば、結果として残存する少数株主やステークホルダーに対して責任ある方針を示すべきであると考えます。

しかしながら、SPJSF は、66.6%という数字の根拠については、前述のとおり「当ファンドのポートフォリオ・アロケーション上の判断に基づく決定です」とし、「当ファンドの希望保有比率が 66.6%と高いのは、当ファンドが、将来において貴社の企業価値が向上するであろうことを強く信じていることと大いに関係があります」などと説明しており、自らの経営方針については何ら説明を行っていません。また、SPJSF は、平成 19 年 11 月 8 日のプレスリリースでは、「純投資目的で同社議決権の 66.6%までの取得を希望して」と述べています。

なお、SPJSF は、平成 19 年 11 月 8 日に提出した『企業価値向上へのアプローチ』を「貴社の各事業に関する私どもの分析並びに貴社経営陣がすべてのステークホルダー(従業員、

株主、債権者、消費者)のために貴社の企業価値を向上させるためのアプローチについての株主としての提言」として位置付けています(平成19年11月8日付書簡の別紙A)。

すなわち、同提言は、自らも述べているとおり一株主としてのSPJSFの提言に過ぎず、SPJSFが当社の経営支配権を取得した後の経営計画又は事業計画として位置づけられていません。また、その後の同月12日の当社役員との面談においても、SPJSFはSPJ関係者を通じて、『企業価値向上へのアプローチ』に関し、「公開情報に基づいた株主からの提言ととらえてほしい」、「SPJSFから事業計画・経営計画を示したものではない」旨を明言しています。

上記のようなSPJSFの回答内容は、当社の経営権を支配するに足るだけの株式取得を目指す提案の説明としては、極めて不十分かつ無責任なものです。したがって、当社取締役会としては、このような対応に終始するSPJSFの本買付提案の目的や買付後の行動に関し、重大な疑念を持たざるを得ません。

(b) 経営支配権取得後の経営チームについての十分な情報を提供していないこと

経営方針と同様に、SPJSFが経営支配権を取得した後にどのような経営チームに当社グループの経営を行わせるのかは、当社株主にとって重要な関心事項であるといえます。

この点について、SPJSFは、平成19年2月5日付書簡において、当社に対する取締役派遣の意向を示しましたが、そのわずか10日後の本買付提案において、「現経営陣を信頼している」、「取締役を含む人事を変更することは考えていない」と述べ、矛盾するとも言える方針変更を行いました。

その後の当社からの質問に対してSPJSFは、「投資先について、優れた経営陣が会社を経営していると考えますので、現在のところ、投資先の日常的な経営に関与するつもりはございません」と回答しています。

一方で、SPJSFは、平成19年3月29日に開催された当社第83回定時株主総会における委任状勧誘の際に他の当社株主に宛てた同月22日付書簡において、「(株主総会で)会社の提案する取締役会のメンバーは、株主の皆様とは利害の異なる会社関係者がほぼ独占しています。たとえば、ある買付者が経営陣に利益の提供を約束し、別の買付者が約束しなかったら、経営陣はどう対応するのでしょうか。」と述べ、当社株主に対して当社経営陣への不信感を煽ろうとしていました。すなわち、SPJSFは、「現経営陣を信頼している」、「取締役を含む人事を変更することは考えていない」という本買付提案の記載と矛盾する発言を委任状勧誘の際に行なっています。

このような経緯に照らすと、当社取締役会としては、「現経営陣を信頼している」とする SPJSF の回答が、真に SPJSF の意向を述べているのか疑問を持たざるを得ません。

(c) 経営支配権取得後のステークホルダーとの関係についての十分な情報を提供していないこと

前述のとおり、当社の経営に当たっては、国内外の顧客・従業員及び取引先等のステークホルダーとの間に築かれた関係等への理解が不可欠といえます。

この点について、SPJSF は、平成 19 年 5 月 15 日付回答において、当社グループの取引先・顧客との関係や執行役員、従業員その他の人事について、現在のところ変更する予定はないという趣旨の回答を行っています。

他方、同年 11 月 8 日付回答においては、「(回答と共に SPJSF が提出した)『企業価値向上へのアプローチ』には、これを貴社経営者の皆様が採用された場合には不採算事業の廃止や特定の資産の処分につながる可能性のある内容も含まれております」とし、「当ファンドは、貴社に対して、従業員を犠牲にして事業のリストラを行なうことを提案しているものではありません。貴社が株主利益のみならず従業員の利益も勘案し、適用される労働法規をすべて遵守するのは当然のことであり、当ファンドはそのことを十分理解しております」といった従業員について言及した箇所もみられます。

しかしながら、これらをも、SPJSF が、当社とステークホルダーとの関係という当社の企業価値の重要な源泉に対して、自らが責任をもって実施しようとしている具体的な方針を何ら説明しておらず、当社取締役会としては、このような対応に終始する SPJSF の意図についても大いに懸念を抱いています。

(d) SPJSF の投下資本の回収方針が明らかにされていないこと

SPJSF は投資ファンドですので、最終的には投下した資本を回収して出資者へ利益還元をしなければならないと考えられます。また、本買付提案に記載された買付行為が行われる場合、SPJSF は約 1500 億円を追加投資することになると推定されます。これだけの資金を投資する場合、SPJSF としては一定の予定期間内において一定の予定利益率による利益を得ること、及びそのための投下資本の回収方針を有していると考えられます。

ところが、当社の企業価値が SPJSF の期待する程度には向上せず、当社の株価上昇や増配によっても SPJSF が当初設定した予定利益率に満たないことも想定されうるわけであり、

そのような状況になった場合には、SPJSF の有している投下資本の回収方針如何によっては、当社グループが保有している不動産その他の事業資産の売却が行われる可能性もあり、その方法次第で当社の企業価値が大きく毀損されるおそれがあります。

したがって、当社株主としては、SPJSF が設定している本買付提案に係る投下資本の予定期間や予定利益率、投下資本の回収方針について、大いに関心を持たざるを得ません。

しかし、SPJSF は予定期間も予定利益率も明らかにしておらず、投下資本の回収方針についても全く説明していません。

このような情報について不開示とする理由については、当社の株主全体の利益と両立し得ないような短期的な利益を追求する内容であるためではないかとも推測されるところです。

#### **ウ SPJSF は、SPJ 関連ファンドに関する情報を十分開示していないこと**

本買付提案について評価しようとしている当社株主にとって、買付者である SPJSF の運営方針等や関連ファンド（SPJSF 及びこれと共通の代表者を有する他のファンド等の法主体のことを以下「SPJ 関連ファンド」といいます。）に関する情報は極めて重要であるといえます。

当社取締役会は、「当社取締役会の賛同を得て 66.6%の当社株式を取得したい」という提案をしてきた SPJSF がどのようなファンドであるかを理解すべく、質問をしました。

しかしながら、SPJSF は、「かかる資料のご要望は、貴社対応方針の手続には関係なく、不適切である」として、自己の運営方針、事業概要、財務内容、投資実績等の情報について、一切の情報の提供を拒否しています。

そして、SPJSF は、投資実績を含む SPJ 関連ファンドに関する情報の開示を拒否しながら、SPJ 関連ファンドによる投資が成功した例として、日本法人以外の法人への投資事例を紹介するという一貫性のない対応を行っています。

#### **エ SPJSF は、過去の投資行動において自らの短期的な利益を追求してきたこと**

SPJSF は、これまでの投資事例において、公開買付けその他の様々な手段により、自らの短期的な利益を追求しています。また、日本の裁判所によって、SPJ 関連ファンドによる買付行為が株主共同の利益を毀損するとの判断を正当とする旨の評価を受けています。さらに、SPJSF は、当社に対してホワイトナイト等の代替案を提示させようとの意図を有

している可能性が高いと言わざるを得ません。

具体的には以下のとおりです。

(a) SPJ 関連ファンドによる公開買付けを利用した投資行動

SPJ 関連ファンドは、株式会社ソトーに対して平成 15 年 12 月に公開買付けを開始し、同社の大幅増配によって高騰した株価で自己の保有株式を売却して利益を上げています。

また、SPJ 関連ファンドは、明星食品株式会社に対して平成 18 年 10 月に公開買付けを開始し、これに対抗して、同公開買付けの買付価格を上回る価格で日清食品株式会社が公開買付けを開始したのを見るや、SPJ 関連ファンドは、自らが公開買付けを実施中であるにもかかわらず、自ら保有する明星食品株式会社の株式全部を日清食品株式会社に売却して、多額の売却差益を獲得しています。

さらに、SPJSF は SPJ 関連ファンドを介して、ブルドックソース株式会社に対して平成 19 年 5 月に公開買付けを開始し、無償割当てを受けた新株予約権の会社による買取りを通じて利益を上げています。

これらの国内投資事例に加えて、SPJ 関連ファンドは海外においても、現経営陣を退任させ、対象会社の資産譲渡、事業譲渡や会社清算、株式上場廃止を行わせています。

このように、SPJ 関連ファンドによる公開買付けを利用した投資行動は、公開買付け後の経営参加を通じて企業価値を高めて株主利益の増進を図るのではなく、特別委員会が指摘するとおり、むしろ、公開買付けをきっかけとして生じた事象を利用して、短期的な利益を獲得するためのものであったと考えざるを得ません。

(b) SPJSF によるブルドックソースに対する公開買付け及び裁判所による評価

SPJSF は SPJ 関連ファンドを介して、ブルドックソース株式会社（以下「ブルドックソース」という。）に対して、平成 19 年 5 月 18 日に同社の全株式を対象とした公開買付けを開始しました。これに対抗して、ブルドックソースが同年 6 月 24 日の同社株主総会において新株予約権無償割当てを決議したため、SPJ 関連ファンドは同割当ての差止めの仮処分を求めて提訴しました。抗告審である東京高等裁判所は、SPJSF について、「対象企業の経営には特に関心を示したり、関与したりすることもなく、当該会社の株式を取得後、経営陣による買収を求めると同時に突然株式の公開買付けの事務に出るなど、様々な策を弄して、専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を獲得し

ようとし、最終的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在といわざるを得ない。」「このような抗告人関係者がした前記の経緯、態様による本件公開買付け等は、前記の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するものとして信義誠実の原則に抵触する不当なものであり、これを行う抗告人関係者は本件については濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである。」と判示しています(東京高決平成 19 年 7 月 9 日金融商事判例 1271 号 17 頁)。

更に、最高裁判所も、SPJSF が、「相手方の経営を行う予定はないとして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」から、ブルドックソースの株主が、SPJSF による「経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断した」ことを正当であると評価しました。

(c) 当社に対してホワイトナイト等の代替案を提示させようとしたこと

SPJSF が本買付提案を行った平成 19 年 2 月 15 日の直後に、スティール・パートナーズ・ジャパン株式会社の関係者は、報道機関のインタビューに応じて、「株主の観点からは、サッポロ HD のビール事業のウエートはマイナーだ。ホールディングの 4 つの事業(酒類・飲料・外食・不動産)では、マジョリティーは明らかに不動産事業。その事業をマキシマイズしてくれる経営がいい。もし不十分なら補完してくれる戦略的な投資家が現れてくれればいいシナリオだ。今回は不動産のところで戦略的な買い手が関心を示してくれればいい」などと発言しています。

SPJSF が過去に、保有する明星食品株式会社の株式を日清食品株式会社に売却し、多額の売却差益を獲得したことは前述のとおりですが、上記発言は、当社株式に関しても、SPJSF が自らの保有株式の売却機会を提供するようなホワイトナイトの出現を期待していたことを示すことは明らかです。そして、こうした報道機関によるインタビュー記事の配信を通じて、当社に対して、「ホワイトナイト等の代替案を用意すべき」というプレッシャーを与えようとしていたものとも考えられます。

さらに、SPJSF は、平成 19 年 3 月 1 日付の「必要情報リスト」に対する同年 5 月 15 日付回答において、「当ファンドは、公開買付け以外の方法について、貴社とお会いして協議させていただくことを希望します。当ファンドは、貴社取締役会が、当ファンドが検討しうる代替案を提示することもできるのではないかと考えます。」(質問 2.5 への回答)と述べています。この記載は、前述のインタビューの件と合わせて考えると、SPJSF が満足する内容のホワイトナイト等の代替案の提示を当社に行わせようとする意図があったことを

裏付ける事実であると考えられるほかありません。

#### オ SPJSFの言動が、一貫性に欠け、不誠実な点が多く信頼に値しないこと

これまで述べたことに加えて、以下に述べる SPJSF の言動は、一貫性に欠け、極めて不誠実であると言わざるをえません。そのような SPJSF による説明をそのまま額面どおりに受け取ることは、当社取締役会として大きな懸念と躊躇を抱かざるを得ません。

##### (a) 経営支配権取得後の経営チームに関する一貫性に欠ける言動

4(1)イ(b)で述べたとおり、SPJSF は、平成 19 年 2 月 5 日付の書簡では、当社に対し取締役派遣の意向を示し、そのわずか 10 日後に提出した本買付提案においては、「現経営陣を信頼している」、「取締役を含む人事を変更することは考えていない」などと述べ、一方で平成 19 年 3 月 22 日付の当社株主宛の書簡においては、取締役会や経営陣の構成を批判する内容を記載するなど、それぞれ相互に矛盾する言動を行っています。

##### (b) 「企業価値向上へのアプローチ」の位置付けに関する一貫性に欠ける言動

4(1)イ(a)で述べたとおり、従来から SPJSF は、「企業価値向上へのアプローチ」の位置付けについて、公開情報に基づいた一株主としての SPJSF の提言に過ぎず、SPJSF が当社の経営支配権を取得した後の経営計画又は事業計画として示したものではない、と明言していました。

しかし、その後、SPJSF は、当社および特別委員会に宛てた平成 20 年 2 月 13 日付の「特別委員会の意見書について」と題する書簡において、「企業価値向上へのアプローチ」が経営「計画」を構成するか否かは抽象的な意味論の議論に過ぎない、として、当社取締役会へのそれまでの再三の説明とは異なる立場を示しています。

このように、SPJSF は、従来の「企業価値向上へのアプローチ」の位置付けについての説明を、自己の都合により突然変更しており、信頼の置ける対応をとっていません。

##### (c) 「企業価値向上へのアプローチ」等の開示に関する一貫性に欠ける言動

SPJSF は、大規模買付ルールに基づく当社取締役会への回答につき、SPJSF の同意なくして開示することのないように当社に求め、また、平成 19 年 11 月 8 日付の SPJSF のプレ

スリリースにおいて、「本提案者は、『企業価値向上プラン』の詳細な内容について同社(注：当社)への予告なく開示することはいたしません」と述べました。

しかし、その後、SPJSFは、当社への何らの予告を行わないまま、平成19年12月6日に、「企業価値向上へのアプローチ」を報道機関に対して開示しました。このように、SPJSFは、従来自ら行っていた当社への依頼や自身のプレスリリースでの発言内容と矛盾する行動を平然と行っています。また、当社からの質問内容や、当社には非開示を求めた自身の回答内容についても、自身が主張したいところだけを抜き出して、都合よく自らのプレスリリースやプレゼンテーション資料等で公表しています。

(d) ウェスティンホテルの売却の評価に関する一貫性に欠ける言動

SPJSFは、平成17年12月1日付書簡において、当社に対して、平成16年のウェスティンホテルの売却についての当社の決定を「嬉しく存じました」と表現し、賛意を示しました。

ところが、SPJSFは、当社および特別委員会に宛てた平成20年2月13日付の「特別委員会の意見書について」と題する書簡において、当社が同売却を行ったことにより、平成16年から平成19年までの期間における同ホテルの価格の上昇によって評価益を得る機会を逸したとの批判を行っています。SPJSFが行っているこうした発言は、自らの過去の言動を顧みない不誠実な批判であって、かつ、経営に関する定見を欠くことを自ら露呈するものに他なりません。

(e) 大規模買付ルールに基づく必要情報の提供に関する不誠実な言動

本買付提案を受け、当社取締役会は、本対応方針に基づき、平成19年3月1日に「必要情報リスト」を交付しました。当社がSPJSFの回答を受領したのは2ヵ月半後の平成19年5月15日ですが、2ヵ月半の長期間にわたり準備することができたにもかかわらず、SPJSFの回答は、実質的には当社の要請に殆ど応えていないに等しい内容でした。

当社はその後、5月29日に「追加情報リスト」を交付しましたが、SPJSFによる平成19年11月8日の再回答までには5ヶ月余りという長期間が経過しています。当社取締役会が、本対応方針に基づき、SPJSFからの回答受領から10営業日内という極めて短期間のうちに「追加情報リスト」や「確認・追加情報リスト」を交付して再質問したことと比較すれば、このようなSPJSFによる回答の長期間の遅延に合理的理由がないことは明らかであるといえます。

他方、SPJSFは、「追加情報リスト」への回答の際に、SPJ社関係者を通じて当社に対し、7月下旬には「8月初旬に回答を提出する」と、8月下旬には「9月11日にリヒテンシュタイン氏から直接回答を渡したい」などと言いつつ、当社との面談を持ちかけて、その機会を得ました。しかし、SPJSFは、いずれの面談においても、面談当日に面談の場において初めて、回答を提出しないことを当社に対して通告しました。そして、10月以降も、当社に対して、再三にわたり「回答は既に出来ている」という趣旨の発言をしつつも、実際には回答の交付を延期しており、誠実さに欠ける対応であると言わざるを得ません。

## (2) 評価の結論

以上の事実とその考察を前提に、当社取締役会は、本買付提案について以下のとおりの検討・評価を行いました。

1. 上記3で述べたとおり、当社の経営にあたっては、幅広いノウハウと豊富な経験、ならびに国内外の顧客・従業員及び取引先等のステークホルダーとの間に築かれた関係等への理解が不可欠であります。したがって、SPJSF が当社の経営支配権を取得した後にいかなる経営方針を採用するかは、当社企業価値及び当社株主全体の利益との関係では、極めて重要な要素といえます。

2. また、SPJSF が部分買付けを提案しているため、他の当社株主の一部は SPJSF による買付け後も株主として残ることになります。そのような可能性のある当社株主にとっては、経営支配権を取得する SPJSF が、どのような投資家であり、当社に関してどのような経営を行い、当社グループの事業、役員・従業員人事、取引先・顧客等のステークホルダーとの関係をどのように維持し又は変更することによって、企業価値を向上させるのか、どのような投下資本の回収方針を有しているのか、といった点が重大な関心事項であります。

そして、当社取締役会としても、本買付提案が「当社株主全体の利益を著しく損なうか否か」という評価を行う上で、かかる事項について SPJSF の意向を把握することは極めて重要であるといえます。

3. しかしながら、SPJSF は、実質的に当社の経営を支配しうる結果をもたらす本買付提案を行っているにもかかわらず、経営支配権の取得後の当社の経営方針や経営チーム、ステークホルダーとの関係、投下資本の回収方針、SPJ 関連ファンドに関する情報といった重要な情報を示していません。

したがって、当社取締役会は、SPJSF による当社株式の経営支配権の取得によって当社株主全体の利益が著しく損なわれるかという点について判断するためには、過去に SPJ 関連ファンドが他社に対してとった投資行動や、当社グループに関するこれまでの言動など、SPJSF に関してこれまで当社が入手した情報全てを前提として考慮した上で、これらに大きく依拠せざるを得ません。

4. そこで、SPJ 関連ファンドの過去の投資行動を端的に評価すると、自らの短期的な利

益を獲得するという投資行動を反復していると言えます。そして、こうした SPJSF の行動に対し、東京高等裁判所は、SPJSF を「様々な策を弄して、専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を獲得しようとし、最終的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在」と断じ、最高裁判所も、SPJSF による「経営支配権の取得が企業価値をき損し、株主の共同の利益を害することになる」とブルドックソースの株主が判断したことを正当であると評価しています。

5. また、当社グループに関する SPJSF やその関係者の言動には、一貫性を欠く言動や不誠実な言動などがみられます。さらに、SPJSF にはホワイトナイト等の代替案を当社に提示させようとする意図も窺われるなど、まさに SPJSF は、様々な策を弄して、ひたすら自らの利益を追求しようとしているといわざるを得ません。

以上の点を総合的に考慮した結果、当社取締役会は、SPJSF の当社株式取得の目的と買付後の行動について次の結論に達しました。

- ・ SPJSF は、当社の経営支配権を取得した後に、真摯に当社経営に参加する意思を有しておらず、支配株主としての責任ある行動をとろうともしていない。むしろ、このような対応に終始する SPJSF の本買付提案の目的や買付後の行動に関し、重大な疑念を抱かざるを得ないような事情が存在する。
- ・ したがって、過去の投資行動においてそうであったように、SPJ 関連ファンドは、本買付提案に基づく買付けを行い、当社の経営支配権を取得した後にも、「ひたすら自らの利益を追求しようとする存在」として振る舞う可能性が十分ある。

そして、このような SPJSF が、当社の経営支配権を取得した後、当社の経営に不可欠な幅広いノウハウと豊富な経験、ならびに国内外の顧客・従業員及び取引先等のステークホルダーとの間に築かれた関係等を顧慮せずに、確たる経営理念や経営方針を示さないまま、ひたすら自らの利益を追求するような経営を行う可能性を否定できず、当社企業価値の源泉である顧客との信頼関係、ブランド価値、従業員の活力は喪失し、企業価値を毀損する危険性が高いといわざるを得ません。

以上から、当社取締役会としては、SPJSF が本買付提案に記載された買付行為を行う場合、当該買付行為は当社の企業価値を毀損し、当社株主全体の利益を著しく損なうおそれ大きいと評価します。したがって、当社取締役会としては、本買付提案に反対します。

### 第3 今後の当社取締役会としての対応

当社取締役会は、本買付提案につきましては、本日の取締役会としての意見の表明をもって本対応方針に定める『大規模買付ルール』の手続きを一旦完了し、今後は、SPJSFの対応を見守りながら、必要に応じて、同じく本対応方針に定める『大規模買付行為が為された場合の対応方針』に則って対応していくこととします。

なお、SPJSFの本買付提案は当社取締役会の賛同が得られることを条件とした買付提案であり、また、現時点では、具体的な大規模買付行為は開始されていませんので、当社取締役会は、本対応方針に定めるところの例外的対応もしくは対抗措置の発動を具体的に予定していませんし、特別委員会にも諮問していません。

また、冒頭にも述べたとおり、上記の当社取締役会の意見は、本買付提案に対して、当社取締役会がこれまで把握した事実を対象として評価し、取り纏めたものです。したがって、仮にSPJSFが従来の方針を改め、本買付提案にかかる追加の情報提供や説明を行う場合、あるいは本買付提案とは異なる提案を行なう場合には、当社取締役会は、これまでと同様に本対応方針に則って、当社株主に対する透明性に留意しつつ、必要に応じて話し合い等を行なってまいります。

ただし、平成20年2月13日及び25日にSPJSFが特別委員会に宛てたプレゼンテーション資料や書簡に、『企業価値向上へのアプローチ』の提出をもって買付後の経営方針あるいは経営計画を提出したかのような記載がなされていますが、平成19年11月8日に受領した『企業価値向上へのアプローチ』は、これまでの回答書や口頭説明では、株主としての提言であり、経営計画を示すものではない旨の説明を受けていました。

したがって、SPJSFに対しては、真に買付後の経営方針を提出されるのであれば、きちんとその旨を明示された上で当社取締役会に提出され、その趣旨を説明されるよう要請しました。

当社取締役会としては、今後につきましても、本対応方針に則って引き続き適切に対応してまいります。

以 上