

平成20年2月4日

サッポロホールディングス株式会社  
代表取締役社長 村上隆男 殿

サッポロホールディングス株式会社  
特別委員会

委員長 武藤春光

委員 大浦溥

委員 中谷巖

貴社から当特別委員会に対する諮問事項についての当委員会の意見及びその理由は、別紙のとおりである。

以上

---

# 意見書

---

平成 20 年 2 月 4 日

サッポロホールディングス株式会社特別委員会

## 第 1 諮問事項

- 1 . 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、明らかに濫用目的によるものであり、その結果として当社株主全体の利益を著しく損なうものであるかどうかについて、調査・検討及び評価すること
  
- 2 . SPJSF による本買付提案の内容が、当社株主全体の利益に資する適切なものと認められるかどうかについて、調査・検討及び評価すること

## 第 2 意見

- 1 . 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 . 上記 1 . で述べたとおりである。

なお、SPJSF の行う買付行為が明らかに濫用目的によるものであるか否かについては、評価する必要がないものとする。

### 第3 理由

#### 1 当事者

##### (1) サッポロホールディングス株式会社について

サッポロホールディングス株式会社（以下「サッポロ HD」という。）は、平成15年7月、当時のサッポロビール株式会社が純粋持株会社に移行し、商号を変更したものである。サッポロ HD の下に、サッポロビール株式会社（国内酒類事業会社）、サッポロインターナショナル株式会社（国際酒類事業会社）、株式会社サッポロライオン（外食事業会社）、サッポロ飲料株式会社（飲料事業会社）及び恵比寿ガーデンプレイス株式会社（不動産事業会社）の主要5事業会社があり、他に多数の子会社がある。

平成19年9月30日現在のサッポロ HD の資本金は53,886,649,941円、発行済株式総数は393,971,493株である。平成19年12月31日現在のサッポロ HD の株主数は48,403名である。平成19年6月30日現在のサッポロ HD の従業員数は98名（グループ従業員数4,122名）である。

平成20年1月28日現在の株価は、1株あたり771円（東証一部終値）、株価総額は約3037億円であり、中間連結財務諸表によれば平成19年6月30日現在の総資産は5821億円、うち土地は714億円である（平成19年12月期中間決算短信）が、土地の時価はこれよりかなり高額となると考えられる。

サッポロビールの歴史は、明治9年9月、明治新政府により開拓使麦酒醸造所が建設され、翌年開拓使のシンボル、北極星

をマークとした冷製「札幌ビール」が発売されたことに始まる。開拓使麦酒醸造所は、いくつかの経過を経て、明治20年12月、札幌麦酒会社（明治26年に札幌麦酒株式会社に改組）に引き継がれた。他方、明治20年9月には、東京に日本麦酒醸造会社（明治26年に日本麦酒株式会社に改組）が設立され、明治23年2月「恵比寿ビール」を発売した。また、明治22年11月には、大阪麦酒会社（明治26年に大阪麦酒株式会社に改組）が設立され、翌年5月「アサヒビール」を発売した。

明治39年9月、札幌、日本、大阪麦酒が合同し、大日本麦酒株式会社が誕生する。

大日本麦酒株式会社は、昭和24年9月、過度経済力集中排除法の適用会社となり、日本麦酒株式会社と朝日麦酒株式会社に分割され、日本麦酒が「サッポロ」「エビス」のブランドを承継する。

昭和39年1月、日本麦酒株式会社はサッポロビール株式会社に社名変更する。

(2) 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・ピーについて

本件大規模買付提案者であるスティール・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（Steel Partners Japan Strategic Fund (Offshore) L.P.。以下「SPJSF」という。）は、平成14年に、日本企業の株式に投資することを目的としてケイマン諸島で組織されたりミテッド・パートナーシップ形態のプライベート・インベストメント・パートナーシップである。そのゼネラルパートナーであるエス・ピー・ジェイ・エ

ス・ホールディングス、エル・エル・シー( SPJS Holdings, L.L.C. ) は、米国デラウェア州法上のリミテッド・ライアビリティー・カンパニーであり、リバティ・スクエア・アセット・マネージメント、エル・エル・シー( Liberty Square Asset Management L.L.C. ) とダブリュー・ジー・エル・キャピタル・コープ( WGL Capital Corp. ) がそのマネージング・パートナーである。なお、ダブリュー・ジー・エル・キャピタル・コープの100%株主は、ウォレン・ジー・リヒテンシュタイン( Warren G. Lichtenstein ) 氏である(平成19年11月8日回答書1)。

本件大規模買付提案において、株式の買付者となることが予定されているスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド - エス・ピー・ヴィー ・エル・エル・シー( Steel Partners Japan Strategic Fund-SPV VI, LLC ) は、米国デラウェア州法に基づき組織されたリミテッド・ライアビリティー・カンパニー(有限責任会社)であり、SPJSF がその唯一の社員である(同回答書1)。

SPJSF が株式を保有する日本企業は約30社であり、日本企業に対する株式投資は、平成19年5月ころの時点において、総額で40億ドル(約4800億円)を超えていた。SPJSF 及び他の投資ファンドからなるスティール・パートナーズ・グループは、世界中で約70億ドル(約8400億円)を投資している(ブルドックソース事件株主総会決議禁止等仮処分命令申立書別紙3)。

SPJSF は、日本において、ハウス食品株式会社、キッコーマン株式会社、日清食品株式会社、江崎グリコ株式会社、ブルドックソース株式会社、株式会社ノーリツ、株式会社アデランス、ブラザー工業株式会社、丸一鋼管株式会社等に対して大規模な投資

を行っている(同別紙3、ブルドックソース事件東京地裁決定)。

SPJSFの買付ビークルであるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー(SPVI)は、平成15年12月19日、株式会社ソトー(以下「ソトー」という。)の株券等に対して、公開買付けを開始した。ソトーの経営陣は、当初、経営陣による企業買収で対抗したが失敗し、その後、平成16年3月期に大幅増配を行うことを決定、発表した。そこで、株式の市場価格が買付価格を上回るようになり、買付けに応募する株主がほとんど現れないまま公開買付けは終了した。SPJSFは、株価が高騰していたことから、既に保有していたソトーの株式の相当部分を配当を受ける前に売却して売却益を得た(ブルドックソース事件東京地裁決定、同事件債権者主張書面(2))。

SPJSFの買付ビークルであるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー(SPV)は、平成18年10月27日、明星食品株式会社(以下「明星食品」という。)の株券等に対して、公開買付けを開始した。SPVの公開買付けの開始後、明星食品との資本業務提携を前提とする日清食品株式会社が、SPVの買付価格を大幅に上回る価格での公開買付けを開始したことから、SPVは、保有する明星食品の株式全部(議決権比率23.1%)を日清食品株式会社に売却した(ブルドックソース事件東京地裁決定)。これによってSPJSF関係者は多額の売却差益を得た(ブルドックソース事件東京高裁決定)。

SPVは、平成19年5月18日、ブルドックソース株式会社の発行済株式のすべてを取得することを目的として、その株式の公開買付けを開始した。これに対し、ブルドックソース株式会社



の取締役会は、同年6月7日、当該公開買付けは、会社の企業価値を毀損し、会社の利益ひいては株主の利益を害するものと判断し、SPVの公開買付けに反対することを決議した。また、同社取締役会は、公開買付けに対する対応策として、一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とすること等を内容とする定款変更議案及びこれが可決されることを条件として、新株予約権無償割当てを行うことを内容とする議案を、6月24日に開催予定の定時株主総会に付議することを決定した。定時株主総会は、両議案を、いずれも出席した株主の議決権の約88.7%、議決権総数の約83.4%の賛成により可決した（ブルドックソース事件最高裁決定）。

SPJSFは、上記総会に先立つ6月13日、上記の新株予約権無償割当てが株主平等の原則に違反し、かつ、著しく不公正な方法によるものであると主張して、東京地裁に新株予約権無償割当ての差止めを求める仮処分命令の申立てをした。東京地裁は申立てを却下し、SPJSFは東京高裁に抗告したが、抗告は棄却された（ブルドックソース事件東京高裁決定）。SPJSFは、特別抗告および許可抗告を申立てたが、最高裁判所はいずれの抗告も棄却した。

最高裁は、「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ずるなど、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は、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものといふことはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、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か否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」との一般原則を前提とした上で、当該株主総会の判断について、「上記判断は、抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、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などによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」と判示した（最高裁決定）。なお、東京高裁はその決定において、「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。」と判示した（ブルドックソース事件東京高裁決定）が、最高裁は「抗告人関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」（最高裁決定）と述べるだけで、この点については、濫用的買収者に当たるとも当たらないとも判断していない。

株主総会で可決された買収防衛策に基づき、SPJSF 関係者に無償割当てで割当てられた新株予約権は、ブルドックソース株式会社により対価 21 億 1,464 万円で買収が行われ、これによって SPJSF は利益を得た（平成 19 年 8 月 10 日付ブルドックソースのニュースリリース）。

平成 19 年 5 月 23 日、SPJSF は、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 - エス・ピー・ヴィー

エル・エル・シー（SPV）を通じて、天龍製鋸株式会社（以下「天龍製鋸」という。）の取締役会の賛同のないまま、同社の普通株式の全株を取得するため、公開買付けを開始した。天龍製鋸の取締役会は、平成19年6月13日、同公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議し、また、定時株主総会の承認を条件として株式の大量取得行為に関する対応策（買収防衛策）の導入を決定した（ただし、SPVがすでに開始した公開買付けはその適用対象とはしない）。買収防衛策は、平成19年6月28日開催の定時株主総会で90%以上の賛成で可決された。公開買付けへの応募株券及び買付株券の総数は143,000株（議決権総数の11.73%）であった（天龍製鋸株式会社のホームページ）。

## 2 事案の経緯

(1) 本件事案の経緯は以下のとおりである。

SPJSFは、平成16年6月にサッポロHDの株式を最初を取得し、平成16年10月22日には、リバティ・スクエア・パートナーズ・エル・ピー（Liberty Square Partners, L.P）、リバティ・スクエア・オフショア・パートナーズ・エルティディ（Liberty Square Offshore Partners, Ltd）及びマルチ・マネージャー・インベストメント・プログラムズ・ピーシーシー・リミテッド・ジャパニーズ・エクイティ・ファンド（Multi-manager Investment Programmes PCC Limited Japanese Equity Fund）と共に関東財務局長に対して大量保有報告書を提出して、同月15日現在でSPJSF等がサッポロHD株式を18,259,000株（発行済

株式総数の5.13%)を保有していること、保有目的が証券売買による利益を得ること、その取得に要した資金の額が合計で7,120,630,000円であること等を明らかにした。

平成17年12月5日、サッポロHDがウォレン・G・リヒテンシュタイン氏から村上隆男同社社長宛ての同月1日付書状を受領する。同書状においてSPJSFはサッポロHDに対し、その経営方針についての以下の提言を行った。

- ア ソフトドリンク事業の売却
- イ レストラン事業の売却
- ウ 不動産事業の分離
- エ 食品事業への投資の中止

平成18年2月17日、サッポロHDが「大規模買付行為への対応方針」(以下「本対応方針」という。)を公表する。

平成18年2月20日、サッポロHDがグループ中期経営計画を発表する。

平成18年4月28日、サッポロHDが「大規模買付行為への対応方針」(本対応方針)の継続を公表する。

平成18年9月8日、サッポロHDが「大規模買付行為への対応方針」(本対応方針)にかかる特別委員会の設置と委員選任について公表する。

平成18年11月30日、サッポロHDが「大規模買付行為への対応方針」(本対応方針)にかかる新株予約権の発行登録継続について公表する。

平成19年1月11日、SPJSFが共同保有者であるリバティ・スクエア・アセット・マネイジメント・エル・ピー(Liberty Square Asset management, L.P。以下「LSAP」という。)と共に関東財務局長に対して変更報告書を提出し、投資目的を「投

資（株主としてのリターンの享受のため。）及び、状況に応じて、経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」提出者はプライベート投資ファンドであり、証券売買による利益を得ることを目的として発行者の株式を保有するものであり、適切と判断する時期及び条件により発行者の株式を市場内外において取得又は処分を行う。提出者は、発行者への投資を継続的に見直し、発行者の財務状況、発行者の株価、証券市場の状況、一般的な経済及び業界の状況等に応じて、発行者への投資に関連し提出者が適切だと判断する行動をとることがある。当該行動には、経営陣への助言や株主権行使等を通じての発行者の株主価値向上の支援、取締役又は役員への派遣、発行者に対する資本構成又は配当方針の変更に関する提案、発行者の株式の追加取得、発行者の株式の一括又は一部売却を含むが、これらに限定されない。」に変更したことを明らかにした。なお、同報告書によれば、SPJSF と LSAP が保有するサッポロ HD の株式総数は 70,750,000 株（発行済株式総数の 19.28%）とされている。

平成 19 年 1 月 31 日、SPJSF からの株主提案書をサッポロ HD が受領する。

平成 19 年 2 月 5 日、スティーブル・パートナーズ・ジャパン株式会社の西祐介代表取締役が、サッポロ HD に、ウォレン・G・リヒテンシュタイン氏から村上隆男同社社長宛ての同日付書状を持参する。同書状において SPJSF はサッポロ HD に対し、次の事項についての協議の申し入れを行った。

- ア サッポロ HD 取締役会への取締役の派遣
- イ エクイティ・ファイナンスを行う場合には、株主総会の承認  
をとり、株主割当の方法によること
- ウ サッポロ HD の全株式の取得

平成19年2月15日、サッポロHDがSPJSFから「株式の大規模買付行為にかかる意向表明書と判断される書面」を受領する。同書面において、SPJSFは、「私どもは、貴社取締役会のご賛同を得て行う、私どもの議決権割合が、66.6%となる貴社株式の追加取得につき、貴社取締役会と協議させていただきたく、本書簡にて私どもの提案の詳細をお知らせします。」と述べている。その概要は次のとおりである。

- ア 取得者は、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・エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー又はサッポロHD株式取得のために設立されるSPJSFが100%所有する日本法人
- イ 取得は、現在の保有分を含めて議決権が66.6%となる株式
- ウ 公開買付価格は、現在検討中であるが、普通株式1株につき825円程度
- エ その他の条件は、同様な状況下での、日本における公開買付の標準的なもの
- オ 公開買付けによる株式取得に必要な資金はSPJSFが提供する予定
- カ 取得後の計画としては、現在のところ、事業および取締役を含む人事を変更することは考えていない。現経営陣と協働して調査分析を終えるまでは、配当政策についても変更を提案することはしない。

平成19年2月16日、サッポロHD取締役会は、「会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」を決定し、平成19年3月29日開催予定の定時株主総会の終結の時をもって本対応方針を廃止し、同株主総会における承認を停

止条件として、本対応方針に代わる新たな株券等の大規模買付行為への対応方針（以下「新対応方針」という。）を採用することを決定し、公表する。

平成19年2月20日、サッポロHDがSPJSFに対し、平成19年2月5日付書状に対する返信を送付する。

平成19年3月1日、サッポロHDがSPJSFに対し、大規模買付ルールに基づく必要情報の提供を要請する書面を交付し、その旨を公表する。提供を要請した情報の項目は以下のとおりである。

- ア 本提案者等の概要に関する情報
- イ 本買付けの目的及び内容に関する情報
- ウ 本買付けにおける当社株式の取得対価の算定根拠及び取得金額の裏付けに関する情報
- エ 本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本提案者等の考え方

平成19年3月6日、サッポロHDがSPJSFから、株主名簿閲覧・謄写請求書を受領する（3月8日、株主一覧表の写しを交付）。

平成19年3月12日、SPJSFがサッポロHDの買収防衛策反対キャンペーンを開始するリリースを発信し、株主宛てに委任状勧誘を開始する。

平成19年3月20日、サッポロHDがSPJSFから議決権を有する株主の確認に関する書状を受領し、同日返信する。

平成19年3月22日、サッポロHDがSPJSFから非公式協議申入れに関する書状及び秘密保持契約案に関する書状を受領する。

平成19年3月26日、サッポロHDがSPJSFに対し、平成19年3月22日付各書状に対する返信を送付する。

平成19年3月29日、サッポロHDの第83回定時株主総会

が開催され、会社の提案する事前警告型買収防衛策の導入議案が可決承認された。SPJSF は常任代理人が出席し、メッセージを代読した。なお、同株主総会終結以前に会社が受領した意向表明書に基づく大規模買付行為への対応は、本対応方針を適用するものとされた。

21 平成19年5月15日、サッポロ HD は SPJSF から、平成19年3月1日付の必要情報の提供要請に対する回答書を受領した（原文は英文）。回答書に添付された書状において、SPJSF はサッポロ HD に対し、概略次のことを述べるとともに、回答書の内容を秘密情報として事前の同意なく第三者に開示しないよう求めた。

ア 詳細な情報の追加的提供のために相互秘密保持契約の締結を要請すること

イ サッポロ HD が不適切で過度に広範な質問をしていること

ウ サッポロ HD が回答不能な質問のやり取りにより引き延ばしを図っているとの疑問を持たざるをえないこと

エ サッポロ HD の取締役会と買付提案についての友好的議論を望むこと

オ 取締役会と SPJSF が価格を含む買付条件について合意できるのであれば、正式に公開買付けを発表することになること

カ サッポロ HD の平成19年3月26日付書状による質問については、平成19年2月15日付提案書に述べた提案の取下げを含むあらゆる権利を留保すること及びサッポロ HD の質問の範囲及び性質を法的に争う権利を留保すること

22 平成19年5月29日、サッポロ HD が SPJSF に対し、上記回答書の内容が株主の判断及び取締役会の意見形成に不十分であるとして追加情報の提供を要請し、その旨を公表する。追加情報リスト



の概要は以下のとおりである。

- ア 本提案者及び実質的なファンドの運用者が本提案者と同じファンドの概要等についての情報
- イ 買付後の持株比率(議決権ベース)を66.6%に設定した理由等
- ウ 本買付提案の対価(825円程度)及びプレミアム算定の前提等に関する情報
- エ 当社グループの各事業の事業環境についての認識、本買付完了後の経営方針等
- オ その他

23 平成19年9月11日、リヒテンシュタイン氏ほか SPJSF 担当者がサッポロ HD を訪問し、経営陣と面談し、サッポロ HD グループの事業環境等に関する追加情報提供に関する依頼を行い、翌12日、その質問リスト等を公表する。

24 平成19年9月25日、サッポロ HD は SPJSF に対し、追加情報リストに対する回答の提出を改めて要請し、また、9月11日付の SPJSF からの事業環境等に関する質問については、企業価値および株主共同利益の保護の観点から回答することが不適切と判断されるものを除き、可能な範囲での回答を行ったうえで、これを公表する。秘密保持契約を締結して機密情報の提供を受けたいとの SPJSF の意向については、現時点ではその考えがないことを SPJSF に伝えた。

25 平成19年10月30日、サッポロ HD が、新経営構想及び不動産事業と飲料事業における提携を発表する。

26 平成19年11月8日、サッポロ HD が SPJSF から、追加情報要請に対する回答として、「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

ついでに「株主としての提言」及び「貴社から当ファンドに宛てられた2007年5月29日付追加質問に対する回答書」を受領する。同回答書を提出する書状(カバーレター)において、SPJSFは同グループの買付提案が、サッポロHDの本対応方針に定める濫用目的によるものに該当しないことを主張した。SPJSFは、同日上記事実を公表し、カバーレターを公表した。なお、SPJSFはその後平成19年12月6日、上記の企業価値向上のための分析及び提言を公開した。

27 平成19年11月22日、サッポロHDが、SPJSFに対し、必要情報の確認ないし追加情報の提供を要請する書状を交付し、これを公表する。

28 平成19年12月5日、サッポロHDがSPJSFから、11月22日付確認ないし追加情報要請に対する回答を受領する。

29 平成19年12月6日、サッポロHD取締役会は、同日より本対応方針に基づく取締役会評価期間に入ることを決定し、その旨をSPJSFに通知し、公表する。

(2) 平成20年1月8日、サッポロHD取締役会は、特別委員会への諮問事項を決定し、諮問書を同委員会に送付する。

特別委員会は、平成20年1月11日、21日及び29日、委員会を開催して諮問事項の審議を行い、また、同月11日にはサッポロHD取締役会から、同月23日にはSPJSFから、それぞれ意見聴取を行った。

### 3 買収対応策の発動の要件

(1) 本対応方針は、取締役会が、大規模買付行為に対して株主の利益

を守るための適切な方策、すなわち、買収対応策を発動するための要件として、次のように定めている。

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、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ことがあります。

(2) そして、上記の本文に対して、次のような注が記されている。

大規模買付者が、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、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、会社経営を支配した後、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、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、などを想定しています。

(3) 以上の規定によると、対応策発動の要件は、大規模買付行為者が、まず、買付行為を行う以前に、濫用目的という動機ないし故意を有

し、次いで、その目的実現のために、大規模買付行為を行い、そのために、会社の企業価値の毀損という結果が生じる可能性が高いことであるように見える。

しかし、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。

また、大規模買付行為当時は、濫用目的を有していなかったが、買付行為後に濫用的に行動することにより、企業価値の毀損という結果を生じさせる場合も充分にありうるところである。

ところで、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。

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、前掲の注記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。

- (4) 以上の考え方は、最高裁の判例にも合致するものであると考えられる。

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、前掲の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ものであり、非常に意義のあるものである。

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。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、大規模買付け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のである。

濫用目的という主観的要素が買収対応策の発動の要件とされていないことは、同決定の他の箇所においても判示されている。同決定は、企業価値の毀損可能性の有無の最終的判断者は株主総会であるとし、株主総会の決議は、正当性と相当性を欠くものでない限り、尊重されるべきであるとした。そして、ブルドックソース事件にお

ける株主総会決議の正当性と相当性を認め、結論として、「抗告人関係者（＝SPJSF）が原審（＝東京高裁）のいう濫用的買収者に当たるか否かにかかわらず、これまでに説示した理由により、本件新株予約権無償割当は、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないというべきである。」と判示した。

この判示の最も重要な点は、たとえ買収者である SPJSF が東京高裁のいう濫用的買収者に当たらない場合でも、最高裁の説示する理由が認められるときは、買収対応策の発動が是認されるということである。東京高裁決定のいう濫用的買収者とは、濫用目的で企業価値の毀損可能性のある買収を行う者であると解されるから、買収者である SPJSF が濫用目的を有することまで認定できない場合でも、買収の結果として企業価値の毀損可能性のあるときは、買収対応策の発動が是認されることになるというべきである。

- (5) 以上のとおりであるから、大規模買付行為によって企業価値の毀損の可能性があるかどうかは、ケース毎に具体的に評価判断すべきである。

前掲の本対応方針が注記する 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「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。

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。

- (6) 本件では、ブルドックソース事件におけるような株主総会の決議はなされていない。しかし、上述したとおり、サッポロ HD の取締役会は、株主総会から、本対応方針の採択によって、有事に際して、企業価値の毀損可能性の有無とそれに伴う買収対応策の発動の可否を判断することを委ねられており、取締役会の判断は、株主総会の決議に相当するものというべきである。そして、現に SPJSF が買収提案を行っているのであるから、まさしく有事としてその判断の時期が到来したものであるが、取締役会の判断は正当性を欠くものであってはならない。そこで、本対応方針に従って、サッポロ HD 取締役会は本委員会に対して、本件諮問を行い、本委員会がこれに対する勧告を行うものである。

ただし、本勧告においては、上述したとおりの理由により、本件買付行為がサッポロ HD の企業価値を毀損する結果を生じる可能性があるか否かについてのみ評価し、買付行為を行おうとする SPJSF が明らかな濫用目的を有するか否かについては評価することはしないこととする。

#### 4 評価の基礎となる事実

本件において SPJSF の行う公開買付けのサッポロ HD の企業価値を毀損する可能性を評価するにあたって考慮すべき重要な事実は以下のとおりである。

##### ファンドの詳細についての情報を開示しないこと

SPJSF は、同ファンドの実質的所有者についてのサッポロ HD の質問に対し、「投資判断は専らジェネラル・パートナーが行っておりますので、当ファンドのリミテッド・パートナーについて開示する必要はないものと考えますし、また、開示することは不適切であると考えます。」と回答した(平成19年5月15日付回答書1.6)。また、サッポロ HD の、同ファンド等が資金提供者に提供している同ファンド等に関する運営方針、事業概要、財務内容、投資実績等の詳細を示す資料の提供の要請に対し、「かかる資料のご要望は、貴社対応方針の手続には関係がなく、不適切であると考えます。」と回答し(同1.9) 資料提供を拒否した。

なお、証券取引法163条1項の主要株主に関する質問に対しては、「当ファンドには多くの出資者がおり、その保有する当ファンドの持分が10%を単独で超えるような出資者はありません。」とし、買付け完了後であっても、SPJSF の実質的所有者又はその業務執行者、出資者その他のファンド構成員が主要株主に該当することはない。」と回答している(平成19年11月8日付回答書2)。

##### グループの他のファンドに関する情報を開示しないこと

SPJSF は、平成19年5月15日付回答書1.1において、「当ファンドのグループが保有する株式の大半は日本国外の会社のものであり、日本国外での投資の状況およびその需要は、日本法人に関するそれとは大きく異なることに鑑み、貴社のご質問は当フ



ファンドとその保有株を対象とすべきであり、グループの他のファンド等に関して多岐にわたるご質問をされる必要はないものと存じます。また、当ファンドと、当ファンドのグループに属する各ファンドでは、ポートフォリオ・マネージャーも、投資家の基盤も、投資基準も異なります。したがって、本回答書では、日本人のみに投資する当ファンドの活動についてのみ、お答えするものです。」と述べている。

他方で、SPJSF は、平成 19 年 11 月 8 日付書状において、「スティール・パートナーズ・グループの『リレーションシップ/アクティブバリュー投資』戦略が著しい成果を挙げた投資事例として」、米国に本社を置くユナイテッド・インダストリアル・コーポレーション (UIC) 及び韓国の K T & G コーポレーション (K T & G) への投資をあげている。これらはいずれも SPJSF とは別のファンドであり、日本国外の会社に対する投資である。

経営支配権取得後の経営方針を開示していないこと

SPJSF は、平成 19 年 11 月 8 日付で、「企業価値向上へのアプローチ」と題する書面を、「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」(平成 19 年 11 月 8 日付書状)として提出した。同提言は、SPJSF のホームページで公開されている。

同提言の性格についてのサッポロ H D の「貴ファンド等が、当社株式の 66.6% を取得し、実質的に当社グループの経営を支配しうる立場になった後に、自ら実施しようとしている経営計画又は事業計画ではないという理解でよろしいか。」との質問に対し (平成 19 年 11 月 22 日付)、「本プランは、すべてのステーク

ホルダーにとって貴社の企業価値を向上させるために、貴社の経営陣がご検討されるであろう事項につき提言を行うものであります。」と述べるだけで（平成19年12月5日付回答書1）、正面からの回答を避けている。

上記提言には、飲料事業及び外食事業の継続の検討など、新中期経営計画に示されたサッポロHDの現経営陣の事業戦略と異なるものが含まれている。ただし、SPJSFは、「現在は、貴社の2006年～2008年の新中期経営計画を支持しています。」と述べている（平成19年5月15日付回答書4.2）。

日常的な経営への不関与を表明していること

SPJSFは、「当ファンドが貴社をサポートし、助言し、また、当ファンドの有する人脈やアドバイザーとの世界的なネットワークを提供するとの申し出をいたしましたし、また、今後も申し出を続ける所存です。」と回答するが（平成19年5月15日付回答書4.2）他方で、「私どもは、貴社の現経営陣および従業員の皆様を信頼しておりますし、現在のところ、貴社の事業および取締役を含む人事を変更することは考えておりません。」と述べ（意向表明書）、「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。」（上記回答書4.12）、「現在のところ、取締役候補者はおりません。」（同4.5）と述べる。また、買付対象会社の事業に関する専門的な知見や豊富な経験を有する人材の確保及びインダストリ・パートナーに関するサッポロHDの質問については、「現在、いずれの公開会社の日常的な経営にも参加しておりません。」とするだけで（同1.8）回答をしていない。

ただし、SPJSFは、「もっとも、当ファンドは、事業環境が変化した場合には、貴社グループとその株主利益を守るため、当該変化に対応することとします。」と述べて（同4.11）人事の

変更の可能性があることを認めている。これは、SPJSFの平成19年1月11日付変更報告書において、保有目的に関連して、「取締役又は役員の派遣」を行うことがあると記述するのにも沿うものである。

現在のところ事業形態等を変更する予定はないとしていること  
SPJSFは、「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」(平成19年5月15日付回答書4.2)「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。(同4.8)「現在のところ、貴社グループの事業に重大な変更を行う予定はございません。」(同4.9)「現在、ご質問にあるような予定(取引先又は顧客との関係を変更する予定)はございません。」(同4.10)「ご質問にあるような、本公開買付者と貴社との合併は予定しておりません。」(平成19年11月8日付回答書5)と述べる。

また、サッポロHDのいくつかの質問に対しては、「配当政策の変更を提案しようとする状況を予測することはできませんし、決算を含め、明らかにその分析に影響を及ぼす予測不能な事象について推測する意思もございません。」(平成19年5月15日付回答書4.4)「ご質問にあるような処分(会社・事業の売却その他の処分)が必要となる状況の変化を予測することはできません。」(同4.6)「ご質問にあるような変更(取引先・顧客との関係の変更)を必要とする事業環境の変化を予測することはできません。」(同4.10)と述べて具体的な回答は行っていない。

投下資本の回収方針を明らかにしていないこと

SPJSFは、投下資本の回収について、「公開買付者となるSPVは貴社株式を長期保有する予定であり、現時点ではこれ以外の取引ストラクチャーは予定しておりません。ご質問にあるような、本公開買付者と貴社との合併は予定しておりません。」(平成19

年11月8日付回答書5)と述べる。また、処分時期、方法、相手方に関するサッポロHDの質問に対しては、「当ファンドは、保有株式の保有期間や処分時期に関する特段の内規を設けておりません。個々の投資判断は個別に行っていますし、随時見直しています。一般的な経済状況や株式市場の動向に加えて、貴社の株価、財務状況、業績、経営陣や事業計画の変更等の要素を考慮します。」と回答している(平成19年5月15日付回答書2.10)。

証券売買による利益を得ることを目的とすること

SPJSFは、サッポロHDの株式保有の目的について、「提出者はプライベート投資ファンドであり、証券売買による利益を得ることを目的として発行者の株式を保有するものであり、適切と判断する時期及び条件により発行者の株式を市場内外において取得又は処分を行う。」と述べている(平成19年1月11日付変更報告書)。

他方で、「当ファンドは、投資した株を長期間保有する投資家であり、そのように行動しております。」と述べる(平成19年5月15日付回答書4.6。平成19年11月8日付回答書5にも同趣旨の記述がある。)が、処分時期、方法、相手方に関する質問に対しては、上記で述べたような一般論を述べるにとどまる。

過去の公開買付けでは会社経営参加以外の形で利益をあげていること

SPJSFグループは、株式会社ソトーに関する公開買付けでは、経営陣が大幅増配を決定し、これによって高騰した市場価格で保有株式を売却して利益をあげた。

SPJSFグループは、明星食品株式会社に関する公開買付けでは、ホワイトナイトとしての日清食品株式会社が行った公開買付けに応じて保有株式を売却し利益をあげた。

SPJSF グループは、ブルドックス株式会社に関する公開買付けでは、同社が導入した買収防衛策により、無償割当を受けた新株予約権のブルドックス株式会社による買取りによって利益をあげた。

66.6%の保有はポートフォリオ・アロケーション上の判断に基づく決定であるとしていること

SPJSF は、本買付完了後の株式保有割合を66.6%（議決権ベース）とした目的について、「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。」と述べ（平成19年5月15日付回答書2.6）、また、「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。」「当ファンドは、貴社の企業価値向上を実現させるために、貴社の経営陣に対して助言や提言を申し上げることがあります。」「当ファンドは、貴社の企業価値向上を実現させるために、貴社の経営陣に対して助言や提言を申し上げることがあります。」「当ファンドのすべての投資に対するアプローチと一致するものであります。」と述べる（平成19年11月8日付回答書4）。また、サポートHDの、「貴ファンド等が当社の経営支配権を取得した場合」との質問に対し、「当ファンドが貴社の経営支配権を取得した場合という仮定は是認しかねます。」と述べる（平成19年5月15日付回答書4.9）。

66.6%取得後の少数株主の取り扱いについて具体的な計画がないとしていること

SPJSF は、「本買付完了後、貴ファンド等が当社の他の株主のスクイズアウトを行う具体的な予定がございますか。」との質問に対しては、「現在のところ、他の株主のスクイズアウトを行う意思はありません。当ファンドは、他の株主からいかなる権利をも奪うつもりはございませんし、いかなる場合であっても、すべ

での株主が平等に扱われるべきであると考えております。」と答えるにとどまり（平成19年5月15日付回答書2.7）、少数株主への対応についての具体的な方針を明らかにしていない。

現在の金融商品取引法では、公開買付後の株券等所有割合が3分の2以上となるような場合には全部買付義務が課されている（同法27条の13第4項、同施行令14条の2の2）。3分の2という割合は、少数株主が会社法上特別決議を阻止できなくなる割合であること、株券等が上場廃止になる可能性が高いことを考慮したものであるとされている。SPJSFが、66.6%と3分の2を僅かに下回る割合を目標としたことは、上記の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ことであるが、SPJSFが66.6%を取得した場合であっても、少数株主はSPJSFが3分の2を取得した場合とほぼ同様な状況に置かれる。公開買付者が何もしないことは、実際上は少数株主の権利が侵害されることに結びつく可能性が大きい。

また、上場廃止についても、SPJSFは、「現在のところ、貴社の上場維持を困難にするような取引を行う予定はございません。」と述べるにとどまる（同2.8）。

なお、SPJSFは、公開買付株式数について、平成19年12月5日付回答書においては、「私どもは、もしも当ファンドおよび関係者等が貴社の発行済株式総数の過半数を保有することが貴社の重要な懸念事項であれば、当ファンドおよび関係者等が貴社の発行済株式総数の過半数を保有することにならないように買付提案の規模を縮小することを含めて、貴社経営陣および特別委員会の賛同を得るために、取引のストラクチャーおよび規模に関して引き続き協議させていただきたいと存じます。」と述べている（同回答書2）。

## 5 評価

### (1) 6 類型への該当性

#### 第 1 類型（グリーンメール）

本対応方針の定める第 1 の類型は、いわゆるグリーンメールに関するものである。

SPJSF 関係者は、株式会社ソトーの株券等の公開買付けでは、大幅増配によって高騰した株価によって保有株式を売却して売却益をあげ、明星食品株式会社の株式等の公開買付けでは、いわゆるホワイトナイトとなった日清食品株式会社の対抗的な公開買付けに応じて保有株式全株を売却して売却益をあげ、ブルドックス株式会社の株式等の公開買付けでは、無償割当を受けた新株予約権を会社が買取ることで利益をあげている。すなわち、公開買付けによる経営参加を通じて企業価値を高めて利益を得たのではなく、公開買付けをきっかけとして生じた事象を利用して利益をあげたといえることができる。

SPJSF が、当初からこうした形で利益をあげることを意図していたのか否かは必ずしも明らかではない。また、SPJSF の上記の各行動は、個別的に見る限りでは、株主として特に不当なものではないとすることも可能であろう。

しかし、SPJSF が、日本で行った公開買付け 3 件において、経営改善による企業価値の増大によってではなく、他の方法によって利益をあげていることをみると、当初からこうした方法により収益をあげることを企図していた、少なくともこれを期待していたと推認することもまた可能であろう。特に、いずれの案件においても、SPJSF は、事業計画のみならず、財務・資本政策を含め

て、買収後の行動計画についても、また、投下資本の回収方針についても明らかにしていなかったのであるから、真に会社経営に参加する意思はなかったとの評価には相当な根拠があることになる。

本件では、SPJSF は、他の案件とは異なり、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を行っている。ただし、その実施方法についての具体的な方針は明らかでなく、日常的な経営には関与しないとし、専門的知見や経験を有する人材の確保やインダストリ・パートナーについても明らかにしていない。

株主が、公開買付けに応じるか否かの決定には、買収者の経営提案及びその実施の方針についての情報が不可欠であり、経営者が買収者にこうした情報の提供を求めることは当然である。また、買収者がこうした情報の提供を拒否した場合には、買収者には真に会社経営に参加する意思がないと推認することに合理性がある。

SPJSF は、証券売買による利益を得ることを目的とするプライベート投資ファンドであり、仮に SPJSF が述べるように投資家として長期間保有することがあっても、いずれかの段階で株式を売却し、出資者に配当することが求められている。したがって、SPJSF としては、出資者に対する受託責任の観点からは、できるだけ早期にサッポロ HD の経営改善をはかって企業価値を増大し、利益を実現することが必要な筈であり、経営支配権の取得はそのための手段となるはずであるが、SPJSF の現在までの言動は、こうした意味での合理性に欠けるといわざるをえない。本件においても、SPJSF が、真にサッポロ HD の経営に参加する意思を有するかについては大いに疑問である。

第 1 類型では、「グリーンメール」の一般的な定義に従い、株式



を「会社関係者」に引き取らせる目的があることが要件となっており、SPJSF が行った過去の公開買付けのうち、厳密な意味で「会社関係者」に株式を引き取らせたといえる事例はない。したがって、第 1 類型が厳密な意味でのグリーンメールについて規定すると理解するかぎりでは、SPJSF の過去の行為が第 1 類型に該当することはなく、また、本件公開買付けについても、サッポロ HD 関係者に株式の引取りを求めたとの事実を認めることはできないので、第 1 類型に該当するということとはできない。

しかし、SPJSF の過去の 3 回の公開買付けについては、広義のグリーンメールすなわち「真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず」公開買付けを行い、会社側にトラブルを生じさせて、高価で売り抜けようとした行為であると理解することができ、また、本件公開買付けも同じ性格のものであると理解することは可能である。

#### 第 2 類型（焦土化経営）

SPJSF が、過去に焦土化経営を行ったことを示す事実は認められず、また、本件公開買付けが焦土化経営を目的としたものであることを示す事実も存在しない。

#### 第 3 類型（資産流用目的）

SPJSF が、過去に買収対象企業の資産を、SPJSF 又はそのグループ会社等の債務担保や弁済原資として流用したことを示す事実は認められず、また、本件公開買付けがこうした目的をもって行われることを示す事実も存在しない。

#### 第 4 類型（解体買収）

SPJSF は、現段階では、サッポロ HD に対し、配当政策の変更は求めている。したがって、SPJSF の本件公開買付けが、直ちに第 4 類型に該当するということとはできない。もっとも、こ

の点に関して、SPJSF は、「予測できない」として配当政策の変更を求める余地を残しており、また、平成 17 年 12 月 1 日付のサッポロ HD 宛ての書状では、事業売却および不動産事業の分離による収入による特別配当について触れていることから考えると、本件公開買付けの目的が第 4 類型に該当する可能性は否定できない。

#### 第 5 類型（強圧的二段階買収）

第 5 類型は、本対応方針には明記されてなく、新対応方針で追加されたものではあるが、本対応方針においても株主の共同の利益の侵害の一類型として位置づけることができる、いわゆる強圧的二段階買収を規定したものである。

SPJSF の公開買付けは、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。すなわち、SPJSF の本件公開買付けは、「最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく」「二段階目の買付け条件を明確にしないで」「株式買付けを行う」ものであり、形式的に第 5 類型に該当することは明らかである。

これを実質的にみても、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。

なお、SPJSF は、取得する株式が発行済株式総数の過半数を保

有することにならないように買付提案の規模の縮小を含めて協議させていただきたいと述べているが、このことは直ちに上記評価を覆すものではない。

#### 第6類型

SPJSFは、次に述べるように、本件買付けについて、必要かつ十分な情報を提供しているとはいえず、したがって、本件買付けは第6類型に該当するものである。

##### ア 経営支配権取得後の経営方針を開示していないこと

SPJSFは、「企業価値向上のアプローチ」と題する提言を行っている。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が経営取得後の経営方針を明らかにしたとはいえない。

##### イ 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

敵対的買収は、究極的には、対象企業の経営を現経営陣と買収者のいずれに委ねるかについての株主の支持をめぐるコンテストである。企業経営では、企業方針と並んで重要なのは経営の担い手である。したがって、経営支配権を取得しようとするには、経営方針を明らかにするとともに、経営チームに関する情報を提供することが要求される。

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。

企業価値は真摯に経営を行う経営の担い手がなければ直ちに毀損されるものである。敵対的買収である以上は、現経営陣による経営の継続は通常は期待できないのであるから、敵対的買収者が経営陣を準備しないときには、対象企業の経営が放置され、その企業価値が毀損されることになる危険は大きい。したがって、買収者がこうした情報の提供を怠った場合には、企業価値が毀損される危険が大きいと推認することができよう。

ウ 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、投資ファンドであり、本件公開買付けも、最終的には、株式を売却して利益をあげることを目的としている。この点で、経営統合等によるシナジー効果によって相互的な企業価値の向上をはかる事業会社による買付けとは性質が異なるものである。

この点に関して、SPJSF は、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、一定の時期には投下資本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。

本件において、具体的に検討すると、今回の買収において予測される投資額は、約 1 5 0 0 億円（発行済株式総数約 3 億 9 0 0 0 万株、取得予定割合約 4 7 . 3 %（6 6 . 6 % - 1 9 . 3 %）、買取予定額 8 2 5 円）を超える。この金額にこれまでの投資額を合計すると、投資額は 2 0 0 0 億円前後に達すると考えられる。SPJSF は、この投下資本額を、一定の予定期間内に、一定の予定利益率による利益と共に、回収しなければならない。しかし、本件では、予定期間も予定利益率も明らかにされていない。

株式を取得して利益を得る通常的手段は、株価の上昇と配当額の増額である。株価の上昇は、一般的な景気の動向と有能な経営陣による適切な事業計画に基づく経営によって齎される筈であるが、現在の景気の動向は良好とはいえず、また、サッポロ HD の現在の経営陣は現在の事業計画に基づいて真摯な努力を続けているものと認められるが、同業他社と同じく、その成果は現状維持の域を出ないものと考えられるので、早急な株価の上昇を望むのは困難である。SPJSF は、事業計画と解しうるような提案をしているが、現在の経営陣を信頼して経営陣の変更を求めないと述べているので、その点からも、早急な株価の上昇は期待し難いといえよう。

SPJSF は、株式保有の予定期間について、単に長期間保有すると述べるにとどまり、明確な期間を明示しないが、かりに最長5年と推定するとしても、その期間内に株価上昇の確証はなく、反対に下落の危険性も考えられる。

また、配当の増額については、サッポロ HD が、現時点において、そのための相当額の余剰資金を有しているとは認められない。また、業績の急激な上昇が期待できない以上、余剰資金が増加する見込みも多くない。

ところが、サッポロ HD は、多くの不動産、ことに土地を所有しており、社有地全部の時価は、合計6000億円に近いものと推定される。そこで、SPJSF が、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、これらの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。

また、SPJSF は、本件公開買付けによりサッポロ HD の 66.6% (議決権ベース) の株式保有を目的としたことについて、ポートフォリオ・アロケーション上の判断に基づくものであると述べるにとどまる。さらに、66.6% の株式保有が経営支配権に結びつかないかのように述べている。

しかし、66.6% の株式保有は経営支配権の取得そのものであるのに、SPJSF がこれを否定しようとするのは常識に反する。

SPJSF は、現在のところは、サッポロ HD の事業・人事を変更する予定はなく、グループ再編の予定もなく、配当政策変更の提案をする意向も明らかにしていない。すなわち、サッポロ HD の経営は、現経営陣によって現経営方針で行われることを前提としている。しかし、このことと、66.6% の株式を保有し、企業価値を向上させてこれを売却して利益を得るといふ SPJSF の投下資本の回収の基本的方針との間には整合性がみられない。経営支配権の取得は、その行使によって企業価値を向上させることに意味があるからである。

上記のとおり、SPJSF の述べる本件投資目的とその回収方針として述べるところとは一貫性が欠けるが、このことは SPJSF の本件公開買付けが、SPJSF の公表するものと異なる不当な目的を持って行われるものではないかという疑いを抱

かせるものとなる。

エ SPJSF 及び同グループに関する情報開示が不十分であること

SPJSF は、サッポロ HD の質問に対して、グループの他のファンドに関する情報の開示を拒否した。他方で、SPJSF は、同グループの投資の成功例として、グループの他のファンドの日本法人以外の法人への投資例をあげている。その対応は一貫性を欠くものであり、SPJSF の対応の誠実性に疑問を呈するものといえる。

また、SPJSF は、同ファンドの実質的所有者やその運営の詳細を示す資料提供についてサッポロ HD の要請を拒否した。プライベート投資ファンドの立場からは、その詳細をできるだけ秘密としたいとの方針は理解できるものではあるが、他方で、公開買付けの対象となるサッポロ HD の株主の立場からは、SPJSF の運営方針等は、買収の可否を判断する上で極めて重要な情報である。こうした株主の利益を考慮することなく、「貴社対応方針の手続には関係なく、不適切であると」して一切の情報の提供を拒否する SPJSF の対応は、誠実さを欠くものといわざるをえない。

## (2) ブルドックソース事件との類似性

前述のとおり、ブルドック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、ブルドックソース事件での SPJSF の買付けとは、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「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のみであり、その他の点は同一である。

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、前述したとおり SPJSF が経営取得後の経営方針を明らかにしたものとはいえない。

したがって、本件買付けとブルドック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。

## 6 結論

- (1) 上記のとおり、SPJSF による本件買付けは、本対応方針の第1類型には直接該当しないものの、広義のグリーンメールに該当する可能性があり、第4類型に該当する可能性は否定できず、第5類型に該当する可能性は高く、また第6類型に該当するものであるといえることができる。

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。



(2) 以上により、諮問事項1については、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。

諮問事項2についても、上記諮問事項1についての評価として述べたところが妥当する。

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い。特別委員会は、SPJSFが現在の経営内容についての問題点として指摘するところには、真剣な考慮に値する点も存すると考え、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

平成20年2月4日

サッポロホールディングス株式会社  
特別委員会

委員長 武藤春光

委員 大浦溥

委員 中谷巖