

金融商品取引法研究会
研究記録第 59 号

平成 26 年会社法改正後の キャッシュ・アウト法制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制

(平成 28 年 11 月 2 日開催)

報告者 中 東 正 文
(名古屋大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. 序論	1
II. キャッシュ・アウト手法の利用状況	2
1. 調査方法	2
2. 利用される手法の変化の概要	3
III. 二段階取引における株式交換の利用	7
1. 略式簡易株式交換の利用例	7
2. 株式交換、株式併合および株式売渡請求の比較	8
3. 株式交換における対象会社の取締役の義務	16
IV. 対象会社の取締役の義務	16
1. 先行公開買付との連続性	16
2. 株式売渡請求と取締役の義務	17
3. 一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務	18
V. トップ・アップ・オプション	19
1. トップ・アップ・オプションとは	19
2. 類似する事例	20
3. 日本法における課題	21
VI. 結語	22
討 議	23
報告者レジュメ	45
資 料	71

金融商品取引法研究会出席者(平成 28 年 11 月 2 日)

報告者	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	学習院大学法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制

神田会長 まだ定刻より早いのですがけれども、2名の先生方は遅刻されるというご連絡をあらかじめいただいております、それ以外の先生方はおそろいですので、始めさせていただきたいと思います。本日は、金融商品取引法研究会の第15回目の会合ということになります。いつもお忙しいところをありがとうございます。

本日は、既にご案内のとおり、中東先生から、「平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」というテーマでご報告をいただき、いつものように議論をしたいと思います。

それでは、中東先生、よろしくお願いします。

[中東委員の報告]

中東報告者 本日の報告では、平成 26 年会社法改正によってキャッシュ・アウト法制が大きく変化したことを受けまして、キャッシュ・アウトの実務あるいは法解釈がどのように変化したかを分析させていただきたいと思っています。

I. 序論

平成 26 年の会社法改正は、社外取締役の設置の促進などコーポレート・ガバナンスに関するものが中心ですが、組織再編についても、一般的な差止請求権が認められるなど、大きな実質的な改正がなされました。平成 17 年の会社法制定時と発想が異なっていますのは、第 1 に、事後救済から事前救済に重点を置いたこと、第 2 に、規制の非対称性を相当に是正したことにあるとされています。規制の非対称性が相当に解消されたことにより、キャッシュ・アウトに用いることができる手法の選択肢が実務的には拡大したと考えています。

以下では、平成 26 年会社法改正によって、キャッシュ・アウトのために利用されるスキームがどのように変化したかを分析したいと思います。その上で、この分析を通じて浮かび上がる幾つかの課題について、順次検討させていただきます。

Ⅱ. キャッシュ・アウト手法の利用状況

1. 調査方法

キャッシュ・アウト手法の利用状況については、公開買付届出書などの開示書類を基礎といたしましたので、本報告では、上場会社限定して扱わせていただきます。

利用状況については、飯田秀総先生による先行研究がありまして、平成 28 年 1 月 1 日から同 5 月 31 日までの期間に上場廃止となった 11 件の事例を分析されています。①公開買付で 90%以上を取得すれば、特別支配株主の株式等売渡請求を利用し、② 90%未満の取得にとどまれば、株式併合が用いられる、こういうトレンドがあるとされています。

本報告のために行った調査結果は、資料 1 に取りまとめたとおりですが、結論的には、飯田先生がされた分析と同様の結果になりました。ここでは、平成 26 年会社法改正施行の少し前の平成 27 年 1 月 1 日から、できるだけ遅く最後までクロージングが見られるようにという範囲で、平成 28 年 7 月 31 日までの間に公開買付届出書が提出された事案を集計しています。

そこでは、E D I N E T とか e o l を用いて当該事案を特定するとともに、公開買付報告書、臨時報告書、取引所の適時開示などでデールの進行を確認しております。時間の経過と対応した取引手法の変化をわかりやすくするために、B 列では、公開買付届出書の提出日を記載し、古い案件から順番に整理をしています。A 列には、便宜上、案件順の番号を付しています。F から I 列では、公開買付届出書において第二段階取引の方法として予定されていると開示されているものを示していました。「○」で示していますのが予定とされているもので、「△」は可能性があるとして示されているもの、「◎」は公

開買付後の議決権割合が90%以上になることを条件として、他の手法に優先して実施する予定であることが記載されているものです。実際に第二段取引として利用された手法には、その下に「実施」と記載いたしまして、網かけをしています。J列は、公開買付届出報告書において示された公開買付後の株券等所有割合を掲げております。90%以上の案件についても、網かけをしています。

2. 利用される手法の変化の概要

(1) 平成26年改正会社法施行「前」に開始された公開買付

資料1において8番までの案件は、平成26年会社法改正が施行された平成27年5月1日よりも前に公開買付届出書が提出されているものでして、全てにおいて全部取得条項付種類株式による全部取得が予定されています。改正会社法の施行期日を定める政令は平成27年1月17日に制定・公布されていますので、公開買付の期間にもよりますが、公開買付の終了日が改正会社法の施行日よりも後あるいは施行日に近い場合には、改正法によるキャッシュ・アウト手法を先取りすることも可能ではあったかと思うのですが、これはありませんでした。

もっとも、平成27年3月9日に公開買付届出書が出された5番の案件については買付期間は4月20日までとされており、平成27年3月13日に提出された6番の中西金属工業による公開買付については買付期間は4月9日までとされており、公開買付の終了日が改正会社法の施行日よりも相当前になっています。

他方で、平成27年3月24日に提出されたJWDホールディングスによる公開買付においては、買付期間は5月8日までとされていますので、改正会社法の施行が見込まれるために、二段階買収について、レジュメに転載したような記載がなされています。

「上記の各手続きに代えて」というのは、一連の全部取得の手続きにかえてということですが、改正会社法に基づいて、株式の併合をする可能性があ

る、あるいは、次のページでございますが、議決権の10分の9以上を取得すれば、売渡請求を用いる可能性もあることが開示されています。

(2) 平成26年改正会社法施行「後」に開始された公開買付

平成26年改正会社法が施行されますと、ほぼ例外なく同改正法で利用が容易になった手法が予定され、実施されています。

すなわち、第1に、公開買付によって対象会社の株式の90%以上を取得した場合には売渡請求が予定され、実際にもこれが実行されています。支配株主による売渡請求を用いると、残余の株式の取得のために、対象会社が取締役会設置会社である場合に、同社の取締役会決議による承認で足り、株主総会を開催する時間と費用が必要ではなくなります。この点は改正前の全部取得では得られなかった利点であり、改正前であっても、略式組織再編、とりわけ略式株式交換を用いれば得られた利点ではありますが、課税上の関係もあり、利用されがたかった手法であると理解しています。

興味深いことは、売渡請求の場面での対象会社の取締役会の意見が第一段階の公開買付届出書でも示されていることが大多数であり、公開買付者が90%以上の株式を取得することになれば、会社法上の売渡請求についても対象会社の承認が得られることが予定されていることです。

例えば、P & Pホールディングスの意見表明報告書においては、次のように記載されていまして、これと呼応する記載が届出書にも記載されています。つまり、公開買付について賛同意見を表明するとともに応募推奨して、90%基準を満たして売渡請求がなされたら、対象会社の取締役会においてこれを承認する予定であることが表明されています。

第一段階の公開買付と第二段階の取引との連続性あるいは一体性を前提とすれば、自然な見解が表明されていると理解することができると思いますが、この点については、売渡請求に対する対象会社の取締役の義務との関係で、改めて検討させていただきたいと思っております。

第2に、公開買付によって対象会社株式の90%以上を議決権ベースで取得できなかった場合には株式併合が予定されていまして、実際にもそのよう

に取引が進められた例が見られます。

他方で、改正会社法の施行後に開始された公開買付で全部取得が予定されている例もありますが、これは2件しかありません。

1件は、実際には株式併合が用いられたケースですが、公開買付は2回に分けられており、第1回では資本業務提携に利害関係のある株主から低い価格で株式を取得し、第2回の公開買付では少数株主からそれより高い価格で株式を取得するというスキームでした。第1回目の公開買付は改正法施行前の平成27年4月14日に開始されておりますので、それもあつてか、売渡請求を第二段取引で利用することが予定されていなかったという事情があります。

もう一つの例は、全ての少数株主との間で応募契約が締結されていたという事例で、公開買付者が実質的に対象会社の株式の100%を取得することになっており、実際にも全ての応募があったという特別な事情が存在していたと思われます。

(3) 平成26年会社法改正と手法の変化の理由

以上のように、二段階買収におけるキャッシュ・アウトの手法としては、公開買付後の株式所有割合（議決権ベース）によって特別支配株主の売渡請求権が優先して用いられ、その要件が満たされない場合には株式併合が用いられることが主流になっています。

このような変化が生じることは、多くの実務家からも予想されていました。もっとも、実務家の先生方がこうすべきだと判断されていたら、そのとおりにするのが普通なので、予想は当たって、ある意味、当たり前というところもあります。

売渡請求の要件が満たされている場合には、これをキャッシュ・アウトの手法として用いることが第1の選択肢になることは、実務でも異論がないところであると思われます。実際にも、資料1でも示していますように、公開買付届出書でも二段階取引の選択肢として記載されており、かつ、株券等所有割合、これと議決権割合は厳密には必ずしも一致しませんが、買付後の株

券等所有割合が90%以上であるにもかかわらず、他の手段を選んだ例は存在していません。

株主売渡請求の利用には、以下のようなメリットがあるとされています。

第1に、対象会社の株主総会決議あるいは端数処理手続が必要ではありませんので、先行公開買付からキャッシュ・アウト完了までの手続を1カ月程度に短縮することができるということです。全部取得を用いる場合には数カ月が必要とされていまして、先行公開買付に応募しない株主が長期間不安定な立場に立たされ、公開買付の強圧性が高まるという問題もあったわけですが、それは相当に軽減されるという効果もあります。

第2に、株式のみならず、新株予約権あるいは新株予約権付社債も売渡請求の対象となりますので、新株予約権者などの個別的な同意を得ずに新株予約権などを処理することができるために、法的安定性が高まるとされています。

第3に、税務上も、全部取得による場合と同様に、対象会社の含み益課税（時価評価課税）が生じないとされています。

他方で、デメリットも存することが指摘されていまして、第1に、継続開示義務が負担となる可能性がありましたが、開示府令の改正によって実務上の負担は大きく限定されたとされています。この点については、全部取得、株式併合、組織再編のいずれもが対象会社の株式を全部取得するために利用することができるにもかかわらず、それらの場合における対象会社の継続開示義務の帰趨が異なるという規制の非対称について批判がなされていました。

この点について、平成27年の開示府令の改正、これは会社法の改正に伴うものですが、これによって、会社法の施行に合わせて、継続開示義務中断申請のための要件が改正されました。すなわち、株主数が25名未満の場合の計算の基準日について、従前は「基準事業年度の末日」とされていましたが、「申請時又は基準事業年度の末日」に変更されました。そのため、キャッシュ・アウトの効力が生じた事業年度においても中断申請を行うことが可能

になり、当該事業年度に係る有価証券報告書の提出義務を免れることができることになりました。もちろん中断申請、その後の金融庁長官への株主名簿等の提出などの手続は必要ではありますが、実務上の負担は大きく軽減されたとされています。

第2に、売渡請求を用いると、友好的な株主をそのまま存続させたい場合であっても、その者が有する株式を一旦全て買い取る必要があります、当該者に譲渡損益が生じる可能性がある」と指摘されていました。このデメリットは現実にも生じているようで、資料1では、2社の合併会社にするための事例が16番と31番にありまして、ここに抜粋しております16番の日本バイリーンを対象者とする公開買付届出書でも、以下〔レジュメ参照〕のように述べられています。

下線部ですが、対象者の株主を公開買付者、フロインデンベルグ及び東レのみと一旦して、最終的には公開買付者がフェードアウトして、対象者の株式をフロインデンベルグ及び東レが、それぞれ75%、25%の割合で所有することを目的としている、こういう事情があります。

その次の下線の最後の部分ですが、買付者もこういった一連の取引として、先行公開買付とキャッシュ・アウトを考えているということを表明しています。この一連の取引においては、株式の移動を最小限にするために、第二段取引として株式併合が予定され、実施されたものであると考えられています。つまり、一度どこかにまとめてしましますと、それをもう1回分けないといけなくなりますので、それを避けているということです。

Ⅲ．二段階取引における株式交換の利用

1．略式簡易株式交換の利用例

次に、略式簡易株式交換の利用例です。

2例ではありますが、平成26年改正会社法施行後に公開買付届出書が提出されたもので、二段階取引として簡易株式交換を予定し、さらに公開買付によって略式の要件を満たせば、略式かつ簡易の株式交換を行うと開示して

簡易略式で実行されたものがあります。

いずれも買付者は東証一部の上場会社で、上場会社である対象会社を完全子会社化する事例です。野村不動産ホールディングスによる事例では、第1回の公開買付の後に株式交換による完全子会社化が予定されています。

他方で、コロプラによる事例では、2回の公開買付の後に株式交換が予定されています。公開買付を2回実施するのは、先ほどと同様ですが、支配株主からは低い価格で一旦買い付け、他の一般株主からは第2回公開買付で高い価格で買い付けをなすということです。そこで、「買付け等の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等、本件両公開買付けの公正性を担保するための措置」としては、そこに掲げさせていただきましたような記載が公開買付届出書においてなされています。

いずれの事例でも、実際には二段階取引の株式交換においては、完全親会社となる買付者の株式を対価として交付することが予定されていますので、公開買付に応募しなかった者は対象会社の株主の地位を失いますが、本来的なキャッシュ・アウトではないという事例ではあります。むしろ上場会社が買付者である場合、あるいは完全子会社化の事例でも、株式売渡請求または株式併合が予定されている例も多くあります。当事会社の規模の違い、買付者の株主構成の変化、課税の違い等が個別的に判断されたからであると思われるが、討議の部でまたお教えいただけたら幸いです。

2. 株式交換、株式併合および株式売渡請求の比較

個別的なキャッシュ・アウト手法の選択とも関連いたしまして、ここでは株式交換との比較において、株式交換と株式売渡請求との制度設計の違いについて若干の考察を行います。

(1) 比較の視点

比較の視点としては、①対価の種類、②株主総会決議の要否、③取引当事者が誰になるのか、④事後的に取引を争う方法について、以下では扱わせていただきます。このほか、⑤として、クロージングの時期の違いもあると思

いますが、ここでは取り扱わないこととさせていただきます。

(2) 対価の種類

平成 17 年の会社法制定によって、組織再編の対価の種類が限定されないことが法文上も明確になりました。現金対価の略式株式交換という手法の内実と相当に近い発想を取り込むことで、平成 26 年会社法改正に当たっては、株式売渡請求制度の導入や設計に役に立ったのではないかと思います。

これらの一連の法改正のうち、組織再編の対価の柔軟化に関して、船津浩司先生は「金銭対価の組織再編を許容することが、対価の種類間の優劣を一切消滅させることまでも含意するわけではない」、あるいは、対価の種類間の優劣はなくなり、むしろどれであろうが絶対的にすぐれたものはない、つまり、「当該種類の対価を交付すれば理由の積極的な開示は必要ないというような『優れた』対価はもはや存在しない」ことを主張されていらっしゃる。

そこで、船津先生は「対価の種類を選択理由を正面から問題として開示する必要がある」とされておりまして、キャッシュ・アウトでないものについても当然影響を受けるということになります。

全部取得によるキャッシュ・アウトの場合には、少数株主が端数になるような大きさの対象会社株式を選択することの「相当性」についての開示が求められると解することができると思われる、再考の余地を残した表現ではありますが、説かれています。

株式併合についても同様で、株式併合でキャッシュ・アウトするということになれば、端数処理の関係で現金を対価とすることになりますが、対価の相当性という観点から、なぜ現金を選択したかということの問題とする余地があると指摘されています。

(3) 株主総会決議の要否

次に、株主総会決議の要否ですが、株式交換、全部取得などをキャッシュ・アウトの手法として用いると、原則として対象会社の株主総会の特別決議が必要となります。他方で、株式交換であっても略式の場合には、対象会社の

取締役会が株式交換契約の承認をすれば足り、株主総会決議は必要とされません。また、売渡請求が用いられる場合にも、対象会社が取締役会設置会社であれば、株主総会決議は必要ではなく、取締役会の承認で足りるということになります。共通していますのは、特別支配会社または特別支配株主が存在している場合であり、総株主の議決権の90%を特定の者が有している場合で、こういったものを「90%基準」と呼ぶことがふえています。

そうすると、90%基準は満たしていなくて、例えば、ある株主が議決権の67%を保有している場合に、その支配株主は、株主総会の特別決議でみずからが望む結果を得ることは可能であるわけです。にもかかわらず、なぜ株主総会決議を省略する基準が90%であるのかということが、これは昔から言われていることですが、1つの謎になります。

実務感覚に基づく応答としては、キャッシュ・アウトが実施されるようになった初期のころ、2003年の藤縄憲一先生の論文では、90%は「安全サイドにたった実務感覚」であるとしつつ、次の①から④の理由があると思われるとされておりました。すなわち、①先行公開買付の買付価格の妥当性を説明しやすいこと。②特別決議を必ず可決することができる3分の2に、念には念を入れて残りの3分の1の3分の2を加えると9分の8となり、これを丸めると90%となること。③当時の東証のルールでは、特定株主が90%の株式を取得した場合には、即時に上場廃止となること。④少数株主の排除を明文で認めている諸国においては、おおむね90%以上の賛成が必要とされていること。以上のことが示されていました。

このうち②の「念には念を入れて」の部分は、いわゆるMOM (Majority of Minority) の発想があらわれているとも思われます。なお、資料1のK列の備考には、公開買付届出書において、MOMが公開買付の成立の条件とされている場合に、その旨を記載するようにいたしました。MOM条項は、利益相反回避措置として積極的な評価がなされる傾向にありますが、少数派に拒否権を付与するものでもありますので、濫用されると企業買収を阻害するなどの弊害もあることが指摘されています。実際に本報告で参考にした公開

買付届出書においても、このような懸念を示した説明がなされている例が散見されます。

例えば、「本書提出日現在、公開買付者の所有割合は70.60%であるため、本公開買付けにおいて、いわゆる『マジョリティ・オブ・マイノリティ』(Majority of Minority)を買付予定数の下限として設定すると、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少数株主の利益に資さない可能性があるものと考えているため」といった記載がなされています。

この点について、加藤貴仁先生は、MBOか完全子会社化、あるいは完全子会社であっても親会社がキャッシュ・アウトに必要な議決権を既に有しているかどうかによって、非公開化の規制は当然には同一ではないとされ、買収者が既に支配権を有している場合にこそMOMが要求されるとの見解に立っているようです。つまり、既に持っている株が多ければ多いほど、MOMというのは役立つのではないかということであると理解いたしました。ただ、理論的には説得的であるとは思いますが、今見ていただいた事例における説明が、もし実務で一般的に通用するのであれば、実践するのはなかなか難しいのかなとも思っております。

もう1点、なぜ90%なのかという問いに対する実質的な応答としては、船津先生は次のような整理をされていらっしゃるようです。これは一定の価値判断に立ったものかと思いますが、①全部取得、株式併合などをキャッシュ・アウトのために用いることは、なお、制度の転用と評価すべきことであるということ。②は実質的ではありますが、株主総会によるコントロールの必要性があると法が考えていること。つまりは、株主総会決議を要求することでキャッシュ・アウトの効力そのものを否定する可能性を残す、あるいは、ふやすという意味があるとされておまして、この点については、事後的に取引を争う方法のところで、少し触れさせていただきます。

(4) 取引の当事者の違い

次に、取引の当事者の違いですが、株式交換、株式併合、株式売渡請求を

比べると、直接の取引の当事者がおのおの異なっていることが相当に自覚されています。

株式交換は、完全親会社になる会社と完全子会社になる会社との間で契約が行われるという組織再編行為の一種です。すなわち、買収者と対象会社との間の契約という取引がなされて、その行為に対象会社の全ての株主が拘束されることになります。

2つ目の株式併合は、手続的には対象会社の内部の意思決定によって行われるということで、買収者は対象会社の支配株主として、実質的には対象会社の意思決定を掌握しているわけですが、取引の直接的な当事者ではないということになります。

株式売渡請求は、特別支配株主から対象会社の株主に対して行われますが、一種の形成権の行使であって、売渡株主の個別の承諾を得ることなく、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じると考えられています。対象会社が取引の当事者にならないという点で、株式売渡請求は公開買付と類似しており、公開買付における対象者の意見表明報告書の提出と、売渡請求の対象会社の取締役会の承認の手続は、取締役のあり方について連続性があると指摘されています。

これらの当事者の違いは、取引の性質あるいは法的な構成の違いを反映したものです。この違いから、取引の効力を事後に争う方法も変わってくる可能性があります。これも後で申し添えます。

ここでは、平成26年会社法改正の国会審議で議論された点ですが、株式売渡請求制度において、売り渡しの対価が株主に着実に支払われるのかという懸念について、若干申し述べさせていただきます。

全部取得の場合には、もともと財源規制がありますので、不払いの可能性は小さいとも言えると思います。現金対価の組織再編行為がなされる場合には、債権者異議手続が予定されていて、この手続が大変になる場合には着手しないであろうという意味において、株主が公正な対価を受けるための間接的な仕組みがあると思われます。こういった手当てが可能なのも、全部

取得も組織再編も、対象会社が取引の当事者になっているからであると理解することもできると思います。

他方で、売渡請求は特別支配株主が行うものであり、先ほど申しましたように、特別支配株主と対象会社の株主との間での売買類似の法律関係を生じさせるものです。そのため、特別支配株主が対価を実際に交付するか否かが対象会社の株主にとっては重要になってきます。

そこで、会社法施行規則で手当てをし、第1に、特別支配株主には、株式売渡請求は、「株式売渡対価……の支払のための資金を確保する方法」を定めて行うこととされました。第2に、対象会社の事前開示事項としても、「〔支払のための資金を確保する方法〕についての定め相当性その他の株式売渡対価の……の交付の見込みに関する事項」を開示することとされています。

この2点目、つまり、対象会社の事前開示に関しては、取締役会あるいは取締役は、対価の交付の見込みを判断するに当たって、特別支配株主の資金確保の方法だけではなくて、その負債の面をも含めて、対価を交付することが合理的に見込まれるか否かを確認しなければならないとされています。取締役会がこの判断を誤った場合には、売渡株主に対して会社法429条に基づく損害賠償責任を負う可能性があるとされています。このような形で開示規制の実効性が一定程度は担保される仕組みになっています。

(5) 事後的に取引を争う方法

事後的に取引を争う方法についてですが、売渡株主が対価に不満を有する場合、あるいは対価が交付されない場合において、取得日後に事後的に救済を受ける手段としては、a)、b)、c) 以下ですが、対象会社の取締役の責任を追及することも考えられます。もっとも、取締役の悪意・重過失を証明することは容易ではないでしょうし、また、取締役の資力が十分であるとは限らないと思われます。

法形式上も、売渡株主の救済のためには、株式売渡請求制度の当事者である特別支配株主の関係が重要になると思われます。

b) ですが、売渡株主が売買価格に不満を有する場合には、価格決定の申

し立てをして、裁判所に公正な価格の決定を求めることもできるわけですが、これにかかる裁判費用も障害となると思われますし、さらには、裁判所から価格を引き上げる決定を得ても、この価格が支払われるか否かは特別支配株主の資力に依存することになります。仮に株式併合によるキャッシュ・アウトが選択されていれば、会社が株式買取請求の相手方になりますので、相応の資力があることが一般的であると思われます。

c) ですが、公正な価格が支払われないのであれば、対象会社の株主としては、売買の効力を否定して原状回復を目指すことになるかと思いますが、この手段としては、①の売渡株式の取得の無効の訴えの提起、また、②の個別的な解除が考えられます。

①の売渡株式の取得の無効の訴えについては、無効事由の解釈が問題となりますが、一般的には、株式発行や組織再編よりも広く考えてよいと理解されています。これは、売渡請求がなされた場合には、a) 全ての株式の取得を目的としているわけですから、提訴期間内に売渡株式が転々流通する可能性は低く、取引の安全性を考慮する必要性は高くないこと、あるいは、b) 対象会社の株式の移転が生じるにとどまり、対象会社の財産には移転がありませんので、取引後の財産関係を前提に法律関係が形成されることはなく、巻き戻しが容易であるということが指摘されています。

そこで、売渡株式の大部分について対価が支払われなければ無効事由に当たると解する見解が有力であると思われます。

他方で、②の個別解除についてですが、これが可能かどうかについては議論があります。立案担当者は、解釈論に委ねられるとし、法制審での議論等を踏まえても、どちらの見解も成り立つのではないかと述べておられるところです。個別解釈を認めるとの見解が多数になりつつあるのではと考えていますが、他方で、偶発的な一部の不履行のために一部の取得の効力が喪失することを認めると、制度目的を阻害することから、個別的な解除は認められないという考え方もあります。売買契約の効力を失わせる方法を無効の訴えに限定するとすれば法的安定性という観点からになると思われますが、先ほ

ど申し上げた④、⑤などに鑑みますと、さほど懸念すべきではなく、形成権行使の結果として生じた売買類似の関係において、売買代金の支払いがなされない場合と同様に個別の解除を認めるのが自然であると考えています。

なお、無効の訴えによる場合と個別解除による場合とでは、理屈の上では遡及効の有無に違いが生じるとも思われます。すなわち、売渡株式の取得無効の訴えが確定すると、これは将来効で遡及効は存在しません。これに対して個別解除がなされると、原則的に原状回復義務が生じます。

この違いがどれくらい大きいかはわかりませんが、キャッシュ・アウト手法における株主総会決議の要否にも関係することに留意すべきかもしれないと考えています。つまり、対象会社の株主の救済手段に関する規制の非対称という視点からは、次のような差異がありそうです。

④株式併合でしたら、株主総会の決議取消の訴えが用いられる場合が多いと思いますが、提訴期間は決議の日から3カ月となり、認容判決が確定すると遡及効が生じることになります。

⑤略式でない株式交換であれば、株主総会の決議の瑕疵を争う場合には、これも取消事由の場合が多いと思いますが、決議取消の訴えを提起して、株式交換の効力発生後は、株式交換無効の訴えの変更がなされ则认为のが通常です。このような立場によれば、提訴期間は株主総会決議の日から3カ月となり、認容の確定判決には遡及効はなく、組織再編一般の話になります。

⑥略式の株式交換であれば、株主総会の決議がありませんので、株式交換無効の訴えがそのまま使われることになり、提訴期間は効力発生日から6カ月で、認容されても遡及効はないことになりそうです。

⑦株式売渡請求であれば、売渡株式等の取得無効の訴えは、提訴期間が取得日から6カ月間となり、認容の確定判決に遡及効はないということになると思います。

これらの規制を非対称と見るのであれば、④の場合において、いわゆる併存説をとることにすれば遡及効が生じ、株主総会の決議が争われる場合か否かで規律が変わるので、そこが変わり目だという整理をすることは可能であ

ろうかと思っています。

3. 株式交換における対象会社の取締役の義務

第二段取引として株式交換を実施するためには、対象会社の取締役会の承認を経て株式交換契約が締結される必要がありますが、先の「1」で取り上げた2つの事例では、対象会社の取締役会が承認することを予定していることは記載されておりません。

株式交換を予定している公開買付において、対象会社は賛同意見を表明し、応募の推奨をしており、これらの点は公開買付届出書でも記載されていることから、実質的には株式交換契約の締結について取締役会としては賛成であることが記載されていると見てもよいと思います。むしろ直ちに第二段の取引、株式交換を実行させるべきであるとも考えることができます。

株式交換は組織再編であり、株式売渡請求は形成権であるという法形式の違い、あるいは取引の当事者の違いは存していますが、対象会社の取締役会の承認がなければ取引を進めることができないという意味においては違いがありませんので、対象会社の少数株主にとっては、取締役会の承認が鍵となることに変わりはないと考えられています。

また、株式売渡請求との関係では、対象会社の取締役の意見表明報告書の意見表明における取締役のあり方は、株式売渡請求における対象会社の取締役の承認手続と連続性があることが、飯田先生によっても示されているところ です。

とすると、先ほども述べましたように、株式売渡請求に対する対象会社の承認の場面と同様に、対象会社の取締役の義務の内容が検討される必要があります、この点について、次の「Ⅳ」で取り上げさせていただきたいと思います。

Ⅳ. 対象会社の取締役の義務

1. 先行公開買付との連続性

先行公開買付との連続性ですが、先行公開買付と株式売渡請求その他の

キャッシュ・アウト取引との間には連続性があることが、飯田先生によって説得的に指摘されているところです。

先行する公開買付に対して対象会社の取締役会は意見表明報告書を提出しなければならない、そこで賛同・反対・中立の意見表明や意見留保がなされるという手続があります。これは特別支配株主の株式等売渡請求制度における対象会社の取締役会の承認の手続は、対象会社の取締役のあり方と連続性があることを、飯田先生は述べておられます。こういった理解が個別の論点の解釈に当たっても有益であって、私もそのように考えています。

このような理解そのものは、資料1で掲げました事例に関する書面を読んでも、実務で相当意識されていると思いますし、一連の取引の最終的な目的がキャッシュ・アウトを用いて全株式を取得するということにあることからしても妥当であると考えています。

そこで、まず株式売渡請求がなされた場合において、対象会社の取締役が負う義務に関する議論を概観いたしまして、その上で、一連のキャッシュ・アウト取引の対象会社の取締役の義務について検討させていただきます。

2. 株式売渡請求と取締役の義務

株式売渡請求がなされた場合に、対象会社の取締役会は、これを承認するか否かの決定をして、その決定内容を特別支配株主に対して通知しなければならないこととされていますが、問題は、取締役会が承認するか否かの決定をなすに当たって取締役はどのような義務を負うかです。

この点については、対象会社の少数株主、すなわち売渡株主の利益を配慮すべきことについては理解が共有されているかと思います。例えば、立案担当者の見解については、先ほども少し申し上げましたが、レジュメの19ページに掲げています。学説あるいは実務家の先生方のご意見も、対象会社取締役は売渡株主にとって条件等が適正であるか否かを判断する義務を負うという点については異論がないように思われます。もっとも義務の具体的内容に関して、レブロン義務まで負っているのかということについては見解が定

まっているわけではありませんが、本報告ではこのところは取り扱わないこととさせていただきます。

とすると、形式の違いはあっても、実質的にはキャッシュ・アウトがなされようとしている場面において、その手法が株式売渡請求であるか、その他の手法であるかによって、対象会社の取締役の義務は異なっているのかどうか問われることになるかと思います。

この点は、飯田先生の叙述を引用させていただきましたが、平成 26 年改正そのものを従来の法制を反映させたものとして捉えるという理解が可能であると思っています。

3. 一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務

一連のキャッシュ・アウト取引における取締役の義務については、これも飯田先生のステートメントで恐縮ですが、2通りの理解があるとされています。

①株式売渡請求制度における取締役の義務は、この制度においてのみ認められる特有な義務で、すなわち、これに関する規定は創設規定であって、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合にはそのような義務は存在しないという理解が、一方ではあり得るということです。

他方で、②企業再編一般の場合の取締役の義務の内容が明文上明確にあらわれたにすぎない規定、つまり確認規定であり、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合であっても、同様の取締役の義務は存在しているという見解もあり得ます。

対象会社の取締役会の要否という形で区分されているようにも思うのですが、簡易な略式の組織再編の手法が用いられる場合を考えると、実質的には、対象会社が当事者になっているかどうかで区分されているものと理解してよいのではないかと考えています。

この点について検討を試みられている論者の大多数は、第2番目の見解を支持していると思われ、妥当であると考えられます。

ここで、飯田先生、白井正和先生、田中亘先生のご意見を掲げさせていただきました。

レジュメ 21 ページの飯田先生のご見解ですが、二段階買収において先行公開買付と、その後に続くキャッシュ・アウトが連動しており、したがって、二段階目のほうが不適切であると考えられる場合には、先行公開買付においてもネガティブな意見を出すということを示唆されています。資料 1 で掲げさせていただいた事例においても、飯田先生のご見解が支持されるべきことが、実務的な感覚からしても一般的であると理解できると思われます。

V. トップ・アップ・オプション

1. トップ・アップ・オプションとは

トップ・アップ・オプションとは、主に二段階買収を利用したキャッシュ・アウトの場面において、先行公開買付のみでは第二段階の取引手法に必要な議決権割合を確保できない場合、具体的には 90% いかない場合に備えて、対象会社を買収者に不足分を補う数の株式を取得する権利を与えるというものです。

トップ・アップ・オプションは米国で普及していたものですが、2013 年に施行されたデラウェア一般会社法の改正によって、米国では余り用いられる必要がなくなったと考えられています。

これについては資料 4 で、251 条(h)項を抜粋させていただきましたので、もしよろしければごらんいただければと思います。ざっくりと申し上げると、一定の要件を満たせば、先行公開買付後に 90% 基準を満たさなくても、略式合併と同様に対象会社の残余の株式を取得することができるというものです。

我が国においては、これに相当する規定がありませんので、トップ・アップ・オプションの利用可能性が一応は課題になるということになりますが、まだ利用されている例はないとされています。米国と異なって、ノートで株式の発行の支払いをすることができませんので、その後で合併して相殺して

しまうというテクニックを使えないこともあろうとは思いますが、ここではもう少し単純に比較しています。

2. 類似する事例

本報告が調査対象とした事例でも利用されたものはなかったのですが、若干類似するものが1つありましたので、それをご紹介させていただこうと思っております。

第二段取引、つまりキャッシュ・アウトが可能になる形で公開買付に加えて第三者割当増資をも予定している事例がございまして、これは資料3のMipox株式会社の事例です。

レジュメで抜粋した部分が、資料3の公開買付届出書の2ページにある記載です。いろいろ書いてあるのですが、骨子は、公開買付と第三者割当増資によって所有するに至った株式割合を踏まえて、その次の取引のことを考えるというものです。

公開買付の結果がどうであったかということ、株券等保有割合が86.15%になっています。公開買付が成功したということで、予定されていた第三者割当増資が行われまして、これが行われた結果、移動後の買付者の、所有株式数は議決権ベースで89.37%となっておりまして、あと0.63%ということになります。その後、実際にどうなったかということキャッシュ・アウトのための株式併合が、レジュメ24ページに書かせていただいたような日程で行われて、結局、さらに予定されていない第三者割当増資を行うといったことはなかったということです。

Q1として書かせていただきましたが、もし疑問に感じるとするならば、第三者割当増資後に総株主の議決権の90%以上を取得することになっていれば、売渡請求が用いられたのであろうか。用いられたのであるとすれば、そもそもこの第三者割当増資が適法だったのであろうかということが問題になり得るということです。

Q2では、連続する問題ですが、89.37%まで取得しているのであれば、

第三者割当増資をもう一回するということはしないまでも、市場買付等を用いて議決権割合を90%以上にすることも考えられたかとは思いますが、これはどうしてしなかったのだろうかということです。答えはわかりません。実務家の方にお教えいただきたいと思います、気になったということです、述べさせていただきます。

3. 日本法における課題

日本法における課題ですが、これを日本で用いるとすれば、2つの問題があるとされていると理解しています。1つは適法性の問題で、もう一つは実務的な利便性の問題です。

適法性の問題としては、何かと課題はいっぱいあるということですがけれども、何とかセーフに設計しようと思えばできるだろうと思っています。①90%基準の潜脱ではないか、②株主の議決権を侵害しないか、③株式・新株予約権の不正発行に該当しないか、④先行公開買付の買付条件を引き下げる効果を有しないか、⑤先行公開買付に強圧性が生じないか、⑥価格決定手続において決定される価格を引き下げる効果を有しないか、⑦キャッシュ・アウトの差し止めに対する萎縮的效果が生じないかという課題が検討されています。

むしろ実務で懸念されているのは実務的な利便性のほうであると私自身は承知しています。①にありますように、日本の場合は、先ほど申し上げましたように、ノートで払い込んで相殺して払込みの義務を実際にはなくしてしまうということができないことがあります。授權枠の範囲でトップ・アップ・オプションを使わないといけないために、4倍規制を踏まえると、少なくとも60%以上の保有はしておかなければいけない。つまり、今、100分の60持っているとしますと、100足す300分の60足す300で、これで400分の360になって、ようやく90%いきますので、これは持っていないといけないことになります。

あるいは、少し丁寧な算数をすれば、議決権割合を1%増加させるために

は10%の発行が必要となり、希薄化が大きいこととなります。

さらに、⑥のほうですが、こちらも大きいと理解しておりますが、株式の発行に伴う取引免許税の負担もあるとされています。米国と違って資本金が増加しますので、その増加額の0.7%の登録免許税を納付しないといけません。それほど払うぐらいであれば、株主総会を開催する費用と変わらない、こういう発想であるというお話を、この研究会の先生方も参加されている別の研究会でお伺いしました。

そうすると、トップ・アップ・オプションを使うというよりは、先ほども少し申し上げましたが、買収者が市場で買い増す、あるいは対象会社に自己株取得してもらうほうが、90%基準を満たすことだけいえば簡便かもしれません。

いずれにしても、②で申し述べましたように、実務上の課題がまだ残されていますので、①の適法性の検討は時間的な余裕があるという牧歌的な発想に立てば、そちらをこの間に議論を深めるということも可能かと思っております。

Ⅵ. 結語

平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウトの状況は、実務的に定着しつつある部分も少なくないものの、残された課題も存在しているかと思えます。

例えば、本報告では扱いませんでしたが、前回の研究会で藤田先生が最高裁平成28年7月1日の決定について検討されていらっしゃる場所、松中学先生がおっしゃっていますように、今後は買収者との交渉過程や対象会社の意思決定の過程が重要となり、これらについて、より慎重な審査が行われるようになると思います。そうすると、白井先生とかが精力的にやっていらっしゃる点ですが、構造的な利益相反のある二段階買収において、手続が公正と評価されるための条件をどれだけ具体化できるかが問題になるかと思えます。

また、残された規制の非対称性、先ほど株主総会決議の要否との関係とか遡及効の話で申し上げましたが、そこら辺の非対称をどの程度解消すべきであるのか、解消すべきであるとするならばどのような方法によるべきかについて、今後も検討される必要があると思っております。

以上で報告を終わらせていただきます。

討 議

神田会長 大変ありがとうございました。それでは、いつものように皆様方からご質問、ご意見をお出しただいて、議論をさせていただきたいと思えます。どなたからでも、どの点についてでも結構かと思えます。いかがでしょうか。

加藤委員 平成 26 年会社法改正後に生じたキャッシュ・アウトの手法の変化について質問があります。きょう先生にご用意いただいた資料によると、平成 26 年会社法改正後は、公開買付届出書等において、公開買付で 90%をとれた場合には株式売渡請求を行い、そうではない場合には株式併合を行うということを明示するケースが多いとのことでしたが、最近 MBO を公表した A 社の例だと、株式併合をするということしか書かれていませんでした。このような記載は別に問題はないのでしょうか。

このような記載に従えば、仮に公開買付で 90%をとれた後でもわざわざ株主総会を開くということになるかと思いますが、これは、わざわざ時間がかかる不要な手続きを行っていると評価すべきなのか、それとも一段階目で 90%をとれたとしても二段階目であえて売渡請求ではなく株式併合を行うということに何か積極的な意味を見出すことができるのでしょうか。先生のご意見を伺えればと思います。

中東報告者 その事案を存じ上げていないので教えていただきたいのですが、時間のかかることをわざわざそれしか予定しないのであれば、やはりよくない設計であると思います。

つまり、迅速にキャッシュ・アウトを実施したほうが、対象会社の株主と

しては安定した地位に置かれ、公開買付に応募するか否かの判断も、ゆがめられることが少ないと思います。株式を併合する特別な理由がないのであれば不自然な感じはいたします。どのような事案だったのでしょうか。

加藤委員 A社のMBOとはアデランスのMBOで、その公開買付届出書を見ると株式併合のことしか書いていないので、最近では珍しい事例に属するように思いましたので、質問しました。

もう1つ気になったのは、例えば一段階目の公開買付で90%をとった後、事前に株式売渡請求をやりますと予告しないと株式売渡請求をやってはいけないのでしょうか。この点について、先生のお考えはいかがでしょうか。

中東報告者 やってはいけないわけではないと思いますが、今のところやっている事案はないですし、やることでどのような弊害があるのか、ちょっと理解が及びません。対象会社の株主が先行公開買付に応募するか応募しないかの判断について影響がないのであればいいと思いますが、あるかないか、私には定かではありません。

例えばMBOにしても、ファンドにも少し株式を持たせるという設計になっているのであれば、株式併合を用いることも、先ほど合併をつくる会社の例として申し上げましたが、もしそのような事案であれば、株式併合を用いれば株式の移動が少なくなる可能性があるとは思いますが。

神田会長 私もよくわからないのですが、教科書に書いてあるようなところで言うと、払う人が違うということは関係ありませんか。会社が払うのか、90%株主が払うのかという点はどうなのですかね。実務上は。

中東報告者 買付者にお金がなければどうしようもないと思います。むしろ対象会社に株式併合をさせれば、会社のキャッシュを使うことができます。それは合理的にあり得るのかなと思います。

神田会長 違いが出てきますかね。最大で10%だとすると。

太田委員 実務上、理由があったはずで、今ずっと思い出そうと思っていたけれども思い出せません。思い出せないなので、後でコメントのときにでも補足いたします。〔補注：実務上、スクィーズ・アウト後に株主を2名以上残

す場合には、株式等売渡請求がワークしないため、スクィーズ・アウトの手法として株式併合のみが用いられている。アデランスのMBOの事例以外にも、日本バイリーンや情報技術開発のバイアウトの事例でも、スクィーズ・アウトの手法として株式併合のみが選択されている。]

藤田委員 最後のほうでお話しされていた点で、公開買付で9割とれなかったときに、第三者割当をすることでそれをクリアして、特別支配株主の売渡請求を利用することをどう見るかという点ですが、よくわからないので質問させて下さい。例えば、組織再編の場合に議決権の3分の2を取得できなかったところを、第三者割当で賛成してくれる人に割り当てて3分の2クリアすることは、問題があると思える人が多いと思います。もっとも、これですら主要目的ルールでいうところの支配権の維持確保目的なのかどうか、本当はよくわからないのかもしれませんが。事業提携目的は支配権維持・確保目的ではない目的と理解されているところ、事業提携目的なら不公正発行にならず、組織再編を完遂するために割り当てるのが不公正発行となるというのは不思議な気がします。ただ、そういう疑問はありますが、通らない決議を通すために第三者割当をしようということは、不公正発行に当たるという意見があっても不思議ではないと思います。

これに対して、キャッシュ・アウトの場合は、少なくとも議決権の3分の2は既にとっているとすれば、いずれ行われることはもう間違いない。だから、株主総会費用等を節約できるように株式の保有状況を整える目的での割り当てだと言った場合、不公正発行と扱われるのか。脱法だからだめと言う人もいるかもしれませんが、9割持っていれば総会決議を省略できる、逆に9割ないと総会決議が必要であるというルールにすることで、一体何が守られているのかということを明らかにしないまま脱法と言って非難してもあまり説得力はありません。したがって特別支配株主の株式売渡請求に要求される議決権の9割という要件が何のために定められているのか、それに満たなければ株主総会決議が要求されることで何が守られているのか。このあたりはどういう感触をお持ちでしょうか。

中東報告者 なぜだめなのかと問われるとなかなか明確ではないと思います。一般論としては、少数株主に公正な扱いがされることと、救済手段が十分に整えられているかを確認することになると思います。きょうお話しさせていただいた中では、株主総会決議があるかないかによって、例えば総会決議の効力を争う形になっていくのかそうでないのか、遡及効があるのかなのかなどが違いを生じさせるかを検討する必要があると思います。このようなことが整理できるのであれば、費用節約のためという理由も合理的で、第三者割当増資のときに差し止めの機会が与えられていればそれで十分であると思います。

藤田委員 別に第三者割当ではなくて、89%取得した株主が別の株主から1%取得して90%をクリアするのは問題ないわけですよね。それは第三者割当になると会社がコミットするので問題になるわけですが、何か問題視しなければいけない保護法益は何なのでしょう。

中東報告者 公開買付のときに、90%いったらこうします、いかなかったら第二段取引はしませんが、一旦取引はクロージングしているように見えるけれども、またその続きをやってしまったということであれば問題であると思います。

藤田委員 それは全く別で、言っているとおりやらないことの問題点です。90%とれなかったら株式併合でやりますと言ってやらなかったのだから、約束違反です。しかし、例えば極端な話ですが、90%に満たない場合であっても、足りない分があまり多くなければ第三者割当をして条件をクリアするかもしれませんよと予告していれば問題ないのでしょうか。実際には、そんな予告までしてやるとは思いますが、仮にそうすれば適法なのでしょう。

中東報告者 事前に開示したとおりに取引をしているか、その範囲で実行しているかの問題だと思います。事前に開示していなければ、開示していない部分を含めて一連の取引であると理解して公正か否かを判断することが難しくなっていると思います。

太田委員 実務家としては、このトップ・アップ・オプションは非常に興味

のある問題で、理論的に言うと、これが認められるということになれば、事実上、資金調達目的のない第三者割当増資が適法の場合があるという途を開くことになると思われます。それが認められればかなり大きなブレークスルーになることは間違いない。

費用節約というだけだと費用の節約のためだけであればそこまでなくてもという議論が出てくるかもしれませんが、例えばもうちょっと正当理由がありそうな場合を考えると、株式売渡請求が使えると、予約権やC Bとかの買い取りができることになる一方、全部取得条項付種類株式のスキームや株式併合のスキーム等ではそれはできないわけですから、予約権やC Bとかをきちんと買い取るために持株割合を90%まで持ってきて、株式売渡請求の制度を使いたいというようなことがあろうかと思います。そのためにトップ・アップ・オプションを使うというのは、まさになぜ売渡請求の要件が90%になっているかということの本質とかかわる問題で、90%になっていれば、そのC Bなり予約権を売り渡せということが出来る訳ですが、そこに達していないのだから、そのための手段として第三者割当増資を使うのは脱法的だという議論があるかもしれないように思います。

一方で、第三者割当増資について、資金調達目的がなくても、何らかの正当な理由があれば、それを一種の便法として使うことも認められるという前提のもとであれば、今のような事例だと、それほど不合理なことをしようとしているようには見えないわけです。そのあたりが、この問題についてどう考えるかという分岐点なのかなと思います。

いろいろと中東先生に問題点をきちんと整理していただいて、頭の中が大変整理されたのですが、結局のところ、こういうものが認められるという方向で考えていいのか否かというあたり、いかがでございましょうか。具体的な設例を挙げたほうがいいと思うので、予約権やC Bとかの買い取りをできるようにするためにトップ・アップ・オプションを使って90%にして売渡請求を使いたいという場合は、どのように考えればよろしいでしょうか。

中東報告者 今のような場合については、それはそれでいいのではないかと

思います。不公正発行になるかどうかの問題だと思いますが、主要目的ルールを基準とするにしても、適法とされる主要な目的は資金調達目的に限られませんので、その意味で、新株予約権もこの際に整理したい、C Bも残らないようにしたいということで、これが正当な目的と判断される事案であれば、不公正発行ではないと思います。

山田委員 細かい点で恐縮ですが、この日本研紙の件は、見てみると5月13日に公開買付に賛成するという取締役会の意見表明がなされていて、同日に第三者割当の決議もなされている。この使い道が、どうも海外の子会社の整理というところで、会社の業績は芳しくないが技術的に優れた会社であるので子会社化を検討する。それで会社の整理のために予め決められた資金が必要で、その初めからお金が振り込まれている、そのための資金も実際に動いているので、本件はそんなに深い意味はないのかなと思います。

別の点で質問させていただきますが、私がお聞きしたかったのは、先ほど中東先生からお答えがありましたが、15ページの「対象会社の取締役の責任を追及」するということです。429条で株主が取締役の責任を追及する。その中でも、これは買切請求をすると書くということで、果たして責任がどう変わるのかというところが、もし先生のお考えがあればと思っておりました。先ほど少しお答えがあったので申しわけないのですが。

中東報告者 最初の点については、お金の動きがあれば全てよいというわけではないと理解しております。

2点目について、済みません、正確に理解できなかったので、教えてください。

山田委員 15ページの「取締役の責任」というところで、事後的に取締役の責任を追及するときに、対象会社のほうで株式売渡請求を承認するということをあらかじめ表明している場合と、それを含めて今後の手続の流れについて説明していない場合と、取締役の責任という点では違ってくるのか。どんなものでしょうか。

中東報告者 買収者が説明しているかどうかというよりは、むしろ売渡請求

を実際に行うときにきちんと対価が払われるかどうか、それが適正な対価かどうかということについて、取締役が確保する義務があるということであると思います。

山田委員 それは、買収対象会社の取締役が事後的に公開買付等に応募しなかった株主から責任追及されたという前提の話ではないのですか。

中東報告者 ここでは、売渡請求がされました、対象会社取締役として承認しました、だけど売渡株主の中に対価を払ってもらえない人が出てきました、そのときに誰が責任を負うのかという文脈で申し上げたつもりです。

山田委員 わかりました。

後藤委員 先ほど太田先生がおっしゃっておられたトップ・アップ・オプションにはいい面もあるのではないかというお話ですが、確かに売渡請求ができると予約権まで対象にできるというメリットがあるのはそのとおりですが、なぜそのときにトップ・アップ・オプションを使わなければいけないかというと、売渡請求については90%を超えた場合しか使えないということになっていて、3分の2ではできないという制度になっているからです。平成26年改正のときに、「どうせつくるなら、3分の2の売渡請求と90%の略式売渡請求をつくったほうが、きれいにはなるよね」という話を内部的にしていたことはあります。

なぜそれを90%の略式手続だけにしたのかということとちょっと記憶が定かではないのですが、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトに対する批判も一部にある中で、既に複雑なものがどんどん複雑になっていくのはどうかということが懸念されたということではないかと思います。バリエーションをそろえるという観点からは、略式全部取得と略式売渡請求と略式併合をつくると全部そろって、あとは好きな手続を選んでくださいということも考えられるのですが。(笑) あと、当時の議論では、全部取得を使うと略式手続がないので時間がかかってしまうというところだけにフォーカスが当たってしまって、売渡請求をつくっていく中で、予約権も一遍に取得できるという点にスポットが当たらなかったのも、先ほどの太田先生のご指摘

のような点は、ちょっと抜け落ちてしまったのかもしれませんが。そういうニーズもあるから、3分の2の売渡請求は必要なのだというのは1つの考え方です。

その一方で、90%へいくと総会をやらなくていいというのは所与のものとしてつくっています。先ほど藤田先生がおっしゃったように、なぜ90%だとやらなくていいのか、90%ない場合には3分の2を持っている人がいても総会をやらなければいけないのはなぜなのかという問題は、棚上げしているところに一番の問題があるのかもしれません。ただ、立法するときは、既に略式手続制度がそうになっている以上、そこにはきっと何かしらの意味があるのだろうということではしかやれなかったというのが正直なところではございます。(笑)それを前提にすると、90%をトップ・アップ・オプションで無理やり超えるというのは、気持ち悪さは残らざるを得ないところがあります。

一番影響があるとなると、結局公開買付で90%に達しなかったとしても後で90%をクリアされてしまうということが、一段階目の公開買付の強圧性に影響を及ぼす可能性があるのかないのか。あるとも言い切れないけれども、結局そうになってしまうなら最初から売っておくかという判断をする人がいるような気もしないわけでもない。そこが一番悩ましいところかなという気はいたします。

黒沼委員 今の後藤先生の発言がある前に質問しようと思っていたのですが、利便性があるということだけでは正当化できないはずです。中東先生も24ページから25ページにかけて、これは石綿先生等の論文からだと思いますが、適法性についての幾つかの疑問点を述べておられるわけです。今までの議論で①から③まではもうクリアしたと思いますが、④から⑧まではどうなのか。それぞれ効果は生じないようにも思えるのですが、生じないと考えていいのかどうか、中東先生のお考えがあったらお聞かせいただきたいと思います。

中東報告者 一般論としてはこういう問題があるけれども、どちらかわからないということで、一旦、棚上げさせていただき大変申しわけないところで

すが、ディールの設計を工夫すれば法的問題が起こらないようにすることは可能であるとの感触でいます。

黒沼委員 単純に考えると、これは公開買付価格と売渡請求価格あるいは二段階目の条件の関係によって決まるもののようにも思うから、そうするとやり方には依存しないようにも思いますが、それでいいのか、ちょっとよくわからないところもあるということです。

神田会長 関連して質問していいですか。ポイントは2つあって、1つは、今おっしゃったことで、第一段をやるときに全部アナウンスしておけば、つまり第二段も同じ価格ですとセットで言うておけば、第二段は手段を問わずでいいのではないかという点が基本としてあると思います。

ただ、細かい質問ですが、先ほどご指摘のあったように予約権やC Bを取得できるから9割までトップ・アップしますというのは、少数株主から見れば議決権を奪うことになりますから、それでいいのかということ。

それと関連して、デラウェア州ですか、アメリカでトップ・アップ・オプションが使われなくなったのは、禁止されたからではなくて、緩和されたから、不要になったのですよね。それはどういう考え方に基づいているのですか。

中東報告者 後半の点について、アメリカでどうしてトップ・アップ・オプションを緩和したのかについては、問題意識としては、先行公開買付のときに条件を開示しなさいという要件が入っていると思います。開示しておいてそのとおりにやるのであればそれで構わないという発想に、基本的には沿っていると思います。

神田会長 それは当然の前提だと思います。例えば10%～20%持っている人がいて、これから公開買付をやりますという場合。90%までトップ・アップ・オプションで、株主総会決議は一切なしというのがありなのか。これに対して、既に3分の2を持っている株主がいて、キャッシュアウトは1回でもやれる状況の場合。株主総会決議を通せば。だけど、公開買付で9割を目指して、85%しか集まらなかった場合はトップ・アップしますというのは、

大分違うと思うのです。全て最初にアナウンスしておけばいいではないかというのは1つ一貫した議論ではあると思いますが、場合分けが必要な気がします。そのあたりはどう整理したらいいですか。

中東報告者 基本的には実体の全体を見て不公正と評価するかどうか、つまり、正当な目的があって、そのためにどのような内容の取引になっているかということかと思います。

黒沼委員 アナウンスしておけばいいということではないのではないのでしょうか。二段階目は一段階目よりは安い価格で行うとアナウンスしておけば、やはり強圧性が……。

神田会長 どんな場合でも同額で二段階目をするアナウンスしておけばいいということですかね。

黒沼委員 1回でできるということを考えると、いいとは思いますが、例えば3分の2以上持っている者が、形式的に公開買付を時価よりも安い価格でやって、組織改編を同じ価格でやるというときは、強圧性は生じないけれども、その価格が公正な価格と推定されないということは間違いないですね。ただ、そのときは買取請求権などの救済がありますから。

神田会長 別の問題としていいですかね。

黒沼委員 ええ。

神田会長 3分の2持っていないところから始める場合は、総会を一遍も開かないでやれますということになります。

中東報告者 第三者割当てやるのであれば、それが公正なのかには尽きると思います。一連の取引から外れる場合ですよね。

神田会長 公正の制約は当然かかると思います。公正かどうかはちょっとはつきりしない場合が多いと思うので。アメリカでは、もともと総会一遍では通らないようなときもオーケーと言っているのかどうか。考え方を知りたいです。すみません、自分で勉強すればいいのですが。

中東報告者 一連の取引を全部開示しておくというのも1つのやり方ですが、開示していれば中身は何でもよいというものでもないと思います。例え

ば公開買付価格よりもキャッシュ・アウトの価格が下回ってはいけないとか、あるいはキャッシュ・アウトに遅延が起こるような形ではいけないといった問題があると思います。他方で、単体で第三者割当を考えるなら、それは公正さの問題としか言いようがない感じもします。

ただ、デラウェア州会社法にしても、株主総会決議を省略するためには、もともと特別決議が通るような形に設計しておかなければなりませんし、それに加えていくつかの条件があるという形にしています。その意味では、90%がクリティカルかと言われるとそうではない建付けになっていますので、それを超えるためだけに何かしたらそれはだめですということにはならないのではないのでしょうか。

藤田委員 さっき黒沼先生の指摘された、こういう形でクリアできるという可能性が出てくることが公開買付価格に何か影響を与えるかというのが一番本質的な問題だという気がします。考えてみると意外に微妙なところがあります。1つには、悪影響どころかむしろいい影響すらあるかもしれないのは、特別支配株主の株式売渡請求による方が、早く換金されることです。同じ値段を保証しても、例えば1株3万円という対価を設定して、公開買付で今3万受け取りますか、1カ月後に3万円受け取りますかという選択だと比較的ゆがみが少ないのですが、今受け取りますか、いつになるかわかりませんが多分4～5カ月後に3万円受け取りますかというなら、前者の方が株主にとっていいわけです。そう考えると、1カ月後ぐらいに特別支配株主の株式売渡請求により換金される可能性が高くなりますといったほうがいい面すらあるように一見思えるのです。

ところが、特別支配株主の資力の問題があって、会社を買主となる場合と比べるとちょっと危ないところがあるということになると話は別になります。公開買付に応じないで待って、万一払われなかった場合、救済がどうなるかよくわからない。江頭説のように個別解除が不可能であるという解釈があり得るとすると、売主の無資力リスクを負うことになりかねない。これはリーガルリスクですが、それがあることが、現段階ならひょっとすると公開

買付価格に微妙な影響を与えるかもしれないと思います。ただ、ここはむしろ解釈をはっきりさせて、その場合は個別解除できるのだ、払われなければ1株だって解除できるのだとすることで、むしろその影響をなくすべきだと思います。少なくとも、この影響で直ちに不公正と考えなければいけない、差し止められなければいけないとまでは、今のところ私は思っておりません。

中東報告者 ありがとうございます。単純なものではないというのは確かにそうだなと思います。

松尾（健）委員 同じところですが、日本研紙ですか、23ページからの例を見ますと、第三者割当の払込期日と公開買付の決済の開始日が同じになっている。この例は、90%の要件との関係はともかく、3分の2を確保する点ではトップ・アップ的な意味のある第三者割当だったと思います。この事例では、買付者は、公開買付の結果にかかわらず第三者割当は引き受ける、払い込みはするという事になっていたわけですね。しかも、公開買付けの結果が出るのと効力が発生するのが同時だとすると、第三者割当の不公正性はどのようにやって判断するのか。結局のところ、本件は3分の2との関係では第三者割当に意味がありませんでしたが、差し止め可能な期間内には必ずしもトップ・アップの意味を持つかわからないという形だと、どのように不公正性が判断されるのでしょうか。

中東報告者 これは本当に困った話で、90%いなくてよかったなというのが率直な感想です。おっしゃるように、最後の決済をするまでは差し止めをかけていいのかどうかもわかりません。そういう意味では、なぜこの設計をしたのかよくわからないところもあります。答えになっていないと思いますが、不思議な事案だということで紹介させていただきました。

松尾（健）委員 あるいは、先ほどおっしゃっていたように資金調達の目的が別にあるということだとすると、むしろトップ・アップが主たる目的ではないというために、あえて公開買付けの結果を見る前に払い込むことを決めているということなのかとも思いました。そういうことは不公正でないと判断する要素として考慮していいのかどうかというのも非常に疑問なのです。

が。

中東報告者 その辺は微妙なところで、22 ページの最後の行からですが、買付株数の下限を設定しているのですが、90%までいくような形でないと応募株式等の全部の買付等を行わないとは言っていないので、トップ・アップではないと理解できそうです。ですが、公開買付で 56.59%までいかなかったら、第三者割当はしませんという設計になっているので、そここのところは不思議な感じもします。資金調達というよりは、もしかすると、23 ページの上の段の真ん中あたりにあるように、56.59%を公開買付でとってくれていれば、第三者割当を合わせて3分の2はいく。それでキャッシュ・アウトにいく。そちらのほうに重点があって、90%というのは後からついてきた話という感じがします。

松尾（健）委員 そうすると、公開買付が下限に到達しなくて成立しなかったら、第三者割当もしないということですか。

中東報告者 私はそのように理解しております。

松尾（健）委員 そこはちゃんと読めていなかったのですが、そうですか。

太田委員 トップ・アップ・オプションの話ばかりだと思いますので、別のところについてご質問させていただきます。先ほど藤田先生の話の中にも出てきた、売渡株式の取得の無効の訴えと個別解除ができるかどうかという議論との関係についてお伺いします。

レジュメの 15 ページ、16 ページに非常に整理された形でまとめていただいているが、無効事由をどれだけ広げるかの話と、個別解除を認めるべきかという話は連動している部分があるのではないかと考えています。レジュメの 16 ページの上を書いてある「売渡株式の大部分について対価が支払われなければ、無効事由にあたると解する見解が有力」という見解ですが、これは立案担当者とかがこのように言っているということだと思いますが、一般的に組織再編に類似した形で無効を考えると、このような考え方になるのは自然であると思います。

例えば、無効事由を広く考えてよいとした場合の外延というか限界がどう

なるかという問題です。売渡請求の対象となっている株が1万株あったとして、そのうち1000株についてだけ代金を払ってもらえなかったときに、テクニカルには「大部分について対価が支払われない」という状態ではないので、個別解除が認められれば、1000株の部分についてだけ解除することができるのだと思います。逆に、売渡株式の取得に関する無効事由を拡大して、極論すれば、代金を払っていない部分の株式に関しては、その部分に限定した形での無効を認める考え方もあり得る。非常にリベラルに考えればそのような考え方もあり得るように思います。

その無効事由についての拡大解釈と個別解除の可否の論点との連動可能性の問題についてどのように考えればいいのかという点がうまく頭の中で整理されていないので、そのあたり、先生のご見解等があればいただければと思います。

中東報告者 連動しているのは確かだと思いますが、一般的に言えば個別解除を認めるのであれば、無効事由は通常どおり考えればいいであろう。それほど広く考える必要はないだろうということかと思います。

先生にお出しいただいた例のように、1万株のうち1000株だけが払われていない場合については、著しくとかそういう概念ではもはやないので、その限りでは個別解除を認めるのが、もともと形成権の行使と理解する立場からは簡単で、その限りで巻き戻しが起こって、実務的にはそれをもう一回してもらおうという形になるのであれば、全体をひっくり返す、つまり残りの9000株についても巻き戻すような無効事由については通常どおりとするのが一案だと思います。

太田委員 私は江頭先生のご見解がよくわかっていないところがあって、江頭先生の教科書には個別解除は認められないと書いてありますが、その趣旨は、今問題となっている売渡株式の取得に関する無効事由を広く解しておられるのでしょうか。要するに1万株のうち1000株について払われないとき、その辺りはどのように処理すると考えておられるのでしょうか。済みません、不勉強なので。

中東報告者 16 ページの注 30 で、江頭先生のご見解を私なりにまとめたものが「不履行が著しい場合は無効事由となる」という部分でして、若干微妙ですが、基本的には無効はなかなか認めないというお立場だと理解しています。

神田会長 無効の訴えという制度があるときに、ばらばらに無効を認めていかどうかですよ。募集株式発行の場合はどうなのですか。例えば 1 万株のうち 1000 株だけ仮装払込みだった場合。無効の訴えをやらなきゃいけないのか。1000 株だけ無効を個別に認めていいのか。

中東報告者 それはやはり、全部だめということになるのではないのでしょうか。

神田会長 1000 でも？ 100 だったら？

中東報告者 仮装払込ですよ。

神田会長 はい。わかりやすい例として言っているのですが。

中東報告者 新株発行全体が適法に実行されていないということになるのではないのでしょうか。

神田会長 でも、9900 は、ちゃんと払込みがある。

中東報告者 そうですね。そこは本当に不思議です。

藤田委員 新株発行だと、その一部の株式だけ無効になると、それを取得した人は紙切れを取得したことになります。抽象化して同じ問題として検討すべきではなく、一部を切り離して無効にしてしまうことのもたらす影響を考えなければいけない新株発行と、それが全くない特別支配株主の株式売渡請求では問題状況が異なると考えるべきです。特別支配株主の株式売渡請求の場合、解除による一部無効を認めてキャッシュ・アウトができなくても、対価を払わないのが悪いだけですし、ほかの株主も何も影響を受けない。だから、個別解除を認めても何も問題がない。

中東報告者 藤田先生のおっしゃるとおりだと思います。会社法も訴訟のところで、会社の組織に関する訴えとして新株発行を入れているのはそういう趣旨だと思いますし、売渡株式等の取得の無効の訴えについては第 7 編第 2

章第1節の2のほうで別の扱いをしているというところにあらわれていると思います。

江頭先生のお話に戻させていただくと、不履行が著しい場合にしか、つまり限定的にしか無効をお認めにならないのに、にもかかわらず個別解除はダメですと言われると、ではどうしたらいいのかという困った話になると思います。先ほどの太田先生の連動という意味では、そのような連動をさせていいのかとは考えております。

神田会長 余計なことを言ったので、一言だけ追加しておきます。

私は、解除はありだと思っています。募集株式の発行の場合でも、ありだと思っています。例えば、債務不履行で一部を解除しますというのはありと言わざるを得ないし、解除は無効とイコールではない。少なくとも概念上は。

ですから、解除はありだと思うし、募集株式発行とこの場合とでは藤田先生おっしゃるとおりで、影響度が全然違うと思います。にもかかわらず、募集株式の発行の場合だと、例えば一部が未成年者による払込みだったら、取り消されたお金を返さなければならない。それはどう理論構成するかというの也有ります。ですから、類型ごとに考えなければいけない話だと思います。

本件というか、このケースの場合は、そういう意味で無効の訴えは用意はしてありますが、法律関係安定の要請がそう高くないというか、さっきおっしゃったような意味でも。したがって、個別解除を認めても問題ないと思います。皆さん方はどのように思われますか。

中東報告者 私も個別解除は認めていいと思いますし、新株発行との関係では、払い込まない者がいたら、打ち切り発行するだけであり、その部分の効力が発生しないだけの話ですので、それを無効の訴えとつなげてしまうとわからなくなるという話だと思います。

黒沼委員 別の点でよろしいでしょうか。取締役の義務の話ですが、一連のキャッシュ・アウト取引における取締役の義務としては、ここに紹介されているような見解に賛成ですが、売渡請求制度を単独で見た場合に取締役がどういう義務を負うのかが私はよくわからなくて、例えば売渡請求価格が低過

ぎると考えたときでも、請求者は90%以上持っているわけですね。それに賛成しなければ少数株主は買ってもらえないわけで、いわば閉鎖会社に閉じ込められたような状態になってしまう。賛成すれば、価格に反対の人は、価格決定を申し立てて裁判による救済が得られることになります。そうすると、残った少数の株主の利益になるように義務を負うと解した場合でも、常に賛成せざるを得ないのではないかと思うのですが、そこはどのように考えられますか。

中東報告者 そういう考えもあり得るなと思ってお伺いしていましたが、価格決定という形での救済手段の実効性の問題かと思います。これが非常によく機能していて少数株主も使いやすいというならば、「遠慮なく取締役会は承認してください。自分たちは価格決定で頑張りますから」ということになると思いますが、少数株主が自腹で価格決定の裁判に進まなければならなくなるのであれば、「もう少し取締役会は考えてください」ということになると思います。確かに、特定の者が株式の90%を有している会社に少数株主として留まりたいかと言われれば、いたくないでしょうが、意に反して締め出されるのは嫌だということはある得ると思っています。

山田委員 今の点でよろしいですか。先ほど私は中途半端な質問をしたのですが、その趣旨は、取締役の義務の名宛て人だと、つまりキャッシュ・アウトは会社から見れば株主が移動するだけで、本来幾らで売ろうと買おうと会社には関係ない。それを適正かどうか判断する。それで、最終的にその価格に賛成した。それで事実上、流れが決まってしまった。そうすると、その義務の名宛て人は、会社法の中では株主ではないのか、そういう要素が入ってこないのか。

黒沼委員 それを前提として、私はこれは少数株主に対する義務、直接の義務だと、そういう意味では新しい見方を示した規定だと思っています。

山田委員 そういうご趣旨かと理解しました。

中東報告者 名宛人については既に議論されていると理解していますが、この場面では名宛人となると会社ですが、といっても会社自体を観念しないと

すると、結局は株主のことになります。そういう意味では、それほど違わない話をしているだけであると理解しています。

神田会長 黒沼先生のおっしゃった点は、公開買付前置型かどうかで場合を分けないといけないと思います。TOBを前置していれば同じ値段なので。

黒沼委員 前置型で、要するに二段階目の売渡請求価格を明示しないでやったときは、公開買付に瑕疵が生じるということはあるかもしれないけれども、仮に明示して約束違反で安い価格しか言ってこなかった場合に、やはり同じような問題が生じるような気がするのです。

加藤委員 私も黒沼先生と同じ疑問を持ったことがあります。二段階買収の二段階目として株式売渡請求が行われることを想定した場合に、取締役会の同意は何時の時点で行われるのか、最初に制度を見たときはわからなかったのです。現在の実務では、二段階買収で、二段階目が売渡請求の場合、少なくとも価格については、取締役会による公開買付価格の承認が二段階目の株式売渡請求の承認にもなると考えられていると思います。この点を考慮した場合、先ほど黒沼先生がおっしゃったような二段階目の条件が未定な公開買付に取締役会は同意してはならないということが取締役の義務として導かれるので、恐らく黒沼先生が懸念されるような事態は余り生じないように思います。

あと1点、発行済株式総数の90%を保有する株主が存在する閉鎖会社で株式売渡請求が行われた場合に、少数派株主に投下資本回収の機会を与えるという点を考慮していいかどうか、黒沼先生ご指摘のとおり重要な問題になると思います。

神田会長 先ほどの後藤さんのご発言は、この規定を置いたときはTOB前置ということは余り想定していなかったということなのではないでしょうか。どういう場面を主として想定したのでしょうか。

後藤委員 主に想定していたのは、全部取得条項付種類株式を使って行われているものについて総会を飛ばせるようにしましょうということですので、多くのキャッシュ・アウトではTOBの後に全部取得をしているのでしょうか

ら、そういう意味では当然 TOB 前置を想定しています。売渡請求について取締役会の承認は二段階目の売渡請求についてだけ規定していますが、これが入ったことによって公開買付のほうでも、後で当然そういうことになるということを考えて、さっき加藤さんがおっしゃったように、そこは不明確だったら最初にノーと言うべきであるということを期待してはいました。取締役会がノーと言ったけれども強行した公開買付に強圧性がある、みんな賛成して9割とってしまったらどうするのか。そこまでは詰めていなかったといえは詰めていなかったのですが、これが前のほうにも当然及んでいく。こういうのが入ると、ほかの飯田さんの見解とかも次のページに書いてありますが、ほかのところにもそういう取締役の義務がないとは言えないというふうになるといいなと個人的には思っていたりします。

それと、閉鎖会社で9割持っている支配株主がやってきたときはどうかというのは、昔、浜田道代先生が書かれたような、少数株主側の買取請求権に、ある意味似たようなことになるのかもしれないというのはありましたが、そういう場合には、先ほど黒沼先生がおっしゃられたように、最後は値段の話に持っていくことになるのであって、そのときに取締役が「いや、これは絶対承認しない」と言うのは何か違うような気もしますが、そうかといってそこで一切値段の交渉をしなくてもいいのかというと、それもまたそれで何とも難しいところがあります。価格決定のところには最後は響いてくるだろうということを前提として、そこでそれなりの交渉がされることを期待したという意味では、根本にある発想としては、最後はつながってくるのかなと思っははいました。ただ、想定していたのは、公開買付前置の場合がメインではあります。それに限定する趣旨ではもちろんありませんけれども。

神田会長 ほかにいかがでしょうか。今日は何かマニアックな議論が多いようですが（笑）。

加藤委員 本日のご報告資料の13ページで私の見解を引用していただいています、少し補足します。私は買収者が既に対象会社を支配している場合に常にMOMが要求されるとまで言っているわけではありません。この場合

でも、MOMは、裁判所が公開買付価格などを尊重するための必要条件ではないと考えています。しかし、下級審裁判例の中には二段階買収の公開買付に多数の応募者があったということを肯定的に評価するものもありますが、MOM条件があった場合となかった場合では、こういった動機で公開買付に応募したかどうかとが異なるので、公開買付に応募した株主の数が持つ意味が大きく異なると思います。

つまり、MOM条項がなかったら、どうせキャッシュ・アウトされてしまうのだから早目に現金化しようという人も多分いるでしょう。買収者が対象会社の総議決権の3分の2を超える議決権を支配している場合には、少数派株主の意思はキャッシュ・アウトの成否に影響がありませんので、このような傾向が高まると思います。このような状況では、裁判所は、MOM条項が付されている場合に限り、公開買付に応募した人が多かったということを考慮したほうがいいと思います。これに対して、MOM条項が付されていない場合には、公開買付に応募した株主の数はプラスにもマイナスにも考慮しないことが望ましい場合があると思います。

中東報告者 申し訳ありません。端折ってまとめさせていただきましたので、ご趣旨が伝わる形になっていないようです。

神田会長 中東さんが集められた資料1の事例で、TOBの前に既に親会社だったケースは何件ぐらいあるのですか。

中東報告者 Kの「備考」を見ていただくと、「完全子会社化」という記載をしています。

神田会長 これは結果ですね。

中東報告者 子会社であったものを完全子会社にするという趣旨です。これで網羅されているかどうかわかりませんが、おおよその目処としてご理解ください。これによりますと、MOMとの関係では、既に一定数の株を持っていて実質支配しているような場合には、なかなかMOMを入れていないという、逆の状況になっていることがわかります。

神田会長 日本ではね。

黒沼委員 言わずもがなのことですが、アメリカなどではMOMはマーケットチェックのかわりだという位置づけですよね。

神田会長 こういうものを要求されるのですよね。判例理論で。

黒沼委員 既に過半数を持っていたらマーケットチェックは働かないから、それのかわりにやると、取締役の義務が軽減されるとか、そういう議論ですよ。

神田会長 もともと親会社の場合には、アメリカでは entire fairness 基準での裁判所の審査を消すための要件の1つとしてMOMがある。仮にTOBから入ったとしてもですか。

中東報告者 私もそう理解しました。カナダ法などもそういう形でMOMを証券規制で原則的に要求しています。ただ、恐らく実務上、例えば85%持っているというような場合、残りの15%の株主から高い割合の株式を取得するのは難しいことが少なくないという認識があるのかなと思っています。

神田会長 ほかにいかがでしょうか。

青木委員 非常にマニアックなお話で、ついていくだけでも精いっぱいというか、本当に難しかったのですが、神田先生のおっしゃった、4割持っている場合、（特別決議のとれる）7割持っている場合というのが私は非常に気になっております。4割でクリアできてしまったら、これは問題ではないかと思うのです。7割だったらもうやらせていいという気もするけれども、先ほどおっしゃったようにいろいろ考えられることもあったから、そうそう簡単にはいかないという結論だったと思います。

しかし、あれだけマニアックなことを言われてしまうと、少し複雑なキャッシュ・アウトをしたときの効力は本当に予測がつかないように思われます。不安定な方向を考えるのと逆に、「これぐらいなら大丈夫」という方向を学説上示すことはできないのかと思いました。もう少し实际的に言えば（開示すればプラスであろうことのほかに）、実質90%とれている場合は、できるだけ救ってやろうという先ほどの太田先生のお考えを、学説として構成するにはどうすればいいのでしょうか。

中東報告者 したほうがいいと思いますが、きょうのお話にもあらわれているようにとても難しくて、実務で具体例を積み重ねていただきながら、ある程度の規範が取り出せるなら取り出すということにせざるを得ないのではないのでしょうか。

青木委員 裁判なんかいったら大変ですね。

中東報告者 ただ、株の取得だけであれば、巻き戻しもそれほど神経質にならなくていいと思います。その意味では、実務の先生方に頑張っていただくしかないのかなと思います。

神田会長 もとへは戻せませんよね。TOB前置の場合は、TOBがなかったところまで戻すことはできないから。

中東報告者 それは確かにそうで、上場廃止されてしまったなんていうと、これは大変な話になると思います。

神田会長 そろそろ時間ですが、証券界の方から何かございますか。——特によろしいですか。

それでは、そろそろ時間かと思しますので、まだご質問とかご指摘があるかとも思いますけれども、このあたりとさせていただければと思います。

中東先生、本日は大変興味のある報告をどうもありがとうございました。

次回の研究会は、お手元の議事次第にあるとおり、来年2月1日（水）の午後2時から、ご報告は後藤先生にお願いする予定です。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

2016 年 11 月 2 日

平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制¹

名古屋大学 中東正文

1	序論	2
2	キャッシュ・アウト手法の利用状況	2
2-1	調査方法	2
2-2	利用される手法の変化の概要	3
2-2-1	平成 26 年改正会社法施行「前」に開始された公開買付	3
2-2-2	平成 26 年改正会社法施行「後」に開始された公開買付	4
2-2-3	平成 26 年会社法改正と手法の変化の理由	5
3	二段階取引における株式交換の利用	8
3-1	略式簡易株式交換の利用例	8
3-2	株式交換、株式併合および株式売渡請求の比較	9
3-2-1	比較の視点	9
3-2-2	対価の種類	10
3-2-3	株主総会決議の要否	11
3-2-4	取引の当事者の違い	13
3-2-5	事後的に取引を争う方法	15
3-3	株式交換における対象会社の取締役の義務	17
4	対象会社の取締役の義務	18
4-1	先行公開買付との連続性	18
4-2	株式売渡請求と取締役の義務	18
4-3	一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務	20
5	トップ・アップ・オプション	21
5-1	トップ・アップ・オプションとは	21
5-2	類似する事例	22
5-3	日本法における課題	24
6	結語	26

¹ 本報告を取りまとめる際には、慶應大学の久保田安彦教授、名古屋大学の松中学准教授、ARQIS 法律事務所の Tobias Nogami Kamerling 弁護士との議論から有益な示唆を得た。心からお礼を申し上げる。

1 序論

平成 26 年会社法改正²

- ・事後救済から事前救済に重点を移した。
- ・規制の非対称性を相当に是正した。

2 キャッシュ・アウト手法の利用状況

2-1 調査方法

(1) 先行研究 (飯田秀総准教授)³

平成 28 年 1 月 1 日から同 5 月 31 日までに上場廃止となった 11 件の事例

①公開買付で 90%以上を取得すれば、特別支配株主の株式等売渡請求
(以下、単に「株式売渡請求」または「売渡請求」という。)

②90%未満の取得にとどまれば、株式併合

² 中東正文「組織再編法制」ジュリスト 1495 号 63 頁 (2016 年)。船津浩司教授は、平成 26 年会社法改正は、全部取得条項付種類株式や株式併合の制度が締め出し目的で利用されることを念頭に、株式併合について反対株主の株式買取制度を導入したほか、事前開示を導入して情報開示を組織再編と同程度まで充実させるとともに、組織再編と同様に差止請求制度も導入するなど、締め出しに用いることができる制度間の規律の非対称を一定程度解消するものであるとされる。船津浩司「キャッシュ・アウト----全部取得条項付種類株式・株式併合」神田秀樹編『論点詳解 平成 26 年改正会社法』172-173 頁 (商事法務、2015 年)。

³ 飯田秀総「キャッシュアウトの合理性を活かす法制度の構築」ジュリスト 1495 号 58-59 頁 (2016 年)。

(2) 本報告のために行った調査結果【資料1】

平成27年1月1日から平成28年7月31日までの間に公開買付届出書が提出された事例（EDINET、eol）

2-2 利用される手法の変化の概要

2-2-1 平成26年改正会社法施行「前」に開始された公開買付

全部取得条項付種類株式による全部取得が予定
（以下、単に「全部取得」という。）

例）三光合成（5番〔270309〕）

買付期間： 3月9日から4月20日まで（31営業日）

中西金属工業（6番〔270313〕）

買付期間： 3月13日から4月9日まで（20営業日）

例）JWDホールディングス（7番〔270324〕）

買付期間： 3月24日から5月8日まで（30営業日）

また、上記の各手続きに代えて、改正会社法（注）に基づき、対象者普通株式の併合を議案とする臨時株主総会の開催を対象者に要請し、株式の併合によって対象者の株主（公開買付者を除きます。）の保有する株式の数を1株に満たない端数とする方法により、本完全子会社化を実施する可能性があります。……

（注） 会社法の一部を改正する法律（平成26年法律第90号）施行後の会社法をいいます。以下同じです。なお、会社法の一部を改正する法律の施行期日を定める政令（平成27年政令第16号）によれば、会社法の一部を改正する法律（平成26年法律第90号）は平成27年5月1日に施行される予定です。

……

また、上記一連の手続きについては、本公開買付けの結果、公開買付者が対象者の総株主の議決権の 10 分の 9 以上を保有し、改正会社法第 179 条第 1 項に規定する特別支配株主となる場合には、改正会社法第 2 編第 2 章第 4 節の 2 の規定による株式等売渡請求により対象者の発行済普通株式及び本新株予約権（……）の全てを取得する可能性もあります。

2-2-2 平成 26 年改正会社法施行「後」に開始された公開買付

（１）公開買付によって対象会社の株式の 90%以上を取得した場合

売渡請求が予定され、実際にも実行

対象会社の取締役会の意見

例）P & P ホールディングス（11 番 [270513]）

「意見表明報告書」（下線は、中東）

当社の普通株式（……）及び新株予約権に対する公開買付け（……）に関して、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対しては、その保有する当社株式を本公開買付けに応募することを推奨する旨、及び新株予約権者の皆様に対しては、その保有する本新株予約権を本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。……当社は、公開買付者よりかかる株式等売渡請求がなされた場合には、当社の取締役会にてかかる株式等売渡請求を承認する予定です。

参考）第一段階の公開買付と第二段取引との連続性ないし一体性

（２）公開買付によって対象会社の株式の 90%以上を取得できなかった場合

①株式併合の利用が予定されており、実行例も多い。

例) 13 番 [270602]、25 番 [271112]、37 番 [280415]、42 番 [280516]

②全部取得が予定されている事案は 2 例のみ

- ・ 株式併合 (13 番 [270602] + 8 番 [270414])
- ・ 全ての少数株主の間で応募契約が締結 (15 番 [270731])

2-2-3 平成 26 年会社法改正と手法の変化の理由

(1) 二段階買収におけるキャッシュ・アウトの手法としては、公開買付後の株式所有割合 (議決権ベース) によって、特別支配株主の売渡請求権が優先して用いられ、その要件を満たさない場合には、株式併合が用いられる事例が主流になっている⁴。

← 多くの実務家からの予想にも合致⁵

(2) 株式売渡請求の要件が満たされている場合に、これをキャッシュ・アウトの手法として用いることが第一の選択肢になることは、実務でも異論がないと思われる⁶。

→ 買付後の株券等所有割合が 90%以上であるにもかかわらず、別の手段を選んだ例は存在しない。

(3) 株式売渡請求の利用の「メリット」⁷

⁴ 同様の調査結果を示す先行研究として、十市崇＝江本康能「特別支配株主の株式等売渡請求の実務上の留意点」商事法務 2083 号 5 頁 (2015 年) がある。

⁵ 小島義博「キャッシュ・アウトの手法」ビジネス法務 2015 年 8 月号 153 頁、内田修平＝李政潤「キャッシュ・アウトに関する規律の見直し」商事法務 2061 号 31-33 頁 (2015 年)、松尾拓也ほか『スクイーズ・アウトの法務と税務』69-71 頁 (中央経済社、2015 年)。

⁶ 小島・前掲注 (5) 153 頁、内田＝李・前掲注 (5) 31 頁、松尾ほか・前掲注 (5) 69-70 頁、内田修平「キャッシュ・アウト等に関する改正」月刊監査役 647 号 58-59 頁 (2015 年)。

⁷ 小島・前掲注 (5) 154 頁、内田＝李・前掲注 (5) 23 頁、25 頁、松尾ほか・

①対象会社の株主総会決議や端数処理手続が必要でないため、先行公開買付からキャッシュ・アウトの完了までの手続を 1 か月程度に短縮することができる。全部取得を用いる場合には、数か月が必要となっており、先行公開買付に応募しない株主が長期間不安定な立場に立たされ、公開買付の強圧性が高まるという問題が、相当に軽減される⁸。

②株式のみならず、新株予約権や新株予約権付社債も売渡請求の対象となるため（会社法 179 条 2 項）、新株予約権者などの個別的な同意を得ずに、新株予約権などを処理することができるため、法的安定性が高まる。

③税務上も、全部取得による場合と同様に、対象会社の含み益課税（時価評価）が生じない（法人税法 62 条・62 条の 9 などを参照）。

（４）株式売渡請求の利用のデメリット

①継続開示義務が負担となる可能性もあったが、開示府令の改正によって、実務上の負担は大きく限定された⁹。

（参考）対象会社の継続開示義務（金商法 24 条 1 項 3 号）の帰趨が異なるという規制の非対称についての批判¹⁰

平成 27 年の開示府令の改正（「会社法の一部を改正する法律及び会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備に関する内閣府令」）によっ

前掲注（５）69-70 頁、内田・前掲注（６）59 頁。

⁸ 内田＝李・前掲注（５）25 頁。キャッシュ・アウトまでの期間が長いと構造的な強圧性を高めることについて、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕」商事法務 1876 号 10 頁（2009 年）。

⁹ 内田＝李・前掲注（５）32 頁、代宗剛『Q&A 株式・組織再編の実務 1 ---- キャッシュ・アウト制度を中心に』101-102 頁（商事法務、2015 年）。

¹⁰ 久保田安彦＝中東正文「少数株主の締出しと金融商品取引法上の継続開示義務の帰趨」金融・商事判例 1397 号 2 頁（2012 年）。

て、会社法の施行に合わせて、継続開示義務の中断申請のための要件が改正された（開示府令 16 条 3 項 1 号）。

株主名簿に記載または記録された株主数が 25 名未満の計算の基準日が、「基準事業年度の末日」から「申請時又は基準事業年度の末日」に改正され、キャッシュ・アウトの効力が生じた事業年度においても中断申請を行うことが可能となり、当該事業年度にかかる有価証券報告書の提出義務を免れることができることとなった。中断申請、その後の金融庁長官への株主名簿等の提出（施行令 4 条 3 項）などの手続は必要であるが、実務上の負担は大きく軽減された¹¹。

②株式売渡請求を用いると、友好的な株主をそのまま存続させたい場合であっても、その者が有する株式もいったん全て買い取る必要があり、当該者に譲渡損益が生じる可能性がある¹²。

例) 対象会社を 2 社の合併会社にする事例

(16 番 [270810] 【資料 2】、31 番 [280204])

フロイデンベルグ エスイー(Freudenberg SE) (以下「フロイデンベルグ」といいます。)は、本書提出日現在、対象者の普通株式(以下「対象者普通株式」といいます。)を 17,647,412 株(所有割合(注 1) 33.40%)所有しており、対象者の筆頭株主でありその他の関係会社です。東レ株式会社(以下「東レ」といいます。)は、本書提出日現在、対象者普通株式を 9,242,083 株(所有割合 17.49%)所有しており、対象者の主要株主であり第二位株主です。この度、公開買付者は、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及

¹¹ 内田＝李・前掲注 (5) 32 頁、代・前掲注 (9) 101-102 頁。また、谷口達哉「株式等売渡請求に関する金融商品取引法上の緒論点」商事法務 2114 号 33-34 頁 (2016 年) を参照。なお、篠原倫太郎＝藤田知也「キャッシュ・アウトおよび組織再編における株式買取請求等」商事法務 19659 号 29 頁 (2012 年) では、「本制度〔株式売渡請求制度〕の利用の推進の観点からは、売渡請求による株券等の取得の効力が発生した後は、当該株券等に係る有価証券報告書の提出義務が消滅するよう、金商法上の手当てがなされることが期待される」と説かれていた。

¹² 松尾ほか・前掲注 (5) 70 頁。

び東レのみとした上で、最終的に対象者の株式をフロイデンベルグ及び東レが 75%及び 25%の割合で所有することを目的として、対象者普通株式及び本新株予約権に対する本公開買付けを実施することを決定いたしました。

公開買付者は、本書提出日現在はフロイデンベルグの完全子会社ですが、本覚書(以下に定義します。)に従い、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に、フロイデンベルグが所有する公開買付者株式の一部を東レに譲渡し、フロイデンベルグが 75%、東レが 25%の割合で公開買付者の議決権を所有する予定です(注 2)。

.....

本公開買付けは、公開買付者が対象者普通株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び応募対象外株式……を除きます。)を取得することにより、対象者普通株式を非公開化し、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとするための一連の取引(……)の一環として実施されます。

3 二段階取引における株式交換の利用

3-1 略式簡易株式交換の利用例

(1) 略式簡易株式交換

①野村不動産ホールディングスによる事例 (10 番 [270501])

②コロプラによる事例 (36 番 [280331] +43 番 [280519])

第 1 回公開買付価格 (309 円)

第 2 回公開買付価格 (758 円)

(平成 28 年 3 月 31 日・公開買付届出書)

当社は、対象者の支配株主かつ主要株主である筆頭株主であり、対象者の代表取締役社長である藤澤知徳氏（株式所有割合 53.17%）、対象者の主要株主である第2位株主であり、対象者の常務取締役である豊嶋真人氏（株式所有割合 14.06%）、及び藤澤知徳氏がその発行済みの普通株式の全てを、藤澤知徳氏の親族が議決権制限株式である発行済みの甲種類株式の全てを所有するエーイング（株式所有割合 0.95%）が当社との間で本応募契約を締結しており、応募予定株主と対象者の一般株主との利害が必ずしも一致しない可能性があることに加え、第一回公開買付けが成立した場合には、第二回公開買付け実施時には当社が対象者株式の過半数を所有するに至る可能性が高く構造的な利益相反構造が生じ得ること、及び、その後の第二回公開買付け及び対象者の完全子会社化手続は一連の行為として第一回公開買付けと一体のものとみなされることに照らし、当社及び対象者は、本件両公開買付けを含む本取引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等として、以下に述べる措置を講じております。

（2）株式売渡請求または株式併合が予定されている例〔参考〕

（39 番〔280511〕、41 番〔280513〕など）

当事会社の規模の違い、買付者の株主構成の変化、課税の違いなど？

3-2 株式交換、株式併合および株式売渡請求の比較

3-2-1 比較の視点

- ①対価の種類
- ②株主総会決議の要否
- ③取引当事者
- ④事後的に取引を争う方法

⑤取引の完了時期の違い¹³

3-2-2 対価の種類

○船津浩司教授

「金銭対価組織再編を許容することが、対価の種類間の優劣を一切消滅させることまでも含意するわけではない」¹⁴と考える可能性を示唆しつつ、「全部取得条項付種類株式を締出しに利用可能であるとする論拠を、組織再編の対価の柔軟化により対価の種類間の優劣がなくなり、投資の継続は保護に値しなくなったことに求める限りは、むしろ、当該種類の対価を交付すれば理由の積極的な開示は必要ないというような『優れた』対価はもはや存在しないと解するのが整合的」である¹⁵。

「対価の種類を選択理由を正面から問題として開示する必要がある」と主張され、このことは、キャッシュ・アウトではない通常の組織再編にも実務上の影響を及ぼすことになる¹⁶。

全部取得によるキャッシュ・アウトの場合には、現金という種類の反対給付を選択した理由が相当でなければならないと解釈して、事前開示事項のうち「取得対価の相当性に関する事項」における「取得対価として当該

¹³ 松尾ほか・前掲注(5) 65 頁。株式売渡請求と株式交換では、効力発生日にキャッシュ・アウトが完了するが、株式併合と全部取得では、効力発生後、端数処理が終わるまで完了しない。

また、対象会社の新株予約権の処理についても、どの手法によるかによって異なる。売渡請求制度を用いれば、金銭による新株予約権の取得が可能となり、全部取得や株式併合にはない大きなメリットであるとされる。柴田寛子「キャッシュ・アウトの新手法----株式等売渡請求の検討----」商事法務 1981 号 19-20 頁(2012 年)、石綿学「会社法改正後の世界におけるキャッシュ・アウト」金融・商事判例 1442 号 1 頁(2014 年)。株式交換を用いると、対象会社の新株予約権を処理することができるが、完全親会社となる会社の新株予約権を割り当てることが必要となる(会社法 768 条 1 項 4 号参照)。

¹⁴ 船津・前掲注(2) 179-180 頁。

¹⁵ 船津・前掲注(2) 180 頁。

¹⁶ 船津・前掲注(2) 185 頁。

種類の財産を選択した理由」(会社法 171 条の 2、会社法施行規則 33 条の 2 第 2 項 2 号)には、少数株主が端数になるような大きさの対象会社株式を選択することの「相当性」についての開示が求められていると解することができると思われる¹⁷。

また、株式併合を用いたキャッシュ・アウトでは、対価が当然に現金ということになるが、この場合にも、株式併合という手法を選択したことの合理性が、現金という対価を選択した理由(対価の相当性)という観点から問題とされる余地がある(会社法 182 条の 2、会社法施行規則 33 条の 9 第 1 項 1 号ロ)¹⁸。

3-2-3 株主総会決議の要否

(1) 手法と株主総会決議の要否

①株式交換、全部取得など

→ 株主総会の特別決議

(会社法 171 条 1 項・783 条 1 項・309 条 2 項 3 号 12 号)

②略式株式交換

→ 取締役会が株式交換契約の承認(会社法 784 条 1 項)

③株式売渡請求

→ 取締役会の承認(会社法 179 条の 3 第 1 項 3 項)

(2) なぜ株主総会決議の省略は、90%基準か？

¹⁷ 船津・前掲注(2) 182 頁。

¹⁸ 船津・前掲注(2) 185 頁。

○藤縄憲一弁護士¹⁹

「安全サイドに立った実務感覚」

- ①先行公開買付の買付価格の妥当性を説明しやすい。
- ②特別決議を必ず可決することができる 3 分の 2 に、(念には念を入れて) 残りの 3 分の 1 の 3 分の 2 を加えると 9 分の 8 (88.89%) となり、これを丸めると 90%となる。
- ③〔当時の〕東京証券取引所のルールでは、特定株主が 90%の株式を取得した場合には、即時に上場廃止となる。
- ④少数株主の排除を明文で認めている諸国においては、おおむね 90%以上の賛成が必要とされている。

MOM (majority of minority)

利益相反回避措置としての積極的評価²⁰

濫用による弊害²¹

例) 23 番 [271102] (下線は、中東)

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を設定しておりません。これは、上記「3 買付け等の目的」の「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本書提出日現在、公開買付者の所有割合は 70.60%であるため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を買付予定数の下限として設定すると、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少数株主の利益に資さない可能性があるものと考えているためです。もっとも、公開買付者としては、本公開買付けにおいて

¹⁹ 藤縄憲一「企業再編における実務上の課題と取組み〔下〕」商事法務 1656 号 83 頁 (2003 年)。

²⁰ 白井正和「現状を踏まえた利益相反回避措置に関する検討」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付――制度と実証』183-185 頁 (有斐閣、2016 年)、加藤貴仁「MBO と親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか?」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・同前 217-218 頁ほか。

²¹ 石綿学＝福田剛「第 4 章へのコメント」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・前掲注 (20) 191 頁。また、加藤・前掲注 (20) 222 頁も参照。

は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を買付予定数の下限として設定しておりませんが、本公開買付けの公正性を担保するための上記①乃至⑥の措置を通じて、少数株主の利益には十分配慮がなされていると考えております。

○加藤貴仁准教授

買収者が既に支配を有している場合にこそMOMが要求されるとの見解？²²

→ 実務での実践は困難か？

○船津浩司教授²³----実質的な応答

- ①全部取得、株式併合などをキャッシュ・アウトのために用いることは、なお、制度の転用として評価すべきである。
- ②株主総会によるコントロールの必要性があると法が考えていることであり、株主総会の決議を要求することを通じて、キャッシュ・アウトの効力そのものを否定する可能性を残すという意味がある。

3-2-4 取引の当事者の違い

(1) 当事者の違いの内容

①株式交換

完全親会社となる会社 and 完全子会社となる会社

②株式併合

対象会社

²² 加藤・前掲注 (20) 218-220 頁、223-226 頁ほか。

²³ 船津・前掲注 (2) 175 頁。

③株式売渡請求²⁴

特別支配株主 and 対象会社の株主

公開買付における対象者の意見表明報告書（金商法 27 条の 10 第 1 項）の提出と、株式売渡請求の対象会社の取締役会の承認の手続は、取締役のあり方について連続性が存する²⁵。

（２）売渡の対価が株主に支払われるかの懸念

平成 26 年会社法改正の国会審議

a) 全部取得

→ 財源規制（会社法 461 条 1 項 4 号・462 条 1 項 3 号）

b) 現金対価の組織再編行為

→ 債権者異議手続（会社法 789 条ほか）

c) 株式売渡請求

①特別支配株主

「株式売渡対価……の支払のための資金を確保する方法」
（会社法 179 条の 2 第 6 号、会社法施行規則 33 条の 5 第 1 号）

②対象会社

「第 33 条の 5 第 1 項第 1 号に掲げる事項〔支払のための資金を確保する方法〕についての定め相当性その他の株式売渡対価……の交付の見込みに関する事項」

（会社法 179 条の 5 第 1 項 4 号、会社法施行規則 33 条の 7 第 2 号）

²⁴ 坂本三郎編著『一問一答 平成 26 年改正会社法〔第 2 版〕』254 頁（商事法務、2015 年）。

²⁵ 飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」神田編・前掲注（2）148 頁。取締役会の承認がないと株式売渡請求は効力を生じない点では異なる（同 148-149 頁）。

→ 取締役の義務²⁶ + 対第三者責任（会社法 429 条 1 項）²⁷

3-2-5 事後的に取引を争う方法

a) 対象会社の取締役の責任を追及（会社法 429 条 1 項）

b) 価格決定の申立て（会社法 179 条の 8 第 1 項）

c) 効力の否定→原状回復

①売渡株式の取得の無効の訴えの提起（会社法 846 条の 2）

②個別的な解除が考えられる。

①売渡株式の取得の無効の訴え

無効事由は、株式発行や組織再編よりも広く考えてよい²⁸。

（理由）²⁹

①提訴期間内に売渡株式が転々流通する可能性は低く、取引の安全を考慮する必要性は高くなくない。

²⁶ 坂本編著・前掲注（24）272 頁。

²⁷ 坂本編著・前掲注（24）273 頁（注 3）参照。

²⁸ 坂本編著・前掲注（24）283 頁。

²⁹ 坂本編著・前掲注（24）284 頁（注 1）参照。高橋美加ほか『会社法』494 頁〔笠原武朗〕（弘文堂、2016 年）は、「売渡株式等の取得の場合には特別支配株主が売渡株式等を保有したままであるのが通常であるし、譲渡等をしていた場合も……金銭による処理がなされるに過ぎない（株式の効力自体が否定されてしまう募集株式の発行等とは異なる）。したがって、事後的に無効とされても利害関係人に与える影響は定型的に小さ」とする。また、椋川泰史「キャッシュ・アウトの無効——売渡株式等の無効の訴えを中心に——」丸山秀平ほか編『企業法学の理論と体系』（永井和之先生古稀記念論文集）560 頁（中央経済社、2016 年）は、「認容判決が確定しても、株主構成以外の会社の権利義務には直接変動をもたらさない。しかも売渡請求は 9 割以上の株式を特定の株主が支配するに至った場合でなければ行われないから、会社支配の構造をさほど大きく変えるものではない」ことから、無効とされることの影響は会社の組織に関する行為の無効の訴え（会社法 828 条 1 項各号）の認容判決よりも相当に小さいとする。

⑥対象会社の株式の移転が生じるに留まり、対象会社の財産に移転はないため、取引後の財産関係を前提に法律関係が形成されることはなく、巻き戻しが容易である。

↓

売渡株式の大部分について対価が支払われなければ、無効事由にあたりと解する見解が有力³⁰

②個別解除

立案担当者

いずれの解釈もあり得る³¹。

個別解釈を認める見解³²

個別解除は認められないと解する見解³³

☆無効の訴え（①）による場合と個別解除（②）による場合との違い？³⁴

⑦株式併合であれば、株主総会の決議取消の訴えが用いられる場合が多いと考えられ、提訴期間は決議の日から 3 か月となり、認容する判決が確定すると、遡及効が生じる（会社法 831 条 1 項柱書）。

³⁰ 坂本編著・前掲注（24）283 頁、内田＝李 28 頁。江頭憲治郎『株式会社法〔第 6 版〕』282 頁注（2）（有斐閣、2015 年）参照〔不履行が著しい場合は無効事由となる〕。他方で、支払いの一部遅滞は無効原因にならないとするものとして、椋川・前掲注（29）582-583 頁。なお、個別解除が認められるとすれば、無効事由に該当しないとする解釈も考えられるとするものとして、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 会社法』234 頁（商事法務、2016 年）。

³¹ 坂本編著・前掲注（24）283-284 頁。

³² 内田＝李・前掲注（5）28 頁、飯田・前掲注（25）163 頁、弥永真生『リーガルマインド 会社法〔第 14 版〕』108 頁注（125）（有斐閣、2015 年）。

³³ 江頭・前掲注（30）280 頁注（7）。

³⁴ 提訴期間の平仄が合っていないことを指摘するものとして、福島洋尚「株式併合によるキャッシュ・アウト」上村達男ほか編『企業法の現代的課題』（正井章笹先生古稀祝賀）484-485 頁（成文堂、2015 年）。

①略式でない株式交換であれば、「株主総会の決議の瑕疵を争う場合」には、決議取消の訴えを提起して、株式交換の効力発生後は、株式交換の無効の訴えに訴えの変更がなされ则认为られている³⁵。このような立場によれば、提訴期間は株主総会の決議の日から 3 か月となり、認容の確定判決に遡及効はない（会社法 839 条・会社法 831 条 1 項柱書）。

⑦略式の株式交換であれば、株式交換の無効の訴えは、提訴期間が効力発生日から 6 か月となり、認容されても遡及効はない（会社法 839 条・828 条 1 項 11 号）。

⑨株式売渡請求であれば、売渡株式等の取得の無効の訴えは、提訴期間が取得日から 6 か月となり、認容の確定判決に遡及効はない（会社法 846 条の 2 第 1 項・846 条の 8）。

↓

④の場合について、いわゆる併存説を採ることとして³⁶、「株主総会の決議が争われる場合か否か」で規律が変わると整理することが可能ではあろう。

3-3 株式交換における対象会社の取締役の義務

「3-1」での 2 つの事例（10 番 [270501]、36 番 [280331] + 43 番 [280519]）

株式売渡請求を予定している事例とは異なって、対象会社の取締役会が承認することを予定していることは記載されていない。

³⁵ 江頭・前掲注（30）369-370 頁（注 8）参照。株主総会決議に無効事由があるときには、さらに複雑な非対称が生じる（船津・前掲注（2）187-189 頁参照）。

³⁶ 江頭教授は、解釈論として、吸収説では株主などが救済されない場合には、組織再編行為の効力発生後も、遡及効のある訴えは無効の訴えに吸収されずに存続すると解すべきであるとされる。江頭・前掲注（30）370-371 頁（注 8）参照。

株式交換を予定している公開買付について、対象会社は賛同意見を表明し、応募の推奨をしており、これらの点は公開買付届出書でも記載されている。

4 対象会社の取締役の義務

4-1 先行公開買付との連続性

○飯田秀総准教授

「公開買付けに対して、対象会社の取締役は意見表明報告書（……）を提出しなければならない、そこで賛同・反対・中立の意見表明や、意見の留保がされるという手続がある。本制度〔特別支配株主の株式等売渡請求制度〕における対象会社の取締役会の承認の手続は、公開買付規制の意見表明報告書における対象会社の取締役のあり方と連続性がある」³⁷。

「本制度〔特別支配株主の株式等売渡請求制度〕は、既存の組織再編・全部取得条項付種類株式の取得による企業再編、および、公開買付規制と連続性があり、本制度の個別の論点の解釈にあたっても、これらの制度との関係を明確にすることが有益と思われる」³⁸。

4-2 株式売渡請求と取締役の義務

株式売渡請求がなされた場合に、対象会社の取締役会は、これを承認するか否かの決定をして、その決定の内容を特別支配株主に対して通知しなければならない（会社法 179 条の 3）。問題は、取締役会が承認するか否かの決定をなすにあたって、取締役はどのような義務を負うか。

対象会社の少数株主（すなわち、売渡株主）の利益を配慮すべきことについて、理解が共有されている。

³⁷ 飯田・前掲注（25）148 頁。

³⁸ 飯田・前掲注（25）149 頁。

○立案担当者

「対象会社の取締役は……売渡株主等の利益に配慮し、株式等売渡請求の条件等が適正といえるか否かを検討する役割を担う」、「取締役、善管注意義務をもって、株式等売渡請求の条件等が適正といえるか否かを検討することを要〔する〕」³⁹。この検討の内容には、例えば、交付される対価の相当性、対価の交付の見込みが含まれる⁴⁰。

○学説や実務家

対象会社取締役は、売渡株主にとって条件等が適正であるか否かを判断する義務を負うという点で、異論はないように思われる⁴¹。

もっとも、義務の具体的な内容については（最善の買収価格を得るために合理的な努力を尽くす義務を負うか）、見解が定まっている訳ではない⁴²。

○飯田秀総准教授

「現在の日本の議論においては、企業買収に際して、対象会社の取締役の任務の1つに、買収対価の適切性について判断することが含まれていることについては、現在の議論でコンセンサスが出来つつある。それは平成26年の会社法改正にも現れている」⁴³。

³⁹ 坂本編著・前掲注(24) 271頁。義務違反によって売渡株主に損害を与えた場合には、会社法429条1項の責任を負う可能性があるとする(同頁)。

⁴⁰ 坂本編著・前掲注(24) 272頁。

⁴¹ 飯田・前掲注(3) 60頁、福島・前掲注(34) 484頁、田中亘『会社法』606頁(有斐閣、2016年)、内村=李・前掲注(5) 26頁、柴田・前掲注(13) 20-21頁、太子堂厚子「監査等委員会設置会社への移行後の実務課題」商事法務2111号24頁(2016年)、長島・大野・常松法律事務所編・前掲注(30) 226頁、大江橋法律事務所編『実務解説 平成26年会社法改正』119-120頁(商事法務、2014年)ほか。

⁴² 飯田・前掲注(3) 60-61頁、田中・前掲注(41) 607頁、柴田・前掲注(3) 21-22頁、大江橋法律事務所編・前掲注(41) 121頁ほか。最善の買収価格を得るために合理的な努力を尽くす義務までは負わないとする見解が多いようには思われる。

⁴³ 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務」フィナンシャル・レビュー121号136頁(2015年)。

4-3 一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務

○飯田秀総准教授⁴⁴

- ①株式売渡請求制度における取締役の義務は、この制度においてのみ認められる特有の義務なのであって（創設規定）、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合にはそのような義務は存在しないという理解
- ②企業再編一般の場合の取締役の義務の内容が、明文上明確に現れたに過ぎない規定であり（確認規定）、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合であっても、同様の取締役の義務は存在しているという理解

第二の見解（②）を支持すべき。

○飯田秀総准教授

「株主利益最大化原則の観点から、企業再編の実施が望ましい……と判断すれば、当該対価の公正性について取締役は無頓着でよいかというと、そういうわけにはいかない。企業再編を実施する際には、公正な対価で行うことが取締役の義務に含まれると解するべきである」⁴⁵

○白井正和准教授

「取締役の行為が、会社の利害を通すことなく、株主の利害に直接影響を与えることになる合併や株式交換・株式移転の場面では、買収対象会社の株主の利益を確保するためには、取締役には株主共同の利益に配慮する義務があると考えなければならない」⁴⁶

⁴⁴ 飯田・前掲注（25）150 頁。

⁴⁵ 飯田・前掲注（25）152 頁。

⁴⁶ 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』99 頁（商事法務、2013 年）。

○田中亘教授

「対象会社の取締役が、公開買付（……）、キャッシュ・アウト（……）あるいは組織再編（……）等による買収の対価の額を巡って買収者と交渉する場面では、取締役の職務執行は、会社の利益を通さず直接に株主の利益に影響を与える。このような場合、取締役は、株主共同の利益を図るよう、善良な管理者の注意を尽くして、買収対価そのものの買収条件に関する買収者との交渉や決定を行う義務を負うと解すべき」⁴⁷

○飯田秀総准教授

「２段階買収によって企業価値が向上し、かつ、その対価が適正であると判断したのみ、賛同意見（……）を表明すべきである。……／逆に、２段階買収によって企業価値が減少すると判断した場合、または２段階買収によって企業価値が向上するものの、その対価が不適切であると判断した場合には、反対意見（……）を表明すべきである」⁴⁸

５ トップ・アップ・オプション

５-１ トップ・アップ・オプションとは

トップ・アップ・オプション⁴⁹

主に二段階買収を利用したキャッシュ・アウトの場面において、先行公開買付のみでは第二段階の取引手法に必要な議決権割合を確保できな

⁴⁷ 田中・前掲注（41）606 頁。

⁴⁸ 飯田・前掲注（25）158 頁。

⁴⁹ 松中学「公開買付前後の第三者割当てをめぐる法的問題の検討」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・前掲注（20）139 頁、松尾ほか・前掲注（5）117-118 頁、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性〔上〕」金融・商事判例 1481 号 2-3 頁（2016 年）、三苫裕＝小田望未「会社法改正要綱をベースに検討する株式等売渡請求制度の概要とトップ・アップ・オプションの活用可能性」経理情報 1328 号 29 頁（2012 年）、高橋衛「トップ・アップ・オプションに関する若干の考察」北九州市立大学法政論集 40 巻 4 号 175-177 頁（2013 年）参照。

い場合に備えて、対象会社を買収者に不足分を補う数の株式を取得する権利を与えるもの

米国で普及していたが⁵⁰、2013年に施行されたデラウェア一般会社法（Delaware General Corporation Law）の改正によって、これを用いる必要性はなくなったとされている⁵¹。

すなわち、デラウェア一般会社法 251 条(h)項が新設されたため（【資料 4】参照）、一定の要件を満たせば、先行公開買付後に 90%基準を満たさなくても、略式合併と同様に、対象会社の残余の株式を対象会社の株主総会決議を経ずに取得することができことになった⁵²。

わが国では、トップ・アップ・オプションはまだ利用されていない⁵³。

5-2 類似する事例

公開買付者----- Mipox（JASDAQ 上場）（42 番〔280516〕【資料 3】）

「本公開買付けの概要」（下線は中東）

当社は、平成 28 年 5 月 13 日開催の取締役会において、株式会社東京証券取引所（……）市場第二部に上場している対象者の普通株式（……）に対する公開買付け及び第三者割当の方法により対象者が発行する新株を当社が引受けること（……）により、対象者の発行済株式の全て（……）を取得し、対象者を当社の完全子会社とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議いたしました。なお、当社は本書提出日現在、対象者株式を所有しておりません。

……

当社は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限（注 3）を 5,784,000

⁵⁰ 松中・前掲注（49）139 頁、石綿ほか・前掲注（49）3-4 頁。

⁵¹ 石綿ほか・前掲注（49）4 頁。

⁵² 要件の骨子については、石綿ほか・前掲注（49）4 頁を参照。

⁵³ 松中・前掲注（49）139 頁参照。

株（所有割合：56.59%）に設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000 株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。買付予定数の下限（5,784,000 株）は、本公開買付けが成立し、本第三者割当増資の払込完了後に当社が所有することとなる対象者株式の議決権が3分の2以上となるように設定しています。……

本公開買付けにより、当社が対象者株式の全て（……）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、後記「(3) 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）」に記載のとおり、当社が対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を当社の完全子会社とすることを予定しております。

「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）」
(下線は中東)

当社は、……本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより対象者株式の全て（……）を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、以下の方法により、当社が対象者株式の全てを取得することを予定しております。

さらに、当社は、本第三者割当増資非実施時においても、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至った場合には、後記「①株式売渡請求」に記載された手続きを実行し、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が、対象者の総株主の議決権の90%以上に至らなかった場合には、後記「②株式併合」に記載された手続きを実行するものとしませんが、後記「②株式併合」に記載された対象者の臨時株主総会において株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続きは実行されないことになります。

1) 公開買付けの結果

→ 買付者は株券等保有割合が 86.15%

2) 第三者割当増資の実行

→ 同年7月1日（公開買付の決済の開始日、第三者割当増資の払込期日）の異動後の買付者の所有株式数は、議決権所有割合で89.37%

3) キャッシュ・アウトのための株式併合

- | | |
|----------------|---------------|
| ① 株主総会基準日公告日 | 平成28年7月4日（月） |
| ② 株主総会基準日 | 平成28年7月19日（火） |
| ③ 取締役会決議日 | 平成28年7月25日（月） |
| ④ 臨時株主総会開催日 | 平成28年9月1日（木） |
| ⑤ 整理銘柄指定 | 平成28年9月1日（木） |
| ⑥ 当社普通株式の最終売買日 | 平成28年9月23日（金） |
| ⑦ 当社普通株式の上場廃止日 | 平成28年9月26日（月） |
| ⑧ 株式併合の効力発生日 | 平成28年9月29日（木） |

Q1 もしも第三者割当増資後に総株主の議決権の90%以上を取得することになっていれば、株式売渡請求が用いられたか、また、もしも用いられたとすれば、この第三者割当増資が適法であると判断されるか？

Q2 89.37%まで取得しているにもかかわらず、市場買付等を用いて、議決権割合を90%以上にして、株式売渡請求制度を利用しなかった？

5-3 日本法における課題

①適法性

①a)90%基準の潜脱ではないか⁵⁴

⁵⁴ 石綿ほか・前掲注（49）9-10頁、松中・前掲注（49）144-147頁〔株主総会決議が不要となること自体に問題がある訳ではなく、第一段階において買い付

- ⑥株主の議決権を侵害しないか⁵⁵
- ⑦株式・新株予約権の不正発行に該当しないか⁵⁶
- ⑧先行公開買付の買付条件を引き下げる効果を有しないか⁵⁷
- ⑨先行公開買付に強圧性が生じないか⁵⁸
- ⑩価格決定手続において決定される価格を引き下げる効果を有しないか⁵⁹
- ⑪キャッシュ・アウトの差止請求権に対する萎縮的效果が生じないか⁶⁰

②実務的な利便性

ける株式数を減らすことで、公開買付価格が下がる可能性が問題であるとする。] 参照。また、飯田・前掲注 (25) 167 頁は、差止めの機会があること、払込価格を公開買付価格と同じにすれば通常は有利発行にあたらないと解されること、価格決定の手続で対価の妥当性を争うことができることから、脱法的行為として当然に非難すべきとは限らないとする。他方で、船津・前掲注 (2) 176 頁は、キャッシュ・アウト手法の間で規制の非対称が残っているならば、重い規律を回避するために第三者割当などを用いて 90%基準を充足することを安易に認めるべきではなく、締め出しを実施することを主たる目的として買収者の議決権比率を高めさせる行為に対しては何らかの歯止めの解釈論または立法的な手当てが必要であるとする。

⁵⁵ 石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性〔下〕」金融・商事判例 1482 号 2-3 頁 (2016 年)。

⁵⁶ 石綿ほか・前掲注 (55) 3 頁。

⁵⁷ 石綿ほか・前掲注 (55) 3-4 頁 [少数株主に生じるかもしれない不利益の程度が許容できないものであるとは考えにくい。]、松中・前掲注 (49) 147-148 頁 [公開買付価格への影響について一定の対処が可能であれば、懸念は払拭されて利用が正当化される。事前の差止めと事後の取締役の対第三者責任によって、対価が下がった分を争うことは一応は可能ではある。]。

⁵⁸ 石綿ほか・前掲注 (55) 4-5 頁。

⁵⁹ 石綿ほか・前掲注 (55) 5-6 頁 [トップ・アップ・オプションの利用にあたっては、その行使後、速やかに株式売渡請求を行うことを決定し、公表することが望ましい。]。

⁶⁰ 石綿ほか・前掲注 (55) 6-7 頁 [対象会社の 1 株あたりの経済的価値の希釈という不利益が生じないように考慮することが必要であり、現金の払込を伴わない方法 (相殺方式 [note による払込を行い、払込請求権と別に約定する金銭消費貸借による支払請求権を相殺] など) では金銭債権の目的が確実に実現されることを担保するための措置を講じることなどが考えられる。]。

⑤ 授権枠（会社法 113 条 3 項）

少なくとも対象会社株式を 60%以上の保有が必要⁶¹

議決権割合を 1 %増加させるためには、10%の発行が必要⁶²

⑥ 株式の発行に伴う登録免許税の負担

資本金の増加額の 0.7%の登録免許税⁶³

多額の登録免許税を負担するまでのメリットはないことが多い⁶⁴

6 結語

○最高裁平成 28 年 7 月 1 日決定（金融・商事判例 1497 号 7 頁）

「買収者との交渉過程や対象会社の意思決定の過程が重要となり、これらについてより詳細な審査が行われる」⁶⁵（松中学准教授）

構造的な利益相反のある二段階買収において、手続が公正と評価することができるための条件を具体化

○残された規制の非対称

どの程度まで解消すべきであるのか、解消するのであればどのような方法によるべきか

⁶¹ 石綿ほか・前掲注（49）8 頁。

⁶² 松中・前掲注（49）142 頁。

⁶³ 石綿ほか・前掲注（49）11 頁（注 24）。

⁶⁴ 小島・前掲注（5）156 頁。

⁶⁵ 松中学「JCOM最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における『公正な価格』」商事法務 2114 号 11 頁（2016 年）。

資 料

【配布資料】

資料１．キャッシュ・アウトの近況

資料２．FT ホールディングス株式会社・公開買付届出書（平成 27 年 8 月 10
日提出）〔抜粋〕

資料３．Mipox 株式会社・公開買付届出書（平成 28 年 5 月 16 日提出）〔抜粋〕

資料４．Delaware General Corporations Law 〔抜粋〕

資料 1

キャッシュ・アウトの近況

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
番号	提出日	提出者	対象者	対象者の市場	特別支配株主の株式売却請求	全額取得多項付種類株式	株式の併合	その他 (方法が明示されていないものに限る)	買付け等を行った後に おける株券等所有割合	備考
1	270204	CKホールディングス	日立機材	東証第二部		○ 【実施】			97.47	MBO
2	270205	豊和エレクトロニクス	日本オプティクス・システム	JASDAQスタンダード		○ 【実施】			96.54	
3	270208	緑	スターホールディングス	JASDAQスタンダード		○ 【実施】			95.66	MBO MOM(過半数)
4	270224	B.C.J-22	雪蘭まいたけ	東証第二部		○ 【実施】			77.48	
5	270309	三光合成	積水工機製作所	東証第二部		○ 【実施】			93.36	完全子会社化
6	270313	中西金属工業	富士ホーニング工業	非上場		○			84.64	完全子会社化・実施(方法 不明)
7	270324	JWDホールディングス	日本風力開発	東証第二部	△(可能性) 【実施】	○	△(可能性) 【実施】		67.55	MBO MOM(2/3)
8	270414	アジ ソルバホールディングス	レディ薬局	JASDAQスタンダード		○			64.53	第1回公開買付け(異なる買 付価格)→270602届出書
9	270501	マーレジャパン	国産電機	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 【実施】	△(90%未満の場合) 【実施】	○(90%未満の場合)		90.12	完全子会社化
10	270501	野村不動産ホールデン グス	メガロス	JASDAQスタンダード				○簡易株式交換 △略式(可能性) 【簡易略式・実施】	94.33	完全子会社化
11	270519	テンブススタッフ	P&Pホールディングス	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 【実施】		○(90%未満の場合)		95.25	完全子会社化
12	270520	栄光ホールディングス	栄光ホールディングス	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定		○(90%未満の場合)			完全子会社化 第1回公開買付け(異なる買 付価格:自社株) →270619届出書
13	270602	ソルバホールディングス	レディ薬局	JASDAQスタンダード		○	△(可能性) 【実施】		97.41	第2回公開買付け(異なる買 付価格)→270414届出書
14	270619	ZEホールディングス	栄光ホールディングス	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 【実施】		○(90%未満の場合)		96.18	完全子会社化 第1回公開買付け(異なる買 付価格:他社株)→270520届 出書
15	270731	EGインベストメント	エコグリーン	TOKYO PRO Market		○			100	MOM(2/3) 少数株主の全ての応募が 事前に同意
16	270810	FTホールディングス	日本ハイリー	東証第一部			○ 【実施】		93.21	フロイデンベルグ(75%)と 東レ(25%)との合弁会社 化
17	270814	高島	小野産業	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 【実施】		○(90%未満の場合)		94.15	完全子会社化

0001

18	270827	スキャンボアーママ合同会社	アールテック・ウエノ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		米国軍需会社による買収 97.52 MOM(過半数)
19	270909	GAON合同会社	ビットアイル	東証第一部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		米国軍需会社による買収 96.83 MOM(過半数)
20	270914	NCSCホールディングス	情報技術開発	JASDAQスタンダード			○ 〔実施〕		96.06 MBO
21	271016	アルビコホールディングス	マツヤ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		95.28 完全子会社化
22	271028	イオンデイライト	白青舎	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		95.4 完全子会社化
23	271102	ビッグモーター	ハナテン	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		97.51 完全子会社化
24	271109	日本生命保険相互会社	三井生命保険	非上場	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		96.34 完全子会社化
25	271112	モスト・ユー	ウライ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		MBO 89.28 MOM(過半数)
26	271128	アスバランドグループSPC 2号	駐車増総合研究所	東証マザーズ	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		95.7 MBO
27	271121	素天	ケンコ・コム	東証マザーズ	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		完全子会社化 90.42
28	271216	ヤフー	一休	東証第一部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		94.32 完全子会社化
29	280107	東洋銅板	富士テックニカ密津	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		第1回公開買(買収)による買付 価格)→280224届出書 86.14
30	280129	MVジャパン	モリテックス	東証第一部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		92.65
31	280204	大阪製鐵	東京鋼鐵	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○ 〔実施〕		大阪製鐵(90%)と阪和興 業(10%)との合併会社化 97.68
32	280208	アイセイホールディングス	アイセイ薬局	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		90.33
33	280224	東洋銅板	富士テックニカ密津	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		完全子会社化 第2回公開買(買収)による買付 価格)→280107届出書 99.02
34	280310	インダナイナムホールディ ングス	ウイズ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		第1回公開買(買収)による買付 価格)→280413届出書 55.02
35	280322	合同会社HSH	卑弥呼	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 〔実施〕		○(90%未満の場合)		98.59

36	280331	コロブラ	エイテイング	東証マザーズ					○簡易株式交換 △略式(可能性)	完全子会社化 第1回公開買(異なる買付 価格)→280519届出書	68.19
37	280415	バンダイナムコホールディ ングス	ウィズ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				完全子会社化 第2回公開買(異なる買付 価格)→280310届出書	87.38
38	280502	富士通	ニフティ	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]					96.74
39	280511	エヌ・ティ・ティ・データ	エスジェーケー	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				完全子会社化	95.79
40	280512	大崎電気工業	大崎エンジニアリング	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				完全子会社化	96.02
41	280513	ハウス食品グループ本社	ギョーパン	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				完全子会社化	98.61
42	280516	Mipox	日本研紙	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				公開買付+第三者割当て TUIに類似(利用せず)?	86.15
43	280519	コロブラ	エイテイング	東証マザーズ					○簡易株式交換 △略式(可能性) [簡易略式・実施]	完全子会社化 第2回公開買(異なる買付 価格)→280331届出書	92.47
44	280719	VGホールディングス第一 号	鬼怒川ゴム工業	東証第一部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				日本政策投資銀行による 非公開化 MOM(純半数)	91.83
45	280726	アクティオホールディング ス	共成レンテム	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 (実施)	◎(90%未満の場合) [実施]				完全子会社化 MOM(2/3)	94.33

資料 2

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成27年 8 月10 日
【届出者の氏名又は名称】	F Tホールディングス株式会社
【届出者の住所又は所在地】	東京都港区六本木六丁目10番 1 号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区六本木六丁目10番 1 号 六本木ヒルズ森タワー23階 T M I 総合法律事務所
【電話番号】	03-6438-5511
【事務連絡者氏名】	弁護士 齊藤 拓史 同 中村 謙太
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません。
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません。
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません。
【電話番号】	該当事項はありません。
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません。
【縦覧に供する場所】	F Tホールディングス株式会社 (東京都港区六本木六丁目10番 1 号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2 番 1 号)

- (注 1) 本書中の「公開買付者」とは、F Tホールディングス株式会社を指し、「対象者」とは、日本パイリーン株式会社を指します。
- (注 2) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てられている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注 3) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 4) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 5) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成 2 年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 6) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- (注 7) 本書中の「株券」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注 8) 本書において、「営業日」は、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日を意味します。

第1 【公開買付要項】

1 【対象者名】

日本バイリーン株式会社

2 【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

新株予約権

- ① 平成17年6月29日開催の第59回定時株主総会及び平成17年7月28日開催の取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「2005年度新株予約権」といいます。)
- ② 平成18年6月29日開催の第60回定時株主総会及び平成18年8月30日開催の取締役会の決議に基づき発行された新株予約権(以下「2006年度新株予約権」といいます。以下、2005年度新株予約権及び2006年度新株予約権を総称して「本新株予約権」といいます。)

3 【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

フロイデンベルグ エスイー(Freudenberg SE)(以下「フロイデンベルグ」といいます。))は、本書提出日現在、対象者の普通株式(以下「対象者普通株式」といいます。))を17,647,412株(所有割合(注1)33.40%)所有しており、対象者の筆頭株主でありその他の関係会社です。東レ株式会社(以下「東レ」といいます。))は、本書提出日現在、対象者普通株式を9,242,083株(所有割合17.49%)所有しており、対象者の主要株主であり第二位株主です。この度、公開買付者は、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとした上で、最終的に対象者の株式をフロイデンベルグ及び東レが75%及び25%の割合で所有することを目的として、対象者普通株式及び本新株予約権に対する本公開買付けを実施することを決定いたしました。

公開買付者は、本書提出日現在はフロイデンベルグの完全子会社ですが、本覚書(以下に定義します。))に従い、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。))中に、フロイデンベルグが所有する公開買付者株式の一部を東レに譲渡し、フロイデンベルグが75%、東レが25%の割合で公開買付者の議決権を所有する予定です(注2)。

(注1) 所有割合とは、対象者が平成27年8月7日に公表した平成28年3月期第1四半期決算短信に記載された平成27年6月30日現在の発行済普通株式数(52,840,945株)に対する所有株式数の割合をいいます(小数点以下第三位四捨五入)。

(注2) 東レが公開買付者の株式を取得(以下「東レ当初出資」といいます。))するためには、大韓民国の独占規制及び公正取引に関する法律に基づき、韓国公正取引委員会(以下「韓国公取委」といいます。))に対し、東レ当初出資の前に、東レ当初出資に関する事前届出を行う必要があります。韓国公取委は、当該届出が受理された日から30日の審査期間内に、東レ当初出資を承認するか否かの決定を行います(当該審査期間は、韓国公取委の判断により、当該届出が受理された日から最大120日まで延長される可能性があります。)。当該審査期間内に、韓国公取委が東レ当初出資を承認すれば、東レは東レ当初出資を実行することができます。韓国公取委に対する東レ当初出資に関する事前届出は、平成27年8月7日(現地時間)付で受理されております。なお、当該審査期間内に韓国公取委が東レ当初出資を承認した場合は、公開買付者は、法第27条の8第2項に基づき、直ちに本書の訂正届出書を提出いたします。公開買付期間(延長した場合を含みます。))満了の日の前日までに、上記審査期間が終了せず、かつ、東レ当初出資の承認が得られない場合は、公開買付期間の延長及び決済の開始日の延期が生じる可能性があります。

本公開買付けは、公開買付者が対象者普通株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び応募対象外株式(以下に定義します。))を除きます。))を取得することにより、対象者普通株式を非公開化し、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとするための一連の取引(以下「本取引」といいます。))の一環として実施されます。

フロイデンベルグ及び東レは、平成27年8月7日付で覚書(以下「本覚書」といいます。))を締結しており、本覚書において、本公開買付けへの応募及び本公開買付け後の対象者の運営等について、主に以下のとおり規定しております。

- ①フロイデンベルグは所有する対象者普通株式17,647,412株の全てにつき本公開買付けに応募しないこと

②東レは所有する対象者普通株式9,242,083株のうち5,882,083株については本公開買付けに応募せず、残りの3,360,000株については本公開買付けに応募すること(これにより、本公開買付け直後においてフロイデンベルグと東レが直接所有する対象者普通株式数の比率は、約75:25になります。以下、フロイデンベルグ及び東レが応募しない対象者普通株式(合計23,529,495株)を「応募対象外株式」といいます。)

③本公開買付け完了後、フロイデンベルグ及び東レの間で対象者の運営に関する株主間契約を締結し、対象者における一定の重要事項((i)定款変更、(ii)事業の全部又は重要な一部の譲渡、(iii)他の会社の事業全部の譲受、(iv)合併等の組織再編、(v)新規事業への参入、(vi)増減資、(vii)事業計画又は予算の承認、(viii)取締役等の選任、及び(ix)解散)のための意思決定の際に事前にフロイデンベルグは、東レの承諾を取得する義務を規定すること

④対象者の株式の譲渡の際には相手方当事者の承諾を要し、また対象者における新株発行の際には各当事者は持株比率に応じた新株引受権を有すること

本公開買付けにおいては、後記「(4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑦ 買付予定数の下限の設定」に記載のとおり、買付予定数の下限を16,324,174株と設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付けを行いません。また、本公開買付けは、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付けを行います。

なお、公開買付者は、後記「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、フロイデンベルグから10,140,000千円及び東レから3,380,000千円の出資をそれぞれ受けるとともに、株式会社三井住友銀行(以下「三井住友銀行」といいます。)から26,000,000千円を上限として借入れを受けることを予定しており、これらの資金をもって、本公開買付けの決済資金等に充当する予定です。三井住友銀行からの当該借入れに関しては、フロイデンベルグ及び東レがそれぞれ連帯保証を行い、また、後記「(5) 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)」に記載の一連の手続を通じて対象者の株主が公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとなった後は、対象者も連帯保証を行うことが予定されております。

本公開買付けの成立後、公開買付者が対象者の発行済普通株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び応募対象外株式を除きます。)を取得できなかった場合には、後記「(5) 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)」に記載の手続を実施することにより、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとする予定です。

また、本取引完了後、速やかに対象者を存続会社、公開買付者を消滅会社とする合併(以下「本合併」といいます。)を実施することを予定しており、本合併の結果、対象者に対する直接の議決権比率は、フロイデンベルグが75%、東レが25%となる予定です。

平成27年8月7日に対象者が公表した「F Tホールディングス株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する賛同及び当社普通株式の応募推奨のお知らせ」(以下「対象者プレスリリース」といいます。)によれば、対象者は、検討及び交渉を踏まえ、本取引により対象者の企業価値の一層の向上が実現すると見込まれるとの結論に至り、本公開買付けにおける対象者普通株式1株当たりの買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)が、(i)三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。)による算定結果のうち、市場株価分析及び類似会社比較分析に基づく算定結果の上限を上回るものであり、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析(以下「DCF分析」といいます。)に基づく算定結果のレンジの範囲内にあること、(ii)本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である平成27年8月6日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の普通取引終値の877円に対して36.83%(小数点以下第三位四捨五入。以下、プレミアムの計算において同様に計算しております。)、直近1ヶ月間(平成27年7月7日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値813円(小数点以下四捨五入。以下、平均株価の計算において同様に計算しております。))に対して47.60%、直近3ヶ月間(平成27年5月7日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値802円に対して49.63%、直近6ヶ月間(平成27年2月9日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値707円に対して69.73%のプレミアムが加算されており、過去の同種案件との比較においても相応のプレミアムが付されていると考えられること、(iii)本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られており、少数株主への配慮がなされていると認められること、(iv)本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られた上で、対象者とフロイデンベルグ及び東レとの間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること等を踏まえ、本公開買付けは対象者の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、平成27年8月7日開催の対象者取締役会において、本公開買付けに賛同

の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨、本新株予約権に係る新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについては、そのご判断に委ねる旨の決議を行ったとのことです。

上記対象者取締役会議の詳細については、後記「(4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役全員の同意及び監査役全員の異議のない旨の意見」をご参照ください。

(2) 本公開買付けの目的、本公開買付けを実施するに至った意思決定の過程

フロイデンベルグは、不織布世界最大手(平成25年度における不織布販売高1,650百万米ドル(出典：Nonwovens Industry, Sep., 2014))のフロイデンベルググループ(以下に定義します。)の営業活動を管理する会社として平成24年5月に設立された持株会社です。フロイデンベルグ並びにフロイデンベルグの子会社及び関係会社(以下「フロイデンベルググループ」といいます。)は、12のビジネスグループから構成され、30以上の産業分野、数千にわたる用途の製品を手がけています。フロイデンベルググループは、乗用車、商用車、機械、プラントエンジニアリング、素材・アパレル、建設、鉱業、重工業、エネルギー、化学及び石油・ガスセクターの各顧客の要望に合わせた革新的な製品及びサービスを提供しており、医療技術、民間航空、鉄道及び半導体セクター向け製品の提供も行っております。

フロイデンベルググループを構成するビジネスグループの一つであるフロイデンベルグ機能材部門(Freudenberg Performance Materials。以下「FPM」といいます。)は、世界20か所の製造拠点の下、幅広い不織布製品の開発及び製造を行い、世界中にその販売網を有しております。その製品は、衣料品における芯地、バッテリーセパレータ(電池の中で正極と負極を隔離し、かつ電解液を保持して正極と負極との間のイオン伝導性を確保する材料)、吸音材、防火材料及びケーブル被覆材として使用されており、医療分野においてもFPMの不織布製品は幅広く利用されております。また、フロイデンベルググループは、昭和11年に不織布製品の販売を行って以来、現在に至るまで不織布市場を牽引する役割を担っております。

また、フロイデンベルグ・フィルタ・テクノロジー部門(Freudenberg Filtration Technologies。以下「FFT」といいます。)も、FPM同様フロイデンベルググループを構成するビジネスグループであり、エアフィルタ及び液体用フィルタ関連技術において、工業プロセスの効率改善、安全性の向上及び環境保護のための高機能かつエネルギー効率の高いソリューションを提供し、人々の生活の質の向上に貢献しております。また、FFTは、エネルギー、健康安全関連及び運輸(自動車、鉄道、海運及び航空)セクター向け部品及びシステム、全体換気及びクリーンルーム向けのフィルタ技術を提供しております。

FPM及びFFTのいずれにおいても、フロイデンベルググループは、日本の不織布市場における最大手(平成25年度における不織布販売高204百万米ドル(出典：Nonwovens Industry, Sep., 2014))である対象者と事業上緊密な関係を築いております。

東レは、大正15年に三井物産株式会社の出資により、東洋レーヨン株式会社として設立されました。昭和24年に東京証券取引所に株式上場し、昭和45年に社名を東レに変更しています。東レ並びに東レの子会社及び関係会社(以下「東レグループ」といいます。)は、「わたしたちは新しい価値の創造を通じて社会に貢献します」という企業理念のもと、コア技術(有機合成化学、高分子化学、バイオテクノロジー、ナノテクノロジー)を価値創造の源泉として、基幹事業(繊維事業、プラスチック・ケミカル事業)、戦略的拡大事業(情報通信材料・機器事業、炭素繊維複合材料事業)、重点育成・拡大事業(環境・エンジニアリング事業、ライフサイエンス事業)を世界26カ国・地域で展開しています。また、東レは、基幹事業の一つである繊維事業において、ナイロン、ポリエステル、アクリルの3大合成繊維すべてを展開しており、原糸・原綿、テキスタイル、縫製品から、エアバッグやシートベルト、火力発電用のバグフィルタなどの各種産業資材用途までを手掛けています。東レは、それら繊維事業の一環として、ポリエステル長繊維不織布、ポリプロピレン長繊維不織布を主力製品とする不織布事業を展開しています。

一方、対象者は、大日本インキ製造株式会社(現DIC株式会社。以下「DIC」といいます。)、フロイデンベルググループ及び東レの三社合併による不織布専門メーカーとして昭和35年に創業いたしました。創業当初は、各創業株主が相互補完的な役割を果たしており、DICが経営サポート及び化学製品、フロイデンベルググループが不織布関連技術、さらに東レが原料であるファイバーをそれぞれ提供することで順調に業績を拡大し、高度経済成長期である昭和45年に対象者は東京証券取引所市場第二部に上場を果たし、昭和59年には東京証券取引所第一部指定を受けております。なお、平成22年にDICは保有する対象者普通株式を売却(注)したものの、フロイデンベルググループ及び東レは対象者の創業以来、対象者の大株主としての地位を維持しており、事業上も緊密な関係が継続しております。

また、対象者は、1980年代より長期的戦略に基づきアジア太平洋地域においてフロイデンベルググループと合併会社を設立し、不織布及びフィルタ事業における製造、販売拠点を確立しております。

(注) 対象者は、平成21年9月に、当時のその他の関係会社であり第二位の大株主であったDICより、その保有する対象者普通株式の全ての売却を検討している旨の連絡を受け、両者の協議・交渉を経て、平成21年12月から自己株式の公開買付けを開始し、DICは、当該公開買付けにおいて、所有株式の全てとなる14,849,130株を応募し、うち14,796,000株(当時の対象者の発行済株式数65,140,945株の22.71%)を対象者に売却しております。

対象者は、平成26年8月に、設備投資を資金使途として、フロイデンベルグ及び東レを割当先とする第三者割当増資(普通株式1株当たり576円)を実施し、フロイデンベルグ及び東レとの資本関係を強化しております。第三者割当増資の結果、フロイデンベルグの所有株式数は16,647,412株(議決権比率33.64%)から17,647,412株(議決権比率33.62%)に、東レの所有株式数は7,242,083株(議決権比率14.63%)から9,242,083株(議決権比率17.61%)に、それぞれ増加し、両社の所有する対象者普通株式に係る議決権数を合算すると総議決権数の過半数(議決権比率51.23%)となるに至りました(議決権比率は、対象者が平成26年8月7日に提出した有価証券届出書によります。)

対象者は、平成22年6月に、平成27年3月期連結売上高目標を700億円とする「中期経営ビジョン(Engineering Fabric Innovation)」(以下「中期経営ビジョン」といいます。)を策定し、①新規事業の推進、②海外事業展開、③開発アイテムの早期事業化、④既存事業の方向付け、⑤生産拠点の最適化、⑥業務改善と経営の効率化、⑦求められる人材の養成及び⑧CSR・環境経営の8つを基本戦略とし、その実行に努めてまいりました。

しかしながら、中期経営ビジョンの策定以降、対象者を取り巻く国内外の経済環境や市場動向などの経営環境が変化したことを踏まえ、対象者は、平成25年8月に、中期経営ビジョンの8つの基本戦略を踏襲しつつ、新たな経営目標として「中期3ヵ年計画」(以下「中期3ヵ年計画」といいます。)を策定し、中期3ヵ年計画の達成のための具体的戦略の柱として以下4つの「キー・チャレンジ」に取り組んでおります。

- ① ニュー・ビジネス：新しい技術やノウハウを用いた新製品や新事業の立上げ、新しい地域への進出、M&Aなどによるシナジー活用で対象者グループの事業範囲の拡大を目指す
- ② コア・ビジネス：コア・ビジネスについては収益性向上にフォーカスし、事業の安定的拡大を目指す。収益性や成長性から方針転換が必要な事業アイテムの見極めを行う
- ③ オペレーショナル・エクセレンス：製造現場の生産性向上やサプライチェーン最適化だけでなく、すべての職場での無駄取りの推進、業務効率化などにより業容や販売・生産規模に即した経営を行う
- ④ ヒューマン・キャピタル・マネジメント：人材を「人財」ととらえ、キャリアパス、教育やトレーニングを充実することで、海外オペレーションや経営など、あらゆるシーンで活躍できる「人財」を育てる

中期３ヵ年計画の計画年度１年目である平成26年３月期においては、主要な経営目標（連結売上高、連結営業利益、連結当期純利益等）は達成したものの、平成27年３月期においては、電気・工業資材分野の販売不振、国内事業の事業環境の悪化及び事業拡大に伴う販売管理費の増加等により、中期３ヵ年計画の経営目標を下回っております。さらに、平成27年５月14日に発表した平成28年３月期連結業績予想においては、北米での自動車フロアマットの販売好調に加え、国内での堅調な販売により、売上高は増加することが見込まれる一方で、営業利益は平成27年３月期からの改善にも拘わらず、経営目標を下回る見通しとなっております。

このように、対象者は、中期３ヵ年計画に基づき事業推進を行っているものの、対象者の中核である国内事業においては、競合社数の増加に加え、不織布の代替素材との競合関係も加速しており、価格競争及び技術革新競争は激しさを増しており、また成長を牽引する海外事業においても、価格競争及び技術革新競争は厳しく、変化に対応し、継続して施策を推進していくことが必要な状況にあります。このような中、対象者は①国内での競合他社との激しい価格競争に対応する必要性、②主要顧客の海外展開等市場環境の変化によるビジネスモデルの変更、新規市場の開拓及び技術革新の必要性、③営業・販売力、研究開発機能及び海外事業の更なる推進に向けた経営能力及び人材の強化の必要性、という経営課題に直面している状況にあります。

このような状況下、対象者の筆頭株主であるフロイデンベルグは東レに対して、平成26年11月下旬に、上記経営課題に対する抜本的な対策の可能性を検討するための協議を持ちかけ、対象者の将来的な企業価値の向上に向けた議論を行いました。

フロイデンベルグ及び東レは、(i)対象者が収益性の改善を図り、その企業価値を中長期的に高めていくためには、対象者の戦略的パートナーである東レからのサポートと合わせて、フロイデンベルグとの間の連携をより一層強め、各当事者の能力を最大限活用していくことが重要であり、(ii)迅速かつ最適な協業を可能にするためには対象者の資本関係を再構成し、意思決定プロセスを大幅に簡素化した上で迅速な意思決定を行うことができる体制を構築していくことが不可欠であると考えるとともに、(iii)中長期的な視点からの積極的な事業展開により、短期的に対象者の利益水準の低下やキャッシュ・フローの悪化が招来されるリスクや、将来における政策内容、技術進歩、市場環境等によって積極的な事業展開が不首尾に終わるリスクに一般株主を晒すことを避けることが望ましいとの結論に至りました。そこで、フロイデンベルグ及び東レは、平成27年２月末に、対象者に対して、対象者が①フロイデンベルグが不織布関連技術、東レが原料であるファイバーをそれぞれ提供するというこれまでのフロイデンベルグ及び東レとの協業関係を強化し、②フロイデンベルググループのFPM及びFFTに並ぶ第三のビジネスグループとして事業を展開していくことが対象者の収益性改善に向けた最善の選択肢である旨の提案（以下「本提案」といいます。）を行いました。その後、フロイデンベルグ、東レ及び対象者は、本提案の実行に係る日程及び手法等に関して継続的な検討・協議を重ねてまいりました。

その結果、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者は、平成27年８月７日に、本取引の実施及びその一環として本公開買付けを実施することを決定いたしました。

対象者プレスリリースによれば、対象者が本公開買付けに賛同する等の意見に至った意思決定の過程及び理由は以下のとおりとのことです。

対象者は、上記に記載のとおり、平成27年2月末にフロイデンベルグ及び東レから本提案を受け、対象者、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJモルガン・スタンレー証券を、リーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所をそれぞれ選任し、さらに、当該提案についての審議に慎重を期し、対象者の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を担保するために、本提案について検討するための対象者の取締役会の諮問機関として平成27年5月28日に第三者委員会を設置した上で、本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本取引の諸条件等について、フロイデンベルグ及び東レとの間で複数回に亘る協議・検討を重ねてきたとことです。本取引の諸条件のうち公開買付価格については、対象者は、フロイデンベルグ及び東レとの間で継続的に交渉を行い、最終的に対象者普通株式1株当たり1,200円とする提案を受けるに至ったとことです。

その上で、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、並びに三菱UFJモルガン・スタンレー証券から平成27年8月6日付で取得した対象者普通株式に係る株式価値算定書(以下「対象者株式価値算定書」といいます。)の内容及び当該内容に関する同社からの説明を踏まえつつ、上記第三者委員会から平成27年8月6日付で提出された答申書(以下「本答申書」といいます。)の内容(詳細については、後記「(4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「③ 対象者における独立した第三者委員会の設置」をご参照ください。)を最大限に尊重しながら、本取引について企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行ったとことです。

その結果、対象者としては、以下のとおり、本取引は対象者の企業価値の一層の向上に資するものであるとの結論に至ったとことです。

対象者は、不織布業界においては、価格、技術の絶え間ない競争が続いており、近年では完成車メーカー等の主要顧客のグローバル化の進展や、コストダウン要請、更には中国をはじめとするアジア企業の台頭など、対象者を取り巻く市場環境は益々厳しさを増しており、斯かる厳しい市場環境の中で競合他社との競争に勝ち抜き、市場での生き残りを図るには、現在の資本関係を前提としたフロイデンベルグ及び東レとの連携からさらに踏み込んだ協業体制が必要であると認識しているとのことです。

また、近年不織布の原材料メーカーの事業撤退が相次ぐ中、対象者においても原材料の安定的な調達体制を整備する必要性が益々高まっているとのことです。

対象者は、フロイデンベルグ及び東レからの本提案を受けて慎重に検討を重ねた結果、世界有数の不織布及び総合繊維メーカーである両社との現在の資本関係を見直し、両社の完全子会社となることで以下の効果があると判断し、本取引は対象者の企業価値向上に資すると考えたとのことです。

① フロイデンベルグ及び東レとの連携強化によるグローバル展開の加速

対象者が独自の海外展開を行う事業領域においては、フロイデンベルグ及び東レの海外拠点のインフラ、販売網、情報網を活用した販売拡大が可能になる。

② フロイデンベルグ及び東レからの人材育成面でのサポート

フロイデンベルグ及び東レからの人的資源のサポートや両社との人事交流の促進により、グローバル化への対応力を向上するとともに、フロイデンベルググループにおける人材開発プログラムの活用を活発化、国際ビジネスに対応できるマネージャークラスの人材を多数育成することが可能になる。

③ 共同製品開発

フロイデンベルグ及び東レとの相補的な研究開発能力を有効活用し、共同製品開発を推進するとともに、共同研究開発を通じた新原材料開発を加速することが可能になる。

④ 安定的な原材料調達体制の整備

東レのサポートを受け、安定的な原材料調達体制を整備し、将来の原材料供給不安を解消することが可能になる。

⑤ 国内事業基盤の強化

フロイデンベルグ及び東レとの連携を通じて、東レの販売網、顧客基盤及びフロイデンベルグの商品ポートフォリオを活用することにより、国内事業の販路拡大が可能になる。

また、対象者は、本取引により大型の設備投資やM&Aなど、中長期的な視点での判断が求められる抜本的施策について、柔軟かつ迅速な意思決定が可能となることや、上場維持コストの削減及び間接部門のスリム化、直接部門の強化等の効果も期待できると考えたとのことです。

以上の検討及び交渉を踏まえ、対象者は、本取引により対象者の企業価値の一層の向上が実現すると見込まれるとの結論に至り、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明することとしたとのことです。

また、対象者は、本公開買付け価格が、(i)後記「(4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、三菱UFJモルガン・スタンレー証券による算定結果のうち、市場株価分析及び類似会社比較分析に基づく算定結果の上限を上回るものであり、かつ、DCF分析に基づく算定結果のレンジの範囲内にあること、(ii)本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である平成27年8月6日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の普通取引終値の877円に対して36.83%、直近1ヶ月間(平成27年7月7日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値813円に対して47.60%、直近3ヶ月間(平成27年5月7日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値802円に対して49.63%、直近6ヶ月間(平成27年2月9日から平成27年8月6日まで)の普通取引終値の単純平均値707円に対して69.73%のプレミアムが加算されており、過去の同種案件との比較においても相応のプレミアムが付されていると考えられること、(iii)後記「(4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られており、少数株主への配慮がなされていると認められること、(iv)本公開買付けの公正性を担保するための措置が採られた上で、対象者とフロイデンベルグ及び東レとの間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること等を踏まえ、本公開買付けは対象者の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、平成27年8月7日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をしたとのことです。また、本新株予約権については、本新株予約権はいずれも取締役に対するストック・オプションとして発行されたものであり、権利行使期間が開始されているものの、本新株予約権の権利行使に係る条件として、新株予約権者が対象者の取締役の地位を喪失した日の翌日から10日間に限り、新株予約権を行使することができる等の行使条件が付されているため、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得したとしてもこれらを行使できないことに鑑み、対象者は第三者算定機関より本新株予約権の価値算定書を取得していないことから、本新株予約権に係る新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについては、そのご判断に委ねる旨の取締役会決議をしたとのことです。

上記取締役会においては、対象者の取締役10名のうち、江崎康博氏、トーマス・ザイデル氏及び枘田章吾氏を除く取締役全員が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役の全員一致により上記決議を行っております。

なお、対象者における意思決定の過程の詳細については、後記「(4) 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、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役全員の同意及び監査役全員の異議のない旨の意見」をご参照ください。

(3) 本公開買付け後の経営方針等

本公開買付けが成立し、本取引実施後、フロイデンベルグ及び東レは、対象者の中期3ヵ年計画における上記の4つのキー・チャレンジを発展させ、対象者の企業価値の拡大を加速させるべく、対象者との間で下記の取組みを推進する予定です。

- ① 対象者は、引き続き現在の社名の下で運営を行うものの、対象者がFPM及びFFTの不織布及びフィルタ事業におけるグローバル戦略と統一的な戦略に基づき、マーケティングや製品の共同開発及び共同投資を協力的に進めることで、新たな事業機会を創出する。
- ② 成長が著しいメディカル資材、バッテリーセパレータ、フィルタ製品及び自動車向け不織布領域において、フロイデンベルグ及び対象者は、共同で新規顧客の獲得、技術移転の強化及び新規用途の開発等に注力することで市場シェア拡大を図る。
- ③ 東レは、ファイバーの供給・開発を通じて対象者を支援する。さらに、東レは対象者の国内における戦略的パートナーとして、必要に応じて、対象者の人事戦略、労働衛生・安全・環境、IT戦略及びオペレーションにおいて助言を行う。

フロイデンベルグ及び東レは、本公開買付けが成立した場合には、後記「(5) 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)」に記載の本合併後に、フロイデンベルグが指名する者が対象者の取締役の過半数となるよう、必要な人数の対象者の取締役を選任する予定ですが、選任される取締役の人数及び氏名は本書提出日現在において未定です。なお、対象者の取締役は本書提出日現在10名です。

- (4) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

フロイデンベルグ及び東レは、本書提出日現在、合計すると対象者の普通株式に係る議決権の過半数(26,889個。平成27年3月31日現在の議決権数(52,492個)に対して51.22%)を所有しております。また、対象者の取締役のうち、柿田章吾氏は東レの取締役を、トーマス・ザイデル氏はフロイデンベルググループの日本代表及び公開買付者の代表取締役を兼務していることから、対象者の取締役の一部は東レ及びフロイデンベルグ並びに公開買付者との間で一定の利害関係を有しています。このような状況を踏まえ、公開買付者及び対象者は、本公開買付けにおける対象者普通株式及び本新株予約権の買付価格の公正性の担保及び利益相反の回避の観点から、以下のような措置を講じております。

- ① 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者並びに対象者から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるSMBC日興証券株式会社(以下「SMBC日興証券」といいます。)に対象者普通株式の価値算定を依頼いたしました。なお、SMBC日興証券は、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者並びに対象者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有しておりません。

詳細につきましては、後記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の基礎」及び「算定の経緯」をご参照ください。

- ② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

(i) 普通株式

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、対象者、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対象者の株式価値の分析を依頼したとのことです。なお、第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、対象者、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有していないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、複数の株式価値算定手法の中から対象者の株式価値算定にあたって採用すべき算定手法を検討したうえで、対象者が継続企業であるとの前提の下、対象者株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、市場株価分析、類似会社比較分析及びDCF分析の各算定手法を用いて対象者の株式価値の分析を行い、対象者は三菱UFJモルガン・スタンレー証券から平成27年8月6日付で対象者株式価値算定書を取得しているとのことです。なお、対象者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

上記各手法において分析された対象者普通株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価分析	705円から810円
類似会社比較分析	813円から1,161円
DCF分析	1,124円から1,376円

まず、市場株価分析では、平成27年8月5日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値810円、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値801円及び直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値705円を基に、対象者普通株式1株当たりの価値の範囲を705円から810円までと分析しているとのことです。

次に、類似会社比較分析では、国内にて上場している不織布関連メーカーのうち、対象者との類似性を考慮して、株式会社ホギメディカル、セーレン株式会社、富士紡ホールディングス株式会社、前田工織株式会社、住江織物株式会社、共和レザー株式会社、日本フェルト株式会社を対象者と事業内容が類似する上場会社(以下「類似会社」といいます。)として選定し、P E Rを用いて、対象者普通株式1株当たりの価値の範囲を813円から1,161円までと分析しているとのことです。

D C F分析においては、対象者が作成した平成28年3月期から平成31年3月期までの事業計画、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した対象者の将来の収益予想に基づき、対象者が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値や株式価値を分析し、対象者普通株式1株当たりの価値の範囲を1,124円から1,376円までと分析しているとのことです。割引率は4.25%～6.25%を採用しており、継続価値の算定にあたってはマルチプル法を採用し、持分法投資利益を勘案したうえで、企業価値/E B I T D A倍率を5.5倍～6.5倍として分析しているとのことです。

D C F分析の算定の前提とした対象者の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりとのことです。なお、当該財務予測は、本取引の実行を前提とし、本取引の実行により実現することが期待される上場維持費用の削減を加味しているとのことです。その他各種施策の効果等につきましては、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることは困難であるため、当該財務予測には加味していないとのことです。また、平成29年3月期は平成28年3月期に比して大幅な増益を見込んでいるとのことです。これは主として産業資材事業におけるメディカル資材分野や衣料・生活資材分野の伸長及び北米を中心とした自動車資材事業の伸長に拠るものとのことです。

(単位：百万円)

	平成28年3月期	平成29年3月期	平成30年3月期	平成31年3月期
売上高	61,700	64,032	66,666	69,883
営業利益	3,250	4,260	4,900	5,516
E B I T D A	6,329	7,467	8,207	8,906
フリー・キャッシュ・フロー	2,688	3,456	3,870	4,410

(注) 三菱U F J モルガン・スタンレー証券の分析及びその基礎となる対象者普通株式の株式価値の分析は、対象者の取締役会の参考に資するためのみに同取締役会に宛てたものとのことです。当該分析は、三菱U F J モルガン・スタンレー証券又はその関係会社による財務上の意見又は推奨を構成するものではなく、本公開買付けに関する一切の対象者又は公開買付者の株主の行動につき、当該株主に対して、意見を述べたり、また、推奨を行うものでもないとのことです。

三菱U F J モルガン・スタンレー証券は、その分析にあたり、既に公開されている情報又は対象者によって提供等され入手した情報が正確かつ完全なものであることを前提としてこれに依拠しており、当該情報の正確性及び完全性につき独自の検証を行っていないとのことです。また三菱U F J モルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにより期待される戦略上、財務上及び事業運営上のメリットに関する情報を含む財務予測につき、対象者の将来の財務状況に関する現時点で入手可能な最善の予測及び判断を反映するものとして、対象者の経営陣によって合理的に用意・作成されたものであることを前提としているとのことです。三菱U F J モルガン・スタンレー証券は対象者の資産及び負債について、独自の評価・査定は行っておらず、また評価・査定の提供を一切受けていないとのことです。

三菱U F J モルガン・スタンレー証券の分析は、対象者株式価値算定書の日付現在における金融、経済、為替、市場その他の状況及び、同日現在において三菱U F J モルガン・スタンレー証券が入手している情報に基づくものとのことです。同日以降に生じる事象が、三菱U F J モルガン・スタンレー証券の分析及び同書の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はありますが、三菱U F J モルガン・スタンレー証券は、同書及び分析を更新し、改訂し、又は再確認する義務を負うものではないとのことです。対象者株式価値算定書の作成及びその基となる分析は複雑な過程を経ており、必ずしも部分的な分析や要約した記載に適したものではないとのことです。同書で記載されている特定の分析に基づく評価レンジを、対象者の実際の価値に関する三菱U F J モルガン・スタンレー証券による評価であると捉えることはできないとのことです。

三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券は、本件に関し、対象者のファイナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領する予定とのことです。なお、手数料の相当な部分の受領は、本公開買付けの完了を条件としているとのことです。

(ii) 新株予約権

対象者プレスリリースによれば、本公開買付けの対象には本新株予約権も含まれますが、本新株予約権はいずれも取締役に対するストック・オプションとして発行されたものであり、権利行使期間が開始されているものの、本新株予約権の権利行使に係る条件として、新株予約権者が対象者の取締役の地位を喪失した日の翌日から10日間に限り、新株予約権を行使することができる等の行使条件が付されているため、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得したとしてもこれらを行使できないことに鑑み、対象者は第三者算定機関より本新株予約権の価値算定書を取得していないとのことです。

③ 対象者における独立した第三者委員会の設置

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本取引についての審議に慎重を期し、対象者の取締役会の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、平成27年5月28日、対象者、公開買付者、フロイデンベルグ及び東レから独立した第三者によって構成される第三者委員会(第三者委員会の委員としては、弁護士若槻哲太郎氏(村田・若槻法律事務所)、公認会計士・税理士の中村亨氏(株式会社コーポレート・アドバイザーズ・アカウンティング)及び税理士の齊藤健一氏(株式会社サンク・アンド・アソシエイツ)の3名を選定しているとのことです。)を設置したとのことです。

対象者は、当該第三者委員会に対し、対象者が表明すべき意見の内容を検討する前提として、(a)本公開買付けについて賛同の意見を表明すべきか、並びに、賛同する場合に、対象者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べきか、(b)本取引がフロイデンベルグ、東レ及び公開買付者以外の対象者の少数株主にとって不利益なものでないか(以下「本諮問事項」といいます。)を評価・検討し、これらの点について対象者取締役会に意見を述べることを囑託したとのことです。

第三者委員会は、平成27年6月15日より同年8月4日までの間に合計6回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を慎重に行ったとのことです。具体的には、第三者委員会は、かかる検討にあたり、まず、対象者の取締役から、公開買付者による本取引の提案の概要及び本取引の目的、対象者の事業計画、本取引実施後の経営方針、本取引の諸条件等についての説明を受けているとのことです。また、別の機会に、対象者の取締役から、公開買付者との間における協議・交渉の内容について報告を受けるとともに、対象者の事業の状況、対象者作成の事業計画と実績の推移、対象者における検討状況及び今後の事業見通し等について追加説明を受け、さらに、対象者取締役と質疑応答を行っております。さらに、第三者委員会は、フロイデンベルグ及び東レに対して、本取引の実施理由、本取引後の対象者の運営等、本取引によるシナジー、公開買付価格等についてインタビューを実施したとのことです。

第三者委員会は、このような経緯の下、それぞれの説明や質疑応答の内容を受け、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、平成27年8月6日に、対象者の取締役会に対し、第三者委員会において説明がなされた事実関係、及び第三者委員会に提出された資料の記載事項がすべて真実であること等の一定の前提条件の下、(a)対象者の取締役会が、(i)本公開買付けに対して賛同の意見を表明すること及び(ii)対象者の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するとの意見を表明することにはいずれも合理性が認められること、(b)本公開買付け及びその後の二段階買収を含む一連の取引により、フロイデンベルグ及び東レが直接又は間接に、対象者の発行済普通株式及び本新株予約権の全てを取得する取引を行うことについての決定は、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者以外の対象者の少数株主にとって不利益なものでないことを、それぞれ委員全員の一致で決議したことを内容とする本答申書を提出したとのことです。なお、本答申書によれば、本新株予約権について、第三者委員会に対する諮問がなされた際は、フロイデンベルグ及び東レにおいていかなる処理を希望し、いかなる評価を行うか未定であったため、対象者においても、第三者委員会に対して、諮問を行っていたが、上記答申の時点では、本新株予約権はいずれも取締役に対するストック・オプションとして発行されたものであり、新株予約権者が対象者の取締役の地位を喪失した日の翌日から10日間に限り本新株予約権を行使することができる等の行使条件が付されているため、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得したとしてもこれを行使できないことに鑑み、本新株予約権の買付け等の価格をそれぞれ1個当たり1円とする処理が予定されており、公開買付者及び対象者のいずれも第三者算定機関による本新株予約権の価値算定書を取得していないことから、本新株予約権に係る事項は答申の対象外としているとのことです。

本答申書によれば、第三者委員会による上記答申の主な理由は以下のとおりであるとのことです。

(a) (i) 本取引が実現し、対象者の株主が、対象者の事業内容に精通しているフロイデンベルグと東レの2社に限

定されれば、対象者としては、迅速かつ柔軟な経営判断を行うことが可能となり、また、フロイデンベルグ及び東レからの支援強化により安定的経営が可能になると思われること、(ii)本取引が実行され、対象者がフロイデンベルググループの一員となれば、対象者が得意とする分野についての進出が容易となり、その事業地域は、北米やアジア以外にも広がり、グローバルな展開が期待できること、(iii)本取引が実現され、対象者がフロイデンベルググループの一員となれば、中級から上級管理職をフロイデンベルグの研修システムに参加させるなどして、次世代リーダーの育成を行うことが可能になると思われること、(iv)フロイデンベルグ及び東レは幅広い研究開発を行っており、フロイデンベルグ及び東レとの関係が深化し、相互に情報を共有し合うことができれば、対象者は大きなメリットを享受することが可能と思われること、(v)国内繊維原材料メーカートップの東レとの資本関係が強化されれば、原材料の安定的な調達が可能になると考えられること、(vi)本取引による非上場化がなされれば、上場コストの削減や、管理部門に割かれている人材の有効活用等をなすことが期待できること等に照らせば、本取引を行うことは、対象者の企業価値の向上に資すると思料されること。

- (b) (i) 本公開買付価格について、本公開買付けの実施についての公表の前営業日である平成27年8月6日の東京証券取引所市場第一部における対象者普通株式の終値877円に対して36.83%、平成27年8月6日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値813円に対して47.60%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値802円に対して49.63%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値707円に対して69.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっていること、(ii)本公開買付価格は、対象者が選任した第三者算定機関（三菱UFJモルガン・スタンレー証券）が算定した市場株価分析及び類似会社比較分析による価格帯の上限値を上回り、DCF分析による価格帯の中間値に近い数値であること、(iii)本公開買付価格は、対象者が、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者の影響を排除した公正な手続によって検討、交渉を行い、決定されたこと等を考慮すると、本公開買付価格は、本取引による対象者の企業価値の増加も踏まえた公正性が確保されていると思料されること。
- (c) (i) 他の買付者らによる買付けの機会が確保され、当該側面から価格の適正性を担保する条件が確保されていること、(ii)対象者が保有する自己株式、フロイデンベルグ、東レが保有する株式並びにフロイデンベルググループの日本代表を兼務しているトーマス・ザイデル氏を除いた一般株主の議決権の過半数に相当する株式の応募がなければ買付けを行わないとする、買付予定数の下限が設定されており、本取引の条件の公正性を担保するものと考えられること、(iii)本公開買付けに係る公開買付届出書において、スクイーズアウトの内容及びスクイーズアウトに反対する株主は裁判所に対する買取価格の決定を求める申立てを行うことが可能である旨が告知されており、かかる告知を通じて強圧的な効果が生じることがないよう配慮されていること等から、本取引の条件の公正性が確保されていると思料されること。
- (d) 対象者は、(i)本取引の公正性を担保するため、本取引の交渉の初期段階より、第三者委員会を設置していること、(ii)独立した第三者算定機関として三菱UFJモルガン・スタンレー証券を選任し、同社による対象者普通株式の評価に基づき本取引の検討を行っていること、(iii)法務アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所を選任し、本取引の交渉及び留意点等について助言を受けつつ本取引を進めていること、(iv)本取引の意思決定手続において、フロイデンベルグ、東レ又は公開買付者の役員や従業員を兼任して利害関係を有する者は除外していること等から、本取引にかかる手続の公正性は確保されていると思料されること。
- (e) (i) 本取引が実施されない場合の対象者の将来の事業が現状と同等以上であることが保証されているわけではないこと、仮に対象者が将来のある時点での取引を希望しても、むしろ買取価格が低下することになったり、そもそも買取対象が対象者から同業他社に切り替えられるといった事態に至るリスクも存すると思われること、(ii)本公開買付けに応募せずに残された少数株主が期待しうるのは配当収益となるが、本公開買付けが成立し、設備投資がなされとしても、その効果が業績に反映されるまでには中長期の時間を要する可能性があり、短期的には財務状況が悪化する可能性があることから、本公開買付けの成立後、少数株主の地位が保障されたとしても、かえって少数株主の不利益となる可能性があること、(iii)本公開買付け後の二段階買取を含む一連の取引は、本公開買付け後の残された少数株主に対して、プレミアムを付した投資回収を保障するという意義を有すること、(iv)少数株主には、株式併合の結果1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取るよう対象者に請求する権利が付与され（会社法第182条の4）、当該買取請求を行った株主は、裁判所に対する価格決定の申立てを行い、裁判所に対して様々な評価手法等を述べて適正価格の評価を求め、判断を仰ぐことも可能であること（会社法第182条の5第2項）から、本取引を行うことについての決定は、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者以外の少数株主にとって不利益なものではないこと。

④ 対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程等における公正性及び適正性を確保するため、対象者、フロイデンベルグ、東レ及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所を選任し、同法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する意思決

定方法・過程その他本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点に関する法的助言を受けているとのことです。

⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役全員の同意及び監査役全員の異議のない旨の意見

対象者プレスリリースによれば、上記「(2) 本公開買付けの目的、本公開買付けを実施するに至った意思決定の過程」記載のとおり、対象者は、検討及び交渉を踏まえ、本取引により対象者の企業価値の一層の向上が実現すると見込まれるとの結論に至り、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明することとし、また、本公開買付けは対象者の株主の皆様に対して、合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、平成27年8月7日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をしたとのことです。本新株予約権については、本新株予約権はいずれも取締役に対するストック・オプションとして発行されたものであり、権利行使期間が開始されているものの、本新株予約権の権利行使に係る条件として、新株予約権者が対象者の取締役の地位を喪失した日の翌日から10日間に限り、新株予約権を行使することができる等の行使条件が付されているため、公開買付者が本公開買付けにより本新株予約権を取得したとしてもこれらを行使できないことに鑑み、対象者は第三者算定機関より本新株予約権の価値算定書を取得していないことから、本新株予約権に係る新株予約権者の皆様に対しては、本公開買付けに応募するか否かについては、そのご判断に委ねる旨の取締役会決議をしたとのことです。

上記取締役会においては、対象者の取締役10名のうち、江崎康博氏、トーマス・ザイデル氏及び耕田章吾氏を除く取締役全員が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役の全員一致により上記決議を行っているとのことです。

なお、対象者の取締役のうち、トーマス・ザイデル氏及び耕田章吾氏は、それぞれフロイデンベルグ及び東レから派遣されている取締役であり、また、江崎康博氏は、平成23年12月まで東レの子会社の取締役であったことから、本公開買付けを含む本取引に関する対象者取締役会の意思決定において、公正性、透明性及び客観性を高め、利益相反を回避する観点から、本公開買付けを含む本取引に関する全ての決議について、その審議及び決議には参加しておらず、また、対象者の立場において公開買付者との協議及び交渉には参加していないとのことです。

また、上記取締役会には、対象者の監査役3名のうち青木則幸氏が出席し、上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べているとのことです。なお、対象者の監査役のうち、玉造稔氏は、過去に東レの従業員であり、また、ハインリッヒ・メンクハウス氏は、フロイデンベルグとの間で顧問契約を締結していることから、本取引に関する意思決定過程における公正性、透明性及び客観性を高め、利益相反を回避する観点から、両氏は、上記取締役会における本件取引に関する審議には一切参加していないとのことです。

⑥ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、31営業日としております。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、対象者の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しております。さらに、公開買付者と対象者は、対象者が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が対象者との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定と合わせ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保にも配慮しております。

⑦ 買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を設定しており、応募株券等の総数が16,324,174株に満たない場合には、応募株券等の全部の買付けを行いません。一方、本公開買付けにおいて、買付予定数の上限を設定しておりませんので、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付けを行います。なお、買付予定数の下限は、(i)対象者が平成27年8月7日に公表した平成28年3月期第1四半期決算短信に記載された平成27年6月30日現在の発行済普通株式数52,840,945株から、(ii)対象者が平成27年8月7日に公表した平成28年3月期第1四半期決算短信に記載された平成27年6月30日現在の対象者が所有する自己株式数(24,103株)、(iii)東レが所有する対象者普通株式の数(9,242,083株)、(iv)フロイデンベルグが所有する対象者普通株式の数(17,647,412株)及び(v)対象者の取締役であり、かつ、フロイデンベルググループの日本代表及び公開買付者の代表取締役を兼務しているトーマス・ザイデル氏が所有する対象者普通株式の数(1,000株)を控除した株式数(25,926,347株)の過半数に相当する株式数(12,963,174株。これは、公開買付者の非利害関係者が所有する対象者普通株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する対象者普通株式の数に当たります。)を基礎として、これに東レが応募予定の株式数(3,360,000株)及びトーマス・ザイデル氏が所有する対象者普通株式の数(1,000株)を加算した株式数(16,324,174株)となっております。これにより、対象者の少数株主の皆様を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引は行わないこととしております。

(5) 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)

公開買付者は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けが成立し、本公開買付けにより対象者の発行済普通株式の全て(但し、対象者が所有する自己株式及び応募対象外株式を除きます。)を取得することができなかった場合には、本公開買付け成立後に、以下に述べる方法により、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとすることを企図しております。

具体的には、公開買付者が、対象者普通株式の併合を行うこと(以下「株式併合」といいます。)及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を対象者に要請する予定です。なお、公開買付者並びにフロイデンベルグ及び東レは、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定です。本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の対象者普通株式を所有することとなります。株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、株主に対して、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。)第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。)に相当する対象者普通株式を対象者又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになります。当該端数の合計数に相当する対象者普通株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった対象者の各株主(公開買付者、フロイデンベルグ及び東レを除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた対象者普通株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てが行われる予定です。また、対象者普通株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみが対象者普通株式の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主(公開買付者、フロイデンベルグ、東レ及び対象者を除きます。)の所有する対象者普通株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定です。

株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、対象者の株主は、対象者に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び対象者普通株式の価格の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。

上記手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況、本公開買付け後の公開買付者の株券等の所有割合及び公開買付者以外の対象者普通株式の所有状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった対象者の各株主（公開買付者、フロイデンベルグ及び東レを除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた対象者普通株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定です。もっとも、株式併合についての株式買取請求に関する価格決定の申立てがなされた場合において、対象者普通株式の株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

公開買付者は、本公開買付けにより本新株予約権の全てを取得できなかった場合には、対象者に対して、本新株予約権の取得及び消却その他合理的な手続を実施することを要請し、又は実施することを予定しております。

また、対象者の株主が公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとなった後、速やかに対象者を存続会社、公開買付者を消滅会社とする本合併を実施することを予定しており、本合併の結果、対象者に対する直接の議決権比率は、フロイデンベルグが75%、東レが25%となる予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様の賛同を勧誘するものでは一切ありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、株主及び新株予約権者の皆様において自らの責任にて税理士等の専門家にご確認くださいようお願いいたします。

(6) 上場廃止になる見込み及びその事由

対象者普通株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場されていますが、本公開買付けにおいては買付けを行う株券等の数に上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、対象者普通株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの完了時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けが成立し、その後上記「(5)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）」に記載のとおり、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとすることを予定しておりますので、その場合、対象者普通株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、対象者普通株式を東京証券取引所市場第一部において取引することはできません。

(7) 公開買付者と対象者の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

上記「(1) 本公開買付けの概要」記載のとおり、フロイデンベルグ及び東レは本覚書を締結し、①フロイデンベルグはその所有する対象者普通株式17,647,412株の全てについて本公開買付けに応募しないこと、②東レはその所有する対象者普通株式9,242,083株のうち5,882,083株を本公開買付けに応募せず、残りの3,360,000株について本公開買付けに応募することを合意しています。

資料 3

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成28年5月16日
【届出者の氏名又は名称】	Mipox株式会社
【届出者の住所又は所在地】	東京都立川市曙町二丁目34番7号 ファーレイーストビル6階
【最寄りの連絡場所】	東京都立川市曙町二丁目34番7号 ファーレイーストビル6階
【電話番号】	042 (548) 3730 (代表)
【事務連絡者氏名】	取締役執行役員 上 谷 宗 久
【代理人の氏名又は名称】	該当事項はありません。
【代理人の住所又は所在地】	該当事項はありません。
【最寄りの連絡場所】	該当事項はありません。
【電話番号】	該当事項はありません。
【事務連絡者氏名】	該当事項はありません。
【縦覧に供する場所】	Mipox株式会社 (東京都立川市曙町二丁目34番7号 ファーレイーストビル6階) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」及び「公開買付者」とは、Mipox株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「対象者」とは、日本研紙株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切り捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しない場合があります。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注7) 本書中の「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。
- (注8) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注9) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注10) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

第1 【公開買付要項】

1 【対象者名】

日本研紙株式会社

2 【買付け等をする株券等の種類】

普通株式

3 【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

当社は、平成28年5月13日開催の取締役会において、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）市場第二部に上場している対象者の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）に対する公開買付け及び第三者割当の方法により対象者が発行する新株を当社が引受けること（以下「本第三者割当増資」といいます。）により、対象者の発行済株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を当社の完全子会社とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議いたしました。なお、当社は本書提出日現在、対象者株式を所有していません。

本公開買付けに関連して、当社は、平成28年5月13日付けで、対象者株式の所有者との間で、以下のとおりそれぞれが所有する対象者株式の全て（合計：2,200,879株、所有割合（注1）の合計：21.53%、以下「本応募予定株式」といい、その内訳については以下の表に記載のとおりです。）について本公開買付けに応募する旨の契約（以下「本応募契約」と総称します。）を締結しております。

番号	株主順位	株主名	所有株式数(株)	所有割合(%)
1	1	長瀬産業株式会社	550,700	5.39
2	2	旭興株式会社	511,000	5.00
3	5	宇田吉孝（対象者の取締役相談役で、以下「宇田吉孝氏」といいます。）	392,500 (注2)	3.84
4	7	宇田憲二（対象者の監査役かつ宇田吉孝氏のいとこで、以下「宇田憲二氏」といいます。）	290,332	2.84
5	12	北越紀州製紙株式会社	140,000	1.37
6	14	西武株式会社	125,000	1.22
7	16	金行和則（対象者の代表取締役社長で、以下「金行和則氏」といいます。）	114,000 (注2)	1.12
8	51	吉村勉（対象者の顧問で、以下「吉村勉氏」といいます。）	37,347	0.37
9	63	青山富夫（対象者の監査役で、以下「青山富夫氏」といいます。）	27,000 (注2)	0.26
10	141	久保妥（対象者の取締役で、以下「久保妥氏」といいます。）	8,000 (注2)	0.08
11	181	藤井英喜（対象者の監査役で、以下「藤井英喜氏」といいます。）	5,000	0.05
合計			2,200,879	21.53

以下、長瀬産業株式会社、旭興株式会社、宇田吉孝氏、宇田憲二氏、北越紀州製紙株式会社、西武株式会社、金行和則氏、吉村勉氏、青山富夫氏、久保妥氏及び藤井英喜氏を総称して「本応募予定株主」といい、本応募予定株主のうち宇田吉孝氏、宇田憲二氏、金行和則氏、青山富夫氏、久保妥氏及び藤井英喜氏を以下「対象者役員株主」といい、長瀬産業株式会社、旭興株式会社、北越紀州製紙株式会社、西武株式会社及び吉村勉氏を以下「対象者役員以外株主」といいます。なお、本応募契約の詳細については、後記「(5)本公開買付けに係る重要な合意」の「①本応募契約」をご参照ください。

当社は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限（注3）を5,784,000株（所有割合：56.59%）に設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。買付予定数の下限（5,784,000株）は、本公開買付けが成立し、本第三者割当増資の払込完了後に当社が所有することとなる対象者株式の議決権が3分の2以上となるように設定しています。一方、当社は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していませんので、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行います。

本公開買付けにより、当社が対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、後記「(3) 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）」に記載のとおり、当社が対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を当社の完全子会社とすることを予定しております。

さらに、本公開買付けが成立したものの、対象者が本株式引受契約（以下に定義されます。）に違反して本第三者割当増資以外の第三者割当増資を実施した場合、又は第三者による対象者株式に対する公開買付けが開始され、これを受けて当社が本公開買付けにおける対象者株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を引き上げたことによりやむを得ず本第三者割当増資が実施されない場合（以下「本第三者割当増資非実施時」といいます。）においても、当社は、当社が対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を当社の完全子会社とすることを予定しており、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至った場合には、後記「(3) 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）」の「①株式売渡請求」に記載された手続きを実行するものとし、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至らなかった場合には、「(3) 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）」の「②株式併合」に記載された手続きを実行するものとし、対象者の臨時株主総会において株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続きは実行されないこととなります（詳細については、後記「(3) 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）」をご参照ください。）。

また、当社は下記「8 買付け等に要する資金」の「(2) 買付け等に要する資金に充当しうる預金又は借入金等」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けに係る決済及び本第三者割当増資により対象者が発行する新株を引受ける際の払込みに要する資金に使用するため、株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）から合計1,600,000千円を上限として借入れを行うことを予定しています。

対象者が平成28年5月13日に公表した「Mipox株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（以下「対象者プレスリリース」といいます。）によれば、本取引を通じて当社の完全子会社となることが、対象者の財務基盤の安定化及び事業基盤の強化を可能にし、もって対象者の企業価値の向上に資すると見込まれ、対象者及び当社から独立した第三者算定機関から取得した対象者株式の株式価値算定書、対象者の社外監査役から提出された意見その他の関連資料等を踏まえ、平成28年5月13日開催の対象者の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、対象者の株主の皆様に対しては、その所有する対象者株式を本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をしたとのこととです。

上記の対象者取締役会決議の詳細については、後記「(6) 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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

さらに、対象者が平成28年5月13日に公表した「第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」（以下「対象者第三者割当プレスリリース」といいます。）によれば、対象者は、同日開催の取締役会において、本第三者割当増資による募集株式の発行（普通株式：3,092,000株、1株当たりの払込金額：97円、総額：299,924,000円、払込期日：本公開買付けの決済の開始日と同日の平成28年7月1日。）についても決議しているとのことです。当社は、①本公開買付けの成立、②対象者が本株式引受契約（以下に定義されます。）に違反して本第三者割当増資以外の第三者割当増資を実施していないこと（但し、当社は本条件を任意に放棄することができる。）、及び③本公開買付け価格の引き上げがなされていないこと、を条件に当該募集株式の全てを引受ける予定です。従って、本公開買付けにおいて、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）に満たない場合には、当社は応募株券等の全部の買付け等を行わず、かつ本第三者割当増資による募集株式の引受けを行いません。なお、当社は対象者との間で、対象者が平成28年5月13日に近畿財務局長に提出した本第三者割当増資に関する有価証券届出書の効力が発生することを前提に平成28年5月30日に募集株式総数引受契約書（以下「本株式引受契約」といいます。）を締結し、本第三者割当増資により対象者が発行する3,092,000株（希薄化後比率（注4）：23.23%）全てについて当社が引受ける旨の合意をする予定ですが、これは当社が対象者に資金注入することにより対象者の財務基盤の安定が図られつつ、本取引による当社と対象者との間の相乗効果を実現させるための対象者における①ITシステムの導入及び②海外展開の推進等に係る運転資金に充当するのに有効であると判断しているためです（本第三者割当増資及び本株式引受契約の詳細については、後記「(5)本公開買付けに係る重要な合意」の「②本株式引受契約」をご参照ください。）。さらに、当社は対象者との間で、本公開買付け後の対象者の従業員の雇用や対象者の商号に関して平成28年5月13日に覚書（以下「本覚書」といいます。）を締結しています（本覚書の詳細については、後記「(5)本公開買付けに係る重要な合意」の「③本覚書」をご参照ください。）。

(注1) 「所有割合」とは、対象者が平成28年5月13日に公表した「平成28年12月期第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「対象者第1四半期決算短信」といいます。）に記載された平成28年3月31日現在の発行済株式総数（10,246,500株）から、同日現在の対象者が所有する自己株式数（25,730株）を控除した株式数（10,220,770株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入）をいい、本第三者割当増資の払込みが完了する希薄化前の割合となります。以下同じとします。

(注2) 宇田吉孝氏、金行和則氏、青山富夫氏及び久保妥氏は対象者の役員持株会を通じた持分として対象者株式を間接的に所有していますが、本応募予定株式には役員持株会を通じた持分として間接的に所有している以下の対象者株式（所有株式の合計：6,850株、所有割合の合計：0.07%。なお、各所有者の所有株式数は小数点以下を切り捨てています。）は含まれておりません。

- ① 宇田吉孝氏（3,243株、所有割合：0.03%）
- ② 金行和則氏（1,175株、所有割合：0.01%）
- ③ 青山富夫氏（1,598株、所有割合：0.02%）
- ④ 久保妥氏（834株、所有割合：0.01%）

(注3) 買付予定数の下限（5,784,000株（所有割合：56.59%））は、①対象者第1四半期決算短信に記載された平成28年3月31日現在の発行済株式総数（10,246,500株）から同日現在の対象者が所有する自己株式数（25,730株）を控除した株式数（10,220,770株）に、②本第三者割当増資により対象者が発行し当社が引受ける3,092,000株（以下「当社増資引受株数」といいます。）を加算し、③当該加算した後の数（13,312,770株）の3分の2に相当する8,875,180株から当社増資引受株数3,092,000株を控除した5,783,180株の1単元（1,000株）未満に係る数を1単元まで切り上げた株式数（5,784,000株）に設定しています。なお、買付予定数の下限（5,784,000株）は、下記（注4）の希薄化後比率では43.45%となります。

(注4) 「希薄化後比率」とは、対象者第1四半期決算短信に記載された平成28年3月31日現在の発行済株式総数（10,246,500株）から同日現在の対象者が所有する自己株式数（25,730株）を控除した株式数（10,220,770株）に、当社増資引受株数3,092,000株を加算した数（13,312,770株）に占める割合（小数点以下第三位を四捨五入）をいいます。以下同じとします。

(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針

当社は、大正14年11月に創業し印刷インキ、顔料、金箔等の輸入販売を開始し、本書提出日現在、当社グループは当社及び連結子会社7社で構成されています。当社は、平成27年11月に創業90周年を迎えましたが、創業以来、箔の製造、研磨フィルムの製造、微粒子の調合・分散、塗布技術を追求してまいりました。昭和45年には研磨フィルムの開発に成功しフィニッシングテープの名称で製造及び販売を開始し、平成13年には日本証券業協会（現在は東京証券取引所市場が開設するJASDAQ市場）に株式の店頭登録を行い、本書提出日現在、研磨フィルム、研磨関連商品、液体研磨剤の製造販売と主に塗布製造の受託を行っています。当社の主力研磨製品である研磨フィルムは、磁気ディスクが台頭した昭和56年からその最終仕上げ加工に使用されています。研磨製品の製造で培われたノウハウを基に生み出された当社の超精密研磨加工技術と製品は、ハードディスクをはじめとした磁気ディスクの高密度化とともに進歩、発展し、現在当社はハードディスク、半導体、フラットパネルディスプレイ、光ファイバーなどのハイテク業界にもナノメートル（ 10^{-9} メートル）からオングストロームメートル（ 10^{-10} メートル）レベルの表面コントロールを提供し、製品全体の海外売上比率は当社の平成28年3月期決算において60%超となるなど海外市場を主なターゲットとしております。受託事業におきましては、従来から進めているマイクロメートル（ 10^{-6} メートル）の薄膜塗布技術を駆使し、機能的微粒子を含んだ高精度塗布受託や、長年培ってきた研磨に関する知見を活かした受託研磨加工、当社製品加工のノウハウを基に事業展開しているコンパレーティング受託（機能的フィルムのコーティング（塗布）受託、及び機能的フィルムのスリット（フィルム裁断）の受託）を国内外問わず行っております。また、当社は従来エレクトロニクス分野を中心に超精密研磨に特化してきたところ、平成20年3月期には新たに自動車、OA機器等の部品業界にも参入し事業領域の拡大を目指しております。

一方、対象者は、研磨布紙及びその他研磨材製商品の製造販売を行っており、本書提出日現在、対象者グループは、対象者及び連結子会社2社及び持分法適用関連会社1社で構成されています。対象者は、昭和7年の創業以来、耐水研磨紙の開発・製造・販売を開始し、昭和36年に大阪証券取引所市場第二部（現在の東京証券取引所市場第二部）に株式を上場、昭和63年には住友炭鉱株式会社（現住石マテリアルズ株式会社）と新製品の開発及び販売協力を内容とする業務提携契約を締結（平成21年10月には昭和63年の契約内容をダイヤ製品等の開発及び販売に限定した覚書に変更し、以下「住石マテリアルズ業務提携覚書」といいます。）しました。近年は、中国において研磨布紙等半製品の加工を行うために、江蘇省昆山市に台湾資本との合弁子会社である昆山正日研磨材料有限公司（以下「昆山正日研」といい、本書提出日現在に対象者の特定子会社）を平成16年に設立し、また、平成23年には江蘇省常州市に新たな生産子会社である常州日研磨材料有限公司（本書提出日現在の商号は常州理泰日新研磨材料有限公司となっており、以下「常州日研」といいます。）を設立し、中国、インドネシア、フィリピンなどの東南アジアへの販路を展開しています。対象者は、独自技術の研鑽と蓄積により、多彩な研磨材を各種産業界へ提供し、研磨布紙の総合メーカーとしての地位を築き着実に業績の向上を実現してきました。

しかしながら、平成24年12月期にハイテク向け受注が市場競争激化により減少した影響や、中国からの電子部品向け受注が前期の大幅増の反動により落ち込んだため、連結ベースの売上高が前期比18.3%減少の3,296百万円となり、55百万円の当期純損失を計上する事態となりました。平成25年12月期及び平成26年12月期においても、海外市場の販売競争激化により収益性が悪化した影響を受け、対象者は当期純損失479百万円を計上し、平成26年12月期には期末配当を見送りました（なお、対象者は中間配当制度を採用していません。）。さらに、対象者は、平成23年4月に設立した常州日研の業績不振により、平成27年6月に常州日研に対する対象者の100%の出資持分のうち70%を中国の研磨布紙メーカーへ譲渡し、常州日研を対象者の持分法適用関連会社としました。また、常州日研の今後の業績予測に基づいて同社資産の減損損失を計上し、対象者の持分相当額について持分法による投資損失に含めて計上したこと、さらに、昆山正日研の会社事業の見直しも踏まえ、著しく収益性が低下したたな卸資産の一部についてたな卸資産評価損を計上したこと等により、平成27年12月期における対象者の当期純損失は平成26年12月期の479百万円から768百万円に拡大し、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しております。

こうした状況の中、対象者は、平成27年6月22日に取引金融機関向け説明会を開催し、今後の経営計画等について説明を行うとともに、平成27年8月末日までに返済期限が到来する借入金について元本を返済猶予すること及び与信残高の維持等の金融支援要請を行いました。その後、金融支援要請について取引金融機関に同意頂き、平成27年8月25日、12月22日及び平成28年2月24日に取引金融機関向け説明会を開催し、今後の経営改善策及び対象者グループの現状の収益に見合った返済計画等について説明を行うなど継続的に金融支援要請を行い、本書提出日現在、平成28年9月までの返済条件の緩和等金融支援について取引金融機関に同意頂いております。

このような中で、当社は、かねてから研磨業界において製品の相互補完を目的とした取引関係があった対象者より、平成27年12月上旬に支援要請を受けました。当社は対象者の置かれている状況を認識する一方で、かねてからの成長戦略として当社の主力製品である研磨フィルムと重複しない研磨布紙事業への参入を検討していたところ、当社と対象者との協業の可能性について本格的に検討を開始しました。かかる検討を踏まえ、平成28年1月中旬、当社は、対象者に対し、当社を引受先とする対象者による第三者割当増資の実施を提案し、さらに対象者に対して公開買付けを実施して子会社化することも検討している旨を説明したところ、対象者から平成28年1月中旬に公開買付けを実施する可能性も含め当社の提案を前向きに検討するとの回答を得ました。そして、当社及び対象者は本取引に関する具体的な手続きに入り、当社は対象者に対して平成28年2月下旬から平成28年3月上旬までデュー・ディリジェンスを実施し、平成28年3月25日に当社は対象者に本取引に関する意向表明書を提出しました。その後、当社は対象者との間で本取引に関する協議・検討を重ね、本取引により研磨市場における当社の事業展開の拡大が可能となるだけでなく、当社と対象者との間の相乗効果の実現により当社及び対象者の企業価値向上にも資することから、当社が対象者を完全子会社化することが最良の選択であると判断し、平成28年5月13日開催の取締役会において、当社は本公開買付けの実施を決議しました。

また、対象者は継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しており、資本増強についてかねてから検討を進めていたところ、当社が本第三者割当増資を通じて、対象者に資金注入することにより対象者の財務基盤の安定が図られつつ、本取引による当社と対象者との間の相乗効果を実現させるための対象者における①ITシステムの導入（当社との業務の効率化を図り、もってコスト削減に資する目的で導入するITシステム（SAP（注1）・Salesforce（注2）・Waves（注3）・Pardot（注4）等）の費用）及び②海外展開の推進等に係る運転資金（当社が有する海外販路網を利用した海外売上を増加させるために必要となる運転資金）に充当するのに有効であると判断するに至り、本第三者割当増資により対象者が発行する3,092,000株（希薄化後比率：23.23%）全てについて、当社が引受ける旨についても平成28年5月13日開催の取締役会において併せて決議しました。

また、当社は上記のように対象者との間で本取引に関する協議を進める一方で、平成28年3月25日の対象者に対する本取引に関する意向表明書の提出時に対象者役員株主及び吉村勉氏に対して、対象者役員株主及び吉村勉氏がそれぞれ所有する対象者株式に係る本公開買付けへの応募の可否について打診を行い、平成28年4月下旬から平成28年5月初旬にかけて本公開買付け価格について協議した結果、最終的に平成28年5月13日付けで当社は対象者役員株主及び吉村勉氏との間で対象者役員株主及び吉村勉氏が所有する対象者株式の全て（874,179株）について本公開買付けに応募する旨の本応募契約をそれぞれ締結しました。また、当社は平成28年4月下旬に吉村勉氏を除く対象者役員以外株主に対して、吉村勉氏を除く対象者役員以外株主がそれぞれ所有する対象者株式に係る本公開買付けへの応募の可否についても打診を行い、平成28年4月下旬から平成28年5月初旬にかけて本公開買付け価格について協議した結果、最終的に平成28年5月13日付けで当社は吉村勉氏を除く対象者役員以外株主との間で吉村勉氏を除く対象者役員以外株主が所有する対象者株式の全て（1,326,700株）について本公開買付けに応募する旨の本応募契約をそれぞれ締結しました。なお、本応募契約の詳細については、後記「(5)本公開買付けに係る重要な合意」の「①本応募契約」をご参照ください。

なお、当社は、当社が対象者を完全子会社化することにより、厳しい環境が続く研磨市場において競争力を高め確固たる体制を構築できることに加え、当社と対象者が緩やかな提携に留まらず相互に緊密に連携することで両社の経営資源を融合・有効活用し、迅速な意思決定や経営判断に基づいた企業価値向上のための機動的な施策の遂行や効率的な業務執行が可能になり、ひいては両社の収益成長力を最大限に発揮することが可能になると考えております。なお、本取引後においては、具体的に以下のような相乗効果が期待され、対象者を含む当社グループ全体として更なる収益基盤強化と企業価値向上が可能になるものと考えております。

① 対象者製品の海外販路拡大

当社の9ヶ国14拠点、海外売上比率60%超に裏付けされる強固な海外販売網を利用し、既に対象者が販路を築いている中国・インドネシア・フィリピンなどの東南アジアだけではなく、インド・北中南米・EUへも対象者製品を拡販することが見込まれます。

② 製品ラインナップの強化

対象者は自動車、家具、楽器、家電製品等の研磨から、セラミックスやチタン合金等の難削研磨分野まで幅広く一般研磨市場を主なターゲットとしているのに対し、当社は微細表面加工のフィルムや液体研磨材を得意とし、ニッチなハイテク市場を主なターゲットとしております。互いに製品ラインナップに重なりがないことから、売上全体の製品相互補完が見込まれます。

③ 成長と技術革新が続く自動車業界への交渉力強化

販売先として唯一重なる業界が自動車業界ですが、対象者が金属塗装の下地研磨分野を得意とするのに対して、当社はエンジン部品等の研磨分野を得意としているため競合することは少なく、むしろ互いの得意分野を兼ね備えることで自動車業界への交渉力が強化されることが見込まれます。

④ コスト削減による対象者の財務体質強化

当社が使用しているITシステム（SAP・Salesforce・Waves・Pardot等）の対象者への移植による効率化や、現在対象者が外部に委託している作業を、当社の海外工場で受託する等グループ内製化を図ることでコスト削減が可能となります。さらに、対象者が当社グループの一員になることにより上場維持費用の削減も見込まれます。

⑤ BCP（事業継続計画）の強化

研磨用紙業界の中でも西日本に生産拠点があるのは対象者だけであり、対象者の国内生産工場である広島県の福山工場と当社の国内生産工場である山梨工場によって生産拠点の分散を図ることで、平成23年に経験した東日本大震災のような災害に遭遇しても、継続して操業することが可能となる等事業継続計画の強化が見込まれます。

なお、当社は対象者との間で、対象者の従業員の雇用の維持及び対象者の商号を変更させないよう最大限努力することについて平成28年5月13日に本覚書を締結しています。本公開買付けが成立し、本第三者割当増資の払込みが完了した後の事業戦略については、上記の①から⑤に記載した相乗効果を創出すべく、当社及び対象者との間で、協議の上、慎重に決定していく予定です。一方で、対象者の役員構成については、現時点で具体的な変更の予定はありません。

他方、本第三者割当増資非実施時における事業戦略についても、上記の①から⑤に記載した相乗効果を創出すべく、当社及び対象者との間で、協議の上、慎重に決定していく予定です。その場合も対象者の役員構成については、現時点で具体的な変更の予定はありません。

なお、対象者によると、平成27年12月31日現在住石マテリアルズ株式会社が所有していた対象者株式500,000株については、平成28年3月に全て売却されており、住石マテリアルズ株式会社との間で締結している住石マテリアルズ業務提携覚書については、本公開買付け後も引き続き継続するかどうかは未定とのことです。

なお、対象者プレスリリースによれば、対象者における意思決定に至る過程は以下のとおりとのことです。

対象者は、平成24年12月期にハイテク向け受注が市場競争激化により減少した影響や、中国からの電子部品向け受注が前期の大幅増の反動により落ち込んだことに加え、平成25年12月期及び平成26年12月期においても、海外市場の販売競争激化により収益性が悪化した影響を受け、対象者は当期純損失479百万円を計上し、平成26年12月期には期末配当を見送ったとのことです（なお、対象者は中間配当制度を採用していないとのことです。）。また、常州日研の今後の業績予測に基づいて同社資産の減損損失を計上し、対象者の持分相当額について持分法による投資損失に含めて計上したこと、さらに、昆山正日研の会社事業の見直しも踏まえ、著しく収益性が低下したたな卸資産の一部についてたな卸資産評価損を計上したこと等により、平成27年12月期における対象者の当期純損失は平成26年12月期の479百万円から768百万円に拡大し、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しているとのことです。

また、対象者は、平成27年6月22日に取引金融機関向け説明会を開催し、今後の経営計画等について説明を行うとともに、平成27年8月末日までに返済期限が到来する借入金について、元本を返済猶予すること及び与信残高の維持等の金融支援要請を行ったとのことです。その後、金融支援要請について取引金融機関に同意頂き、平成27年8月25日、12月22日及び平成28年2月24日に取引金融機関向け説明会を開催し、今後の経営改善策及び対象者グループの現状の収益に見合った返済計画等について説明を行うなど継続的に金融支援要請を行い、本書提出日現在、平成28年9月までの返済条件の緩和等金融支援について取引金融機関に同意頂いているとのことです。

かかる状況の中、対象者は、かねてから研磨業界において製品の相互補完を目的とした取引関係があった当社が、厳しい環境が続く研磨市場において対象者の競争力を高めていく上で最適な相手であると考え、当社に対し、平成27年12月上旬に支援要請を行ったとのことです。その後、当社が対象者との協業の可能性について本格的に検討を開始し、平成28年1月中旬、対象者は、当社から、当社を引受先とする対象者による第三者割当増資の実施の提案を受け、さらに対象者に対して公開買付けを実施して子会社化することも検討している旨の説明を受けたところ、対象者は、金融機関からの新規での資金調達が困難な状況において、資金注入による対象者の財務基盤の安定化が急務であり、また、当社との連携を強化することで対象者の企業価値向上に資する可能性が高いとの判断から、当社に対し、平成28年1月中旬に公開買付けを実施する可能性も含め当社の提案を前向きに検討する旨の回答を行ったとのことです。

その後、対象者及び当社は本取引に関する具体的な手続きに入り、当社は対象者に対して平成28年2月下旬から平成28年3月上旬までデュー・ディリジェンスを実施し、平成28年3月25日に当社は対象者に本取引に関する意向表明書を提出したとのことです。

その後も当社は対象者との間で本取引に関する協議・検討を重ねた結果、対象者は、厳しい環境が続く研磨市場において競争力を高め確固たる体制を構築できることに加え、対象者と当社が緩やかな提携に留まらず相互に緊密に連携することで両社の経営資源を融合・有効活用し、迅速な意思決定や経営判断に基づいた企業価値向上のための機動的な施策の遂行や効率的な業務執行が可能になり、ひいては両社の収益成長力を最大限に発揮することが可能になると考え、結果的に、本取引は、対象者及び当社の企業価値向上にも資することから、当社が対象者を完全子会社化することが最良の選択であると判断し、平成28年5月13日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明することを決議したとのことです。

また、対象者は継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しており、資本増強についてかねてから検討を進めていたところ、当社が本第三者割当増資を通じて、対象者に資金注入することにより対象者の財務基盤の安定が図られつつ、本取引による対象者と当社との間の相乗効果を実現させるための対象者における①ITシステムの導入（当社との業務の効率化を図り、もってコスト削減に資する目的で導入するITシステム（SAP・Salesforce・Waves・Pardot等）の費用）及び②海外展開の推進等に係る運転資金（当社が有する海外販路網を利用した海外売上を増加させるために必要となる運転資金）に充当するのに有効であると判断するに至り、本第三者割当増資により対象者が発行する3,092,000株（希薄化後比率：23.23%）全てについて、当社に割り当てる旨についても平成28年5月13日開催の取締役会において併せて決議したとのことです。

なお、上記の対象者取締役会決議の意思決定過程の詳細については、後記「(6) 本公開買付け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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「⑤対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

- (注1) 「SAP」とは、企業の経営資源を有効に活用し経営を効率化するために、基幹業務を部門ごとではなく統合的に管理するためのソフトウェアパッケージをいいます。
- (注2) 「Salesforce」とは、顧客満足を向上させ、かつ社内情報共有を推進する情報系インフラとして、顧客及び社内の全データを蓄積し、活用することができるツールをいいます。
- (注3) 「Waves」とは、SAPのデータを元に情報を分析し、ビジュアルで表示するツールであり、Salesforceとの連動により顧客管理をより強固なものとすることができるツールをいいます。
- (注4) 「Pardot」とは、ホームページにアクセスしてくるログを収集し、分析するマーケティングツールをいいます。

(3) 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）

当社は、上記「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、以下の方法により、当社が対象者株式の全てを取得することを予定しております。

さらに、当社は、本第三者割当増資非実施時においても、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至った場合には、後記「①株式売渡請求」に記載された手続きを実行し、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が、対象者の総株主の議決権の90%以上に至らなかった場合には、後記「②株式併合」に記載された手続きを実行するものとしますが、後記「②株式併合」に記載された対象者の臨時株主総会において株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続きは実行されないこととなります。

① 株式売渡請求

本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了により、又は本第三者割当増資非実施時である場合において、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至った場合には、当社は、速やかに会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）第179条に基づき、対象者の株主（当社及び対象者を除きます。）の全員に対し、その所有する対象者株式の全部を売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）します。本株式売渡請求においては、対象者株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を対象者の株主（当社及び対象者を除きます。）に対して交付することを定めます。この場合、当社は、その旨を対象者に通知し、対象者に対し本株式売渡請求の承認を求めます。対象者がその取締役会の決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、対象者の株主の個別の承諾を要することなく、当社は、本株式売渡請求において定めた取得日をもって、対象者株式（当社及び対象者を除きます。）の全部を取得します。この場合、対象者の株主がそれぞれ所有していた対象者株式の対価として、当社は、当該各株主に対し本公開買付価格と同額の金銭を交付します。なお、対象者プレスリリースによれば、対象者の取締役会は、当社より本株式売渡請求がなされた場合には、かかる本株式売渡請求を承認する予定とのことです。上記の手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、対象者の株主は、裁判所に対してその所有する対象者株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。

② 株式併合

本公開買付けが成立し、かつ本第三者割当増資の払込みが完了した場合において、又は本第三者割当増資非実施時である場合において、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至らなかった場合には、当社は、対象者株式の併合を行うこと（以下「本株式併合」といいます。）を付議議案に含む（本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更議案を含みますが、かかる議案に限られません。）臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）の開催を速やかに対象者に要請します。なお、当社は、本臨時株主総会において上記議案に賛成します。本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認いただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、対象者の株主の皆様は、本臨時株主総会において承認を得た本株式併合の割合に応じた数の対象者の株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた対象者の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同様です。）に相当する対象者の株式を対象者又は当社に売却することによって得られる金銭がその端数に応じて交付されることになります。当該端数の合計数に相当する対象者株式の売却価格については、本公開買付けに応募されなかった対象者の各株主の皆様（当社及び対象者を除きます。）に当該売却の結果交付される金銭の額が、本公開買付価格に対象者株主がそれぞれ所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てが行われる予定です。また、本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、当社が対象者の発行済株式の全て（対象者が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった対象者の株主の皆様（当社及び対象者を除きます。）の所有する対象者株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定です。

上記の手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従って、対象者の株主は、対象者に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して対象者株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続きは実行されないことになります。

上記①及び②の各手続については、関係法令の改正、関係法令の当局の解釈等の状況、本公開買付け及び本第三者割当増資の払込み完了後の当社の株券等所有割合及び当社以外の対象者株式の所有状況等によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる場合があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった対象者の各株主（当社及び対象者を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた対象者株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定です。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、対象者と協議の上、決定次第、対象者が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における対象者の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、対象者の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認くださいようお願いいたします。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

対象者株式は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第二部に上場されていますが、当社は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、対象者株式は所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込みが完了した時点、又は本第三者割当増資非実施時となる時点では当該基準に該当しない場合でも、上記「(3) 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）」に記載のとおり手続を実施し、当社が対象者株式の全てを取得することを予定していますので、当該手続が実施された場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、対象者株式は所定の手続を経て上場廃止となり、上場廃止後は、対象者株式を東京証券取引所市場第二部において取引することはできません。なお、本臨時株主総会において本株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続は実行されず、対象者株式の上場が維持されることになります。

(5) 本公開買付けに係る重要な合意

① 本応募契約

当社は、平成28年5月13日付けで本応募予定株主との間で、本応募予定株主が本書提出日現在所有する対象者株式の全て（2,200,879株）について本公開買付けに応募する旨の本応募契約をそれぞれ締結しております。

当社は、本応募予定株主のうち、対象者役員株主との間の本応募契約においては、各対象者役員株主が本書提出日現在所有する対象者株式の全て（合計836,832株で内訳は、宇田吉孝氏：392,500株、宇田憲二氏：290,332株、金行和則氏：114,000株、青山富夫氏：27,000株、久保妥氏：8,000株、藤井英喜氏：5,000株）について本公開買付けに応募する旨の合意をしております。同応募契約において、対象者役員株主の応募に係る前提条件として、(a) 本公開買付けが開始され、かつ撤回されていないこと、(b) 同応募契約締結日から応募日までのいずれの時点においても、当社の表明及び保証（注1）の重大な点において違反が存在しないこと、(c) 当社が同応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務（注2）について重大な違反が生じていないこと、及び(d) 本公開買付けにおける売付けの申込みを禁止し、又は制限することを求める司法・行政機関等の判断が存在せず、かつ、これらに関する手続に係属していないことが定められています。ただし、対象者役員株主は、その任意の裁量により、これらの前提条件をいずれも放棄することができる旨も併せて定められています。なお、同応募契約においては、対象者役員株主による表明及び保証（注3）並びに誓約（注4）が定められています。

(注1) 当社は、同応募契約締結日、本公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付け期間」といいます。）開始日及び本公開買付けの決済の開始日において、(i) 当社が、日本法に準拠して適法に設立され、かつ有効に存続する株式会社であること、(ii) 当社が、同応募契約を締結し履行するために必要な法律上の完全な権利能力を有し、同応募契約の締結及び履行は、当社の取締役会により適法に承認されていること、(iii) 当社は、当社による同応募契約の締結及び履行並びに当社による本公開買付けの開始に必要な許認可等を取得していること、及び(iv) 同応募契約は、当社に対して適法で有効な拘束力を有し、その各条項に従い執行可能なものであることの表明及び保証を行っています。

(注2) 当社が履行又は遵守すべき義務としては、本公開買付けが成立するために合理的な範囲で対象者役員株主に協力する義務、守秘義務、権利義務の譲渡禁止があります。

- (注3) 対象者役員株主は、同応募契約締結日、公開買付期間開始日及び本公開買付けの決済の開始日において、
(i) 対象者役員株主は、日本国に住所を有する自然人であり、同応募契約を適法かつ有効に締結し、本公開買付けに対する応募をするために必要な権利能力及び行為能力を有していること、(ii) 対象者役員株主は、対象者役員株主による同応募契約の締結及び履行に必要な許認可等取得していること、(iii) 同応募契約は、対象者役員株主に対して適法で有効な拘束力を有し、その各条項に従い執行可能なものであること、(iv) 対象者又は対象者役員株主が当社又はそのアドバイザー等に開示した対象者に関連する情報は、いずれもその重要な点において真実かつ正確であること、本公開買付けの実施及び条件に関して当社の判断に影響を及ぼす可能性のある重要な情報は、当社又はそのアドバイザー等が開示済みであること、(v) 対象者の過去3事業年度分の監査済みの貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書及び注記表並びにこれらの付属明細書は、日本において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従って作成されており、記載内容について重大な誤りがないこと、(vi) 同応募契約締結後の対象者の各取引金融機関に対する借入れの返済が、対象者と取引金融機関との間で平成28年3月末に合意された返済スケジュールに違反するおそれがないこと、(vii) 対象者と対象者の売掛先上位20社(但し、同応募契約締結日時点を基準とする)及び仕入先上位20社(但し、同応募契約締結日時点を基準とする)との間の取引について、対象者の責に帰すべき事由により、その継続に支障となり得る事態が発生していないことについて表明及び保証を行っています。
- (注4) 対象者役員株主は、(i) 同応募契約締結日以降、本公開買付けの決済の開始日までの間、本公開買付けが成立するために合理的に必要な範囲で、当社に対し協力を行うこと、(ii) 本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後においても当社が対象者株式全て(ただし、対象者が所有する自己株式を除く)を保有するに至らないときは、下記(ア)又は(イ)の各場合に依りて、合理的な範囲で速やかに対象者役員株主と当社にて別途協議の上定めた時期に、下記(ア)又は(イ)の各対応をとることに關する誓約を行っています。

- (ア) 本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了により、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が、対象者の総株主の議決権の90%以上になった場合
対象者役員株主のうち宇田吉孝氏、金行和則氏及び久保妥氏は、当社が対象者に対して会社法第179条の3第1項に規定される株式等売渡請求をしようとする旨の通知をしたときは、当該株式等売渡請求の承認に係る議案の対象者の取締役会への上程、及び／又は、同議案への賛成をするものとし、対象者役員株主のうち宇田憲二氏、青山富夫氏及び藤井英喜氏は当該株式等売渡請求の承認に係る議案に異議がない旨の意見を述べることをとする。
- (イ) 本公開買付けが成立したにもかかわらず、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了により、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が、対象者の総株主の議決権の90%に満たない場合
対象者役員株主のうち宇田吉孝氏、金行和則氏及び久保妥氏は、当社が対象者に対して当社が対象者を完全子会社とすることを目的とする対象者株式の併合を行うことを付議議案に含む臨時株主総会の開催を要請したときは、当該要請に応じた臨時株主総会の開催を内容とする議案の対象者の取締役会への上程、及び／又は、同議案への賛成をするものとし、対象者役員株主のうち宇田憲二氏、青山富夫氏及び藤井英喜氏は当該要請に応じた臨時株主総会の開催を内容とする議案の対象者の取締役会承認に係る議案に異議がない旨の意見を述べることをとする。

一方で、当社は、本応募予定株主のうち、対象者役員以外株主との間の本応募契約においては、各対象者役員以外株主が本書提出日現在所有する対象者株式の全て(合計1,364,047株で内訳は、長瀬産業株式会社:550,700株、旭興株式会社:511,000株、北越紀州製紙株式会社:140,000株、西武株式会社:125,000株、吉村勉氏:37,347株)について本公開買付けに応募する旨の合意をしております。同応募契約において、対象者役員以外株主の応募に係る前提条件として、(e) 本公開買付けが開始され、かつ撤回されていないこと、(f) 当社が同応募契約に基づき履行又は遵守すべき義務(上記の(注2)と同様です。)について重大な違反が生じていないこと、(g) 本公開買付けにおける売付けの申込みを禁止し、又は制限することを求める司法・行政機関等の判断が存在せず、かつ、これらに関する手続が係属していないこと、及び(h) 公開買付期間の終了日までの間に、本公開買付価格を上回る第三者による対象者株式を対象とした公開買付けが開始されていないことが定められています。ただし、対象者役員以外株主は、その任意の裁量により、これらの前提条件をいずれも放棄することができます旨も併せて定められています。

なお、対象者は、長瀬産業株式会社との間で対象者が所有する長瀬産業株式会社の普通株式、北越紀州製紙株式会社との間で対象者が所有する北越紀州製紙株式会社の普通株式についてそれぞれ対象者が処分する旨の特段の合意を行っておらず、また、対象者は旭興株式会社の普通株式及び西武株式会社の普通株式については所有していないとのことです。

② 本株式引受契約（平成28年5月30日に締結する予定）

対象者第三者割当プレスリリースによれば、対象者は、平成28年5月13日開催の取締役会において、本第三者割当増資による募集株式の発行（普通株式：3,092,000株、1株当たりの払込金額：97円、総額：299,924,000円、払込期日：本公開買付けの決済の開始日と同日の平成28年7月1日。）について決議しているとのことです。

当社は対象者との間で、対象者が平成28年5月13日に近畿財務局長に提出した本第三者割当増資に関する有価証券届出書の効力が発生することを前提に平成28年5月30日に本株式引受契約を締結し、本第三者割当増資により対象者が発行する3,092,000株（希薄化後比率：23.23%）全てについて当社が引受ける旨の合意をする予定です。本株式引受契約においては、当社が本第三者割当増資により対象者が発行する株式を引受ける前提条件として、(a)本公開買付けに係る応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）以上となり、本公開買付けが成立すること、(b)対象者が本株式引受契約に違反して本第三者割当増資以外の第三者割当増資を実施していないこと（但し、当社は本条件を任意に放棄することができる。）、及び(c)第三者による対象者株式に対する公開買付けが開始され、これを受けて当社が本公開買付け価格を引き上げていないことを定める予定です。予定どおりに本株式引受契約を締結した場合で、本公開買付けにおいて応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）に満たないときには、当社は応募株券等の全部の買付け等を行わず、かつ本第三者割当増資による募集株式の引受けを行いません。

なお、本株式引受契約においては、(d)本公開買付けが撤回された場合、(e)本公開買付けが成立しなかった場合、(f)本公開買付けが成立しかつ本第三者割当増資による払込みが完了した場合には、本株式引受契約が自動的に終了する旨定める予定です。

③ 本覚書

当社は対象者との間で、平成28年5月13日に本覚書を締結しています。本覚書においては、(a)当社は、対象者が当社の完全子会社となった時点から1年間、対象者の従業員（本覚書締結時点における対象者の就業規則にて定義される「社員」を意味します。）の意思に反しない限り、対象者をして、対象者の従業員の雇用を維持させ（ただし、定年退職する場合及び従業員の責めに帰すべき事由に基づく解雇がなされる場合を除きます。）、かつ、従業員の責めに帰すべき事由がある場合及び経済環境や市場の変化等によって対象者の業績が著しく悪化した場合を除き、対象者が当社の完全子会社となる直前における対象者の従業員の雇用条件に不利益となる変更を加えさせないように合理的な努力をすること、及び(b)当社は、対象者が当社の完全子会社となった時点から1年間、対象者をして、対象者の商号を「日本研紙」又は「日研」の文言を含まない商号に変更させないよう最大限努力することが定められています。

(6) 本公開買付け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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

本書提出日現在において、対象者は当社の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けに該当しませんが、当社は対象者を完全子会社とすることを企図しており、必ずしも対象者の少数株主と利害が一致しない可能性があることを勘案し、本公開買付けの公正性を担保しつつ、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反を回避する観点から、以下の措置を講じました。以下の記載のうち、対象者において実施した措置については、対象者から受けた説明に基づくものです。

なお、本公開買付けにおいては買付予定数の下限を5,784,000株（所有割合：56.59%）と設定しており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）の下限とはしておりませんが、当社としては、以下の①から⑥までの措置を通じて、対象者の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。

① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付価格を決定するにあたり、当社及び対象者から独立した第三者算定機関としてフィナンシャル・アドバイザーであるみずほ銀行から平成28年5月13日付けで株式価値算定書を取得して、その参考にしました。なお、当社は、みずほ銀行から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。詳細については、後記「4 買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」の「(2) 買付け等の価格」の「算定の基礎」をご参照ください。

② 対象者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けに関する意見表明を行うに当たり、対象者及び当社から独立した第三者算定機関である松村公認会計士事務所に対し、対象者株式の株式価値の算定を依頼し、平成28年5月13日付けで対象者株式の価値算定の結果に関する株式価値算定書を取得しているとのことです。

松村公認会計士事務所は、対象者及び当社の関連当事者には該当せず、対象者及び当社との間で重要な利害関係を有していないとのことです。また、対象者は、松村公認会計士事務所から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

松村公認会計士事務所は、対象者株式については、対象者が東京証券取引所市場第二部に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、また、将来の事業活動の状況に基づく本源的価値評価を反映するためにディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）を採用して算定を行ったとのことです。

松村公認会計士事務所による対象者の1株当たりの株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価法：85円～91円

DCF法：65円～96円

市場株価法では、基準日を平成28年5月12日として、東京証券取引所市場第二部における対象者株式の基準日終値（88円）、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値（90円（小数点以下四捨五入。本項の終値の単純平均値について以下同様です。））、同日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値（85円）及び同日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値（91円）を基に、1株当たりの株式価値の範囲を85円から91円と算定しているとのことです。

DCF法では、対象者の事業計画（平成28年12月期から平成32年12月期までの5年間で当該事業計画には本取引の実行により対象者が当社の完全子会社化されること及び本第三者割当増資の実施については含まれていないとのことです。）における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素等を前提として、対象者が平成28年12月期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて対象者の1株当たりの株式価値の範囲を65円から96円と算定しているとのことです。なお、上記DCF法の算定の基礎となる事業計画については、大幅な増減益を見込んでいないとのことです。

松村公認会計士事務所は、対象者の株式価値算定に際して、対象者から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報等が全て正確かつ完全であること、対象者の株式価値算定に重大な影響を与える可能性のある事実で松村公認会計士事務所に対して未開示の事実はないこと等を前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証は行っていないとのことです。また、対象者の資産及び負債（デリバティブ取引、簿外資産・負債、その他偶発債務を含むとのことです。）について、独自の評価又は鑑定を行っていないことを前提としているとのことです。また、かかる算定において参照した対象者の財務見通しについては、対象者により平成28年5月12日時点で得られる最善の予測及び判断に基づき、合理的に準備・作成されたことを前提としていること、並びにかかる算定は平成28年5月12日現在の情報と経済情勢を反映したものであることを前提としているとのことです。

③ 対象者における独立した法律事務所からの助言

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けに係る対象者取締役会の意思決定の過程等における公正性及び適正性を確保するために、対象者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーである村本綜合法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に関する諸手続を含む対象者取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けているとのことです。

④ 対象者における利害関係を有しない社外監査役からの意見の入手

対象者プレスリリースによれば、対象者は、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しないものの、本公開買付けを含む本取引の公正性を確保するべく、対象者の社外監査役であり、東京証券取引所に独立役員として届け出ている中安正氏に対し、(a)本取引の目的の正当性、(b)本取引に係る交渉過程の手の公正性、(c)本取引により対象者の少数株主等（本公開買付け後の少数株主を含む一般株主をいいます。以下同じとします。）に交付される対価の公正性及び(d)本取引が対象者の少数株主等にとって不利益であるか否かについて、検討を依頼したとのことです。

これを受け、中安正氏は、対象者から、本取引の意義及び本取引に係る交渉過程等の説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行ったとのこと。また、松村公認会計士事務所が作成した株式価値算定書その他の資料の検討を行ったとのこと。

その上で、中安正氏は、上記(a)乃至(d)の事項について慎重に検討を行った結果、本取引により当社が対象者を完全子会社化することで対象者及び当社の双方にシナジー効果が生じることが期待され、本取引がそのようなシナジー効果による対象者及び当社双方の企業価値の向上を目的とするものであること、本公開買付け価格が、松村公認会計士事務所から取得した対象者の1株当たりの株式価値の算定結果によれば、企業価値評価方法としては一般的であると考えられるDCF法の算定結果の上限を超過する金額であること、対象者が、本「(6) 本公開買付け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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避するための措置を講じていること、本公開買付けに応募しなかった株主は、本取引において当社が対象者を完全子会社化する手続において、最終的に本公開買付け価格と同一の額の金銭が交付される予定であること等を踏まえ、平成28年5月13日に、対象者に対し、(A)本取引により対象者の企業価値の向上があると認められ、本取引の目的は正当であり、(B)本取引に係る交渉過程の手続は公正であり、(C)本取引により対象者の少数株主等に交付される対価は公正であり、(D)上記(A)乃至(C)その他の事項を前提にすると、本取引は対象者の少数株主等にとって不利益ではない旨の内容とする意見書を提出したとのこと。

なお、対象者は、本第三者割当増資は対象者の議決権の25%以上の希薄化を伴う可能性があることから、対象者社外監査役である中安正氏に対し、本第三者割当増資に関して、本第三者割当増資の必要性及び相当性に関して意見を求めているとのこと。対象者が中安正氏から平成28年5月13日付で入手した本第三者割当増資に関する意見においては、(a) 対象者は、財務基盤の安定化及び将来の成長に向けた事業基盤の強化を通じた収益力の強化が必要であり、そのためにITシステムの導入が必要であり、また、当社が有する海外販路網を利用した海外売上を増加させるための運転資金が必要であるが、一方で、対象者には十分な手許資金がなく、また、金融機関からの新規での資金調達に困難であることから、対象者には資金調達を行う必要性があること、(b) 資金調達の目的の達成や収益力の強化という経営課題への対応という観点から合理的な資金調達手段として第三者割当増資を選択していることに不合理な点はないと評価されること、また、対象者の財務基盤の安定化及び事業基盤の強化を可能にし、もって対象者の企業価値の向上に資することから、当社を本第三者割当増資の割当先に選定することに合理性が認められ、本第三者割当増資という手段には相当性が認められること、及び(c) 本第三者割当増資の発行価額に関し、日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成22年4月1日付）に準拠していることを確認するとともに、対象者が松村公認会計士事務所から取得した平成28年5月13日付け株式価値算定の結果等を踏まえて、「特に有利な金額」（会社法第199条第3項）には該当しないことから、本第三者割当増資における発行価額には相当性が認められ、かつ本第三者割当増資による希薄化は、本第三者割当増資の目的に照らし必要な限度で行われるものであり、その規模に合理性が認められることから、本第三者割当増資の発行条件には相当性が認められること、以上(a)から(c)により、本第三者割当増資の必要性及び相当性が認められると判断するとの意見が述べられているとのこと。

なお、対象者が対象者の社外監査役である中安正氏から入手した本第三者割当増資の必要性及び相当性に関する意見の概要については、対象者が平成28年5月13日に公表した「第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」の「9. 企業行動規範上の手続きに関する事項」をご参照ください。

また、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限が5,784,000株（対象者の平成28年3月31日時点における議決権の数である10,170個に対する下限の株式数に係る議決権の数（5,784個）は56.87%（小数点第三位を四捨五入））に設定されていることから、本公開買付けが成立した場合、本公開買付けの決済（決済の開始日：平成28年7月1日）によって当社は対象者の支配株主に該当することとなり、本第三者割当増資の払込は当社の支配株主たる地位に影響を与えるものではないとのこと。

⑤ 対象者における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

対象者プレスリリースによれば、対象者の取締役会は、本公開買付けの意見表明を行うにあたり、松村公認会計士事務所から取得した対象者株式の株式価値算定書、村本綜合法律事務所から得た法的助言及び対象者と利害関係を有しない対象者の社外監査役から取得した本取引が少数株主等にとって不利益ではない旨の内容とする意見書並びに本第三者割当増資の必要性及び相当性が認められるものとの意見書その他の関連資料等を踏まえ、本取引に関する諸条件について慎重に協議及び検討を行ったとのこと。その結果、対象者は、財務基盤の安定化及び将来の成長に向けた事業基盤の強化を通じた収益力の強化が必要であり、そのためにITシステムの導入を行う必要があり、また、当社が有する海外販路網を利用した海外売上を増加させるための運転資金が必要であるものの、一方で、対象者に十分な手許資金がなく、また、金融機関からの新規での資金調達が困難であると認識しているところ、本取引を通じて当社の完全子会社となることが、対象者の財務基盤の安定化及び事業基盤の強化を可能にし、もって対象者の企業価値の向上に資すると見込まれることから、本公開買付け及び本第三者割当増資を実施し、対象者を当社の完全子会社とすることが、対象者として最善の選択肢であると判断するに至ったとのこと。その上で、松村公認会計士事務所から取得した対象者株式の株式価値算定書、対象者の社外監査役である中安正氏から提出された意見その他の関連資料等を踏まえれば、本公開買付け価格が過去の発行者以外の者による株券等の公開買付けにおいて買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアムの事例に比して、そのプレミアムの割合は決して高いものとはいえないものの、①松村公認会計士事務所から取得した対象者の1株当たりの株式価値の算定結果を踏まえれば、本公開買付け価格は、企業価値評価方法としては一般的であると考えられるDCF法の算定結果の上限を超過する金額であること、②対象者は、対象者グループの収益構造の改善及び経営基盤の強化を進めることにより経営再建を図っており、かかる経営再建を達成するための喫緊の課題として売上高増加に伴う運転資金を十分に確保する必要があるところ、対象者に継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しており、取引金融機関に対して金融支援を依頼しているという状況に鑑みれば、かかる運転資金の確保のために対象者が新規の借入を行うことは現実的には困難であり、対象者にとっては本取引の一環としての本第三者割当増資による資金調達が必要不可欠であること、③対象者に継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しており、取引金融機関に対して金融支援を依頼していること及び対象者において他の資本増強に関する支援先が見当たらないという事実関係を踏まえれば、当社との間で本第三者割当増資を含めた本取引を実施することが実現しない場合、近い将来において、対象者の事業継続が困難となり、対象者の株主価値が毀損される可能性も否定できないこと等に鑑みれば、本公開買付けは、対象者の株主の皆様に対して合理的な対象者株式の売却の機会を提供するものであると判断し、上記のとおり、平成28年5月13日開催の対象者の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、対象者の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行ったとのこと。

なお、対象者取締役のうち金行和則氏、久保妥氏及び宇田吉孝氏は、当社との間で本応募契約を締結しているため、会社法第369条第2項に定める特別の利害関係を有する取締役（以下「特別利害関係人」といいます。）に該当する可能性が否定できず、利益相反のおそれを回避する観点から、これらの各取締役は、対象者の取締役会における本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するか否かに関する審議及び決議には参加せず、平成28年5月13日開催の取締役会においては、上記3名の対象者取締役を除く社外取締役1名（宇田耕氏）が出席し、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明する旨の決議を行っているとのこと。一方で、金行和則氏、久保妥氏及び宇田吉孝氏が特別利害関係人に該当しない可能性も考慮して、対象者取締役会決議に係る定足数確保の観点から、上記の取締役会決議を行った後に、上記取締役会に参加した宇田耕氏に加えて、金行和則氏、久保妥氏及び宇田吉孝氏を含む対象者取締役4名全員によって改めて審議を行い、その全会一致により、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明する旨の決議を行っているとのこと。また、対象者の監査役4名のうち、宇田憲二氏及び青山富夫氏は当社との間で本公開買付けに応募する旨の契約を締結していること、また、藤井英喜氏は当社との間で本公開買付けに応募する旨の契約を締結している旭興株式会社の株式14,550株及び西武株式会社の株式40,000株を保有していることから、利害関係がある者として対象者取締役会には出席していませんが、これらの3名を除いた1名の社外監査役（中安正氏）が対象者取締役会に出席し、対象者取締役会が上記の意見を表明することに異議がない旨の意見を述べているとのこと。

⑥ 本公開買付価格の公正性を担保する客観的状況及び他の買付者からの買付機会を確保するための措置

当社は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としております。このように、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、対象者の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断の機会を確保するとともに、当社以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しております。

また、当社は対象者との間で、対象者が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が対象者との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っており、上記公開買付期間の設定と合わせ、対抗的な買付け等の機会を確保することにより、本公開買付価格の公正性の担保に配慮しております。

4 【買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数】

(1) 【買付け等の期間】

① 【届出当初の期間】

買付け等の期間	平成28年5月16日(月曜日)から平成28年6月24日(金曜日)まで(30営業日)
公告日	平成28年5月16日(月曜日)
公告掲載新聞名	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 (電子公告アドレス http://disclosure.edinet-fsa.go.jp/)

② 【対象者の請求に基づく延長の可能性の有無】

該当事項はありません。

③ 【期間延長の確認連絡先】

該当事項はありません。



Legislative Council,
General Assembly
State of Delaware

Title 8

Corporations

NOTICE: The Delaware Code appearing on this site is prepared by the Delaware Code Revisors and the editorial staff of LexisNexis in cooperation with the Division of Research of Legislative Council of the General Assembly with the assistance of the Government Information Center, and is considered an official version of the State of Delaware statutory code. This version includes all acts effective as of September 15, 2016, up to and including 80 Del. Laws, c. 427.

DISCLAIMER: With respect to the Delaware Code documents available from this site or server, neither the State of Delaware nor any of its employees, makes any warranty, express or implied, including the warranties of merchantability and fitness for a particular purpose, or assumes any legal liability or responsibility for the usefulness of any information, apparatus, product, or process disclosed, or represents that its use would not infringe privately-owned rights. Please seek legal counsel for help on interpretation of individual statutes.

Title 8 - Corporations

(c) [Repealed.]

(8 Del. C. 1953, § 244; 56 Del. Laws, c. 50; 59 Del. Laws, c. 106, § 9; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 25, 26.)

§ 245 Restated certificate of incorporation.

(a) A corporation may, whenever desired, integrate into a single instrument all of the provisions of its certificate of incorporation which are then in effect and operative as a result of there having theretofore been filed with the Secretary of State 1 or more certificates or other instruments pursuant to any of the sections referred to in § 104 of this title, and it may at the same time also further amend its certificate of incorporation by adopting a restated certificate of incorporation.

(b) If the restated certificate of incorporation merely restates and integrates but does not further amend the certificate of incorporation, as theretofore amended or supplemented by any instrument that was filed pursuant to any of the sections mentioned in § 104 of this title, it may be adopted by the board of directors without a vote of the stockholders, or it may be proposed by the directors and submitted by them to the stockholders for adoption, in which case the procedure and vote required, if any, by § 242 of this title for amendment of the certificate of incorporation shall be applicable. If the restated certificate of incorporation restates and integrates and also further amends in any respect the certificate of incorporation, as theretofore amended or supplemented, it shall be proposed by the directors and adopted by the stockholders in the manner and by the vote prescribed by § 242 of this title or, if the corporation has not received any payment for any of its stock, in the manner and by the vote prescribed by § 241 of this title.

(c) A restated certificate of incorporation shall be specifically designated as such in its heading. It shall state, either in its heading or in an introductory paragraph, the corporation's present name, and, if it has been changed, the name under which it was originally incorporated, and the date of filing of its original certificate of incorporation with the Secretary of State. A restated certificate shall also state that it was duly adopted in accordance with this section. If it was adopted by the board of directors without a vote of the stockholders (unless it was adopted pursuant to § 241 of this title or without a vote of members pursuant to 242(b)(3) of this title), it shall state that it only restates and integrates and does not further amend (except, if applicable, as permitted under § 242(a)(1) and § 242(b)(1) of this title) the provisions of the corporation's certificate of incorporation as theretofore amended or supplemented, and that there is no discrepancy between those provisions and the provisions of the restated certificate. A restated certificate of incorporation may omit (a) such provisions of the original certificate of incorporation which named the incorporator or incorporators, the initial board of directors and the original subscribers for shares, and (b) such provisions contained in any amendment to the certificate of incorporation as were necessary to effect a change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation of stock, if such change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation has become effective. Any such omissions shall not be deemed a further amendment.

(d) A restated certificate of incorporation shall be executed, acknowledged and filed in accordance with § 103 of this title. Upon its filing with the Secretary of State, the original certificate of incorporation, as theretofore amended or supplemented, shall be superseded; thenceforth, the restated certificate of incorporation, including any further amendments or changes made thereby, shall be the certificate of incorporation of the corporation, but the original date of incorporation shall remain unchanged.

(e) Any amendment or change effected in connection with the restatement and integration of the certificate of incorporation shall be subject to any other provision of this chapter, not inconsistent with this section, which would apply if a separate certificate of amendment were filed to effect such amendment or change.

(8 Del. C. 1953, § 245; 56 Del. Laws, c. 50; 56 Del. Laws, c. 186, § 15; 59 Del. Laws, c. 437, § 11; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 27-29; 70 Del. Laws, c. 587, § 16; 73 Del. Laws, c. 82, § 13; 77 Del. Laws, c. 253, §§ 36, 37; 80 Del. Laws, c. 40, § 10.)

§ 246 [Reserved.]

Subchapter IX

Merger, Consolidation or Conversion

§ 251 Merger or consolidation of domestic corporations [For application of this section, see 79 Del. Laws, c. 327, § 8 and 80 Del. Laws, c. 265, § 17]

(a) Any 2 or more corporations existing under the laws of this State may merge into a single corporation, which may be any 1 of the constituent corporations or may consolidate into a new corporation formed by the consolidation, pursuant to an agreement of merger or consolidation, as the case may be, complying and approved in accordance with this section.

(b) The board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability. The agreement shall state:

(1) The terms and conditions of the merger or consolidation;

(2) The mode of carrying the same into effect;

(3) In the case of a merger, such amendments or changes in the certificate of incorporation of the surviving corporation as are desired to be effected by the merger (which amendments or changes may amend and restate the certificate of incorporation of the surviving corporation in its entirety), or, if no such amendments or changes are desired, a statement that the certificate of incorporation of the surviving corporation shall be its certificate of incorporation;

(4) In the case of a consolidation, that the certificate of incorporation of the resulting corporation shall be as is set forth in an attachment to the agreement;

Title 8 - Corporations

(5) The manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the surviving or resulting corporation; and

(6) Such other details or provisions as are deemed desirable, including, without limiting the generality of the foregoing, a provision for the payment of cash in lieu of the issuance or recognition of fractional shares, interests or rights, or for any other arrangement with respect thereto, consistent with § 155 of this title.

The agreement so adopted shall be executed and acknowledged in accordance with § 103 of this title. Any of the terms of the agreement of merger or consolidation may be made dependent upon facts ascertainable outside of such agreement, provided that the manner in which such facts shall operate upon the terms of the agreement is clearly and expressly set forth in the agreement of merger or consolidation. The term "facts," as used in the preceding sentence, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation.

(c) The agreement required by subsection (b) of this section shall be submitted to the stockholders of each constituent corporation at an annual or special meeting for the purpose of acting on the agreement. Due notice of the time, place and purpose of the meeting shall be mailed to each holder of stock, whether voting or nonvoting, of the corporation at the stockholder's address as it appears on the records of the corporation, at least 20 days prior to the date of the meeting. The notice shall contain a copy of the agreement or a brief summary thereof. At the meeting, the agreement shall be considered and a vote taken for its adoption or rejection. If a majority of the outstanding stock of the corporation entitled to vote thereon shall be voted for the adoption of the agreement, that fact shall be certified on the agreement by the secretary or assistant secretary of the corporation, provided that such certification on the agreement shall not be required if a certificate of merger or consolidation is filed in lieu of filing the agreement. If the agreement shall be so adopted and certified by each constituent corporation, it shall then be filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. In lieu of filing the agreement of merger or consolidation required by this section, the surviving or resulting corporation may file a certificate of merger or consolidation, executed in accordance with § 103 of this title, which states:

- (1) The name and state of incorporation of each of the constituent corporations;
- (2) That an agreement of merger or consolidation has been approved, adopted, executed and acknowledged by each of the constituent corporations in accordance with this section;
- (3) The name of the surviving or resulting corporation;
- (4) In the case of a merger, such amendments or changes in the certificate of incorporation of the surviving corporation as are desired to be effected by the merger (which amendments or changes may amend and restate the certificate of incorporation of the surviving corporation in its entirety), or, if no such amendments or changes are desired, a statement that the certificate of incorporation of the surviving corporation shall be its certificate of incorporation;
- (5) In the case of a consolidation, that the certificate of incorporation of the resulting corporation shall be as set forth in an attachment to the certificate;
- (6) That the executed agreement of consolidation or merger is on file at an office of the surviving corporation, stating the address thereof; and
- (7) That a copy of the agreement of consolidation or merger will be furnished by the surviving corporation, on request and without cost, to any stockholder of any constituent corporation.

(d) Any agreement of merger or consolidation may contain a provision that at any time prior to the time that the agreement (or a certificate in lieu thereof) filed with the Secretary of State becomes effective in accordance with § 103 of this title, the agreement may be terminated by the board of directors of any constituent corporation notwithstanding approval of the agreement by the stockholders of all or any of the constituent corporations; in the event the agreement of merger or consolidation is terminated after the filing of the agreement (or a certificate in lieu thereof) with the Secretary of State but before the agreement (or a certificate in lieu thereof) has become effective, a certificate of termination or merger or consolidation shall be filed in accordance with § 103 of this title. Any agreement of merger or consolidation may contain a provision that the boards of directors of the constituent corporations may amend the agreement at any time prior to the time that the agreement (or a certificate in lieu thereof) filed with the Secretary of State becomes effective in accordance with § 103 of this title, provided that an amendment made subsequent to the adoption of the agreement by the stockholders of any constituent corporation shall not (1) alter or change the amount or kind of shares, securities, cash, property and/or rights to be received in exchange for or on conversion of all or any of the shares of any class or series thereof of such constituent corporation, (2) alter or change any term of the certificate of incorporation of the surviving corporation to be effected by the merger or consolidation, or (3) alter or change any of the terms and conditions of the agreement if such alteration or change would adversely affect the holders of any class or series thereof of such constituent corporation; in the event the agreement of merger or consolidation is amended after the filing thereof with the Secretary of State but before the agreement has become effective, a certificate of amendment of merger or consolidation shall be filed in accordance with § 103 of this title.

Title 8 - Corporations

(e) In the case of a merger, the certificate of incorporation of the surviving corporation shall automatically be amended to the extent, if any, that changes in the certificate of incorporation are set forth in the agreement of merger.

(f) Notwithstanding the requirements of subsection (c) of this section, unless required by its certificate of incorporation, no vote of stockholders of a constituent corporation surviving a merger shall be necessary to authorize a merger if (1) the agreement of merger does not amend in any respect the certificate of incorporation of such constituent corporation, (2) each share of stock of such constituent corporation outstanding immediately prior to the effective date of the merger is to be an identical outstanding or treasury share of the surviving corporation after the effective date of the merger, and (3) either no shares of common stock of the surviving corporation and no shares, securities or obligations convertible into such stock are to be issued or delivered under the plan of merger, or the authorized unissued shares or the treasury shares of common stock of the surviving corporation to be issued or delivered under the plan of merger plus those initially issuable upon conversion of any other shares, securities or obligations to be issued or delivered under such plan do not exceed 20% of the shares of common stock of such constituent corporation outstanding immediately prior to the effective date of the merger. No vote of stockholders of a constituent corporation shall be necessary to authorize a merger or consolidation if no shares of the stock of such corporation shall have been issued prior to the adoption by the board of directors of the resolution approving the agreement of merger or consolidation. If an agreement of merger is adopted by the constituent corporation surviving the merger, by action of its board of directors and without any vote of its stockholders pursuant to this subsection, the secretary or assistant secretary of that corporation shall certify on the agreement that the agreement has been adopted pursuant to this subsection and, (1) if it has been adopted pursuant to the first sentence of this subsection, that the conditions specified in that sentence have been satisfied, or (2) if it has been adopted pursuant to the second sentence of this subsection, that no shares of stock of such corporation were issued prior to the adoption by the board of directors of the resolution approving the agreement of merger or consolidation, provided that such certification on the agreement shall not be required if a certificate of merger or consolidation is filed in lieu of filing the agreement. The agreement so adopted and certified shall then be filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. Such filing shall constitute a representation by the person who executes the agreement that the facts stated in the certificate remain true immediately prior to such filing.

(g) Notwithstanding the requirements of subsection (c) of this section, unless expressly required by its certificate of incorporation, no vote of stockholders of a constituent corporation shall be necessary to authorize a merger with or into a single direct or indirect wholly-owned subsidiary of such constituent corporation if: (1) such constituent corporation and the direct or indirect wholly-owned subsidiary of such constituent corporation are the only constituent entities to the merger; (2) each share or fraction of a share of the capital stock of the constituent corporation outstanding immediately prior to the effective time of the merger is converted in the merger into a share or equal fraction of share of capital stock of a holding company having the same designations, rights, powers and preferences, and the qualifications, limitations and restrictions thereof, as the share of stock of the constituent corporation being converted in the merger; (3) the holding company and the constituent corporation are corporations of this State and the direct or indirect wholly-owned subsidiary that is the other constituent entity to the merger is a corporation or limited liability company of this State; (4) the certificate of incorporation and by-laws of the holding company immediately following the effective time of the merger contain provisions identical to the certificate of incorporation and by-laws of the constituent corporation immediately prior to the effective time of the merger (other than provisions, if any, regarding the incorporator or incorporators, the corporate name, the registered office and agent, the initial board of directors and the initial subscribers for shares and such provisions contained in any amendment to the certificate of incorporation as were necessary to effect a change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation of stock, if such change, exchange, reclassification, subdivision, combination, or cancellation has become effective); (5) as a result of the merger the constituent corporation or its successor becomes or remains a direct or indirect wholly-owned subsidiary of the holding company; (6) the directors of the constituent corporation become or remain the directors of the holding company upon the effective time of the merger; (7) the organizational documents of the surviving entity immediately following the effective time of the merger contain provisions identical to the certificate of incorporation of the constituent corporation immediately prior to the effective time of the merger (other than provisions, if any, regarding the incorporator or incorporators, the corporate or entity name, the registered office and agent, the initial board of directors and the initial subscribers for shares, references to members rather than stockholders or shareholders, references to interests, units or the like rather than stock or shares, references to managers, managing members or other members of the governing body rather than directors and such provisions contained in any amendment to the certificate of incorporation as were necessary to effect a change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation of stock, if such change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation has become effective); provided, however, that (i) if the organizational documents of the surviving entity do not contain the following provisions, they shall be amended in the merger to contain provisions requiring that (A) any act or transaction by or involving the surviving entity, other than the election or removal of directors or managers, managing members or other members of the governing body of the surviving entity, that requires for its adoption under this chapter or its organizational documents the approval of the stockholders or members of the surviving entity shall, by specific reference to this subsection, require, in addition, the approval of the stockholders of the holding company (or any successor by merger), by the same vote as is required by this chapter and/or by the organizational documents of the surviving entity; provided, however, that for purposes of this clause (i)(A), any surviving entity that is not a corporation shall include in such amendment a requirement that the approval of the stockholders of the holding company be obtained for any act or transaction by or involving the surviving entity, other than the election or removal of directors or managers, managing members or other members of the governing body of the surviving entity, which would require the approval of the stockholders of the surviving entity if the surviving entity were a corporation subject to this chapter; (B) any amendment of the organizational documents of a surviving entity that is not a

Title 8 - Corporations

corporation, which amendment would, if adopted by a corporation subject to this chapter, be required to be included in the certificate of incorporation of such corporation, shall, by specific reference to this subsection, require, in addition, the approval of the stockholders of the holding company (or any successor by merger), by the same vote as is required by this chapter and/or by the organizational documents of the surviving entity; and (C) the business and affairs of a surviving entity that is not a corporation shall be managed by or under the direction of a board of directors, board of managers or other governing body consisting of individuals who are subject to the same fiduciary duties applicable to, and who are liable for breach of such duties to the same extent as, directors of a corporation subject to this chapter; and (ii) the organizational documents of the surviving entity may be amended in the merger (A) to reduce the number of classes and shares of capital stock or other equity interests or units that the surviving entity is authorized to issue and (B) to eliminate any provision authorized by § 141(d) of this title; and (8) the stockholders of the constituent corporation do not recognize gain or loss for United States federal income tax purposes as determined by the board of directors of the constituent corporation. Neither paragraph (g)(7)(i) of this section nor any provision of a surviving entity's organizational documents required by paragraph (g)(7)(i) of this section shall be deemed or construed to require approval of the stockholders of the holding company to elect or remove directors or managers, managing members or other members of the governing body of the surviving entity. The term "organizational documents", as used in paragraph (g)(7) of this section and in the preceding sentence, shall, when used in reference to a corporation, mean the certificate of incorporation of such corporation, and when used in reference to a limited liability company, mean the limited liability company agreement of such limited liability company.

As used in this subsection only, the term "holding company" means a corporation which, from its incorporation until consummation of a merger governed by this subsection, was at all times a direct or indirect wholly-owned subsidiary of the constituent corporation and whose capital stock is issued in such merger. From and after the effective time of a merger adopted by a constituent corporation by action of its board of directors and without any vote of stockholders pursuant to this subsection: (i) to the extent the restrictions of § 203 of this title applied to the constituent corporation and its stockholders at the effective time of the merger, such restrictions shall apply to the holding company and its stockholders immediately after the effective time of the merger as though it were the constituent corporation, and all shares of stock of the holding company acquired in the merger shall for purposes of § 203 of this title be deemed to have been acquired at the time that the shares of stock of the constituent corporation converted in the merger were acquired, and provided further that any stockholder who immediately prior to the effective time of the merger was not an interested stockholder within the meaning of § 203 of this title shall not solely by reason of the merger become an interested stockholder of the holding company, (ii) if the corporate name of the holding company immediately following the effective time of the merger is the same as the corporate name of the constituent corporation immediately prior to the effective time of the merger, the shares of capital stock of the holding company into which the shares of capital stock of the constituent corporation are converted in the merger shall be represented by the stock certificates that previously represented shares of capital stock of the constituent corporation and (iii) to the extent a stockholder of the constituent corporation immediately prior to the merger had standing to institute or maintain derivative litigation on behalf of the constituent corporation, nothing in this section shall be deemed to limit or extinguish such standing. If an agreement of merger is adopted by a constituent corporation by action of its board of directors and without any vote of stockholders pursuant to this subsection, the secretary or assistant secretary of the constituent corporation shall certify on the agreement that the agreement has been adopted pursuant to this subsection and that the conditions specified in the first sentence of this subsection have been satisfied, provided that such certification on the agreement shall not be required if a certificate of merger or consolidation is filed in lieu of filing the agreement. The agreement so adopted and certified shall then be filed and become effective, in accordance with § 103 of this title. Such filing shall constitute a representation by the person who executes the agreement that the facts stated in the certificate remain true immediately prior to such filing.

(h) Notwithstanding the requirements of subsection (c) of this section, unless expressly required by its certificate of incorporation, no vote of stockholders of a constituent corporation that has a class or series of stock that is listed on a national securities exchange or held of record by more than 2,000 holders immediately prior to the execution of the agreement of merger by such constituent corporation shall be necessary to authorize a merger if:

(1) The agreement of merger expressly:

a. Permits or requires such merger to be effected under this subsection; and

b. Provides that such merger shall be effected as soon as practicable following the consummation of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section if such merger is effected under this subsection;

(2) A corporation consummates an offer for all of the outstanding stock of such constituent corporation on the terms provided in such agreement of merger that, absent this subsection, would be entitled to vote on the adoption or rejection of the agreement of merger; provided, however, that such offer may be conditioned on the tender of a minimum number or percentage of shares of the stock of such constituent corporation, or of any class or series thereof, and such offer may exclude any excluded stock and provided further that the corporation may consummate separate offers for separate classes or series of the stock of such constituent corporation;

a.-d. [Repealed.]

(3) Immediately following the consummation of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section, the stock irrevocably accepted for purchase or exchange pursuant to such offer and received by the depository prior to expiration of such offer, together with the stock otherwise owned by the consummating corporation or its affiliates and any rollover stock, equals at least such percentage of the shares of stock of such constituent corporation, and of each class or series thereof, that, absent this subsection, would be required to adopt the agreement of merger by this chapter and by the certificate of incorporation of such constituent corporation;

Title 8 - Corporations

(4) The corporation consummating the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section merges with or into such constituent corporation pursuant to such agreement; and

(5) Each outstanding share (other than shares of excluded stock) of each class or series of stock of such constituent corporation that is the subject of and is not irrevocably accepted for purchase or exchange in the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section is to be converted in such merger into, or into the right to receive, the same amount and kind of cash, property, rights or securities to be paid for shares of such class or series of stock of such constituent corporation irrevocably accepted for purchase or exchange in such offer.

(6) As used in this section only, the term:

a. "Affiliate" means, in respect of the corporation making the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section, any person that (i) owns, directly or indirectly, all of the outstanding stock of such corporation or (ii) is a direct or indirect wholly-owned subsidiary of such corporation or of any person referred to in clause (i) of this definition;

b. "Consummates" (and with correlative meaning, "consummation" and "consummating") means irrevocably accepts for purchase or exchange stock tendered pursuant to an offer;

c. "Depository" means an agent, including a depository, appointed to facilitate consummation of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section;

d. "Excluded stock" means (i) stock of such constituent corporation that is owned at the commencement of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section by such constituent corporation, the corporation making the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section, any person that owns, directly or indirectly, all of the outstanding stock of the corporation making such offer, or any direct or indirect wholly-owned subsidiary of any of the foregoing and (ii) rollover stock;

e. "Person" means any individual, corporation, partnership, limited liability company, unincorporated association or other entity;

f. "Received" (solely for purposes of paragraph (h)(3) of this section) means (a) with respect to certificated shares, physical receipt of a stock certificate accompanied by an executed letter of transmittal, (b) with respect to uncertificated shares held of record by a clearing corporation as nominee, transfer into the depository's account by means of an agent's message, and (c) with respect to uncertificated shares held of record by a person other than a clearing corporation as nominee, physical receipt of an executed letter of transmittal by the depository; provided, however, that shares shall cease to be "received" (i) with respect to certificated shares, if the certificate representing such shares was canceled prior to consummation of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section, or (ii) with respect to uncertificated shares, to the extent such uncertificated shares have been reduced or eliminated due to any sale of such shares prior to consummation of the offer referred to in paragraph (h)(2) of this section; and

g. "Rollover stock" means any shares of stock of such constituent corporation that are the subject of a written agreement requiring such shares to be transferred, contributed or delivered to the consummating corporation or any of its affiliates in exchange for stock or other equity interests in such consummating corporation or an affiliate thereof; *provided, however*, that such shares of stock shall cease to be rollover stock for purposes of paragraph (h)(3) of this section if, immediately prior to the time the merger becomes effective under this chapter, such shares have not been transferred, contributed or delivered to the consummating corporation or any of its affiliates pursuant to such written agreement.

If an agreement of merger is adopted without the vote of stockholders of a corporation pursuant to this subsection, the secretary or assistant secretary of the surviving corporation shall certify on the agreement that the agreement has been adopted pursuant to this subsection and that the conditions specified in this subsection (other than the condition listed in paragraph (h)(4) of this section) have been satisfied; provided that such certification on the agreement shall not be required if a certificate of merger is filed in lieu of filing the agreement. The agreement so adopted and certified shall then be filed and shall become effective, in accordance with § 103 of this title. Such filing shall constitute a representation by the person who executes the agreement that the facts stated in the certificate remain true immediately prior to such filing.

(8 Del. C. 1953, § 251; 56 Del. Laws, c. 50; 56 Del. Laws, c. 186, § 16; 57 Del. Laws, c. 148, § 22; 57 Del. Laws, c. 421, §§ 8, 9; 58 Del. Laws, c. 235, § 5; 59 Del. Laws, c. 437, §§ 12-14; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 30-33; 66 Del. Laws, c. 136, §§ 17-23; 67 Del. Laws, c. 376, §§ 11, 12; 68 Del. Laws, c. 337, § 1; 69 Del. Laws, c. 235, § 5; 70 Del. Laws, c. 79, §§ 13-15; 70 Del. Laws, c. 186, § 1; 70 Del. Laws, c. 349, §§ 8, 17; 70 Del. Laws, c. 587, §§ 17, 18; 71 Del. Laws, c. 339, §§ 43, 44; 72 Del. Laws, c. 123, § 7; 73 Del. Laws, c. 82, §§ 14-20; 74 Del. Laws, c. 84, §§ 10, 11; 75 Del. Laws, c. 30, § 3; 76 Del. Laws, c. 145, §§ 4-7; 77 Del. Laws, c. 290, §§ 8-10; 79 Del. Laws, c. 72, § 6; 79 Del. Laws, c. 327, § 7; 80 Del. Laws, c. 265, § 7.)

§ 252 Merger or consolidation of domestic and foreign corporations; service of process upon surviving or resulting corporation.

(a) Any 1 or more corporations of this State may merge or consolidate with 1 or more other corporations of any other state or states of the United States, or of the District of Columbia if the laws of the other state or states, or of the District permit a corporation of such jurisdiction to merge or consolidate with a corporation of another jurisdiction. The constituent corporations may merge into a single corporation, which may be any 1 of the constituent corporations, or they may consolidate into a new corporation formed by the consolidation, which may be a corporation of the state of incorporation of any 1 of the constituent corporations, pursuant to an agreement of merger or consolidation, as the case may be, complying and approved in accordance with this section. In addition, any 1 or more corporations existing under the laws of this State may merge or consolidate with 1 or more corporations organized under the laws of any jurisdiction other than 1 of

Title 8 - Corporations

the United States if the laws under which the other corporation or corporations are organized permit a corporation of such jurisdiction to merge or consolidate with a corporation of another jurisdiction.

(b) All the constituent corporations shall enter into an agreement of merger or consolidation. The agreement shall state:

- (1) The terms and conditions of the merger or consolidation;
- (2) The mode of carrying the same into effect;
- (3) The manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of, such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of the shares or other securities of the surviving or resulting corporation;
- (4) Such other details or provisions as are deemed desirable, including, without limiting the generality of the foregoing, a provision for the payment of cash in lieu of the issuance or recognition of fractional shares of the surviving or resulting corporation or of any other corporation the securities of which are to be received in the merger or consolidation, or for some other arrangement with respect thereto consistent with § 155 of this title; and
- (5) Such other provisions or facts as shall be required to be set forth in certificates of incorporation by the laws of the state which are stated in the agreement to be the laws that shall govern the surviving or resulting corporation and that can be stated in the case of a merger or consolidation.

Any of the terms of the agreement of merger or consolidation may be made dependent upon facts ascertainable outside of such agreement, provided that the manner in which such facts shall operate upon the terms of the agreement is clearly and expressly set forth in the agreement of merger or consolidation. The term "facts," as used in the preceding sentence, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation.

(c) The agreement shall be adopted, approved, certified, executed and acknowledged by each of the constituent corporations in accordance with the laws under which it is formed, and, in the case of a Delaware corporation, in the same manner as is provided in § 251 of this title. The agreement shall be filed and shall become effective for all purposes of the laws of this State when and as provided in § 251 of this title with respect to the merger or consolidation of corporations of this State. In lieu of filing the agreement of merger or consolidation, the surviving or resulting corporation may file a certificate of merger or consolidation, executed in accordance with § 103 of this title, which states:

- (1) The name and state or jurisdiction of incorporation of each of the constituent corporations;
- (2) That an agreement of merger or consolidation has been approved, adopted, certified, executed and acknowledged by each of the constituent corporations in accordance with this subsection;
- (3) The name of the surviving or resulting corporation;
- (4) In the case of a merger, such amendments or changes in the certificate of incorporation of the surviving corporation as are desired to be effected by the merger (which amendments or changes may amend and restate the certificate of incorporation of the surviving corporation in its entirety), or, if no such amendments or changes are desired, a statement that the certificate of incorporation of the surviving corporation shall be its certificate of incorporation;
- (5) In the case of a consolidation, that the certificate of incorporation of the resulting corporation shall be as is set forth in an attachment to the certificate;
- (6) That the executed agreement of consolidation or merger is on file at an office of the surviving corporation and the address thereof;
- (7) That a copy of the agreement of consolidation or merger will be furnished by the surviving corporation, on request and without cost, to any stockholder of any constituent corporation;
- (8) If the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation is to be a corporation of this State, the authorized capital stock of each constituent corporation which is not a corporation of this State; and
- (9) The agreement, if any, required by subsection (d) of this section.

(d) If the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation is to be governed by the laws of the District of Columbia or any state or jurisdiction other than this State, it shall agree that it may be served with process in this State in any proceeding for enforcement of any obligation of any constituent corporation of this State, as well as for enforcement of any obligation of the surviving or resulting corporation arising from the merger or consolidation, including any suit or other proceeding to enforce the right of any stockholders as determined in appraisal proceedings pursuant to § 262 of this title, and shall irrevocably appoint the Secretary of State as its agent to accept service of process in any such suit or other proceedings and shall specify the address to which a copy of such process shall be mailed by the Secretary of State. Process may be served upon the Secretary of State under this subsection by means of electronic transmission but only as prescribed by the Secretary of State. The Secretary of State is authorized to issue such rules and regulations with respect to such service as the Secretary of State deems necessary or appropriate. In the event of such service upon the Secretary of State

Title 8 - Corporations

in accordance with this subsection, the Secretary of State shall forthwith notify such surviving or resulting corporation thereof by letter, directed to such surviving or resulting corporation at its address so specified, unless such surviving or resulting corporation shall have designated in writing to the Secretary of State a different address for such purpose, in which case it shall be mailed to the last address so designated. Such letter shall be sent by a mail or courier service that includes a record of mailing or deposit with the courier and a record of delivery evidenced by the signature of the recipient. Such letter shall enclose a copy of the process and any other papers served on the Secretary of State pursuant to this subsection. It shall be the duty of the plaintiff in the event of such service to serve process and any other papers in duplicate, to notify the Secretary of State that service is being effected pursuant to this subsection and to pay the Secretary of State the sum of \$50 for the use of the State, which sum shall be taxed as part of the costs in the proceeding, if the plaintiff shall prevail therein. The Secretary of State shall maintain an alphabetical record of any such service setting forth the name of the plaintiff and the defendant, the title, docket number and nature of the proceeding in which process has been served, the fact that service has been effected pursuant to this subsection, the return date thereof, and the day and hour service was made. The Secretary of State shall not be required to retain such information longer than 5 years from receipt of the service of process.

(e) Section 251(d) of this title shall apply to any merger or consolidation under this section; § 251(e) of this title shall apply to a merger under this section in which the surviving corporation is a corporation of this State; and § 251(f) and (h) of this title shall apply to any merger under this section.

(8 Del. C. 1953, § 252; 56 Del. Laws, c. 50; 56 Del. Laws, c. 186, § 17; 57 Del. Laws, c. 148, § 23; 59 Del. Laws, c. 437, §§ 15, 16; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 34, 35; 66 Del. Laws, c. 136, §§ 24, 25; 67 Del. Laws, c. 190, § 4; 68 Del. Laws, c. 337, § 2; 69 Del. Laws, c. 61, §§ 4-6; 70 Del. Laws, c. 186, § 1; 70 Del. Laws, c. 349, §§ 9, 18; 70 Del. Laws, c. 587, § 19; 71 Del. Laws, c. 339, § 45; 74 Del. Laws, c. 84, § 12; 77 Del. Laws, c. 290, §§ 11, 12; 79 Del. Laws, c. 72, § 7.)

§ 253 Merger of parent corporation and subsidiary or subsidiaries.

(a) In any case in which at least 90% of the outstanding shares of each class of the stock of a corporation or corporations (other than a corporation which has in its certificate of incorporation the provision required by § 251(g)(7)(i) of this title), of which class there are outstanding shares that, absent this subsection, would be entitled to vote on such merger, is owned by another corporation and 1 of the corporations is a corporation of this State and the other or others are corporations of this State, or any other state or states, or the District of Columbia and the laws of the other state or states, or the District permit a corporation of such jurisdiction to merge with a corporation of another jurisdiction, the corporation having such stock ownership may either merge the other corporation or corporations into itself and assume all of its or their obligations, or merge itself, or itself and 1 or more of such other corporations, into 1 of the other corporations by executing, acknowledging and filing, in accordance with § 103 of this title, a certificate of such ownership and merger setting forth a copy of the resolution of its board of directors to so merge and the date of the adoption; provided, however, that in case the parent corporation shall not own all the outstanding stock of all the subsidiary corporations, parties to a merger as aforesaid, the resolution of the board of directors of the parent corporation shall state the terms and conditions of the merger, including the securities, cash, property, or rights to be issued, paid, delivered or granted by the surviving corporation upon surrender of each share of the subsidiary corporation or corporations not owned by the parent corporation, or the cancellation of some or all of such shares. Any of the terms of the resolution of the board of directors to so merge may be made dependent upon facts ascertainable outside of such resolution, provided that the manner in which such facts shall operate upon the terms of the resolution is clearly and expressly set forth in the resolution. The term "facts," as used in the preceding sentence, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation. If the parent corporation be not the surviving corporation, the resolution shall include provision for the pro rata issuance of stock of the surviving corporation to the holders of the stock of the parent corporation on surrender of any certificates therefor, and the certificate of ownership and merger shall state that the proposed merger has been approved by a majority of the outstanding stock of the parent corporation entitled to vote thereon at a meeting duly called and held after 20 days' notice of the purpose of the meeting mailed to each such stockholder at the stockholder's address as it appears on the records of the corporation if the parent corporation is a corporation of this State or state that the proposed merger has been adopted, approved, certified, executed and acknowledged by the parent corporation in accordance with the laws under which it is organized if the parent corporation is not a corporation of this State. If the surviving corporation exists under the laws of the District of Columbia or any state or jurisdiction other than this State:

(1) Section 252(d) of this title or § 258(c) of this title, as applicable, shall also apply to a merger under this section; and

(2) The terms and conditions of the merger shall obligate the surviving corporation to provide the agreement, and take the actions, required by § 252(d) of this title or § 258(c) of this title, as applicable.

(b) If the surviving corporation is a Delaware corporation, it may change its corporate name by the inclusion of a provision to that effect in the resolution of merger adopted by the directors of the parent corporation and set forth in the certificate of ownership and merger, and upon the effective date of the merger, the name of the corporation shall be so changed.

(c) Section § 251(d) of this title shall apply to a merger under this section, and § 251(e) of this title shall apply to a merger under this section in which the surviving corporation is the subsidiary corporation and is a corporation of this State. References to "agreement of merger" in § 251(d) and (e) of this title shall mean for purposes of this subsection the resolution of merger adopted by the board of directors of the parent corporation. Any merger which effects any changes other than those authorized by this section or made applicable by this subsection shall be accomplished under § 251, § 252, § 257, or § 258 of this title. Section 262 of this title shall not apply to any merger effected under this section, except as provided in subsection (d) of this section.

Title 8 - Corporations

(d) In the event all of the stock of a subsidiary Delaware corporation party to a merger effected under this section is not owned by the parent corporation immediately prior to the merger, the stockholders of the subsidiary Delaware corporation party to the merger shall have appraisal rights as set forth in § 262 of this title.

(e) A merger may be effected under this section although 1 or more of the corporations parties to the merger is a corporation organized under the laws of a jurisdiction other than 1 of the United States; provided that the laws of such jurisdiction permit a corporation of such jurisdiction to merge with a corporation of another jurisdiction.

(f) This section shall apply to nonstock corporations if the parent corporation is such a corporation and is the surviving corporation of the merger; provided, however, that references to the directors of the parent corporation shall be deemed to be references to members of the governing body of the parent corporation, and references to the board of directors of the parent corporation shall be deemed to be references to the governing body of the parent corporation.

(g) Nothing in this section shall be deemed to authorize the merger of a corporation with a charitable nonstock corporation, if the charitable status of such charitable nonstock corporation would thereby be lost or impaired.

(8 Del. C. 1953, § 253; 56 Del. Laws, c. 50; 56 Del. Laws, c. 186, § 18; 57 Del. Laws, c. 148, § 24; 59 Del. Laws, c. 106, §§ 10, 11; 60 Del. Laws, c. 371, § 2; 63 Del. Laws, c. 25, § 13; 64 Del. Laws, c. 112, §§ 36, 37; 66 Del. Laws, c. 136, § 26; 69 Del. Laws, c. 61, §§ 7, 8; 70 Del. Laws, c. 186, § 1; 70 Del. Laws, c. 299, § 1; 70 Del. Laws, c. 349, § 10; 70 Del. Laws, c. 587, § 20; 72 Del. Laws, c. 123, § 8; 74 Del. Laws, c. 84, § 13; 77 Del. Laws, c. 253, §§ 38-40; 77 Del. Laws, c. 290, § 13.)

§ 254 Merger or consolidation of domestic corporation and joint-stock or other association.

(a) The term "joint-stock association" as used in this section, includes any association of the kind commonly known as a joint-stock association or joint-stock company and any unincorporated association, trust or enterprise having members or having outstanding shares of stock or other evidences of financial or beneficial interest therein, whether formed by agreement or under statutory authority or otherwise, but does not include a corporation, partnership or limited liability company. The term "stockholder" as used in this section, includes every member of such joint-stock association or holder of a share of stock or other evidence of financial or beneficial interest therein.

(b) Any 1 or more corporations of this State may merge or consolidate with 1 or more joint-stock associations, except a joint-stock association formed under the laws of a state which forbids such merger or consolidation. Such corporation or corporations and such 1 or more joint-stock associations may merge into a single corporation, or joint-stock association, which may be any one of such corporations or joint-stock associations, or they may consolidate into a new corporation or joint-stock association of this State, pursuant to an agreement of merger or consolidation, as the case may be, complying and approved in accordance with this section. The surviving or resulting entity may be organized for profit or not organized for profit, and if the surviving or resulting entity is a corporation, it may be a stock corporation or a nonstock corporation.

(c) Each such corporation and joint-stock association shall enter into a written agreement of merger or consolidation. The agreement shall state:

(1) The terms and conditions of the merger or consolidation;

(2) The mode of carrying the same into effect;

(3) The manner, if any, of converting the shares of stock of each stock corporation, the interest of members of each nonstock corporation, and the shares, membership or financial or beneficial interests in each of the joint-stock associations into shares or other securities of a stock corporation or membership interests of a nonstock corporation or into shares, memberships or financial or beneficial interests of the joint-stock association surviving or resulting from such merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, memberships or financial or beneficial interests, and, if any shares of any such stock corporation, any membership interests of any such nonstock corporation or any shares, memberships or financial or beneficial interests in any such joint-stock association are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the stock corporation or membership interests of the nonstock corporation or into shares, memberships or financial or beneficial interests of the joint-stock association surviving or resulting from such merger or consolidation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of shares of any such stock corporation, membership interests of any such nonstock corporation, or shares, memberships or financial or beneficial interests of any such joint-stock association are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares, membership interests or shares, memberships or financial or beneficial interests, and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the stock corporation or membership interests of the nonstock corporation or shares, memberships or financial or beneficial interests of the joint-stock association surviving or resulting from such merger or consolidation; and

(4) Such other details or provisions as are deemed desirable, including, without limiting the generality of the foregoing, a provision for the payment of cash in lieu of the issuance of fractional shares where the surviving or resulting entity is a corporation.

There shall also be set forth in the agreement such other matters or provisions as shall then be required to be set forth in certificates of incorporation or documents required to establish and maintain a joint-stock association by the laws of this State and that can be stated in the case of such merger or consolidation. Any of the terms of the agreement of merger or consolidation may be made dependent upon facts ascertainable outside of such agreement, provided that the manner in which such facts shall operate upon the terms of the agreement is clearly and expressly set forth in the agreement of merger or consolidation. The term "facts," as used in the preceding sentence, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation.

金融商品取引法研究会名簿

(平成 28 年 11 月 2 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
—「新規な説明義務」を中心として—」
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015 年 3 月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015 年 5 月
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015 年 7 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015 年 8 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015 年 10 月
—流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016 年 3 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016 年 5 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「E Uにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016 年 9 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」

2016年11月

報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 59 号

平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制

平成 29 年 1 月 11 日

定価（本体 500 円＋税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒 103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-675-4 C3032 ¥500E