

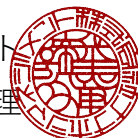
2023年3月10日

経済産業省経済産業政策局産業組織課

「公正な買収の在り方に関する研究会」事務局 御中

株式会社ナナホシマネジメント

代表取締役 松橋 理



パブリックコンサルテーションに関する意見について

弊社は、本意見提出日現在、自己資金で日本株式に投資を行っているアクティビスト投資家です。弊社は、下記の通り、意見を申し述べます。

記

【「公正な買収の在り方に関する意見・情報の募集」該当部分】

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動

(1) 受領した買収提案の扱い

- 上場企業の経営陣（業務執行取締役・執行役員等）が自社に対する買収提案について検討する際には、企業価値の向上に資するかどうかという観点から、買収の是非を検討すべきではないか。

【意見1：PBR1倍未満の経営陣に対して株主価値向上策に関する追加的な対応を求める】

PBRとは、一般に株価純資産倍率のことをいい、株価を一株当たり純資産額で除して計算されます。PBRが1倍未満の会社の経営陣は、純資産価値を下回る株主価値しか創出できておらず、株主から集めた資金を有効活用できていないことを意味すると言われてしています。

そして、弊社意見としては、買収提案を受けた対象会社がPBR1倍未満の会社であるにもかかわらず、対象会社の経営陣（以下「現経営陣」といいます。）がPBR1倍以上の株価水準での買収提案に応じないときは、以下を求めることを検討していただきたいと考えます。

- 現経営陣が当該PBR1倍以上の株価水準である買収提案の価格よりも高いオファーを探さずに、対象会社の役員等を続投しようとする場合、現経営陣は自社の株価をPBR1倍以上の水準（当該買収提案の価格以上）とするための株主価値向上策及びその達成時期を具体的に公表すること

【理由】

本研究会の議論の流れからすると、買収提案が企業価値の向上及び一般株主が享受すべき利益の確保に資するものとなるようにするには、現経営陣に対して「企業価値の概念を恣意的に拡大することなく、買収者側の企業価値向上策と十分な比較可能性を有する具体的な企業価値向上策を提示すること」が望ましいとされるのではないかと拝察します。

しかし、そもそも、PBR1 倍を下回る状態を放置している経営陣は、前述のとおり、既に株主価値を毀損しているという点で PBR1 倍以上の会社の経営陣よりも経営に対する評価が低いことから、株主価値の観点から求められる説明責任の程度が大きいというべきです。そのような現経営陣に対しては（企業価値向上策に含まれる部分もありますが）、特に株主価値向上策について株主・投資家に対して具体的かつ重点的に提示することが期待されます。そのため、現経営陣は、対象会社の株主価値向上を買収者と同じく真摯に検討し、株主価値向上のための施策を実行するという姿勢を明らかにするべきです。

【「公正な買収の在り方に関する意見・情報の募集」該当部分】

3. 買収に関する透明性の向上

(1) 対象会社による情報開示

特に、個々の社外取締役の機能発揮状況が分かる情報開示について必要と考えるかどうか。

【意見 2：社外取締役それぞれに意見の公表を求める】

情報開示が必要だと考えます。具体的には、それぞれの独立社外取締役が買収に応じるべきか又は応じるべきでないかについて、各々の意見及び理由の公表を行うことを検討していただきたいと存じます。

【理由】

独立社外取締役は、株主に最も近い立場から、対象会社の企業価値の状況及び現経営陣による企業価値向上に向けた戦略を評価することができます。そのため、独立社外取締役の意見は、株主が買収を評価するに際して有用です。また、独立社外取締役に対してそれぞれの意見の公表を求めることとすれば、独立社外取締役のより高い機能発揮に期待できると考えられます。

以上

1. Necessity of the Strategic Review for the management with less than 1x PBR of the target company

On top of that, it is fair to say that a company's management with a PBR of less than 1x only creates shareholders' value below its net asset value; therefore, the management is not effectively utilising the fund shareholders contributed.

Our opinion is that, although the target company is with a P/B ratio of less than 1x, if the current management of the target company does not accept the takeover offer at a share price level of more than 1x PBR, we would like you to consider requesting the following: -

-If the current management does not look for an offer higher than the price of the tender offer and intends to continue being directors of the target company, the current management should announce the Strategic Review to increase shareholders' value to raise the company's share price to a level of at least 1x PBR (above the price of the takeover offer) and the time frame for achieving the Strategic Review.

Background

In the first place, the degree of accountability required from the perspective of shareholders' value should be significant for the management that has left the company's PBR below 1x, as they have already damaged shareholders' value.

For such current management, it is expected to provide shareholders and investors with a concrete and focused Strategic Review to enhance shareholders' value. The current management should therefore make it clear that they consider the increase in shareholders' value in the target company as seriously as the acquirer and that they are committed to implementing measures to improve shareholders' value.

2. Necessity for an independent outside director to disclose his/her individual opinion

We believe that disclosure of the information is necessary. Specifically, we would like the respective independent non-executive directors to consider expressing their opinions and reasons as to whether they should accept the takeover.

Background

Independent outside directors can assess the state of the target company's corporate value and the current management's strategy for increasing corporate value from a position closest to the shareholders. The opinions of the independent outside directors are, therefore, helpful to shareholders when evaluating a takeover.

Suppose independent outside directors are required to disclose their respective views. In that case, independent outside directors can perform their functions to a higher degree.