

カタリスト投資顧問株式会社

2021年9月24日

カタリスト投資顧問株式会社

株式会社 NIPPO に対する公開買付けにおける少数株主利益保護に関する問題提起

カタリスト投資顧問株式会社（以下「当社」）は、当社が投資助言を行う投資信託であるマネックス・アクティビスト・マザーファンド（以下「MAMF」）を通じて、日本企業にエンゲージメント投資を行っております。

先日、MAMF の投資先である、株式会社 NIPPO（以下「NIPPO」）に関して、NIPPO の親会社である ENEOS ホールディングス株式会社とザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクによる、特別目的会社を介した公開買付けの開始予定（以下「本件 TOB」）が公表され、NIPPO は本件 TOB への賛同を表明し、株主への応募推奨を行いました。

本件 TOB は、経済産業省の「公正な M&A の在り方に関する指針」において構造的な利益相反が認められるとされている「支配株主による従属会社の買収（親会社による上場子会社の非公開化等）」に当り、通常の M&A よりも慎重な検討が求められるケースであり、少数株主利益について十分に考慮されているか、当社はその内容を精査いたしました。

その結果、当社は、NIPPO の取締役会と特別委員会が本件 TOB の検討プロセスにおいて、少数株主の利益を考慮して最善の努力を以て交渉および意思決定を行ったとは残念ながら判断できず、最も重要な条件である現在の公開買付け価格での応募推奨には疑問があり、再考の余地があると考えにいたしました。

したがって、現状の条件で本件 TOB に応募することは投資信託の受益者ⁱに対する説明責任を全うできないと考えることから、本日、NIPPO の取締役会および特別委員会に、1.新たな財務アドバイザーからの株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンの取得、2.積極的なマーケット・チェック（潜在的買収者の追求）の実施、および、3.特別配当との比較の実施を提案する書簡（別添資料）を送付いたしました。

当社は、投資先への提案は原則非公開で実施する方針にしておりますが、本件 TOB については既に公表済みの案件であること、本件 TOB の開始予定時期に鑑みて早期にご検討いただく必要があること、また他の株主様にも応募可否についてご判断いただくことが望ましいことから、当社の提案を公表することといたしました。

今後、日本市場においては、ガバナンス強化の潮流から親子上場の解消を企図した M&A の増加が見込まれます。そのたびに、本件 TOB のように少数株主利益保護に懸念がある事態が生じる、即ち財務状況に鑑みて TOB 価格が低すぎるようなことが起きるのは、市場参加者として看過すべきではないと考え、今回の提案公表にいたしました。当社の意見の表明が、本件 TOB、ひいては利益相反性の高い M&A における少数株主保護について、一層の議論の端緒となることを期待します。

以上

ⁱ マネックス・アクティビスト・マザーファンドはファミリーファンド方式のマザーファンドのため、ここでいう受益者はベビーファンドの受益者です。

2021年9月24日

株式会社 NIPPO 取締役会 御中
株式会社 NIPPO 特別委員会 御中

カタリスト投資顧問株式会社

拝啓 時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

カタリスト投資顧問株式会社（以下「当社」）は、当社が投資助言を行うマネックス・アクティビスト・マザーファンドを通じて貴社に投資を行っており、昨年9月の面談以降、IR取材を通じて、継続して対話をさせて頂いております。

このたびは、「ロードマップ・ホールディングス合同会社による当社株式に対する公開買付けの開始予定に関する意見表明のお知らせ」にて、貴社が当該公開買付け（以下「本件 TOB」）への賛同を表明し、株主への応募推奨を行ったことについて、ご再考をいただく機会として、取締役会および特別委員会の皆様に本提案書をお送りしております。

当社が本提案を行うのは、本件 TOB において、少数株主の利益にとって最重要である公開買付け価格が低廉に設定されているのではないかと考えたことによります。本件 TOB の公開買付け価格の妥当性については、取締役会および特別委員会がそれぞれに起用した財務アドバイザーによる株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンに大きく依拠しておりますが、当該株式価値算定の内容には疑問があり、貴社の適正株価を不当に下げる算定条件の基で算定がなされているように見受けられます。

また、本件においては、積極的なマーケット・チェックはなされておらず、公開買付け者と独占的に交渉をする形を取っています。理論的には、本件 TOB の公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能ではありますが、まだ対抗提案の実施が一般的とは言えない日本市場において、案件公表後の対抗提案を期待するのは、少数株主の利益の保護の観点から、適切な判断とは言えません。

最後に、本件 TOB 以外の財務戦略によって少数株主の利益を最大化できないか、についても検討が必要と考えます。公開買付けの是非の検討という非常事態により、公開買付け以外のアクションの検討が疎かになっていなかったかが懸念されます。

株式市場参加者の心配を払拭し、少数株主の利益保護を図る為、下記施策をご提案いたします。

敬具

記

1. 新たな財務アドバイザーからの株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンの取得

プレスリリースに記載の DCF 法の算定結果、事業計画、割引率、永久成長率、貴社の第 1 四半期財務状況に鑑みると、それぞれの財務アドバイザーが継続価値の算定の前提として使用したフリー・キャッシュ・フローは事業計画の計画最終期間である 24 年 3 月期の 190~200 億円近傍の数値となっていると推察されます。しかしながら、当該前提は適正には見えません。そもそも、事業計画の 24 年 3 月期における営業利益が 450 億円と計画されているにも関わらず、フリー・キャッシュ・フローが約 190 億円と法人税を勘案しても大幅に低くなっているのは、貴社が 2021 年 5 月 11 日に策定した新経営三カ年計画を反映し、減価償却費以上の設備投資を行う前提となっているためです。設備投資を実施するからには、貴社は投資リターンを期待しているはずであり、実際に貴社が公表している中長期経営ビジョンにおいては、2030 年度（2031 年 3 月期）には経常利益で 550 億円を計画値としております。

すなわち、現在それぞれの財務アドバイザーが行っている株式価値算定は、貴社の経営陣が新経営三カ年計画で実施する設備投資以上のリターンを将来期において生み出すことが出来ず、したがって中長期経営ビジョンの数値計画の達成は困難であり、かつそのような無駄な投資を永続的に継続することを前提としております。当社は、これまでの貴社の経営実績からそのような前提は貴社の経営を過小評価したものであると確信しており、より高い評価がなされて然るべきと考えます。

加えて、事業計画においては、本件 TOB の実行を前提としていないとの記載がありますが、当該前提も少数株主の利益保護の観点から適切ではありません。経済産業省の「公正な M&A の在り方に関する指針」において、「M&A を行わなければ実現できない価値については、M&A によって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正である」と明記されています。よって、本件 TOB により、プレスリリースに記載の通りの海外事業の拡大や不動産開発事業の成長等の企業価値向上効果（以下「シナジー」）が得られるのであれば、公開買付価格に一定程度反映させるのが少数株主の利益保護の観点から公正な手続き・交渉となります。

以上の問題点を解消すべく、貴社の経営やシナジーを適切に評価できる新たな財務アドバイザーを起用し、株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンを取得した上で、本件 TOB の公開買付価格の公正性について再度検討することをご提案申し上げます。

2. 積極的なマーケット・チェック（潜在的買収者の追求）の実施

本件 TOB の取引条件については、公表がなされている為、多くの潜在的買収者が本件 TOB 類似取引についての検討を実施することが可能です。よって、貴社において、潜在的買収者による対抗提案を受けることに対して前向きであること、受領した場合には真摯に検討することを表明することを提案致します。加えて、財務アドバイザーを通じて、想定し得る潜在的買収者（特に ENEOS ホールディングス株式会社（以下「ENEOS」）と共同出資を行うフィナンシャル・バイヤーを想定しております）に貴社からアプローチすることもご提案申し上げます。

3. 特別配当との比較の実施

本件 TOB が少数株主、並びに ENEOS を含む株主全体の利益の観点で最良であるかについては、本件 TOB の条件だけではなく、他の選択肢との比較の上での判断が必要です。本件 TOB において、貴社は、ENEOS の保有する貴社株式の自己株取得に現金同等物から約 1,950 億円を充当したのち、さらに実質的に約 1,450 億円の負債を調達することになります（正確には、貴社の信用力を以て公開買付者が約 1,450 億円（少数株主への TOB 金額 約 2,050 億円より、ENEOS とザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクの公開買付者への出資額 600 億円の差より算出）の負債を調達する）。

すなわち、貴社は最大約 3,400 億円（一株当たり約 2,840 円）を財務戦略に活用することも可能であることとなります。本件 TOB の実施が、貴社が上場を維持したまま大規模な特別配当を実施することよりも株主の利益に資するかどうかを、比較検討する必要があるのではないのでしょうか。

本件 TOB は貴社にとって、大変大きな経営判断でありますので、他の取り得る選択肢と慎重に比較いただくことをご提案申し上げます。

以上