



Asset Value Investors

2021年12月24日

報道各位

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド

商船三井のダイビル TOB について ダイビル特別委員会との対話を踏まえた声明

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（本社：英国ロンドン、CEO 兼 CIO：ジョー・パウエルンフロイント、以下「AVI」）は、現在進行中のダイビル株式会社（東証1部、証券コード 8806、以下「ダイビル」）の親会社である株式会社 商船三井（東証1部：証券コード 9104、以下「商船三井」）によるダイビル株式の公開買付けに関し、ダイビルの特別委員会（以下「特別委員会」）は、本来の責任を果たしておらず、その検討プロセスは、一般株主の利益を損なうものであったことが明らかになりましたので、お知らせします。

本件に関する AVI の主張の詳しい内容については、特設ウェブサイト (<https://www.assetvalueinvestors.com/ja/stopexploitingdaibiru/>) をご参照ください。

AVI は、商船三井によるダイビル株式の公開買付けの開始を 11 月 30 日にダイビル及び商船三井両社からの開示によって知らされ、12 月 3 日にダイビル及び商船三井に書簡を送付した後、12 月 9 日に正式な反対表明を公表しました。そして、12 月 20 日に特別委員会のメンバーである宮野谷 篤社外取締役及び大井 篤社外取締役と対話を行った結果、一般株主の利益に配慮するための十分な措置を講じたとは到底認められない特別委員会の検討プロセスが明らかとなりました。

経済産業省により 2019 年 6 月に策定された「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」には、「特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、M&A の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討および判断を行うことにより、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題および情報の非対称性の問題に対応し、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で当該 M&A が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する機能を有する」、また「特別委員会は、基本的には買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って当該 M&A について検討や判断を行うことが期待されるものであり、そのような意味で特別委員会が有効に機能した場合には、公

正性担保措置として高く評価される」とされています。

12月20日に行われた特別委員会のメンバーとの対話で明らかになったことは、特別委員会が、一般株主にとってできる限り有利な条件で取引が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保する責任を怠り、一般株主の利益を図るという観点での適切な検討や判断が機能していないという、経産省が策定した指針の趣旨とは大きく反する検討プロセスが特別委員会によって行われた疑義がある、ということです。具体的には以下のとおりです。

1) 本公開買付けの交渉プロセスにおいて一般株主の利益を最大限尊重した公正な手続きと特別委員会が判断した根拠について、特別委員会は独立の財務アドバイザー及び法務アドバイザーの意見を十分聞いたことを挙げています。しかし、その財務・法務アドバイザーが、例えば積極的なマーケットチェックは必ずしも行わなくても良いといった、一般株主の利益を尊重していないアドバイスを行ったことが明らかであったにもかかわらず、特別委員会は、アドバイザーの助言を鵜呑みにしています。

2) 特別委員会は、公開買付価格の算定において、一貫性のないアドバイザーからの提案についても疑問を持つことなく、アドバイスに従ったことを明らかにしています。当初、不動産の含み益を反映した純資産価値（以下「NAV」）に基づいた評価手法は「算定手法として用いることは適切ではないとのアドバイスを財務アドバイザーから受けた」と回答していたにもかかわらず、その後、不動産の含み益を考慮して検討しているのは事実だと回答を変え、アドバイザーが一貫性のない価格算定を行っていたことを露呈しています。

特別委員会は、類似会社比較法においてNAVを考慮した手法を採用したことについて、修正PBR（注：不動産含み益を加え修正したNAVに基づく倍率）というやり方それ自体は一般的である旨回答しており、NAVを算定手法に用いることが一般的な手法であると主張しています。しかし、これは、修正簿価純資産法などの、不動産の含み益を考慮したNAVに基づく評価手法を採用すべきでない、との特別委員会及びアドバイザーの主張と明らかに矛盾しています。

3) 特別委員会は、完全子会社化による非公開化を行うのではなく、J-REITなど保有不動産の証券化などにより、上場を維持したまま企業価値を向上させる等の代替案の検討は一切行っておらず、一般株主の利益尊重に真剣に向き合い、ダイビルの価値向上のためにあらゆる選択肢を検討することを怠っていたことが判明しました。

特別委員会からの回答によると、当初の公開買付価格2,000円は、「マーケットの実勢等からして低い」旨の見解を示され、その後2,200円に決まったとことですが、REITにしたかどうかということは検討をしておらず、また「アドバイザーからもそうしたアドバイスは

受けていない」とのことであり、すべて公開買付けを成立させることを念頭に検討を行った可能性があることを明確に裏付けています。

4) AVI を除く複数の一般株主から、ダイビル取締役及び特別委員会に対し、公開買付価格を1株 2,200 円とすることにつき反対の意見が表明されていることを踏まえて、ダイビル取締役及び特別委員会は応募推奨を撤回し再度公開買付者との間で価格交渉することを検討する考えはあるかとの AVI の質問に対し、特別委員会は、「基本的にありません」と回答しています。こうした特別委員会の価格交渉に極めて後ろ向きな態度こそ、特別委員会が一般株主の利益を蔑ろにし、むしろ親会社である商船三井を利することを意識した検討のみ行っていることの証左です。

5) 特別委員会は、本件の検討が適切であった根拠として本件の検討に 16 時間にわたって協議の時間を費やしたことを挙げてきています。的外れな回答であり、また、本質的に重要な検討の内容については、一般株主の利益が最大限に尊重されたものとは言い難い、むしろ親会社によって保有不動産時価を遥かに下回る価格で買い付けることありきで実施された検討プロセスであった 16 時間であったことは明白です。

AVI の CEO 兼 CIO ジョー・バウエルンフロイントは、「本件が日本の親子上場問題の悪しき前例とならぬよう、このような一般株主の利益を蔑ろにする特別委員会の杜撰な検討プロセスに強く抗議する」と表明しています。

以上

#

AVI の概要

AVI は、ロンドンで設立された運用会社で、日本株に 20 年以上投資しています。1985 年の設立以来 30 年以上にわたり、株式市場で、高い将来性のある優良企業への投資を行っています。AVI の投資チームは、企業価値の持続的な改善に資するべく、投資先企業の経営陣や取締役の皆様とのエンゲージメントを行っています。AVI は、AVI グローバル・トラスト（純資産額：約 2,000 億円 (€1.3bn)、2021 年 11 月 30 日現在）と AVI ジャパン・オポチュニティー・トラスト（純資産額：235 億円 (€155.7mm)、2021 年 11 月 30 日現在）の 2 つの投資ファンドを有しており、日本株としては、合計 29（2021 年 11 月 30 日現在）企業に投資しています。

本件に関する問い合わせ先

AVI 広報担当 (IFC) 竹江、高杉、連絡先：090-5560-6309