

平成 21 年 6 月 23 日

各 位

本店所在地 大阪市中央区道修町三丁目 6 番 1 号
会社名 株式会社 アクセス
代表者の
役職氏名 代表取締役社長 松 浦 徹
問い合わせ先 取締役 管理本部 本部長
山 田 欣 吾
電話番号 (06) 6208 - 1600

ガバナンス評価委員会の答申書受領のお知らせ

・ 答申書受領の経緯

当社は、平成 21 年 5 月 29 日付けリリース「当社株式の売却機会提供に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、同年 6 月 25 日開催予定の当社第 15 回定時株主総会（以下「本株主総会」といいます。）において、株主の皆様に対して株式売却の機会を提供するための自己株式取得（以下「本件自己株式取得」といいます。）及び機動的・弾力的な資本政策を可能とするための、当社が取得した自己株式を処分し、あるいは、第三者割当てによる募集株式の発行（以下「本第三者割当て」といいます。）を議案として株主の皆様にお諮りする予定であります。かかる自己株式取得及び本第三者割当ての当否については、当社から独立した有識者を構成員とするガバナンス評価委員会に予め諮問し、その承認をいただいていたところですが、昨日、ガバナンス評価委員会から、答申書（別紙添付）を受領いたしましたので、下記のとおり報告します。

なお、本株主総会においては、取締役 4 名の選任についてもお諮りする予定ですが、取締役候補者の当否についても、ガバナンス評価委員会に諮問しており、下記のとおり、答申を頂いておりますので、あわせて報告いたします。

．答申書の概要

ガバナンス評価委員会の答申における諮問事項及び結論は以下のとおりです。

【諮問事項】

1. 本株主総会において選任議案が上程される予定の取締役候補者の当否について
2. 本件自己株式取得の当否について
 - (1) 本件自己株式取得の目的の正当性
 - (2) 本件自己株式取得の相当性
3. 本第三者割当ての当否について
 - (1) 本第三者割当ての目的の正当性
 - (2) 本第三者割当ての相当性

【結論】

1. 本株主総会において選任予定の取締役候補者は、当社の今後のガバナンスを担う取締役として、相当であるものと認められる。
2. 本件自己株式取得の当否について
 - (1) 本件自己株式取得を株式売却機会の提供として実施することに関し、その目的は正当であるものと認めることができる。
 - (2) 当社の役職員が当社株式買付のため設立した特定目的会社が金融機関等から当社の子会社化を前提としたマネジメント・エンプロイー・バイアウト（MEBO）のための必要資金の貸付を受けることができなかつたこと等に鑑みれば、取得価格について、11万9000円（当社株式が株式会社ジャスダック証券取引所により監理銘柄に割り当てられた平成20年4月28日の前取引日の終値）ないしこれより高額とすることは、売却に応じる株主の立場からすれば、十分に適正な価格設定といえる。他方で、本件自己株式取得実施後も、当社が企業継続をしていかなければならないことに鑑みれば、本件自己株式取得を実施することによって、当社が安定した資金繰りを確保することができるか否かという観点のほか、上場廃止までの間の株式の市場価格の動向や他の第三者から株式売却機会提供のための買付けの申し出がなかつたこと等からみて、上記金額が高額

に過ぎるとする余地がないわけでない。この問題は、経営判断の問題であるとともに株主への会社資産の払戻しとして株主の意思をも尊重すべきものでもあるので、当社経営陣及び株主総会において、その相当性について十分に留意した上で意思決定をすることを条件に、本件自己株式取得は、相当であるとする。

3. 本第三者割当ての当否について

- (1) 本第三者割当ての目的は正当であるものと認めることができる。
- (2) 本第三者割当てを実施することは、相当と認めることができる。

以 上

別紙

答 申 書

平成 21 年 6 月 22 日

株式会社アクセス取締役会 御中

ガバナンス評価委員会

委員長 稲葉 威雄

委 員 花堂 靖仁

委 員 福本 修也

第1 諮問事項（本委員会への諮問の経緯を踏まえ）

1. 本委員会設置の経緯

本委員会は、貴社から独立した外部者である3委員（弁護士稲葉威雄、早稲田大学大学院教授花堂靖仁及び弁護士福本修也）から構成され、貴社において過年度にわたり行われていた不適切な会計処理（以下「本件不適切な会計処理」という。）に関する関係者の処分案及び再発防止策の妥当性につき諮問することを目的として設置された外部調査委員会から移行する形で、平成20年9月25日付けで設立された（同日付けリリース「ガバナンス評価委員会設置のお知らせ」参照）。

本委員会の役割の概略は、貴社取締役候補者の適否の評価、本件不適切な会計処理を主導した元代表取締役社長である村上次男氏（以下「村上氏」という。）等への損害賠償請求の内容・提起時期についての見解を示すこと、貴社の主要株主のあり方についての検討を踏まえた上で、株主共通の利益を害する、あるいは、会社のガバナンスに悪影響を及ぼす者が貴社株式を取得しようとする場合に、買収者に対して必要な情報提供を求めた上で、適切な対抗措置を取るよう取締役会に勧告すること、貴社における今後のガバナンスに関する改善策の実施及び適正かつ実効的な内部統制の実施等を監視、監督していくことにある。

2. 経緯

貴社は、平成 10 年 7 月に日本証券業協会（現在の株式会社ジャスダック証券取引所〔以下「ジャスダック証券取引所」という。〕）に店頭登録、平成 16 年 12 月にはジャスダック証券取引所に上場していたところ、平成 19 年末、証券取引等監視委員会より指摘を受けたことに端を発して、平成 17 年 3 月期決算において、不適切な売上計上等が行なわれていたこと及び平成 14 年 7 月から平成 19 年 3 月までの間に不適切な原価処理が行われていたことを内容とする本件不適切な会計処理が判明し、平成 20 年 5 月 16 日付けで関東財務局長に対して過年度の有価証券報告書及び半期報告書の訂正報告書の提出並びにジャスダック証券取引所に対する決算短信等の訂正を行った。

さらに、貴社は、本件不適切な会計処理に関連して設置した、社内調査委員会の最終報告及び外部調査委員会の答申を受け、貴社創業者である元代表取締役社長村上氏（同氏は現在貴社の 35.01%の株式を保有する大株主である。）及び元代表取締役社長北博之氏を特別背任の被疑事実により神戸地方検察庁に刑事告訴するとともに、再発防止に向けた改善措置を実施し、その後も、前記 1.のとおり、本委員会の監視、監督を受けながら、ガバナンス及び内部統制について不断の改善を行ってきた。

しかしながら、貴社は、平成 20 年 12 月 26 日、ジャスダック証券取引所から、本件不適切な会計処理につき、上場廃止基準 2 条 1 項 10 号 a（上場会社が有価証券報告書に虚偽記載を行い、かつ、その影響が重大であると認めた場合）に該当するとの理由により、平成 21 年 1 月 27 日付けで上場廃止とする旨の決定を受け、同日付けで上場廃止となった。

貴社は、上場廃止決定を受けた直後から、上場廃止によって貴社株式の流動性が極めて限定され、貴社株主の多数が投下資本を回収することが困難な状況に陥ることが予想されたため、貴社株主全員が適正価格で貴社株式を売却する等の投下資本回収の機会を確保するための方策を実施するべく、検討を開始した。具体的には、複数の事業会社やファンドに対し、上場廃止後の貴社株式を取得してくれるように交渉をし、中には、デューデリジェンスを開始した候補先もあった。しかしながら、折からの金融不況や当社の過去の不適切な会計処理の関与者であり、現在もなお当社の大株主である当社元代表取締役の村上氏による当社株式の保有問題の解決をみなかったこと等から、同年 2 月に入っても、1 社（国内系ファンド）を除いては、貴社株式を取得するとの意向を表明する第三者は現れず、その提示価格も、1 株あたり 8～9 万円にとどまった。

そこで、貴社は、同月 12 日付けリリース「当社株式の売却機会提供に関する諮問につ

いてのお知らせ」を公表し、広く貴社株式を取得する希望を有する者を募るとともに、かかる希望者に対して貴社が監理銘柄に割り当てられた平成 20 年 4 月 28 日の前取引日(同月 25 日)の終値である 11 万 9000 円を参考にした上で買取価格を提示するようアナウンスした。また、貴社の企業価値の維持・向上と慎重かつ適正な手続の実現を企図して、本委員会に諮問することとした。

このような状況の下、貴社の役職員が出資する特定目的会社(以下「本件 SPC」という。)より、マネジメント・エンプロイー・バイアウト(MEBO)の手法による株主への株式売却機会の提供の提案を受けた。

本件 SPC は、MEBO のための貴社株式の買付資金調達のために複数の金融機関等に融資を依頼した。しかしながら、世界的な金融不況下における新規貸出に対する消極姿勢から、4 月初めに銀行からの買付資金融資を断られ、さらに他の金融機関を含めた複数社に融資の依頼を求めたが、企業継続を前提とした将来キャッシュフロー及び貸借対照表上の非事業用資産の評価については慎重な見方をとるところが多く、11 万 9000 円を参考にした価格による買収に必要な資金につき、その全てを金融機関等から調達することができなかった。

そこで、本件 SPC は、貴社から買収資金の貸し付けを受けた上で MEBO を実施する方法により株式売却機会の提供を実施することを企図した。

しかしながら、本委員会は、対象会社である貴社の貸付けを受けて本件 SPC が貴社株式を取得することは自己株式取得規制の潜脱と評価される可能性がある旨の指摘をした。その結果、貴社は、本件 SPC に対して、買収資金の貸付けを実施しないこととし、本件 SPC も MEBO を実施することを断念した。

他方で、現時点に至るまで本件 SPC 以外に、公開買付け等の方法による株式売却機会の提供の意向を表明した第三者はいない。

このような経緯に鑑み、貴社は、事実上残された唯一の売却機会の提供方法として、自己株式の取得の方法によることを検討している。

3. 自己株式の取得及び第三者割当て増資等

貴社が検討している、株主に対する売却機会提供の方法としての自己株式の取得

等のスキームは、大要以下のとおりである。

貴社は、本年6月に開催予定の定時株主総会（以下「本株主総会」という。）において、本株主総会終結の時から1年以内に、貴社株式51,578株（自己株式以外の発行済株式の全て）、取得価額の総額6,705,140,000円を限度として、自己株式の取得を実施することの承認を得る。1株あたりの取得価格は13万円（以下「本取得価格」という。）とすることを予定している（以下「本件自己株式取得」という。）。本取得価格は、貴社が事業継続に必要な最低限の資金・資産を除いて、最大限、貴社株主に還元することができる価格であることを前提として決定されている。

自己株式の取得を実施した場合、その取得規模によっては、多額の資金流出を伴い、中期的には事業継続に困難が生ずる可能性がある。そこで、今後、機動的な資金調達を行うことや中長期的な視点にたって貴社の企業価値の維持・向上をサポートすることが可能な他社との提携（アライアンス）を行うべく、第三者割当ての方法により募集株式の発行を行うことができるよう、以下のとおり、募集事項の決定を取締役会へ委任する旨の承認を本株主総会において得る。貴社株式は取引相場のない株式であるため、払込金額が特に有利であるとされる可能性も否定できないことから、会社法199条2,3項、201条1項に従い、特別決議を経ることとする。当該議案は、上記の本件自己株式取得の議案が承認可決されることを条件として諮る。

（募集株式の内容）

募集株式の種類	普通株式
募集株式数の上限	55,000株
払込金額の下限	7万9900円
募集事項の決定の委任	上記に定めるもののほか、募集株式の募集事項及び割当てに関する細目事項については、取締役会の決議により決定する。

過大と認められる資本金及び資本準備金の額を適正化させて今後の柔軟かつ機動的な資本政策を可能とすることを目的として、資本金7,700,000,000円のうち5,700,000,000円、資本準備金1,925,000,000円のうち1,925,000,000円を減少させる旨の承認を本株主総会において得る。

上記 ないし の本株主総会決議を得た上で、本件自己株式取得を実施し、あ

わせて、貴社株式の割当てを受ける者を確定の上で、募集株式の発行又は貴社が取得した自己株式の処分（以下「本第三者割当て」という。）を実施する。

4. 本委員会への諮問

貴社が上場廃止になったことにより、貴社株主に対し、流動性が極めて限定された貴社株式の適切な売却機会を提供することは、喫緊の課題となっており、迅速に実施することが求められている。

他方で、株式の売却機会の提供を本件自己株式取得のように貴社資産を社外に流出させて実施する場合、実施後の貴社の事業継続が困難な状況となることは避けるべきであるものと考えられる。

加えて、売却機会の提供方法ないしそれと同等の効果が見込まれる換金機会の提供方法としては、配当や解散・清算による残余財産分配というような方法によることも一般的には考えられるところであり、これらの方法を採用することの可否についてもあわせて慎重に検討することを要する。

また、貴社は、本件自己株式取得後に本第三者割当ての実施を予定している。しかしながら、本第三者割当てにより、本件自己株式取得への申込みをすることなく貴社株主であり続けようとする者に対して、議決権割合の低下や1株あたりの株式価値の低下により、事実上、本件自己株式取得が強圧性を帯びるとも考えられるため、その点をふまえて本第三者割当ての当否についても検討することを要する。

さらに、貴社は、株式売却機会提供に関しては、貴社の企業価値の維持・向上に資するものであるべきであるところ、本件自己株式取得及びその後の本第三者割当てが実施された場合、貴社の株主構成が大幅に変更されることが想定される。このようなことからすれば、本件自己株式取得及び本第三者割当て後の貴社のガバナンスが、本株主総会において選任される取締役によって、適正に実施されることも必要であるものと考えられる（貴社の取締役全員は本株主総会終結時に任期満了となる。）。

このような事情を踏まえ、貴社は、本委員会に対し、以下の事項を諮問したことから、本委員会は、これらの事項について、慎重に調査・検討を進めた上で、本日、以下のとお

りの判断をした。

【諮問事項】

1. 本株主総会において選任予定の取締役候補者の当否について
2. 本件自己株式取得の当否について
 - (1) 本件自己株式取得の目的の正当性
 - (2) 本件自己株式取得の相当性
3. 本第三者割当ての当否について
 - (1) 本第三者割当ての目的の正当性
 - (2) 本第三者割当ての相当性

第2 主文

1. 本株主総会において選任予定の取締役候補者は、貴社の今後のガバナンスを担う取締役として、相当なものと認められる（その理由については第 3-1.〔7 頁〕）。
2. 本件自己株式取得の当否について（その理由については第 3-2.〔10 頁〕）。
 - (1) 本件自己株式取得を株式売却機会の提供として実施することに関し、その目的は正当であるものと認めることができる（その理由については第 3-2.-(1)〔10 頁〕）。
 - (2) 本件 SPC が金融機関等から MEBO のための貸付けを受けることができなかったこと等に鑑みれば、取得価格について、11 万 9000 円（貴社が監理銘柄に割り当てられた平成 20 年 4 月 28 日の前取引日の終値）ないしこれより高額とすることは、売却に応じる株主の立場からすれば、十分に適正な価格設定といえる。他方で、本件自己株式取得実施後も、貴社が企業継続をしていかなければならないことに鑑みれば、本件自己株式取得を実施することによって、貴社が安定した資金繰りを確保することができるか否かという観点のほか、上場廃止までの間の株式の市場価格の動向や他の第三者から株式売却機会提供の申し出が無かったこと等からみて、上記金額が高額に過ぎるとする余地がないわけでない。この問題は、経営判断の問題であるとともに株主への会社資産の払戻しとして株主の意思をも尊重すべきものでもあるので、貴社経営陣及び株主総会において

は、その相当性について十分に留意した上で意思決定をすることを条件に、本件自己株式取得は、相当であると考え（その理由については第 3-2.-(2)〔11 頁〕）。

3. 本第三者割当ての当否について（その理由については第 3-3.〔16 頁〕）
 - (1) 本第三者割当ての目的は正当であるものと認めることができる（その理由については第 3-3.-(1)〔16 頁〕）。
 - (2) 本第三者割当てを実施することは、相当と認めることができる（その理由については第 3-3.-(2)〔17 頁〕）。

第3 理由

1. 貴社の本株主総会にて選任予定の取締役候補者の当否について（諮問事項 1.）

本件自己株式取得及び本第三者割当ての当否については、下記 2. 及び 3. のとおりである。そして、これらの実施のための詳細の決定には適切な判断が求められる。また、これらが実施された場合、貴社の株主構成が大幅に変更されることが想定される。そして、このような状況変化にも柔軟に対応しつつ、貴社において、今後、適正にガバナンスが実施され、貴社の企業価値の維持・向上が実現されることは、株式売却機会の提供の実施と同様に重要な課題といえる。このことは、本件自己株式取得及び本第三者割当て後も、株主に対して、継続して貴社株式を保有する選択肢が与えられていることからしても、また、貴社には、株主以外にも、従業員、取引先、債権者、地域社会等といったステークホルダーが存在することからも、明らかである。

この点、貴社において適正なガバナンスを実施する上での第一義的な主体としては、貴社の取締役であるところ、貴社の取締役全員は本株主総会終結時に任期満了となる。したがって、本件自己株式取得及び本第三者割当ての実施後に、適正なガバナンスが実施されるかどうかは、本株主総会において選任される取締役の構成による部分が大である。そこで、貴社の本株主総会において選任予定の貴社提案に係る取締役候補者の当否について検討する。

貴社提案に係る取締役候補者は、松浦徹氏、田中嘉彦氏、山田欣吾氏、呂興平氏の 4 氏であり、現任の取締役と全く同一である。そして、取締役候補者としての適正をはか

るメルクマールとしては、貴社の置かれた状況からして、貴社の創業者でありワンマン体制を築き、本件不適切な会計処理を主導した村上氏からの独立性、貴社の企業価値の維持・向上に資するような社内外における知識・経験、それらを背景とした実績、又は、貴社の事業に精通した知識・経験に裏打ちされた専門性の有無、取締役候補者全員が現在の貴社の取締役であることから、従前の貴社取締役としての実績、という3点が考えられることから、以下これらにつき順次検討する。

(1) 村上氏からの独立性について

まず、貴社において本件不適切な会計処理が発生したこと大きな原因として、村上氏のワンマン体制という統制環境の不備が挙げられることに鑑み、貴社の企業価値の維持・向上のためには、何より、創業者である村上氏の影響を排除することが必要不可欠であるところ、貴社取締役候補者についても、そのような影響を受けることなく、村上氏から独立して適切に貴社を経営できる人物であることが、必要である。

この点、貴社の取締役候補者全員に、本件不適切な会計処理への関与をうかがわせる事情はなく、且つ、本件不適切な会計処理を主導した村上氏との間に個人的な繋がりは認められない。

特に、松浦徹氏及び田中嘉彦氏は、本件不適切な会計処理の発生を受け、再発防止策の一環として外部から招聘された取締役であり、村上氏からの独立性という意味において、極めて適切な人材であると考えられる。

そして、他の山田欣吾氏及び呂興平氏についても本件不適切な会計処理の行われた当時、取締役であったわけでもなく、村上氏の指示に抗うことができず不正を働いた事実は認められない。

したがって、先ず、村上氏からの独立性という観点からは、貴社の取締役候補者4氏について特段の問題はないといえる。

(2) 取締役候補者の実績・専門性等

貴社の取締役候補者のうち、松浦徹氏及び田中嘉彦氏については、本件不適切な会計処理の再発を防止するために、当時の企業風土を払拭するばかりでなく、新た

な貴社経営者として貴社を経営する能力を有する者として外部から招聘された者である。すなわち、両氏は、貴社取締役就任までにいずれも大手金融機関の役付取締役として経営の中枢を担ってきたものであり、企業経営に関する豊富な実績を有しており、それに裏打ちされた豊富な識見があると認められる。

さらに、山田欣吾氏及び呂興平氏の両氏については、長年、貴社の本業であるシステム開発に従事し、貴社事業に関する極めて高い知識・経験を有しており、貴社の経営陣としてふさわしい専門性を備えていると認められる。

したがって、取締役として必要とされる企業価値の維持・向上に資するような社内外における経験及びそれらを背景とした識見や、貴社の事業に関する専門性の観点からも、貴社の取締役候補者4氏は相当であるといえる。

(3) 貴社取締役就任後の実績

さらに、貴社の取締役候補者は、取締役就任以来、着実に業務を遂行しており、特段、取締役としての適格性を疑わせるような問題を発生させていない。

加えて、貴社の取締役候補者は、貴社の本業については勿論、本件不適切な会計処理が発生し、再発防止、貴社再建が最重要課題であった状況下において、いまだ大株主である村上氏の影響を払拭すべく、同氏と一定の距離を保ちながら、企業価値の維持・向上に誠実に努めてきたことが認められる。貴社株式の上場廃止に伴う株式売却機会の提供・確保についても、誠実に努力してきた。

したがって、貴社取締役就任後の実績という観点からも、貴社の取締役候補者4氏には相当性が認められる。

(4) 小括

以上のとおりであるから、本株主総会における取締役候補者4氏は、貴社の取締役として相当であると認められる。

2. 本件自己株式取得の当否について（諮問事項2.）

(1) 目的の正当性について

貴社の説明によれば、本件自己株式取得の目的として、以下の点を挙げる。そこで、これらの目的の正当性について、以下、検討を行う。

貴社の一般株主に対する貴社株式売却機会の提供
村上氏との資本関係の断絶によるガバナンスの刷新

まず、 の点について、貴社株式は、本件不適切な会計処理が原因となって平成21年1月27日をもって上場廃止となったが、上場廃止後も1500名以上の株主が存在しており、これら多くの株主は、特段の帰責事由もないにもかかわらず、貴社の旧経営陣が行った本件不適切な会計処理を原因として、その保有する株式の流動性を奪われたことになる。そこで、これら多くの株主に対して、その保有する株式の売却機会を提供することには、一定の合理性が認められる。

次に、 の点について、貴社は、上場廃止となった現在においても、貴社の創業者でありかつ元代表取締役社長であって、本件不適切な会計処理を主導した村上氏が議決権の約35.01%を保有する大株主であるという状況が続いているが、かかる状況は、村上氏が貴社に対して依然として大きな会社法上の影響力を有しているという点で、統制環境として望ましいものではないし、貴社が「新生アクセス」として再起を図ることを妨げ、貴社の社会的信頼性さらには企業価値の維持・向上の妨げとなっていることは否定できない。そこで、村上氏との資本関係の断絶を図るという点も、貴社の企業価値の維持・向上の観点から極めて合理的な理由であると言える（そこで、本件自己株式取得に際し、村上氏にその保有する貴社株式の譲渡の申込みをさせることが前提とはなる。）

加えて、村上氏が本件自己株式取得に申し込むことにより、村上氏に対して、対価が支払われることとなるが、それによって、貴社が村上氏に対して提訴している本件不適切な会計処理に関する役員責任を追及する損害賠償請求に関して、貴社が賠償を受けるための原資を確保することができることになり（この点に特段の配慮をすべきことを付言する）この点からしても、合理的な理由といえることができる。

したがって、本件自己株式取得の目的については、合理的であり正当なものと認められる。

(2) 本件自己株式取得の相当性（許容性）について

本件自己株式取得は、貴社から多額の資金が流出することを意味しているが、本件自己株式取得後も取得を希望しない株主は株主であり続けることなどを踏まえれば、本件自己株式取得によって抛出される額が、貴社が本件自己株式取得後に事業を継続することができない程、過大なものであってはならない。しかしながら、他方で、本件自己株式取得は、株主に対する株式売却機会の提供として行われることからすれば、本件自己株式取得における取得価格が適正なものであり、適正な価格での株式売却機会が提供されるのかという点も検討されなければならない。

そこで、以下では、本件自己株式取得の対価が、本件自己株式取得後の貴社の事業継続に影響を及ぼすような過大なものではないか、本件自己株式取得における価格が適正であるかについて検討を行う。

a. 本件自己株式取得の貴社の事業継続への影響の有無について

貴社の説明によれば、貴社の有する独自技術は、金融システムのインフラ構築への貢献、各種業種におけるシステム維持コストの削減や業務効率の向上による国際競争力の回復への貢献、リテールローンビジネスにおける金融機関等公共性の高い顧客への事業展開による社会への貢献、顧客の新たなニーズへの対応を通じた新規事業展開への貢献等を実現し、又は今後実現が可能である点に大きな特徴があり、単にシステム関連サービスの提供による収益の実現の手段にとどまらない、社会経済の適正かつ効率的な発展に直結する、極めて社会性の高いものであり、そこにこそ、貴社の企業価値の根源があるとのことであり、そのような説明に著しく不合理な点は認められない。

このようなことからすれば、貴社の事業は、広く社会的な意義を有しているものと考えられ、貴社が事業を継続しないことは、自己株式取得後も貴社株主であり続けることを選択する株主のみならず、広く貴社の取引先等のステークホルダー全体へ広範な悪影響を及ぼすものであり、貴社の社会的責任を放棄する行為といえる。そうだとすれば、貴社が本件自己株式取得を行ったことが原因でキャッシュフローの確保がかなわず、黒字倒産してしまうような事態を避けることは、最低限の要請である。

特に、本件 SPC がレバレッジド・バイアウト（LBO）を前提として複数の金融機関等に MEBO のための買付資金の借入れを申し込んだにもかかわらず、融資の実行に至らなかったことからすれば、事業継続のために必要なキャッシュフローの確保については、特に留意する必要があると、本委員会は考える。

すなわち、本件 SPC は、当初、最終的に貴社株式を全部取得し完全子会社化する形態での MEBO をめざして、買付価格として 11 万 9000 円を参考とする価格にて金融機関等からの貸付けを受けることを検討し、具体的に複数の金融機関等に貸付けの依頼を行ってきたが、いずれの金融機関等からも貸付けを受けることができなかった。そして、当該 MEBO は、貴社の完全子会社化を企図した MEBO であり、上記金融機関等の貸付に対する返済原資及び担保としては、貴社のキャッシュフロー及び資産が想定されていたと考えられるところ、上記のように金融機関等から貸付けを受けることができなかったという事実については、折からの金融不況による金融収縮により、金融機関等が貸付けに慎重になっていたということも一因であるとは考えられるが、その他にも、各金融機関の審査において、貴社の返済能力（将来キャッシュフロー及び資産ポジション）に比し、貸付額が適正であると認めるに至らなかったことが原因であったという可能性も否定できない。そして、もし、金融機関が貴社の返済能力に比して貸付額が過大であると考えていたのであれば、それは、本件自己株式取得を行った場合も、その後の貴社の事業継続のためのキャッシュフローが圧迫されるという可能性があるということに他ならない。これらのことからすれば、本件自己株式取得の取得価格を 11 万 9000 円とすることも高額に過ぎるのではないかと考える余地もでてくることになる。

この点に関し、貴社取締役は、本件自己株式取得を実施したとしても、キャッシュフローが確保できており、また、金融機関等から必要に応じて借入れを受けるなどして、運転資金を確保することができる旨を見込んでいるとのことであり、この点について、著しく不合理な説明は認められない。

しかしながら、上記のような事情や上場廃止までの株式の市場価格の動向や他の第三者から株式売却機会提供の申し出がなかったこと等に鑑みれば、貴社経営陣においては、なお慎重に、安定的な事業継続に必要なキャッシュフローを確保することができるのか否かの観点から、本件自己株式取得の取得価格の適否を判断しなければならない。また、この問題は、経営判断の問題であるとともに株主への会社資産の払戻しとして株主の意思をも尊重すべきものでもあるので、上記の点について

貴社経営陣と同様に、株主総会においても慎重に本件自己株式取得の取得価格の適否を判断しなければならないと、本委員会は考える。

b. 本取得価格の相当性について

本取得価格（13万円）は、貴社が上場廃止となる直前の市場価格 79,900 円に対して、約 62.7%ものプレミアムが付された額となる。また、貴社が株式売却機会提供にあたって参考とすべきとした 11 万 9000 円をも上回る金額となっている。

そして、貴社が、上場廃止の決定を受けた後、株主に株式売却の機会を提供すべく、貴社株式の購入方を打診し、また、参考とすべき価格を 11 万 9000 円として明示した上でオークションの機会を設けたにもかかわらず、他の買付候補者から提示された価格は、1 社から提示された 8~9 万円であり、本取得価格はこれを上回るものである。

また、本件 SPC は、上記のとおり、当初、MEBO のための資金として、貴社からの借入れではなく、金融機関などからの借入れによって調達することを検討し、複数の金融機関等に打診したにもかかわらず、1 株あたり 11 万 9000 円を参考にした価格での買付けに要する資金の借入れを受けることができなかった。かかる価格が客観的に見て低廉なものであれば、低廉な価格で取得したことによる利得は本件 SPC に移転することからすれば、金融機関からの借入れは容易になったはずであると優に認められるが、現実には、本件 SPC は金融機関から借り入れを受けられなかった。

また、株主に対する株式売却機会の提供という観点からすれば、本件自己株式取得のほかにも、会社解散による残余財産の分配、他の第三者による買取り、配当、という手法も考えられるが、以下に述べるとおり、これらは、いずれも、現実的な選択肢としてあり得ないか、又は、結果として、換金額が本件自己株式取得における取得価格よりも低くなることが予想される。すなわち、会社解散による残余財産の分配という方法については、上記 a. で述べたとおり、貴社の説明によれば、貴社の有する独自技術は、金融システムのインフラ構築への貢献、各種業種におけるシステム維持コストの削減や業務効率の向上による国際競争力の回復への貢献、リテールローンビジネスにおける金融機関等公共性の高い顧客への事業展開による社会への貢献、顧客の新たなニーズへの対応を通じた新規事業展開への貢献等を実現し、また今後これらの貢献の実現が可能である点に大きな特徴があり、単に

システム関連サービスの提供による収益の実現の手段にとどまらない、社会経済の適正かつ効率的な発展に直結する、極めて社会性の高いものであり、そこにこそ、貴社の企業価値の根源があるとのことであり、この説明に著しく不合理な点は認められない。そして、このような貴社の特質から、特に社会的にも信頼を要求される金融機関を中心とする取引先より安定した事業の継続を強く要望されており、また、貴社の『PLANET』をはじめとした独自技術については、今後これまで以上に多種多様な業種、企業において活用されるようにサービス提供態勢を拡充し、日本の経済・社会の発展に貢献することが期待されているとのことである。したがって、これらの事情を考慮すれば、貴社の事業は、広く社会的な意義を有しているものと考えられ、事業を継続しないことは貴社株主を含む貴社ステークホルダーへの広範な悪影響を及ぼすものであり、貴社の社会的責任の放棄に当たる。そこで、の方法は、企業の社会的責任に鑑みれば、適当な選択肢ではないと考えられる。さらに、そもそも、解散という選択肢をとった場合、法律上、原則として全ての債務の弁済が禁止されることからすれば（会社法 500 条 1 項、499 条 1 項）、既存の取引が全て停止するばかりか、取引先から多額の損害賠償請求を受けることも予想され、現在の貴社の企業価値が著しく低下することになる。よって、解散による残余財産の分配という選択肢については、企業の社会的責任という観点からも、現在の貴社の企業価値が著しく低下することになるという観点からも、現実的な選択肢とはなり得ないと、本委員会は考える。

また、他の第三者による買取りについては、既に述べたとおり、貴社が、上場廃止の決定を受けた後、株主に株式売却の機会を提供すべく、貴社株式の購入方を打診し、また、参考とすべき価格を 11 万 9000 円として明示した上でオークションの機会を設けたにもかかわらず、他の買付候補者から提示された価格は、1 社から提示された 8~9 万円のみであり、本取得価格はこれを上回るものである。したがって、かかる選択肢は、事実問題として、（とりたくても）とり得ない。

さらに、配当という方法については、結局、現在の貴社株主が株主であり続けることに変わりはなく、新たな換金機会を模索していく必要があるし、また、村上氏も同様に株主であり続けることとなってしまうため、本件自己株式取得の目的の一つである村上氏との資本関係の断絶によるガバナンスの刷新という目的が達せられないこととなる。

加えて、本件自己株式取得により提供される売却機会の提供における価格に不服があり、貴社の企業価値はより高い、また、より高くなると考えている株主には、貴社株式を売却せずに保有し続けるという選択肢も残されている。

以上のことからすれば、本取得価格は、株主に対する適正な株式売却機会の提供という観点からしても、株式売却に応じる株主の立場からは十分に適正な価格設定であるといえる。

c. 手続の適正性

さらに、貴社は、株主に対する株式売却手段提供の方法として、自己株式の取得という手段を選択するについて、これまで、最善の方法を模索するべく、上記第1.-2.のとおり、スポンサー候補者と交渉をし、特に本年2月以降は購入希望者を広く募ったが本件SPC以外の応募がなく、本件SPCについても複数の金融機関等に買収資金の融資を申し込んだが実行に至らず、この間、本委員会に諮問して他の方法も含めて最善策を検討した結果、自己株式取得という方法を選択したものであり、さらには、株主意思を尊重するため、定時株主総会にその内容（価格を含めた）について諮るという手続きを履践するものである。

したがって、手続的適正は確保されていると、本委員会は考える。

d. 小括

以上のとおりであるから、売却に応じる株主の立場からすれば、株主の賛同を得ることを前提にすれば、11万9000円ないしこれより高額な価格を本件自己株式取得の取得価格とすれば、十分に適正な価格設定といえる。したがって、株主の立場からは、本取得価格は適正であるといえる。

他方で、MEBOを実施しようとしていた本件SPCが1株11万9000円を参考とした額による資金調達ができなかったことに鑑みれば、貴社が安定した経営実現できる程度のキャッシュフローが貴社に確保されるか否か（本件自己株式取得の取得価格が相当なものとなっているか。）という観点に加え、上場廃止までの市場価格の動向や、他の第三者から株式売却機会の提供の申し出がなかったことから、本件

自己株式取得の取得価格を 1 株 13 万円とすることが高額に過ぎる可能性も否定しきれない。そして、この問題は、経営判断の問題であるとともに株主への会社資産の払戻しとして株主の意思をも尊重すべきものでもあるので、貴社経営陣及び株主総会において、本件自己株式取得の取得価格の総額の設定に際し、この点について十分留意されることを条件として、本件自己株式取得は相当である（許容される）ということができる。

3. 本第三者割当ての当否について（諮問事項 3.）

(1) 目的の正当性について

貴社の説明によれば、本第三者割当ての目的として、本件自己株式取得を実施した場合、その取得規模によっては、多額の資金流出を伴い、中期的には事業継続に困難が生ずる可能性があることを考慮し、機動的な資金調達を行うことや中長期的な視点にたつて貴社の企業価値の維持・向上をサポートすることが可能な他社との提携（アライアンス）を行うこと等を可能とすることを挙げている。

この点、貴社の説明によれば、本件自己株式取得により、事業継続に必要となる最低限の資金・資産を除いた大部分を、最大限株主に還元することとなる。そこで、貴社においては、多額の資金が流出することとなり、中長期的には事業継続に支障を来たすおそれも否定できないと考えられるので、資金調達によって、より安定的な経営のための資金を確保しておくことも必要な経営判断であるといえる。また、本件自己株式取得の実施により、株主構成が大幅に変更することが予想されるところ、上記 2-(2)a. で述べたような貴社の企業価値の根源に鑑みれば、かかる貴社の企業価値の根源を理解し、中長期的な観点から貴社の企業価値の維持・向上に資するサポートを行うことができる第三者に募集株式を引き受けてもらうことも合理性はあると認められる（村上氏が株主として残るのであれば、その持株比率を引き下げる必要もある）。

これらのことからすれば、貴社の示す本第三者割当ての目的に特段不合理な点はなく、目的は正当と認められる。もちろん、実際の株式の募集等の相手の選定が相当であることが条件ではある。

(2) 本第三者割当ての相当性

本第三者割当てにおいては、払込金額の下限は 79,900 円とされており、本件自己株式取得の対価である 13 万円よりも低額である。

そこで、本件自己株式の取得とともに本株主総会に諮られる本第三者割当てについては、13 万円で行われる本件自己株式の取得に応じなければ、払込金額の下限が 79,900 円と設定されている本第三者割当てによって、既存の株式価値が希釈化される可能性があるという意味で、強圧性を有するものであり、相当なものとはいえないのではないかが問題となるので、この点について検討する。

一般に、強圧性が論じられる場面としては、公開買付けに応じなければ、株主がより不利益を被ること(例えば、公開買付け価格を下回る以下でスクイーズアウトされるような場合)が予想されるため、公開買付けの価格が低廉な場合であっても、公開買付けに応募せざるを得なくなるという場合が挙げられる。

しかしながら、本件の場合、本件自己株式取得及び本第三者割当てについて、株主総会決議により株主意思が問われる。しかも、本件自己株式取得の実施は、本第三者割当てに関する株主総会決議(会社法 199 条 2,3 項,201 条 1 項)による承認を条件としておらず、本件自己株式取得には賛成しながら、本第三者割当てに反対することは可能である。また、本件自己株式取得について本株主総会において反対しても、本件自己株式取得が承認可決の上、実施された場合には、申し込むことが可能である。

このようなことからすれば、上記のような強圧的な公開買付けの場合とは異なり、本件自己株式取得ないし本第三者割当てに賛同しなければ、本件自己株式の取得に応募できないという関係にはならない(反対しても応募はできる)ので、完全な自由意思によって、本件自己株式の取得ないし本第三者割当ての是非について、株主は判断することができる。そして、かかる株主による完全な自由意思によって承認された本件自己株式取得に関する決議は、多数の株主が完全な自由意思によって本件自己株式の取得価格を承認したという意味で、上記 2.(2)b. で検討した本件自己株式の取得価格の適正性を強く補強するものと考えられる。

そこで、本件のように、本件自己株式の取得と本第三者割当てについて株主総会決議により株主意思が問われる場合には、応募したくない株主が無理矢理、低廉な価格で応募させられてしまうということにはならないので、強圧性は認められない。

さらには、上記のとおり、13万円という自己株式の取得価格は、11万9000円を参考にした価格ですら、第三者からの売却希望者が皆無であり（8~9万円を提示したファンドが一社あるのみである）、LBOファイナンスを受けることができなかつた事実からすれば、必ずしも貴社株式の客観的価値と認めることはできず、他方で、79,900円が最終の貴社の市場株価であったことからするならば、同金額で増資を行う権限を取締役に授権することを定時株主総会に諮るとの貴社取締役会の判断は、上記(1)の必要性が認められることを合せて考慮すると、引受可能性を確保すること等からしても、合理的な判断であると認められる。

したがって、本第三者割当ての相当性も認められると、本委員会は考える。

4. 結論

以上のとおりであるから、本委員会は、上記第2のとおり結論に至った。

以 上