



2025年12月4日

各 位

会 社 名 東京コスモス電機株式会社  
代 表 者 名 代表取締役社長 門田 泰人  
(コード番号: 6772 東証スタンダード市場)  
問 合 せ 先 常務取締役 西立野 竜史  
(T E L : 046-253-2111)

特別調査委員会の調査報告書の公表に関するお知らせ

当社は、2025年11月28日付「特別調査委員会の調査報告書の受領のお知らせ」にて公表しましたとおり、特別調査委員会から調査報告書を受領いたしました。

今般、当該調査報告書につきまして、プライバシー、個人情報、機密情報の保護等の観点から、部分的な非開示措置等を施しましたので、添付のとおり調査報告書（開示版）を公表いたします。

なお、当該お知らせでもお伝えしましたが、当社は、2025年8月8日付で当社が公表した「第68回定時株主総会における株主提案に対する意見の決定及び公表に係る経緯の調査に関する特別調査委員会の設置に関するお知らせ」(2025年8月12日付「(訂正)『第68回定時株主総会における株主提案に対する意見の決定及び公表に係る経緯の調査に関する特別調査委員会の設置に関するお知らせ』の一部訂正について」による訂正を含みます。)にて公表しましたとおり、2025年6月10日付で当社が公表した「Bourns Japan Holdings LLC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賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」(2025年6月13日付「(訂正)Bourns Japan Holdings LLC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賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」による訂正を含みます。)に記載のBourns Japan Holdings LLCによる当社の普通株式に対する公開買付けの開始予定に関する意見並びに2025年6月24日開催の当社第68回定時株主総会における株主提案に対する当社の意見の決定及び公表に係る経緯を調査するため、当社又はその株主と利害関係を有しない弁護士による特別調査委員会を設置し、調査を進めておりました。

以 上

東京コスモス電機株式会社 取締役会 御中

調査報告書  
(開示版)

2025年11月27日

東京コスモス電機

特別調査委員会

## 目次

第1 当委員会について.....	7
1 当委員会設置の経緯 .....	7
2 質問事項（本調査の目的） .....	8
3 当委員会の構成 .....	8
4 調査実施期間 .....	8
5 調査方法 .....	9
(1) 調査対象期間 .....	9
(2) 関係資料等の分析・検討 .....	9
(3) ヒアリング .....	9
(4) デジタル・フォレンジック調査 .....	10
(5) 関連法令、実務に詳しい有識者からの意見聴取 .....	11
6 検証に際しての基本的視座.....	11
7 その他留意事項 .....	12
(1) 任意調査の限界 .....	12
(2) 時間的制約及び証拠の散逸による限界 .....	12
(3) 開示版の公表に対する免責 .....	12
(4) 当委員会による検証・評価に関する限界 .....	12
第2 TOCOS の概要.....	14
1 沿革・事業概要 .....	14
2 経営状況と市場の評価 .....	14
(1) 直近の業績 .....	14
(2) 近時の業績推移 .....	15
(3) 市場からの評価（株価推移、PBR 等の指標） .....	15
(4) 経営課題 .....	16
3 大株主の状況と本件の背景 .....	16
(1) 大株主の変遷 .....	16
(2) TOCOS が複数の機関投資家の積極的な投資対象となった背景.....	19
4 組織体制・コーポレートガバナンスの状況 .....	19
(1) 組織体制 .....	19
(2) 取締役会・監査等委員会・指名報酬委員会の構成 .....	20

<b>5 TOCOS 経営陣の変更</b> .....	<b>21</b>
(1) 調査対象期間における経営体制 .....	21
(2) 2025年6月定時株主総会における経営陣の交代 .....	22
<b>第3 調査対象期間における基本的な事実経緯</b> .....	<b>23</b>
<b>第4 本TOB 対応の検証結果</b> .....	<b>29</b>
1 検証の視点 .....	29
(1) M&A の場面における取締役の善管注意義務 .....	29
(2) 経済産業省策定に係る指針 .....	30
(3) 当委員会の検証の視点（判断基準） .....	31
2 本TOB 事案の検証 .....	32
(1) 本特別委員会の独立性及び実効性の確保に関する TOCOS の対応 .....	32
(2) 第三者算定機関の独立性及び実効性の確保に向けた TOCOS の対応 .....	40
(3) 対抗提案の機会確保及び情報開示に向けた TOCOS の対応 .....	49
<b>第5 本株主提案対応の検証結果</b> .....	<b>57</b>
1 検証の視点 .....	57
2 本反対意見に関する検証 .....	58
(1) 本反対意見の形成経緯 .....	58
(2) 本反対意見の記載に係る検証 .....	61
<b>第6 TOCOS のコーポレートガバナンス（原因分析の一環として）</b> .....	<b>70</b>
1 「攻めのガバナンス」に対する上場会社としての課題 .....	70
(1) 「攻めのガバナンス」に焦点をあてた原因分析（課題認識） .....	70
(2) TOCOS のガバナンスを検討する前提となる経営環境－資本効率を意識した経営 ....	70
2 取締役会改革の視点－取締役会の実効性の欠如 .....	71
(1) TOCOS における取締役会の実効性評価について .....	71
(2) モニタリングの実効性 .....	72
(3) 有事において監査等委員会に期待されていた役割が果たされていなかった .....	74
(4) 指名報酬委員会の機能不全 .....	75
(5) まとめ .....	76
3 取締役会改革の視点－多様性の確保 .....	76
4 人的資本（無形資産）への認識の欠如 .....	77

5 上場会社としての情報開示に関する課題	77
6 企業価値向上プランの不足	78
7 総括として	79
結語	80
1 当委員会の調査目的について	80
2 当委員会による関係者の行動規範の捉え方について	81
3 上場会社における株主との向き合い方	82

【主な定義語・略語集】

報告書表記	社名・説明等
TOCOS	東京コスモス電機株式会社
a 社	2025 年 6 月 10 日、TOCOS に対して本 TOB の開始予告を行う。
c 社	本 TOB 公表後の 2025 年 6 月 20 日、TOCOS に対して具体的な買収提案を行う。
d ファンド	2023 年以降、TOCOS の株式を 10%超保有する大株主
e 社	本 TOB 対応に関して TOCOS が選任した価格算定機関
f 社	d ファンドの運用会社
g 社	2023 年以降、TOCOS の株式を 10%超保有する大株主
h 社 又は FA	TOCOS のファイナンシャル・アドバイザー
i 法律事務所 又は LA	TOCOS のリーガル・アドバイザー
東証	東京証券取引所
本 TOB	a 社による TOCOS の普通株式に対する公開買付け
本 TOB 対応	本 TOB の開始予告に関する TOCOS の意見の決定及び公表に係る対応
本取引	TOCOS を a 社の完全子会社とする目的とする一連の取引
PJ-Flower	本 TOB のプロジェクト名
サクラ	本 TOB において TOCOS を指すコードネーム
ポピー	本 TOB において a 社を指すコードネーム
本特別委員会	TOCOS の 2025 年 4 月 21 日開催の取締役会において、本 TOB に係る手続の公正性等を担保する目的で設置が決議された、特別調査委員会
本定時株主総会	2025 年 6 月 24 日開催の TOCOS 第 68 回定時株主総会
本株主提案	d ファンドから 2025 年 4 月 21 日に、g 社から同月 23 日にそれぞれなされた、本定時株主総会における株主提案の総称
本株主提案対応	本株主提案に対する TOCOS の意見の決定、公表及び当該株主提案に関する株主を含む対外コミュニケーション
企業買収行動指針	経済産業省「企業買収における行動指針」(2023 年 8 月 31 日)
公正 M&A 指針	経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019 年 6 月 28 日)

【主な用語集】

用語	説明
DCF 法	会社が将来どれだけの資金を稼ぐかを予測し、その金額を、投資のリスクを加味した適切な割引率で割り引くことにより、会社の現在価値(企業価値)を求め、そこから会社の負債の額を差し引いて株主価値を求める(これを発行済株式数で割れば、1株の価値が得られる)という方法。
MBO	Management Buyout(マネジメント・バイアウト)。現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得すること。
PBR	Price Book-value Ratio(株価純資産倍率)。株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すもの。
DOE	Dividend On Equity ratio(株主資本配当率)。企業が株主資本に対してどの程度の配当を支払っているかを示すもの。
TOB	Take-Over Bid(公開買付け)
取引保護条項	M&Aに際し、第三者による横取りのリスクから取引を保護し、取引の実現可能性を高めるために合意される措置に関する条項。本件では、(i)本公開買付価格の102%(以下「本闘値」という。)以下の買付価格による対抗的公開買付けに対しては、いかなる場合もTOCOS取締役会が本公開買付けに対する賛同意見・応募推奨を撤回できること、(ii)本闘値を超える買付価格による対抗的公開買付けが行われ、TOCOS取締役会が本公開買付けに対する賛同意見・応募推奨を撤回できる場合も、TOCOSはa社が負担した取引費用相当額のブレークアップ・フィーをa社に対して支払わなければならないこと及び(iii)No-shop条項の総称のこと。
No-shop条項	対抗提案が行われにくくすることを目的として、対象会社が勧誘その他第三者からの対抗提案を積極的に誘引するような行為を行うことを禁止する条項。本件では、a社以外の第三者との間で、競合取引について、積極的に協議等を行うことを禁止する条項(ただし、TOCOSの取締役会が、外部弁護士の意見に基づき、協議等を行わないことがTOCOSの取締役の善管注意義務違反を構成すると合理的に判断する場合には、TOCOSが競合取引について協議等を行うことが例外的に許容される)をいう。
ネットキャッシュ	企業が保有する現金や預金、短期保有が目的の有価証券の合計から、有利子負債を差し引いた実質的な手元資金のこと。
バリュエーション	企業価値評価

## 第1 当委員会について

### 1 当委員会設置の経緯

東京コスモス電機株式会社（TOCOS）は、2023年以降、既存の大株主に替わって、投資ファンドであるdファンド及び中国に本拠を有する事業会社グループに属するg社が新たにTOCOSの株式をそれぞれ10%超保有する状況となり、そうした新規の大株主からの様々な提案・質問等に対応を要する状況にあった。

また、TOCOSは、2024年2月以降、米国に本拠を有するa社との間で、事業提携や経営統合を検討するようになった。この検討は、上記株主対応とも関連付けられながら継続的に行われ、最終的に、2025年6月24日開催の第68回定時株主総会（本定時株主総会）が2週間後に迫った同月10日、a社は、TOCOS普通株式に対する公開買付け（本TOB）の予告を行い、同日、TOCOSも、本TOBに対する賛同の意見表明及び株主に対する応募推奨（以下「本TOB賛同表明」という。）を行うに至った<sup>1</sup>。

a社によれば、このタイミングで本TOBの予告を行ったのは、本定時株主総会において上記大株主らから取締役選任に関する株主提案が提出されていることから、本TOBを本定時株主総会の議案に関する重要なテーマの一つとして提示することで、株主が今後のTOCOSの経営方針及び経営の受託者を判断するための材料を提供することが目的であったとのことである<sup>2</sup>。

本定時株主総会においては、本TOBの開始予告に関するTOCOSの意見の決定及び公表に係る対応（本TOB対応）を主導してきた会社提案の取締役らの選任議案は否決され、株主提案による取締役選任議案が可決されたことにより、TOCOSの経営陣が交代した（以下、この交代前後の取締役らをそれぞれ「旧経営陣」、「新経営陣」ということがある。）。また、TOCOSの大株主であり取締役選任議案を提案したdファンド、g社らが本TOBに応募しない意向を示したため、本TOB成立の見込みがなくなったとして、TOCOSは、2025年7月18日、本TOB賛同表明を撤回し、差し控える旨の意見を表明した。

その後、新経営陣が本TOB及び本定時株主総会に係る関連資料の確認等を実施したことろ、本TOB対応に際し、TOCOS旧経営陣が、TOCOSが起用した第三者算定機関による株式価値算定結果に関し、より低い価格となる算定方法の採用を要請していた疑義を示すメール（詳細は後記第4・2・(2)参照）など、旧経営陣による本TOB及び本定時株主総会における株主提案への対応に関し、ガバナンス上の問題点を示唆する事実が確認された。

これらの経緯を踏まえ、TOCOSは、2025年6月10日付の本TOB賛同表明に至る意見決定・公表のプロセス、並びに本定時株主総会における株主提案に対する意見<sup>3</sup>の決定・公表

<sup>1</sup> 2025年6月10日付「a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賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」参照。

<sup>2</sup> 同上

<sup>3</sup> 2025年6月5日付「dファンドからの株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」及び同日付「g社からの株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」（以下、総称して「本反対意見」という。）参照。

の経緯（以下「本調査対象事項」という。）について、その透明性を確保し説明責任を果たすため、TOCOS 及びその株主と利害関係を有しない外部専門家のみで構成される特別調査委員会（以下「当委員会」という。）の設置が必要と判断し、2025 年 8 月 8 日、当委員会を設置し、調査（以下「本調査」という。）を行うこととした。

## 2 調査事項（本調査の目的）

当委員会は、TOCOS から委嘱を受け、以下の事項を目的として本調査を行った。

- ① 本調査対象事項に関する事実関係の調査
- ② ①で明らかになった事実関係にかかる TOCOS の対応の適切性に関する検証・評価

## 3 当委員会の構成

当委員会は、調査の公正性・専門性を担保すべく、本件について特段の利害関係を有しない外部専門家である以下の者により構成された。

委員長 山口 利昭（山口利昭法律事務所 弁護士・公認不正検査士）

副委員長 矢田 悠（ひふみ総合法律事務所 弁護士・公認不正検査士）

委員 小島 冬樹（ひふみ総合法律事務所 弁護士）

また、当委員会は、本調査を補助させるため、以下の委員補佐を選任した。委員補佐も本件について特段の利害関係を有していない。

委員補佐 神村 泰輝（ひふみ総合法律事務所 弁護士・公認不正検査士）

同 長濱 俊晴（ひふみ総合法律事務所 弁護士）

当委員会の委員及び委員補佐は、法人としての TOCOS だけでなく、その新旧の経営陣、本 TOB 対応のために組成された特別委員会（本特別委員会）の構成員やアドバイザー、本 TOB の実施主体である a 社、TOCOS の大株主である d ファンド及び g 社と特段の利害関係を有しない。

また、当委員会は、委員補佐に加えて、ヒアリング等を踏まえ事務局業務の適正な遂行が可能と判断した TOCOS の役職員 4 名を事務局に選任し、事務連絡等の業務に従事させた。

さらに、当委員会は、デジタル・フォレンジックの専門事業者として株式会社 FRONTEO を起用し、デジタルデータの保全・解析業務に従事させた。

## 4 調査実施期間

2025 年 8 月 8 日から同年 11 月 26 日まで、前記 2 の事項に関して本調査を実施した。この期間中に、合計 18 回の調査委員会を実施した。

## 5 調査方法

### (1) 調査対象期間

原則として、d ファンド、g 社らによる TOCOS への投資が本格化した 2023 年から、当委員会設置前日の 2025 年 8 月 7 日までを調査対象期間とし、一部の調査事項については、調査の必要性、資料の存否等の事情に応じて、調査期間を短縮または延長した。

### (2) 関係資料等の分析・検討

当委員会は、TOCOS の人事及び組織に関する資料、本件に係る取締役会等の各種会議体の資料、その他本調査の目的に関連する関係資料等について分析及び検証を行った。これには、TOCOS が保有する関係資料のほか、その他の関係者から提出を受けた資料も含まれる。

### (3) ヒアリング

当委員会は、本件の事実関係及び原因・背景等を明らかにするため、現在又は過去の TOCOS の役職員及びその他の本調査の目的に関連すると思われる関係者らに対し、ヒアリングを実施した。その人数は 23 名、実施回数は合計 29 回である。

この点、当委員会は、TOCOS 前代表取締役社長である A 元社長（以下「A 元社長」という。）及び前専務取締役である B 元専務（以下「B 元専務」という。）に対し調査協力依頼書を送付しヒアリングの実施を要請したが、両名からは、当委員会設置の趣旨・目的が明らかでないため調査に協力することは困難であるとしつつ、書面による照会がなされた場合には書面での回答を含む適切な対応を検討する旨の回答があった。そのため、当委員会は両名に対して当委員会から書面での質問事項を送付し、両名から書面での回答書を受領したものの、ヒアリングは実施できなかった。

また、本 TOB 対応において TOCOS 側 LA を務めた i 法律事務所に対しては、調査の必要に応じて、書面による質問を行い、適宜回答を得た。

インタビュー 実施日	対象者氏名	ヒアリング実施時点の所属・役職
2025/8/18	[REDACTED]	TOCOS 管理本部経理部長
2025/8/19	R	元・TOCOS 管理本部（法務担当）※退職済
2025/8/19	[REDACTED]	TOCOS 管理本部人事総務部長
2025/8/20	[REDACTED]	TOCOS 執行役員管理本部副本部長兼事業企画部長
2025/8/27	E	TOCOS 執行役員管理本部長
2025/8/28	K	TOCOS 代表取締役社長
2025/8/29	[REDACTED]	TOCOS 管理本部経理部課長
2025/9/3	D	TOCOS 執行役員技術本部長

2025/9/4	[REDACTED]	TOCOS 執行役員営業本部副本部長兼海外営業部長
2025/9/5	[REDACTED]	[REDACTED] 代表取締役
2025/9/8	[REDACTED]	TOCOS 開発部新材料・プロセス課（労働組合委員長）
2025/9/10	S	元・TOCOS 執行役員管理本部副本部長 ※退職済
2025/9/18	G	TOCOS 社外取締役監査等委員
2025/9/19	F	TOCOS 社外取締役監査等委員
2025/9/22	R	元・TOCOS 管理本部（法務担当）※退職済
2025/9/25	R	元・TOCOS 管理本部（法務担当）※退職済
2025/9/26	I	TOCOS 社外取締役監査等委員
2025/10/2	H	TOCOS 社外取締役監査等委員（常勤）
2025/10/3	E	TOCOS 執行役員管理本部長
2025/10/10	E	TOCOS 執行役員管理本部長
2025/10/17	E	TOCOS 執行役員管理本部長
2025/10/17	K	TOCOS 代表取締役社長
2025/10/20	C	h 社 代表取締役
2025/10/31	D	TOCOS 執行役員技術本部長
2025/10/31	[REDACTED] [REDACTED]	b 社 所属
2025/11/6	T [REDACTED]	j 法律事務所 弁護士
2025/11/7	[REDACTED] [REDACTED]	e 社 所属
2025/11/13	E	TOCOS 執行役員管理本部長

#### (4) デジタル・フォレンジック調査

当委員会は、本件について正確な調査を行うため、デジタル・フォレンジック調査を行った。

すなわち、本件に関係する現在または過去の TOCOS 役職員に関し、TOCOS サーバ又は当該役職員に貸与された社用パソコン若しくは社用スマートフォンに保存されたデータを対象とし、保全・分析・レビューを実施した。キーワード及び AI によるスコアリングを経て、レビューを実施したデータ件数は、19,331 件である。

なお、A 元社長氏及び B 元専務に貸与された社用 PC 及び社用スマートフォンの解析については、両名が設定したログインパスワードを TOCOS において管理しておらず、両名に対してログインパスワードを尋ねたものの、両名ともに退任から時間が経っており失念したとしており、解析ができなかった。

### (5) 関連法令、実務に詳しい有識者からの意見聴取

当委員会は、法令や資本市場ルールの解釈・実務について、会社法・金融商品取引法の研究者である梅本剛正氏（甲南大学全学共通教育センター教授、前法学研究科教授）から適宜助言を得た。

## 6 検証に際しての基本的視座

上場会社である TOCOS は、本 TOB への賛同表明や本株主提案への反対意見表明を行い、本定時株主総会においてこれらを含む経営方針について株主の判断を仰いだが、結果として会社提案が否決され、経営陣が交代するに至った。そして、TOCOS 取締役会が当初賛同した本 TOB が、その後の株主総会での経営陣交代と大株主の不応募の意向表明を経て、最終的に賛同撤回に至るという異例の経過を辿っている。このような経緯を踏まえると、TOCOS としては、まずは一連のプロセスにおいて「何が起きたのか」という事実関係そのものについて、一般株主、従業員、取引先等のステークホルダーに対し客観的に説明する責任を果たすべき立場にある。

そして、前記 1 のとおり、TOCOS 旧経営陣による本 TOB 及び本定時株主総会における株主提案への対応に関しガバナンス上の問題点を示唆する事が検出されたという当委員会の設置経緯を踏まえ、当委員会として、本 TOB への賛同表明及び本株主提案への反対意見公表に係る意思決定プロセスに関し、各種法令や行動指針等への適合性を評価する基礎となる事実関係を調査・解明するとともに、調査の結果明らかになった事実関係について、以下の観点から検証・評価を行うこととした。

### ①M&A 局面における公正性の確保（本 TOB 対応）

本 TOB への対応において、株主共同の利益に資する判断がなされていたか、また、その判断プロセスにおいて、公正性担保措置が実質的に機能し、手続の公正性が確保されていたか。

### ②株主提案に対する意見形成・開示の適切性（本株主提案対応）

本株主提案に対する取締役会意見の形成及び公表、並びに委任状勧誘の過程において、株主の適切な判断に資する正確かつ十分な情報提供が行われていたか。

### ③コーポレートガバナンスの実効性と課題

上記①及び②のような有事において、TOCOS 旧経営陣の対応に不備があった場合、その背景として、平時からの TOCOS のコーポレートガバナンス体制にどのような課題があったのか、特に取締役会の監督機能、資本コストを意識した経営への取組み、及び情報開示の姿勢といった観点から指摘すべき点がないか。

当委員会としては、TOCOS からの諮問事項及び上記の基本的視座を踏まえれば、経営陣が交代した状況下において、説明の客観性を担保するためには、新経営陣による社内調査ではなく、外部有識者のみによる当委員会による調査による合理性があるものと考えた。

当委員会は、独立した立場から事実関係の存否について調査を行い、それに基づく意見を述べるが、その調査結果に基づく最終的な評価（例えば、関係者の責任追及の要否についての判断等）は、本報告書を受領した TOCOS において行われるものであり、当委員会の目的はあくまでも TOCOS がステークホルダーへの説明を果たすための事実の解明にある。

## 7 その他留意事項

### (1) 任意調査の限界

当委員会の調査は、法令上の強制的な権限に基づくものではなく、あくまで関係者らの任意の協力に基づいて実施されたものであり、入手可能な人的・物的証拠には自ずと一定の限界がある。

### (2) 時間的制約及び証拠の散逸による限界

当委員会は、調査の目的に照らし、時間的制約がある中で調査を実施した。そのため、TOCOS から提供を受けた関係資料の精査については、原則として関係資料の作成主義が真正であることを前提として依拠せざるを得ない点や、会議体でのやりとりについては原則として議事録に依拠せざるを得ない点、過去の古い資料・データについて滅失又は破棄・消去されたものがあり得る点などにおいて、質的・量的な限界が存在する。当委員会が収集した以外の関係資料等が存在し、あるいは、当委員会がヒアリングを実施できなかった関係者を通じて、これまでのヒアリングで得られた供述等に事実と異なる内容が含まれていることが発覚した場合には、当委員会の調査の事実認定が変更される可能性がある。

### (3) 開示版の公表に対する免責

当委員会は、TOCOS から依頼を受けて本調査を行い、その調査結果を TOCOS へ報告したものであり、当該調査及びその結果について、TOCOS 以外の第三者に対して何ら責任を負わない。

### (4) 当委員会による検証・評価に関する限界

前記 6 のとおり、当委員会は、責任調査委員会ではなく、関係者の法的責任等について直接、判断・評価するものではない。この点、後述するとおり、当委員会が旧経営陣の対応を検証・評価するにあたっては、本件のような事案における取締役らの行動に関する直接的な規制・規範がないことを踏まえ、取締役の善管注意義務に関する議論を参照しつつ、かかる観点から問題があったかについて評価を行った箇所が存在するが、かかる当委員会の評価

は、法的責任についての判断を示したものではなく、仮に今後本件に関する司法判断がなさ  
れる場合であっても、本報告書の評価とは異なる判断が示される可能性がある。

## 第2 TOCOSの概要

### 1 沿革・事業概要

TOCOSは、1957年6月に設立され、可変抵抗器製造販売を開始した。事業拡大に伴い、1961年10月に東京証券取引所（東証）市場第二部に株式を上場し、その後、2022年4月に東証の市場区分の変更に伴って東証スタンダード市場に移行した。TOCOSの従業員数は、2025年3月31日現在、連結で629名、単体で88名である。

TOCOSの現在の事業は、可変抵抗器事業・車載用電装部品事業・その他事業に分類される。

可変抵抗器事業は、TOCOS設立時から手掛けている、様々な機器に使用される可変抵抗器の製造販売を行うものであり、主な用途は、防衛向け通信端末、産業機械、オフィス・家庭用機器、電源等である。

車載用電装部品事業は、ガソリン車・電気自動車双方に使用される機器の製造販売を行うものであり、主な用途は、乗用車・自動二輪車、農機・建機、電動シニアカー等である。

いずれの事業においても、抵抗素材に関する先進技術力、品質力、小ロット・多品種対応力を強みとして、グローバルトップ5の市場シェアを保持している。

## 2 経営状況と市場の評価

### (1) 直近の業績<sup>4</sup>

2025年3月期における世界経済は、ウクライナ情勢の長期化や中東問題などの国際的な地政学リスクの高まり、中国経済における不動産市場の停滞の長期化など、依然として先行きは不透明な状況が続いた。

日本経済は、堅調な企業収益に伴う設備投資意欲や雇用・所得環境の改善、インバウンド需要の増加など、改善の兆しあるもの、物価上昇や中国経済の減速による影響が続いた。

このような情勢の下、TOCOSは2024年4月2日に開示した、第2次中期経営計画の目標達成に向けて専門性の高い人財への投資、研究開発への投資を通じた成長ドライバーの構築、生産性向上による付加価値の向上等の安定的収益体质の維持等、各種取り組みの推進をしてきた。

販売面においては、需要増加や在庫調整の解消による受注の回復が、可変抵抗器事業を下支えした。車載用電装部品事業では国内自動車メーカーの生産が堅調に推移した。その結果、売上高は10,506百万円（前期比0.7%）となった。

利益面では生産性の向上に努めたが、原材料費の高騰の影響、また、研究開発への注力を行った結果、営業利益は1,040百万円（前期比17.5%減）となった。営業外損益は、為替が前年度に比べ円高基調に推移したことにより為替差損を33百万円計上し、経常利益は1,028百万円（前期比26.7%減）となった。法人税、住民税及び事業税を289百万円、子会社の繰

<sup>4</sup> 第68期（2025年3月期）有価証券報告書より。

延税金資産の評価性等の見直しなどで法人税等調整額を 28 百万円それぞれ計上し、親会社株主に帰属する当期純利益は 709 百万円（前期比 26.3% 減）となった。

セグメント毎の状況は下表のとおりである。

可変抵抗器	需要増加や在庫調整の解消による受注回復が可変抵抗器事業を下支えしたことにより、売上高は 4,153 百万円（前期比 1.7%）となった。セグメント利益（営業利益）は、1,160 百万円（前期比 2.4% 増）となった。
車載用電装部品	国内自動車メーカーの生産が堅調に推移したことにより、売上高は 6,236 百万円（前期比 1.9% 増）となった。セグメント利益（営業利益）は、965 百万円（前期比 12.5% 増）となった。
その他	売上高は 115 百万円（前期比 49.5%）となった。セグメント利益（営業利益）は 52 百万円（前期比 43.7% 減）となった。

## (2) 近時の業績推移<sup>5</sup>

過去 5 年間の TOCOS の連結業績は下表のとおりである。

(単位：百万円)

	2021/3 期	2022/3 期	2023/3 期	2024/3 期	2025/3 期
売上高	7,865	9,511	10,712	10,434	10,506
営業利益	48	795	1,349	1,261	1,040
営業利益率	0.6	8.4%	12.6%	12.1%	9.9%
経常利益	201	885	1,519	1,403	1,028
経常利益率	2.5%	9.3%	14.2%	13.5%	9.8%
当期純利益	△161	631	1,174	962	709
当期純利益率	△2.0%	6.6%	11.0%	9.2%	6.7%

## (3) 市場からの評価（株価推移、PBR 等の指標）

過去 5 年間の各事業年度末における株価及び PBR の推移は以下のとおりである。

	2021/3 期	2022/3 期	2023/3 期	2024/3 期	2025/3 期
1 株当たり純資産 (BPS) (円)	2,605.03	3,305.91	4,162.86	5,187.13	5,604.56
決算期末株価 (円)	960	1,610	2,178	3,385	6,200

<sup>5</sup> 第 64 期・第 65 期・第 66 期・第 67 期・第 68 期（2021 年 3 月期～2025 年 3 月期）の各有価証券報告書より。

PBR	0.37 倍	0.48 倍	0.52 倍	0.65 倍	1.11 倍
-----	--------	--------	--------	--------	--------

#### (4) 経営課題

TOCOS による本 TOB 賛同表明時点において認識されていた経営課題は、以下のとおりとされている。

- ・ TOCOS の可変抵抗器事業については、高い営業利益率を維持しているものの、可変抵抗器の市場の成熟化を受け、大きな売上高増が難しい状況となっている。
- ・ 車載用電装品事業においては、特に車載用ヒーターの分野において、直近の 10 年間で売上高を大きく伸ばし、利益を確保しているものの、車載用電装部品の市場は競合が多く、価格競争も厳しいことから、利益率では可変抵抗器事業よりも低い状況が続いている。
- ・ 地域別の売上についてみると、日本国内の売上高は上昇しているものの、海外地域（特に北米及び欧州）での販売が伸び悩んでいる状況が存在している。特に北米及び欧州の自動車市場においては、需要地生産が可能か否かが重要になるが、TOCOS が、これから単独で北米又は欧州に生産拠点を設けることは困難である。
- ・ 自動車産業における今後の技術革新（自動運転、電気自動車（EV）等）によっては、今までの供給製品の市場が急速に減少する懸念がある一方で、技術革新による新たな市場の創出に伴い、TOCOS の車載用ヒーター等の販売を拡大する商機にもなり得る。かかる商機を捉えるため、また高価格帯製品の市場における取引拡大のためには、研究開発人材の確保・育成が急務であるが、日本における構造的な人手不足に加えて、新規事業開発に必須の研究開発人材（エンジニア等）の供給不足のために、新事業開発や事業規模拡大に不可欠なグローバル人材の獲得が難航している。

### 3 大株主の状況と本件の背景

#### (1) 大株主の変遷

TOCOS の各事業年度末における株主の状況は下表のとおりである（所有株式数の割合は、小数点第 3 位以下は切り捨てて表示）。

2022 年 3 月期末時点において g 社の所有株式数が 5% を超え、2023 年 3 月期末時点においてはコスモス取引先持株会に替わって g 社が筆頭株主となり、2024 年 3 月期末時点において g 社の所有株式数及び d ファンドの所有株式数がいずれも 10% を超えることとなった。

2025 年 3 月期末時点においては、d ファンドの所有株式数は合計で 23%、g 社の所有株式数は 15% をそれぞれ超えることとなった。

[2021 年 3 月期]

氏名又は名称	所有株式数（千株）	発行済株式（自己株式を除く。）の総数に対する所有株式数の割合（%）
コスモス取引先持株会	82	5.42

セコム損害保険(株)	47	3.13
(株)三菱 UFJ 銀行	43	2.85
(株)岡三証券グループ	40	2.63
清水利夫	36	2.38
三菱商事(株)	34	2.27
丸庸夫	21	1.43
(株)りそな銀行	21	1.42
コスモス持株会	19	1.31
坂田 勇樹	19	1.25
計	365	24.14

[2022年3月期]

氏名又は名称	所有株式数(千株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
コスモス取引先持株会	86	6.10
成成(株)(g社)	77	5.44
上田八木短資(株)	52	3.68
セコム損害保険(株)	47	3.36
(株)岡三証券グループ	40	2.82
GMO クリック証券(株)	23	1.68
丸庸夫	21	1.53
松井証券(株)	20	1.43
秋元利規	20	1.41
成川武彦	20	1.41
計	409	28.89

[2023年3月期]

氏名又は名称	所有株式数(千株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
成成(株)(g社)	95	6.72
コスモス取引先持株会	90	6.35
日本証券金融(株)	49	3.46
セコム損害保険(株)	47	3.34
江川源	40	2.87
(株)岡三証券グループ	40	2.81

JP モルガン証券(株)	23	1.64
丸庸夫	21	1.52
秋元利規	20	1.40
成川武彦	20	1.40
計	448	31.51

[2024年3月期]

氏名又は名称	所有株式数(千株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
成成(株)(g 社)	170	12.62
コスモス取引先持株会	93	6.91
GLOBAL ESG STRATEGY2(常任代理人立花証券(株))(d ファンド)	75	5.56
GLOBAL ESG STRATEGY(常任代理人フィリップ証券(株))(d ファンド)	49	3.67
セコム損害保険㈱	47	3.52
GLOBAL ESG STRATEGY(常任代理人立花証券(株))(d ファンド)	46	3.45
㈱岡三証券グループ	40	2.96
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB) (常任代理人野村證券(株))	37	2.79
秋元利規	23	1.70
丸庸夫	21	1.60
計	605	44.84

[2025年3月期]

氏名又は名称	所有株式数(千株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
成成(株)(g 社)	208	15.41
GLOBAL ESG STRATEGY(常任代理人立花証券(株))(d ファンド)	107	7.92
コスモス取引先持株会	97	7.19
GLOBAL ESG STRATEGY2(常任代理人立花証券(株))(d ファンド)	93	6.91

GLOBAL ESG STRATEGY（常任代理人フィリップ証券株）(d ファンド)	87	6.45
セコム損害保険株	47	3.52
(株)岡三証券グループ	40	2.95
Global ESG Strategy2（常任代理人フィリップ証券株）(d ファンド)	26	1.93
秋元利規	23	1.70
黄聖博	22	1.62
計	751	55.63

## (2) TOCOS が複数の機関投資家の積極的な投資対象となった背景

TOCOS の株価は、前記 2・(3)のとおり、g 社の積極的な投資対象となった 2022 年 3 月期頃は、PBR が 0.5 未満という割安な状況が続いており、バリュー投資の対象となりやすい状況にあった。

また、財務面では、2023 年以降、ネットキャッシュがプラスの状況であり、投資家側からは、余剰資金を有効に活用できていない、株主還元を行うべきといった指摘を受けやすい状況にあった。

また、株主構成については、2022 年 3 月期以降、新規の機関投資家らが TOCOS 株式の保有を開始し、これらの株主の持株比率が上昇していたことから、株価上昇につながる株主提案の賛同が得られやすい状況であった。

事業環境の観点からは、TOCOS の事業のうちとりわけ可変抵抗器については、市場としては縮小傾向にあるものの、競合他社が少なく、前記 2・(3)のとおり、営業利益率は 2023 年 3 月期以降 10% 程度という高い水準で推移していた。また、TOCOS の人材、技術及び中国事業に魅力を感じる投資家も存在しており、今後の中国事業の展開に期待する向きもあった。

以上のような要因から、TOCOS は、複数の機関投資家にとって魅力のある投資対象であり、株式の買い増しが行われていったと考えられる。

## 4 組織体制・コーポレートガバナンスの状況<sup>6</sup>

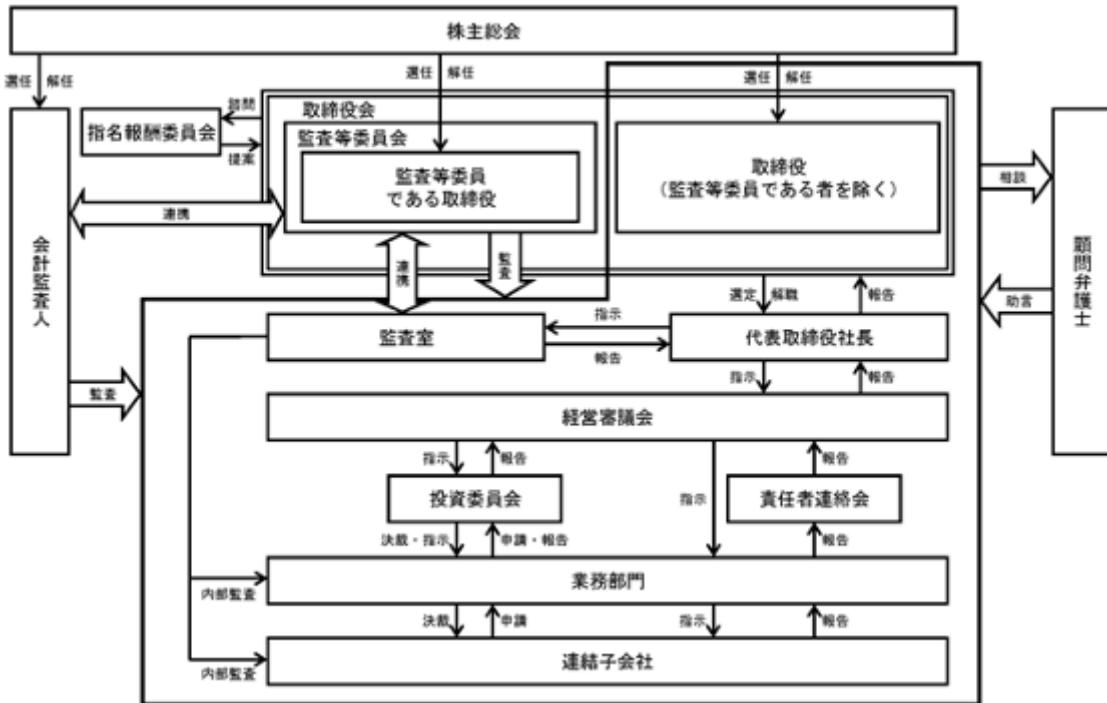
### (1) 組織体制

TOCOS の組織体制・コーポレートガバナンス体制の概要は、概ね下図のとおりである(2025 年 7 月 25 日時点)。

TOCOS は、監査等委員会設置会社であり、また任意の諮問機関として指名報酬委員会を設置している。TOCOS は、自社の経営形態や企業規模を踏まえ、指名委員会等設置会社よ

<sup>6</sup> 第 64 期有価証券報告書及びコーポレートガバナンス報告書

りも取締役への監視機能をより発揮できるという観点から、監査等委員会設置会社制度を採用しているとのことである。



## (2) 取締役会・監査等委員会・指名報酬委員会の構成

2025年3月期末時点におけるTOCOSの取締役会、監査等委員会、指名報酬委員会その他の会議体の概要は、以下のとおりである。

### ア 取締役会

取締役会は、経営の意思決定機関であり、取締役8名で構成されている。原則として、取締役会を月1回開催するほか、必要に応じて臨時取締役会を開催し、経営に関する重要事項を協議し、決議することとされている。取締役8名のうち4名は社外取締役である。

なお、TOCOSはいわゆる執行役員制度を導入しており、職務の執行は、執行役員（取締役兼務者を含む）が取締役会の決議に基づいて役割を分担し、業務執行を行っている。

2025年6月定時株主総会終了時点における取締役の構成については、後記5・(2)参照。

### イ 監査等委員会

監査等委員会は4名で構成され、全員が社外取締役であり、独立した立場で監査等委員としての責務を果たすこととされ、各監査等委員は、それぞれの分野において高い専門知識や豊富な経験を有し、独立した立場から、適宜TOCOSの業務執行の適法性及び妥当性について監査・監督をするものとされている。監査等委員会については、会社法上、常勤監査等委

員の選定は義務付けられていないが（会社法390条3項対比）、TOCOSにおいては、1名の常勤監査等委員が選定されている。

#### ウ 指名報酬委員会

指名報酬委員会は、取締役会及び監査等委員会の任意の諮問機関と位置付けられており<sup>7</sup>、取締役等の指名、役職の選定及び報酬に関する事項について審議し、取締役会及び監査等委員会に提案するとされている。指名報酬委員会は、社外取締役及び取締役会の決議によって選定された取締役で構成され、委員は3名以上で、その過半数は社外取締役でなければならないとされている。

#### エ その他会議体

常勤取締役、常勤執行役員等をメンバーとする経営審議会を原則として週1回開催し、生産・販売・研究開発を中心とした意思決定と業務執行の迅速な対応を行うこととされている。

その他、グループ経営の効率を高めるため、常勤取締役、常勤執行役員、部長及び子会社の代表取締役で構成する責任者連絡会を週1回開催し、情報交換とスピーディーな問題解決に向けて対応を図るとされている。投資案件については、「投資委員会規定」に基づき投資委員会を月1回開催し、投資の適否を審査するとされている。

### 5 TOCOS 経営陣の変更

#### （1）調査対象期間における経営体制

調査対象期間における各定期株主総会終結前の経営体制の推移は、以下のとおりである。

	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期
A 元社長	代表取締役社長		
B 元専務	専務取締役営業本部長		
	取締役品質保証本部長（～2024/6）		
	取締役技術本部長（～2024/6）		
	取締役管理本部長（～2024/6）		
D		取締役技術本部長、品質本部長	
E		取締役管理本部長	
	取締役監査等委員（～2024/6）		
	社外取締役監査等委員（～2024/6）		
F	社外取締役監査等委員		

<sup>7</sup> TOCOS の指名報酬委員会規則による。

G	社外取締役監査等委員
H	社外取締役監査等委員 (常勤)
I	社外取締役監査等委員

**(2) 2025年6月定時株主総会における経営陣の交代**

2025年6月定時株主総会において新たに選任された経営陣は以下のとおりである。

J	社外取締役会長
K	代表取締役社長 兼 取締役会議長
L	代表取締役副社長 COO
M	専務取締役海外事業担当
N	常務取締役 Chief Transformation Officer
O	社外取締役
P	社外取締役
Q	社外取締役
H	社外取締役監査等委員 (常勤)
F	社外取締役監査等委員
G	社外取締役監査等委員
I	社外取締役監査等委員

### 第3 調査対象期間における基本的な事実経緯

調査対象期間における、本TOB対応及び本株主提案対応に関する基本的な事実経緯は、以下のとおりである。区別のため、本株主提案対応に係る事実関係については、該当する事実経緯の日付に\*を付している。

なお、以下は概要であり、本調査との関係で重要な事項については後記第4において更に詳述している。

2023/6/16*	g社の議決権保有割合が10%を超える <sup>8</sup>
2023/12/7*	dファンドの運用会社であるf社の議決権保有割合が10%を超える <sup>9</sup>
2023/12/22*	A元社長がf社(dファンド)と面談
2024/2/15	TOCOS役員等4名が米国a社本社を訪問
2024/2/19*	f社(dファンド)が株主順位第1位に <sup>10</sup>
2024/2/26	TOCOS取締役会において、A元社長より、a社本社を訪問したこと、今後秘密保持契約を締結し、協業の方向で検討を進めていく旨報告
2024/3/28*	f社(dファンド)が、TOCOS取締役会に対し「貴社経営陣に対するご要請事項」と題する書面を送付
2024/4/2	TOCOSが「第2次中期経営計画」を公表(2029年度の売上高の目標値は135億円とされている)
2024/4/5*	f社(dファンド)から「取締役及び取締役候補者との個別面談のご要請」と題する書簡を受領
2024/4/23*	TOCOSがdファンドから、第67回定時株主総会について、以下の議題に関する株主提案を行う旨の書面を受領 議題1: 剰余金処分の件 議題2: 定款一部変更の件(剰余金の配当方針について) 議題3: 定款一部変更の件(取締役による株主との面談対応について)
2024/4/28	TOCOSがa社との間で守秘義務契約(Confidentiality Agreement)を締結
2024/5/10*	TOCOSがdファンドから2024年6月25日開催の第67回定時株主総会に株主提案をする旨の書面を受領した旨を開示

<sup>8</sup> g社について、異動前(2023年5月26日現在)議決権の数1,305個、総株主の議決権の数に対する割合9.47%から、異動後(2023年6月16日現在)議決権の数1,465個、総株主の議決権の数に対する割合10.87%になる。

<sup>9</sup> f社(dファンド)について、異動前(2023年10月20日現在)議決権の数1,099個、総株主の議決権の数に対する割合8.25%から、異動後(2023年12月7日現在)議決権の数1,366個、総株主の議決権の数に対する割合10.25%になる。

<sup>10</sup> f社(dファンド)について、異動前(2024年2月9日現在)議決権の数1,704個、総株主の議決権の数に対する割合12.79%、大株主順位第2位から、異動後(2024年2月19日現在)議決権の数1,791個、総株主の議決権の数に対する割合13.44%、大株主順位第1位になる。

2024/5/20*	TOCOS の取締役会が d ファンドによる株主提案について反対する旨を決議
2024/5/22*	d ファンドが株主提案に関する補足資料を開示
2024/6/5	TOCOS が第 67 回定時株主総会招集通知を発送
2024/6/12*	d ファンドが第 67 回定時株主総会における議決権の行使方針についてプレスリリース
2024/6/17*	d ファンドが、TOCOS による d ファンドの株主提案の内容の説明において、事実と異なる内容を公表し、株主に誤解を与え、その議決権行使に重大な影響を与えるかねない説明がされていることを確認した旨プレスリリース
2024/6/21*	TOCOS が、d ファンドによる 2024 年 6 月 17 日付けプレスリリースの主張について反対であり、TOCOS が d ファンドの株主提案（第 7 号議案）に反対であることを、あらためて知らせる旨を開示
2024/6/25	TOCOS 第 67 回定時株主総会決議（会社提案が承認可決され、株主提案はいずれも否決）
2024/7/29	c 社取締役らが TOCOS に来社し、E 氏らと面談
2024/7/29 ~ 2024/7/30	a 社が、TOCOS 本社、工場を訪問し、両社経営陣間にて協業に関し具体的な検討を開始
2024/9/6	TOCOS が FA として h 社を選任
2024/10/4	A 元社長・B 元専務が E 氏・D 氏・S 氏・R 氏に対し、a 社との提携の検討について説明
2024/11/4	TOCOS が、a 社から、本公司買付価格を 5,400 円～5,600 円とする提案及びデュー・ディリジェンスその他の本取引に関する提案を含む本取引に関する初期的な意向表明書（第 1 回提案）を受領
同日	TOCOS が LA として i 法律事務所を選任
2024/11/11	TOCOS 取締役会において、A 元社長より、a 社から TOCOS を a 社の 100% 子会社とした旨の法的拘束力のない意向表明書（LOI）を受領したこと、「真摯な買収提案」 <sup>11</sup> として前向きに検討する旨の書面を a 社に回答したい旨の提案がされ、これを承認
2024/11/21	TOCOS が、a 社との間で、デュー・ディリジェンスの受け入れ等のため、双方に秘密保持義務を課すこと等を定めた秘密保持契約(Confidentiality Agreement)を締結

<sup>11</sup> 経済産業省「企業買収における行動指針」（2023 年 8 月 31 日）（企業買収行動指針）では、「経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる」（企業買収行動指針 3.1.1）、また、「『真摯な買収提案』に対しては『真摯な検討』をすることが基本となる」（企業買収行動指針 3.1.2）とした上で、「真摯な買収提案」の該当性に関する考慮要素等を定めている（同上）。

2025/1/1～	a 社が TOCOS に対するデュー・ディリジェンスを実施
2025/2 [REDACTED] [REDACTED]	a 社が、 TOCOS [REDACTED] を訪問、 その後 [REDACTED] に関するセッション
2025/2/18	TOCOS が、d ファンドの運用会社である f 社から書面にて、取締役会宛に TOCOS の非公開化及びそれを前提としたデュー・ディリジェンスを企図した、法的拘束力を有しない意向表明書を受領
2025/2/26	TOCOS が f 社に対し、2 月 18 日の意向表明書ではデュー・ディリジェンスの受入れ及び「真摯な検討」（企業買収行動指針 3.1.2）を要するかの検討を行うために必要十分な情報が記載されていないとして、f 社が考える事業会社の運営・事業再構築に係わった経験と実績、買収者・資金の裏付けに関するより明確な情報及び経営方針の実施に堪える人材を擁しているかに関する情報提供を求める書面を電子メールで送付
同日	g 社との IR 面談において、g 社を通じて、c 社から TOCOS の企業価値向上に向けた事業運営上の協議を要望する書面（要望書面）を受領
2025/3/28	TOCOS が c 社と上記要望書面の内容についてウェブ面談
2025/4/1	TOCOS は、c 社の要望書面の内容を検討し、要望書面の内容は、買収対価等の主要な取引条件の提示等がなされておらず、TOCOS の事業運営に関する抽象的な提案であり、「真摯な買収提案」（企業買収行動指針 3.1.2）に当たらないと判断し、c 社に対し、企業価値の向上に資する意見として受領する旨メールにより回答
2025/4/11	TOCOS が a 社の経営幹部らとオンラインでの面談。a 社におけるデュー・ディリジェンスを、同年 5 月 1 日を目途に完了させる予定であること、a 社における本取引実行に関する最終的な機関決定はかかるデュー・ディリジェンスの完了を待って行う予定であること、しかしながら a 社としては本取引に前向きであり、デュー・ディリジェンスの結果に大きな支障がなければ本取引を実行したい意向があること等を確認
2025/4/21	TOCOS が本特別委員会を設置 ※以降、第 1 回（2025 年 4 月 25 日）から第 21 回（同年 7 月 10 日）まで開催
同日*	TOCOS が d ファンドから、本定時株主総会決議について、以下の議題に関する株主提案を行う旨の書面を受領 議題 1：取締役（監査等委員である取締役を除く）5 名選任の件 議題 2：取締役（監査等委員である取締役を除く）報酬等の額設定の件
2025/4/23*	TOCOS が g 社から、本定時株主総会決議について、以下の議題に関する株主提案を行う旨の書面を受領 議題：取締役（監査等委員である取締役を除く）3 名選任の件

2025/4/28	TOCOS が第三者算定機関として e 社を選任
2025/4/30	TOCOS が、a 社から、本取引を行うために TOCOS 株式の全て（但し、TOCOS が所有する自己株式を除く。）を取得すること、及び、1 株当たり 6,910 円の公開買付価格で公開買付けを行うことを提案する旨の意向表明書（第 2 回提案）を受領
2025/5/1*	TOCOS が d ファンド及び g 社から株主提案を受領した旨を開示
2025/5/2	TOCOS が a 社に対して第 2 回提案について適切なプロセスにて具体的な検討を進める旨を回答
2025/5/6	TOCOS が、a 社に対し、公開買付価格を再検討するよう、電子メール及びウェブ会議により要請
2025/5/7	TOCOS が、a 社に対し、再度、公開買付価格を再検討するよう、ウェブ会議により要請
2025/5/9	e 社によるマネジメント・インタビュー
2025/5/12	本特別委員会が、独自の第三者算定機関として b 社を選任
2025/5/15	第 6 回本特別委員会において、e 社の初期的な算定結果の報告 DCF 法による算定として、第 2 次中期経営計画で開示された 5 年間の計画に基づく算定結果（下限 8,058 円）のほか、2027 年度までの 3 年間の計画に基づいた算定結果（下限 6,955 円）など記載
2025/5/19	TOCOS が、c 社から、TOCOS との早期の事業運営上の協議・意見交換の場を設けたいとの「貴社企業価値最大化に向けた提携のご提案ならびに協議開始のお願い」と題する書面を電子メールにより受領
2025/5/21*	TOCOS が、d ファンドによる 2 つの議題に関する株主提案に反対することを取締役会で決議した旨を開示
同日*	TOCOS が、g 社による 1 つの議題に関する株主提案に反対することを取締役会で決議した旨を開示
2025/5/22	TOCOS が、a 社から、本取引を行うために TOCOS 株式の全て（但し、TOCOS が所有する自己株式を除く。）を取得すること、及び、1 株当たり 7,100 円の公開買付価格で公開買付けを行うことを提案する旨の意向表明書（第 3 回提案）を受領
2025/5/26	TOCOS 側 FA が、本特別委員会に対し「サクラの株価算定（バリュエーション）に対する意見」と題する意見書を提出
2025/5/27	TOCOS が a 社に対し公開買付価格を再検討するよう、電子メール及びウェブ会議により要請
2025/5/29	第 10 回本特別委員会 本公開買付価格が e 社の DCF 法による算定結果（今後 5 年間の計画に基づき試算）のレンジの下限を下回る価格であること等を理由に、一般株主

	に対し本 TOB への応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められず、本 TOB に応募するか否かは TOCOS の株主の判断に委ねる旨の暫定版答申意見を説明
2025/5/30	TOCOS が e 社に対し、「株主価値算定業務に関する質問」と題する書面を送付。同書面には、e 社の初期的算定結果において「DCF 法（期間 3 年）を削除され、DCF 法（期間 5 年）のみを提示された理由をご説明いただきたく。」と記載され、TOCOS 側 FA が 5 月 26 日にメールにて行った「DCF 法の期間 3 年の記載を戻すか、それをメインに記載頂きたい。」と記載
2025/5/31	TOCOS が a 社に対し 1 株あたり 8,238 円を上回る公開買付価格とするよう要請
2025/6/4	TOCOS が、a 社から、公開買付価格を 1 株当たり 8,250 円（配当控除前）とする提案（第 4 回提案）を受領
2025/6/5	d ファンドが「東京コスモス電機株式会社に対する株主提案に関する説明資料」と題する資料を公表
2025/6/8	TOCOS が、a 社から、公開買付価格を 1 株当たり 8,075 円（配当控除後）とする提案（最終提案）を受領
2025/6/9	TOCOS が選任した第三者算定機関である e 社から株式価値算定書を取得
同日	本特別委員会が選任した第三者算定機関である b 社から株式価値算定書を取得
2025/6/10	本特別委員会から、本 TOB への賛同・応募推奨は妥当である旨の答申書の提出を受ける
同日	TOCOS 取締役会において、a 社による本 TOB に関して、賛同の意見を表明するとともに、株主に対して、本 TOB への応募を推奨することを決議した旨を開示。a 社との間で、公開買付けに係る合意書を締結
同日	TOCOS が、a 社との間で公開買付契約を締結したことから、同契約において TOCOS に課せられた競合取引に関する交渉を行わない義務に抵触することを避けるためとして、c 社との協議を断る予定である旨を開示
2025/6/19	e 社が、TOCOS から受領した文書に対する返答として、「受領したレターに対するご回答」と題する書面を送付。同書面には、「一般株主の利益確保、すなわちより高い株価での交渉が求められるものと理解していた中、理論株価を押し下げる結果となるような事業計画前提の採用をご希望されるなど、弊社としては一定の混乱がございました。」と記載
2025/6/20	c 社から「企業価値の最大化に向けた貴社株式取得に関する意向表明書」を受領
2025/6/24	本定時株主総会

	会社提案の取締役選任議案が否決され、株主提案の取締役選任議案がいずれも承認可決
2025/7/9	TOCOS が、c 社に対し、2025 年 6 月 20 日付の意向表明書記載の提案の実現可能性がないため、これ以上の検討を行わない旨を書面で通知
2025/7/16	c 社が、TOCOS に対し、本 TOB が成立することが合理的に見込まれないため、2025 年 6 月 20 日付の意向表明書を撤回する旨を書面で通知
2025/7/17	本特別委員会が、2025 年 6 月 10 日付答申を撤回し、本 TOB への賛同意見表明及び応募推奨を「差し控えるのが妥当と考える」旨の最終答申書を TOCOS 取締役会に提出

## 第4 本TOB対応の検証結果

### 1 検証の視点

#### (1) M&Aの場面における取締役の善管注意義務

取締役は、会社との委任関係に基づき、善良な管理者としての注意義務（善管注意義務、会社法330条・民法644条）及び会社に対し忠実にその職務を行う義務（忠実義務、会社法355条）を負う。この取締役の善管注意義務・忠実義務は、会社法の明文上、会社に対して負うものとされ、取締役が株主に対して何らかの義務を負うことは規定されていない。

この点、取締役が通常の事業活動に関する職務を行う際には、会社の利益を図れば、当然に、企業価値ひいては株式価値の増加を通じて、株主の共同の利益も図られることになる。他方、取締役の職務の中には、M&Aに係る決定等のように、会社の利益を通さず、直接に、株主の共同の利益に影響を与えるものがある。このような場合に、取締役が株主の共同の利益を図る義務が存在するかについては、会社法の明文上規定されていない。

これに関し、営利法人である会社では、その構成員（実質的所有者）である株主の利益の最大化が基本原則とされるべきであり、取締役は、一般に、株主共同の利益を図るようにその職務を行うべきであるとする見解が有力に主張されている。この見解によれば、取締役は、株主の共同の利益を図るように、善管注意義務を尽くして、買収対価その他の買収条件に関する買収者との交渉や決定を行う義務（「株主の共同の利益を図る義務」）を負うと解され、取締役がこの義務に反することは任務の懈怠であり、それについて悪意または重過失があれば、会社法429条1項により、それによって損害を被った株主に対し、損害賠償責任を負うことになるとされる。そして、かかる義務は、MBOのような構造的な利益相反のある取引に限らず、買収条件をめぐって買収者と交渉する場合一般について妥当するとされる<sup>12)</sup>。

裁判例においても、取締役の上記「株主の共同の利益を図る義務」を認めたと解されるものが存在する（東京高判平成25・4・17判時2190号96頁〔レックス・ホールディングス事件〕<sup>13)</sup>）。当該裁判例は、MBOの事案に関するものであるが、取締役について、「善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務」（公正価値移転義務<sup>14)</sup>）及び「株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見

<sup>12)</sup> 田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報88巻10号22~23頁、田中亘『会社法〔第5版〕』（東京大学出版会、2025）〔以下「田中会社法」で引用〕670~671頁参照。

<sup>13)</sup> 「株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される。」、「MBOにおいて、株主は、取締役（及びこれを支援するファンド）が企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるから、取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである。」。

<sup>14)</sup> 「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合…でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」

表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務」(適正情報開示義務<sup>15)</sup>を認めている。また、その後の裁判例においては、取締役の株主に対する責任と会社に対する責任とを区別しつつ、後者に関し、企業価値の移転について「公正を害する行為」を行わない義務を認めている（大阪高判平成 27・10・29 判時 2285 号 117 頁〔シャルレ事件〕<sup>16)</sup>。

以上によれば、本 TOB への対応の場面において、TOCOS の当時の取締役は、その善管注意義務の一環として、株主との関係で「株主の共同の利益を図る義務」を負うとともに、会社との関係においても、企業価値の移転について「公正を害する行為」を行わない義務を負っていたものと解される。

## (2) 経済産業省策定に係る指針

経済産業省は、本件のような経営支配権を取得する買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範として、2023 年 8 月に「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(企業買収行動指針) を策定・公表している。

企業買収行動指針は、買収提案を受けた対象会社の取締役がとるべき行為規範について、一定の提言を行っており、とりわけ、対象会社の取締役会が真摯な買収提案を受けたときは真摯にそれを検討すること(3.1) や、取締役会が買収提案に応じる方針を決したときは、株主のためできる限り有利な取引条件を目指した交渉をすること(3.2)、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の設置や外部のアドバイザーの助言等の公正な手続(公正性担保措置)を講じること(3.3) 等を求めている。

企業買収行動指針は、企業買収におけるベスト・プラクティスを提言するものであって、法的規範の提示を直接の目的とするものではない。もっとも、対象会社の取締役が、指針が求める行為規範に則って行動したときは、対象会社の取締役の善管注意義務を尽くしたと認められやすくなるといった形で、法的規範にも影響を及ぼす可能性があると指摘されている<sup>17)</sup>。

この点、本 TOB は、独立当事者間の取引であるものの、非公開化を前提としたキャッシュ・アウトを伴う買収提案であり、企業買収行動指針にいう「キャッシュ・アウトの提案で

<sup>15</sup> 「取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていたと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、株主の判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したり、又は公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表をしなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるものというべきである。」

<sup>16</sup> 「会社との関係を考えると、取締役が企業価値の移転について公正を害する行為を行えば、公開買付け、ひいては MBO 全体の公正に対する信頼を損なうことにより、会社は本来なら不要な出費を余儀なくされることは十分に考えられるから、取締役は、そのことによって会社が被った損害を賠償すべき義務を負うべきものと解される。このように、公開買付けあるいは MBO において、企業(株式)価値の移転について取締役が負う公正性に関する義務は、会社に対する関係と株主に対する関係では異なる点があることに留意すべきである。」

<sup>17</sup> 前掲注 13)・田中会社法 672 頁参照。

あることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合」(3.3)に当たり、このような場合には、特別委員会の設置を含む事案に応じた公正性担保措置を講じることが有用であるとされている。

これら公正性担保措置については、企業買収行動指針に先立つ2019年6月に経済産業省から公表された「公正なM&Aの在り方に関する指針」(公正M&A指針)が、対象会社の取締役に構造的な利益相反のあるMBO等のM&A取引を主たる対象として、望ましい実務のあり方を示している<sup>18</sup>。

近時のM&A実務においては、公正M&A指針が適用対象とするMBOや従属会社買収といった「構造的な利益相反の問題」が存在する事案のみならず、これらに該当しない対象会社の非公開化を目的としているTOB事案についても、TOB成立後にスクイーズ・アウト手続が予定されていることも踏まえ、一連の手続や取引価格の公正性を担保し、少数株主の利益を保護する観点から、公正M&A指針を意識した公正性担保措置が講じられる傾向にある<sup>19</sup>。

本TOBに関して、後述のとおり、TOCOSが独立した本特別委員会を設置し、また独立した第三者算定機関による株式価値算定書を取得する等の公正性担保措置を講じることとしたのも、企業買収行動指針及び公正M&A指針を踏まえ、不公正な価格で一連の買収手続が進行することのないよう一連の手続や取引価格の公正性を担保し、少数株主の利益保護を図ることを主眼にするものであったと考えられる。

そうである以上、当時のTOCOSの取締役には、上記のような公正性担保措置の趣旨を尊重して行動することが期待されており、仮に、特別委員会や第三者算定機関の機能を阻害する等、公正性担保措置の趣旨を減殺するような行動をした場合には、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の判断の考慮要素となり得るとともに、少なくともコーポレートガバナンスの観点から問題のある行動であったと評価されるべきものと考えられる。

### (3) 当委員会の検証の視点（判断基準）

当委員会は、a社による本TOBに係るTOCOS意見の決定及び公表に係る経緯について、前記(1)及び(2)の観点から、TOCOS旧経営陣の行為の適切性を検討すべき部分を抽出した上、問題として指摘すべき点がなかったかを検証した。

<sup>18</sup> 公正M&A指針についても、同指針上、「提示する各公正性担保措置を講じるか否かと、対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したものではない」とする一方、「公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、…通常は、対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務の違反が認められることはないと想定される」旨が記載されている(同指針脚注1)。

<sup>19</sup> 佐橋雄介ほか「買収行動指針および公正M&A指針を踏まえた上場会社をめぐる買収事案の事例分析(下)—2024年4月～2025年3月」資料版商事法務496号15頁以下参照。同論考によれば、2024年4月1日から2025年3月31日までに公開買付届出書が提出された非公開化を目的とする公開買付け(対象会社が賛成意見を表明したものに限る)89件(MBO及び従属会社買収に当たらない非公開化取引49件を含む)のすべての事例において、特別委員会が設置されている。

## 2 本 TOB 事案の検証

前記 1 の検証の観点に基づき、当委員会は、具体的には、本調査の過程において検討を要すると判断された以下の 3 点を検証対象とした。

- ① 公正性担保措置の一環として設置された本特別委員会の独立性及び実効性の確保に  
関し TOCOS の対応に問題がなかったか
- ② 公正性担保措置の一環として TOCOS が起用した第三者算定機関の独立性及び実効  
性の確保に関し TOCOS の対応に問題がなかったか
- ③ 対抗提案の機会確保及びこの点に関する株主への情報開示に向けた TOCOS の対応  
に問題がなかったか

以下、検証結果を詳述するが、はじめに当委員会の結論の要旨を記載すると、以下のとおりである。

まず、①については、本特別委員会の独立性及び実効性に実際に影響を与えるような TOCOS 側の対応は見られず、本特別委員会の運営自体に問題があるとも認められなかつた。ただし、TOCOS 旧経営陣から本特別委員会に対し、特別委員会の役割についての理解が不足しているとみられる不適切な発言がなされたことがあつた。

②については、TOCOS による第三者算定機関の選任手続には問題がなかったものの、TOCOS 旧経営陣が、第三者算定機関に対し、算定結果を買収者が応諾しやすい価格となるよう誘導し、取引の成立可能性を高めることを意図して、より算定レンジが低くなるよう要請する等の不適切な対応が見られた。ただし、実際に第三者算定機関がこれによる影響を受け、その実効性が損なわれたとは認められなかつた。

③については、TOCOS 旧経営陣が潜在的な対抗提案者に対して消極的な対応をとったこ  
とが、本件の具体的な事情のもとでは適當ではなかつたと認められた。

### (1) 本特別委員会の独立性及び実効性の確保に関する TOCOS の対応

#### ア 本特別委員会の機能に関する検証の観点

TOCOS 取締役会は、本 TOB に関し、公正性担保措置の一環として、社外取締役及び外部専門家からなる本特別委員会を組成し、本取引の目的の正当性、取引条件の公正性、手続の公正性、少数株主にとって不利益でないか、及び賛同意見表明・応募推奨の是非について諮問していた。

この点、企業買収行動指針及び公正 M&A 指針によれば、特別委員会は、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保する機能を有し（企業買収行動指針 3.3）、買収者及び対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社及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とされている（公正 M&A 指針 3.2.1）。

本件においては、①TOCOS 取締役会が、本特別委員会が実質的な検討を行う前提として十分な権限を付与していたか、②TOCOS 旧経営陣が、本特別委員会の検討・判断に関し不当な干渉をすることによりその機能を阻害していなかったか、といった視点から、関連する事実を認定するとともに、問題として指摘すべき点がなかったかを検証した。

## イ 認定事実

### (ア) 本特別委員会の設置と権限付与

2025年4月21日、TOCOS 取締役会は、a社によるTOBの可能性を踏まえ、手続の公正性等を担保する目的で、本特別委員会を設置することを決議した<sup>20</sup>。委員は TOCOS の社外取締役3名（F氏、G氏、I氏）と、社外有識者2名（弁護士のT氏、公認会計士の■氏）の計5名で構成され、2025年4月25日の第1回本特別委員会において、T氏が委員長に選任された。なお、本特別委員会の事務局は、T氏が所属するj法律事務所の弁護士らが務めた。

上記取締役会決議において、TOCOS 取締役会は、本特別委員会に対し、本取引の目的の正当性、取引条件の公正性、手続の公正性、少数株主にとって不利益でないか、及び賛同意見表明・応募推奨の是非について諮問することを決議した。併せて、TOCOS 取締役会は、本特別委員会の判断を最大限尊重することに加え、本特別委員会に対し、①独自のアドバイザーを選任する権限、②TOCOS 役職員及びアドバイザーに説明を求める権限、並びに③TOCOS による交渉について事前に方針を確認し、報告を受け、重要な局面で意見・指示・要請を行う権限を付与することを決議した。

### (イ) 本特別委員会の会議の実施方法

本特別委員会の会議は、2025年4月25日から同年7月10日まで、合計21回開催された。各回の会議は概ね、はじめに、本特別委員会の委員・事務局等（これに後述の本特別委員会が起用した第三者算定機関が加わることもある。）からなる本特別委員会側参加者と、TOCOS 役職員、TOCOS のファイナンシャル・アドバイザー（FA）であるh社のC氏、TOCOS のリーガル・アドバイザー（LA）であるi法律事務所の弁護士らといったTOCOS 側参加者とが出席する全体会議を実施し<sup>21</sup>、その後、本特別委員会側参加者のみでの協議を実施するという構成で行われた。

<sup>20</sup> 本特別委員会の答申書（2025年6月10日付）によれば、「当社は、a社の連結子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による従属会社の買収には該当しないものの、本取引においては、当社の一般株主が最終的に金銭を対価としてスクイーズアウト…されることが予定されていること、取引条件の適正さが当社の株主の利益にとって特に重要になると考えられること、その後、a社による当社に対するデュー・ディリジェンスが相当程度進展してきたこと等を踏まえ、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保することを目的として」、本特別委員会が設置されたものとされている。

<sup>21</sup> 本文記載の本特別委員会におけるTOCOS 側参加者と本特別委員会側参加者との間のやりとりは、この全体会議においてなされたものである。なお、本特別委員会事務局によれば、本特別委員会について録音は残されておらず、本文記載の事実認定は、議事録及び参加者の供述に基づくものである。なお、議事録

#### (ウ) 本特別委員会による各アドバイザーの独立性の確認、独自の第三者算定機関の選任等

第1回本特別委員会（2025年4月25日）では、TOCOS側FA及びTOCOS側LAから、独立性に問題がない旨の説明がなされ、第2回本特別委員会（2025年4月28日）において、FA、LA及びTOCOSが選任した第三者算定機関であるe社について、いずれも選任が承認された。

また、本特別委員会は、第4回本特別委員会（2025年5月8日）において、b社を、本特別委員会独自の第三者算定機関として起用することを決議した。

#### (エ) 株式価値算定の前提となる事業計画（期間）に関する議論状況<sup>22</sup>

本特別委員会では、株式価値算定の基礎となる事業計画上の数値に関して、公表済みの中期経営計画上の数値をそのまま用いるか、用いるとして今後何年分の数値を用いるかといった点が主要な議論の一つとなった。

この議論の背景として、当時、TOCOSは第2次中期経営計画（2024年4月2日公表、対象期間2024年度～2026年度）の期間中であったところ、同中期経営計画においては、その次の第3次中期経営計画の最終年となる2029年度の売上高（135億円）や営業利益率（12%）等の目標値も策定されており、計画上、2028年度及び2029年度において売上高や営業利益率の伸びが大きくなるものと設定されていたことから、今後5年間（2025年度～2029年度）の数値を用いるか、より短い期間（例えば2025年度～2027年度の3年間）の数値を用いるかで、算定される株価が大きく異なるという状況があった。こうした中、前述のとおり、公表済みの数値をそのまま用いるか、用いるとして今後何年分の数値を用いるかといった点が検討されたものである。具体的には以下のとおりである（なお、株式価値算定に関する議論の経緯は、後記(2)において、e社との関係でも詳述する）。

たとえば、2025年5月8日の第4回本特別委員会においては、TOCOS側参加者から、2029年度までの計画数値について、第2次中期経営計画において開示済みの目標値（2029年度の売上高135億円）を前提とする数値のほか、市況の変化・地政学リスク等を踏まえて達成可能な目標に修正した「Revised」の計画数値があることが説明された。もっとも、これ

---

においては基本的に発言者が特別委員会側参加者かTOCOS側参加者かという限度で特定されており、必ずしも具体的な発言者が特定できなかつた場合がある。

<sup>22</sup> 本特別委員会における議論内容については、これを公表することで、例えば将来における同種の委員会における闘争的な議論の妨げになるとの考えもあり得るところであり、本調査の過程で関係者の一部からは実際にそのような意見も投げ掛けられた。当委員会としては、このような意見を踏まえつつも、当委員会の調査目的との関係で本特別委員会の議論には参考すべき重要な事実関係が含まれており、また、一般論としては、この種の特別委員会の議事録については、裁判手続における証拠としての使用も念頭において作成されるもの（森本大介ほか『M&A特別委員会』設置・運営の実務（中央経済社、2024）181頁）であることからすれば非開示への期待は限定的なものであるといえ、開示範囲が過度に広範に及ばないよう留意しつつも、重要と思われる発言等については本報告書に適宜引用することとした。

について、TOCOS 側参加者からは、修正後の数値の開示は予定しておらず、バリュエーションは開示済みの情報をベースに行う旨の説明があった。

2025 年 5 月 15 日の第 6 回本特別委員会においては、TOCOS が選任した第三者算定機関である e 社の初期的な算定結果が報告された。この初期的な算定結果においては、DCF 法による算定として、①第 2 次中期経営計画で開示された 5 年計画に基づく算定結果（DCF 法 5 年ケース：下限 8,058 円）のほか、「参考」として、②a 社が 2027 年度までの計画（3 年計画）を基に買付価格を提示予定である旨を踏まえて参考値として試算した数値（a 社ケース：下限 6,955 円）や、③マネジメント・インタビューで TOCOS から説明がなされた「Revised」の計画数値を基に参考値として試算した数値（DCF 法 5 年（Revised）ケース：下限 7,143 円）等も記載されていた。

TOCOS 側 FA（C 氏）は、この e 社による初期的な算定結果を報告し、公表済みの 2029 年度の事業計画の最後の 2 年の実現可能性が不確実である旨を述べた。この点に関し、本特別委員会側からは、開示済みの数値と異なる前提を用いる場合には、株主に相応の開示・説明を行う必要がある旨の意見が述べられた。

2025 年 5 月 25 日、TOCOS 側 FA（C 氏）は、A 元社長及び B 元専務に対し、「価格に関する FA から特別委員会への意見書の作成（牽制）について」と題するメールの中で、本特別委員会に対し、「杓子定規でなく状況に合わせて真剣に考察」してもらうための「牽制球」の趣旨で、FA として「バリュエーションどう捉えるべきか」に関する意見書を出すことを提案した。これに対し、A 元社長は、「兎にも角にも価格の高いレンジを提示することが特別委員の務めである、…まさかこのような委員会ではないことを願っております」として、意見書の作成・送付を了承した。

2025 年 5 月 26 日の第 9 回本特別委員会において、本特別委員会は、TOCOS に対し、a 社との価格交渉の見立てについて質問し、これに対して、TOCOS 側出席者は、  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]

[REDACTED] 旨を回答した。また、本特別委員会側の出席者から、2029 年度までの 5 年間の TOCOS 計画に基づく DCF 法の算定結果の下限（8,058 円）を超えるかが重要である旨及び開示済みの 2029 年度までの財務予測とは異なる数値を使用する場合には、より一層の説明責任・開示責任が課される旨の意見が述べられたのに対し、TOCOS 側 FA は、東証提出用のドラフトには、2027 年度までの 3 年間の TOCOS 計画に基づく DCF 法の算定結果が併記されていることを指摘するとともに、TOCOS 側からは e 社に対して算定基礎の対象期間を 3 年間とするか 5 年間とするかについてこれまでリクエストをしたことはない旨を説明した。

もっとも、e 社は、同日に実施された本特別委員会との個別の意見交換の場において、東証提出用のドラフトにおいて DCF 法につき 3 年間の TOCOS 計画によるものと 5 年間の

TOCOS 計画によるものを併記した理由について、TOCOS 側 FA からの要望に基づいてこの 2 パターンを記載した旨説明した。

また、第 9 回本特別委員会において、TOCOS 側 FA は、本特別委員会側に対して、a 社との交渉について、現在の市場株価に対する 40% のプレミアムを求めるといった画一的な基準での交渉は望ましくなく、ビジネスネゴシエーションの態度で臨んでほしい旨の意見を述べた。これに対し、委員からは、本特別委員会は価格交渉を一次的に担う役割ではなく、算定結果と提案価格に大きな乖離がある状況で各算定機関の算定結果から逸脱するような意見を上申することは困難であるとの意見や、取引を成立させたいがために盲目的になつてはならず、本特別委員会の立場としては、少数株主保護の観点から、各算定機関の算定結果（DCF 法）を尊重する必要がある旨の意見が述べられた。

第 9 回本特別委員会の終了後、TOCOS 側 FA は、同日中に、本特別委員会に対し、前日に A 元社長及び B 元専務に発出の了承を得ていた意見書（「サクラの株価算定（バリュエーション）に対する意見」と題する意見書）を提出した。同意見書においては、TOCOS の中期経営計画において開示されている 2029 年度の目標値等について、「その確実性、信憑性、客観的信頼度から判断すると特に FY2028 及び FY2029 の数値は妥当とは言い切れない」旨が記載されていた。

#### **(才) 本特別委員会による暫定答申とこれに対する TOCOS 側の意見**

第 10 回本特別委員会（2025 年 5 月 29 日）において、本特別委員会は、TOCOS 側参加者に対し、a 社の第 3 回提案価格（7,100 円）が TOCOS 側第三者算定機関である e 社の DCF 法による算定結果（今後 5 年間の計画に基づき試算）のレンジの下限を下回る価格であること等から、応募を積極的に推奨できる水準の価格に達しているとまでは認められず、TOB に応じるか否かは株主の判断に委ねる旨の意見を表明することが相当である旨の暫定版答申意見を説明した。

この暫定答申に対し、TOCOS 側参加者からは、答申意見を真摯に受け止める旨の意見が述べられる一方、B 元専務は、答申意見について「意味不明の結果である」、「AI が出すような答えと全く変わらない」等、強く不満を述べた。TOCOS 側参加者は、本特別委員会に対し、暫定版答申書の完成をもって一旦業務を終えるよう指示した。これに対し、本特別委員会側参加者からは、本特別委員会としては各ルールに従って公平に検討し、十分に職責は果たしたと考えている旨の発言がなされた。

#### **(カ) 最終提案と取引保護条項に関する本特別委員会における議論等**

TOCOS は、a 社との交渉を継続し、2025 年 6 月 3 日、a 社から 1 株当たり 8,250 円の最終提案（配当調整前）を受領した。a 社は、この提案と併せて、TOCOS に対し、大要、以下の 3 点の取引保護条項を含む公開買付契約のドラフトを提示した。

- (i) a 社の公開買付価格の 102% (本闘値) 以下の買付価格による対抗的公開買付けに対しては、いかなる場合も TOCOS 取締役会が本 TOB に対する賛同意見・応募推奨を撤回できること
- (ii) 本闘値を超える買付価格による対抗的公開買付けが行われ、TOCOS 取締役会が a 社の公開買付けに対する賛同意見・応募推奨を撤回できる場合も、TOCOS は a 社が負担した取引費用相当額のブレークアップ・フィー (最大 3,000,000 米ドル相当) を公開買付者に対して支払わなければならないこと
- (iii) TOCOS による競合取引の協議等を原則として禁止すること

第 12 回本特別委員会（2025 年 6 月 6 日）において、本特別委員会の委員は、TOCOS に対し、公開買付契約に取引保護条項を盛り込むことについて、事前のマーケット・チェックを経ていない本件の事情を踏まえ、TOCOS 取締役の善管注意義務違反を構成するか否かについての TOCOS 側 LA の法的意見が必須である旨説明した。

2025 年 6 月 7 日、a 社が 8,075 円（配当調整後）で修正最終提案を行い、第三者算定機関である e 社も配当影響等を反映し DCF レンジ下限を 7,874 円に修正した。第 14 回本特別委員会（2025 年 6 月 9 日）において、TOCOS 側 LA は、TOCOS 取締役が取引保護条項（a 社から求められていた上記(i)(ii)(iii)の制限を一定程度緩和した内容であった。）を含む a 社との公開買付契約を締結することが善管注意義務違反を構成しない旨の法律意見書を説明した。

2025 年 6 月 10 日、第 15 回本特別委員会での最終確認を経て、本特別委員会は TOCOS 取締役会に対し、賛同・応募推奨は妥当である旨の答申書（6 月 10 日付）を提出し、同日、TOCOS はその旨を開示した。また、同日、TOCOS は、a 社との間で、公開買付契約を締結した（以下「本 TOB 契約」という。）。

#### （キ） 競合提案（c 社）への対応

TOCOS は、TOB 公表（2025 年 6 月 10 日）と同時に、c 社に対し<sup>23</sup>、本 TOB 契約の取引保護条項（いわゆる No-Shop 条項<sup>24</sup>）を理由に、協議を中止した。第 16 回本特別委員会（2025 年 6 月 16 日）において、本特別委員会の委員からは、この対応について、これまでの方針・説明<sup>25</sup>とは異なる対応であるため率直に違和感を覚えた旨の指摘がなされた。

2025 年 6 月 20 日、TOCOS は、c 社から、1 株当たり 8,300 円とする TOB により c 社が TOCOS を完全子会社化する旨の新たな意向表明書を受領し、第 17 回本特別委員会（2025

<sup>23</sup> 後記(3)・イ・(イ) のとおり、c 社は、2025 年 5 月 19 日、TOCOS 取締役会宛に「貴社企業価値最大化に向けた提携のご提案ならびに協議開始のお願い」と題する書簡を送付していた。

<sup>24</sup> 本 TOB 契約における No-Shop 条項においては、TOCOS が本 TOB と実質的に競合又は相反する取引について積極的に勧誘や交渉等を行わないこととされる一方、例外として、TOCOS 取締役会が、外部弁護士の意見に基づき、当該交渉等を行わないことが TOCOS の取締役の善管注意義務違反を構成すると合理的に判断する場合には、交渉等を行うことが例外的に許容される等とされていた。

<sup>25</sup> 後記(3)・イ・(イ) のとおり、TOCOS 側参加者は、本特別委員会に対し、本 TOB 公表後に c 社と協議を行う予定である旨説明していた。

年 6 月 23 日)において、そのことを報告した。同日、本特別委員会事務局は TOCOS に対し、c 社提案を本日中に開示すべき旨の結論に至ったこと、ただしインサイダー情報の公表主体に係る金融商品取引法の論点を整理する必要があるため、TOCOS 側 LA の整理を踏まえた検討を行うよう求める旨をメールで伝達した。もっとも、TOCOS においては、翌日(2025 年 6 月 24 日)に迫った定時株主総会の準備対応に追われていた上、c 社提案は c 社自身が主体となり公表するまではインサイダー情報に該当してしまうと考えられたこと等から、定時株主総会前の開示はされなかった。

#### (ク) 経営陣交代後の答申変更

2025 年 6 月 24 日の定時株主総会において、大株主である f 社 (d ファンド) の K 氏らが取締役に選任されるなど経営陣が交代した。その後、本特別委員会は、TOCOS の大株主 2 社 (f 社 (d ファンド)・g 社) の不応募により「本 TOB が成立しないことが合理的に見込まれ、本 TOB について意見を述べる前提を欠く」と判断し、2025 年 7 月 17 日付で、6 月 10 日付答申を撤回し、賛同意見表明及び応募推奨を「差し控えるのが妥当と考える」旨の最終答申書を TOCOS 取締役会に提出した。

### ウ TOCOS の対応についての検証

#### (ア) 本特別委員会の設置と権限付与

TOCOS 取締役会は、2025 年 4 月 21 日、a 社による本 TOB の可能性を踏まえ、社外取締役 3 名及び社外有識者 2 名で構成される本特別委員会を設置したところ(認定事実(ア))、その構成は、特別委員会の独立性を確保することに資するものであったと評価できる。

また、TOCOS 取締役会は、本特別委員会に対し、本取引(本 TOB)の是非等に関する諮問を行うとともに、その判断を最大限尊重すること、独自のアドバイザー選任権限、情報アクセス権限、交渉への実質的な関与権限等を付与することを決議した(認定事実(ア))。これらの諮問事項及び付与された権限は、公正 M&A 指針が例示する特別委員会が有効に機能するための実務上の工夫(交渉への関与(同指針 3.2.4.4)、アドバイザー選任(同指針 3.2.4.5)、情報取得(同指針 3.2.4.6))や、企業買収行動指針が求める特別委員会の判断の尊重(同指針 3.3)の趣旨を充足するものであったといえる。

以上から、TOCOS による本特別委員会の設置の手続、構成及び権限の付与に関する対応は、問題がなかったと評価できる。

#### (イ) 株式価値算定の前提(事業計画)に関する TOCOS 側の対応

株式価値算定の前提となる事業計画に関し、TOCOS 側 FA (C 氏) は、2025 年 5 月 25 日、A 元社長及び B 元専務に対し、本特別委員会に「杓子定規でなく状況に合わせて真剣に考察」してもらうための「奉制球」の趣旨で、FA としての意見書を出すことを提案し、A 元社長及び B 元専務もこれを了承した。この提案に基づき、TOCOS 側 FA は、2025 年 5 月 26

日、本特別委員会に対し、TOCOS の中期経営計画（2029 年度目標値）について「その確実性、信憑性、客観的信頼度から判断すると特に FY2028 及び FY2029 の数値は妥当とは言い切れない」旨を記載した意見書を提出した（認定事実(エ)）。

この点、TOCOS 側 FA (C 氏) は、内部メールとはいえ「牽制」という表現を用いており、単なる情報提供を超えて本特別委員会の議論に影響を及ぼす意図があった可能性は否定できない。しかし、TOCOS 側 FA が送付した意見書においては、TOCOS の中期経営計画において開示されている 2029 年度の目標値等について、上記のような評価が記載されているものの、特定の株式価値算定方法や評価結果を採用するよう直接的に要請する等の内容までは含まれていない。加えて、その後の第 9 回本特別委員会（2025 年 5 月 26 日）において、委員からは「特別委員会の立場としては、少数株主保護の観点から、各算定機関の算定結果（DCF 法）を尊重する必要がある」との意見が明確に述べられており（認定事実(エ)）、当該意見書によって本特別委員会の判断が不当に影響を受けたとは認められない。したがって、TOCOS 側 FA が本特別委員会に対して不当な干渉を行ったとまでは評価できず、現に本特別委員会が不当な影響を受けたとも認められない。

#### （ウ） 暫定答申に対する TOCOS 側の対応

第 10 回本特別委員会（2025 年 5 月 29 日）において、本特別委員会は、a 社の第 3 回提案価格（7,100 円）が TOCOS が選任した第三者算定機関である e 社の DCF 法算定結果のレンジ下限を下回ることなどから、「株主の判断に委ねる」旨の暫定版答申意見を説明した。この暫定答申を受けた B 元専務は、本特別委員会に対し、答申意見について「意味不明の結果である」、「AI が出すような答えと全く変わらない」などと強く不満を述べた（認定事実(オ)）。

本特別委員会による暫定答申は、当時の a 社の提示価格（7,100 円）と、第三者算定機関の算定結果（e 社算定結果における DCF 法の下限 8,058 円）が大きく乖離していた状況からは、合理的なものであったと考えられる。このような暫定答申に対し、経営陣である B 元専務が上記のような発言をもって強い不満を本特別委員会に対して投げかけたことは、特別委員会の役割についての理解が不足した発言であると言わざるを得ず、この点で不適切なものであったと言える。もっとも、かかる発言は、答申内容の変更を求めるなど、答申に影響を及ぼす意図での発言であったとまでは認められず、現に本特別委員会が影響を受けたとも認められない。

#### （エ） その後の経緯

その後、本特別委員会は、a 社からの修正最終提案（8,075 円（配当調整後））及び e 社の算定結果の修正（DCF 法の下限 7,874 円）や、TOCOS と a 社の交渉による取引保護条項の修正と TOCOS 側 LA からの法律意見書の受領等を踏まえ、2025 年 6 月 10 日、第 15 回本特別委員会での最終確認を経て、TOCOS 取締役会に対し、賛同意見表明・応募推奨は妥当で

ある旨の答申書（6月10日付）を提出した。これらの経緯について、本調査の結果、特段の問題は認められなかった。

また、最終的に、経営陣交代後、TOB 不成立が合理的に見込まれる状況となり、本特別委員会が2025年7月17日付で賛同・応募推奨の意見を撤回し、「差し控える」旨の最終答申を行ったこと（認定事実(ク)）についても、状況の変化を踏まえた合理的な判断であったと考えられ、特段の問題は認められなかった。

#### （オ） 小括

以上のとおり、本特別委員会の設置の手続、構成及び権限の付与に関するTOCOSの対応は、問題がなかったと評価できる（前記(ア)）。また、本特別委員会の独立性及び実効性に実際に影響を与えるようなTOCOS側の対応は見られず、本特別委員会の運営自体に問題があるとも認められなかった（前記(イ)）。

ただし、本特別委員会の暫定答申の段階において、TOCOS旧経営陣（B元専務）から本特別委員会に対し、特別委員会の役割についての理解が不足した発言があったことは、不適切なものであった（前記(ウ)）。

### （2） 第三者算定機関の独立性及び実効性の確保に向けたTOCOSの対応

#### ア 第三者算定機関の機能に関する検証の視点

TOCOS取締役会は、本TOBに関し、TOCOS側FAとしてh社を選任するとともに、第三者算定機関としてe社を選任し、e社から株式価値算定書を取得していた。

この点、TOCOSは、本TOBがその後のスクイーズ・アウトによる完全子会社化を目的とした本取引の一環であることを踏まえ、公開買付価格の公正性の担保、本TOB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の回避の観点から、公正性担保措置を実施することとし、その一環として、TOCOS及びa社から独立した第三者算定機関としてe社に株式価値算定を依頼したものであり、本TOB賛同表明のプレスリリースにおいてもその旨を開示している。

そこで、当委員会は、①TOCOS取締役会が、独立性を確保した形で第三者算定機関を選任していたか、②TOCOS旧経営陣らが、第三者算定機関による株式価値算定プロセスに対し、不当な介入をすることによりその機能を阻害していなかつたか、といった視点から、関連する事実を認定するとともに、問題として指摘すべき点がなかつたかを検証した。

#### イ 認定事実

##### （ア） a社からの初期的な公開買付価格の提案の状況

2024年9月6日、TOCOSは、a社との資本提携等の可能性が生じる中で、h社をFAに選任した。同月13日、TOCOS側FA（C氏）は、A元社長、B元専務及びE氏に対し、メールで「現在市場では常に“価格重視”的風潮がありますが、私はそれはそれだがやはりTCE

(引用者注：TOCOS) 経営陣が自社によって最良の組合せとなる結婚が TCE にとっても最良と考えております、実は。そうする為にはどうすべきか、それを反映し a 社とのやり取りはどうあるべきか。」等と伝えた。

2024 年 11 月 4 日、TOCOS は、a 社から、初期的な意向表明書において、TOCOS の全株式の取得を前提とした公開買付価格を 1 株当たり 5,400 円から 5,600 円とする提案を受けた（第 1 回提案）。これを受けて、TOCOS は a 社との間で秘密保持契約を締結し、2025 年 1 月から、a 社によるデュー・ディリジェンスが行われた。

2025 年 4 月 30 日、TOCOS は、a 社から、公開買付価格を 1 株当たり 6,910 円とする提案を受けた（第 2 回提案）。

#### （イ） e 社の選任とマネジメント・インタビュー

2025 年 4 月 28 日、TOCOS は、本 TOB に関する TOCOS 株式の価値算定を行う第三者算定機関として e 社を選任し、同日の第 2 回本特別委員会において同選任が承認された。

前記(1)・イ・(エ)でも述べたとおり、この当時、TOCOS は第 2 次中期経営計画（2024 年 4 月 2 日公表、対象期間 2024 年度～2026 年度）の期間中であったところ、同中期経営計画においては、その次の第 3 次中期経営計画の最終年となる 2029 年度の売上高（135 億円）や営業利益率（12%）等の目標値も策定されていた。TOCOS は、本 TOB への対応に際して、新たに第 2 次中期経営計画の補足資料を作成した。この補足資料においては、第 3 次中期経営計画の対象期間（2027 年度～2029 年度）に関しても、第 2 次中期経営計画に記載の上記目標値の根拠となる財務指標（売上高、営業利益等）の数値が「当初計画」として記載される一方、新規受注に関する種々のリスクを考慮した「Revised」として、上記「当初計画」よりも保守的な計画数値（2029 年度の売上高：約 112 億円等）が併記されていた。

2025 年 5 月 2 日、TOCOS 側 FA (C 氏) は、同月 9 日に予定されていた e 社によるマネジメント・インタビュー（買収対象企業の経営陣に対するインタビュー）に先立ち、A 元社長に対し、メールで当該マネジメント・インタビューについての「e 社マネイン対策コメント」と題するワードファイルを送付した。同ファイルには、「一般的には売却側であれば株主利益の為『出来るだけ高い金額を引き出す努力をする』とされますが実際はそれに注力しすぎるとと思わぬ高い金額が算定された場合、M&A そのものが不成立になる可能性も高まるというジレンマを抱えております。」、「PJ-Flower に関しては既に私から説明した通りのバイサイドの価格算定との乖離の可能性がありバイサイドに高い金額を要求するもその実行力は現状不明です。よってサクラにおいてはその価格査定で FY2029、FY2028 の数値（既にポピーに提出している数値。特に売上高、営業利益、減価償却）の説明が重要になります。」等と記載されていた。また、同じく 2025 年 5 月 2 日、TOCOS 側 FA (C 氏) は、A 元社長に対し、重ねてメールで上記マネジメント・インタビューに関する助言を送付した。同メールには、マネジメント・インタビューに対応する会社側の担当は B 元専務が適任であること等と併せて、「差し出がましい意見かと思いますがこのマネインは重要です。『真実を知つ

て貰う』ではなく我々の意図に沿って落としどころに e 社を導くことです。」と記載されていた。

2025 年 5 月 6 日、TOCOS は、TOCOS 側 FA を通じて、e 社に対し上記の中期経営計画の補足資料を提出した。同月 9 日、TOCOS 経営陣は、e 社からマネジメント・インタビューを受けた<sup>26</sup>。このマネジメント・インタビューの中で、TOCOS 経営陣は、e 社に対し、上記の中期経営計画（2029 年度までの目標値を含む）は、本 TOB の成立を前提としたものではなく、TOCOS がスタンダードローンで事業継続することを前提としたものであることを説明するとともに、その場合であっても、2028 年度及び 2029 年度にかけて、a 社との業務提携によるシナジーを一定程度見込んでおり、そのことを踏まえた目標値となっている旨説明した。また、同日のマネジメント・インタビュー後、e 社が TOCOS に対し、上記の中期経営計画の補足資料における「Revised」の計画数値に関して、エクセルファイルでのデータ提供を要請したところ、TOCOS 側 FA は、e 社に対し、「Revised」の計画数値は TOCOS 内部での議論用資料であり、TOCOS 経営陣が承認している中期経営計画の数値は、第 2 次中期経営計画において開示した 2025 年度から 2029 年度の 5 か年分のみである旨回答し、要請には応じなかった。

#### (ウ) e 社による初期的な価格算定

2025 年 5 月 15 日深夜、e 社は、TOCOS 側 FA に対し、初期的な株主価値算定書のドラフトである「株主価値分析ワークシート」を送付した。これは、初期的なもので構わないので参考用の算定書を提供して欲しいとの本特別委員会の意向に基づき提出されたものであった。株主価値分析ワークシートでは、DCF 法による算定に関し、①第 2 次中期経営計画における 2029 年度までの 5 年計画に基づく算定結果（DCF 法 5 年ケース：下限 8,058 円）のほか、「参考」として、②a 社が 2027 年度までの 3 年計画を基に買付価格を提示予定である旨を踏まえて参考値として試算した数値（a 社ケース：下限 6,955 円）や、③マネジメント・インタビューで TOCOS から説明がなされた「Revised」の計画数値を基に参考値として試算した数値（DCF 法 5 年（Revised）ケース：下限 7,143 円）等も記載されていた。

2025 年 5 月 15 日早朝、TOCOS 側 FA（C 氏）は、A 元社長及び B 元専務に対し、e 社から受領した株主価値分析ワークシートに関するコメントが記載されたメモを、「A 元社長、B 元専務限り」としてメールで送信した。当該メモには、上記②は「我々の射程範囲」ではあるが、あくまでも e 社は「参考」として記載していることから、本特別委員会は上記①をベースとするであろうとの旨の推察が記載されていた。

前記(1)・イ・(エ)でも述べたとおり、2025 年 5 月 15 日、第 6 回本特別委員会において、TOCOS 側 FA は、この e 社による初期的な算定結果を報告し、公表済みの 2029 年度の事業計画の最後の 2 年の実現可能性は不確実である旨を述べた。この点に関し、本特別委員会側

<sup>26</sup> マネジメント・インタビューは、本特別委員会が独自に選任した第三者算定機関である b 社によるインタビューと合同で実施された。

からは、TOCOS として 2029 年度の事業計画を公表している以上、2029 年度までの事業計画を前提にする必要がある旨の意見が述べられた。

2025 年 5 月 19 日、e 社は、TOCOS に対し、東証提出用 ドラフトとして TOCOS の株式価値算定書を提示した。これには、2027 年度までの TOCOS 計画に基づく株式価値算定結果（上記②）と 2029 年度までの TOCOS 計画に基づく株式価値算定結果（上記①）が併記されていた。

#### （エ） a 社との交渉状況（第 3 回提案）

前記(ア)のとおり、2025 年 4 月 30 日の段階で、a 社から TOCOS に対しては、1 株当たり 6,910 円が提示されていた。これに対し、TOCOS は、前記(ウ)の e 社による算定結果や本特別委員会のコメントを踏まえて、a 社に対し、公開買付価格を再検討するよう要請した。

2025 年 5 月 22 日、TOCOS は、a 社から、公開買付価格を 1 株当たり 7,100 円とする提案を受けた（第 3 回提案）。この提案価格は、前記(ウ)の e 社の初期的な算定結果（株主価値分析ワークシート）における、①第 2 次中期経営計画における 2029 年度までの 5 年計画に基づく算定結果（DCF 法 5 年ケース）の下限（8,058 円）を下回っていたが、「参考」として記載されていた、②a 社が 2027 年度までの 3 年計画を基に買付価格を提示予定である旨を踏まえて参考値として試算した数値（a 社ケース）の下限（6,955 円）は上回っていた。

前記(1)・イ・(エ)でも述べたとおり、2025 年 5 月 26 日の第 9 回本特別委員会において、本特別委員会は、TOCOS に対し、a 社との価格交渉の見立てについて質問し、

██████████ 旨を回答した。また、本特別委員会側の出席者から、2029 年度までの 5 年間の TOCOS 計画に基づく DCF 法の算定結果の下限（8,058 円）を超えるかが重要である旨の意見が述べられたのに対し、TOCOS 側 FA は、東証提出用のドラフトには、2027 年度までの 3 年間の TOCOS 計画に基づく DCF 法の算定結果が併記されていることを指摘するとともに、TOCOS 側からは e 社に対して算定基礎の対象期間を 3 年間とするか 5 年間とするかについてこれまでリクエストをしたことはない旨を説明した。これに対し、e 社は、同日の本特別委員会との個別の意見交換の場において、東証提出用のドラフトにおいて DCF 法につき 3 年間の TOCOS 計画によるものと 5 年間の TOCOS 計画によるものを併記した理由について、TOCOS 側 FA からの要望に基づいてこの 2 パターンを記載した旨説明した。

#### （オ） TOCOS から e 社に対する株式価値算定に関する要請

2025 年 5 月 26 日、e 社は、TOCOS に対し、算定結果の更新版として、「株主価値算定書 -補足資料\_Draft」を送付した。同資料においては、DCF 法の算定結果として、2029 年度までの 5 年間の TOCOS 計画に基づいた算定結果（下限 8,238 円）のみが記載されており、前記(ウ)の初期的な算定において「参考」として記載されていた、2027 年度までの 3 年間の

TOCOS 計画による算定結果や、「Revised」の計画数値による算定結果は、記載されていなかった。

これを受けて、同日、TOCOS 側 FA (C 氏) は e 社に対し、DCF 法の算定結果から 3 年間の計画による算定結果を削除した理由の説明を求めるとともに、「DCF 法の期間 3 年の記載を戻すかそれをメインに記載頂きたい」とメールで要請した。その理由として、5 年間の計画のうち後半 2 年間の数値の信頼性に懸念があること、及び、a 社も 3 年程度の確実性の高い部分を対象にしていることを挙げた。

上記メールの送信直後、TOCOS 側 FA (C 氏) は、A 元社長及び B 元専務に対し、上記メールを転送し、e 社からの上記資料に対し質問と要望を出していることを伝えた上で、「問題は、DCF3 年を削除してきており 5 年しか記載がありません。これで最終資料作られてはたまりませんので下記早速申し出ているところです。どいつもこいつも余計なことしやがって！」等と報告した。

同日、e 社は、TOCOS 側 FA (C 氏) に対し、電話にて、DCF 法において 5 年間の TOCOS 計画を採用した理由として、第 2 次中期経営計画で公表済みの数値であって a 社にも開示されていることや、マネジメント・インタビューで TOCOS 側から 2028 年度及び 2029 年度の数値には a 社とのシナジー効果も含まれている旨の説明がなされていたこと（前記(イ)参照）等を説明した。

前記(1)・イ・(エ)でも述べたとおり、2025 年 5 月 29 日の第 10 回本特別委員会において、本特別委員会は、TOCOS 対し、暫定的な答申意見として、a 社の第 3 回提案価格（7,100 円）が e 社の DCF 法の算定結果（下限 8,238 円）を大幅に下回っており、TOCOS 株主に対して応募推奨はできず、「株主の判断に委ねる」旨の意見を表明することが相当である旨等を伝達した。TOCOS 側の参加者からは、答申意見を真摯に受け止める旨の意見が述べられる一方、B 元専務は、当該答申意見に対して強い不満を述べた。同日、本特別委員会は、TOCOS 対し、上記意見と同旨が記載された同日付「答申書（暫定版）」を送付した。

2025 年 5 月 30 日、B 元専務は、TOCOS 側 FA (C 氏) に対し、「①e 社がクライアントの 3 年間 valuation 要求に応じない事は契約不履行に値する。再度、3 年間 valuation を tocos 書面で要請する。拒否する場合は契約不履行で契約破棄とする。勿論、支払いはしない②3 年 valuation を拒否する場合は理由の書面提出を求める③クライアントに対する最終答申の説明会実施を要請。上記対応を宜しくお願ひ致します」とメールで指示した。同日午後、E 氏は、e 社に対し、「株主価値算定業務に関する質問」と題する TOCOS（代表者 A 元社長）名義の書面を送付した。同書面には、TOCOS 側 FA の 2025 年 5 月 26 日のメールでの質問及び要請が抜粋で記載されるとともに、e 社が最終的に DCF 法において 5 年間の事業計画を採用した理由について、改めて書面での回答を求める旨が記載されていた。なお、同書面には、上述した B 元専務から TOCOS 側 FA (C 氏) へのメールにある「契約不履行に値する」、「契約不履行で契約破棄」、「支払いはしない」といった内容は記載されていなかった。

2025年6月1日、B元専務はTOCOS側FA（C氏）に対し、「どういう会話をe社とするべきかを考えましょう。29年数字はシナジーを含んでいると説明しているが、達成の前提条件は現在のところ0%である事。」「クライアントへの説明がない事も許容出来ない事を伝えて下さい。」「e社上層部或いは金融庁の人脈探しませんか？」と記載したメールを送信した。

2025年6月2日、e社は、TOCOSに対し、同年5月30日付のTOCOS質問書面に対する「回答書」を送付した。その中で、5年分の計画数値（2029年度の目標売上高135億円）を採用した理由として、この計画数値が、TOCOSが公表した第2次中期経営計画の数値目標と整合していること、a社にも開示されたものであること、マネジメント・インタビューで2028年度及び2029年度にかけてa社との協業による一定のシナジーが織り込まれているとの説明がなされたこと、本TOBがa社によるTOCOSの100%子会社化であるため一般株主保護の観点にも沿った前提が置かれたものと理解したことを説明した。

#### （カ）配当調整等に伴うe社算定レンジの修正

TOCOSは、a社との交渉を継続し、2025年6月4日、a社から1株当たり8,250円の最終提案（配当調整前）を受領した。

他方、2025年6月6日、e社は、TOCOSに対し、同年5月12日の取締役会決議において本定時株主総会の議案とされていた配当金（175円）を控除し、また、マーケットデータを最新に更新することで割引率が上昇し、将来のキャッシュフローの現在価値が小さく算定されることになった結果として、DCF法による株式価値の算定結果について、それまでよりも低い価格レンジとなる「7,874円～9,759円」に修正した評価結果サマリーを提出した。

2025年6月7日、TOCOSは、a社から、上記最終提案に配当金175円を反映した、1株当たり8,075円の最終提案（配当控除後）を受領した。

以上の結果、a社の提示価格は、e社のDCF法による算定結果のレンジ（下限7,874円）の範囲内となった。

#### （キ）本TOB公表後の状況

本TOB公表後の2025年6月17日、TOCOSは、e社に対し、同月6日に至るまで算定結果において配当金が反映されていなかったこと（前記（カ））が「重大な問題」であり、a社との交渉において「多大な時間的損失、信用失墜」をもたらしたとして抗議する旨の書面を送付した。

これに対し、2025年6月19日、e社は、TOCOSに対し、「受領したレターに対するご回答」を送付した。同書面には、「貴社延いては株主からの付託を受け、善管注意・忠実義務を負う取締役の皆様のお立場としては一般株主の利益確保、すなわちより高い株価での交渉が求められるものと理解していた中、理論株価を押し下げる結果となるような事業計画

前提の採用をご希望されるなど、弊社としては一定の混乱がございました」との記載がなされていました。

#### ウ TOCOS の行為に関する検証

##### (ア) 第三者算定機関（e 社）の選任

TOCOS は、2025 年 4 月 28 日、本 TOB に関する TOCOS 株式の価値算定を行う第三者算定機関として e 社を選任し、同日の第 2 回本特別委員会においてその選任が承認された（認定事実(イ)）。

この手続は、取締役会が選任したアドバイザーを特別委員会が承認するという公正 M&A 指針が示すプロセスに沿ったものであり（公正 M&A 指針 3.2.4.5）、選任手続においては問題がなかったと評価できる。

##### (イ) 第三者算定機関（e 社）に対する DCF 法 3 年計画の採用要請

(a) TOCOS 側 FA (C 氏) は、2025 年 5 月 2 日、A 元社長に対し、e 社のマネジメント・インタビューに関する助言として、「一般的には売却側であれば株主利益の為『出来るだけ高い金額を引き出す努力をする』とされますが実際はそれに注力しそうと思わぬ高い金額が算定された場合、M&A そのものが不成立になる可能性も高まるというジレンマを抱えております。」「差し出がましい意見かと思いますがこのマネインは重要です。『真実を知って貰う』ではなく我々の意図に沿って落としどころに e 社を導くことです。」等と伝えていた（認定事実(イ)）。

その後、e 社がマネジメント・インタビューを経て提示した初期的な算定結果（2025 年 5 月 14 日）では、公表済みの中期経営計画の目標値を前提とした 5 年計画（2029 年度まで）に基づく算定結果（下限 8,058 円）のほか、「参考」として、より低い 3 年計画に基づく算定結果（a 社ケース、下限 6,955 円）等が併記されていた（認定事実(ウ)）。この当時における a 社の提案価格は 1 株当たり 6,910 円であったところ、TOCOS 側 FA (C 氏) は、上記算定結果のうち 3 年計画ケース（a 社ケース、下限 6,955 円）をもって、「我々の射程範囲」「落としどころ」と経営陣に報告していた（認定事実(ウ)）。

その後、e 社が 2025 年 5 月 26 日に提示した補足資料において、この 3 年計画ケースが削除され、5 年計画ケースのみ（下限 8,238 円）が記載されたことを受け、TOCOS 側 FA (C 氏) は経営陣に「どいつもこいつも余計なことしゃがって！」と強い不満を表明し、直ちに e 社に対し「DCF 法の期間 3 年の記載を戻すか、それをメインに記載頂きたい」とメールで要請した（認定事実(オ)）。

なお、TOCOS 側 FA (C 氏) は、FA に選任された直後である 2024 年 9 月 13 日の段階で、A 元社長、B 元専務及び E 氏に対し、メールで「現在市場では常に“価格重視”的風潮がありますが、私はそれはそれだがやはり TCE（引用者注：TOCOS）経営陣が自社によって最良の組合せとなる結婚が TCE にとっても最良と考えております、実は。そうする

為にはどうすべきか、それを反映し a 社とのやり取りはどうあるべきか。」等と伝えていた（認定事実(ア)）

以上の経緯からすれば、TOCOS 側 FA は、第三者算定機関である e 社に対し、「真実」をありのままに伝えて独立した立場からの客観的な株式価値の算定結果を求めるという態度ではなく、a 社との間の M&A 取引を成立させるため、e 社の算定結果を a 社として受け入れやすい金額（「落としどころ」）に誘導することを優先する態度で臨んでいたものと評価せざるを得ない。

- (b) e 社は、前記(a)の TOCOS 側 FA からの要請にかかわらず、算定結果（5 年計画ベース）を変更せず、本特別委員会は 2025 年 5 月 29 日、a 社の提案価格（7,100 円）は e 社の算定下限（8,238 円）を大幅に下回るとして、「株主の判断に委ねる」旨の暫定答申を伝達した。

B 元専務は、翌 5 月 30 日、TOCOS 側 FA に対し、「①e 社がクライアントの 3 年間 valuation 要求に応じない事は契約不履行に値する。再度、3 年間 valuation を tocos 書面で要請する。拒否する場合は契約不履行で契約破棄とする。勿論、支払いはしない」などと、第三者算定機関に対する圧力の行使を指示するメールを送付した。同日、この指示のうち「契約不履行に値する」、「契約不履行で契約破棄」、「支払いはしない」等とする文言は記載されなかったものの、A 元社長名義で、e 社に対し、3 年計画の採用を再度要請する内容の質問書面が送付された（認定事実(オ)）。

TOCOS 側によるこれら一連の対応について、A 元社長及び B 元専務は、当委員会からの書面による質問に対し、両名ともほぼ同一の趣旨で、株価評価を下落させることを求めていているのではなく、e 社から DCF 法の算定期間として 3 年間を削除した合理的な理由の説明がなかったために、上記のような要請を行ったものと説明している。また、3 年計画が合理的と考える理由として、自動車産業の 3 年周期のモデルチェンジのサイクル構造を踏まえ、DCF 評価の前提としては実現可能性が読めている 3 年間の事業計画に基づくことが合理的であることを挙げ、買収者側の見方に合わせるよう要請したわけではないとも説明している。

この点、一般論として、TOB の対象会社側の経営陣が、第三者算定機関に対して、事業計画の採用の理由を尋ねたり、その点に関して経営陣としての見立てや知見に基づいて意見を述べたりすること自体は、否定されるべきこととはいえない。事業計画の実現可能性に関して、M&A 以前に公表された中期経営計画における事業計画が高い目標としての計画となっており、合理的・客観的に分析・検討すれば、その企業の実力からは乖離しているといった状況はあり得ることから、経営陣が第三者算定機関に対してその方向での意見を述べることは、直ちに不合理といえるものではない。

しかし、本件において、e 社は、5 月 26 日の段階で、TOCOS 側 FA (C 氏) から「DCF 法の期間 3 年の記載を戻すか、それをメインに記載頂きたい」旨のメールを受けて、同氏に対し、5 年計画を採用した理由（すなわち、3 年計画を採用しなかった理由）について、

第2次中期経営計画で公表済みの数値であってa社にも開示されていることや、マネジメント・インタビューでTOCOS側から2028年度及び2029年度の数値にはa社とのシナジー効果も織り込まれている旨を既に説明しており（認定事実（オ））、この説明は、A元社長及びB元専務にも共有されていた。そうすると、少なくとも5月30日にA元社長名義でe社に対して送付された、3年計画の採用を再度要請する内容を含む質問書面については、e社から合理的な理由の説明がなかった、という上記A元社長及びB元専務の説明は当たらない。

そもそも、A元社長及びB元専務は、5月9日のマネジメント・インタビューにおいては、e社に対して5年計画の達成可能性について一定の説明を行い、TOCOS側FAも、同日のe社に対するメールにおいて、TOCOS経営陣が承認している数値は当該5年計画である旨を説明していた。さらに、TOCOS取締役会は、dファンドの株主提案に対する5月21日付の反対意見において、「段階的な成長戦略」として、2024年から2026年の3か年を『成長投資』「2027年から2029年の3か年を『成長・拡大』」と位置付け、「2029年度において売上高135億円」を目標値としていることを反対理由として挙げている。このように、A元社長及びB元専務も、5年計画が一定の合理性を有することを前提にe社への説明や反対意見の開示を行っていたのであり、e社がその5年計画を採用した理由について両氏が疑問を持つということ自体、不可解である。結局、A元社長及びB元専務は、e社から示された5年計画に基づく算定結果が、当時のa社からの提案価格（7,100円）を大幅に上回るものであったことから、e社の算定結果をa社が応諾しやすい価格となるよう誘導し、取引の成立可能性を高めることを意図して、e社に対する要請等を行ったものと認められる。

また、自動車産業の3年周期のモデルチェンジのサイクル構造から、3年計画が合理的であるとの主張に関しては、当時、TOCOS側がe社に対してそのような説明をしていた事実が認められない（マネジメント・インタビューの回答、5月26日の電話、5月30日付質問書のいずれにおいても言及された形跡が確認できない）。むしろ、当時、TOCOS側は、3年計画を採用すべき理由として、a社が3年程度の数値の確実性の高い部分を対象に提案価格を算定している、ということを一貫して言及していた。したがって、前述したA元社長及びB元専務の当委員会に対する説明は、上記当委員会の認定を覆すものとはならない。

なお、B元専務は、5月30日のTOCOS側FAに対するメール指示において「3年間valuation要求に応じない事は契約不履行に値する」等と記載したことに関し、e社との間で、3年計画を前提として株価算定を行う旨の合意があったと理解していた旨、当委員会に説明している。

しかし、A元社長及びB元専務は、5月9日のマネジメント・インタビューにおいて、e社に対して5年計画の達成可能性について一定の説明を行っていたこと、5月14日の初期的な算定結果においても、3年計画に基づく算定結果はあくまでも「参考」にとどま

り、5年計画に基づく算定結果が主とされていたこと、5月26日の本特別委員会においても、TOCOS側が、5年計画をベースにa社との交渉を継続する旨を説明していたこと等からして、B元専務が上記のような合意があったと理解していたとは到底認められない。

- (c) 以上によれば、A元社長、B元専務及びTOCOS側FAは、TOCOSが選任した第三者算定機関であるe社の算定結果をa社が応諾しやすい価格となるよう誘導し、取引の成立可能性を高めることを意図して、e社が専門的見地から合理的と判断した5年計画の採用を覆し、より算定結果が低くなる3年計画を採用させることを目的に行動していたと評価せざるを得ない。そして、かかる行為は、第三者算定機関による株式価値算定という公正性担保措置の実効性を損ないかねない行為であり、不適切であった。

なお、その後、a社が提示価格を引き上げたことにより、提示価格はe社の算定レンジ内に収まることとなった。その他、TOCOS経営陣の行為によって現にe社の算定結果に影響が及んだことを示す事実は認められず、したがってe社の第三者算定機関としての機能が現実に阻害されたとは認められない。

#### (ウ) 小括

以上のとおり、TOCOSによる第三者算定機関の選任手続は、問題がなかったと評価できる（前記(ア)）。

しかし、第三者算定機関であるe社による実際の算定に関して、A元社長、B元専務及びFA<sup>27</sup>は、算定結果をa社が応諾しやすい価格となるよう誘導し、取引の成立可能性を高めることを意図して、より算定レンジが低くなるようe社に対する要請等を行っていた（前記(イ)）。このTOCOS側による一連の行為は、公正性担保措置としての第三者算定機関の実効性を損なう危険を孕んだものであり、不適切であった。

### (3) 対抗提案の機会確保及び情報開示に向けたTOCOSの対応

#### ア 対抗提案の機会確保及び情報開示に関する検証の視点

<sup>27</sup> TOCOSは、2025年6月10日付の本TOB賛同表明のプレスリリースにおいて、TOCOS側FAについて、「公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして…選任」したと開示している。この点、企業買収行動指針及び公正M&A指針において求められる独立性は「買収に関する独立性」とされ、買収の当事者からの独立性や当該買収の成否からの独立性を指すものと理解されており、TOCOSによる上記開示も、TOCOS側FAがこの意味での独立性に問題がない旨を開示したものと理解される。確かに、TOCOS側FAは、本取引の成否に関して、成功による成功報酬を受領するといった典型的な意味での利害関係は有していないものと認められる。しかし、本TOBは株主対応と密接に関連する中で実施されたものであるところ、後記第5・2・(1)のとおり、C氏は、本TOBのFAとして選任される以前からTOCOSに対し株主対応のアドバイスを提供しており、本取引が成立すれば非公開化を通じて株主対応が成功裏に終わることとなるため、本取引の成否につき一般株主の立場とは異なる利害関係を有する立場にあったといえる。実際、TOCOS側FAにおいては、本文記載のとおりこの観点から問題のある言動が見られたところである。以上からすれば、当委員会として、TOCOS側FAが買収の成否からの独立性との関係で問題がなかったかについて、疑問なしとしない。

本件において、TOCOS は、a 社からの買収提案と並行する形で、c 社からも、複数回にわたり「企業価値の向上」等に向けた協議の申入れを受け、その中で TOCOS を買収する意向を示唆され、本 TOB 公表後の 2025 年 6 月 20 日には、具体的な買収提案を受けるに至った（後記イ参照）。

この点、企業買収行動指針は、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件…の改善により、株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべき」であり、その方法として、「買収に関する事実を公表し、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な環境を構築した上で買収を実施すること（間接的なマーケット・チェック）や、株主の利益に資する買収候補を模索すること（積極的なマーケット・チェック）…で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある」としている。

そして、公正 M&A 指針は、このマーケット・チェックに関し、「M&A において他の潜在的な買収者による対抗的な買収提案…が行われる機会を確保すること…は、当初の買収提案よりも条件のよい対抗提案を行う対抗提案者の存否の確認を通じて、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報が得られることに加えて、当初の買収提案者に対して、対抗提案が出現する可能性を踏まえて、対抗提案において想定される以上の取引条件を提示することを促す方向に働くため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、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 M&A が行われることに資するという機能を有する」ものとしている。そして、間接的マーケット・チェックの具体例について、「例えば、M&A の実施に際して、①公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保するとともに…、②対抗提案者が実際に出現した場合に、当該対抗提案者が対象会社と接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等（例えば、買収者が対象会社との間で、対抗提案者との接触等を一切禁止するような取引保護条項の合意）を行わないといった対応を行うことが考えられる」としている。

この点、TOCOS は、本 TOB に関し、本 TOB の公表（2025 年 6 月 10 日）以降、公開買付期間の末日である同年 8 月 12 日（予定）までの間を、対抗提案が可能な期間として確保していた。

もっとも、本件においては、本 TOB の開始（2025 年 6 月 30 日）直後である 2025 年 6 月 24 日の TOCOS 定時株主総会において、取締役選任に係る株主提案がなされ、その賛否の拮抗が見込まれており、もし会社提案が否決されて経営陣の交代に至った場合には、本 TOB は不成立となる可能性が高まることが予想される、という固有の事情が存在していた。このような本件固有の事情の下で、TOCOS の株主は、本 TOB に応募するか否かを判断する以前に、定時株主総会において取締役選任議案に係る議決権行使する段階において、本 TOB への賛否を踏まえた議決権行使を行う必要に迫られていた。現に、TOCOS の 2025 年 6 月 10 日付の本 TOB 賛同表明のプレスリリースにおいても、a 社の考え方として、本 TOB を定時株主総会前に公表し、本 TOB を「定時株主総会の議案に関する重要なテーマの一つとして

提示することで、当社（引用者注：TOCOS）の株主の皆様が今後の当社の経営方針及び経営の受託者を判断するための材料を提供することが、当社の株主の皆様にとって有益であると考えている」と記載されている。

企業買収行動指針においては、「会社の経営支配権に関わる事項については、原則として、株主の合理的な意思に依拠すべき」であり（株主意思の原則）、情報の非対称性を解消し、株主が正しい選択を行うためには、「十分な情報が株主に提供される必要がある」（透明性の原則）とされている（企業買収行動指針 2.2.3）。そして、上述のとおり、対抗提案の存否やその内容は、対象会社の価値や取引条件の妥当性に関する重要な参考情報となるものであるから、上記のような本件固有の状況の下では、定時株主総会での議決権行使の段階において、こういった対抗提案の存否やその内容についても、できる限り十分な情報が株主に対して提供されていることが、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）を確保する観点から望ましい状況にあったといえる。

逆にいえば、上記のような本件固有の状況の下で、仮に、当時の TOCOS の経営陣が、定時株主総会までの間において、自らが望ましくないと考える（潜在的な）買収候補者からの買収提案を敢えてさせないようにし、あるいはそのような買収提案に関する情報を敢えて株主に開示しない等により、対抗提案の存否やその内容に関する情報が限定された場合には、そのような経営陣の行為は、企業買収行動指針の前提とされている株主意思の原則及び透明性の原則の観点から、適当でない行為と評価されることになる。

当委員会は、このような視点から、関連する事実を認定するとともに、問題として指摘すべき点がなかったかを検証した。

#### イ 認定事実

##### （ア）c 社による初期的な接触（2024 年 7 月～12 月）

2024 年 7 月 29 日、TOCOS のメインバンクである 1 銀行の M&A 担当者が c 社の取締役らを伴って TOCOS を訪問し、E 氏及び S 氏と面談した。c 社は、E 氏らに対し、TOCOS が c 社にとって魅力のある企業であること、最近 c 社が TOB により子会社化した電気機器メーカーの経営陣とも面談してもらいたいこと、TOCOS の第三者割当増資を引き受けたいこと等の意向が示された。E 氏としては、1 銀行において、c 社による TOCOS の買収あるいは資本参加が既定路線になっているかのような面談であったと感じた。

2024 年 9 月 6 日、TOCOS は 1 銀行に対し c 社からの提案を謝絶する旨伝達し、同月 13 日頃には c 社にもその旨が伝達された。この頃に A 元社長が作成して社内に回付したメモには、取引先が「[REDACTED] 会社とのビジネスから引く危険性がある」ことから、c 社の傘下に入ることは避けたい旨の考えが記載されている。

2024 年 10 月 7 日及び 9 日、c 社は、E 氏らに対し、1 銀行経由で一度断られたものの、f 社（d ファンド）の株式買増し等の状況変化を理由に再度面談を要請する旨のメールを送付した。

2024年10月10日、TOCOS側FA（C氏）は、A元社長、B元専務及びE氏に対し、a社との交渉を優先する観点から、c社の動きを「目先封じたい」と考えており、それは「f社への接触は避けたい」とことと「正式な『買収提案書』など出させない様にする」ことが目的であること、正式な買収提案書を受領すれば特別委員会を設置して検討する必要が生じるため、「現在米国a社との作業を検討している中これは今避けたいのが私の本音です」と記載したメールを送信した。同日、E氏は、c社に対し、現段階では検討を進めることはできない旨を示唆しつつ、TOCOSからの正式なコメントは来週送付する旨のメールを返信した。

2024年10月11日、E氏は、上記メールに対するc社からの返信メールをA元社長、B元専務らに転送した際、「時間稼ぎにはなったかと思います」とコメントした。その後、2024年10月17日、E氏はc社に対し、1銀行を通じて買収提案を同年9月に既に謝絶した認識である旨の書面を送付した。

2024年12月18日、c社は、E氏及びS氏に対し、c社がTOCOS株式を取得して株主となったこと、及びTOCOS株主であるg社とも接触していることを明記した上で、再度面談を要請するメールを送信した。E氏は、このメールを経営陣及びTOCOS側FAらに転送し、現時点では相手にせず「やり過ごそうかと考えています」との対応方針を示したところ、TOCOS側FAはこれに同調する意見を述べ、またTOCOS側LAは、少なくとも株主名簿によりc社がTOCOS株主であると客観的に確認できるまでは、面談は実施すべきでないと見解を示し、面談は実施しない方針とされた。

#### (イ) a社とのTOB案件を公表するまでの間におけるc社への対応（2025年2月～5月）

2025年に入りa社からのデュー・ディリジェンス手続が進行する中、2025年1月21日付のa社向け説明資料のドラフト（TOCOS側FA作成）において、TOCOSの2025年6月定時株主総会に関し、「敵対的株主」であるf社（dファンド）とg社が、TOCOSに対し「敵対的な株主提案」として、「高額配当の要求」や「TOCOSの経営陣の入替」に係る株主提案を行う予測があること、「6月の株主提案でg社がTOCOSの取締役の入替を提案した場合、現在のTOCOSの経営が維持されない可能性」があること、その「対策」として「ポピー（a社）によるTOBを4月から行う」ことで、「TOB期間を30営業日とするとTOB決済開始日は6月下旬、丁度TOCOSの株主総会前後」となり、「TOBを経てポピーが1/2以上の株主になれば、6か月後に臨時株主総会を要請・開催させg社が送り込んだ役員を一掃する事が出来る。同時にスクイーズ・アウトを実施しポピーが唯一の株主となり非公開化できる」となどと記載されていた。

2025年2月26日、g社のU氏がTOCOS（A元社長）との面談の場で、c社からの「企業価値の向上に向けた協議のお願い」と題する書簡をA元社長に手渡した。同書面には、TOCOSの企業価値の最大化に向けた中国生産拠点への投資や欧米等への海外展開につき協議したい旨が記載されていたものの、具体的な条件を伴う買収提案の記載はなかった。

2025年3月6日、c社は、E氏に対し、上記書簡のファイル送信サービス上のダウンロードリンクが記載されたメールを送信した。E氏は、このメールをA元社長、B元専務に転送し、a社からの提案が来るまでは「引き延ばしを図るしかないかと考えます」との見解を述べた。

2025年3月28日、E氏は、c社とウェブ会議を実施した。c社が4月の中国工場見学を要請したのに対し、E氏は株主総会準備やアクティビスト対応を理由に対応できない旨を回答した。c社は、事業提携による中国市場の拡大等の構想を説明する等、TOCOSの支配株主になることについて強い意欲が窺われた。

2025年3月31日の社内会議<sup>28</sup>において、c社との上記面談が現時点でc社からの「真摯な提案」に該当しないと評価することが確認され、これを前提に、あくまで株主として企業価値向上に資する考え方が示されたものと受け止める旨をc社に回答することとされた。

この社内会議の中で、TOCOS側FA(C氏)は、c社への対応については、a社案件が「最優先課題」であり、「本音は時間稼ぎであります」と発言していた。また、A元社長は、「a社に魅力を感じたのは、a社そのものが非上場だからなんですよ」、「上場してたら長期戦略がない、目先の金がどうのこうの、そういうことばかりになってしまふ」、「c社も所詮上場しとるやないか」、「c社と一緒にになったって解決することなんか何もないじやんというのが私のそもそもの基軸にあるところなんです。」と発言した。

2025年4月1日、TOCOSは、c社に対し、c社からの書簡及びウェブ会議における発言について、株主としての企業価値の向上に資する意見として受け止める旨をメールで回答した。

2025年5月19日、c社はTOCOS取締役会宛に「貴社企業価値最大化に向けた提携のご提案ならびに協議開始のお願い」と題する書簡を送付し、企業価値向上に向けた最適な連携の可能性について、6月6日までに協議の場を持つことを要請した。同書簡には、TOCOS定時株主総会までの時間軸も踏まえながら、dファンド及びg社からの株式取得を含む幅広い提案を検討したい旨が記載されていたものの、具体的な条件を伴う買収提案に係る記載はなく、TOCOSとの協議を踏まえ、早期に「真摯なご提案」を案内したい旨記載されていた。2025年5月21日のTOCOS取締役会において、c社からこの書簡を受領したことが報告された。

2025年5月22日の第8回本特別委員会において、TOCOS側は、本特別委員会に対して上記書簡の受領を報告し、c社への対応として、a社との本取引(本TOB)公表後(この時点では2025年6月3日を公表予定日として対応が進められていた)での協議を想定している旨を説明した。これに対し、本特別委員会委員からは、事後的なマーケット・チェックの機会を確保するため、a社とのTOB契約の取引保護条項の制限を緩和するようa社と交渉すべきとの意見が出された。

---

<sup>28</sup> 少なくともA元社長、B元専務のほか、E氏、H氏、TOCOS側LAの弁護士ら及びTOCOS側FA(C氏)が参加していた。

2025年5月23日、A元社長はTOCOS側FAらに対し、c社の面談要請に関して「本懐のFlowerからプレたくありませんので」、「次の週で調整するのがよいと考えます」と記載したメールを送信し、c社との協議がa社案件の公表後（当時の予定では6月3日）となるよう調整する意向を示した。

#### (ウ)TOB公表直後の協議拒絶（2025年6月）

2025年6月10日午後8時30分、TOCOSはa社との本TOB契約締結と賛同意見表明を公表した。この本TOB賛同表明のプレスリリースにおいては、c社との協議に関し、社名を伏せた上で、c社から「資本業務提携を含む多様な協業の可能性について、広く協議したいとの要望を受領」しており、「協議に向けた調整」を行っていたことに言及しつつ、a社と公開買付契約を締結したことから、同契約における取引保護条項に抵触することを避けるべく、c社との協議を断る予定である旨が記載されている<sup>29</sup>。

同日午後8時38分、E氏はc社に対し、本TOB賛同表明のプレスリリースを送付しつつ、公表されたa社との公開買付契約に沿って、c社との協議を打ち切るとして、翌11日に予定されていた面談の中止をメールで連絡した。

2025年6月16日の第16回本特別委員会において、TOCOS側はこの経緯を報告した。本特別委員会委員からは、c社との協議はa社によるTOBの公表後に実施する方針であつたはずであり（前記(イ)参照）、これまでの方針・説明とは異なる対応であるため率直に違和感を覚えた旨の意見が表明された。また、委員は、No-Shop条項には例外規定がありc社との面談は可能であったはずと理解していたとも指摘した。これに対し、TOCOS側LAは、「開示書類との関係で、関財や東証より、ポピーとの間で本TOBを交渉している中でc社とも交渉を継続することについて様々なコメントがあったことが判断の一因であり、また、TOB契約との関係では、一度c社との間で協議を始めると、c社提案が真摯な買収提案に至る前段階で、TOB契約上禁止される能動的な協議に発展するリスクがあつたため、協議を拒絶した次第である」と説明した。

#### (エ)c社からの対抗TOB提案（2025年6月）

2025年6月20日、c社は、TOCOS取締役会及び本特別委員会宛に、1株当たり8,300円でのTOB実施を提案する「企業価値の最大化に向けた貴社株式取得に関する意向表明書」を提出した。同書面には、買収価格、買収後の経営方針等の具体的な条件の他、この提案がc社の取締役会決議を経ていることや、TOBの検討に際し、TOCOS側FAとして相応の実績を有するアドバイザー会社を、またリーガル・アドバイザーとして日本の大手法律事務所

<sup>29</sup> これに対し、当該プレスリリースに掲記されている本特別委員会の答申理由の中では、「現時点で、…当該協議に向けた調整が行われている状況である。」と記載されており、協議を断る予定であるとは記載されていない（実際の答申書の記載も同様である。）。

を、それぞれ起用している旨が実名を挙げて記載されていた。また、同提案は現経営陣の体制維持を前提としていた。

2025年6月23日の第17回本特別委員会において、TOCOS側は、c社からの8,300円の提案を受領した旨報告した。同日、本特別委員会事務局はTOCOSに対し、c社提案を本日中に開示すべき旨の結論に至ったこと、ただしインサイダー情報の公表主体に係る金融商品取引法の論点を整理する必要があるため、TOCOS側LAの整理を踏まえた検討を行うよう求める旨をメールで伝達した。同日夕刻、TOCOSは、インサイダー情報を消滅させるためにはTOCOSによる開示では足りず、c社による公表が必要であるとのTOCOS側LAの見解等を踏まえ、同日のTOCOSによる開示は見送ることとした。

#### (才)新経営陣による対応とc社提案撤回（2025年7月）

2025年6月24日の株主総会で経営陣が交代し、大株主であるdファンドのK氏が代表取締役社長に就任した。

2025年7月9日、TOCOSはc社に対し、TOCOSの大株主(dファンド及びg社)がc社提案に応募しない意向を表明しており本提案の実現可能性がないため、これ以上の検討をしない旨を書面で通知した。

2025年7月16日、c社はTOCOSに対し、大株主が応募しない意向であることが明らかになり本TOBが成立することが合理的に見込まれないため、6月20日付の意向表明書を撤回する旨を書面で通知した。

#### ウ TOCOSの行為に関する検証

(ア) 前記イのとおり、TOCOSの当時の経営陣は、一貫して、a社との取引については積極的に対応を進めていた一方で、c社に買収されることは避けたいとの意向を有しており、c社からのアプローチに対しては「時間稼ぎ」、「引き延ばしを図る」というスタンスで対応していた。

この点、一般論として、会社の取締役が、「真摯な買収提案」をしていない潜在的な買収候補者に対してまで、具体的な買収提案を提示させるべく積極的に協議を進めるべきであるとまで解すべき根拠はない。したがって、このような段階において、取締役が、当該潜在的な買収候補者に対して消極的な対応に終始する一方、別の買収候補者(取締役が望ましいと考える買収候補者)との取引に向けた対応を積極的に進めたとしても、そのことが直ちに問題であるとはいえない。このような場合でも、取締役が望ましいと考える買収候補者による買収の公表後の段階で、他の買収候補者による対抗提案の機会が確保されれば、株主は対抗提案の存否やその内容を踏まえて買収への賛否を判断することが可能となる。

(イ) もっとも、本件においては、前記アのとおり、本TOBの開始(2025年6月30日)直後である2025年6月24日のTOCOS定時株主総会において、取締役選任に係る株主提案

がなされ、その賛否の拮抗が見込まれており、もし会社提案が否決されて経営陣の交代に至った場合には、本 TOB は不成立となる可能性が高まることが予想される、という固有の事情が存在していた。このため、TOCOS の株主は、定時株主総会において取締役選任議案に係る議決権を行使する段階で、本 TOB への賛否を踏まえた議決権行使を行う必要に迫られていた。

この点、当時の TOCOS の経営陣は、2025 年 1 月の段階で、2025 年 6 月の定時株主総会において d ファンドや g 社から経営陣交代に係る株主提案を受ける可能性を具体的に認識し、a 社による TOB をその「対策」として位置付けていたことが窺われる（認定事実（イ））。そして、遅くとも 2025 年 4 月 21 日に d ファンドから株主提案を受けた段階では、上記のように、定時株主総会における会社提案の成否が、本 TOB の成否と連関する状況になることが、高い確度で見込まれていた。

そうである以上、遅くとも 2025 年 4 月 21 日以降、当時の TOCOS 経営陣において、c 社からの買収提案を敢えて遅らせ、結果として定時株主総会の時点において株主が対抗提案の存否やその内容に関する情報を得られないようとする等の行為があったとすれば、それは株主意思の原則及び透明性の原則の観点から適当でない行為と評価されることになる。

しかるに、当時の TOCOS 経営陣は、2025 年 4 月 21 日以降も、c 社が潜在的な買収候補者であることを認識しながら、c 社に対する消極的な対応を継続し、2025 年 6 月 10 日、a 社との本 TOB 契約締結と賛同意見表明を公表した直後に、c 社に対し、a 社との公開買付契約に沿って c 社との協議を打ち切るとして、翌日に予定されていた面談の中止をメールで連絡した。この点、本 TOB 契約における取引保護条項においては、TOCOS が本 TOB と実質的に競合又は相反する取引について積極的に勧誘や交渉等を行わないことが定められているものの、c 社との関係でいえば、あくまでも c 社側が早期に「真摯なご提案」を行うことを希望していたのであるから、協議の場を設けて c 社にその意向の詳細を述べさせたとしても、取引保護条項に違反するものとは解されない。むしろ、当時の TOCOS 経営陣としては、定時株主総会の時点において株主が対抗提案の存否やその内容に関する情報を得られるようにするために、早期に c 社の意向を確認することが適当であったといえる。

結果として、c 社は、2025 年 6 月 20 日に至って具体的な買収提案（提案価格は 1 株当たり 8,300 円とされ、a 社の 8,075 円を上回る。）を行ったものの、定時株主総会（2025 年 6 月 24 日）の直前であったために、このような対抗提案の存在や内容が株主に開示されないまま、定時株主総会を迎えることとなった。もとより、TOCOS 経営陣の対応いかんによって c 社からの買収提案の時期が早まったかどうかは断定できないものの、少なくとも、上記のとおり、TOCOS 経営陣がその可能性を下げるような対応をとったことは、適当ではない行為であった。

## 第5 本株主提案対応の検証結果

### 1 検証の視点

会社法施行規則93条1項2号は、株主提案議案がある場合において、それに対する取締役会の意見があるときは、株主総会参考書類にその意見の内容を記載しなければならないものとしている。そして、経営の専門家から成る取締役会は、善良な管理者として、通常、株主提案に対する意見を有するはずであるから、取締役会の構成員たる取締役は、善管注意義務の一環として、株主提案に対し意見を形成し表明すべき義務を負うと指摘されている<sup>30</sup>。取締役会は、この意見形成に際して、これまで株主に対して説明してきた既定の経営方針や長期目標、中期経営計画や資本政策、コーポレートガバナンス体制等を踏まえつつ、現状を肯定する前提に立つことなく、株主提案の内容が取締役会の考える企業価値向上策を進める上で許容できるか否か等を、社外取締役を含む取締役間で多角的な視点から議論し、検証することが期待されているものといえる<sup>31</sup>。

そして、株主提案に対する取締役会意見は、株主が議案についての賛否を判断する上での重要な情報となる<sup>32</sup>。とりわけ、本件において、TOCOSは、取締役会意見が記載された株主総会参考書類を提示して個別の株主に対する委任状勧誘を行っているところ、その記載は勧誘を受ける株主にとって特に重要な判断材料となり、そこに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合には、委任状勧誘規制（金商法194条、金商法施行令36条の4）への違反の問題を生じることとなる。また、株主総会参考書類に記載すべき事項に虚偽等の不備がある場合には、当該株主総会の招集手続の法令違反として、株主総会決議の取消事由（会社法831条1項1号）に該当し得ることとなり<sup>33</sup>、決議取消訴訟において招集手続の法令違反が認められれば、裁判所がその違反につき重大でなくかつ決議に影響を及ぼさないものと認めて棄却（裁量棄却。同条2項）しない限り、株主総会決議は取り消されることとなる。

以上によれば、本件におけるTOCOSの当時の取締役は、その善管注意義務として、株主提案に対する意見を表明するに際して、株主の議決権行使の判断において重要となる点について、虚偽の記載や欠落がないよう留意すべき義務を負っていたものと解される。また、

<sup>30</sup> 弥永真生『コンメンタール会社法施行規則・電子公告規則〔第3版〕』（商事法務、2021年）496頁、中村直人ほか『会社法を読み解く—実務と裁判例を踏まえて』（商事法務、2021年）35頁参照。

<sup>31</sup> 田中亘=倉橋雄作編著『SR・株主対応ハンドブック』（商事法務、2025年）431頁参照。

<sup>32</sup> 前掲注32)・田中=倉橋432頁、生方紀裕『株主総会有事対応の理論と実務』（中央経済社、2023年）268頁参照。

<sup>33</sup> 岩原紳作編『会社法コンメンタール7—機関（1）』（商事法務、2013年）95頁。令和元年改正前の株主総会参考書類における「社外取締役を置くことが相当でない理由」（会社法327条の2）の虚偽記載が株主総会決議の取消事由に該当し得ることにつき、坂本三郎編著『一問一答平成26年改正会社法〔第2版〕』（商事法務、2015年）96頁参照。株主総会参考書類において法令上明示的に要求されていない記載事項であっても、虚偽の内容が含まれていた場合には株主総会決議の取消事由に該当し得ることにつき、大阪株式懇談会編・前田雅弘=北村雅史『会社法実務問答集V』（商事法務、2023年）57頁参照。

取締役会の意見形成に際しては、現状の経営体制を肯定することを所与の前提とせず、企業価値向上の観点から多角的に検証することが期待されていたものといえる。

もっとも、株主総会参考書類等に記載されるのは、株主提案に対する取締役会の「意見」であり、かつその「意見」の内容は、取締役選任議案であれば、当該取締役候補者の適格性や、当該取締役候補者や経営陣がそれぞれ掲げる経営方針の合理性等、多分に評価的な要素を含むものである。そして、取締役会側のみならず、提案株主側においても、株主総会参考書類における提案理由の記載（会社法施行規則 93 条 1 項 3 号）、株主総会における議案の補足説明<sup>34</sup>、株主名簿の閲覧・謄写請求権（会社法 125 条 2 項）を前提とする他の株主への書類送付等を通じて、それぞれの立場で意見を述べ合う機会があり、一般株主は、それら双方の意見がそれぞれの立場に基づいて発せられたものであることを前提に、両意見を比較検討して議決権行使について判断することが想定されている。そうすると、例えば、取締役会の意見の根拠として記載されていた事実の一部に、真実と異なる内容が含まれていた場合でも、そのような内容を含む取締役会の意見の記載が、その一事をもって直ちに取締役の善管注意義務違反を生じさせる重要な虚偽と評価されるとまではいえず、その重要性の大小については、上述したような一般株主側の受け止め方等も勘案して評価されるべきものと考えられる。

## 2 本反対意見に関する検証

### (1) 本反対意見の形成経緯

#### ア 2024 年定時株主総会に係る経緯（2023 年 6 月～2024 年 6 月）

f 社（d ファンド）は、2023 年 5 月頃から TOCOS への投資を開始し、TOCOS へのエンゲージメントを継続していた。

TOCOS は、2023 年 10 月以降、当時 k 証券に所属していた C 氏や、i 法律事務所から、株主対応につき助言を受けるようになった（その後、C 氏が k 証券を退職すると、2024 年 9 月以降は、C 氏が代表取締役を務める h 社を通じ、引き続き C 氏から助言を受けるなどしていた。）。

2023 年 11 月 22 日、f 社（d ファンド）は、TOCOS 経営陣（B 元専務ら）との面談を行った。この面談において、f 社（d ファンド）は、外部人材の活用についての考え方、当時の第 1 次中期経営計画の進捗状況や達成度、外部環境の変化を踏まえた次期中期経営計画における成長戦略の方向性（成長軌道に乗せるのか、次の成長の準備期間とするのか）、配当を含む財務戦略、IR 戦略、足元の事業の状況等について質問を行い、さらに、製造業としての強みや競合優位性を理解するために工場見学等の事業の現場を確認する機会を希望する旨の要望を伝えるなどしていた。

---

<sup>34</sup> 提案株主が株主総会において株主提案議案の補足説明をすることを求めた場合には、会社側はこれを拒否することができないものと解されている（稻葉威雄ほか編『[新訂版] 実務相談株式会社法 2』（商事法務、1992 年）643 頁）。

また、2023年12月22日、f社（dファンド）は、A元社長らとの面談において、株主対応を含むIRの体制、株価水準についての考え方、PBR1倍割れへの対応等を質問し、またTOCOSの現在の事業規模における設備投資ニーズの有無や、利益向上と株価上昇の好循環による優秀な人材や研究開発の促進、競争力の向上といった、資本市場を活用した事業成長の加速の必要性を述べつつ、経営陣の考え方を質問するなどしていた。

f社（dファンド）は、2024年2月にTOCOSの筆頭株主となり、2024年3月28日には、TOCOS取締役会に対し「貴社経営陣に対するご要請事項」と題する書面を送付した。同書面は、配当方針として3年間「配当性向100%又はDOE10%のどちらか高い方」とすることや、取締役候補者との個別面談を要請する内容を含んでいた。

2024年4月23日、f社（dファンド）は、2024年6月開催予定の第67回定時株主総会に向け、①剰余金処分の件（1株当たり571円の配当）、②剰余金の配当方針に関する定款変更の件（配当性向100%又はDOE10%）、③取締役による株主との面談対応に関する定款変更の件、の3議案を内容とする株主提案書をTOCOSに送付した。

2024年5月20日、TOCOS取締役会は、上記株主提案に対する反対意見のドラフトについて議論し、同日、TOCOSは「株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」を開示した。

2024年6月25日、TOCOSは第67回定時株主総会を開催し、会社提案及び株主提案の各議案が諮られ、会社提案議案は全て可決される一方、f社（dファンド）の株主提案議案は全て否決された。

#### イ 2025年定時株主総会に係る事実経過（2025年4月～2025年6月）

2024年定時株主総会以降も、TOCOSはf社（dファンド）から全取締役との個別面談の要請を受けるなどしていた中、2025年4月14日から18日にかけて、TOCOSの全取締役がf社（dファンド）との個別面談を実施した。

2025年4月21日、f社（dファンド）は、2025年6月開催予定の本定時株主総会に向け、①取締役（監査等委員である取締役を除く）5名選任の件、②取締役（監査等委員である取締役を除く）報酬等の額設定の件、の2議案を内容とする株主提案書をTOCOSに送付した。また、同月22日、g社は、取締役（監査等委員である取締役を除く）3名選任の件を内容とする株主提案書をTOCOSに送付した。

2025年4月22日、C氏は、A元社長らTOCOS経営陣に対し、株主提案への対応として、本TOBを予定どおり諒々と進めることができ一番の対策であること、これに加えて株主総会で株主提案を否決させる手段として、「委任状闘争」的な対応が必要となり、一般株主、世論に対し「f社に対するネガティブ・キャンペーン」を訴求していく必要がある旨メールで提案した。

2025年5月1日、TOCOSは、「株主提案に対する書面受領のお知らせ」を開示し、dファンド及びg社から株主提案を受領したこと公表した。

2025年5月6日から8日頃にかけて、C氏は、反対意見の材料収集のため、E氏らに対し f社及び g社との面談記録の提供を依頼するとともに、E氏を介して、TOCOS の株式事務代行機関である m銀行に対し、f社が信用取引を利用して TOCOS 株式を取得しているという事実が反対意見の材料になりうるか、という点について一般論を照会し、回答を得るなどした。m銀行の回答には、信用取引や代用有価証券によってポジションを維持している株主が、株式の「中長期保有」や「経営への関与」を掲げている場合、その投資姿勢に一貫性がないように映り、安定株主とは言い難い面がある等とする回答がなされた。

2025年5月8日、C氏は、A元社長に対し、f社 (d ファンド) 及び g社からの株主提案を受けてネガティブ・キャンペーンの検討を始めているとして、f社 (d ファンド) の株主提案に対する本反対意見の初期的なドラフトと、「ネガティブ・キャンペーン計画案」と題するファイルをメールで送信した。同計画案には、目的として「1.当社の一般株主に『こんな提案通れば当社の株を持つのが不安だ』を植え付けること」等と記載され、その手段として、K氏に関する疑惑を指摘して役員として不適切である旨アピールすること等の対策案が記載されていた。

2025年5月11日頃、C氏は、自身がドラフトした f社 (d ファンド)・g社の株主提案に対する反対意見のドラフト案を、A元社長ほか TOCOS 関係者及び i 法律事務所の弁護士らに対し送付し、確認を依頼した。同日、A元社長は、E氏ら社内チームに対し、「ネガティブ・キャンペーンには相手が訴訟を起こしてくることも予測されます」として、i 法律事務所の弁護士らによる確認と並行して、TOCOS 内においてもドラフトの内容を確認するよう指示した。

2025年5月12日から同月21日にかけ、C氏が作成した株主提案に対する反対意見ドラフトに対し、i 法律事務所の弁護士らがレビューを行ったほか、TOCOSにおいても、A元社長、H氏、E氏ほか管理本部役職員によるコメント・レビュー・修正等が行われた。

2025年5月21日、TOCOS 取締役会は、株主提案に係る取締役会としての反対意見について審議の結果、同日、東証への適時開示を行うことについて全員異議なく承認可決した。同日、TOCOS は、「d ファンドからの株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」及び「g社からの株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」を開示した<sup>35</sup>。

2025年6月5日、d ファンドは「東京コスモス電機株式会社に対する株主提案に関する説明資料」と題する資料を公表した。同資料は、TOCOS が5月21日の開示で主張した反対意見に対する反論を含むものであった。

---

<sup>35</sup> 開示後の2025年5月21日午後、E氏は C氏に対し、東証の開示担当者から TOCOS の担当者に対し、反対意見書の内容について「g社の分はともかく、f社に対するものは過激ですね」との感想が伝えられた旨をメールで報告した。

2025年6月24日、TOCOSは本定時株主総会を開催し、会社提案議案のうち、取締役（監査等委員である取締役を除く）の選任議案は否決された一方、dファンド及びg社による株主提案議案（取締役（監査等委員である取締役を除く）の選任議案等）は全て可決された。

## (2) 本反対意見の記載に係る検証

### ア 検証対象

当委員会において、dファンド及びg社の株主提案にかかる本反対意見について、当事者の主張（当委員会の調査に対するTOCOS、dファンド（運用会社代表者）、g社からの回答内容を含む。）を踏まえ、その適切性を検討すべき部分を抽出し、取締役会の意見としての内容やその形成過程につき、前記1の観点から問題として指摘すべき点がなかったかを検証した。

なお、g社による株主提案に対する本反対意見に関しては、当委員会がg社に対してその認識を確認したところ、「事実と異なる記載」や「一般株主の適切な議決権行使に不当な影響を与える表現」があったとは認識していないことであったことから、適切性を検討すべき対象に当たらないものと判断した。

### イ 「現体制の批判が的を射ていないこと」について（中長期的な視点に欠けた経営計画批判）

TOCOS側が開示した反対意見	提案株主側の主張
<p>TOCOSが2024年4月に開示した第2次中期経営計画は、2027年からの「成長・拡大」の段階につなげるための「成長投資」の時期（いわば助走期間）として策定したものである。</p> <p>提案者はTOCOSの段階的な成長戦略を理解することなく、成長投資のための期間を成長鈍化と決めつけるものであり、「中長期的な視点に欠ける極めて近視眼的な意見」である。</p>	<p>TOCOSは2024年4月に第2次中期経営計画を発表したが、その数値目標は2026年度に売上高105億円、営業利益10.5億円と「現状から成長しない3ヵ年計画」である。既に2期連続で成長が鈍化しているにも関わらず、3年間を「成長投資」期間とするのは、TOCOSの成長が鈍化していることに對し「現経営陣の危機感がない」ことを示している。</p> <p>過去2年間よりも前に遡れば売上・利益を増やしたとするTOCOSの反論は、直近の成長鈍化及び今後5年間にわたり成長戦略が描けていないことの説明にはなっていない。製造業各社が3年以上も「成長投資」期間として助走期間を要している訳ではなく、端的に現経営陣の成長戦略を描く能力の欠如を自ら認めているに過ぎない。</p>

## ＜当委員会の検証結果＞

当事者の主張からは、TOCOS が公表した第 2 次中期経営計画の評価が問題となる。

TOCOS 側は、当該計画期間を 2027 年以降の「成長・拡大」に向けた「成長投資」の段階（助走期間）と位置付けており、これを成長鈍化と批判することは「中長期的な視点に欠ける」と主張する。これに対し株主側（d ファンド）は、2 期連続で成長が鈍化している状況で「現状から成長しない 3 カ年計画」を設定すること自体が「現経営陣の危機感がない」ことの表れであると主張する。

双方の主張は、客観的な経営成績の数値や経営計画の記載を対象としつつ、焦点を当てる期間（TOCOS 側は 2027 年以降の「成長・拡大」期まで含めた中長期、株主側は過去 2 期と中期経営計画 3 年間の計 5 年間）やそれに対する評価が異なるために、異なる意見となっているものと認められる。したがって、いずれかの意見に虚偽の事実が含まれるというものではなく、一般株主において、いずれの意見が説得的であるかを検討して議決権行使の判断材料とすれば足りる内容であるといえる。

この点、当委員会の調査に対し、d ファンドは、株主総会後に TOCOS 社内の事業計画を確認したところ、旧経営陣が主張していた「成長投資」に関する具体的な投資計画は未定であり、売上拡大についても根拠がないなど具体的戦略がなく、旧経営陣の主張はこじつけであったと認識するに至ったと説明している。これに関して、当委員会の調査によれば、確かに、当時の TOCOS の取締役会においては、社外取締役から事業計画の前提条件や根拠資料の説明が不足している旨の指摘がなされ、あるいはキャピタル・アロケーションを含む財務戦略が明確になっておらず、そのための人材が確保できていないという課題があるという認識が共有される等、成長戦略の具体性が乏しかったことを窺わせる事実が認められ、したがって d ファンドが主張する提案理由は相応に的を射たものと認められる。しかし、そうであっても、結局は成長戦略の相当性等の評価に帰着する議論であることを踏まえれば、TOCOS 取締役会が上記のような反対意見を主張すること自体が不当であったとまで評価することはできない。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

なお、d ファンドが主張した TOCOS の旧経営陣における成長戦略の不十分さにかかるガバナンス上の問題点については、後記第 6・6 も参照されたい。

### ウ 「事業に対する理解を欠いた提案であること」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
提案者は、TOCOS に対して複数回にわたり IR 面談と称する接触を図ってきた。	2023 年 5 月の投資開始直後より TOCOS に IR 面談を申し込んできたところ、経営方針や事業に関する質問に対して会社側は答

<p>IR 面談での提案者の興味関心は、「専ら当社のネットキャッシュに関してであり、質疑応答も財務面に関する内容に尽きていた。</p> <p>「当社事業の構造、当社の置かれる業界への知見を基にした事業内容、事業戦略に係る質疑応答はほぼ一貫して」なかった。</p>	<p>えられない状態が続いていた。中期経営計画も実質 4 ページしかなく、どのように事業成長を実現するのか何ら具体的に経営陣は説明できていない。</p> <p>d ファンドの関心が専ら TOCOS の財務面に尽しているとの主張は全くの事実誤認である。</p>
---	---

#### ＜当委員会の検証結果＞

当事者の主張からは、TOCOS 側が意見の前提事実として挙げている、IR 面談における d ファンドの「興味関心」が「専ら当社のネットキャッシュに関して」であった、質疑応答が「財務面に関する内容に尽きていた」等の点について、事実に反するものでなかつたかが問題となる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、「当社事業の構造、当社の置かれる業界への知見を基にした事業内容、事業戦略に係る質疑応答はほぼ一貫してなかつた」との TOCOS の主張については「完全なる虚偽記載」であり、初回面談より TOCOS の製造業としての事業の強み、成長性、競争力への理解について深い関心を持ち面談を重ねてきた旨主張している。

当委員会の調査によれば、d ファンド側は、TOCOS との IR 面談において、当時の第 1 次中期経営計画の進捗状況や次期中期経営計画における成長戦略の方向性、事業規模に応じた設備投資ニーズの有無等、具体的な事業計画や経営戦略についても質問していたこと、また、製造業としての強みを理解するための工場見学等の事業の現場を確認する機会を要望していたこと等の事実が認められる（前記経緯ア）。これらの事実等を踏まえると、d ファンドの興味関心が「専ら」ネットキャッシュに関してであり、質疑応答が財務面に関する内容に「尽きて」いた、等の TOCOS 側の反対意見の記載は、事実として誤りであるか、少なくとも一般株主に誤解を与え得る内容であり、不適当であったとの評価は免れない。

したがって、この点の反対意見の記載には、その重要性の評価は別論としても、一定の問題があったといえる。

#### エ 「提案に係る候補者が当社取締役としての適格性を欠くこと」について

##### (ア) 「製造業・自動車関連業界の経験者が皆無であること」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
本役員選任議案に係る候補者はいずれも、自動車関連業界はもとより、製造業の経験も皆無である。	株主提案書において、L 氏の略歴として「n 社入社」と記載しており、候補者とした理由として、L 氏は「国内大手総合電機メー

<p>(ただし、「L 氏については、製造業の勤務経験があるものの、専ら資金・財務関連の業務に従事している者です」と記載している。)</p>	<p>カーにおいて国内及びアジアでの勤務経験を有し」と記載している。</p> <p>現在の TOCOS 経営陣に必要なのは単純な製造業の経験者ではなく、企業経営、事業再構築、国際経験、財務/会計など上場会社に求められる高いレベルの経営能力を兼ね備えた人材である。</p> <p>現在の経営陣には製造業の経験者が含まれるもの、製造業である TOCOS の成長戦略が描けておらず、保有するネットキャッシュや自己資本の活用方針も描けていない。</p>
---	--

#### ＜当委員会の検証結果＞

当事者の主張からは、d ファンドが提案する取締役候補者、特に L 氏の製造業経験の有無に関する記載の当否が問題となる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、L 氏は n 社において経営経験がある点だけをもってしても TOCOS の主張は事実と反する旨主張している。

この点、確かに、反対意見部分の表題として「製造業・自動車関連業界の経験者が皆無であること」と掲げ、本文冒頭でも同様に「製造業の経験も皆無です」と記載されていた点は、L 氏の勤務経験を踏まえると、一見誤解を与える表現であったとはいえる。

しかし、TOCOS は同意見書の本文中において、「L 氏については、製造業の勤務経験があるものの、専ら資金・財務関連の業務に従事している者です」と補足的な説明を加えており、L 氏に製造業での勤務経験があること自体は、反対意見書全体を読めば開示を受けた一般の株主において理解することが可能である。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが、直ちに問題があったとまではいえない。

#### (イ) 「強い利益相反のおそれ (K 氏)」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
K 氏は、提案者である d ファンドの委託を受け、投資運用を行っている f 社の最高投資責任者とされており、K 氏が取締役に就任すれば、TOCOS における経営上重要な機密情報が当然に投資家たる株主に流出することを意味する。これはインサイダー取	K 氏は提案株主の運用者である f 社の最高投資責任者であることから、株主と取締役間の実質的な利益相反を避けるため、取締役に選任された場合であっても、TOCOS からの役員報酬は一切辞退する。

引防止を含む利益相反の観点から著しく不適切と判断した。	K 氏の取締役在任中、d ファンドの保有株の売買は、他の役員と同様の売買ウインドウのみに限られ（インサイダー規制上の重要事実を会社が抱えている間は取引をしない）、他の役員と同様にインサイダー取引規制上の問題は生じ得ず、利益相反の恐れもない。むしろ、K 氏が株主を代表して TOCOS の経営に入り、より能動的に企業価値・株式価値向上を目指すことで、他の大多数の少数株主にも利益をもたらすことにつながる。
-----------------------------	---

#### ＜当委員会の検証結果＞

当事者の主張からは、K 氏が提案株主の運用責任者であることをもって「強い利益相反のおそれ」があるとした TOCOS 側の意見の当否が問題となる。

いずれの意見においても、K 氏が提案株主である d ファンドの運用責任者（最高投資責任者）であるという事実自体は前提とされている。TOCOS は、この事実をもって、機密情報の流出懸念やインサイダー取引のリスクを指摘し、「利益相反の観点から著しく不適切」と評価している。すなわち、TOCOS 側の意見の前提となる事実に虚偽ではなく、当該事実に対する評価について、双方の意見が相違しているものと認められる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、機密情報が当然に流出するとの主張は論理的説明がなく、ファンドがあからさまにインサイダー取引を行うという前提自体が非合理的であり、不適切である旨主張している。しかし、TOCOS 側の意見における「当社における経営上重要な機密情報が当然に投資家たる株主に流出する」との記載は、K 氏が常勤取締役として経営上の機密情報を取得すること自体の評価として記載されたものと解されることや、「インサイダー取引防止」との記載の合理性についても、一般の株主において判断することが可能な事項である。

一般に、取締役候補者についての利益相反の観点は、株主が候補者の適格性を判断する上で判断材料となり得る情報であることにも鑑みれば、会社側がその懸念を表明すること自体は、意見表明として許容される範囲内と考えられる。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

#### （ウ） 「過去在籍していたファンドの投機的行動（K 氏）」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
------------------	----------

<p>K 氏は、過去に自身が代表者を務める法人が投資一任契約に基づき運用していた投資ファンドにて、o 社に対し会社側の同意のない公開買付け（TOB）を行った経緯がある。</p> <p>裁判所は、当該 TOB において買収の目的等に関する投資ファンド側の説明が不十分であったこと等を指摘した。</p> <p>かかる経緯からは、株主共同の利益、すなわち企業価値の向上を顧みず、ファンド固有の短期的な利益追求を図っていたことを示すものといえる。かかる一連の取引等を主導していたのが K 氏である。</p>	<p>過去に K 氏が在籍していた運用会社は f 社とは関係がなく、TOCOS に対する株主提案とは一切関係がない。</p>
---	--

#### <当委員会の検証結果>

当事者の主張からは、K 氏の過去の投資行動（o 社への敵対的 TOB）に関する記載の当否が問題となる。

この点、d ファンド側は、K 氏が過去に上記 TOB に関与したという事実自体は否定しており、その事実と本件における株主提案との関連性を否定するとともに、当委員会の調査に対し、K 氏が過去在籍していた運用会社と現在の運用会社は違う会社であり、比較の意味がない旨主張している。

しかし、この点を考慮しても、TOCOS 側の掲示した事実は、K 氏が代表者を務めていた法人が投資一任契約に基づき運用していた投資ファンドに係る内容であって、当該法人の代表者であった K 氏に一定程度関連する内容といえる。そして、本件では K 氏を取締役候補者とする株主提案がなされていたところ、その過去の投資に関する行動は、当該株主提案に係る株主の議決権行使に影響を与える情報であるといえる。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

#### (エ) 「不正確な開示を行なった可能性（K 氏）」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
K 氏が過去に自身が代表者を務める法人が投資一任契約に基づき運用していた投資ファンドは、2020 年 11 月 26 日に o 社に対し MBO による非公開化の提案を行った。	過去に K 氏が在籍していた運用会社は f 社とは関係がなく、TOCOS に対する株主提案とは一切関係がない。

<p>上記提案は重要提案行為等に該当する可能性が高いにもかかわらず、K 氏の投資ファンドは 2021 年 5 月 10 日付大量保有変更報告書で変更するまでの間、保有目的を単に「純投資」とのみ記載していた。</p> <p>かかる経緯から、K 氏は、法令に基づく要請に反して、不正確な開示を行った可能性がある。</p>	
--	--

#### <当委員会の検証結果>

当事者の主張からは、K 氏の過去の開示姿勢（大量保有報告書の保有目的）に関する記載の当否が問題となる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、会社法、金融商品取引法等に照らして違法な行為は行われておらず、一切の指摘は受けていない、また、TOCOS 側の反対意見の記載は、法人ではなく K 氏個人が行ったかのような表現を用いており、不適切で意図的な印象操作である旨主張している。

しかし、d ファンド側は、過去の開示の経緯自体は否定しておらず、基礎となる事実には争いがない。TOCOS は、これらの事実をもって「法令に基づく要請に反して、不正確な開示を行った可能性がある」と評価しており、一般の株主においてこのような評価の当否を判断すれば足りる事柄であるといえる。また、取締役候補者の過去の開示姿勢やコンプライアンスに関する情報は、株主の議決権行使の判断材料になりうる情報であるといえる。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

#### オ 「提案者株主が安定的な株主とは言えないこと」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
d ファンドによる TOCOS 株式の買い進めは不安定な信用取引によりなされており、短期投資目的による保有であることが強く窺われ、金融業界関係者や有識者の意見によれば、「一般的にはややリスクの高い投資行動と見なされ長期安定保有との整合性には疑問がある」。	信用取引はファンドの資金効率の向上の一環で行っているものであり、信用取引を使っている投資家は中長期的な株保有の意向が無い株主だといった指摘は、極めて的外れな主張である。そもそも経営陣は、そのような手法（信用取引）が一般的に行われていることを認識しておらず、資本市場に対する理解の無さを露呈しているだけと言わざるを得ない。

### <当委員会の検証結果>

当事者の主張からは、提案株主（d ファンド）が「信用取引」を利用していることをもって「安定的な株主とは言えない」と評価したことの当否が問題となる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、信用取引を用いていることをもって不安定な株主であると断定しているのは、全く的外れな主張であり、前経営陣のファイナンスリテラシーが低いことを露呈しているだけである旨主張している。

しかし、d ファンド側は、信用取引を利用しているという事実自体は、「資金効率の向上の一環」として認めている。TOCOS は、この事実及び有識者への照会を根拠に、これを「短期的」、「不安定な株主」と評価している。したがって、上記反対意見の前提となる事実に虚偽ではなく、双方の意見の相違は、事実をどのように評価するかという見解の相違の範囲内であると認められ、一般の株主が双方の主張を検討の上でその当否を判断することが可能である。

したがって、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

### カ 「f 社のマネーロンダリング規制違反」について

TOCOS 側が開示した反対意見	提案株主側の主張
<p>シンガポール通貨庁（以下「MAS」という。）が、d ファンドの運用会社である f 社のマネーロンダリング及びテロ資金供与対策（以下「AML/CFT」という。）要件違反を理由に、f 社に対して追徴金支払を命じ、CEO 及び COO に戒告処分を下した。</p> <p>かかる経緯からは、f 社の資金自体が、マネーロンダリングの疑われる不透明な資金であり、TOCOS の上場企業の株主としての適格性に疑義を生じさせるものといえる。</p>	<p>既に指摘された過去のコンプライアンス体制の不備への改善策実施が完了している旨 MAS も確認しており、現時点においても、コンプライアンス体制の不備が継続しているかのような TOCOS の主張は、不正確であり、指摘は当てはまらない。</p>

### <当委員会の検証結果>

当事者の主張からは、d ファンドの運用会社である f 社が MAS から AML/CFT 要件違反で課徴金納付命令を受けた事実を記載したことの当否が問題となる。

この点、d ファンドは、当委員会の調査に対し、2024 年に MAS から f 社のコンプライアンス体制の不備に対する課徴金納付命令が出されたのは事実であるが、当該命令が出された時点で、「既に再発防止策やコンプライアンス体制の拡充が完了しており」、その旨は MAS のプレスリリースにも明記されている旨主張しており、課徴金納付命令が出されたという

事実は認めつつ、TOCOS が、MAS のプレスリリースに併記されていた f 社は必要な改善措置を講じた旨の記載に言及していない点を問題視している。

確かに、株主に対してより幅広い情報を提供するという観点からは、反対意見において課徴金納付命令に関する事実を記載するのであれば、改善措置に関する事実も記載することが望ましかったとはいい得る。

しかし、TOCOS による意見の前提事実となる掲示内容（課徴金納付命令の事実）自体に誤りがあったとはいえない。また、f 社において改善措置がとられたという点については、より正確な情報を有する d ファンドによる反論・補足が可能であり、現に d ファンド説明資料において補足がなされていた。さらに、上記 TOCOS の反対意見の記載は、現在の f 社のコンプライアンス体制に問題があるとする趣旨ではなく、既に TOCOS 株式に投資された資金の出所を問題にする趣旨と解される記載となっており、現在においてコンプライアンス体制が改善されたか否かとは直接関係しない内容であるとも解される。そして、TOCOS 側が、このような提案株主の資金の出所に関する事情を、安定的な株主といえるかどうかの評価根拠として挙げることが、直ちに不当である等とはいえない。加えて、上記 TOCOS の反対意見においては、正式には MAS のウェブサイトの記事原文を確認するよう案内する文言とともに、同記事原文の URL が掲載されているところ、同記事原文には、f 社が改善措置をとったことも記載されている。

以上によれば、TOCOS 取締役会が上記反対意見を開示したことが問題であったとはいえない。

## 第6 TOCOSのコーポレートガバナンス（原因分析の一環として）

### 1 「攻めのガバナンス」に対する上場会社としての課題

#### (1) 「攻めのガバナンス」に焦点をあてた原因分析（課題認識）

TOCOS を取り巻く経営環境が大きく変化する中で、TOCOS のコーポレートガバナンスは外見上においては時代に対応したものを目指してはいたようと思われる。もっとも、以下にも述べるように、近年求められている上場会社としてのコーポレートガバナンスの内実を伴っているとは言えず、その運用面においてはいくつかの課題がある。

これまで当委員会による調査で判明した TOCOS の旧経営陣による不適切な行動や、問題がある開示については、以下に述べるような TOCOS のコーポレートガバナンス上の課題克服に真摯に取り組んでこなかったことに起因するものと考える。

なお、通常、このような外部の第三者による調査委員会は、企業不祥事が発生・発覚したケースに設置されることが多いが、本件はそのような企業不祥事発生事例ではない。したがって、以下では、企業不祥事の未然防止や早期発見に必要なガバナンス、いわゆる「守りのガバナンス」に関する課題を指摘するものではない。主に、現時点における経営環境において求められる「攻めのガバナンス」<sup>36</sup>との関係で、前記第4及び第5において指摘した TOCOS 元取締役らの行動や TOCOS の開示姿勢に関する原因分析、あるいは課題認識を検討するものである。

#### (2) TOCOS のガバナンスを検討する前提となる経営環境－資本効率を意識した経営

2015 年に、金融庁と東証によってコーポレートガバナンス・コード（以下「CG コード」という。）が制定され、日本の証券市場で「攻めのガバナンス」構築に向けた行動規範が示された。その後、2023 年 3 月には、東証からプライム市場及びスタンダード市場の全上場会社に「資本コストや株価を意識した経営」が要請されることとなり、いわゆる「企業統治改革」の趣旨が全上場会社に浸透するようになった、といえる。

現時点でも、金融庁は「金利ある世界への移行や地政学リスクの高まりなど企業経営を巡る不確実性が増す中、日本企業は『稼ぐ力』を確実に高める必要がある」「収益力の向上を後押しするため、企業に経営資源の活用や投資家への情報開示強化を促す」との考えを示しており<sup>37</sup>、10 年以上続いてきた上場会社に対する「企業統治改革の流れ」は今後も国を挙げて推進されるものと思われる。市場区分の見直しや資本効率を意識した経営が真剣に検討

<sup>36</sup> ここで述べる「攻めのガバナンス」とは、東証が 2015 年 6 月 1 日、「コーポレートガバナンス・コード」策定時に公表した『『コーポレートガバナンス・コード原案』序文』中の「経緯及び背景」第 7 項の説明で述べられているものと同様の意味である。つまり、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、会社が透明性・公正性を担保しつつ、迅速・果断な意思決定を行うための仕組みであり、健全な企業家精神を促し、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いたものを「攻めのガバナンス」と表現する。

<sup>37</sup> 「金融庁長官、企業は『稼ぐ力』向上を－不確実性の時代に改革促す」 Bloomberg ニュース 2025 年 11 月 5 日。

された結果として、日本でも上場会社の非上場化（上場廃止）の件数が増加しており、上場会社の経営者は上場を維持することの意味を真剣に問われる時代となった。

## 2 取締役会改革の視点－取締役会の実効性の欠如

### (1) TOCOS における取締役会の実効性評価について

TOCOS のコーポレートガバナンス報告書（最終更新日 2024 年 7 月 12 日）には、CG コードの実施状況として、以下のとおりの説明が記されている。

【補充原則 4-11③】当社取締役会は、各取締役が自己評価を行い、この自己評価結果を分析・評価することにより、現状を認識するとともに課題を抽出し、これに対応していくことで、取締役会全体の実効性を高めております。

具体的には

<評価方法>：「取締役会の自己評価アンケート」に基づき毎年行っており、その内容を開示しております。

<評価項目>：大項目を①取締役会の規模・構成 ②取締役会の課題の選定 ③取締役会の運営方法 ④取締役会外の体制 ⑤取締役自身の評価 ⑥株主様との関係充実について ⑦ガバナンスの在り方 ⑧任意の諮問委員会（ママ）前回アンケート結果を踏まえた取り組みとし、それぞれに付き詳細項目を設け評価を行っております。

<評価結果>：昨年に引き続きすべての大項目において実効性はおおむね確保できていると結論づけましたが、「株主様との関係充実について」は、更なる改善が必要と評価されています。

<今後の課題>：「株主様との関係充実について」については、株主様とのコミュニケーションを改善するために、定期業績報告会等を開催し、情報発信・意見交換の場を設定することにより IR・SR 活動を充実させてまいります。

上記報告書が公表された 2024 年 7 月時点は、同年 6 月の定時株主総会において大株主からの株主提案がすでに提出されていた時期である。この時点で「株主との関係充実」に課題があると自己評価をしていたことから、TOCOS は、有事に至るまで株主との関係充実についての対応に消極的であったことが推測される。

また、TOCOS では（対外的にはプレスリリースはされていないものの）2025 年 4 月 23 日の取締役会において、常勤監査等委員である H 氏から 2024 年度の実効性評価結果が報告されており、直近の役員アンケート調査集計結果を分析した内容となっている（以下、これを「実効性評価報告」という。）。たとえば「株主との関係充実」の項目について、2024 年が 2.4、2025 年が 3.8 と評価数値が良好なものとなり、ようやく有事になって対応した様子が見てとれる。

## (2) モニタリングの実効性

TOCOS は 2016 年に監査等委員会設置会社に移行した。移行の目的は「取締役会の監査・監督機能及びコーポレートガバナンス体制の一層の強化を図るため、取締役会によるモニタリング機能の強化、取締役会が取締役に一定の重要な業務執行の決定を委任することによる意思決定の迅速化などの（ママ）実現すること」としていた<sup>38</sup>。

この点、意思決定の迅速化は、攻めのガバナンスの一環として望まれるものではあるが、その一方で報告体制を強化しなければモニタリングの強化は絵に描いた餅になってしまい、監査・監督機能及びコーポレートガバナンス体制の一層の強化は図れない<sup>39</sup>。しかしながら、TOCOS においては、以下に見るとおり、報告体制やこれを基礎とするモニタリングの強化は不十分なものに留まっていたと言わざるを得ない。

### ア 重要な経営判断の内容について、取締役会構成員で真摯に協議されたとはいえない

TOCOS の旧経営陣が a 社と事業提携に関する協議を開始したのは 2024 年 2 月であるが、いわゆる「アクティビスト」と呼称される投資ファンドが TOCOS 株式を大量保有し、初めて旧経営陣との面談を行ったのは 2023 年 11 月である。その 3 か月後に旧経営陣が a 社との交渉を開始したとなれば、TOCOS と a 社のどちらから提携や統合の話を持ち掛けたのかは取締役会での関心事となるであろう。TOCOS にとって、a 社はアクティビストに対抗するためのホワイトナイトなのかどうか<sup>40</sup>、といった関心である。

しかし、a 社による統合提案が報告された 2024 年 11 月の取締役会でも、「誰から統合の話を持ち掛けたのか」説明がなされた形跡はない。なお、上記 2024 年 11 月の取締役会での報告は、突然元社長からなされたものであり、招集通知にも議題が記載されておらず、また提案に関する関連資料も見当たらない。そのうえで、同月の取締役会議事録には、a 社との統合について、なんらの審議の過程も記載されておらず「社長の説明について全員了承した」との記載があるのみである。

また、当時の取締役らに対する当委員会のヒアリング結果によると、a 社による 100% 子会社化が成立した場合に、TOCOS の経営体制（社長や専務はどうなるのか、他の取締役はそのまま取締役として残るのか）についても誰からも質問が出なかった、現時点まで知らされていない、ということである。なお、当時の取締役会では、a 社による TOB を推進する方向性が決まった後において、TOCOS の取締役間において「利益相反状況を排除する必要性があるかどうか」といった議論がなされた形跡もない。

<sup>38</sup> 2016 年 5 月 16 日 TOCOS プレスリリース「監査等委員会設置会社への移行および定款一部変更に関するお知らせ」。

<sup>39</sup> TOCOS は定款第 26 条により、「会社法第 399 条の 13、第 6 項に規定により、取締役会の決議をもって、重要な業務執行（同条第 5 項各号に掲げる事項を除く）の決定の全部または一部を取締役に委任することができる」と定めている。

<sup>40</sup> 実際、TOCOS の社内では a 社を「ホワイトナイト」と呼称してのコミュニケーションも散見されたところである。

つまり、取締役会としては、a 社と TOCOS との統合プロセスについては、元社長と元専務、そして TOCOS 側アドバイザーである FA と LA に一任していたというのが実態であり、その進捗状況を監督すべき取締役会がモニタリング機能を発揮していた形跡は認められないものである<sup>41</sup>。

#### イ　社外取締役が攻めのガバナンスに求められる役割を果たせなかつた

TOCOS では、旧経営陣が a 社との接触を本格化した 2024 年 2 月当時、すでに投資会社等の大株主 2 社が、それぞれ 13.4%、12.8% を取得している状況にあり、大株主対応は TOCOS にとって喫緊の課題であった。2024 年 6 月の TOCOS 定時株主総会では、当該大株主 2 社の議決権行使（賛否）が分かれたため、当時の経営体制は維持されたものの、2025 年 6 月の定時株主総会では、当該大株主らの議決権行使の方向性が一致し、経営支配権が交代するに至った。このような状況の中、TOCOS が a 社との経営統合を急いだことが、これまで述べてきたような元取締役らの行動の要因になったものと思料される。

ところで大株主の 1 社については、2023 年 6 月ころから TOCOS に面談を求めていたことが判明しているが、当該時点から TOCOS の社外取締役らが資本効率を意識した経営を旧経営陣に働きかけていれば、大株主らと TOCOS とのエンゲージメントが良好なものになっていた可能性がある。2023 年 6 月時点では 3 名、2024 年 6 月時点では 4 名の社外取締役が取締役会を構成していたのであるから、TOCOS の社外取締役らには「株主利益の代弁者」という立ち位置で大株主とのエンゲージメントに臨む役割が期待されていた<sup>42</sup>。社長面談を要請していた大株主に対して、元社長が初めて面談するまでに 7 か月もの期間を要したという事態は、取締役会において社外取締役の意見が反映されていれば回避できたのではないかと思料される。

また、TOCOS は 2024 年 4 月 2 日に「第 2 次中期経営計画の策定と資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表した。そこには、2029 年までの業績予想数値は記載されているものの、その実現に向けて、①キャッシュをどのように、どれだけ創出するのか（ファイナンス）、②キャッシュを事業投資や株主還元にどのように配分するのか（キャピタル・アロケーション）、③どの事業に注力し、どの事業をテコ入れ・売却するのか（事業ポートフォリオ戦略）、④資本構成における負債と資本の比率、適切な資本額をどのように設定するか（財務戦略）といった資本コストを意識した経営の原則部分についての記載がなされていない。

<sup>41</sup> 前記実効性評価報告の資料「個々の設問に対する任意記載欄」によれば、「取締役会での議論に加わり、自身の意見を述べたか」との問い合わせに対して「意見を十分に述べたとは言い難い」との回答があり、また「他の取締役、経営陣幹部に対する監督を十分に行ったか」との問い合わせに対して「監督するまでには至っていない」との回答があった。

<sup>42</sup> 経済産業省 2020 年 7 月 31 日公表「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」では、社外取締役の心得 1 として「社外取締役には、特に取締役会の監督機能の重要な担い手として、「少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との利益相反の監督を行うという役割を果たすことが期待されている」と示されている（同実務指針 15 頁）。

もし、資本コストを意識した経営について「株主利益の代弁者」として社外取締役が日頃から期待された役割を果たしていれば、財務戦略を含めた中期経営計画の策定が真剣に議論されていたであろうし、TOCOS の財務戦略に基づく経営方針が株価にも反映され、「アクティビスト」と呼称されるような投資会社が経営面に介入する場面も乏しかったのではないか。

### (3) 有事において監査等委員会に期待されていた役割が果たされていなかった

ア a 社との提携交渉、大株主である投資会社からの非公開化提案、買収提案等により、遅くとも 2024 年初旬ころ以降、TOCOS は重大な経営判断が求められる、いわば有事に直面していた。つまり、スピード感のある経営陣の意思決定が必要な場面であり、なによりも取締役会は、a 社や大株主と交渉にあたる旧経営陣らへの十分な監督機能を果たすべき場面に直面していた。

本報告書でも取り上げているシャルレ株主代表訴訟判決やレックス・ホールディングス株主代表訴訟判決では、有事における取締役の善管注意義務違反の有無が問われており、TOCOS においても、事業再編プロセスに問題が生じれば取締役の法的責任が問われ得ることは十分に想定されていたはずである。また、法的責任だけでなく、監査等委員会は、他の取締役の職務執行に関する妥当性監査も行わねばならないのであるから、業務を執行する取締役、その執行を監督する取締役の職務の適正性を監視検証しなければならない。

しかしながら、個別の取締役の職務執行の適正性について、有事を前提とした監査等委員会での議論が行われていた形跡は見当たらない（少なくとも監査等委員会議事録からは判明しなかった。）。

とりわけ、監査等委員である社外取締役らは、社内・社外の取締役の職務について監視・検証する立場にあったにもかかわらず、本件に関して TOCOS 取締役の職務について監査する姿勢が欠けていた。たとえば①a 社と交渉する旧経営陣の行動、②特別委員会委員としての社外取締役の行動、③特別委員会委員ではない社内、社外取締役の行動（とくに利益相反排除を意識した行動か）、そして④適正な情報開示義務を尽くしていたか、という点である。

イ また、監査等委員会には、TOCOS における内部統制の相当性を判断することが求められているところ<sup>43</sup>、一部の経営陣に迅速な経営判断を委ねるのであれば、その経営判断に関する取締役会への報告体制（構築・運用が求められる内部統制の一部である）の相当性について厳しくチェックすることが監査等委員会には求められる。しかしながら、TOCOS 監査等委員会においては、（有事における迅速な経営判断を許容するにふさわしい）取締役会への報告体制の相当性について議論を行った形跡がない。

<sup>43</sup> 監査等委員会は、取締役が構築した内部統制システムの相当性をチェックし、事業報告に記載された内容が相当でない場合は、その旨と理由を監査等委員会監査報告に記載する義務がある（会社法施行規則 130 条の 2 第 1 項 2 号・129 条 1 項 5 号）。

ウ さらに、TOCOS では後述のとおり任意の指名報酬委員会が設置されているが、当該指名報酬委員会の判断と監査等委員会の権限である「経営評価権限」との関係についても議論された形跡がない<sup>44</sup>。本来、監査等委員会の経営評価権限と任意の指名報酬委員会の権限調整がなされる必要があるが、TOCOS ではその辺りが曖昧な状況のまま放置されている。つまり、平時から経営者にモノが言える監査環境を構築してこなかったからこそ、有事に監査等委員会が機能しない状況に至ったものと考える。

#### (4) 指名報酬委員会の機能不全

TOCOS では取締役会規則第 8 条に基づいて任意の指名報酬委員会を設置しており、前記（2024 年 7 月 12 日最終更新にかかる）コーポレートガバナンス報告書には、「『指名報酬委員会』は、取締役会の諮問に基づき、取締役候補者の指名、代表取締役等の選解任、並びに取締役の報酬について審議を行い、取締役会に答申しております、取締役会は『指名報酬委員会』の審議結果を尊重することを前提として、これらの事項を決定しております。」との説明がなされている。

しかし、当委員会が社内文書や指名報酬委員会の録音データを検証したところでは、元社長の後任候補について具体的な氏名を挙げて後継者候補を議論した形跡はなく、また関係者ヒアリングにおいても、後継者選任や後継者育成計画についての議論を行ったことは認められなかった。実際には、社長以外の取締役の選任・交代については元社長の意向が指名報酬委員会で述べられ、これに他の委員が質問をして追認するという実務が慣行になっていたものと推測される。

なお、前記取締役会実効性評価報告の資料「個々の設問に対する任意記載欄」によれば「経営陣幹部等の後継者への後継計画に関して適切に監督できているか」との問い合わせに対して「現時点では議論されていない」との回答がなされ、「経営陣幹部（取締役・執行役員・部門長等）の選解任について適切に議論されているか」との問い合わせに対しては「現時点では議論されていない」との回答がなされている。さらに報酬面については「経営陣の報酬・給与について適切に議論できているか」との問い合わせに対して「役員報酬額の評定の内容と結果はフィードバックされている」という回答はあるが「現時点では議論されていない」との回答もなされている。指名報酬委員会の仕組みがあるものの、平時から実質的には機能していなかったことが窺われる。

<sup>44</sup> 監査等委員会の経営評価権限とは、監査等委員会による監査等委員以外の取締役の選任・解任・不再任等についての意見形成職務や監査等委員である取締役以外の取締役の報酬等についての意見形成職務、およびそれらの職務に基づいて、選定された監査等委員による株主総会での意見陳述権を示すものである（江頭憲治郎「株式会社法（第 9 版）」623 頁）。TOCOS でも監査等委員会規則第 3 条 3 号、4 号に根拠を置く権限である。

## (5) まとめ

このように、TOCOS の取締役会においては、執行を監督するという意味においても、また重要な経営判断に多様な意見を反映させるという意味においても、さらには積極果敢な意思決定を支える監査環境という意味においても、平時から資本効率を意識した経営を支えるガバナンスの実効性に乏しかったものと言わざるを得ない<sup>45</sup>。

そのため、有事に直面した際の取締役会は、旧経営陣とアドバイザー、そして特別委員会の外部有識者の意向に依存もしくは追認せざるを得ない状況であった。これまで述べてきたような本 TOB への賛同プロセスや本株主提案への反対意見の適正性について、取締役会が精査する仕組みが整っていなかったことを指摘しておきたい。

### 3 取締役会改革の視点－多様性の確保

企業統治改革、とりわけ取締役会改革においては、その構成員の多様性確保が要請されている。日本企業を取り巻く経営環境の不確実性が増す中で、不確実性リスクが顕在化した場合の組織のレジリエンス能力を確保するために、取締役会の構成員については、性別、国際性、職歴など多様な視点を取り入れ、取締役会が備えるべきスキルを特定し、開示することが求められている。

TOCOSにおいても、a 社との事業提携や経営統合のプロセスが取締役会に報告されていた時期において、TOCOS 取締役会の役員構成は社内取締役と社外取締役の数が拮抗しており、また社外取締役の経歴も多彩であることから、外形的には取締役会の多様性への配慮がなされていたようにも思える。

しかし、a 社との上記プロセスにおいて、実際の取締役会の議論をみると、①TOCOS と a 社とのどちらから事業提携や経営統合の話が出たのか、②なぜ TOCOS は上場会社として自力で持続的成長を図ることができないのか、③なぜ（海外事業者よりもまずは）国内事業者との統合が検討されないのか、④公表している中期経営計画の実現可能性は、統合によってどうなるのか等、さまざまな疑問が呈され、いろいろな意見が出てしかるべきところ、元社長や元専務以外の社内取締役や社外取締役から、疑問が出されたこと、異なる意見が述べられたことを示す証拠は見当たらなかった<sup>46</sup>。

<sup>45</sup> TOCOS では、取締役会の実効性評価の過程において、各取締役らの個別意見も集計されているが、2024 年度の集計では「今期は社外取締役 2 名が新任されたことで取締役会の議論が活発になり活性化されている。」といった前向きな意見もある一方で「取締役間で影響力に格差があり、少数の取締役によって会社運営の方向が定められる傾向が強く、その状態が長く続くことは好ましくない。将来に向けての会社の発展のために、多くの力を安定的に集約できる体制の構築が必要と思われる。」「中計・事計に関してはもう少し積極的に議論のための題材を提供すべきだった。」「中長期の企業価値向上に向けた議論の機会を増やすべきである」との意見があった。

<sup>46</sup> なお、中期経営計画の策定にも関わった一部の社員が a 社による統合（100%子会社化）に断固として反対した事実があった。スタンドアローンによる成長可能性への検証や、中期経営計画の実現可能性検証がなされないままに「a 社との統合ありき」でのプロセスに異論を唱えたものであった。しかし、これに対して旧経営陣は耳を貸さず、その後は統合検討チームから外されることになった。

社外取締役への事前説明もないままに、経営支配権の移動を伴うほどの重要な意思決定を下すにあたり、取締役会に出席する取締役から一切異論や反論が出ていないということが、まさに取締役会の多様性が活かされていないことを示すものであり、迅速な経営を担保するモニタリング機能が発揮されていなかったものと考えられる。

#### 4 人的資本（無形資産）への認識の欠如

グローバル化やデジタル化の進展など、先行きが不透明な環境下で、代替不可能な価値を持つ人的資本の重要性が高まっている。投資家からの要請として、ESG（環境・社会・ガバナンス）への経営資源の配分も求められる中で、企業は従業員への投資状況や成果を具体的に開示することが求められている。人材をコストではなく価値を生み出す資本と捉え、積極的に投資をして企業価値を最大化する「人的資本経営」への意識が上場会社には強く要請される時代となった。

TOCOS では、直近 10 年での社員数の低下が著しいが（連結ベースで 2015 年度 898 名、2024 年度 629 名）、これは TOCOS が利益を出すための経費削減の一環として人員削減に注力してきたことなどに由来するものと思われるが、そこでは有能な人材の流出を招いている可能性がある。

加えて、新規事業の開拓が遅れて（研究開発費や設備投資の費用は直近 10 年でほぼ横ばいである）、人材育成が後回しとなった。これは、TOCOS の特色として、50 年以上利益を出し続けるビジネスモデルが存在したことにもよるが、「人材育成費用・研究開発費用は無形資産といえる人的資本への投資である」といった意識に乏しかったためとも思われる。

その結果として、新規ビジネスにチャレンジする際に不可欠なリスクマネジメントに必要な部門（第 2 線いわゆる法務、財務等）が手薄であり、中途採用でなんとか凌いできたものの、無形資産（人的資本）を形成する土壤（対内的コミュニケーション、対外的コミュニケーション、社内での働き方改革等）が慢性的に不足していた。各部門を担当する執行役員は、任期 1 年で雇用する、といった弥縫策で対処してきた事実もある。

以上のような人的資本への慢性的な投資不足が、結局のところ少数の経営陣によるブラックボックスにおける重要な意思決定を容認する土壤を生んだ。

#### 5 上場会社としての情報開示に関する課題

法令に基づく開示だけでなく、それ以外の任意の開示においても、適切な情報の開示・提供は、情報の非対称性の下に置かれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、対話を促進し、ステークホルダーの理解を得るための有力な手段である。コーポレートガバナンス・コード基本原則 3 においても「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。」とされている。

また、企業買収行動指針 2.1 「3 つの原則」では、「第 2 原則：株主意思の原則」として、会社の経営支配権に関する事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである、とされ、さらに「第 3 原則：透明性の原則」として、「株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。」と記載されている。

つまり上場会社においては、平時から、法令に基づくかどうかを問わず、情報の非対称性を解消するための適切な情報開示が求められており、とりわけ有事においては、経営支配権に関する情報については、株主が合理的な意思決定を行いうるよう情報開示を行うことが要請されている。

しかし、すでに指摘した 2025 年定時株主総会における株主提案への反対意見の記載に関する問題点のほかにも、TOCOS の本 TOB 賛同表明のプレスリリースが、後日多数の箇所において訂正されていることや、開示された中期経営計画の中身が十分に明らかではないこと、さらには TOCOS の FA の「独立性」についての記述が、一般株主から誤解を招きかねないものであること等からみても、TOCOS の情報開示の姿勢については疑問が多い<sup>47</sup>。

もちろん、情報開示におけるリスク（たとえばインサイダー取引リスク）を考慮して「非開示」とすることは十分検討されるべきである。しかし、一般株主の利益に配慮する姿勢が乏しいがゆえに、たとえ虚偽記載とまでは言えない内容であったとしても、誤解を招くおそれのある情報提供を防止する態勢が整備されていないことが推認される。

## 6 企業価値向上プランの不足

TOCOS は 2023 年後半ころからアクティビスト対策を行い、アクティビズム対応のためのコンティンジェンシープランを計画し、さらに社外取締役の勉強会も開催する等、資本効率を意識した経営に向けて一定の準備はしていたことが窺われる。そして 2024 年 4 月 2 日には「第 2 次中期経営計画の策定と資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」なるプレスリリースにおいて、2029 年度までの第 2 次・第 3 次中期経営計画を公表している。

しかしながら、上記 2.(1).イで述べたとおり、当時の中期経営計画には資本効率を意識した経営を反映したものと言えるための要素が不足していたことは明らかであり、真摯に企業価値向上プランを策定していなかったものと推測される<sup>48</sup>。

<sup>47</sup> a 社との経営統合を目指して TOCOS が FA や LA に支援を要請するまでの間、TOCOS は大株主対応を担当取締役一名に委ねた。当該担当取締役に対して、元社長は「社内が動搖しないように、一人で担当せよ」と指示していた。いわゆるアクティビストと称される大株主が現実に出現するまで、TOCOS においては株主対応のみならず、資本効率を意識した経営に対する優先順位がかなり低かったものと思料される。

<sup>48</sup> 関係者ヒアリングによれば、そもそも 2023 年ころまでは、事業計画を作成したことはあったが、まともな中期経営計画を作ったことがなく、その後早急に作成することを命じられて作った、と述べる者もいた。2025 年 4 月 23 日開催の取締役会でも、社内の取締役より「これまで TOCOS は財務戦略がなかった。財務戦略を検討できる人材がいなかった。財務戦略の重要性は十分認識しているつもりであり、キャピタル・

なお、前記取締役会実効性評価報告の資料「個々の設問に対する任意記載欄」によれば「中期経営計画について、十分な議論がなされているか」との問い合わせに対しては「KPIとの結果対比は行われるが、要因の精査や修正議論の時間は少ない」との回答がなされ、また「事業に影響する主要なリスクについて十分に洗い出し、各取締役が内容を理解し、議論できているか」との問い合わせに対しては「状況はわかるが、分析は少ない印象」との回答がなされている。2025年4月23日開催の取締役会においても中期経営計画の内容が取締役会で議論されたが、その際、一人の社外取締役より「これまで中期経営計画の中身が取締役会で議論されたことはないが、たとえ作成段階で議論するかどうかは別としても、今後はもっと意見交換をすべきである」「キャッシュをどう作るか、という方向は理解したが、ではどのように投資していくべきなのか、今後はキャッシュ・アロケーションについても議論をすべきである」との意見が出されている。また、当委員会による関係者ヒアリングでも、ほぼ同様の証言を得ている。

## 7 総括として

TOCOSは、東証スタンダード市場に上場する会社として、旧経営陣のもとでも営業利益率の向上を目指して誠実に事業を遂行していた企業である。ただ、近時の企業統治改革のことで、資本効率を意識した経営、株主との前向きな対話が要請される中、意識改革が進まなかつたため、複数の投資ファンドや海外を本拠とする事業者が大株主となって、その経営改革に要望を出される事態となったところに転機が訪れた。

すでに本報告書で示したTOCOSのPBR推移表記載のとおり、2024年度に複数の投資会社が大株主として当社株式を取得するに至り、TOCOS株価は高騰したが、それまでのPBRは0.5付近または以下の数値が続いていたのであり、対外的にみても資本効率を意識した経営がなされていたとは言えない状況であった。

その理由については、TOCOSの自社分析<sup>49</sup>では「資本コストを踏まえた取組み、及びこれまでの株主還元策やIR・SR活動が不十分であり、TOCOSの持続的な成長の実現に向けた取組みに対する株主や投資家の皆様の十分な理解が得られていないことが要因と考えております」としている。

2024年度に入り、TOCOSは大株主対策で急に中期経営計画を作成したため、中期経営計画の中身が伴わず、大株主から厳しい指摘を受けた。ひとつの出口としてa社との間でM&Aを検討したことは合理的な経営判断であり得たといえるが、当該経営判断の合理性を支えるコーポレートガバナンスに日頃から課題を抱えていたといえる。

---

アロケーションを含めた財務戦略を織り込んだ中期経営計画の策定が今後の課題だ」との意見が述べられている。

<sup>49</sup> 2024年4月2日付「第2次中期経営計画の策定と資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

## 結語

### 1 当委員会の調査目的について

当委員会は、経営支配権の移転を伴う買収提案がなされ、さらにはほぼ同時期に別の大株主から（定時株主総会において）経営陣の交代を前提とした株主提案が出されるといった有事に直面した上場会社の行動について、その有事の際の事実関係を明らかにしてきた。

ステークホルダーへの説明責任が求められるような企業不祥事が発生したわけでもないのに、なぜ、第三者が関与して対象会社の事実関係を明らかにする必要性があるのか、事実関係を明らかにすることによって M&A 実務にも悪しき影響を及ぼすことになるのではないか、といった懸念も生じるかもしれない。この点について、結語においてまず述べておきたい。

事実関係を明らかにすべき目的の一つは、TOCOS が株主や投資者に対する説明責任を果たすことにある。

2025 年 6 月 10 日、TOCOS は a 社との統合を目的とする本 TOB に対して賛同の意思を表明した。しかし、直後の本定時株主総会の決議によって取締役会構成員が変わるや否や a 社との統合に消極的な姿勢を示すに至った。TOCOS は、法人として事業を継続しているにもかかわらず、重要な意思決定の内容に変更が生じたのであるから、その経緯を株主や投資家に説明しなければならないはずである。ただ、その事実関係の調査を経営陣が行うとなれば、その調査の公正性に疑念が生じ得るため、外部第三者による調査に委ねたものである。

そして、事実関係を明らかにすべきもう一つの目的は、旧経営陣によって構成されていた「取締役会」が、有事に求められていた役割を果たしていたかどうかを、取締役会の諮問に沿って検証することである。

企業統治改革が進む中につけて、「健全なリスクテイク」「攻めのガバナンス」を推奨するコードや指針といった上場会社に対するルールへの遵守は、従来、特に中小規模の上場会社にとっては形式的・表面的なものに留まっており、実質が伴っていないと言われてきた。もっとも、2023 年に東証から PBR1 倍割れ企業への解消要請が出され、また、経済産業省からは企業買収行動指針が出されて「同意なき買収」であったとしても、企業価値向上に資するものであれば国として買収を推奨することが宣言されるに至り、ようやく中小規模の上場会社にも資本効率を意識した経営を意識せざるを得ない風潮が浸透してきたところである。

たしかに「形式を整えること」も、最近の裁判例などからみれば、関係者の法的責任が問われるリスクを低減させるためには必要であろう。本事案のように、上場会社の有事に直面した役員にとっては、外部の専門家の判断に依拠しなければならない場面も当然に想定される。しかし、「なぜ一部の役員のみでなく、取締役会全体で判断しなければならないのか」「なぜ関係者の独立性が確保されなければならないのか」「なぜ複数の買収提案は公平に扱わねばならないのか」といった素朴な疑問に対しては、平時からの「攻めのガバナンス」への取組みがなければ有事になって拙速に答えを見出すことは困難だと思われる。

よって、当委員会が事実を明らかにする二つ目の目的は、TOCOS が形式だけでなく実質も伴った形でコーポレートガバナンスが機能していたのかどうか、という組織上の課題を浮き彫りにすることにある。

## 2 当委員会による関係者の行動規範の捉え方について

本事案において TOCOS の取締役らに求められた行動には「2つの全体最適にどう向き合うか」という課題があった。

ひとつめの全体最適は、TOB 賛同プロセスにおけるタテとヨコの行為規範をどのように実践するか、ということである。タテは「経営陣が最適な買収先と判断した a 社による買収をどれだけ確かなものたらしめるか」という個別最適の課題であり、ヨコは「a 社以外の対抗提案に対して、ルールを尊重しながらどのように対処すべきか」という個別最適の課題である。a 社に思い入れが強すぎればヨコへの対処が疎かになりがちだし、ヨコへの対処を気にしそぎれば a 社は TOB から撤退し、TOCOS にとっての有意な買収先を失うおそれがある。したがって、このタテとヨコの対処を調和させることこそ TOCOS 経営トップらに求められる行為規範であった。

明確なレブロン基準を採用していない現行の企業買収行動指針の方向性においては、価格以外の魅力を株主に説明できれば、提案価格が低い買収提案者を経営トップが選択することに対して株主の理解が得られるかもしれない。しかし、株主の理解を得るためにには、上記のタテとヨコの対処を経営トップらがきちんと実践し、その結果を株主に説明できることが前提となる。

そしてもうひとつの全体最適は、a 社からの TOB に対する TOCOS の意見表明と、ほぼ同時期に提出された大株主からの株主提案に対する TOCOS 経営陣からの意見表明について、いかに矛盾なく株主への説明責任を果たすか、という課題である。

これまで述べてきたように、a 社からの経営支配権移転を伴う株式買収の提案については、現状のままでは上場会社としての持続的成長が期待できないこと、a 社との統合によって自社ではなしえない販路拡大による業績向上の機会が付与されること、経営者が変わり、ガバナンスも変わることで業績向上を図る土壤が形成されること等を株主にアピールして賛同の意思を表明しなければならない。しかし一方においては、大株主からの取締役交代を要求する株主提案に対して、これからも TOCOS がスタンダードアローンで上場会社として持続的成長が見込まれること、中期経営計画で示すように計画実現に必要な経営資源も確保されており、次世代のビジネスへの投資を行う予定であること、さらには現経営陣の能力は、中期経営計画を遂行するにあたって問題はなく、これからも成長を担うに必要な陣容が揃っていることを株主にアピールしなければならない<sup>50</sup>。

---

<sup>50</sup> なお、旧経営陣の中には、a 社との統合の必要性に関する理由と、株主提案への反対意見の理由で示すところは論理的整合性があり何ら問題ない、と回答する者もいた。

それぞれの課題に関する個別最適の実現については、アドバイザーの支援を受けて対処できるかもしれないが、それぞれの問題について全体最適を図るために自社経営陣による経営判断が必要である。もし全体最適が図られることがなければ、TOCOS が開示した情報の真実性への疑惑が生じ、さらには経営トップらの保身にとって好都合な選択肢を決断しているのではないか、との疑惑が生じる。つまり、そもそも株主は TOB 賛同への合理的意思を形成することが困難となるのである。

経営陣として考えるベストな選択を（それが株主利益の最大化とは必ずしも一致しなくとも）優先したいという気持ちは理解できるところである。

ただ、「ヒト・モノ・カネが必要な場所へ必要な時期に移動すること」が証券市場のルール（たとえば企業買収行動指針）によって推奨されているとすれば、上場会社として当該ルールに従うことは善管注意義務の実践と考えられる。日本の上場会社において、TOCOS が直面したような有事に向き合いたくないのであれば、日頃から資本効率を意識した経営を実践し、これを IR や SR を通じて積極的に広報していくより他に方法はないと思料する。

### 3 上場会社における株主との向き合い方

上場会社に株主との対話が求められる時代背景には、株主との対話を通じて、上場会社の資本効率を意識した経営が図られ、生産性が高まり、株価が上がり、ひいては日本企業の持続的な成長と企業価値向上が実現されることへの国を挙げての経済政策がある。

1年を通じて株主との対話が推奨される中で、TOCOS において、アクティビストと称される大株主ファンドからの社長面談要請に対して、7か月もの間、面談を拒絶していたという事実（前記第 5・2・(1)・(ア)）は、それ自体が問題行為とまでは言えないとしても、株主軽視の誹りを免れず、このたびの経営者交代劇の要因となったことは否めない。

また、TOCOS の旧経営陣の本株主提案に対する反対意見の内容は、提案株主へのネガティブキャンペーンの色彩が強く、株主側の意見全てに反対する姿勢が示されている。これまでも、株主総会を舞台として、経営陣とアクティビストとの委任状争奪戦が繰り広げられるケースでは、会社側と株主側の双方がネガティブキャンペーンを打ち出す事態となることが多かった。しかし、企業統治改革が上場会社に浸透するなかで、アクティビストを含む機関投資家と上場会社との立ち位置は変容し、双方が協働して中長期的な企業価値向上を図ることが推奨されるようになった。TOCOS 経営陣が、株主提案への反対意見を述べるとしても、株主の主張すべてを頭ごなしに否定するのではなく、提案には真摯に耳を傾け、そのうえで是々非々の姿勢で臨むべきではなかったかと悔やまれるところである。「モノ言う株主」が株主提案権行使したり、「同意なき買収」が珍しい事象ではなくなった日本の証券市場において、真に株主と上場会社との建設的な対話が推奨されるのであれば、双方が非難合戦を繰り広げるような実務慣行を改め、一般株主を含めて上場会社の持続的成長に向けた戦略を検討するための土壌を築くべきであると考える。

以上