



平成 27 年 1 月 30 日

各 位

会 社 名	豊 商 事 株 式 会 社
代表者の役職名	代表取締役社長 安成政文 (JASDAQ・コード番号 8747)
問い合わせ先	常務取締役管理本部長 多々良孝之
電 話 番 号	(03)3667-5211

株式会社プロスペクトによる当社株券に対する公開買付けへの反対の意見表明のお知らせ

当社は、株式会社プロスペクト（以下「公開買付者」といいます。）による当社株券に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関して、平成 27 年 1 月 16 日に開示いたしました「株式会社プロスペクトによる当社株券に対する公開買付けに関する意見表明（留保）のお知らせ」において留保の意見を公表しておりましたが、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

記

1. 公開買付者の概要

(1)	名 称	株式会社プロスペクト	
(2)	所 在 地	東京都渋谷区千駄ヶ谷一丁目 30 番 8 号	
(3)	代表者の役職・氏名	代表取締役社長 カーティス・フリーズ	
(4)	事 業 内 容	投資顧問業、建設事業、不動産販売事業	
(5)	資 本 金	2,373,346,000 円	
(6)	設 立 年 月 日	昭和 12 年 11 月 26 日	
(7)	大株主及び持株比率 (平成 26 年 9 月 30 日現在)	プロスペクト アブソルート リターン (ジャパン) エル エルシー	5.50%
		日本証券金融株式会社	4.11%
		あかつきフィナンシャルグループ株式会社	4.03%
		株式会社 SBI 証券	3.93%
		オリックス株式会社	3.08%
		松井証券株式会社	2.12%
		プロスペクト ジャパン ファンド リミテッド	1.86%
		※上記の大株主名及び持株比率は、公開買付者が平成 26 年 11 月 13 日に関東財務局長に提出した第 114 期第 2 四半期に係る四半期報告書の大株主の状況欄の記載に基づくものです。 ※なお、公開買付届出書によれば、公開買付者は、あかつきフィナンシャルグループ株式会社（以下「あかつき FG」といいます。）から、	

		あかつき FG が平成 26 年 12 月 8 日にその保有する公開買付者の株式の全部を売却したとの報告を受けたとのことです。
(8)	上場会社と公開買付者の関係	
	資 本 関 係	当社と公開買付者との間には、記載すべき資本関係はありません。なお、公開買付者の子会社であるプロスペクト・アセット・マネージメント・インク（以下「PAMI」といいます。）が平成 26 年 10 月 28 日に関東財務局長に提出した大量保有報告書の変更報告書によりますと、同社は、当社の普通株式 918,000 株（当社の発行済株式総数に対する割合は 10.32%）を所有しているとのことです。 また、PAMI が平成 26 年 12 月 22 日に関東財務局長に提出した大量保有報告書の変更報告書によりますと、同社は、当社の筆頭株主であり、且つ、その他の関係会社であるあかつき FG の普通株式 947,760 株（同社の発行済株式総数に対する割合は 6.23%）を所有しているとのことです。
	人 的 関 係	当社と公開買付者との間には、記載すべき人的関係はありません。なお、当社の筆頭株主であり、且つ、その他の関係会社であるあかつき FG の取締役を務めているヘンダーソン・ドミニク・マシューは、公開買付者の取締役を兼任しております。
	取 引 関 係	当社と公開買付者との間には、記載すべき取引関係はありません。また、当社の関係者及び関係会社と公開買付者の関係者及び関係会社との間には、特筆すべき取引関係はありません。
	関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	公開買付者は、当社の関連当事者には該当しません。 また、公開買付者の関係者及び関係会社は、当社の関連当事者には該当しません。

2. 買付け等の価格

普通株式 1 株につき、金 400 円

3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、平成 27 年 1 月 30 日開催の取締役会において、公開買付者により開始された本公開買付けに反対することを決議いたしました。したがって、株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げます。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠

当社は、平成 26 年 12 月 26 日に、当社に対して何ら事前の協議もないまま本公開買付けが一方的に開始された後、直ちに、法務アドバイザーとして西村あさひ法律事務所を選任し、同事務所の助言・協力を受けながら、本公開買付けに関する情報収集や検討等を進めてまいりました。

しかしながら、平成 27 年 1 月 16 日の時点では、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な当社の経営方針、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）の根拠、その他の本公開買付けの評価・検討に当たり重要であると考えられる多くの事項の詳細が明らかではありませんでした。そのため、同日開催された当社取締役会では、意見の表明を留保するとともに、公開買付者に対して質問を提示し、当該質問に対する公開買付者の回答を受領した後に、それを踏まえて当社の賛否の意見を最終的に決定することが適切であると判断し、同日付で公開買付者に対して質問を提示いたしました。

かかる当社の質問を受けて、公開買付者は、平成 27 年 1 月 23 日に、対質問回答報告書（以下「本対質問回答報告書」といいます。）を提出いたしました。

また、当社は、平成 27 年 1 月 13 日及び同月 20 日に、公開買付者と面談を行い、公開買付者に対して、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な当社の経営方針、その他の本公開買付けの評価・検討に当たり重要であると考えられる事項について、直接、質問・協議を行いました。

そして、当社は、公開買付者が提出した公開買付届出書及び本対質問回答報告書、上記面談の内容、並びに、当社が収集した公開買付者に関する情報その他本公開買付けに関する情報を、法務アドバイザーである西村あさひ法律事務所とともに、詳細に評価・検討いたしました。また、本公開買付価格の検討に際しては、株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）に対し、当社の株式価値の分析・算定を依頼いたしました。

これらの検討を慎重に進めてまいりました結果、当社取締役会は、下記（3）に記載した理由に基づき、本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の毀損につながる可能性が否定できず、また、本公開買付価格も当社の企業価値に照らして不十分であると判断するに至り、平成 27 年 1 月 30 日開催の取締役会において、本公開買付けに反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

なお、当社取締役のうち、社外取締役である工藤英人氏は、当社の筆頭株主且つその他の関係会社であるあかつき FG の取締役、及び、あかつき FG の完全子会社であり且つ当社と業務提携関係にあるあかつき証券株式会社（以下「あかつき証券」といいます。）の代表取締役社長を兼務していることから、利益相反の疑いを回避すべく、上記取締役会における本公開買付けへの反対決議及びその審議には参加していません。

（3） 本公開買付けに関する意見の理由

① 本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとは考えられないこと

公開買付届出書によれば、本公開買付けは、当社の連結子会社化による商品開発等の業務

提携を実現すべく、当社発行済株式総数の51%に相当する数の株式を取得することを目的とするとのことです。

当社といたしましては、商品開発の共同その他の当社の事業・経営に関して、公開買付者と協議すること自体を拒むものではなく、公開買付者からの提案について、当社による多角的な観点からの十分な検討を経て、それが当社の企業価値ひいては株主共同の利益を増加させるという合理的な確信が持てるものであれば、積極的にこれを進めることも吝かではありません。

しかしながら、以下のとおり、公開買付者からは、公開買付者の提案する業務提携の具体的な内容等について合理的且つ十分な説明がなされていない上に、そもそも、当社といたしましては、公開買付者は、自らが提案する業務提携を実現するために、突然の公開買付けによって当社の経営権を取得する必要はないと考えております。

また、公開買付者による本公開買付け後の当社の経営方針も不明であり、当社といたしましては、そのような公開買付者による当社の経営権の取得を目的とした本公開買付けには賛成できません。

(ア) 本公開買付けの目的について合理的且つ十分な説明がなされていないこと

公開買付届出書によれば、本公開買付けは、連結子会社化による商品開発等の業務提携を実現し、ひいては、当社及び公開買付者自身の収益を拡大させることを目的としているとのことです（公開買付届出書3～5頁）。

上述のとおり、当社といたしましては、商品開発の共同その他の当社の事業・経営に関して、公開買付者と協議を行うこと自体を拒むものではありませんが、公開買付者が商品開発等の業務提携を真摯に企図しているのであれば、当社に対する事前の協議なく公開買付けを開始するのではなく、当社による検討に耐えられる程度の内容をもったプラン、資料等を準備した上で、当社に対して協議を申し入れることが合理的であり一般的であると考えられます。

そこで、当社が、公開買付者に対して、かかる方法をとらず当社に対する事前の協議なく突然に本公開買付けを開始した理由を質問したところ（平成27年1月16日付意見表明報告書別紙2.(3)）、公開買付者からは、(i)「情報漏洩リスク」及び「透明性の確保」を理由として、事前の協議なく本公開買付けを開始した、(ii)当社の賛同が得られないリスクはあると認識しているものの、それは受忍可能な範囲内にあると判断した旨の回答がありました（本対質問回答報告書別紙2.(3)）。

しかしながら、(i)については、何故、「情報漏洩リスク」及び「透明性の確保」が、商品開発等の業務提携を実現する手段として一方的な突然の公開買付けを行うことの原因になるのか、明らかではありません。また、(ii)については、当社の賛同が得られな

ければ業務提携の実現は困難であるため、そのリスクを受忍してでも公開買付けを実施するというのでは、そもそも本公開買付けが真摯に当社との間の業務提携を目的とするものであるのか疑問があると言わざるを得ません。

また、当社は、公開買付者に対して、公開買付者が提案する「商品開発」の具体的内容や方法について質問したものの（平成 27 年 1 月 16 日付意見表明報告書別紙 2.(1)）、公開買付者は、「現時点において具体的に想定しているものは、例えば PAMI の実績を活かした日本株運用ファンドなどです」と回答するにとどまり（本対質問回答報告書別紙 2.(1)）、「商品開発」のより具体的な内容や当社にとってのメリット・優位性等について、十分な回答は得られませんでした。

さらに、本公開買付けは、当社の発行済株式総数の 51%に相当する数の株式を取得し当社を連結子会社化することを目的とするものですが、公開買付者が企図する「商品開発」のために当社の連結子会社化が必要または有益である理由についても、公開買付者は、「連結子会社化をすることで、貴社の現経営陣と緊密に連携、協力しながら、一体的に商品開発を行うことがより容易になる」と述べるにとどまり（本対質問回答報告書別紙 2.(1)）、当社の連結子会社化と商品開発との間の関係について、何ら合理的且つ十分な説明はされていません。

以上のとおり、公開買付者からは、本公開買付けに関して、何を目的として、また、何故にこのような方法・内容での公開買付けを開始したのか、合理的且つ十分な説明はなされておりません。むしろ、事前に協議を行わず一方的に本公開買付けを開始するという公開買付者の強引な手法からすると、公開買付者が当社を連結子会社化した場合には、公開買付者は、当社の親会社たる地位に基づき、当社の他の株主の皆様の利益を顧みずに、公開買付者の利益を図るような取引を強いる可能性さえ想定され得るところであり、公開買付者から提供された情報からは、本公開買付けが、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するとは考えられません。

(イ) 本公開買付け後の経営方針等も不明であること

公開買付者が当社発行済株式総数の 51%に相当する数の株式を取得することが当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであると当社取締役会が判断するためには、本公開買付け後の当社の経営方針について、公開買付者から十分な説明を受ける必要があります。

この点に関し、公開買付届出書には、「現経営陣によるオペレーションを尊重しつつ、当社グループのノウハウを活かして経営効率を高める」との記載がありますが（公開買付届出書 5 頁）、具体的な経営方針等の説明は一切なされておりません。

そこで、当社は、公開買付者に対して、本公開買付け後の当社及び当社グループの経営方針、事業計画、財務計画、資金計画、投資計画、資本政策及び配当政策等について如何に考えるか質問いたしました。しかしながら、公開買付者は、「当社は、貴社の現経

営陣がこれまで行ってきた経営施策を高く評価しており、今後も貴社の現経営陣による取組を支持する意向です」と回答するのみであり（本対質問回答報告書別紙 5.(1)）、現経営陣の「経営施策」を如何なる観点からどのように評価しているのかや、そもそも公開買付者自身の考え方は如何なるものであるかは依然として不明です。また、当社は、公開買付者に対して、上記「ノウハウ」の内容についても質問したものの、公開買付者からは、「主に日本株に関する投資顧問業におけるノウハウを有しており」との回答がなされたのみであり（本対質問回答報告書別紙 5.(4)）、何ら具体的な回答は得られませんでした。

さらに、公開買付者は、本公開買付け後、公開買付者が指名する1名の取締役の選任を希望しています（公開買付届出書5頁）。

しかしながら、公開買付者は、「候補者の推薦に際しては、経営全般に対して造詣が深く、貴社および当社との協業によるシナジー創出に資するための十分な知識と経験を有する者を推薦する所存」と述べるものの（本対質問回答報告書別紙 5.(5)）、現時点では当該候補者を決定していないとのことであり、かかる回答のみでは、当社としては、公開買付者が当社の企業価値の向上に資する取締役の選任を真摯に検討しているのか疑問があると言わざるを得ません。

以上のとおり、公開買付者は、本公開買付け後の当社の経営方針等について何ら具体的な説明を行っていません。本公開買付けの結果、当社株主総会における過半数の議決権を取得した場合には、公開買付者は、当社取締役の全員を自由に選解任できる地位に就き、当社の経営権を獲得することになりますが、公開買付者は、このような立場になり得るものとして、当社の経営方針等について真摯な検討を行っているとは考えられず、当社取締役会として、このような公開買付者による経営権の取得が、当社の企業価値ひいては当社の株主共同の利益に資するものであると判断することはできません。

(ウ) 小括

以上のとおり、当社といたしましては、商品開発の共同等、当社の事業・経営に関して、公開買付者と協議を行うこと自体を拒むものではありませんが、公開買付者からは、商品開発等の業務提携の具体的な内容等について合理的且つ十分な説明がなされていない上に、そもそも、事前の協議なしに突然に公開買付けを行うことによって経営権を取得する必要性・合理性も説明されていません。

さらに、公開買付者による本公開買付け後の経営方針も不明であり、当社といたしましては、公開買付者による経営権の取得が、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであると判断することは極めて困難です。

むしろ、事前に協議を行わず一方的に本公開買付けを開始するという公開買付者の強引な手法からすると、公開買付者が当社を連結子会社化した場合には、公開買付者は、当社の親会社たる地位に基づき、当社の他の株主の皆様を顧みずに、公開買付者

の利益を図るような取引を強いる可能性さえ想定され得るところであり、当社取締役会としては、本公開買付けに賛成することはできません。

② 本公開買付価格が当社の企業価値に照らして不十分であること

当社は、本公開買付価格の妥当性を判断するため、プルータス・コンサルティングに対し、当社普通株式の株式価値の分析・算定を依頼しました。プルータス・コンサルティングは、複数の株式価値算定手法の中から、当社普通株式の株式価値算定に当たり採用すべき算定手法を検討の上、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）が、将来の収益力に基づき企業価値を算定する最も理論的な手法と考えられることから、DCF法に基づき算定を行い、当社の普通株式の株式価値は913円～1,013円と評価できると結論付けました。

当該算定方法の検討に当たっては、プルータス・コンサルティングは、市場株価法及び類似会社比較法についても、採用の是非を検討しました。しかしながら、市場株価法については、本日公表の当社プレスリリース「平成27年3月期第3四半期累計の連結業績見通しに関するお知らせ」に記載のとおり、当社の業績が、平成27年3月期第3四半期対前期比及び対前年同期比で大幅に改善しているところ、算定時点においては、当該業績が未公表であり市場株価に織り込まれていないことから採用しませんでした。また、類似会社比較法については、類似会社の大半が業績予想を開示しておらず、且つ、当社の平成26年3月期の実績が赤字であり、当該手法による算定が困難であることから採用しませんでした。

その上で、DCF法に基づく算定に当たって、プルータス・コンサルティングは、当社の事業計画、直近までの業績の動向（上述の平成27年3月期第3四半期に係る業績見通しを含みます。）及び一般に公開された情報等の諸要素等を前提として、当社が将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在の価値に割り引いて企業価値や株式価値を分析しています。当該分析に用いた当社の財務予測数値に関しては、平成28年3月期において、対前期比で大幅な増益（純利益ベースで約29%増）を見込んでおります。これは、平成27年3月期上半期において、為替市場をはじめとした金融市況が低調に推移したこと等から一時的に大幅な減益となった一方で、平成28年3月期は、金融市況の回復に加えて、取引所株価指数証拠金取引の伸長、及び、あかつき証券との業務提携に基づく証券媒介業務の拡大等により増益が見込まれることによるものです。なお、プルータス・コンサルティングは、株式価値の算定に際して、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、すべて正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。

プルータス・コンサルティングと当社及び公開買付者との間には、取引関係・資本関係等の、当社株式価値の分析・算定の公正性を害するような利害関係は存在せず、当社といたしましては、プルータス・コンサルティングは、当社及び公開買付者から独立した機関であって、同社による上記算定結果は信頼できるものであると考えております。なお、現在の当社

の市場株価は、上記算定結果よりも低い水準にあります。当社といたしましては、これは、当社の主要な事業である商品先物取引業に関して、法的規制の強化や投資運用環境の低迷等の影響を受け、当社を含め、業界に対して厳しい評価がなされていること等に起因するものであると考えております。もっとも、当社は、近年、金融商品取引業の拡大等、収益構造の多角化を積極的に推進しており、上述のとおり、直近の平成 27 年 3 月期第 3 四半期には対前年同期比で大幅に業績が改善していること等も踏まえると、プルータス・コンサルティングによる上記算定結果は、当社の企業価値を適切に反映した合理的なものであると考えております。

これに対して、公開買付者は、本公開買付価格を 400 円とした理由について、公開買付届出書において、「対象者の普通株式の市場価格の動向」、「対象者の財務状況及び経営状況」、「過去に行われた発行者以外の者による公開買付けの事例において付与されたプレミアムの実例」及び「本公開買付けに対する応募の見通し」を総合的に勘案した結果であると述べています(公開買付届出書 8 頁)。

この点に関して、当社は、公開買付者に対して、上記各要素の具体的な内容や、参考にされた資料、これらに基づく検討及び判断の具体的な内容等について説明を求めました。しかしながら、公開買付者は、「市場株価を分析した結果、過去 6 年間で株価が、本公開買付価格である 400 円を超えたことがないことを発見いたしました」、「経営環境は厳しいものと理解しました」等と述べるのみで(本対質問回答報告書別紙 4.(1)～(3))、何故「過去 6 年間」の株価に着目することが合理的なのかや、何故に本公開買付価格によるプレミアムの額が妥当であるとするのか、公開買付者が想定している「商品開発」によるシナジーは如何に本公開買付価格に反映されているのか等について、何ら具体的な説明はなされておらず、本公開買付価格の合理性は説明されておられません。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付価格は、上記 DCF 法に基づく株式価値の評価額である 913 円～1,013 円から著しく乖離しており、かつ、本公開買付価格の合理性について公開買付者からは何ら具体的な説明はなされていないことから、本公開買付価格は、当社の企業価値に照らして不十分であると言わざるを得ないとの結論に達しました。

③ 結語

以上の①及び②から、当社取締役会は、本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の毀損につながる可能性が否定できず、また、本公開買付価格も当社の企業価値に照らして不十分であると判断し、本公開買付けに反対の意見を表明することといたしました。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場されております。

公開買付届出書によれば、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付けを行う株券等の数に上限(4,538,000 株。平成 26 年 11 月 13 日現在の当社の発行済株式総数 8,897,472 株に対する割合：51.00%)を設定しており、当社の株券等が東京証券取引所の株券上場廃止基準に

該当することはないものと見込んでいるとのことですが、その一方で株券上場廃止基準に該当する可能性があることは否定できないとも述べています。

当社といたしましては、今後、当社株式が上場廃止基準に抵触するおそれが生じた場合には、外部アドバイザーの助言・協力を受ける等した上で、慎重に対応を検討する予定です。

(5) いわゆる二段階買収に関する事項

公開買付届出書によれば、公開買付者は、当社の完全子会社化を実施する予定はないとのことです。

もっとも、上記のとおり、公開買付者は、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な当社の経営方針等の事項について、合理的且つ十分な説明を行っておらず、本公開買付けの結果次第では、今後、公開買付者から二段階買収に向けた動きがとられる可能性は完全には否定できません。そのため、当社は、今後、公開買付者から二段階買収に向けた動きがとられた場合には、外部アドバイザーの助言・協力を受ける等した上で、対応について慎重に検討する予定です。

(6) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

当社は、本公開買付けの検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、平成 26 年 12 月 26 日に当社及び本公開買付者らから独立した第三者である西村あさひ法律事務所に法的助言を依頼し、同日に同事務所を当社独自のリーガルアドバイザーとして選任し、同事務所からの法的助言を踏まえて、本公開買付けに関して慎重に検討しております。

また、当社取締役のうち、社外取締役である工藤英人氏は、当社の筆頭株主且つその他の関係会社であるあかつき FG の取締役、及び、あかつき FG の完全子会社であり且つ当社と業務提携関係にあるあかつき証券の代表取締役社長を兼務していることから、利益相反の疑いを回避すべく、平成 27 年 1 月 30 日開催の取締役会における本公開買付けへの反対決議及びその審議には参加しておりません。

4. 公開買付者と当社の株主との間における本公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

該当事項はありません。

5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

前記第 3 項(1)のとおり、当社は、本公開買付けに反対することを決議しておりますが、当社は、現時点において、本公開買付けに対して、いわゆる買収防衛策の導入等を行う予定はありません。

7. 公開買付者に対する質問
該当事項はありません。

8. 公開買付期間の延長請求
該当事項はありません。

以 上