

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

株式会社豊田自動織機 取締役会、トヨタ自動車株式会社 取締役会 御中

差出人：アジア・コーポレート・ガバナンス協会 (ACGA)

日付：2025 年 8 月 8 日

件名：株式会社豊田自動織機非公開化案の現状に関する書簡送付

株式会社豊田自動織機 トヨタ自動車株式会社 取締役各位

アジア・コーポレート・ガバナンス協会（以下「ACGA」といいます。）は、アジア市場におけるコーポレート・ガバナンス基準の普及と実効性の向上を目的として、1999 年に設立された非営利会員団体です。ACGA は、アジア太平洋地域の 12 市場を対象として、コーポレート・ガバナンスに関する調査を実施しており、域内の規制当局や企業に対して提言活動を行っています。ACGA には、欧米も含めた世界 18 市場にまたがる 102 の会員企業が参画しており、その他スポンサーからも活動資金の提供を受けております。なお、企業会員のうち 80%強が、グローバルに活動する機関投資家（運用会社、年金基金等）であり、その運用資産の合計は 40 兆米ドルを上回ります。（会員名簿は、ACGA のウェブサイト（<https://www.acga-asia.org/>）でご確認いただけます。）

ACGA ジャパン・ワーキング・グループ（以下「ACGA-JWG」といいます。）は、2021 年以降、トヨタ自動車株式会社（以下「トヨタ自動車」といいます。）と対面およびオンライン会議を通じて積極的にエンゲージメント活動を行ってきました。

ACGA は、日本のコーポレート・ガバナンスの発展に長期にわたり大きな関心を寄せている多数の国内外機関投資家を代表して、本書簡をお送りいたします。本書簡の共同署名者には、ACGA 27 名の会員企業およびその他の投資家も含まれております。

株式会社豊田自動織機（以下「豊田自動織機」といいます。）の非公開化の行方は、日本の資本市場に対する機関投資家のセンチメントに、極めて重要な意味を持ちます。今後の情勢如何では、これまでのコーポレート・ガバナンス改革で達成された進展を強化することにも、逆に後退させることにもなり得ると憂慮しています。ACGA は、本書簡を通じて、複数の懸念点を指摘するとともに、豊田自動織機取締役会に対し、前進を続けてきた本邦コーポレートガバナンス・コード規制基準の趣旨と精神に則り、上記懸念点に対して、第三者の検証可能性を担保するため、十分かつ透明性の高い情報開示等の追加対応がなされることを、強く要請します。また、トヨタ自動車の取締役会に対する提言も、併せて記載します。

なお、本書簡は、公開文書、投資家アンケート、専門家による分析を包括的に精査した上で作成しており、ACGA-JWG の調査および最近の市場動向に関するコメントも含まれています。豊田自動織機ならびにトヨタ自動車取締役会が、両社の少数株主を含む投資家の意見を代表するこれらの懸念事項を十分に検討した上で、本件非公開化に関する適切な追加的対応がなされることを期待しております。また、ACGA は、各会員企業の議決権行使方針について見解を統一あるいは調整する方針はなく、本書簡の共同署名者についても同様です。本書簡の目的は、豊田自動織機の非公開化に関する少数株主の複数の懸念点を共有した上で、本件取引に関する透明性の確保に向けて、関連する情報開示の強化を実

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します
現すべく、豊田自動織機取締役会および特別委員会との直接的な対話（エンゲージメント）の機会を得ることにあります。

ACGA 調査および投資家が期待するもの

ACGA-JWG は、豊田自動織機の非公開化案（「株式会社豊田自動織機（証券コード：6201）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（株式会社豊田自動織機 2025 年 6 月 3 日開示）に記載された一連の豊田自動織機の普通株式を非公開化することを目的とする取引に関する内容を指します。以下「本非公開化案」といいます。）が発表された後、本非公開化案に対する機関投資家の見解を把握するために調査を実施しました。回答からは、本非公開化案に対する広範な懸念が浮き彫りとなりました。主要な懸念事項は、以下の通りです。

- ・本非公開化案における公開買付価格の決定プロセスにおいて、豊田自動織機と公開買付者間の価格交渉の回数が限定的であり、またその内容に関する開示は、少数株主が十分な判断を行うにあたって不足していると考えられる点。
- ・豊田自動織機取締役会および特別委員会（豊田自動織機が 2025 年 1 月 31 日開催の取締役会における決議により設置した 3 名で構成される特別委員会を指します。以下同じです。）が、本公開買付けへの応募を推奨することの是非について、中立的立場を選択したことで、豊田自動織機の少数株主保護に関する姿勢への信頼が損なわれている点。
- ・公開買付価格に関する株式価値評価手法の決定プロセスが不透明であり、財務予測、割引率、税計算に関する開示もなされていない点。
- ・利益相反関係にあるグループ会社を、少数株主の議決権から除外しておらず、「真の少数株主」の保護が希薄になっている点。
- ・本非公開化案が複雑な取引スキームである点を考慮した際に、一連の取引に関する定量的根拠の開示が十分でなく、トヨタ自動車ならびに豊田自動織機いずれについても、本案の実施が企業価値や株主価値の向上にどう寄与するが示されておらず、全体像に関する不透明性が十分に払拭できていないと考えられる点。
- ・豊田自動織機の株式非公開化後のグループ PMI 計画、長期成長戦略、シナジー効果に関する開示が不足している点。

以上の主要な懸念点に関して、該当する規制ガイドラインを踏まえた詳細な内容を、以下に記載いたします。

1. 透明性と情報開示：信頼性の礎

豊田自動織機の非公開化のスキームは複雑です。新設持株会社、トヨタ不動産およびトヨタ自動車会長である豊田章男氏による大規模な投資、さらにトヨタ自動車による優先株式の引受が含まれています。いわゆるトヨタグループ内における株式の持ち合いを解消し、資本効率を改善するという目的自体は評価されるべきものと考えますが、そのプロセスに関する実質的に意味のある情報開示が不足しており、結果として全体に関する不透明性が十分に払拭できていないように見受けられます。少数株主の間では、本非公開化案における一連の取引の公平性や、非公開化によって生じる価値がどのように配分されるかについて、重大な懸念が生じていると認識しております。

本非公開化案に関する少数株主の懸念の中心は、豊田自動織機株式の公開買付価格の決定に係る株式価値評価のプロセスおよび内容について、開示が不十分な水準に留まっている点であると考えます。本非公開化案における公開買付価格（1 株あたり 16,300 円）は、過去平均に対してプレミアムがあるものの、発表前日の終値からは 11% のディスカウントであり、本件非公開化案に記載された豊田自動織機における検討過程において、特別委員会のファイナンシャル・アドバイ

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

ザーである三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMMS」といいます。）が示した DCF (Discounted Cash Flow) 評価レンジの中心値を下回っています。さらに、東京証券取引所のデータによれば、いわゆる上場子会社の非公開化事例における平均的なプレミアムである 44%と比較しても大幅に下回っています（※2）。

株式価値評価の基礎となる DCF モデルや税務上の仮定、豊田自動織機が保有する多額の不動産およびベンダーファイナンス資産に対する第三者評価などは一切開示されておらず、少数株主はその算出の妥当性を判断する材料が不足しています。さらに、豊田自動織機が多様な事業部門を有しているにもかかわらず、特別委員会のファイナンシャル・アドバイザーである MUMMS が、サム・オブ・ザ・パーツ分析（SOTP）による株式価値評価モデルを用いなかったことも、多くの少数株主の困惑を招いています。特別委員会ならびに豊田自動織機取締役会は、公開買付価格に関して「同社の本源的価値が相応に反映されていると合理的に評価可能な妥当な価格であると考えている」と理解しておりますが、SOTP を利用しない株式価値評価の報告を基本とした上で、どのような検討と議論がなされたのか疑問が残ります。さらに、MUMMS のみならず、豊田自動織機のファイナンシャル・アドバイザーである SMBC 日興証券株式会社（以下「SMBC」といいます。）も含めて、本非公開化スキームに関わった複数のファイナンシャル・アドバイザーは、いわゆるトヨタグループ内の主要取引銀行と密接な関係があると推測されます。こうした背景は、本非公開化案の検討において判断根拠となったファイナンシャル・アドバイザーの報告内容に対する信頼性に疑義を生じさせる可能性があり、検討及び評価プロセス全体の独立性と堅牢性について、少数株主は十分に確信ができない状況です。

また、本日時点において、豊田自動織機取締役会は、独立性が十分に担保された株式価値評価およびフェアネス・オピニオンについて、開示をしていないものと認識しております。日本の法制度上、フェアネス・オピニオンの取得および開示については義務付けられていませんが、「公正な M&A の在り方に関する指針」（経済産業省、2019 年 6 月 28 日公表）および「コーポレートガバナンス・コード」（東京証券取引所、2021 年 6 月 11 日改訂）では、デュー・プロセス（手続的保障措施）や株式価値算定に関する詳細な開示が「公正性担保措置」として、特に利益相反や少数株主の重大な利害が関わる場合に不可欠であることが強調されています。現時点において、上記開示がなされていないことは、本非公開化案における一連の取引の複雑さと、関連当事者の存在を考慮した場合、上記指針等の趣旨に沿った少数株主に対する配慮が十分になされている状況ではないと考えられます。

以上の認識に従い、ACGA は、豊田自動織機取締役会に対し、以下の二点への対応を要請します。

- ・経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」と東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨と精神に従い、提示価格の決定に用いたすべての DCF モデル、税務上の仮定、および第三者による株式価値評価の内容を直ちに開示すること。
- ・本非公開化案の公開買付価格に関して、豊田自動織機の保有有価証券（いわゆる持ち合い株式）、不動産、およびベンダーファイナンス事業の市場価値をどのように反映しているのかについて、定量・定性の両面を合わせて明確に説明すること。

2. シナジーの定量化：レトリックから現実へ

本非公開化案における一連の取引は、グループ統合による潜在的なシナジーを根拠として正当化されています。しかし、当該シナジーの定量的な試算は示されておらず、少数株主に対してどのように共有または還元されるのかという点についても、十分な説明がなされておられません。トヨタ自動車に発行される優先株式は 8.5%のリターンをもたらす魅力的な投資として

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します。提示されていますが、この資本再配分がトヨタ自動車の掲げる ROE20%目標の達成や、あるいは豊田自動織機の今後の事業成長および株式価値の向上にどのように資するのか、これらの点についても、十分な説明がなされていない状況であると認識しています。

以上の認識に従い、ACGA は、トヨタ自動車の取締役会に対し、以下の三点に関する説明を要請します。

- ・期待シナジーの詳細な定量化をもとに、本非公開化案における一連の取引が、トヨタ自動車の資本効率と ROE 目標達成にどのように寄与するかについて。
- ・本非公開化案において、新設持株会社が非公開化後のシナジーの主要な享受主体になると想定される点を踏まえ、トヨタ自動車が当該新設持株会社に対して普通株式ではなく優先株式による出資を決定した意思決定の経緯。
- ・トヨタ自動車の取締役会が、トヨタ自動車会長が株式による非公開化への直接投資を行うことについて、会長と会社およびその他の株主との利益相反の可能性をどのように認識し、管理したかについて。

3. ガバナンスの見直し：少数株主の権利の保護

ACGA は、本非公開化案を巡るガバナンス・プロセスが、経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」と東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」、および国際的なベストプラクティスの基準に達していないと判断しております。少数株主を代表するために設置された特別委員会を含め、豊田自動織機取締役会は、当初提示価格からわずか 11%の価格引き上げに留まる中で、最終的には一連の取引に対しては賛同するものの、公開買付けへの応募是非については、明確な賛否の推奨を示さず、中立的な立場をとりました。本非公開化案を巡るメディアの憶測報道により、株価が事前に上昇していたこと等を理由としていますが、上述の ACGA-JWG による調査では、同社取締役会の中立的態度により多数の株主がプロセスの公平性や独立性への懸念を抱いたとしており、特別委員会および取締役会が、本来求められる役割を果たし、少数株主の利益保護を十分に考慮したのかという疑問を生じさせています。

本非公開化案において、少数株主権利の保護の観点で特に問題と考えられる点は、「マジョリティー・オブ・マイノリティ（少数株主の過半数）」に関する対応です。いわゆるトヨタグループの企業であるデンソー、アイシン、豊田通商などが、公開買付けの議決権行使では独立した少数株主としてカウントされています。上記企業は、資本提携関係にあるトヨタグループの会社として公に知られており、また会社側も自認している例があると認識しております。このことは、「マジョリティー・オブ・マイノリティ」制度が本来目的としている少数株主に対する保護措置を希薄化し、豊田自動織機における 3 分の 2 のスクイーズ・アウト（強制的な少数株主の排除）は、グループ企業を除いた「真の少数株主」のわずか 42%超の賛成で決定されてしまう状況となっています。利益相反のある関連当事者を少数株主に含めることは、文字通りの違反ではないにせよ、日本のコーポレート・ガバナンス改革の精神、およびその趣旨には反する行為であると考えられます。

以上の認識に従い、ACGA は、豊田自動織機取締役会に対し、以下の三点への対応を要請します。

- ・取締役会が利益相反の問題をどのように監督し対処したか、さらにトヨタグループの会社が保有する持分が、豊田自動織機の株式公開買付けおよびスクイーズ・アウトのプロセスにおいて議決権にカウントされる理由について、十分な説明を行うこと。
- ・独立した専門家を再度任命し、特別委員会を再構成した上で、本非公開化案における一連の取引について再検討を行うこと。なお、業界の専門知識が限定的であり、またトヨタグループとの個人的関係を持つ者は、独立した専門家とは認められません。

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

・経済産業省のガイドラインに従い、豊田自動織機取締役会が、本非公開化案による同社株式公開買付けへの応募の是非について、株主に対して明確に賛否を示すこと。推奨意見を示す場合には、反対意見や懸念も含めて全面的に開示すること。

4. 取締役の忠実義務と取締役会の説明責任

本非公開化案に対して、多くの少数株主は、公開買付価格が十分に豊田自動織機の本源的価値を評価したものではないと判断していると考えられます。ACGA-JWG の調査においても、同様の結果が得られております。多くの少数株主が適正ではないと判断している価格による公開買付けに対して、豊田自動織機取締役会が、本非公開化案に不明瞭な部分的賛同を表明しながら、同社の本源的価値を十分に反映した独立的な評価を明示しなかったことは、取締役会の独立性や少数株主保護に係る同社の姿勢について、少数株主に重大な懸念を抱かせたと憂慮しています。取締役会が、本非公開化案による同社株式公開買付けへの応募について、明確な推奨ではなく中立的な立場を取ったことは、支配株主への異議申し立て（公開買付価格調整に向けた交渉）を回避しようとする取締役の姿勢を、少数株主に想起させます。この点は、会社法に規定される取締役の忠実義務に関する違反の可能性をも惹起させる、極めて重大なものです。

ACGA が、2025 年 7 月 2 日に公表した本非公開化案に関するコメントを、下記に引用します。

取締役には、公開買付けの提案が公表された場合には、株主に対し明確な推奨を示す責任があります。経済産業省のガイドラインでは「例外的な」状況が想定されていますが、本非公開化案については、プロセスや株式価値評価自体の不透明性を勘案すると、取締役会の「中立的な立場」が、少数株主利益保護に関する取締役の忠実義務に合致したものが疑問が残ります。独立社外取締役は、少数株主の利益を考慮し、本件のような取引を評価できる専門知識を持つべきです。豊田自動織機の場合、独立社外取締役として学識経験者、保険業界出身者、銀行家およびジェンダー多様性の専門家を擁していますが、社内の経営陣やトヨタ自動車側と建設的に対話できる産業分野の専門家が不在である印象を受けます。経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」の改訂版では、資本市場での評価が重要な課題である場合、資本市場志向の経営経験者の任命が適切とされていますが、豊田自動織機の実務指針、および意思決定プロセスには、これらの観点が不十分であったように見受けられます。

また、本非公開化案における一連の取引は、複数の法域で独占禁止法等に関する規制当局の事前承認を要するものと想定されますが、仮に取引プロセスが、越年する程度に遅延した場合の、株式価値評価の見直しに関する方針が明確ではありません。

以上の認識に従い、ACGA は、豊田自動織機の実務指針、および意思決定プロセスに対して、以下の三点への対応を要請します。

- ・取締役会が、十分に独立性を担保された機関（特別委員会を含みます）に委託した分析および関連情報に基づき、本非公開化案における同社株式の公開買付けに対する応募の是非に関して、株主へ明確かつ根拠ある賛否意見を開示すること。決定に際して分析した内容や根拠となる数値を、可能な限り開示すること。
- ・規制当局の承認が遅延した場合や、取引完了前に市場環境（事業環境を含みます。）が大きく変動した場合には、株式価値評価や公開買付価格を見直す方針であることを明確に示すこと。
- ・特別委員会と取締役会が、少数株主と直接対話し、公正価値や公開買付価格の算定プロセス、および取引スキームの決定経緯について説明すること。



本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

ACGA は、豊田自動織機取締役会に対し、経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」と東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」を意思決定プロセスの中心に据え、完全な透明性、強固な独立した監督体制、および真の少数株主利益保護にコミットすることを強く求めます。豊田自動織機取締役会および特別委員会とエンゲージメントを実施したいと考えており、結果として本非公開化案の再検討が行われることを期待しています。

アジア・コーポレート・ガバナンス協会 (ACGA)

Amar Gill

Secretary General

Kei Okamura

Chair, ACGA Japan Working Group
Portfolio Manager, Managing Director, Neuberger Berman

Dr. Helena Fung

Head of Research and Advocacy

Anuja Agarwal

Head of Research, Japan and India

ACGA 会員の署名者（公開に同意した方のみ掲載）

Avi Lavi

Chief Investment Officer—Global and International Value Equities
AllianceBernstein (AB)
London

Martin Jonasson

General Counsel
AP2
Göteborg

Sara Lee

APG Investments Asia
Director, Responsible Investment & Governance, APAC
Hong Kong

Drew Edwards

Head of Usonian Japan Equities
GMO LLC (Grantham Mayo van Otterloo)
Boston

Eric Liu

Portfolio Manager
Harris Associates
Chicago

James Shannon

Partner, Chief Executive Officer
Indus Capital Partners LLC
New York

本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

Kiran Aziz

Head of Responsible Investments
KLP Kapitalforvaltning AS
Oslo

Namuh Rhee

Chairman
Korean Corporate Governance Forum (KCGF)
Seoul

Kathlyn Collins

Head of Responsible Investment & Stewardship
Matthews Asia
San Francisco

Joseph V. Amato

President and Chief Investment Officer – Equities
Neuberger Berman
New York

Jonathan Bailey, CFA

Global Head of Stewardship and Sustainable Investing
Neuberger Berman
New York

Peter Rawlence

Senior Investment Manager
Pictet Asset Management Limited
London

Ronnie Lim

Senior Engagement Specialist
Robeco
Hong Kong

Andrew Howard

Global Head of Sustainable Investment
Schroders
London

Kazuhiro Toyoda

Head of Japanese Equities
Schroder Investment Management (Japan) Limited
Tokyo



本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

Hiroaki Toya

CEO/CIO

Solaris Management, Inc.

Tokyo

Junichi Sakaguchi

Chief Responsible Investment Officer

Sumitomo Mitsui DS Asset Management Company, Limited

Tokyo

David Mitchinson

Founding Partner and CIO

Zennor Asset Management

London

非 ACGA 会員の投資家の署名者

Joe Bauernfreund

Chief Executive Officer and Chief Investment Officer

Asset Value Investors Ltd

London

Stephen Codrington

Chief Executive Officer

Codrington Japan

London

Omar Malik

Portfolio Manager

Hosking Partners

London

Ian Wright

Director

Morant Wright Management Limited

London

Mark Grammer

Managing Director, Head of International Equity

ONEX CREDIT

Toronto



本書は参考訳です。原文（英語）との間に矛盾や相違がある場合は英文が優先します

Hugh Sloane

Co-Founder

Sloane Robinson Investment Management Ltd

London

James Moir

Director

United First Partners

London