



2022年8月15日

各 位

会 社 名	ジャフコ グループ株式会社
代 表 者	取 締 役 社 長 三 好 啓 介
コード番号	8 5 9 5 東証プライム市場
問 合 せ 先	管理部管理グループ 古 賀 慎 二
T E L	0 5 0 - 3 7 3 4 - 2 0 2 5

株式会社シティインデックスイレブンスらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念があることに基づく当社の会社支配に関する基本方針及び当社株式の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ

当社は、2022年5月頃以降、村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）の影響下にある野村絢氏（村上氏の実子）、株式会社南青山不動産及び株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティインデックスイレブンス」といい、株式会社南青山不動産及び野村絢氏と併せて以下「シティら」と総称します。）によって、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）を市場において急速かつ大量に買い集められており（以下「本株式買集め」といいます。）、2022年8月9日にシティインデックスイレブンスが提出した当社株式に係る大量保有報告書によれば、シティらは、2022年8月2日時点において、株券等保有割合（金融商品取引法第27条の23第4項に規定する株券等保有割合をいいます。以下同じです。）にして6.54%に相当する当社株式4,793,600株を保有している旨が確認されておりますが、後記のとおり、村上氏らによれば、シティらは、2022年8月5日時点において、当社株式を15%弱保有するに至っているとのことです。

当社は、要請に基づいて、2022年8月4日に野村絢氏及びシティインデックスイレブンスの代表取締役である福島啓修氏（以下「福島氏」といいます。）と、同月5日に村上氏、野村絢氏及び福島氏と、それぞれ面談し、同月5日の面談において、村上氏らから、シティらが当社株式を15%弱取得したことについて知らされるとともに、当社株式を今後買い増し（以下「本株式買増し」といいます。）、当社株式の51%を取得する可能性があることを示唆されると共に、当社保有に係る株式会社野村総合研究所の株式を流動化等した上で、当社の株式時価総額の約3分の1、連結株主資本の40%にも相当する約500億円もの自社株買いを行うべき旨を要請されました。しかし、シティらが本株式買集めを開始したのは直近の2022年5月であり、かつ、当社が本株式買集めの事実を知ったのも8月5日に至ってからであって、本株式買集め及び本株式買増しについて、当社との間で何らの実質的な協議も行われておらず、その諸条件について当社にほとんど情報共有がなされておらず、また、本株式買集め及び本株式買増しの諸条件や、本株式買増し後の当社の経営方針等について、何ら実質的な説明を受けておりません。

このように、現在シティらにより実施されている本株式買集めの目的や内容に関する情報が不足しているなかで、**別紙 1**に記載のようなシティらに強い影響力を有している村上

氏、及び村上氏の影響下にあるファンド等（以下「村上氏ファンド等」といいます。）の過去の投資活動に関する裁判所の認定（例えば、2019年5月20日付け横浜地方裁判所決定（資料版商事法務 424号 126頁）において、村上氏及び同氏の影響下にあるファンドが、2012年から2019年にかけて、複数の上場会社に対し、大量の株式を買い付け、当該上場会社の経営者に様々な圧力をかけた上、当該上場会社又はその関係会社に対し、買い付けた株式の全部又はその大半を高値で購入させ、転売益を得たことが裁判所により認定されています。）等に鑑みると、本株式買集めの目的ないしその結果が、当社の企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるようなものであるおそれは否定できないものと認識しております。

かかる認識の下、当社取締役会は、本株式買増しにより、シティらの議決権割合を20%以上とすることを目的とする当社株式の買付行為（即ち、大規模買付行為等（下記 III2(2)で定義されます。以下同じです。））が行われる具体的な懸念があると合理的に判断できることを受け、また、シティらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念がある状況下において他の当事者による大規模買付行為等が企図されるに至る場合も想定し、**これらの大規模買付行為等が当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切にご判断を下すための情報と時間を確保するとともに、当社取締役会が大規模買付行為等又は当社の経営方針等に関して大規模買付者（下記 III2(2)で定義されます。以下同じです。）と交渉又は協議を行なうことができるよう、かかる大規模買付行為等については、当社取締役会の定める一定の手続に基づいてなされること、当社の企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化に資する**との結論に至りました。

その結果、当社取締役会は、本日開催の当社取締役会において、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益を確保し、向上させることを目的として、当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針（会社法施行規則第118条第3号）を決定し、さらに、基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み（会社法施行規則第118条第3号ロ(2)）として、①具体的な懸念のあるシティらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等及び②シティらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念がある状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等への対応方針（以下「本対応方針」といいます。）を導入することを決議いたしましたので、以下のとおり、お知らせします。本対応方針は、既に具体化している本株式買集めを含む大規模買付行為が行われる具体的な懸念への対応を主たる目的として導入されるものであり、平時に導入されるいわゆる事前警告型買収防衛策とは異なるものとなります。

なお、上記の決議と併せて、当社取締役会は、当社取締役会による恣意的な判断を防止し、本対応方針の運用の公正性・客観性を一層高めることを目的として、独立委員会を設置し、当社の独立社外取締役4名を選任いたしました。独立委員会の設置及び独立委員会

の委員の選任については、本日付け「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任について」をご参照下さい。

本対応方針の導入それ自体は、株主総会決議等株主の皆様への明示的なご判断に基づくものでないことに鑑み、本対応方針に基づく対抗措置（具体的には新株予約権の無償割当て）は、(a) 株主総会（以下「株主意思確認総会」といいます。）による承認が得られた場合であって、かつ、大規模買付者が大規模買付行為等を撤回しない場合、又は、(b) 大規模買付者が下記 III2(3)に記載した手続を遵守せず、下記 III2(3)④に記載する株主意思確認総会を開催する以前において大規模買付行為等を実行しようとする場合にのみ、独立委員会による勧告を最大限尊重して発動されます。

また、本対応方針の導入につきましては、上記取締役会において、監査等委員である独立社外取締役 4 名を含む当社取締役全員の賛成によって決議されております。

なお、会社法及び金融商品取引法その他の法律、それらに関する規則、政令、内閣府令及び省令等並びに当社株式が上場されている金融商品取引所の規則等（以下「法令等」と総称します。）に改正（法令等の名称の変更や旧法令等を継承する新法令等の制定を含みます。以下同じです。）があり、これらが施行された場合には、本対応方針において引用する法令等の各条項は、当社取締役会が別途定める場合を除き、これらの法令等の各条項を実質的に継承する当該改正後の法令等の各条項にそれぞれ読み替えられるものとします。

## I 会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針

当社は上場会社として、特定の者による当社の経営の基本方針に重大な影響を与える買付提案があった場合、それを受け入れるか否かは、最終的には株主の皆様のご判断に委ねられるべきものと認識しております。そのため、当社は、「コーポレート・ガバナンスに関する基本方針」において、平時に導入されるいわゆる事前警告型買収防衛策を導入しない方針を定めております。

しかしながら、大規模買付行為等が行なわれる場合、大規模買付者からの必要かつ十分な情報の提供なくしては、当該大規模買付行為等が当社の企業価値ないし株主の皆様共同の利益に及ぼす影響を、株主の皆様に適切にご判断いただくことは困難です。また、大規模買付行為等の中には、経営を一時的に支配して当社の有形・無形の重要な経営資産を大規模買付者又はそのグループ会社等に移譲させることを目的としたもの、当社の資産を大規模買付者の債務の弁済等にあてることを目的としたもの、真に経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ高値で当社株式を当社やその関係者に引き取らせることを目的としたもの（いわゆるグリーンメイラー）、当社の所有する高額資産等を売却処分させる等して、一時的な高配当を実現することを目的と

したものの、当社のステークホルダーとの良好な関係を毀損し、当社の中長期的な企業価値を損なう可能性があるもの、当社の株主や取締役会が買付けや買収提案の内容等について検討し、当社の取締役会が代替案を提示するために合理的に必要な期間・情報を与えないものや、当社の企業価値を十分に反映しているとはいえないもの等、当社が維持・向上させてまいりました当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を毀損するものがあることは否定できません。

かかる認識の下、当社は、①大規模買付者に株主の皆様のご判断に必要かつ十分な情報を提供させること、さらに②大規模買付者の提案が当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益に及ぼす影響について当社取締役会が評価・検討した結果を、株主の皆様にご判断いただく際の参考として提供すること、場合によっては③当社取締役会が大規模買付行為等又は当社の経営方針等に関して大規模買付者と交渉又は協議を行なうこと、あるいは当社取締役会としての経営方針等の代替案を株主の皆様にご提示することが、当社取締役会の責務であると考えております。

当社は、このような基本的な考え方に立ち、当社の「コーポレート・ガバナンスに関する基本方針」において、大規模買付行為等が行なわれる場合に、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の向上の関連から必要と判断される場合には、適切な対抗措置を講ずる方針を定めているところ、大規模買付者に対しては、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益が最大化されることを確保するため、大規模買付行為等の是非を株主の皆様が適切に判断するために必要かつ十分な情報を提供するように要求するほか、当社において当該提供された情報につき適時適切な情報開示を行う等、金融商品取引法、会社法その他の法令及び定款の許容する範囲内において、適切と判断される措置を講じてまいります。

当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本的な考え方は以上のとおりであります。当社取締役会といたしましては、大規模買付者が大規模買付行為等を実行するに際しては、最終的には、当該大規模買付行為等の目的や内容等の詳細を検討し、その是非を判断するのに必要な時間と情報とが株主の皆様に対して事前に十分提供された上で、当社の株主の皆様が、当該大規模買付行為等を実行することに同意されることが条件となるべきものと考えております。かかる観点から、大規模買付者が本対応方針に定めた手続を遵守する限り、当社取締役会が本対応方針に基づく対抗措置を発動するに当たっては、当社の株主の皆様によるこのような検討及び判断の場として、株主意思確認総会を開催することといたします。そして、株主意思確認総会において、株主の皆様が、当該大規模買付行為等に賛同する意思を表明された場合には（当該意思は、当該大規模買付行為等が行われた場合に当社が所定の対抗措置を講じることについての承認議案が、株主意思確認総会に出席された議決権を行使できる株主の皆様の議決権の過半数の賛成によって可決されるか否かを通じて表明されるものとさせていただきます。）、当社取締役会といたしましては、当該大

規模買付行為等が、株主意思確認総会において開示された条件及び内容等に従って行われる限り、それを実質的に阻止するための行為を行いません。

従って、本対応方針に基づく対抗措置（具体的には新株予約権の無償割当て）は、(a) 株主意思確認総会による承認が得られた場合であって、かつ、大規模買付者が大規模買付行為等を撤回しない場合、又は、(b) 大規模買付者が下記 III2(3)に記載した手続を遵守せず、大規模買付行為等（当社の株券等（金融商品取引法第 27 条の 23 第 1 項に規定する株券等をいいます。以下同じです。）の追加取得を含みます。）を実行しようとする場合にのみ、独立委員会による勧告を最大限尊重して発動されます。

## II 基本方針の実現に資する特別な取組み

### 1 当社の企業価値及び株主の皆様共同の利益向上に向けた取組み

#### (1) 会社の経営の基本方針

当社は創業以来、様々な革新的製品やサービスを起業家と生み出してきており、世の中に必要とされる新事業の創造にコミットすることで、ステークホルダーの皆様とともに新しい時代を切り開くことを当社のミッションとしております。

#### (2) 会社の経営の基本方針の実現に向けた戦略

当社は、ファンドを通じたベンチャー投資とバイアウト投資によりミッションの実現を図っており、新たな事業に挑戦する起業家や、ファンド出資者に対するコミットメントをより明確にするべく、創業以来培ってきた組織力に磨きをかけるとともに、個人としても運用責任を負うパートナーシップモデルを導入することで、競争力を一層高めていきます。

当社の事業の本質は ESG 投資の考え方に強く合致するものです。社会課題を解決する有望企業の発掘、投資後の対話を通じた成長支援、そして EXIT に至るまでの過程に ESG の観点を取り入れていきます。投資先の事業成長を通じてサステナビリティの実現に貢献し、当社の競争力と企業価値を高めていきます。

さらに、当社は、ミッションの実現に向け、下記の取組みを進めます。

#### ・ 厳選集中投資と経営関与

新事業を創造するために、ポテンシャルの高い投資対象を絞り込み、大胆に投資を行います。投資先企業に対し影響力のあるシェアを確保し、投資先の経営に深く関与することで、企業の成長を促進します。

- ・ファンドパフォーマンスの持続的向上

十分な投資資金を獲得するには、ファンドパフォーマンスを向上させ、外部出資者を確保することが不可欠です。また当社は自己資金をファンドに出資し、出資者とともにその収益を享受します。厳選集中投資と経営関与により良質なポートフォリオを積み上げ、ファンドパフォーマンスの持続的向上を目指します。

- ・「CO-FOUNDER」としてのジャフコ

事業の立ち上げ局面では、投資家である以上に「CO-FOUNDER≒共同創業者」であることが求められます。当社が創業来獲得してきた精神や知識、経験を継承・発展させ、当社及び個々の従業員が「CO-FOUNDER」として活躍できる組織を目指します。

## 2 コーポレート・ガバナンスの強化

### (1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方

当社は、中長期的な企業価値の向上を図る観点から、以下をコーポレート・ガバナンスの基本的な考え方とし、その充実に継続的に取り組んでおります。

- ・ステークホルダーとの関係を尊重すること
- ・意思決定の透明性・公正性を確保すること
- ・適正な監督体制を構築すること
- ・効率的でスピード感を持った業務運営体制を構築すること

### (2) 企業統治の体制の概要

当社は、監査等委員会設置会社であり、取締役会及び監査等委員会が、重要な業務執行の決定及び取締役の業務執行の監査・監督を行っております。

独立社外取締役は、客観的・中立的な立場より経営の監督を行っており、社外取締役の独立性を保つため、当社は独自に「社外取締役の独立性に関する基準」を定めており、本基準を満たす独立社外取締役を選任しています。監査等委員会は、取締役の職務の執行の監査及び監査報告の作成を行っております。

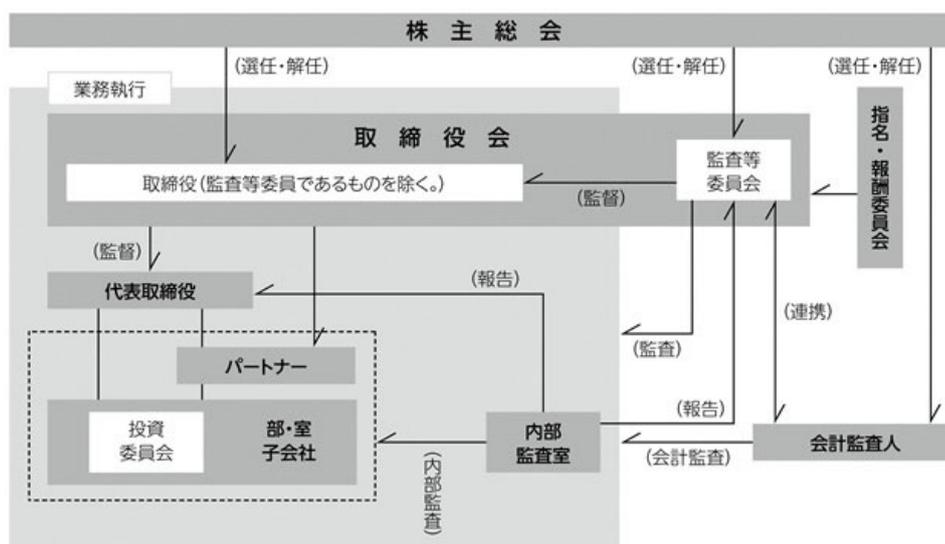
さらに、当社は、指名・報酬委員会を設置し、役員の指名・報酬に係る透明性、客観性を高める観点から、取締役、執行役員、パートナー及び主要子会社の代表者の指名・報酬に係る重要な事項の決定にあたり、その内容をあらかじめ指名・報酬委員会にて審議しており、取締役会は、その審議内容を踏まえた上で当該指名・報酬について議論を行い、決定しております。また、投資案件の判断は、迅速な意思決定を行うため、取締役社長やパートナー等で構成される投資委員会にて行っており、投資委員会には、監査等委員である取締役も随時参加しています。

当社は、未上場企業への投資を専業とし、リスクマネーを供給する専門性の高い事業を行っております。こうした事業特性及び人員数、事業規模等に照らし、取締役会はコンパクトな人員数で迅速かつ的確な意思決定に努めております。

こうした点を勘案し、独立社外取締役及び監査等委員会（監査等委員のうち少なくとも過半数が独立社外取締役）の機能を活用し、業務執行の監査・監督機能及びコーポレート・ガバナンス体制を一層強化、さらなる企業価値の向上を目指すことが、当社のガバナンス体制として最も有効であると考え、本体制を選択しております。

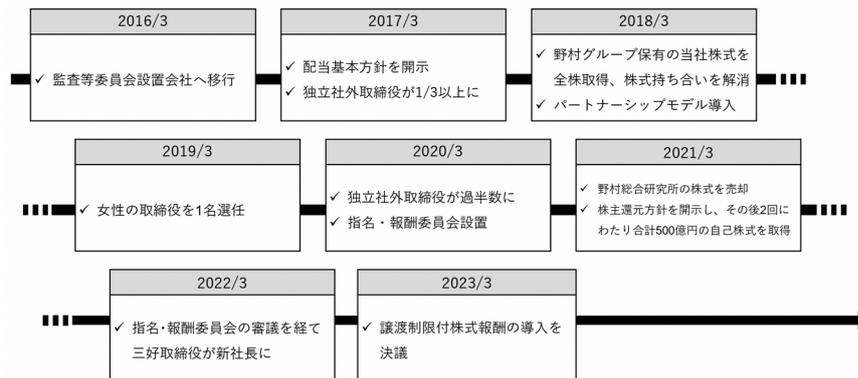
加えて当社では、コーポレート・ガバナンスの実効性を一層高めるため、原則として取締役の過半数を独立社外取締役としております。

<参考・業務執行・経営の監督の仕組み>



(3) ガバナンスへの取り組み

ベンチャー・バイアウト投資というリスクの高い事業を営む当社にとって、経営のガバナンスを高め、公正で迅速な意思決定を行うことは非常に重要です。当社は毎年段階的にガバナンスの改善に取り組んでおり、「経営の独立性」や「株主還元と自己資本の充実の両立」、「パートナーシップモデルへの移行」といったテーマに取り組んできました。今後も引き続きガバナンスの改善を進めてまいります。



### III 基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み

#### 1 本対応方針の目的

本対応方針は、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を最大化することを目的として、上記Ⅰ「会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」に沿って導入されるものです。

当社取締役会は、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かの判断についても、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、最終的には株主の皆様によってなされるべきものと考えております。そして、株主の皆様が、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かの判断を適切に行うためには、当該大規模買付行為等の開始に先だって、株主意思確認総会によって株主の皆様の総体的な意思を確認する機会を確保することが必要であり、また、かかる意思確認を熟慮に基づく実質的なものとするためには、その前提として、大規模買付者からの十分な情報提供及び株主の皆様における検討時間を確保することが必要であると考えております。

以上の認識に基づき、当社取締役会は、大規模買付行為等がなされるに際して、当該大規模買付行為等が当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるものであるか否かを、当社の株主の皆様が事前に十分な情報に基づいてご判断されることを可能にすべく、その前提として、大規模買付者に対して所要の情報を提供するよう求めるとともに、かかる情報に基づいて株主の皆様が当該大規模買付行為等の実行の是非を熟慮されるために要する時間を確保する枠組みとして、大規模買付行為等がなされる場合に関する手続として、以下のとおり、本対応方針を決定いたします。かかる手続は、株主の皆様に対し、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かについて適切な判断をするための必要かつ十分な情報及び時間を提供

するためのものであり、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化に資するものであると考えております。

それ故、当社取締役会は、大規模買付者に対して、本対応方針に従うことを求め、当該大規模買付者が本対応方針に従わない場合には、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を図る観点から、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、一定の対抗措置を講じる方針です。

なお、本対応方針は、本株式買集めにより、シティらが当社株式を市場において買い上がりその15%弱を保有するに至っていることを受けて、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を図る観点から、①具体的な懸念のあるシティらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等及び②シティらによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念がある状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等に対して一定の手続を定めることが必要であるとの判断のもと、当社取締役会においてその導入を決定しました。また、大規模買付行為等に対して当社が所定の対抗措置を講じるか否かについても、大規模買付者が本対応方針に定めた手続を遵守する限り、最終的には、株主意思確認総会を通じて株主の皆様のご意思に委ねられる仕組みとなっております。従って、大規模買付行為等の詳細を評価・検討するのに必要な時間及び情報が十分に確保されることを前提に、当社取締役会が株主の皆様に対して説明責任を果たした上で、対抗措置の発動について株主意思確認総会に出席された議決権を行使できる株主の皆様の議決権の過半数の賛成によって可決された場合には、当該対抗措置は株主の皆様の合理的意思に依拠しているものと解し得ると考えており、その合理性については問題がないものと判断しております（本対応方針の合理性を高める仕組みの詳細については下記5をご参照下さい。）。

## 2 本対応方針の内容

### (1) 概要

#### ① 本対応方針に係る手続

前述のとおり、当社としては、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かの判断は、最終的には、株主の皆様によってなされるべきものと考えております。そのため、株主意思確認総会により承認が得られ、かつ、大規模買付行為等が撤回されない場合には、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益の最大化を図るため、独立委員会の意見を最大限尊

重した上で、所定の対抗措置を発動することとしています。

また、本対応方針は、株主の皆様によるご判断の前提として、大規模買付者に対して所要の情報を提供するよう求め、かかる情報に基づき株主の皆様が、当該大規模買付行為等がなされることの是非を熟慮されるために要する時間を確保し、その上で、株主意思確認総会を通じて、当該大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かに関する株主の皆様のご意思を確認することを目的としておりますので、万一、かかる趣旨が達成されない場合、即ち、大規模買付者が、下記(3)に記載した手続を遵守せず、大規模買付行為等（当社の株券等の追加取得を含みます。）を実行しようとする場合にも、当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、所定の対抗措置を発動することとしています。

## ② 独立委員会の設置

当社は、本対応方針の運用に関して、本対応方針を適正に運用し、取締役会によって恣意的な判断がなされることを防止し、その判断の客観性・合理性を担保するため、当社の独立社外取締役4名から構成される独立委員会を設置しております（各独立委員の略歴は、別紙2のとおりです。）。独立委員会は、取締役会に対し、対抗措置の発動の是非その他本対応方針に則った対応を行うに当たって必要な事項について勧告するものとします。当社取締役会は、かかる独立委員会の勧告を最大限尊重した上で、対抗措置の発動の是非等について判断します。

なお、独立委員会は、必要に応じて、当社取締役会及び独立委員会から独立した外部専門家（フィナンシャル・アドバイザー、弁護士、公認会計士、税理士等）の助言を得ること等ができるものとします。なお、かかる助言を得るに際して要した費用は、合理的な範囲で全て当社が負担するものとします。

独立委員会の決議は、原則として現任の委員全員が出席し、その過半数をもってこれを行います。但し、独立委員に事故あるとき、あるいは、その他特段の事由があるときは、独立委員の過半数が出席し、その過半数をもってこれを行います。

## ③ 対抗措置としての新株予約権の無償割当ての利用

上記①で述べた対抗措置が発動される場合においては、当社は、非適格者

(下記**3(1)⑤(a)**で定義されます。以下同じです。)による権利行使は認められない旨の差別的行使条件等及び非適格者以外の株主が所有する新株予約権については当社株式を対価として取得する一方、非適格者が所有する新株予約権については一定の行使条件や取得条項が付された別の新株予約権を対価として取得する旨の取得条項等が付された新株予約権(以下「本新株予約権」といいます。)を、新株予約権の無償割当ての方法(会社法第277条以下)により、当社の全ての株主の皆様に対して割り当てることとなります(詳細は下記**3**をご参照下さい。)

#### ④ 当社による本新株予約権の取得

本対応方針に従って本新株予約権の無償割当てがなされ、当社による本新株予約権の取得と引換えに、非適格者以外の株主の皆様に対して当社株式が交付される場合には、非適格者の有する当社株式の割合は、一定程度希釈化されることとなります。

### (2) 対象となる大規模買付行為等

本対応方針において、「大規模買付行為等」とは、

- ① 特定株主グループ(注1)の議決権割合(注2)を20%以上とすることを目的とする当社の株券等の買付行為(公開買付けの開始を含みますが、それに限りません。以下同じです。)、
- ② 結果として特定株主グループの議決権割合が20%以上となるような当社株券等の買付行為、又は
- ③ 上記①若しくは②に規定される各行為の実施の有無にかかわらず、当社の特定株主グループが、当社の他の株主(複数である場合を含みます。以下本③において同じです。)との間で行う行為であり、かつ、当該行為の結果として当該他の株主が当該特定株主グループの共同保有者に該当するに至るような合意その他の行為、又は当該特定株主グループと当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係(注3)を樹立するあらゆる行為(注4)(但し、当社が発行者である株券等につき当該特定の株主と当該他の株主の株券等保有割合の合計が20%以上となるような場合に限りします。)

であると合理的に判断される行為を意味し(いずれも事前に当社取締役会が同意したものを除きます。)、**「大規模買付者」**とは、上記のとおり、かかる大規模買付行為等を自ら単独で又は他の者と共同ないし協調して行う又は行おうとする者を意味します。

(注1) 特定株主グループとは、(i) 当社の株券等（ここでは、金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいいます。）の保有者（同法第27条の23第1項に規定する保有者をいい、同条第3項に基づき保有者に含まれる者を含みます。）及びその共同保有者（同法第27条の23第5項に規定する共同保有者をいい、同条第6項に基づき共同保有者とみなされる者を含みます。以下同じです。）、(ii) 当社の株券等（ここでは、同法第27条の2第1項に規定する株券等をいいます。）の買付け等（同法第27条の2第1項に規定する買付け等をいい、取引所金融商品市場において行われるものを含みます。）を行う者及びその特別関係者（同法第27条の2第7項に規定する特別関係者をいいます。以下同じです。）並びに(iii) 上記(i)又は(ii)の者の関係者（これらの者との間にフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー若しくはこれらの者が実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者として当社取締役会が合理的に認めた者を併せたグループをいいます。）を意味します。

(注2) 議決権割合とは、特定株主グループの具体的な買付方法に応じて、(i) 特定株主グループが当社の株券等（ここでは、金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいいます。）の保有者及びその共同保有者である場合の当該保有者の株券等保有割合（この場合においては、当該保有者の共同保有者の保有株券等の数（同項に規定する保有株券等の数をいいます。）も計算上考慮されるものとします。）又は(ii) 特定株主グループが当社の株券等（ここでは、同法第27条の2第1項に規定する株券等をいいます。）の買付け等を行う者及びその特別関係者である場合の当該買付け等を行う者及び当該特別関係者の株券等所有割合（同法第27条の2第8項に規定する株券等所有割合をいいます。）の合計をいいます。かかる株券等保有割合又は株券等所有割合の計算上、(イ) 同法第27条の2第7項に定義される特別関係者、(ロ) 当該特定の株主との間でフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関並びに当該特定の株主の公開買付代理人、主幹事証券会社（以下「契約金融機関等」といいます。）、弁護士並びに会計士、税理士その他のアドバイザー、並びに(ハ) 上記(イ)及び(ロ)に該当する者から市場外の相対取引又は東京証券取引所の市場内立会外取引（ToSTNeT-1）により当社株券等を譲り受けた者は、本対応方針においては当該特定の株主の共同保有者とみなしま

す。また、かかる株式等所有割合の計算上、共同保有者（本対応方針において共同保有者とみなされるものを含みます。）は、本対応方針においては当該特定の株主の特別関係者とみなします。なお、当社の株券等保有割合又は株券等所有割合の算出に当たっては、発行済株式の総数（同法第 27 条の 23 第 4 項に規定するものをいいます。）及び総議決権の数（同法第 27 条の 2 第 8 項に規定するものをいいます。）は、有価証券報告書、四半期報告書及び自己株券買付状況報告書のうち直近に提出されたものを参照することができるものとします。

(注 3) 「当該特定株主グループと当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係」が樹立されたか否かの判定は、出資関係、業務提携関係、取引ないし契約関係、役員兼任関係、資金提供関係、信用供与関係、当社株券等の買い上がりの状況、当社株券等に係る議決権行使の状況、デリバティブや貸株等を通じた当社株券等に関する実質的な利害関係等の形成や、当該特定株主グループ及び当該他の株主が当社に対して直接・間接に及ぼす影響等を基礎として行うものとします。

(注 4) 本文の③所定の行為がなされたか否かの判断は、当社取締役会が合理的に判断するものとします（かかる判断に当たっては、独立委員会の勧告を最大限尊重するものとします。）。なお、当社取締役会は、本文の③所定の要件に該当するか否かの判定に必要とされる範囲において、当社の株主に対して必要な情報の提供を求めることがあります。

### (3) 対抗措置の発動に至るまでの手続

本対応方針は、株主の皆様が、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かについてそのご意思を表明する機会の確保を目的としたものであるところ、当社の株主意思確認総会を開催するまでには、一定の期間を要します。また、本対応方針は、株主の皆様が当該大規模買付行為等の是非を熟慮される前提として、大規模買付者からの情報提供を求め、その情報に基づき株主の皆様が熟慮されるために要する時間を確保することも目的としております。

そこで、大規模買付者から大規模買付行為等に関する情報を取得し、かつ株主の皆様が熟慮期間を確保した上で、確実に株主意思確認総会を経られるよう、大規模買付者には、本対応方針に定める以下の手続に従っていただくものとします。

## ① 大規模買付行為等趣旨説明書の提出

大規模買付者には、大規模買付行為等を開始する 60 営業日前までに、大規模買付行為等趣旨説明書を当社取締役会宛に書面にて提出していただきます。

大規模買付行為等趣旨説明書には、実行することが企図されている大規模買付行為等の内容及び態様等に応じて、金融商品取引法第 27 条の 3 第 2 項に規定する公開買付届出書に記載すべき内容に準じる内容を日本語で記載していただいた上、大規模買付者の代表者による署名又は記名押印をしていただき、当該署名又は記名押印を行った代表者の資格証明書を添付していただきます。

## ② 情報提供

当社は、大規模買付者に対して、遅くとも当社取締役会が大規模買付行為等趣旨説明書を受領した日から 5 営業日以内（初日は算入されないものとします。）に、株主の皆様が株主意思確認総会において大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かを判断するために必要と考えられる**別紙 3**に記載の情報（但し、大規模買付行為等の内容及び態様等に応じて、合理的な範囲で内容を変更します。以下、当該情報を「本必要情報」といいます。）の提供を求めます。

当社は、本必要情報が提出された場合、その旨及び当該情報の内容を、株主の皆様が、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かを判断するために必要又は有益な範囲で適時適切に開示します。当社取締役会は、大規模買付者から受領した情報では、大規模買付行為等の内容及び態様等に照らして、株主の皆様において当該大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かを判断されるために不十分であると合理的に判断する場合には、大規模買付者に対し、適宜回答期限を定めた上、追加的に情報を提供するよう求める（かかる判断に当たっては、独立委員会の意見を最大限尊重します。）ことがあります。この場合には、大規模買付者においては、当該期限までに、かかる情報を当社取締役会に追加的に提供していただきます。当該情報が提供された場合にも、当社は、その旨及び当該情報の内容を、株主の皆様が、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かを判断するために必要又は有益な範囲で適時適切に開示します。

### ③ 取締役会評価期間

当社取締役会は、当社が大規模買付者から大規模買付行為等趣旨説明書を受領した日から 60 営業日以内で取締役会が合理的に定める期間を、当社取締役会による大規模買付行為等がなされることの是非を評価・検討するための期間（以下「取締役会評価期間」といいます。）として設定します。なお、取締役会評価期間については、上記②の情報提供の完了時ではなく、大規模買付行為等趣旨説明書の受領日を期間の起算点としていることに鑑み、暦日ではなく営業日をベースとしております。

今後の大規模買付行為等（当社の株券等の追加取得を含みます。）は、取締役会評価期間の経過後（但し、株主意思確認総会が開催されることとなった場合には、対抗措置の発動に関する議案の否決及び株主意思確認総会の終結後）にのみ開始されるべきものとします。

### ④ 株主意思確認総会の開催

当社は、当社取締役会において大規模買付行為等がなされることに反対であり、これに対して対抗措置を発動すべきであると考える場合には、大規模買付行為等趣旨説明書受領後 60 営業日以内に株主意思確認総会を開催することを決定し、当該決定後速やかに株主意思確認総会を開催します。当該株主意思確認総会においては、対抗措置の発動に関する議案に対する賛否を求める形式により、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かに関する株主の皆様のご意思を確認します。また、当社取締役会は、当該株主意思確認総会において、大規模買付行為等がなされることに代わる当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様の利益の最大化に向けた代替案を提案することがあります。かかる提案をするに当たっては、当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限に尊重するものとします。

株主の皆様には、大規模買付行為等に関する情報をご検討いただいた上で、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かについてのご判断を、当社取締役会が提案する対抗措置の発動に関する議案に対する賛否の形で表明していただくこととなります。そして、当該議案について株主意思確認総会に出席された議決権を行使できる株主の皆様の議決権の過半数の賛成が得られた場合には、当該対抗措置の発動に関する議案が承認されたものとします。株主意思確認総会を開催する場合には、当社取締役会は、大規模買付者が提供した本必要情報、本必要情報に対する当社取締役会の意見、当社取締役会の代替案その他当社取締役会が適切と判断する事項を記載した書面を、株主の皆様に対し、株主総会招集通知とともに送付

し適時・適切に開示します。また、株主意思確認総会を開催する場合には、議決権を行使できる株主の範囲、議決権行使の基準日、当該株主意思確認総会の開催日時等の詳細について、適時適切な方法によりお知らせします。

#### ⑤ 対抗措置

株主意思確認総会において、株主の皆様が、当社取締役会が提案する対抗措置の発動に関する議案を承認された場合には、当社取締役会は、かかる株主の皆様のご意思に従い、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、下記 3 に記載する対抗措置（差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当て）を発動します。これに対し、当該株主意思確認総会において株主の皆様が対抗措置の発動に関する議案を承認されなかった場合には、当社取締役会は、株主の皆様のご意思に従い、対抗措置を発動しません。

但し、大規模買付者が上記①から③までに記載した手続を遵守せず、大規模買付行為等（当社の株券等の追加取得を含みます。）を実行しようとする場合には、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かに関し、大規模買付者から開示される情報に基づき株主の皆様が熟慮されるために必要な時間を確保することができず、また、株主の皆様のご意思を確認する機会も確保することもできません。従って、かかる場合には、当社取締役会は、株主意思確認総会を経ることなく、特段の事由がない限り、対抗措置を発動します。当社取締役会は、対抗措置発動の是非を判断するに当たっては、独立委員会の意見を最大限尊重するものとします。

### 3 対抗措置（本新株予約権の無償割当て）の概要

当社が、本対応方針に基づく対抗措置として実施する本新株予約権の無償割当ての概要は、以下のとおりです（下記に定めるほか、本新株予約権の内容の詳細は、本新株予約権無償割当て決議において当社取締役会が別途定めるものとします。）。

#### (1) 割り当てる本新株予約権の内容

- ① 本新株予約権の目的となる株式の種類  
当社普通株式
- ② 本新株予約権の目的となる株式の数  
新株予約権 1 個当たりの目的となる株式の数は、取締役会が別途定める数

とします。

- ③ 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額  
新株予約権の行使に際してする出資の目的は金銭とし、その価額は1円に各新株予約権の目的となる株式の数を乗じた額とします。
- ④ 本新株予約権を行使することができる期間  
本新株予約権を行使することができる期間は、取締役会が別途定める一定の期間とします。
- ⑤ 本新株予約権の行使の条件
- (a) 非適格者が保有する本新株予約権（実質的に保有するものを含みません。）は、行使することができません。  
「非適格者」とは、以下のいずれかに該当する者をいいます。
- (i) 大規模買付者
- (ii) 大規模買付者の共同保有者（本対応方針において共同保有者とみなされるものを含みます。）
- (iii) 大規模買付者の特別関係者（本対応方針において特別関係者とみなされるものを含みます。）
- (iv) 取締役会が独立委員会による勧告を踏まえて以下のいずれかに該当すると合理的に認定した者
- (x) 上記(i)から本(iv)までに該当する者から当社の承認なく本新株予約権を譲り受け又は承継した者
- (y) 上記(i)から本(iv)までに該当する者の「関係者」。「関係者」とは、これらの者との間にフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー若しくはこれらの者が実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者をいいます。組合その他のファンドに係る「関係者」の判定においては、ファンド・マネージャーの実質的同一性その他の諸事情が勘案されます。
- (b) 新株予約権者は、当社に対し、上記⑤(a)の非適格者に該当しないこと（第三者のために行使する場合には当該第三者が上記⑤(a)の非適格者に該当しないことを含みます。）についての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面、合理的範囲内で当社が求める条件充足を示す資料及び法令等により必要とされる書面を提出し

た場合に限り、本新株予約権を行使することができるものとします。

- (c) 適用ある外国の証券法その他の法令等上、当該法令等の管轄地域に所在する者による本新株予約権の行使に関し、所定の手続の履行又は所定の条件の充足が必要とされる場合、当該管轄地域に所在する者は、当該手続及び条件が全て履行又は充足されていると当社が認めた場合に限り、本新株予約権を行使することができます。なお、当社が上記手続及び条件を履行又は充足することで当該管轄地域に所在する者が本新株予約権を行使することができる場合であっても、当社としてこれを履行又は充足する義務を負うものではありません。
- (d) 上記⑤(c)の条件の充足の確認は、上記⑤(b)に定める手続に準じた手続で取締役会が定めるところによるものとします。

## ⑥ 取得条項

- (a) 当社は、本新株予約権の無償割当ての効力発生日以後の日で取締役会が定める日において、未行使の本新株予約権で、上記⑤(a)及び⑤(b)の規定に従い行使可能な（即ち、非適格者に該当しない者が保有する）もの（上記⑤(c)に該当する者が保有する本新株予約権を含みます。下記⑥(b)において「行使適格本新株予約権」といいます。）について、取得に係る本新株予約権の数に、本新株予約権1個当たりの目的となる株式の数を乗じた数の整数部分に該当する数の当社普通株式を対価として取得することができます。
- (b) 当社は、本新株予約権の無償割当ての効力発生日以後の日で取締役会が定める日において、未行使の本新株予約権で行使適格本新株予約権以外のものについて、取得に係る本新株予約権と同数の新株予約権で非適格者の行使に一定の制約が付されたもの（以下に記載する行使条件及び取得条項その他取締役会が定める内容のものとします。以下、当該新株予約権を「第2新株予約権」といいます。）を対価として取得することができます。

### (i) 行使条件

非適格者は、次のいずれの条件も満たす場合その他取締役会が定める場合には、第2新株予約権につき、第2新株予約権の行使後の大規模買付者の株券等保有割合として当社取締役会が認めた割合が20%又は当社取締役会が別途定める割合を下回る範囲内でのみ行使することができます。

- (x) 大規模買付者が大規模買付行為等を中止又は撤回し、かつ、その後大規模買付行為等を実施しないことを誓約した場合であること。

(y) (α) 大規模買付者の株券等保有割合（但し、本(i)において、株券等保有割合の計算に当たっては大規模買付者やその共同保有者以外の非適格者についても当該大規模買付者の共同保有者とみなして算定を行うものとし、また、非適格者の保有する第 2 新株予約権のうち行使条件が充足されていないものは除外して算定します。）として当社取締役会が認めた割合が 20% 又は当社取締役会が別途定める割合を下回っている場合であること、又は、(β) 大規模買付者の株券等保有割合として当社が認めた割合が 20% 又は当社取締役会が別途定める割合以上である場合において、大規模買付者その他の非適格者が、当社が認める証券会社に委託をして当社株式を市場内取引を通じて処分し、当該処分を行った後における大規模買付者の株券等保有割合として当社取締役会が認めた割合が 20% 又は当社取締役会が別途定める割合を下回った場合であること。

(ii) 取得条項

当社は、第 2 新株予約権が交付された日から 10 年後の日において、なお行使されていない第 2 新株予約権が残存するときは、当該第 2 新株予約権（但し、行使条件が充足されていないものに限ります。）を、その時点における当該第 2 新株予約権の時価に相当する金銭を対価として取得することができます。

(c) 本新株予約権の強制取得に関する条件充足の確認は、上記⑤⑤(b)に定める手続に準じた手続で取締役会が定めるところによるものとします。なお、当社は、本新株予約権の行使が可能となる期間の開始日の前日までの間いつでも、当社が本新株予約権を取得することが適切であると当社取締役会が認める場合には、当社取締役会が別途定める日の到来日をもって、全ての本新株予約権を無償で取得することができるものとします。

⑦ 譲渡承認

譲渡による本新株予約権の取得には、取締役会の承認を要します。

⑧ 資本金及び準備金に関する事項

本新株予約権の行使及び取得条項に基づく取得等に伴い増加する資本金及び資本準備金に関する事項は、法令等の規定に従い定めるものとします。

⑨ 端数

本新株予約権を行使した者に交付する株式の数に1株に満たない端数があるときは、これを切り捨てます。但し、当該新株予約権者に交付する株式の数は、当該新株予約権者が同時に複数の新株予約権を行使するときは各新株予約権の行使により交付する株式の数を通算して端数を算定することができます。

⑩ 新株予約権証券の発行

本新株予約権については新株予約権証券を発行しません。

(2) 株主に割り当てる本新株予約権の数

当社普通株式（当社の有する当社普通株式を除く。）1株につき本新株予約権1個の割合で割り当てることとします。

(3) 本新株予約権の無償割当ての対象となる株主

取締役会が別途定める基準日における最終の株主名簿に記載又は記録された当社普通株式の全株主（当社を除く。）に対し、本新株予約権を割り当てます。

(4) 本新株予約権の総数

取締役会が別途定める基準日における当社の最終の発行済株式総数（但し、当社が有する当社普通株式の数を除く。）と同数とします。

(5) 本新株予約権の無償割当ての効力発生日

取締役会が別途定める基準日以降の日で取締役会が別途定める日とします。

(6) その他

本新株予約権の無償割当ては、①株主意思確認総会による承認が得られ、かつ、大規模買付行為等が撤回されないこと、又は、②大規模買付者が上記2(3)に記載した手続を遵守せず、大規模買付行為等（当社の株券等の追加取得を含みます。）を実施しようとする場合のいずれかが充足されることを条件として効力を生じるものとします。

## 4 株主及び投資家の皆様への影響

### (1) 本対応方針導入時に本対応方針が株主及び投資家の皆様へ与える影響

本対応方針の導入時には、本新株予約権の無償割当ては実施されません。従って、本対応方針がその導入時に株主及び投資家の皆様の権利及び経済的利益に直接的具体的な影響を与えることはありません。

### (2) 本新株予約権の無償割当て時に株主及び投資家の皆様へ与える影響

本新株予約権は、株主の皆様全員に自動的に割り当てられますので、本新株予約権の割当てに伴う失権者が生じることはありません。本新株予約権の無償割当てが行われる場合、株主の皆様が保有する当社株式1株当たりの価値の希釈化は生じますが、株主の皆様が保有する当社株式全体の価値の希釈化は生じないことから、株主及び投資家の皆様の法的権利及び経済的利益に対して直接的具体的な影響を与えることは想定しておりません。また、本新株予約権については、行使期間の到来に先立ち、それらに付された取得条項に基づき当社が一斉に強制取得し、行使条件を充たしている本新株予約権に対して当社株式を交付することを予定しております。

但し、上記**3(1)⑤(a)**所定の非適格者については、対抗措置が発動された場合、結果的に、その法的権利又は経済的利益に不利益が発生する可能性があります。

また、当社が本新株予約権の無償割当てを行う場合、本新株予約権の無償割当てを受けるための基準日を設定します。本新株予約権の無償割当てによって当社株式1株当たりの価値の希釈化が生じることから、本新株予約権の無償割当てを受ける株主の皆様を確定した後は、当社株式の株価が下落する可能性があります。当社取締役会は、大規模買付行為等の態様その他諸般の事情を考慮した上で、本新株予約権の無償割当てのための基準日を設定します。当社はかかる基準日を設定する場合には適時適切に開示します。

大規模買付者が上記**2(3)**に記載した手続を遵守し、かつ、株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る議案につき株主の皆様のご承認が得られない場合には、本新株予約権の無償割当ては実施されません。また、当社取締役会は、対抗措置を発動する手続を開始した後に対抗措置を発動する必要性がなくなったと判断した場合（例えば、大規模買付者が大規模買付行為等を撤回し、今後大規模買付行為等を実施しないことを誓約した場合等）には、対抗措置の発動を中止又は留保することがあります（その場合には、適用ある法令等に従って、適時適切な開示を行います。）。1株当たりの当社株式の価値の希釈化が生じることを前提に売買等を行った株主及び投資家の皆様は、これらの事態のいずれかが生じる場

合には、株価の変動により相応の損害を被る可能性があります。

(3) 本新株予約権の無償割当て時に株主の皆様に必要なとなる手続

① 本新株予約権の無償割当ての手続

当社取締役会において、本新株予約権の無償割当てを行うことを決議した場合、当社は、本新株予約権の無償割当てのための基準日を定め、適時適切に開示します。この場合、当該基準日における最終の株主名簿に記載又は記録された当社の株主の皆様に対し、その所有する当社株式数に応じて本新株予約権が無償で割り当てられます。従って、当該基準日における最終の株主名簿に記載又は記録された当社株主の皆様は、格別の手続を要することなく、当然に本新株予約権の割当てを受けることとなります。

② 本新株予約権の取得の手続

株主の皆様が割り当てられた本新株予約権は、上記**3**に記載のとおり、行使の条件や行使に関する手続が定められておりますが、原則として、行使期間の到来よりも前の当社取締役会が別途定める日に、取得条項に基づき当社が取得することを予定しております。その場合には、当社は、法令等に従い、取得の日の2週間前までに公告をした上で、かかる取得を行います。

当社が、上記**3(1)⑥(b)**に従って、取得条項に基づき本新株予約権を取得する場合、株主の皆様は、行使価額相当の金銭を払い込むことなく、当社による本新株予約権の取得の対価として、当社株式の交付を受けることとなります。

但し、非適格者については、本新株予約権の取得又は行使等に関する取扱いが他の株主の皆様と異なることとなります。

③ その他

当社は、上記の各手続の詳細について、実際にこれらの手続が必要となった際に、法令等に従って適時適切な開示を行いますので、当該内容をご確認下さい。

## 5 本対応方針の合理性を高める仕組み

### (1) 平時の買収防衛策に関する指針等の趣旨を踏まえたものであること

本対応方針は、平時に導入されるいわゆる事前警告型買収防衛策とは異なるものではありませんが、経済産業省及び法務省が2005年5月27日に公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」の内容、経済産業省企業価値研究会2008年6月30日付け報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」の提言内容、並びに、東京証券取引所の定める平時の買収防衛策に関する、買収防衛策の導入に係る規則及び同取引所が有価証券上場規程の改正により導入し、2015年6月1日より適用を開始した「コーポレートガバナンス・コード」（2021年6月11日の改訂後のもの）の「原則1-5.いわゆる買収防衛策」の趣旨を踏まえて策定されており、これらの指針等に定められる要件のうち、有事の対応方針にも妥当するものについては、本対応方針においても充足されております。

### (2) 株主意思の尊重（株主の皆様のご意思を直接的に反映する仕組みであること）

当社は、本対応方針に基づく対抗措置を発動するに当たっては、株主意思確認総会を開催することにより、株主の皆様のご意思を反映いたします。大規模買付者が上記**2(3)**に記載した手続を遵守する限り、株主意思確認総会における株主の皆様のご意思に基づいてのみ対抗措置の発動の有無が決定されることとなります。

また、大規模買付者が上記**2(3)**に記載した手続を遵守せず、大規模買付行為等（当社の株券等の追加取得を含みます。）を実施しようとする場合には、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、取締役会限りで発動されることとなりますが、これは、株主の皆様に必要な情報について熟慮した上で大規模買付行為等の賛否を判断する機会を与えないという大規模買付者の判断によるものであり、そのような株主意思を無視する大規模買付行為等に対する対抗措置の発動は、株主の皆様のご意思を確認する機会を確保するためにやむを得ないものと考えております。

さらに、下記**6**記載のとおり、本対応方針は本日から効力が生じるものとしませんが、その有効期間は、原則として、本日から1年間（2023年8月15日まで）とします。

このように、本対応方針は、株主意思を最大限尊重するものです。

### (3) 取締役の恣意的判断の排除

上記(2)記載のとおり、当社は、株主意思確認総会を開催し、株主の皆様のご意思に従い、大規模買付行為等に対して対抗措置を発動するか否かを決定します。大規模買付者が上記(3)に記載した手続を遵守する限り、株主意思確認総会に基づいて対抗措置の発動の有無が決定されることとなり、当社取締役会の恣意的な裁量によって対抗措置が発動されることはありません。

また、当社は、上記(1)②記載のとおり、本対応方針の必要性及び相当性を確保し、経営者の保身のために本対応方針が濫用されることを防止するために、対抗措置の発動の是非その他本対応方針に則った対応を行うに当たって必要な事項について、独立委員会の勧告を受けるものとしています。さらに、当社取締役会は、その判断の公正性を担保し、かつ、当社取締役会の恣意的な判断を排除するために、独立委員会の意見を最大限尊重するものとしています。また、独立委員会は、必要に応じて、当社取締役会及び独立委員会から独立した外部専門家（フィナンシャル・アドバイザー、弁護士、公認会計士、税理士等）の助言を得ること等ができます。これにより、独立委員会による判断の客観性及び合理性が担保されております。

従って、本対応方針は、取締役の恣意的判断を排除するものであります。

### (4) デッドハンド型買収防衛策又はスローハンド型買収防衛策ではないこと

本対応方針は、下記 6 記載のとおり、株主総会において選任された取締役により構成される取締役会の決議によっていつでも廃止することができるため、いわゆるデッドハンド型買収防衛策（取締役会の構成員の過半数を交替させてもなお、発動を阻止できない買収防衛策）ではありません。また、当社取締役（監査等委員である取締役を除く。）の任期は1年であり、任期が2年である監査等委員である取締役についても期差任期制を採用していないため、本対応方針は、スローハンド型買収防衛策（取締役会の構成員の交替を一度に行うことができないため、発動を阻止するのに時間を要する買収防衛策）でもありません。

## 6 本対応方針の廃止の手続及び有効期間

本対応方針は本日から効力が生じるものとしませんが、その有効期間は、本日から1年間（2023年8月15日まで）とします。但し、2023年8月15日において、現に大規模買付行為等を行っている者又は当該行為を企図する者であって当社取締役会において定める者が存在する場合には、当該行われている又は企図されている行為への対応のために必要な限度で、かかる有効期間は延長されるものとしします。なお、上記のと

おり、本対応方針は、既に具体化している本株式買増しを含む大規模買付行為等が行われる具体的な懸念への対応を主たる目的として導入されるものであるため、具体的な大規模買付行為等が行われる具体的な懸念がなくなった後において、本対応方針を維持することは予定されておられません。

なお、有効期間の満了前であっても、当社の株主総会で選任された取締役で構成される取締役会により、本対応方針を廃止する旨の決議が行われた場合には、本対応方針はその時点で廃止されることになります。

以 上

**シティインデックスイレブンス、村上氏及び  
村上氏の影響下にあるファンド等が行った過去の投資事例について**

**第 1 アコーディアに対する投資事例**

公表情報によれば、村上世彰氏（以下「村上氏」という。）の影響下にある、株式会社レノ（以下「レノ」という。）、株式会社 C&I Holdings（以下「C&I」という。）、株式会社南青山不動産（以下「南青山不動産」という。）、株式会社シティインデックスホスピタリティ（以下「シティインデックスホスピタリティ」という。）、株式会社シティインデックスホールディングス（以下「シティインデックスHD」という。）、株式会社フォルティス（以下「フォルティス」という。）及び株式会社リビルド（以下「リビルド」という。）ら（以下、村上氏の影響下にあるファンド等を総称して、「村上ファンド関係者」という。）は、2012年11月に、PGMホールディングス株式会社（以下「PGM」という。）による株式会社アコーディア・ゴルフ（以下「アコーディア」という。）に対する敵対的公開買付け（以下「公開買付け」を「TOB」という。）が実施されて以降、事前警告型買収防衛策を有していなかったアコーディア株式を市場において大量に買い集め、PGMによる敵対的 TOB が失敗に終わった後も買い増しを続けた。

公表情報によれば、PGMによる敵対的 TOB が実施されている状況下において、レノは、2013年1月13日付けで、アコーディアに対して、①PGMとの経営統合に関する諸条件について交渉の場につくとともに、②自己株式取得を徹底的に行うといった株主還元策の継続的な実施を要求した上で、かかる要求を受け入れる場合には PGMによる TOB に応募しないが、これを拒否するのであれば PGMによる TOB に応募するとして、TOB 期間の末日である同月 17 日正午を回答期限とする文書を送付する等の働き掛けを行った。

公表情報によれば、その後、村上ファンド関係者は、アコーディア株式の買い増しを続け、2014年3月28日までにアコーディアに対する持株比率（以下、特段の記載がない限り、大量保有報告規制上の「株券等保有割合」を「持株比率」と称する。）を約 24%まで高めていた。アコーディアは、同日、レノ、C&I、南青山不動産及びシティインデックスホスピタリティとの合意の下に、同年 6 月の定時株主総会后に、保有するゴルフ場の約 7 割（同社がそれまで保有していた 133 コースのゴルフ場のうち 90 コース）を売却した上、その売却で得た総額 1,117 億円のうち、450 億円超を投じて、当時における同社株式時価総額の約 32%に相当する大規模な自社株 TOB（本項において、以下「本自社株 TOB」という。）を実施すること等を内容とする企業再編策を公表するに至った。その際、村上ファンド関係者は、アコーディアとの間で、村上ファンド関係者が保有する株式の全部を本自社株 TOB に応募する旨合意していた。な

お、公表情報によれば、本自社株 TOB は、1 株当たり 1,400 円で同社の発行済株式総数の約 30%を取得するものであったが、その実施の予告がされた 2014 年 3 月 28 日の前営業日の同社株式の終値に対して 4.24%のプレミアムを、本自社株 TOB の実施の公表の前営業日の同社株式の終値に対しても 9.89%のプレミアムをそれぞれ付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

このような、アコーディアが保有する事業用資産の大半の売却によって得た資金を原資とした大規模な自社株買いについては、当時の PGM の社長から、「ゴルフ場資産を切り離して残った会社に、グロース（成長）があるのか。自己株買い付けにしても、余剰資金ではなく身を切り崩してやるような例は見たことがない。究極の焦土作戦ではないか」と評されている（2014 年 3 月 30 日付け東洋経済 ONLINE 参照）。

なお、プレミアム付き価格での自社株 TOB は、応募株主に対してその時点における発行会社の市場価格を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いものと考えられており、実務上も、自社株 TOB がプレミアム付きの価格で行われる例は少ない。

実際に、アコーディアの株価は、本自社株 TOB 公表日の前営業日の 2014 年 8 月 1 日には 1,274 円であったところ、TOB 期間が終了した同年 9 月 1 日以降、徐々に低下し、同年 11 月下旬頃には 1,000 円程度にまで下落するに至っている。

公表情報によれば、アコーディアによる本自社株 TOB における買付予定株式数の上限は、3,214 万 3,000 株と非常に大規模（当時の同社の発行済株式総数の約 30%）なものであり、本自社株 TOB の予告がされる直前における村上ファンド関係者によるアコーディア株式の保有株式数である 2,550 万 8,800 株を上回る株式数であった。上記のとおり、レノ、C&I、南青山不動産及びシティインデックスホスピタリティは、アコーディアとの間で本自社株 TOB に応募すること等について合意しており、村上ファンド関係者は、本自社株 TOB によりアコーディア株式を（市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ）市場価格よりも高く売り抜ける機会を与えられることとなった。

なお、上記のとおり、レノ、C&I、南青山不動産及びシティインデックスホスピタリティは、アコーディアとの間で本自社株 TOB に応募すること等について合意していたが、報道によれば、村上ファンド関係者は、アコーディアが 2014 年 3 月 28 日に上記企業再編策を公表した後も、かかる合意の当事者となっていないため本自社株 TOB に応募する義務を負っていなかったシティインデックス HD、フォルティス及びリビルドを通じてアコーディア株式を買い集め、アコーディアの大株主として、同社に対する株主還元の働き掛けを継続していた（2014 年 8 月 14 日付け東洋経済 ONLINE 参照）。

そして、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2014 年 8 月 5 日、アコーディアに対して、本自社株 TOB 後における株主還元の規模等が不満であるとして、アコーディアの社外取締役 6 名全員の解任及びレノの役職員 5 名の取締役への選任を求

めて臨時株主総会の招集請求を行った。その後、同年8月12日に、アコーディアは、村上ファンド関係者の提案を受け入れる形で、上記同年3月28日の企業再編策の公表時に併せて公表していた、本自社株 TOB 後の減配方針（配当性向を従来の連結配当性向 90%から「みなし連結当期純利益」の 45%に減配）を撤回し、本自社株 TOB 後も 2016 年 3 月期と 2017 年 3 月期の 2 期において合計 200 億円の大規模な株主還元を行う旨の発表を行っている。

公表情報によれば、2014 年 8 月 28 日には、村上ファンド関係者は、その持株比率を約 35%にまで高めていたが、上記発表をうけて、臨時株主総会の招集請求を撤回するとともに本自社株 TOB に応募して、最終的に、その保有に係るアコーディア株式の一部（持株比率約 35%のうち約 20%）を売却した。

以上のように、村上ファンド関係者は、アコーディア株式の取得を開始してから約 1 年 10 か月の間に、臨時株主総会の招集請求を含め、アコーディアに対する様々な働き掛けを行い、その保有に係るアコーディア株式を本自社株 TOB により高値で買い取らせるとともに、大規模な株主還元をも引き出している。

その後、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2016 年 11 月に公表された株式会社 MBKP Resort（外資系投資ファンドである MBK パートナーズ傘下の投資ビークル。以下「MBKP」という。）がレノと協議の上実施した TOB（TOB 価格である 1,210 円は TOB の公表日前日のアコーディア株式の終値 1,045 円に 15.8%（165 円）のプレミアムを乗せた、いわゆるプレミアム付き価格での TOB であった。）に際して MBKP との間で締結した応募契約によって、その保有に係る株式を全て売却している。

公表情報及び報道によれば、MBKP の TOB 開始時点において、村上ファンド関係者は、アコーディアの発行済株式総数の 18.95%、総株主の議決権の 22.77%を保有しており、村上ファンド関係者は、2013 年にアコーディア株式の取得を開始してからそれまでにアコーディア株式に総額約 380 億円強を投資していたところ、上記の自社株 TOB で約 296 億円弱を、上記の MBKP の TOB では約 194 億円を回収し、最終的な投資回収金額は約 490 億円（利益は約 110 億円）に上るともされている（2016 年 12 月 7 日付け東洋経済 ONLINE 参照）。

なお、アコーディアは 2019 年になって、ゴルフ場の運営に集中するよりも、土地と一体経営し、投資をした方が、競争力が高まるとの判断の下、2014 年に売却したゴルフ場の土地の買い戻しを検討している旨報道されている（2019 年 12 月 18 日付け日本経済新聞朝刊参照）。

## 第 2 MCJ に対する投資事例

公表情報によれば、レノは、2012 年後半から株式会社 MCJ（以下「MCJ」という。）の株式の買い集めを進め、2013 年 3 月 29 日には、その保有株式数は 499 万

4,100株（持株比率9.82%）に達し、共同保有者であった当時のレノの代表取締役及び中島章智弁護士（以下「中島弁護士」という。）の保有株を合わせると、その保有株式数は合計で、992万8,600株（持株比率19.52%）に達していたが、同年10月8日付けで、当時のレノの代表取締役及び中島弁護士との共同保有の合意を解除した上で、MCJに対して、同社株式の大規模買付行為（以下「本大規模買付行為」という。）に係る意向表明書を提出していた。同社の同日付け「当社株式の大規模買付行為に係る意向表明書の受領に関するお知らせ」と題するプレスリリースによれば、当該意向表明書において、「当社〔注：MCJ〕株式の買付けの目的は純投資であり、当社株式の潜在的価値の実現、及び当社の中長期的な企業価値の向上に伴う値上がり益を目的としている」等と表明していた。なお、MCJ株式の同日の終値は191円であったが、かかるリリースを受けて、翌9日はストップ高となり、終値は241円となった。

その後、公表情報によれば、MCJは、2013年11月28日以降、取締役会において本大規模買付行為に対する評価・検討を行ったが、同年12月12日、「当社株式の大規模買付行為に関する独立委員会からの勧告書の受領及び当社取締役会における評価・検討結果の確定について」と題するプレスリリースを行い、かかるプレスリリースにおいて、「当社取締役会といたしましては、レノ社による大規模買付行為に対する大規模買付対抗措置を発動せず、当面の間、レノ社の投資動向及び事態の推移を注視していく旨を表明した。なお、公表情報によれば、上記の発表がなされる直前である2013年12月12日におけるMCJの株価の終値は268円であったが、発表の翌日である13日の終値は348円まで急騰し、その次の取引日である同月16日には、395円で取引が始まり、その後296円まで下落したものの、終値は303円と引き続き高い水準で推移した。

以上のとおり、MCJがレノによる本大規模買付行為の実行を是認し、これに対して対抗措置を執らないことを公表したにもかかわらず、公表情報によれば、レノは、MCJが上記のとおり対抗措置を執らない旨を表明した日のわずか2営業日後である2013年12月16日、株式の潜在的価値の実現及びMCJの中長期的な企業価値の向上のために、今後の株式市場の動向等を勘案しつつ、当社の株式保有比率又は議決権割合が20%以上となる当社株式の買付けを行う意思があるという自らの意向表明の内容とは裏腹に、保有していたMCJ株式のうち324万4,200株（持株比率にして6.38%）を、上記のとおり、MCJが対抗措置を執らないと発表したことを受けて株価が高い水準で推移している中、市場内で売却している。

### 第3 黒田電気に対する投資事例

公表情報によれば、レノ、C&I、南青山不動産、株式会社シティインデックス舞子、株式会社オフィスサポート（以下「オフィスサポート」という。）、株式会社ATRA、村上氏、村上氏の長女である野村絢氏ら村上ファンド関係者は、2015年頃か

ら、黒田電気株式会社（以下「黒田電気」という。）の株式を市場において大量に買い集めた。なお、報道記事によれば、買い集め当初において、村上氏は、黒田電気は電子部品商社であり、半導体を主に扱っていないにもかかわらず、同社が半導体商社の中心となって半導体商社の再編を実現すべきであると主張しており、村上氏との話し合いに応じた黒田電気の当時の執行役員は、村上氏について「そもそも黒田電気が何をやっているのかをよく知らないようだった」と述べている（2015年8月22日付け「週刊東洋経済【巻頭特集 村上，再び。】－村上世彰の長女・絢，大いに語る－村上，再び。」32~33頁参照）。

そのような中、公表情報によれば、C&I及び南青山不動産は、黒田電気に対して、2015年6月26日の定時株主総会の終了直後、その日のうちに、村上ファンド関係者を含む計4名の社外取締役の選任を決議事項とする臨時株主総会請求の招集請求を行った。黒田電気は当該請求を受けて、同年7月10日に、臨時株主総会を開催すること及び臨時株主総会の付議議案（社外取締役4名の選任）に対して反対することを決定・公表し、同年8月21日に開催された同社の臨時株主総会において、当該付議議案は否決された。

公表情報によれば、その後も、村上ファンド関係者は黒田電気の株式を市場において大量に買い集め、レノは、2017年5月2日に、社外取締役1名の選任に係る株主提案を行った。黒田電気は同月23日開催の取締役会で当該株主提案について反対する決議をし、同月29日に当該株主提案に対する取締役会の意見を公表した。なお、黒田電気は、当該株主提案を巡る経緯をまとめた同年6月7日付け「株主提案に対する当社取締役会意見に至るまでの経緯」と題するプレスリリースの中で、村上氏の発言や姿勢について、「対応した経営陣を威圧するような姿勢でなされました」、「通常の対話のレベルを超える威圧的な行動」と批判している。その後、黒田電気の反対にもかかわらず、同月29日の定時株主総会において同株主提案が可決されたことにより、レノは、黒田電気に社外取締役1名を送り込んだ（公表情報によれば、同月7日時点の村上ファンド関係者による黒田電気に対する持株比率は約35%まで高まっていた。）。

その後、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、黒田電気に対する持株比率を2017年11月上旬までに約38%にまで高めたものの、黒田電気は、同年10月31日に外資系投資ファンドであるMBKパートナーズ傘下の投資ビークルであるKMホールディングス株式会社（以下「KMホールディングス」という。）が公表したTOBを受け入れ、上場廃止を選択したため、村上ファンド関係者は、その保有する黒田電気の株式の全てを、当該TOB及び当該TOB終了後に黒田電気が実施する自社株TOBにKMホールディングスと応募契約を締結した上で応募することによって、2018年3月までに全て売却した。

なお、報道によれば、村上ファンド関係者は、租税や信用取引解消の影響を除いた概算で約84億円の利益を得ているとされている（2017年11月13日付け東洋経済

ONLINE 参照)。

以上のとおり、村上ファンド関係者は、レノが黒田電気に社外取締役を送り込んでから、わずか約 4 か月で保有する同社株式全ての売却合意を行い、それからわずか約 4 か月後には同社株式の全てを売却し、公表情報によれば、約 84 億円の利益を得たことになる。

#### 第 4 新明和工業に対する投資事例

公表情報によれば、レノ、南青山不動産、株式会社エスグラントコーポレーション(以下「エスグラント」という。)、リビルド等の村上ファンド関係者は、2018 年に新明和工業株式会社(以下「新明和工業」という。)の株式を市場において大量に買い集め、2019 年 2 月 19 日までにその持株比率を 23.74%にまで高めた。

しかしながら、公表情報によれば、レノは、かかる株式大量取得の開始から 1 年も経たない 2019 年 1 月 21 日に、新明和工業がレノと協議の上実施することを公表した自社株 TOB に応募して(なお、村上ファンド関係者は、あらかじめ、その保有する新明和工業株式を上記自社株 TOB に応募する旨の意向を表明していた。)、同年 2 月には、その保有に係る新明和工業の株式の大部分を売却している。

なお、上記の自社株 TOB は、TOB 価格を 1,500 円と設定しており、公表の前営業日である 2019 年 1 月 18 日時点の新明和工業の株価の終値 1,357 円から 10.54% (143 円)のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

上記第 1 で述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株 TOB は、応募株主に對して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株 TOB がプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

新明和工業の株価は、上記の自社株 TOB 公表日の前営業日である 2019 年 1 月 18 日には 1,357 円であったところ、TOB 期間の終了日である同年 2 月 19 日には、かかる 1,357 円を下回る 1,338 円、翌 20 日には 1,319 円にまで下落している。

公表情報によれば、新明和工業による上記の自社株 TOB における買付予定数の上限は、2,666 万 6,700 株と非常に大規模(当時の同社の発行済株式総数の約 27.66%相当)なものであり、当該自社株 TOB 公表直前における村上ファンド関係者による新明和工業株式の保有株式数の合計である 2,288 万 2,900 株を上回る株式数であった。それ故、新明和工業による上記の自社株 TOB により、村上ファンド関係者は、新明和工業株式を(市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ)、市場価格よりも高く売却する機会を与えられることとなった。

なお、報道記事では、本自社株 TOB については、国内証券会社のアナリストによる、「今後の成長投資に影響がなければいいのだが・・・」というアナリストの懸念

の声が紹介されている（2019年2月20日付け日本経済新聞朝刊）。

## 第5 ヨロズに対する投資事例

公表情報によれば、レノは、株式会社ヨロズ（以下「ヨロズ」という。）に対して、複数回に亘り、自社株買いを含む株主還元の実施を求める書簡を送付していたところ、2019年5月10日、ヨロズに対して買収防衛策の廃止に関する議題等を招集通知及び参考書類に記載すること等を求める株主提案議題等記載仮処分命令申立て（以下「本仮処分命令申立て」という。）を行っている。

かかる本仮処分命令申立ては、横浜地方裁判所決定（横浜地決令和元年5月20日資料版商事法務424号（2019年7月号）126頁。以下「本仮処分原審決定」という。）により却下され、その即時抗告も東京高等裁判所決定（東京高決令和元年5月27日。旬刊商事法務2206号42頁参照）によって棄却されているが、資料版商事法務424号（2019年7月号）「ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件」126頁以下によれば、本仮処分原審決定は、被保全権利の存在には疑問があるとしつつ、①レノが村上氏の強い影響力の下にあること、②従前、レノ（ないし同じように村上氏の強い影響力の下にあった法人）が投資先企業に対して行ったのと同様に、ヨロズについても、同社株式を大量に買い付けた上、同社の経営陣に様々な圧力をかけることによって、買い集めた大量の同社株式を短期間のうちに同社やその関係先に高額で売り付け、多額の利益を享受することを目的としており、その障害となる買収防衛策を廃止することを企図していると推認できること等を認定した上で、保全の必要性を認めることはできない旨判示している。

ちなみに、同「ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件」126頁以下によれば、本件仮処分原審決定においては、

「ア 債権者〔注：レノ。以下同じ〕、債権者の100%株主である株式会社B、同社の株式50%を保有し、平成26年12月1日まで債権者の代表取締役であったC、A〔注：村上氏。以下同じ〕の子が代表取締役である株式会社D、株式会社E、株式会社F、株式会社G、株式会社H及び株式会社I等は、Aの強い影響力の下にある（以下、Aの強い影響力の下にある上記関係者を『債権者ら』という。）。

イ Aは、平成27年、債権者らが債務者〔注：ヨロズ。以下同じ〕の株式を10%程度取得した際、債務者に対し、具体的な事業計画や事業運営に関する改善提案等を全く示さないまま、債務者の配当が低い、配当性向を100%にせよ、株主還元を含めた新たな中長期計画を出せ等と要求し、Aが債務者の株主還元も含めた中長期計画に納得しない場合には、『公開買付けさせてください。プロセスに入りましょう』、『11人の取締役を一応、クビ、やめてもらおうと。それについては、3人は残して、4人うちから入れて、その7人の取締役会で配当政策を決める』などと述べる一方、『大きな自己株〔自社株買い〕をやるのであれば僕はOK出

しますから、撤回します』と述べ、『御社は株主価値を上げるのか、A の会社になるのか、はたまた MBO をするのかの 3 択です』などと要求したが、結局、債権者らは、その後、債務者の株価が上がった段階で全株式を売却した。

- ウ 債権者は、平成 30 年になって再度債務者の株式を取得し始め、平成 31 年に入ると、債務者に対する持株割合が 10%に満たない段階で、『株主価値の向上』をうたいつつも、債務者の中長期的利益に資するような具体的な事業計画や事業運営に関する改善策に興味を示すことなく、単に、買収防衛策の廃止や自社株買いといった施策の実施を求めた上、株主提案権の行使をほのめかした上、本件株主提案を行い、その後も、債務者の株式を買い増している。
- エ 債権者らは、平成 24 年から平成 31 年にかけて、株式会社 J、K 株式会社、L 株式会社、M 株式会社及び株式会社 N に対し、大量の株式を買い付け、対象会社の経営者に様々な圧力を掛けた上、対象会社自身又は対象会社の関係者に対し、買い付けた株式の全部又はその大半を高値で購入させ、転売益を得ている。
- オ A の強い影響力の下にあった株式会社 O、株式会社 P は、平成 14 年から平成 17 年にかけて、上記エの債権者らと同様の手法により、株式の転売益を得ている。」

と一応認定されている。

公表情報によれば、その後、レノは、2020 年 11 月 20 日、ヨロズに対して、買収防衛策の廃止等についての権限を株主総会に付与する旨の定款変更を議案とする臨時株主総会招集請求を行った。ヨロズは、かかる請求を受けて、同年 11 月 25 日に、当該議案に対して反対の意見表明を行うことを決定・公表し、2021 年 1 月 22 日に開催された同社の臨時株主総会においては、50%を超える反対により当該議案は否決された。

## 第 6 エクセルに対する投資事例

公表情報によれば、2019 年 3 月頃（なお、2019 年 3 月 31 日時点で村上ファンド関係者はエクセルの発行済株式の 38.07%を保有するに至っていた。）、村上氏は、自らが交渉に関与して、株式会社エクセル（以下「エクセル」という。）の、加賀電子株式会社（以下「加賀電子」という。）への実質的な売却に係る交渉を開始したが、かかる状況下において、エクセルは、同年 5 月にレノの代表取締役をエクセルの社外取締役とすることを受け入れるに至り、同年 6 月 26 日開催のエクセルの定時株主総会においてレノの代表取締役が同社の社外取締役に選任され、その後社外取締役に就任した。

そして、かかる社外取締役への就任から 5 か月余りしか経過していない 2019 年 12 月 9 日に、エクセルは、加賀電子との間で経営統合（以下「本経営統合」という。）を行うことを決定し、公表した（なお、同日時点で村上ファンド関係者はエクセルの

議決権割合の 39.93%を保有するに至っていた。)

公表情報によれば、本経営統合のスキームは、①エクセル株式を保有していない株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティインデックスイレブンス」という。）を株式交換完全親会社とし、エクセルを株式交換完全子会社とする現金を対価とする株式交換（以下「本現金株式交換」という。）を行った上、②エクセルの資産を、(a)本経営統合後のエクセルにおいて事業運営上必要な資産（以下「事業用資産」という。）と(b)本経営統合後のエクセルにおいて事業運営上必ずしも必要とはならない資産（以下「移管対象外資産」という。）とに分離した上で、本現金株式交換の効力発生直後に移管対象外資産をエクセルからシティインデックスイレブンスに対する現物配当により移管し、③当該現物配当の実施直後に、シティインデックスイレブンスが加賀電子に対してエクセル株式の全てを譲渡するというものである。

このスキームは、従前、一体の組織として事業を営んできたエクセルを実質的に 2 つに分割し、さらに、移管対象外資産については、単なる投資ビークルであるシティインデックスイレブンスに現物分配しようとするものである。

以上のとおり、レノの代表取締役が 2019 年 6 月にエクセルの社外取締役役に就任して約 5 か月余りで、村上ファンド関係者の主導の下で、エクセルについて、事業を解体する形での本経営統合の公表に至り、最終的に本経営統合は 2020 年 4 月 1 日に効力が発生している。

## 第 7 東芝機械（現芝浦機械）に対する投資事例

公表情報によれば、村上ファンド関係者であるオフィスサポート並びにその共同保有者の野村絢氏及びエスグラントは、東芝機械株式会社（なお、東芝機械株式会社は 2020 年 4 月 1 日にその商号を芝浦機械株式会社に変更しているが、以下では、その前後を問わず、「東芝機械」という。）株式を市場で大量に買い集め、2019 年 11 月 29 日までにその持株割合を 9.19%（総議決権に対する割合は約 11.49%）にまで高めた。その後、公表情報によれば、オフィスサポートは東芝機械との間で実質的な協議を行うことなく TOB の準備を行い、2020 年 1 月 10 日以降、TOB の諸条件や TOB 後の東芝機械の経営方針等についての一切の説明をすることなしに、東芝機械株式に対する TOB を予告するに至った。東芝機械は、同月 17 日、当該 TOB の予告を受け、オフィスサポートないしその子会社からの当社株式を対象とする TOB や、当該 TOB の予告がなされている状況下において企図されることがあり得る他の大規模買付行為等への対応方針（以下「東芝機械対応方針」という。）を導入することを取締役会において全会一致で決議し、公表した。

東芝機械対応方針の導入にもかかわらず、その後、オフィスサポートの子会社であるシティインデックスイレブンスは、2020 年 1 月 21 日、東芝機械対応方針に定める手続を遵守することなく、東芝機械株式を対象とする TOB を開始した（なお、この時

点において、村上ファンド関係者であるオフィスサポート及びエスグラントは合計して持株比率 12.75%に相当する東芝機械株式を保有するに至っていた。)

2020年2月12日、東芝機械は、当該 TOB について、①シティインデックスイレブンス・公開買付者グループ（村上ファンド関係者であるオフィスサポート、エスグラント及びシティインデックスイレブンスを総称していう。以下同じ。）から TOB 後における東芝機械の経営方針が一切示されておらず、シティインデックスイレブンス・公開買付者グループによる東芝機械への経営の関与の態様が全く不明瞭なこと、② TOB に至るまでの経緯においても、東芝機械の企業価値向上を目指す意図はなく、自らのキャッシュ獲得のみに関心があると考えられること、③村上氏の影響下にある法人による過去の投資事例を踏まえると、東芝機械に対する TOB 及びシティインデックスイレブンス・公開買付者グループの株主価値向上案は東芝機械の企業価値を毀損する可能性が高いこと、④シティインデックスイレブンス・公開買付者グループが、対話の過程において東芝機械の要請を継続的に無視し続け、シティインデックスイレブンスによる TOB についても東芝機械対応方針を無視して開始されたこと、⑤シティインデックスイレブンス・公開買付者グループは外為法に違反していることが疑われ、東芝機械の大株主の適格性に疑義があること、⑥シティインデックスイレブンスによる TOB は、支配権の移転に反対する株主が、かえって TOB に応募する動機を持つという強圧性を有するものであること等を理由にしてシティインデックスイレブンスによる TOB に対して反対の立場をとり、東芝機械対応方針の導入及び東芝機械対応方針に基づく対抗措置（差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当て）（本項において、以下「本対抗措置」という。）の発動の是非を問うため、株主意思確認総会の開催を決定した。

公表資料によれば、その後、シティインデックスイレブンス・公開買付者グループは、東芝機械に対して、東芝機械が既に公表していた約 30 億円の特別配当に加えて、約 120 億円の大規模な自社株買いを決定すれば、株主意思確認総会を待たずに TOB の撤回をするとし、シティインデックスイレブンスによる TOB の撤回を「取引材料」として東芝機械に約 120 億円の大規模な自社株買いを決定すること等を迫ったものの、東芝機械は、シティインデックスイレブンス・公開買付者グループが、シティインデックスイレブンスによる TOB を、東芝機械に最終的に自社株買いを実行させて、それを通じて自らが保有する株式を売却して利益を上げるための不当な圧力的手段として用いていたことについて、「ニッポン放送事件の東京高裁決定（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁）がいう、『会社を食い物にする』四類型の一つである、『真に企業経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合』に当てはまる疑いが強い」ものとして強く非難した上で、約 120 億円の大規模な自社株買いの要求を拒否し、2020年3月27日に株主意思確認総会を開催した。当該株主意思確認総会においては、東芝機械対応方針の導入及び本対抗措置の発動のいずれの議案について

も、出席株主の総議決権数の約 62%を超える賛成をもって承認可決されている。

なお、公表資料によれば、買収防衛策の導入や更新議案に対して極めて否定的な立場をとることで知られている世界最大の議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) も、シティインデックスイレブンスによる TOB が成立した場合にはシティインデックスイレブンスが実質的な経営支配権を取得し得るにもかかわらず経営方針を持たない点に疑義がある等として、東芝機械対応方針の導入及び本対抗措置の発動のいずれの議案についても賛成の議決権行使を推奨した。

当該株主意思確認総会の結果を踏まえて、2020 年 3 月 27 日、東芝機械は、対抗措置として、差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当ての決議を行い、これを受け、シティインデックスイレブンスは、同年 4 月 2 日、TOB を撤回している。

## 第 8 レオパレス 21 に対する投資事例

公表情報によれば、レノ、エスグラント、レノの従業員である大村将裕氏（以下「大村氏」という。）及びシティインデックスイレブンスの村上ファンド関係者は、2019 年頃より、株式会社レオパレス 21（以下「レオパレス 21」という。）の株式を市場において大量に買い集め、2019 年 12 月 11 日までにその持株比率を 14.46%にまで高めた。

その後、2019 年 12 月 27 日に、レノ及びエスグラントは、レオパレス 21 に対して、取締役全員（10 名）の解任と取締役 3 名の選任を目的とした臨時株主総会の招集請求をした。公表情報によれば、その後、レノ及びエスグラントは他の大株主の賛同を得られないこと等から、2020 年 1 月 28 日に突如として方針を変更し、取締役全員を解任する株主提案の撤回と、3 人の取締役候補を 1 人（大村氏）に絞る株主提案に修正した。

公表資料によれば、レオパレス 21 は、①村上ファンドグループがコーポレートガバナンスの向上を標榜して会社の株式を大量に買い集め、かかる会社の経営陣に対して様々な圧力をかけるという手法を過去にも繰り返してきたという周知の事実、②村上ファンドグループが自らが推薦する取締役を会社に送り込み、非現実的な高水準の株主還元等の要求を繰り返し、かかる会社を上場廃止に追い込んだ事例の存在、③村上ファンドグループが、会社の経営権を取得した後に、その資産の全部又は一部を切り売りするといういわゆる「解体型買収」を行った複数の事例の存在、④これまでのレノやエスグラントとのやり取りを踏まえると、レノやエスグラントは、レオパレス 21 の中長期的な企業価値の向上に取り組む意図がないことが明らかであって、むしろ、株主提案を通じてレオパレス 21 の「解体型買収」を企図していることが推認され、レノやエスグラントは、他の株主を含むステークホルダーの利益を犠牲にして自己の利益を追及する可能性が高いこと等を理由にレノ及びエスグラントの株主提案（大村氏

の取締役選任)に反対をしていた。

なお、レオパレス21は、プレスリリースにおいて、レノやエスグラントは、レオパレス21における施工不備問題の発覚後の2019年3月頃よりレオパレス21株式の取得を開始しており、同年4月以降のレオパレス21の面談や書簡のやり取りの中で、レオパレス21の解体や減資を示唆する発言を行うほか、自らが主導した「解体型買収」の他社事例に言及した上で、レオパレス21の解体的買収ないし資産の切り売りを実現して自らの短期的な利益のみを追求しようとしていたことを明らかにしている。

その後、2020年2月27日に開催された臨時株主総会において、レオパレス21が提案した会社提案(社外取締役2名の選任)については可決され、レノ及びエスグラントの株主提案(大村氏の取締役選任)は否決された。

報道によれば、臨時株主総会では、「会社が再建に向かっているときに、ハゲタカファンドに付け入る隙を与えてどうするのか」といったレノ側に否定的な発言が出るたびに株主総会の会場では拍手がわいたとのことであり、臨時総会における投票においては、「村上氏らは信用ならない。会社を解体されてはたまらない」、「レノが主張する事業売却をすれば会社が潰れてしまうかもしれない」といった意見に代表される、レノの実質的なオーナーの村上氏への懸念のほか、レノが旧村上ファンド系ということ自体への不安、「レノが自社の利益だけを追求するのでは」といった懸念等から、レオパレスの物件オーナーの株主を中心に株主提案(大村氏の取締役選任)に対して反対が集まったと分析されている(2020年2月27日付け日経ビジネス電子版「レオパレス、村上氏ファンドの提案否決も勝利にあらず」1~2頁、2020年2月28日付けFujisankei Business i「レオパレスとレノ、対立続く 臨時総会、社外取締役選任案を否決」1頁、2020年2月28日付け産経新聞 東京朝刊「ファンド側提案 否決 レオパレス 株主の不安拭えず 業績回復・不備改修改革に猶予」10頁等参照。)

## 第9 三信電気に対する投資事例

### 1. 第1回自社株 TOB

公表情報によれば、C&I、オフィスサポート、南青山不動産、エスグラント、野村絢氏等の村上ファンド関係者は、2015年4月頃から三信電気株式会社(以下「三信電気」という。)の株式を市場において大量に買い集め、最終的に村上ファンド関係者の三信電気株式の持株比率を約38%まで高めた。

しかし、公表情報によれば、C&I、オフィスサポート、南青山不動産及びエスグラントは、かかる株式大量取得の開始から約3年数か月後の2018年5月に、三信電気が実施した総額197億1,200万円の自社株 TOB(以下「第1回自社株 TOB」という。)に応募して、その保有に係る三信電気株式の大部分を売却した。

第1回自社株 TOB は、TOB 価格を2,191円と設定しており、公表の前営業日である

2018年5月11日時点の三信電気の市場株価の終値2,234円との比較ではディスカウント価格であったが、そのディスカウント率はわずか1.92%であり、同社株式の過去3か月間の終値の単純平均値に対して約120円のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格で行われたものであった。なお、第1回自社株TOB公表の3か月前における三信電気の市場株価の終値は1,826円（2018年2月9日）であったところ、第1回自社株TOB公表の前営業日における終値は2,234円（同年5月11日）であった。この3か月間に同社の株価は約22%上昇しているが、大量保有報告書の変更報告書から判明する限り、この間、村上ファンド関係者は、三信電気株式を市場内で持株比率にして少なくとも約1%買い増している。

上記第1で述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株TOBは、応募株主に対して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株TOBがプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

三信電気の株価は、第1回自社株TOB公表日の前営業日である2018年5月11日には2,234円であったところ、TOB期間の終了日である同年6月11日には、TOB価格である2,191円を下回る2,152円に下落し、その後1,700円台まで続落している。

公表情報によれば、三信電気による第1回自社株TOBにおける買付予定数の上限は、900万100株（当時の同社の発行済株式総数の約30.74%相当）と大規模なものであり、第1回自社株TOBの公表直前における村上ファンド関係者による三信電気株式の保有株式数の合計である1,120万9,100株（当時の同社の発行済株式総数の約39.58%相当、自社株式を除いた発行済株式総数全体に占める割合にして40.98%相当）に近い株式数であり、三信電気による第1回自社株TOBにより、村上ファンド関係者は、三信電気株式を（市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ）、市場価格よりも高く売却する機会を与えられることとなった。

なお、自社株買いの手法として、市場買付けやToSTNeT-3ないしToSTNeT-2の手法ではなく、自社株TOBの手法が用いられたことによって、三信電気につき、自社株式を除いた発行済株式総数全体に占める割合（実質的には議決権割合に等しいため、本項において、以下、これを「議決権割合」という。）にして5%超3分の1以下を有していた、（村上ファンド関係者を構成する投資ビークルである）内国法人のC&I、オフィスサポート及び南青山不動産は、第1回自社株TOBに応募する結果として認識されるみなし配当部分につき、配当益金不算入の恩典を50%享受することが可能となり、みなし配当部分についての50%益金不算入とそれに基づく多額の税務上の株式譲渡損の認識による課税所得の大幅な圧縮という多額の税務メリットを得ることが可能となった。

## 2. 第2回自社株TOB

公表情報によれば、上記 1.の第 1 回自社株 TOB に応募したことによって、村上ファンド関係者は、いったん、三信電気に対する持株比率を大きく減少させた（2018 年 7 月 3 日時点で約 13.90%）が、その後、再び三信電気株式を大量に買い集めるに至り、2020 年 11 月 4 日までに、村上ファンド関係者の持株比率を約 27.63%（議決権割合にして約 34.73%）にまで高めた。

しかしながら、公表情報によれば、シティインデックスイレブンス及びエスグラントは、2021 年 6 月に三信電気が実施した総額 157 億 4,300 万円の自社株 TOB（以下「第 2 回自社株 TOB」という。）に応募して、その保有に係る三信電気株式の大部分を売却している。

第 2 回自社株 TOB は、TOB 価格を 2,249 円と設定しており、TOB の公表の前営業日である 2021 年 5 月 11 日時点の三信電気の市場株価の終値 2,070 円から 8.65%（179 円）のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

上記 1.でも述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株 TOB は、応募株主に対して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株 TOB がプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

三信電気の株価は、第 2 回自社株 TOB の公表日の前営業日である 2021 年 5 月 11 日には 2,070 円であったところ、TOB 期間の終了日である同年 7 月 19 日には、TOB 価格である 2,070 円を下回る 2,015 円に下落している。

公表情報によれば、第 2 回自社株 TOB における買付予定株式数の上限は、700 万株（現在の同社の発行済株式総数の約 28.82%相当）であって、第 2 回自社株 TOB 公表直前におけるシティインデックスイレブンス及びエスグラントによる三信電気株式の保有株式数の合計である 670 万 9,100 株をわずかに上回る株式数に設定されており、シティインデックスイレブンス及びエスグラントからは、第 2 回自社株 TOB の公表後に応募の意向が明らかにされた。その結果、上記 1.で述べた第 1 回自社株 TOB と同様に、第 2 回自社株 TOB も、村上ファンド関係者に対して、その保有に係る同社株式を（市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ）、売り抜ける機会を与えることとなった。

なお、この件でも、自社株買いの手法として自社株 TOB の手法が用いられたことによって、村上ファンド関係者は保有する三信電気株式をシティインデックスイレブンスに集約した上で第 2 回自社株 TOB に応募し、多額の税務メリットを得られたものと考えられる。

## 第 10 フージャースに対する投資事例

公表情報によれば、シティインデックスイレブンス、オフィスサポート、南青山不動産、エスグラント等の村上ファンド関係者は、2018 年頃から株式会社フージャースホールディングス（以下「フージャース」という。）の株式及び新株予約権を市場において大量に買い集め、最終的に村上ファンド関係者の持株比率を約 37.57%にまで高めた。

しかしながら、公表資料によれば、シティインデックスイレブンス及びエスグラントは、保有するフージャース株式をシティインデックスイレブンスに集約し、シティインデックスイレブンスにおけるフージャースに対する議決権割合を 3 分の 1 超にまで高めた上で、シティインデックスイレブンスらによる株式買い集めの開始から約 3 年後となる 2021 年 1 月 28 日にフージャースが公表・実施した総額約 148 億 1,200 万円の大規模な自社株 TOB に応募して（シティインデックスイレブンス及びエスグラントは、当該自社株 TOB に際して、フージャースとの間でその保有に係るフージャース株式の全てについて応募契約を締結している。）、あん分比例後の手残り分を市場で売却した分も含めて、その保有に係るフージャース株式の全てを売却している。

当該自社株 TOB においては、TOB 価格を 684 円と設定しており、公表の当日である 2021 年 1 月 28 日時点のフージャースの市場株価の終値 685 円との比較では 1 円低いディスカウント価格であったが、公表の前営業日である 1 月 27 日までの過去 1 か月間の終値単純平均である 663 円と比較して 3.17%のプレミアムが付されており、同じく過去 3 か月間の終値単純平均である 685 円との比較でも 1 円低いだけであった。また、C&I 提出の大量保有報告書の変更報告書によれば、同社は、上記自社株 TOB の実施前において、2020 年 12 月 17 日までの間、一貫してフージャース株式を市場で買い増しており、上記 3 か月間のうち前半の 1 か月半超（2020 年 10 月 27 日から 12 月 17 日まで）における買増しの数量は、持株比率にして 2.07%相当分に上っている。当該買増し以前の期間である 2020 年 7 月の 1 か月間の平均株価は 534 円であり、その後シティインデックスイレブンス等による大量の市場買集めが始まったと思われる同年 8 月以降に株価が急騰している。

上記第 1 で述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株 TOB は、応募株主に対して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株 TOB がプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

公表情報によれば、当該自社株 TOB における買付予定株式数の上限は、2,163 万 7,500 株（当時の同社の発行済株式総数の約 37.59%相当）であって、当該 TOB 公表直前における村上ファンド関係者によるフージャース株式の保有株式数の合計である 2,157 万 200 株をわずかに上回る株式数と設定されており、また、上記のとおり、村上

ファンド関係者とフージャースとの間においては、当該自社株 TOB について応募契約が締結された。その結果、フージャースによる上記自社株 TOB は、村上ファンド関係者に対して、その保有に係る同社株式を（市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ）売り抜ける機会を与えることとなった。

さらに、上述のとおり、上記自社株 TOB は買付総額が約 148 億 1,200 万円に上る大規模なものであったが、フージャースは、上記自社株 TOB の公表の 2 週間前である 2021 年 1 月 14 日に、「2020 年 4 月 1 日から 2020 年 12 月 31 日までの期間の損益を当社の分配可能額に取り込み、財務戦略の柔軟性及び機動性を確保するため」として、上場会社では極めて異例な臨時決算を行っており、それにより、上記自社株 TOB の原資となる分配可能額が増しされていた。

なお、自社株買いの手法として、市場買付けや ToSTNeT-3 ないし ToSTNeT-2 の手法ではなく、自社株 TOB の手法が用いられることによって、フージャースにつき、議決権割合にして 3 分の 1 超を有していたシティインデックスイレブンスは、当該自社株 TOB に応募する結果として生じるみなし配当部分につき、配当益金不算入の恩典を 100%享受することが可能となり、みなし配当部分についての 100%益金不算入とそれに基づく多額の税務上の株式譲渡損の認識による課税所得の大幅な圧縮という多額の税務メリットを得られたものと考えられる。

## 第 11 西松建設に対する投資事例

公表情報によれば、シティインデックスイレブンス、エスグラント、南青山不動産及び野村紉氏の村上ファンド関係者は、西松建設株式会社（以下「西松建設」という。）の株式を市場において大量に買い集め、2021 年 5 月 10 日時点において、村上ファンド関係者の持株比率を 22.84%にまで高めた。

公表情報によれば、その後、村上ファンド関係者は、西松建設に対し、西松建設が保有する不動産の売却等を原資として、最大で 2,000 億円の大規模な自社株買いを実施することを提案していた。また、村上ファンド関係者が当該自社株買いに応募した場合に有利な税効果を楽しむことが可能となる点を理由として、西松建設に対する持株比率を議決権割合にして 3 分の 1 超にまで高めたいとの発言もしていた。さらに、村上ファンド関係者は、西松建設に対し、村上ファンドが 2021 年 4 月 15 日時点で約 33.08%の議決権を有していた大豊建設株式会社（以下「大豊建設」という。）との間で、経営統合を含む M&A を行うよう、繰り返し提案していた。

西松建設は、2021 年 5 月 20 日付けで、村上ファンド関係者に対して、村上ファンド関係者による西松建設株式の持株比率の合計が 25%を超える株式買増しを行わないこと、及び、仮にこれに反して株式買増しを行った場合には、当該株式買増しに係る株式等について、市場における売却（ToSTNeT-1 の方法によるものを除く）又は西松建設が別途合理的に指定する方法により速やかに処分することを要請（本項におい

て、以下「本要請」といいます。) し、本要請について株主から承認及び賛同を得るために、2021年6月29日付けの西松建設の第84期定時株主総会において、本要請の承認に係る議案の上程を予定していた。

しなしながら、公表情報によれば、西松建設は、村上ファンド関係者から、2021年5月21日以降、西松建設による2022年3月期第2四半期決算発表がなされるまでの間、村上ファンド関係者による持株比率の合計が25%超となる西松建設株式の買付けを行わない旨の誓約書を受領し、同様の内容の合意に至ったとして、2021年6月2日付けで上記議案の取下げを決定した。

その後、公表情報によれば、2021年6月上旬から2021年7月下旬までの間、西松建設は村上ファンド関係者と対話を重ねたものの、両者間の見解の相違が解消することはなかった。そのため、西松建設は、同社が公表していた長期ビジョン及び中期経営計画の下で持続的成長の維持と中長期的な企業価値向上に向けた施策を円滑に推進していくため、村上ファンド関係者がその所有する西松建設株式を売却した上で、西松建設における経営戦略及び資本政策の立案及び遂行を円滑化することにより、機動的かつ安定的な事業運営の実現を図ること等が必要であるとの考えに至り、2021年9月21日付けで、総額543億円の自社株TOBの実施を公表した。

村上ファンド関係者は、当該自社株TOBに際して、西松建設との間でその保有に係る西松建設株式の全てについて応募契約を締結し、実際に自社株TOBに応募したこと、その保有に係る西松建設株式を売却した。

なお、上記自社株TOBは、TOB価格を3,626円と設定しており、公表の前営業日である2021年9月17日時点の西松建設株式の市場株価の終値3,605円から0.58% (21円) のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

上記第1で述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株TOBは、応募株主に対して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株TOBがプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

西松建設の株価は、上記自社株TOB公表日の前営業日である2021年9月17日には3,605円であったところ、TOB期間の終了日である同年10月20日には、TOB価格である3,626円を下回る3,425円に下落し、その翌日には3,325円まで続落している。

また、公表情報によれば、当該自社株TOBにおける買付予定株式数の上限は15,000,100株であって、当該自社株TOB公表直前における村上ファンド関係者による西松建設株式の保有株式数の合計である13,896,800株を上回る株式数と設定されており、また、上記のとおり、村上ファンド関係者と西松建設との間においては、当該自社株TOBについて応募契約が締結された。その結果、西松建設による上記自社株TOBは、村上ファンド関係者に対して、その保有に係る同社株式を(市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ) 売り抜ける機会を与えることとなっ

た。

その後、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2021年12月15日付けで西松建設が伊藤忠商事株式会社（以下「伊藤忠商事」といいます。）との間で締結した資本業務提携契約に関連し、同日付けで、伊藤忠商事に対し、その保有する残りの西松建設株式4,022,800株全てを譲渡している。

## 第12 大豊建設に対する投資事例

公表情報によれば、シティインデックスイレブンス、野村絢氏、オフィスサポート、株式会社 ATRA、南青山不動産及びエスグラントら村上ファンド関係者は、2020年5月14日にシティインデックスイレブンスにより大豊建設の株券等に係る大量保有報告書が初めて提出されて以降、大豊建設の株式及び新株予約権付社債券を市場において大量に買い集め、2021年12月28日時点において、村上ファンド関係者の持株比率を41.66%（712万5,379株）にまで高めた。

公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2020年6月中旬以降、大豊建設の各決算期におけるIR説明や意見交換を通じて、大豊建設に対し株主還元による自己資本の縮減を繰り返し要請していたが、2021年12月3日の面談において、(i)経営陣が自社株を買い取るマネジメント・バイ・アウト（MBO）による上場廃止、又は(ii)純資産の圧縮（具体的には、2021年3月期末の純資産額約741億円の約300~400億円への圧縮）による徹底したROE向上策の実施による株主価値の向上を要請（本項において、以下「本要請」という。）するに至り、2021年12月14日付け書簡においても、再び本要請を行った。

大豊建設は、2021年9月10日に、株式会社麻生（以下「麻生」という。）から大豊建設の連結子会社化を含む麻生グループとの協業の意向について伝達を受けて検討を開始していたところ、村上ファンド関係者からの本要請を受け、大豊建設として、本要請に従うことは、上場廃止によるデメリットや自己株式取得による財務健全性等の喪失といった悪影響が懸念され、持続的成長の維持と中長期的な企業価値向上を志向する経営戦略としては採用し得ず、中期経営計画の着実な実行によって中長期的な企業価値の向上を目指すためには、村上ファンド関係者が筆頭株主である状況を脱し、麻生を村上ファンド関係者に変わる新たな大株主として、麻生グループと提携すべきとの考えに至った。そこで、大豊建設は、2022年1月、村上氏らに対し、麻生によるTOBに村上ファンド関係者が応ずることを提案したところ、村上氏らから、広く買付者を募り最も高いTOB価格を募るのでない限り、TOBに応募することは受け入れられず、大豊建設として麻生以外の傘下に入ることが選択肢にないのであれば、4,500円（なお、同価格の伝達を受けた同月31日時点の市場株価は始値3,655円）以上のTOB価格による、800万株以上（議決権ベースで50%超）の自社株TOBであれば応募の意向があり、麻生との資本業務提携は、株主価値を希釈化しないよう、当該

自社株 TOB における取得価格以上の価格による第三者割当増資とすべき旨が示された。そこで、大豊建設は、TOB 価格を 1 株当たり 4,730 円、総額約 419 億円、買付予定株式数を 885 万株として自社株 TOB（本項において、以下「本自社株 TOB」という。）を実施するとともに、麻生に対し発行価格 1 株当たり 4,750 円で 850 万株を割り当てる第三者割当増資（払込金額総額約 404 億円、議決権ベースでの希薄化率 49.93%。本項において、以下「本第三者割当増資」という。）を実施し、本第三者割当増資による払込金額を、本自社株 TOB に係る決済のためのブリッジローンの返済に充てることとし、2022 年 3 月 24 日付けで、2022 年 5 月 26 日を始期とする本自社株 TOB 及び本第三者割当増資を含む一連の取引の実施を公表した（本自社株 TOB のための分配可能額の創出に資本準備金の減資手続を要するため、事前公表型の TOB を実施）。

村上ファンド関係者は、本自社株 TOB に際して、大豊建設との間でその保有に係る大豊建設株式の全て（2022 年 3 月 24 日時点で合計 720 万 640 株、2021 年 12 月 31 日における持株比率 42.04%、）について応募契約を締結し、実際に本自社株 TOB に応募したことで、その保有に係る大豊建設株式 733 万 8,000 株（持株比率 39.8%）を売却した。なお、シティインデックスイレブンスが 2022 年 7 月 22 日に提出した大量保有報告書によれば、村上ファンド関係者は、本自社株 TOB 買付期間中にも一部株式を市場において売却しており、当該自社株 TOB の決済後に保有する大豊建設株式は 65 万 5,231 株（持株比率 3.55%）となっている。

本自社株 TOB は、TOB 価格を 4,730 円と設定しており、公表の前営業日である 2022 年 3 月 23 日時点の大豊建設株式の市場株価の終値 3,665 円から 29.06%（1,065 円）のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。上記第 1 で述べたとおり、プレミアム付きの高値での自社株 TOB は、応募株主に対して、その時点における発行会社の株価を上回る金額が払い出されることになるため、一般的に、発行会社の中長期的な企業価値が低下するおそれが相対的には高いと考えられており、実務上も、自社株 TOB がプレミアム付きの高値で行われる例は少ない。

大豊建設の市場株価は、本自社株 TOB 及び本第三者割当増資を含む一連の取引の実施の公表日の前営業日である 2022 年 3 月 23 日には 3,665 円であったところ、公表後、市場株価は本自社株 TOB における取得価格及び本第三者割当増資における発行価格を大きく下回る水準で推移した。

前記のとおり、本自社株 TOB における買付予定株式数の上限は本自社株 TOB 公表直前における村上ファンド関係者による大豊建設株式の保有株式数の合計数を上回る非常に大きな株式数（当時の同社の発行済株式総数の約 51.67%）に設定されており、また、上記のとおり、村上ファンド関係者と大豊建設との間において、本自社株 TOB に関し応募契約が締結された結果、大豊建設による本自社株 TOB は、村上ファンド関係者に対して、その保有に係る同社株式を（市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ）売り抜ける機会を与えることとなった。

## 第 13 その他の投資事例

その他、平成 28 年 7 月 19 日東京高等裁判所判決（判例集未登載）（控訴人レノ及び同 C&I による控訴を棄却したもの。最一小決平成 28 年 12 月 15 日判例集未登載による上告不受理決定により確定）では、村上氏の影響下にあるファンド等による過去の投資事例につき、以下の事実が認定されている（証拠は省略。）。

- 「a 旧村上ファンドの中核となる投資ビークルの一つである M&A コンサルは、ニッポン放送の株式を買い集め、平成 15 年に株式保有率が 7.37%に達した。さらに、M&A コンサル（代表者は村上）は、平成 17 年 1 月までにニッポン放送株式を 18.57%まで買い集め、ニッポン放送が大株主である株式会社フジテレビジョン（以下「フジテレビ」という。）に対し、ニッポン放送の株式の TOB を行わなければニッポン放送経営陣の退陣を求めるプロキシファイト（委任状争奪戦）を行う旨の圧力をかけ、これに応じてフジテレビが TOB を開始したが、M&A コンサルは、株式会社ライブドア（以下「ライブドア」という。）・・・に対し、より高く買い取るのであればライブドアに売却する旨を持ちかけ、最終的に、より高い価格でライブドア側に売却した。
- b 旧村上ファンドの中核的な投資ビークルの一つであった MAC アセットは、平成 17 年 10 月 14 日付けで、TBS 株式につき大量保有報告書を提出したが、そこでは、同年 9 月 30 日の時点で株式保有率が 7.45%とされていた。MAC アセットは、同年 8 月には TBS の経営陣に対して、経営陣が自社株を買い取るマネジメント・バイ・アウト（MBO）を提案したり、・・・連合による TBS 買収を図ったりし、最終的には、保有する TBS の株式を売り抜けた。同株式は、市場を通さない相対取引で・・・譲渡された。MAC アセットは、同譲渡により、200 億円の利益をあげたと報道されている。
- c 旧村上ファンドの中核的な投資ビークルの一つである MAC は、平成 12 年に敵対的 TOB により昭栄株式会社（以下「昭栄」という。）の株式を取得し、株主重視の経営や株主還元策の強化を求めてきたところ、平成 14 年には昭栄の株式の 6.52%を保有していたが、昭栄の自社株 TOB により、同社がこれを買取った。同自社株 TOB の買付株式総数は 129 万 8800 株であったところ、そのうち 91 万 2800 株は MAC が売却したものであった。
- d M&A コンサルは、平成 13 年ころから株式会社サイバーエージェント（以下「サイバーエージェント」という。）の株式を買い増し、平成 14 年には同社の発行済み株式の 9.2%を保有し、サイバーエージェントに対し、自社株買いの実施などを提案していた。サイバーエージェントは、同年末の株主総会で自己株保有を目的として発行済み株式総数の 19%にあたる自社株取得枠の設定を決議し、東京証券取引所の終値取引（ToSTNeT-2）によって自社株を買い付けた。同買付価格

- は 1 株 35 万円であり、日本経済新聞によると、村上は、平均買付コストを明らかにしていないが、M&A コンサルは利益を確保したもようとして報じられている。
- e M&A コンサルは、平成 15 年 3 月 19 日、保有していたアールビバン株式会社（以下「アールビバン」という。）の株式全株（アールビバンの発行済み株式総数の 10.35%相当）を、アールビバンに対し、日本証券業協会の規則に従って行われる JASDAQ 売買システム稼働時間外取引によって、1 株 600 円で売却した、。
  - f MAC は、平成 16 年に、転換価格 428 円の社債購入により日本フェルト株式会社（以下「日本フェルト」という。）の発行済み株式の 21.70%に相当する株式を取得し、日本フェルトが平成 17 年 2 月から 3 月に実施した〔自己株式の〕TOB により、同 21.10%相当の株式を 1 株 612 円で売却した。
  - g MAC は、株式会社ダイドーリミテッド（以下「ダイドー」という。）の株式を大量保有（発行済み株式総数の 19.82%）していたが、ダイドーが平成 18 年 2 月から 3 月にかけて実施した自社株 TOB において、同 14.29%分の株式を 1 株 1708 円で売却した。
  - h MAC は、平成 18 年 6 月 23 日、保有していた株式会社東京ソワール（以下「東京ソワール」という。）264 万株（発行済み株式総数の約 12%）を、東京ソワールが実施した自社株 TOB において、1 株 482 円で売却した。
  - i MAC は、平成 18 年 8 月 30 日、保有していたホシデン株式会社（以下「ホシデン」という。）の株式 257 万 1800 株を、東京証券取引所の ToSTNeT-2（終値取引）による買付を通して、ホシデンに対し、1 株 1207 円で売却した。
  - j 控訴人レノは、・・・を共同保有者として、平成 24 年 10 月までの間に、株式会社フェイス（以下「フェイス」という。）の株式 6 万 2408 株（発行済み株式総数の 5.22%）を取得し、平成 27 年 7 月 8 日には保有株式数が発行済み株式数の 8.24%まで増加したが、同日、フェイスに対する株式買取請求権を行使して、全株式を売却した。
  - k アコーディアは、平成 24 年 12 月 3 日、PGM が同年 11 月 16 日に開始したアコーディア株式の TOB（買付価格 1 株 8 万 1000 円）に対して、反対の意見を表明した。〔控訴人〕レノは、〔控訴人〕C&I 及び南青山不動産と共同で、アコーディア株を買い進め、平成 25 年 1 月には、アコーディアの株式の 18.12%を保有していた。原告レノは、平成 25 年 1 月 13 日付けで、アコーディアに対し、①PGM との経営統合に関する諸条件について交渉の場につくこと、②自己株式取得を徹底的に行うといった株主還元策の実施を希望するなどを内容とする書面を送付した。アコーディアが上記要望を受け入れる旨表明し、自己株式取得を積極的に行うと表明したことから、PGM による上記 TOB は不成立に終わった。アコーディアは、所有するゴルフ場の過半を売却した上で、売却金を原資として自社株 TOB を行う旨の計画を表明した。〔控訴人〕レノは、株主還元の規模に不満を持ち、平成 26 年 8 月 5 日付けの書面で、アコーディアの社外取締役 6 名の解任を要求

して臨時株主総会の招集請求を行った。アコーディアは、同年 8 月 12 日、200 億円の株主還元を行うことを公表したため、〔控訴人〕レノは臨時株主総会の招集請求を撤回した。控訴人レノは、共同保有 6 社とともに、保有株式全て（発行済み株式総数の 35.20%）について、アコーディアによる同年 8 月開始の TOB に応募したが、買付予定数を超える応募があったことから、あん分比例方式により決済がされた結果、アコーディアに対し、同 TOB により発行済み株式総数の 20.07%の株式を売却した。」

との事実が認定されている。

その上で、同判決においては、「控訴人ら〔レノ及び C&I〕及び村上直系のファンドが行った前記・・・認定の各株式取引は、買い集めた株式を発行会社とストラテジック・バイヤーのどちらに売却しても損はないという状態を利用して投機を行うタイプのイベント・ドリブンの手法を用いたものといえ、村上の直系である控訴人らはこの手法を得意としていると評価することができる」と判示されている。

**独立委員の氏名及び略歴**

独立委員会の委員は、以下の4名により構成されます。

田村 茂（たむら しげる）

**【略歴】**

- 1985年4月 (株)横浜銀行入行
- 2000年6月 (株)メンバーズ入社 経営管理部長兼公開準備室長
- 2000年8月 同社 管理担当取締役 (CFO)
- 2002年9月 (株)アプリックス入社 経営管理本部長 (CFO)
- 2003年6月 オリックス(株)入社 投資銀行本部プリンシパルインベストメント バイスプレジデント
- 2005年8月 医療産業(株) (現(株)メディサイエンスプラニング) 入社 上席執行役員 社長室長
- 2006年8月 同社 取締役副社長
- 2010年6月 同社 代表取締役社長
- 2014年10月 同社 取締役会長 (2015年5月退任)
- 2017年6月 当社 取締役 (監査等委員)
- 2019年6月 当社 取締役 (常勤監査等委員) (現任)

田村 茂氏は、現在、会社法第2条第15号に規定される当社の社外取締役であり、当社は、東京証券取引所に対して、同氏を同取引所の定めに基づく独立役員として届け出ております。

なお、同氏と当社との間に特別の利害関係はありません。

田波 耕治（たなみ こうじ）

**【略歴】**

- 1964年4月 大蔵省 (現 財務省) 入省
- 1994年7月 同省 理財局長
- 1996年7月 内閣官房 内閣内政審議室長
- 1998年1月 大蔵事務次官
- 1999年9月 大蔵省 顧問
- 2001年6月 国際協力銀行 (現(株)国際協力銀行) 副総裁
- 2007年10月 同行 総裁
- 2008年9月 同行 退任

2010年12月 弁護士登録（第一東京弁護士会）  
                  外立総合法律事務所 弁護士（現任）  
2015年6月 当社 取締役（監査等委員）（現任）

田波 耕治氏は、現在、会社法第2条第15号に規定される当社の社外取締役であり、当社は、東京証券取引所に対して、同氏を同取引所の定めに基づく独立役員として届け出ております。

なお、同氏と当社との間に特別の利害関係はありません。

秋葉 賢一（あきば けんいち）

【略歴】

1986年9月 英和監査法人（現 有限責任あずさ監査法人）入所  
1989年7月 公認会計士登録  
2001年9月 企業会計基準委員会（ASBJ）出向 専門研究員  
2007年4月 同 主席研究員（2009年8月まで）  
2007年7月 あずさ監査法人（現 有限責任あずさ監査法人）代表社員  
2009年9月 早稲田大学大学院会計研究科 教授（現任）  
2015年6月 当社 取締役（監査等委員）（現任）  
2018年6月 三井住友海上火災保険(株) 社外監査役（現任）

秋葉 賢一氏は、現在、会社法第2条第15号に規定される当社の社外取締役であり、当社は、東京証券取引所に対して、同氏を同取引所の定めに基づく独立役員として届け出ております。

なお、同氏と当社との間に特別の利害関係はありません。

梶原 慶枝（かじはら よしえ）

【略歴】

2001年10月 (株)アプリックス 経理部長  
2005年3月 同社 執行役員 経営企画室長（2007年3月まで）  
2007年5月 (株)MIC メディカル（現(株)メディサイエンスプランニング） 常勤監査役  
2008年2月 同社 常勤監査役 退任  
2009年10月 シーシーエス(株) 入社  
2013年11月 同社 執行役員 経営企画部門担当  
2016年10月 同社 執行役員 退任  
2017年1月 (株)インタラクティブソリューションズ 入社  
2017年8月 同社 取締役 人事総務部長

2018年7月 同社 取締役 退任  
2019年6月 当社 取締役（監査等委員）（現任）

梶原 慶枝氏は、現在、会社法第2条第15号に規定される当社の社外取締役であり、当社は、東京証券取引所に対して、同氏を同取引所の定めに基づく独立役員として届け出ております。

なお、同氏と当社との間に特別の利害関係はありません。

以 上

**大規模買付者に提供を求める情報**

1. 大規模買付者及びそのグループ（共同保有者、特別関係者及び組合員（ファンドの場合）その他の構成員を含みます。）の概要（具体的名称、事業内容、経歴又は沿革、資本構成、財務内容、投資方針の詳細、当社の事業と同種の事業についての経験等に関する情報）を含みます。）
2. 大規模買付行為等の目的、方法及び内容等（経営参画の意思の有無、大規模買付行為等の対象となる株券等の種類、数及び大規模買付行為等に係る買付け等を行った後における当社の株券等に係る株券等所有割合、大規模買付行為等の対価の種類及び価額、大規模買付行為等の時期、関連する取引の仕組み、大規模買付行為等の方法の適法性、大規模買付行為等及び関連する取引の実現可能性（大規模買付行為等を一定の条件に係らしめている場合には当該条件の内容）並びに大規模買付行為等完了後の当社株券等の保有方針及び当社株券等が上場廃止となる見込みがある場合にはその旨及びその理由を含みます。）
3. 大規模買付行為等に係る買付け等の対価の算定根拠及びその算定経緯（算定の前提となる事実・仮定、算定方法、算定機関の名称と当該算定機関に関する情報、算定に用いた数値情報並びに大規模買付行為等に係る一連の取引により生じることが予想されるシナジー及びディスシナジーの額及びその算定根拠を含みます。）
4. 大規模買付行為等に係る買付け等の資金の裏付け（当該資金の提供者（実質的提供者（直接であるか間接であるかを問いません。））を含みます。）の具体的名称、調達方法、資金提供が実行されるための条件の有無及び内容、資金提供後の担保ないし誓約事項の有無及び内容並びに関連する取引の具体的な内容を含みます。）
5. 大規模買付行為等の完了後に意図する当社の経営方針、大規模買付行為等の完了後に派遣を予定している取締役（監査等委員である取締役を含みます。）候補及び監査役候補の経歴その他の詳細に関する情報（当社の事業と同種の事業についての知識及び経験等に関する情報を含みます。）、事業計画、財務計画、資金計画、投資計画、資本政策（自社株買いに関する方針を含みます。）及び配当政策等（大規模買付行為等完了後における当社資産の売却、担保提供その他の処分に関する計画を含みます。）
6. 大規模買付行為等の完了後における当社の従業員、取引先、顧客その他の当社に係る利害関係者の処遇方針