



2025 年 7 月 1 日

各 位

会 社 名 あすか製薬ホールディングス株式会社
代 表 者 名 代表取締役社長 山口 惣大
(コード番号 4886 東証プライム)
問い合わせ先 グループ経営企画部長 市川 学
(TEL. 03-5484-8366)

ダルトンらによる当社の株券等を対象とする大規模買付行為等を踏まえた当社の株券等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

当社取締役会は、ダルトンら（注 1）が、2024 年 7 月 19 日付け変更報告書 No.4 で同月 11 日時点において株券等保有割合にして 8.71%（議決権比率（注 2）約 9.40%）に相当する当社株券等を保有していることを公表して以降、当社株券等を急速かつ大量に買い集めており（以下、ダルトンらによる市場内外における当社株券等の急速かつ大量の買集めを「本株式買集め」といいます。）、2025 年 5 月 13 日付け変更報告書 No.15 によれば、同月 2 日時点において、株券等保有割合にして 20.49%（議決権比率約 20.79%）に相当する当社株式を保有するに至っていること、同月 27 日に実施した当社とダルトンのチーフ・インベストメント・オフィサーである James B. Rosenwald III 氏（以下「Rosenwald 氏」といいます。）との面談（以下「5 月 27 日面談」といいます。）において、当社株券等を更に買い集める可能性がある旨の意向が示されたことを踏まえ、当社の企業価値及び株主の皆様共同の利益を確保する観点から、本日、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 号柱書に規定されているものをいい、以下「会社の支配に関する基本方針」といいます。）を決定するとともに、会社の支配に関する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（同号ロ(2)）として、①ダルトンらによる当社株券等を対象とする本株式買集め及び②ダルトンらによる当社株券等を対象とする大規模買付行為等（下記Ⅲ 2 (2)で定義されます。以下同じです。）が継続してい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策（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、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等への対応に主眼を置い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です。なお、本対応方針の導入につきましては、独立社外取締役 4 名を含む当社取締役全員の賛成により決議されており、独立社外監査役 2 名を含む当社監査役全員が同意しております。

- (注 1) 「ダルトンら」とは、ダルトン・インベストメンツ・インク (Dalton Investments, Inc.) (以下「ダルトン」といいます。)、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド (NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC) (以下「NAVF」といいます。)、エヌエーブイエフ・セレクト・エルエルシー (NAVF Select LLC) (以下「NAVF Select」といいます。)、ダルトン・インベストメンツ・エルエルシー (Dalton Investments LLC) (以下「ダルトン LLC」といいます。)、ダルトン・アドバイザー株式会社 (以下「ダルトンアドバイザー」といいます。)、Rosenwald Capital Management, Inc.、ライジング・サン・マネジメント (Rising Sun Management Ltd.) (以下「RSM」といいます。)、Hikari Acquisition、Michael 1925、ジェイエムビーオー・ファンド・リミテッド (以下「JMBO」といいます。) の総称です。
- (注 2) 「議決権比率」は、当該変更報告書記載の保有株券等の数に係る議決権の数、当該変更報告書記載の報告義務発生日において直前に提出された有価証券報告書、半期報告書及び自己株券買付状況報告書に記載の当社の総議決権数に占める割合をいいます。

ダルトンらによる本株式買集めの状況は、以下のとおりです。

ダルトンらは、2023 年 11 月 24 日に、NAVF が、NAVF Select 及びダルトン LLC を共同保有者として当社株券等に係る大量保有報告書を提出して以降、2024 年 1 月 11 日付け変更報告書 No.1 において、ダルトンを共同保有者に加え、2024 年 4 月 4 日付け変更報告書 No.2 において、ダルトン LLC を共同保有者から除外した上で、2025 年 5 月 13 日付け変更報告書 No.15 で同月 2 日時点の株券等保有割合が 20.49% (議決権比率約 20.79%) であることを公表するまで、当社株券等を継続的に買い集めています。

特に、ダルトンらは、2024 年 7 月 19 日付け変更報告書 No.4 で同月 11 日時点において株券等保有割合にして 8.71% (議決権比率約 9.40%) に相当する当社株券等を保有していることを公表して以降、2025 年 3 月 13 日に至るまでの約 6 か月間に亘り、全営業日において当社株券等を市場内外にて買い集めており、同月 14 日以降、株券等保有割合が 20.49%になった 5 月 2 日までの間も、5 営業日を除き、連日、当社株券等を市場内外にて買い集め、わずか約 10 か月の期間内に株券等保有割合にして約 12%もの当社株券等を急速かつ大量に買い集めています。

また、上記本株式買集めと並行して、NAVF Select のアドバイザーであって、Rosenwald Capital Management, Inc.が過半数を所有し、Rosenwald 氏が管理する投資会社である RSM は、当社に対する 2025 年 1 月 28 日付け書簡 (以下「2025 年 1 月 28 日付け書簡」といいます。) において、RSM 及びその投資家グループをパートナーとするマネ

ジメント・バイ・アウト（以下「MBO」といいます。）によって当社を非公開化することを提案（以下「本提案」といいます。）し、2025年1月28日付け書簡受領後4週間以内に、MBOのパートナー選定結果について回答することを求めています。

当社は、本株式買集め及び本提案がなされている状況を踏まえ、5月27日面談において、ダルトンらに対し、当社株券等に対する投資のスタンスを今後変化させる予定はあるかと尋ねたところ、Rosenwald氏より、現時点では、ダルトンらに資金が十分にならないため、買集めが滞っているが、資金を得ることができれば、追加で買い集める可能性がある旨の回答がなされました。また、ダルトンからは、本提案について早急に回答を求めるものではないものの、引き続き、本提案について検討することを求める旨の発言がなされています。当社は、かかる回答を受けて、2025年6月10日、自らを投資主体に含めるMBOの速やかな実施を求めている特定の株主の影響力が過大になれば、当該株主と一般株主との間に利益相反が生じる可能性があることから、ダルトンに対し、議決権ベースで22%以上の当社株式の買集めは差し控えていただくよう要請する書簡を送付いたしました。これに対し、ダルトンらは、当社との面談の実施を要求したため、2025年6月20日、これに応じて面談を実施したところ、当該面談において、当社の要請に応じる意図は全くなく、今後も当社株式を買い集める可能性がある旨の回答をされております。

また、当社は、過去に、ダルトンらから、当社株式を急速かつ大量に買い集められた直後にMBOを提案され、これを断った後、過大な増配や、ダルトンらが保有していた当社株式をプレミアム付き価格で買い取ることを要求された経験があります。

具体的には、当社がホールディングス体制に移行する以前のあすか製薬株式会社（当時の社名は帝国臓器製薬株式会社。以下「あすか製薬」といいます。）は、2003年5月以降、ダルトンから、2回の面談を通じてMBOの提案等を受けたものの、これを断っていたところ、ダルトンLLCは、遅くとも2004年8月2日以降、連日、あすか製薬株式を買い集め、同年9月21日に大量保有報告書を提出して同月15日時点のあすか製薬株式に係る株券等保有割合が5.01%であることを公表するとともに、同日、あすか製薬は、JMBOから、MBOの提案書を受領しました（当該提案書による提案を、以下「旧MBO提案①」といいます。）。大量保有報告書と旧MBO提案①が提出された時期を踏まえれば、ダルトンらが2004年8月頃に実施したあすか製薬株式の急速かつ大量の買集めが、旧MBO提案①を実現するためのプレッシャーを与える目的で実施されたものであることは明らかです。

その後、あすか製薬は、旧MBO提案①について、長期的な株主利益実現の観点から慎重かつ総合的に検討を行いましたが、旧MBO提案①は株主、従業員並びに主要顧客及び主要取引銀行からの100%の支持を前提とする等、実現可能性が乏しい上、MBO後の経営戦略にも具体性がない等、あすか製薬として旧MBO提案①を受け入れる余地がなかったため、2004年11月17日、ダルトンらに対し、正式に旧MBO提案①を断った一方で、同

年 12 月 7 日、ダルトンらの提案する MBO と並行して検討していたグレラン製薬株式会社（以下「グレラン製薬」といいます。）との合併契約の締結を公表しました。すると、ダルトン LLC は、その約 1 週間後の同月 15 日、あすか製薬に対し、1 株当たり 400 円の増配を行うよう要求（以下「本増配要求」といいます。）し、その 5 日後の同月 20 日には、あすか製薬に対し、グレラン製薬との合併に代わる施策として、再度、MBO の提案（以下「旧 MBO 提案②」といいます。）をするに至りました。かかる経緯から、本増配要求は、旧 MBO 提案①の拒否及びグレラン製薬との合併の発表を契機として実施されたものであると考えられるところ、あすか製薬の 2004 年度の配当額が 22 円であったこと、1 株当たり 400 円の増配を行えばあすか製薬が当時保有していた現預金の大部分が配当原資として流出したことに照らせば、1 株当たり 400 円の増配を求める本増配要求が、あすか製薬の中長期的な企業価値及び株主利益を顧みず、ダルトンらの短期収益の確保のみを目的とした過大な要求であったことは明らかなです。また、その後の旧 MBO 提案②に至るまでの一連の経緯、及び、グレラン製薬との合併が実現すればダルトンらのあすか製薬における株主順位が筆頭から第 4 位にまで下がる見通しであった¹ことを踏まえれば、ダルトンらは、本増配要求によりあすか製薬を脅し、無理な交渉を強いることで、あすか製薬の中長期的な企業価値及び株主価値の向上に繋がるグレラン製薬との合併を中止させ、代わりに自己の短期的利益を確保できる MBO の実現可能性を高めることを企図していたものと考えられます。あすか製薬は合併で得た導入開発のノウハウ、スキルが医療用医薬品のパイプラインの拡充に繋がり、現在の成長の礎となっています。

さらに、ダルトンらは、2005 年 1 月 20 日、あすか製薬に対し、ダルトン LLC が保有するあすか製薬株式を 1 株当たり 1,100 円（同日の終値 1,017 円に対し約 8%のプレミアム付き価格）で買い取るように要求しており、自己の短期的利益のみを確保したい意向を明らかにしています。

なお、最終的に、ダルトンらは、グレラン製薬との合併に反対していたものの、2005 年 2 月 25 日に同合併があすか製薬の株主総会で承認されたため（反対票は議決権総数の 7.4%に留まった）、反対株主の株式買取請求権（会社法第 797 条）を行使して、保有していたあすか製薬株式の全てをあすか製薬に売却しています。

さらに、2005 年 3 月 23 日付け日経金融新聞の記事「米ダルトン代表『株買い集め』日本の 5 社で MBO 準備 食品・化学・商社など」において、Rosenwald 氏が、「MBO 提案に向け新たに日本の上場企業五社の株式を買い集めていることを明らかにした」と報じられるとともに、ダルトンの投資手法が「当面水面下で〔当社注：対象会社の株式を〕買い進め、大量保有報告書の提出義務が発生する 5%に保有比率が達した段階で、経営者に MBO を提案する」ものであり、かかる手法の対象となった 1 件があすか製薬であった

¹ 2005 年 2 月 9 日付け日本経済新聞記事「帝臓器の筆頭株主 グレランとの合併反対表明」、同日付け日経金融新聞記事「ダルトン、『大幅増配』狂う 帝臓器・グレラン合併巡り反対表明」。

ことが明らかにされています。

このように、①ダルトンらの当社株券等に係る株券等保有割合が 20.49%（議決権比率約 20.79%）に達していること、②ダルトンらに本株式買集めを中止ないし停止する意向はなく、むしろ資金調達の状況次第で市場内外で更なる株式買集めを実施する具体的可能性があること、③ダルトンらによる本株式買集めの目的や内容等に関する情報が不足していること、④ダルトンらが過去に自己が提案する MBO を実現するためのプレッシャーを与える目的であすか製薬株式を急速かつ大量に買い集め、その後も自己の短期的利益のみを追求した提案や要求を繰り返していたこと、⑤Rosenwald 氏がかつて株式買集めの目的が MBO 提案にあると明言していたこと、及び⑥別紙Aに記載のようなダルトンらの過去の投資活動の経緯及びその結果等に鑑みると、本株式買集めの目的ないしその結果が、ダルトンらと一般株主との間に潜在的な利益相反が生じる可能性があることが懸念され、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ことになるおそれは否定できないものと認識しています。特に、ダルトンらが多数の企業に対して一律の内容の株主提案を行っていること等を踏まえると、ダルトンらが各社固有の事情を十分に踏まえた上で、当該各社固有の企業価値及び株主価値向上のための最適な方法の実現を目指して投資活動ないしエンゲージメント活動を行っているものとは考え難いことから、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ことになるおそれを懸念しております。

かかる認識の下、当社取締役会は、本株式買集めの状況や本提案の内容等に鑑みると、ダルトンらが、その議決権割合を 22%以上とすることを目的とする当社株券等の買付行為等（即ち、大規模買付行為等）を行う蓋然性が相応に高いと合理的に判断できることを受け、また、ダルトンらによる当社株券等を対象とする大規模買付行為等が継続している状況下において、第三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Ⅲ 2 (2)で定義されます。以下同じです。）と交渉又は協議を行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續に基づいてなされることが、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、冒頭に記載のとおり、本日、会社の支配に関する基本方針を決定するとともに、本対応方針を導入することを決議いたしました。

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である**栗林氏、榎戸氏、苅田氏**の 3 名を独立委員会の委員に選任いたしました。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関するお知らせ」をご参照下さい。

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等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承継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、経営支配権の異動は、企業活動・経済の活性化にとって有効な手段の一つであり、当社株式の大規模買付行為等が開始された場合において、これを受け入れるかどうかは、原則として、株主の皆様の判断に委ねられるべきものであると考えています。

しかしながら、当社株式の大規模買付行為等又はこれに関する提案のなかには、当社の企業価値及び株主共同の利益を毀損するおそれのあるものや、株主の皆様に当社株式の売却を事実上強要するおそれのあるもの等も想定されます。

したがって、当社は、当社の企業価値及び株主共同の利益の確保・向上の観点から、当社株式の大規模買付行為等を行おうとする者に対しては、株主の皆様がその是非を適切に判断するために必要かつ十分な情報の提供を求め、併せて独立性を有する社外役員の意見を尊重した上で取締役会の意見等を開示し、株主の皆様の検討等に必要の情報と時間の確保に努めるなど、金融商品取引法、会社法その他関係法令の許容する範囲内において、その時々において適宜適切な措置を速やかに講じてまいります。

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、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います。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、株主総会（以下「株主意思確認総会」といいます。）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。

したがって、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Ⅲ 2(3)に記載した手続を遵守せず、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。

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、「先端の創薬を通じて人々の健康と明日の社会に貢献する」という経営理念の下、「医療用医薬品事業」を中核に「アニマルヘルス事業」、「検査事業」など医療関連ビジネスを通し、社会から信頼される会社として成長・発展していきたいと考えています。

また健康や生活に対する価値観の多様化やビジネス環境の変化が急速に進む中、当社グループは機動的な意思決定とガバナンス強化を目的として、2021 年度からホールディングス体制をスタートしています。当社グループの中核となる国内医療用医薬品事業において産婦人科等のスペシャリティ領域でリーディングカンパニーとして飛躍するとともに、これまでの事業を軸に「予防、検査・診断、治療、予後」のヘルスケア市場全体において、国内外にわたって事業を展開する「トータルヘルスケアカンパニー」を目指していきます。さらに、今後も「いのち」に関わる企業として持続的な成長と社会課題の解決を図るとともに、持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けた活動を推進し、豊かな社会の実現にむけて貢献してまいります。

(2) 経営方針を具現化するための中期経営計画

当社は、2021年5月に2025年度を最終年度とする「あすか製薬ホールディングス 中期経営計画 2025」を公表し、「専門性」「生み出す力」「社会貢献」を土台として、下記4つのビジョン、7つの戦略を掲げ、売上高700億円、営業利益率8%、ROE8%を目指してまいりました。グループの中核事業である、ホルモン製剤を中心とした医療用医薬品ビジネスは私たちの強みであり、重点3領域の新薬創出力・事業展開力を底上げしてきた結果、2025年3月期において、当社の売上高は641億円、営業利益率は8.3%、ROEは8.0%となり、売上高を除き、2024年度において既に、中期経営計画数値目標を達成するに至りました。また、当社グループは、スペシャリティファーマを基盤とするトータルヘルスケアカンパニーを目指しています。

(4つのビジョン)

- ① 医療用医薬品を軸に事業スコープ（領域、地域）を拡大する
- ② オープンイノベーション推進により業務革新を実現する
(研究開発—生産—販売まで)
- ③ 中核となる国内医薬品事業の（スペシャリティ領域）で国内トップを確立する
- ④ 社会から信頼される会社であり続ける

上記の「あすか製薬ホールディングス 中期経営計画 2025」の成果を踏まえ、当社は、現在、次期中期経営計画の検討も進めています。

2. コーポレートガバナンスに関する取組み

(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、次の基本的な考え方に沿って、常に最良のコーポレートガバナンスを追求し、その充実に継続的に取り組みます。

- ・ 株主の権利が実質的に確保されるよう努めるものとし、株主の実質的平等性を確保する
- ・ ステークホルダーとの適切な協働に努め、健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に努める
- ・ 当社グループの財政・経営その他の情報を適切に開示し、透明性を確保する
- ・ 取締役会は、企業戦略に基づく積極果敢な経営判断を行う環境整備を行うとともに、取締役に対する実効性の高い監督を行う
- ・ 株主との間で建設的な対話を行う

(2) 企業統治体制の概要

当社は、機関設計として監査役会設置会社を採用しています。

取締役会は原則毎月 1 回、必要がある場合は臨時取締役会を随時開催し、法令等、定款及び当社関連規程の定めに従い、経営戦略の方針や経営に係る重要事項を決定し、業務執行に対する監督を行っています。また、経営会議を原則毎月 1 回開催し、経営に関する案件の審議・決定、経営方針や経営戦略等の重要案件の審議を行っています。さらに、監査役会、会計監査人、グループ監査部による監査が、各々の監査計画に従い実施され、社長、取締役会に報告されることとしています。社長と監査役・会計監査人、監査役と会計監査人、会計監査人と財務担当取締役が定期、不定期に会合を開催し、連携を保っています。

また、当社では、取締役会から独立した諮問委員会として、グループ指名委員会及びグループ報酬委員会を設置し、取締役、監査役の選任・解任及び再任手続や取締役の報酬に関わる事項について、公正かつ透明性の高い審議を行った上で委員会案を決定し、経営会議及び取締役会に付議しています。グループ指名委員会及びグループ報酬委員会は、それぞれ委員の過半数が社外取締役であり、委員長も社外取締役とすることで、独立性を確保しています。

(3) その他

当社のコーポレートガバナンス体制の詳細につきましては、当社のコーポレートガバナンス報告書をご参照下さい。

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に当たっての判断についても、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います。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に当たって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

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います。

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に求めるとともに、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います。

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、ダルトンらがその議決権割合を 22%以上とする当社株券等の買付行為等（即ち、大規模買付行為等）を行う蓋然性が相応に高いと合理的に判断できることを受けて、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、ダルトンらによる当社株券等を対象とする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下、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います。したがって、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います（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

上記のとおり、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に当たっての判断は、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います。そのため、株主意思確認総会により株主の皆様のご承認が得られ、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に求め、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に当たり、株主の皆様のご意思を確認することとしていますので、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、当社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て、その判断の客観性・合理性を担保するため、独立委員会規程（概要につきましては、**別紙1**をご参照下さい。）に基づき、独立委員会を設置しています。独立委員会は、当社取締役会に対し、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、その過半数をもつ

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、独立委員会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普通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 22%以上とすることを目的とする当社株券等（注 3）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 22%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において同じとします。）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 4）を樹立するあらゆる行為（注 5）（但し、当社が発行者である株券等につき当該特定株主グループと当該他の株主の議決権割合の合計が 22%以上となるような場合に限り。）

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（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（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。）、(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及び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。）、並びに(iv)上記(i)乃至(iii)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）により当社株式を譲り受けた者を意味します。

（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（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における当該保有者の株券等保有割合（同法第 27 条の 23 第 4 項に規定する株券等保有割合をいいます。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（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、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)又は(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、当社企業価値最大化又は株主の皆様共同の利益の観点から問題ないとする旨の独立委員会による認定がない限り、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、かかる株券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) 株券等とは、金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等を意味します。

(注4) 「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、共同協調行為等認定基準(別紙2。但し、独立委員会は、法令の改正又は裁判例の動向等に照らし、合理的範囲内で当該基準を改定できるものとします。)に基づいて行うものとします。

(注5) 本文の③所定の行為がなされたか否かの判断は、独立委員会の勧告を最大限尊重し、当社取締役会が合理的に判断するものとします。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。

また、本対応方針においては、仮に、本対応方針の導入の公表時点において、既に

特定株主グループの議決権割合が 22%以上となっている場合や、上記③に掲げる行為により特定株主グループと他の株主の議決権割合との合計が 22%以上となっている場合においては、当該特定株主グループは「大規模買付者」に該当するものとし、当該特定株主グループとの関係では、新たに上記①若しくは②に掲げる買付行為（疑義を除くために付言すると、当社株券等を新たに 1 株取得する行為も含みます。）、又は新たに上記③に掲げる他の株主との間で行う行為を「大規模買付行為等」と取り扱うこととします。

そのため、仮に、本対応方針の導入の公表時点において、既に、特定株主グループの議決権割合が 22%以上となっている場合や、上記③に掲げる行為により特定株主グループとしての議決権割合の合計が 22%以上となっている場合においては、新たに上記①若しくは②に掲げる買付行為（疑義を除くために付言すると、当社株券等を新たに 1 株取得する行為も含みます。）、又は新たに他の株主との間で行う上記③に掲げる行為について、本対応方針に定める手続に従うことが必要となります。

(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いただく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せる前提として、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います。

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、かつ株主の皆様の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、本対応方針導入後に大規模買付行為等に該当する行為を行う場合は 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。

当社取締役会が、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場合は、速やかにその旨及び必要に応じその内容について公表いたします。

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。以下同じです。）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情報（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。なお、本必要情報の一般的な項目は別紙 3 のとおりです。その具体的内容は、大規模買付者の属性及び大規模買付行為等の内容によって異なりますが、いずれの場合も株主の皆様のご判断及び当社取締役会としての意見形成のために必要かつ十分な範囲に限定するものとします。

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す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 営業日以内で当社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います。

今後の大規模買付行為等は、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）にのみ実施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（近時の裁判例や大規模買付行為等の態様等も踏まえて、適切に当該範囲を決定することを予定しています。）、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を確保することもできません。したがって、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。当社は対抗措置を発動する場合には適時適切に開示します。

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（下記に定める他、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、当社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、当社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す。）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。なお、当社取締役会は、下記(iv)の(y)の認定・判定については、共同協調行為等認定基準（別紙2）に基づいてなされた独立委員会の勧告を最大限に尊重した上で非適格者を認定し、株主意思確認総会を開催する場合には、当該非適格者の認定を対抗措置の発動に関する議案に含めて当社株主の皆様にお諮りします。

(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) 当社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及び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含みます。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当社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当社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(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に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当社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当社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当社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

規模買付者の議決権割合として当社取締役会が認めた割合が 22%又は当社取締役会が別途定める割合（本日時点のダルトンらの当株券等に係る議決権割合が 22%を超えている場合には、ダルトンらとの関係では、「22%又は当社取締役会が別途定める割合」は、「本日時点の大規模買付者の議決権割合」に読み替えられるものとします。以下同じです。）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書面により誓約した場合であること。

(y) (a)大規模買付者の議決権割合（但し、本(i)において、議決権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するものとし、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 22%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、(b)大規模買付者の議決権割合として当社が認めた割合が 22%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、かつ、当該処分を行った後における大規模買付者の議決権割合として当社取締役会が認めた割合が 22%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、）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⑤(b)に定める手続に準じた手続で当社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、当社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（当社の有する普通株式を除きます。）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

当社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（当社を除きます。）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

当社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、当社が有する普通株式の数を除きます。）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

当社取締役会が別途定める基準日以降の日で当社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おいて株主の皆様によるご承認が得られ、かつ、大規模買付行為等が撤回されない場合（仮に、事後的に大規模買付行為等が行われていることが合理的に確認された場合には、当社取締役会が独立委員会の勧告に基づき定めた合理的な期間内に、大規模買付行為等に該当する当社株券等の保有等やその具体的可能性が解消されなかった場合）、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、大規模買付行為等を実施しようとする場合（仮に、事後的に大規模買付行為等が行われていることが合理的に確認された場合には、当社取締役会が独立委員会の勧告に基づき定めた合理的な期間内に、大規模買付行為等に該当する当社株券等の保有等やその具体的可能性が解消されなかった場合）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。したがって、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いません。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います。

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書面により誓約した場合等）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手続

(a) 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、その所有する普通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。したがって、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。

(b) 本新株予約権の取得の手続

株主の皆様には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いますが、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います。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、当社普通株式の交付を受けることになります。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になります。

(c) 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) 平時導入の対応方針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すが、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が 2008 年 6 月 30 日に公表した「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、経済産業省が 2023 年 8 月 31 日に公表した「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—」並びに、東京証券取引所の定める平時導入の対応方針に関す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います。

(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）

本対応方針は、当社取締役会の決議により導入するものであり、株主総会において株主の皆様のご承認を得ることは予定していませんが、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、原則として株主意思確認総会を開催することにより、株主の皆様の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になります。

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、当社取締役会限りで対抗措置が発動されることになりますが、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付与し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、当社の企業価値及び株主の皆様共同の利益を確保するためにやむを得ないものと考えています。

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すが、その有効期間は、原則として、2026 年 6 月開催の当社定時株主総会後最初に開催される当社取締役会の終結時までとします。

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 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いて対抗措置発動議案が承認されるか否かにより対抗措置が発動されるか否か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。このため、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 2 (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います。

したがって、本対応方針は、取締役の恣意的判断を排除したものです。

(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当社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）又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）ではありません。

6. 本対応方針の廃止の手續及び有効期間

本対応方針は本日から効力が生じるものとしますが、その有効期間は、2026 年 6 月開催の当社定時株主総会後最初に開催される当社取締役会の終結時までとします。但し、2026 年 6 月開催の当社定時株主総会後最初に開催される当社取締役会の終結時において、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集めを含む大規模買付行為等への対応に主眼を置いて導入されるものであるため、具体的大規模買付行為等が企図され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いません。

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当社取締役会により、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

独立委員会規程の概要

1. 独立委員会は、当社取締役会の決議により、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、設置される。
2. 独立委員会委員は、3 名以上とし、当社の業務執行を行う経営陣から独立した、(1)当社社外取締役、(2)当社社外監査役又は(3)社外の有識者（実績のある会社経営者、官庁出身者、弁護士、公認会計士、若しくは学識経験者又はこれらに準じる者）のいずれかに該当する者の中から、当社取締役会の決議に基づき選任される。
3. 独立委員会の委員の任期は、選任のときから 1 年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会後最初に開催される当社取締役会の終結時までとする。
4. 独立委員会は、各取締役又は各独立委員会委員が招集する。
5. 独立委員会の議長は、各独立委員会委員の互選により選定される。
6. 独立委員会の決議は、原則として、独立委員会委員全員が出席し、その過半数をもってこれを行う。但し、独立委員会委員のいずれかに事故があるときその他特段の事由があるときは、独立委員会委員の過半数が出席し、その過半数をもってこれを行う。
7. 独立委員会は、以下の各号に記載される事項について審議の上決議し、その決議内容を、理由を付して当社取締役会に対して勧告する。
 - (1) 本対応方針に係る対抗措置の発動の是非
 - (2) 本対応方針に係る対抗措置発動の停止
 - (3) (1)及び(2)の他、本対応方針において独立委員会が権限を与えられた事項
 - (4) その他本対応方針に関連して当社取締役会又は当社代表取締役が任意に独立委員会に諮問する事項各独立委員会委員は、独立委員会における審議及び決議においては、専ら当社グループの中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益に資するか否かの観点からこれを行うことを要し、自己又は当社経営陣の個人的利益を図ることを目的としてはならない。
8. 独立委員会は、必要に応じて、当社の取締役又は従業員その他必要と認める者を出席させ、独立委員会が求める事項に関する意見又は説明を求めることができる。
9. 独立委員会は、その職務の遂行に当たり、当社の費用により、当社の業務執行を行う経営陣から独立した外部専門家（投資銀行、証券会社、フィナンシャル・アドバイザー、公認会計士、弁護士、コンサルタント、税理士その他の専門家を含む。）から助言を得ることができる。

共同協調行為等の認定基準

- ※ 本基準は、本対応方針で定義される大規模買付者を含む「非適格者」の認定に際して、「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」に当たるか否かを判定するための基準として用いるものであるが、「大規模買付者」の認定の前提となる「大規模買付行為等」の認定に際して、「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を判定するための基準としても用いることとする。
 - ※ 認定は、認定の対象者（その親会社、子会社、その他認定の対象者と同一視すべき主体を含む。以下「認定対象者」という。）について、下記の各項目の要素に加え、当社の特定の株主との間での意思の連絡が「ない」ことを窺わせる直接・間接の事実の有無についても勘案した上で、総合判断の方法により行われるべきものとする。
 - ※ 以下「大規模買付者」には、「大規模買付者」の親会社及び子会社（大規模買付者を含め、「大規模買付者グループ」という。）、大規模買付者グループの役員及び主要株主を含むものとする。
1. 当社株券等を取得している時期が、大規模買付者による当社株券等の取得又は重要提案行為等の当社経営支配権の実質的な取得ないし当社経営への実質的影響力の獲得行動が行われている期間と重なり合っているか
 2. 取得した当社株券等の数量が相当程度の数量に達しているか
 3. 当社株券等の取得を開始した時期が、大規模買付者による当社株券等の取得の開始、当社に対する経営支配権の取得・重要提案行為をすること等の意向の表明など、大規模買付者による当社の経営支配権の実質的な取得ないし当社経営への実質的影響力の獲得行動が開始された時期に近接し、又は本対応方針に係る議題を目的事項に含む株主総会の基準日など、大規模買付者の行動に関連するイベントと近接しているか
 4. 市場における当社株券等の取引状況が異常な時期（例えば、平均的な出来高に比して著しく出来高が膨らんでいたり、株価が先行する時期の平均株価に比して著しく急騰したりする時期）において、時期を同じくして当社株券等を取得しているなど、大規模買付者による当社株券等の取得の時期及び態様（例えば、信用買い等を駆使しているかどうか）の特徴との間に共通性がみられるか
 5. 大規模買付者が株券等を取得している（又は取得していた）他の上場会社の株券等を取得していたことがあり、かつ、その取得時期や保有期間が当該特定の株主のそれと重なり合っているか
 6. 上記5の重なり合う期間において、当該他の上場会社（大規模買付者とともに認定対

象者が株主となっていた他の上場会社)に対する株主権(共益権)の行使が大規模買付者のそれに同調したものであったか。同調したものであったとした場合に、その株主権の種類、内容、株主権行使の結果等に照らして、その同調の程度はどの程度か

7. 上記5記載の当該他の上場会社において、当該認定対象者及び大規模買付者(並びに認定対象者以外の者で大規模買付者と同調して議決権等の共益権の行使を行った株主がいる場合には当該株主)による議決権等の共益権の行使の結果、取締役その他の役員の選解任が行われた場合において、当該変更後の役員の在任期間中に当該他の上場会社において企業価値又は株主価値の毀損のおそれ(例えば、重大な法令違反に該当する事象の発生又はそのおそれのある事象の発生、上場廃止、特設開示注意銘柄への指定、破産その他の法的倒産手続、大規模な希釈化を伴う株式又は新株予約権の発行)が生じているか。生じているとして企業価値又は株主価値の毀損のおそれはどの程度か
8. 大規模買付者との間で、直接・間接に出資関係ないし資金の貸借関係等が存在している又は存在していたことがあるか
9. 大規模買付者との間で、直接・間接に、役員兼任関係、親族関係(内縁関係など準じる関係を含む。以下同じ)、ビジネス上の関係、出身校その他のコミュニティの中における人的関係が存在している若しくは存在していたこと、又は、一方が他方の従業員、組合員その他構成員である若しくはあったことがあるなどの人的関係が存在するか
10. 当社に対する株主権(共益権)の行使が大規模買付者のそれに同調したものであったか。同調したものであったとして、行使された株主権の種類、内容、株主権行使の結果等に照らして、その同調の程度はどの程度か(なお、この10を唯一の根拠として「非適格者」と認定してはならないものとする。)
11. 当社の事業や経営方針に関する言動等が大規模買付者のそれと類似しているか。類似している言動等がある場合には、そのような言動等がされた時期、内容に照らして、その類似の程度はどの程度か(なお、この11を唯一の根拠として「非適格者」と認定してはならないものとする。)
12. その代理人やアドバイザーが、大規模買付者のそれと同じ事務所、法人、団体に属している若しくは属していたことがある、業務提携関係にある、同種案件を共同して遂行したことがある、及び/又は親族関係その他の人的関係があるなど、大規模買付者との間において意思の連絡が容易となるような関係を有しているか(直接的なものであると間接的なものであるとを問わない。)
13. その他、大規模買付者との間で意思の連絡があることを窺わせる直接・間接の事実はあるか

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。）の詳細（名称、事業内容、経歴又は沿革、資本構成、財務内容、当社及び当社グループ会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（大規模買付行為等の対価の価額・種類、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等を含みます。）
3. 大規模買付行為等の当社株式に係る買付対価の算定根拠（算定の前提となる事実、算定方法、算定に用いた数値情報及び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の内容を含みます。）
4. 大規模買付行為等の資金の裏付け（資金の提供者（実質的提供者を含みます。）の具体的名称、調達方法、関連する取引の内容を含みます。）
5. 大規模買付行為等の完了後に想定している当社及び当社グループ会社の役員候補（当社及び当社グループ会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。）、当社及び当社グループ会社の経営方針、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用策
6. 大規模買付行為等の完了後における当社及び当社グループ会社の顧客、取引先、従業員等のステークホルダーと当社及び当社グループ会社との関係に関しての変更の有無及びその内容

ダルトンらによる過去の投資活動

第1 サンテレホンに対する投資事例

ダルトンらは、2003年9月3日に、サンテレホン株式会社（以下「サンテレホン」という。）の株券等に係る大量保有報告書で株券等保有割合が5.05%であることを公表して以降、2006年10月18日付けで、サンテレホンに対し何ら情報提供や協議の機会を提供することなく、サンテレホン株式を対象とする公開買付け（以下「対サンテレホン-ダルトン TOB」という。）を翌19日から実施する旨を公表するまでの間、サンテレホン株券等を断続的に買い集めていた。

ダルトンらによる2006年10月25日付け変更報告書 No.1（注1）その他の公表情報によれば、ダルトンらは、対サンテレホン-ダルトン TOB の開始予告をした同月18日時点で、株券等保有割合にして41.94%（但し、JMBO の保有株券等の数が重複して計上されているため、実際の保有株券等の数を前提とした株券等保有割合は27.90%）、総議決権数に対する割合にして約31.4%のサンテレホン株式を市場内外で買い集めていた。また、ダルトンらは、対サンテレホン-ダルトン TOB の開始予告に係るプレスにおいて、以前にサンテレホンに対し MBO を提案したことがあるものの、サンテレホンの経営陣がこれに応じなかったため、買付予定数が総議決権に対する割合にして約9%の公開買付けを実施することで、議決権数を増加させた上で、MBO による非公開化を実現することを目的として対サンテレホン-ダルトン TOB を開始することとした旨を明示している。なお、ダルトンは、2006年5月17日付け大量保有報告書では保有目的を「純投資」としていたが、同年10月18日を報告義務発生日とする、当該大量保有報告書に係る同年10月25日付け変更報告書 No.1 では、保有目的を「純投資、及び MBO の提案その他の企業価値の向上・株主への利益還元のための提案を行うため」に変更している。

対サンテレホン-ダルトン TOB は成立し、結果として、ダルトンらは、株券等保有割合にして56.51%（但し、JMBO の保有株券等の数が重複して計上されているため、実際の保有株券等の数を前提とした株券等保有割合は41.95%）、総議決権数に対する割合で39.61%のサンテレホン株式を取得するに至った。

その後、日本産業パートナーズ株式会社及びBain Capital Partners LLC が発行済株式総数の50%ずつを保有するJBP-I 株式会社（以下「JBP-I」という。）の完全子会社であるJIP-I 株式会社（以下「JIP-I」という。）が、2006年12月20日付けで、サンテレホンについて、公開買付けによる MBO（以下「対サンテレホン-JIPI TOB」という。）を実施する旨を公表しているところ、ダルトンらは、JIP-I との間で、保有する全てのサンテレホン株式（対サンテレホン-JIPI TOB に係る公開買付け

出書によれば、サンテレホンの発行済株式総数（自己株式を除く。）に対する割合にして約 38.94%）につき対サンテレホン-JIPI TOB に応募する応募契約を締結しており、実際に、保有する全てのサンテレホン株式を対サンテレホン-JIPI TOB で売却している。対サンテレホン-JIPI TOB が成立した結果、サンテレホンは、2007 年 5 月 24 日に上場廃止に至っている。

なお、報道によれば、ダルトンらは、2012 年 12 月時点で、JBI-I の株式を 10% 保有していたとのことであり²、対サンテレホン-JIPI TOB の実施以前から、いわゆる折り返し出資を予定していた可能性も考えられる。折り返し出資の詳細については、下記第 3 号参照。

以上の経緯を踏まえると、ダルトンらは、大量の株式買集めを通じて、結果として、サンテレホンに対して、ダルトンらの意向に沿った形で MBO を実施させることに成功しており、それに伴って、ダルトンらは、対サンテレホン-ダルトン TOB の開始から半年余りという短期間でその保有するサンテレホン株式の売却機会を確保している。

- (注 1) 2006 年 10 月 25 日付け変更報告書 No.1 は、ダルトンらが同年 5 月 17 日付けで新たに提出した大量保有報告書に係る変更報告書である。ダルトンらは、株式保有者を変更していることに伴い、複数回に亘りサンテレホン株券等に関する大量保有報告書を提出しており、これに伴い各大量保有報告書に係る変更報告書を提出している。

第 2 T&K TOKA に対する投資事例

ダルトンらは、2012 年 6 月 6 日に、ダルトン LLC を提出者として、株式会社 T&K TOKA（当時は株式会社ティーアンドケイ東華。以下「T&K」という。）の株券等に係る大量保有報告書を提出して以降、2024 年 2 月 8 日付け変更報告書 No.22 において、同月 1 日時点の株券等保有割合が 24.57%である旨を公表するまでの間、基本的に年間で株券等保有割合が約 1~3%増加するペースで T&K 株式を断続的に市場内外で買い集めていた。

公表情報によれば、T&K は、ダルトン LLC の推薦を受け、2019 年 6 月から 2022 年 6 月までの間、ダルトンジャパンの役職員である磯貝厚太氏（以下「磯貝氏」という。）を取締役として受け入れている。また、公表情報によれば、ダルトン LLC の推薦を受けて取締役に就任した磯貝氏は、T&K 取締役会等において事業戦略に関する意見を述べることは少なく、自社株買いの余地・メリットに焦点を当てた発言を行

² 2012 年 12 月 26 日付け日本証券新聞記事「特報 日東工業がサンテレホン買収 勝者なき MBO？」。

い、取締役在任中に T&K 取締役会に発議した唯一の議案は、T&K 資産の売却とそれを原資とした自社株買いに関する討議だったとされている。

また、ダルトンらは、当初、重要提案行為等を行う可能性に言及しつつも、保有目的は基本的に長期保有にあるとしていたが、磯貝氏が同社の取締役役に退任した直後、NAVF を共同保有者に加えた 2022 年 7 月 11 日付け変更報告書 No.15 において、同月 4 日時点のダルトンらの株券等保有割合が 20.69%であることを公表するとともに、NAVF の保有目的について「投資及び経営陣に対する経営の助言並びに状況に応じて重要提案行為等を行うこと。特に、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンドは、発行会社の財務的健全性及び市場での地位が株価に反映されていないと考えており、全ての株主のために株式価値を高めるための方法を話し合うことを目的とし、発行会社の経営陣に対して対話を要求する場合がある」旨記載するに至っている。

公表情報によれば、その後、ダルトンらは、T&K に対し、RSM が紹介するプライベート・エクイティ・ファンドと T&K の経営陣とによる MBO により T&K を非公開化する旨の提案を行ったが、T&K がこれに応じなかったところ、2023 年 1 月 10 日、T&K に対して何ら情報提供や協議の機会を提供することなく、T&K 株式を対象とし、買付予定数の下限を 40.00%、上限を 44.00%とする公開買付け（以下「対 T&K-ダルトン TOB」という。）を開始している。ダルトンらは、対 T&K-ダルトン TOB に係る公開買付届出書において、「対象者〔当社注：T&K のこと。以下同じ〕に役員派遣を行い経営権を取得する意図はないものの、株主総会において過半の議決権を有する状況に近くなり、エンゲージメント活動における相当の影響力を有し、対象者経営陣における経営の緊張感を高め、キャピタルアロケーションの改善の実現可能性を高めることができる」等と述べているが、対 T&K-ダルトン TOB に対する T&K の反対意見の表明に係るプレスリリースによれば、T&K の定時株主総会における議決権行使率を踏まえると、対 T&K-ダルトン TOB が成立すれば、ダルトンらが、実質的に T&K の株主総会において過半の議決権を有する蓋然性が極めて高かったとのことである。なお、結果として、対 T&K-ダルトン TOB は応募株券等の総数が、買付予定数の下限に達しなかったため不成立となった。

その後、Bain Capital Private Equity, LP（以下「Bain」という。）が、2023 年 8 月 17 日に公表し、2024 年 1 月 23 日に開始した、T&K の非公開化を目的とした T&K 株式に対する公開買付け（以下「対 T&K-Bain TOB」という。）において、ダルトンらは公開買付者と応募契約を締結し、その時点で保有する全ての T&K 株式（対 T&K-Bain TOB に係る公開買付届出書（以下「対 T&K-Bain TOB 届出書」という。）によれば所有割合にして 24.59%）を対 T&K-Bain TOB を通じて売却している。T&K-Bain TOB 届出書によれば、Bain は、2023 年 1 月 10 日に対 T&K-ダルトン TOB が開始されたことを受けて、2023 年 1 月 23 日に T&K との間で意見交換を実施し、対 T&K-Bain TOB を実施するに至ったとのことであり、対 T&K-Bain TOB が、対

T&K-ダルトン TOB を契機として実施に至ったことが明らかにされている。なお、T&K は、対 T&K-Bain TOB が成立したことにより、2024 年 4 月 25 日に上場廃止に至っている。

以上の経緯を踏まえると、ダルトンらは、大量の株式買集めを通じて、結果として、T&K に対して、非公開化を実施させることに成功しており、それに伴って、ダルトンらは、その保有する T&K 株式の売却機会を確保している。

第3 トランコムに対する投資事例

ダルトンらは、2012 年 10 月 19 日に、ダルトンアドバイザリーを提出者として、トランコム株式会社（以下「トランコム」という。）の株券等に係る大量保有報告書を提出して以降、2024 年 2 月 8 日にダルトンを提出者とする大量保有報告書の変更報告書 No.5 で同月 1 日時点の株券等保有割合が 6.33%であることを公表するまでの間、約 5~6%の株券等保有割合を維持していたが、2024 年 5 月頃から、トランコムの株式を市場内外で急速に買い集め、同年 5 月 23 日付け変更報告書 No.6 では同月 16 日時点の株券等保有割合が 7.35%に、同年 7 月 19 日付け変更報告書 No.7 では同月 9 日時点の株券等保有割合が 8.37%に至った旨を公表し、その後、更に買集めを加速させ、同年 8 月 23 日付け変更報告書 No.11 では、同月 16 日時点の株券等保有割合が 16.24%に至った旨を公表していた。

上記のとおり、ダルトンらは、2024 年 7 月 9 日から同年 8 月 16 日までの間の僅か 1 か月の間にトランコム株式を約 8%買い集め、ダルトンらの株券等保有割合が 16.24%に至ったところ、トランコムは、その直後の同年 9 月 17 日に Bain と共に非公開化を目的とした公開買付けによる MBO（以下「対トランコム-Bain TOB」という。）を実施することを公表している。Bain が 2024 年 9 月 18 日に提出した対トランコム-Bain TOB に係る公開買付届出書（以下「対トランコム-Bain TOB 届出書」という。）によれば、ダルトンらは、公開買付者との間で、①その保有する全てのトランコム株式（対トランコム-Bain TOB 届出書によれば、所有割合にして 18.09%）を対トランコム-Bain TOB に応募する応募契約（以下「本応募契約」という。）を締結している一方で、当該応募契約において、②対トランコム-Bain TOB の成立及びその後のスクイーズ・アウトのための株式併合の効力発生後に、対トランコム-Bain TOB の公開買付価格と同額で、公開買付者の完全親会社の 69.3%の持分を有するエンティティ（なお、残りの 30.7%は創業家が保有）に対し 14.40%の持分出資（いわゆる折り返し出資）を行うこと、及び③公開買付者の完全親会社に対し取締役 1 名を派遣することを合意しているとのことである。なお、トランコムは、対トランコム-Bain TOB の成立後、2025 年 1 月 15 日に上場廃止に至っている。

以上の経緯を踏まえると、トランコムは、ダルトンらの大量の株式買集めの結果と

して、非公開化を実施するに至っており、それに伴って、ダルトンらは、その保有するトランコム株式を売り抜けている。それに加えて、上記②の合意内容はいわゆる折り返し出資と呼ばれるものであるところ、一般に、公開買付け後に折り返し出資が予定されている場合には、折り返し出資者にとっては、その後の出資額を抑えるため、当該公開買付けの公開買付価格は高過ぎないことが望ましく、折り返し出資者と一般株主の利益相反の問題については慎重に検討する必要がある取引であると指摘されている³。

第4 栄研化学に対する投資事例

ダルトンらは、2023 年 12 月 5 日に、栄研化学株式会社（以下「栄研化学」という。）の株券等に係る大量保有報告書で株券等保有割合が 5.09%であることを公表して以降、2025 年 6 月 3 日付け変更報告書 No.21 で同年 5 月 27 日時点の株券等保有割合が 26.78%であることを公表するまでの間、1 か月当たり株券等保有割合にして約 1 ～3%のペースで栄研化学の株式を断続的に買い集めている。

公表情報によれば、ダルトンらは、大量保有報告書を提出して以降、栄研化学に対して継続的に「エンゲージメントを実施」していたが、2024 年 11 月 8 日に、「当社〔当社注：栄研化学のこと。以下同じ〕の経営陣・従業員・当社が優遇を希望するサプライヤーや顧客が新会社の株式の大部分を所有し、残りをダルトンらが所有する MBO モデル（ダルトンらが株式非公開化後に折り返し出資を行うことを前提とした株式非公開化に関する財務モデル）」を提案している。その後、ダルトンは、2025 年 3 月 11 日付け書簡において、栄研化学の取締役会における MBO モデルの検討スピードの遅さを指摘した上で、取締役候補者（以下「当初候補者」という。）3 名を推薦し、同年 6 月に開催される定時株主総会（以下「2025 年 6 月定時株主総会」という。）において、当初候補者を会社提案候補者とするか、株主提案による候補者となった場合に賛同するかについて 3 月末までに回答するよう栄研化学に要請していたが、同年 3 月 19 日には、当該要請にも拘らず、栄研化学との面談において、一転して、当初候補者を 2025 年 6 月定時株主総会で会社提案の取締役候補者とする判断を同年 3 月 24 日までに行わない場合には、当初候補者 3 名を取締役選任議案の候補者とすることを求める旨の株主提案を行うと述べるに至っている。かかる面談でのプレッシャーを受け、栄研化学は、2025 年 3 月 24 日、ダルトンに対し、①当初候補者を提案する書簡を受領してから僅か 2 週間では受入れ可否の判断はできないこと、②当初候補者には、ダルトンらの関係会社に所属する者も含まれているため、当初候補

³ 2021 年 9 月 17 日付け日経産業新聞記事「企業買収、少数株主の承認必要？—東京大学教授田中亘氏に聞く、自ら条件化、権利保護を。」、2022 年 8 月 1 日付け日本経済新聞電子版記事「東芝、株式非公開化の視界不良、利益相反リスクも」。

者を取締役とするにはスタンドスティル等の条件が含まれる守秘義務契約が必要となるが、ダルトンがこれに応じなかったこと等を理由に、同日時点では当初候補者を会社提案の取締役候補者とするに合意しかねる旨を回答したところ、ダルトンは、最終的に、2025年4月21日付けで当初候補者を含む6名の取締役候補者（以下「本候補者」という。）を提案する株主提案（以下「本株主提案」という。）を行った。なお、最終的には、栄研化学が本候補者のうち2名を会社提案の取締役候補者としたことで、ダルトンは本株主提案を取り下げている。

本件でも、ダルトンらは、株券等保有割合にして20%超の栄研化学株式を取得した後に、折り返し出資を前提とするMBOをするよう提案しており、加えて、MBOの検討を加速させるために、取締役候補者を提案する意向であることが明らかにされている。

第5 ホギメディカルに対する投資事例

ダルトンらは、2023年6月2日付けで株式会社ホギメディカル（以下「ホギメディカル」という。）の株券等に係る大量保有報告書を提出し、株券等保有割合が6.48%であることを公表して以降、2025年6月5日付け変更報告書No.20において、同年5月23日時点の株券等保有割合が26.38%であることを公表するに至るまで、概ね1か月当たり約1%のペースで、断続的にホギメディカルの株式を買い増してきた。

そのような中、ダルトンらは、2025年6月20日に開催されたホギメディカルの定時株主総会（以下「2025年6月定時株主総会」という。）において、ダルトンらは、非公開化を含むあらゆる経営方針の選択肢を検討すべきとの趣旨を提案理由とし、3名の取締役候補者（以下「本候補者」という。）を選任する旨の株主提案（以下「本株主提案」という。）を行い、2025年6月定時株主総会において、本候補者のうち、ダルトン創業者であるRosenwald氏の取締役選任議案が可決された。

なお、本株主提案に関して議決権行使助言会社が発行した推奨レポートにおいて、提案された本候補者のうち、会社の筆頭株主と関係を有する者が取締役に選任された場合、取締役会の独立性が損なわれるおそれがあるといった趣旨のコメントがなされている。また、ホギメディカルの株式の取得に際しては、ダルトン自身が大量保有報告書及び変更報告書において、「状況に応じ、①潜在的な利益相反回避のため、より一層透明性の高い管理体制を求め、一般の少数株主等の意見を尊重する独立取締役の選任を求めるなどの役員構成の変更、②株式価値向上のための増配など配当方針の変更、自社株買いなど資本政策への変更、③その他提出者が発行者の株主価値向上につながると思われるあらゆる合理的な措置、に関する重要提案行為等を行う可能性がある。」と記載する等、一般株主との間に利益相反が生じ得る可能性について自らも言及しており、さらに、ホギメディカルの取締役会も、一般株主との間の利益相反の懸

念を理由として、Rosenwald 氏の取締役選任議案に対し反対の意見を表明している。

加えて、2025 年 6 月定時株主総会における Rosenwald 氏の取締役選任議案について、ダルトンら以外の一般株主の反対率を推計した場合、一般株主による反対率は約 67.05%（株主提案への反対行使個数 93,780 個を、総議決権行使個数 196,261 個よりダルトンらの推定議決権行使個数 56,400 個（ダルトンらが同年 3 月末以前に提出した直近の変更報告書である 2025 年 2 月 7 日付け変更報告書 No.18 に記載された保有株券等の数に係る議決権の数）を控除した議決権行使個数 139,861 個で除した割合）に達し、Rosenwald 氏の取締役選任議案は可決されたものの、ダルトンら以外の一般株主から過半数の信任が得られていない。

以 上