

2025 年 7 月 10 日

各 位

会 社 名 株式会社フジ・メディア・ホールディングス
代表者名 代表取締役社長 清水 賢治
(コード番号 4676 東証プライム)
問合せ先 専務執行役員 深水 良輔
(TEL. 03-3570-8000)

**株式会社レノ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への対応方針の導入に関するお知らせ**

当社は、2025 年 1 月以降、株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）、野村絢氏、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」といいます。）、及び株式会社シティインデックスファースト（レノ、野村絢氏及びエスグラントと併せて以下「レノら」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。）、2025 年 7 月 8 日にレノらが提出した当社株式に係る大量保有報告書の変更報告書 No. 8 によれば、レノらは、2025 年 7 月 1 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 15.06%に相当する当社株式 35,272,300 株を保有するに至っていることを認識しております。

当社は、村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）の要請に基づいて、2025 年 2 月から同年 7 月 2 日にかけて村上氏及び村上氏の長女である野村絢氏と当社取締役らと複数回面談（現在の当社独立社外取締役が取締役候補者であった際に実施された面談も含みます。）し、野村絢氏及び村上氏から、当社株式を今後も大量に買い増し（以下「本株式買増し」といいます。）、当社株式の 33.3%を取得する可能性があることを示唆されると共に、当社子会社をスピンオフし、スピンオフした会社の経営権を村上氏が取得しようとしていることも示唆されました。また、同月 7 日にも、当社はレノより、当社子会社のスピンオフを検討すること等を求める書簡を受領しました。しかし、本株式買集め及び本株式買増しについては、当社との間で実質的な協議も行われておらず、また、本株式買集め及び本株式買増しの具体的な目的や諸条件、本株式買増し後の当社の経営への関与の意向や程度等について、実質的な説明を受けておりません。

レノらによる本株式買増しがなされた場合、その議決権割合によっては、レノらは実質的に当社の株主総会の特別決議事項に関する拒否権を取得することにより当社の経営判断に強い影響を及ぼすことが可能となりますし、その程度に到らない場合であっても、議決権行使を通じた当社の株主総会における意思決定のみならず、当社の経営判断にも実質的な影響力を有する立場に立つことになります。野村絢氏及び村上氏としては、当社子会社をスピンオフし、スピンオフした会社の経営権を村上氏が取得することも一案として検討しているとのことであり、当社の重要な資産を当社から手放し、当社子会社をレノらの支配下に置くことを目指していることが窺われます。当社としては、レノらが当社子会社をレノらの支配下に置くことを目指していることを踏まえ、レノらが株主共同の利益の観点ではなく、自身の利益の最大化のための行動に出ることを懸念しています。また、当社としては新経営体制のもと、スピンオフを含めた様々な企業価値向上に向けた方策について中長期的な企業価値向上の観点からメリット・デメリットを踏まえて整理・検討を進めているところですが、レノらが急速に買い上げていくことで当社の経営判断に実質的な影響力を有する立場に立った場合、スピンオフの観点で他の株主と協調すること等により、本来であれば中長期的な企業価値向上の観点から検討すべき都市開発・観光事業の在り方やその後のメディア・コンテンツ事業の経営方針等について、十分な検討や説明がされないまま、実際にスピンオフが実施される可能性があります。しかしながら、現在レノらにより実施されている本株式買集めの目的や内容、及びスピンオフの具体的内容、スピンオフ後の経営への影響力や経営方針等に関する情報は不足しており、少なくとも当社株主はレノらの意向を全く認識していない状況であり、当社としては、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の観点から本株式買集めの是非を適切に判断できるだけの十分な情報が提供されているとはいえないと考えております。なお、別紙 1 に記載のようなレノ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、レノらの本株式買集めやレノらの志向する当社子会社のスピンオフに同調する他の株主との協調、ひいては村上氏による当社子会社の経営権奪取により、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化を妨げられ、それらが毀損されるおそれは否定できず、それは現実的かつ切迫したリスクになりつつあると考えております。

かかる考えの下、当社取締役会は、本株式買増しにより、レノらの議決権割合を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、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ひいては株主共同の利益に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切な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、当社の企業価値ひいては株主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レノ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レノ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、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、独立社外取締役6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。

また、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6名をそ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「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」をご参照ください。

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)に記載した手續を遵守せず、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、取締役会の決議により発動されます。なお、(b)の場合も、対抗措置の発動にあたっては、株主の皆様の意思をできる限り尊重するべく、当社取締役会の判断により、株主意思確認総会の承認を条件とすることがあります。

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、独立社外取締役6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であり、その判断を適切に行っていただくに当たっては、そのご判断のために必要かつ十分な情報が必要であると認識しております。

大規模買付行為等が行われる場合、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ひいては株主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、経営を一時的に実質的に支配し当社の有形・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充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ことないしは当該資産を直接配当すること等により、一時的な高配当を実現することを目的としたもの、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付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・向上させてきた当社の企業価値ひいては株主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。当社は、放送法に基づく認定放送法持株会社であり、一の者（その者と放送法施行規則で定める特別の関係にある者を含みます。）が有することができる議決権は3分の1以下に制限されます（放送法第164条）。しかしながら、このような制限の下でも、ある者が3分の1に近い割合の議決権を保有する場合、実質的に当社の株主総会の特別決議事項に関する拒否権を取得することにより当社の経営判断に強い影響を及ぼすことが可能となりますし、その程度に到らない場合であっても、議決権行使を通じた当社の株主総会における意思決定のみならず、当社の経営判断にも実質的な影響力を有する立場に立つことになります。また、この放送法に基づく議決権制限は、放送の多元性、多様性及び地域性を確保するためのものであり、認定放送法持株会社の企業価値ひいては株主共同の利益を確保することを目的とするものではありません。したがって、このような放送法上の制限があるからといって、大規模買付行為等により当社の企業価値ひいては株主共同の利益が毀損されるおそれがないとはいえず、上記のような大規模買付行為等が行われることにより当社が維持・向上させてきた当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するおそれがあることは、他の上場会社と異なるものではありません。

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企業価値ひいては株主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、株主の皆様に当該提案を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。

当社取締役会は、このような基本的な考え方に立ち、大規模買付者に対しては、当社の企業価値ひいては株主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、法令等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（原則として、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しますが、独立委員会の勧告を最大限尊重した上で大規模買付行為等の態様等に照らして大規模買付者その他の非適格者に議決権を与えることが適切でないと判断される場合等には、異なる方法とする場合があります。）には、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Ⅲ2(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、取締役会の決議により発動されます。なお、(b)の場合も、対抗措置の発動にあたっては、株主の皆様の意思をできる限り尊重するべく、当社取締役会の判断により、株主意思確認総会の承認を条件とすることがあります。

II. 基本方針の実現に資する特別な取組み

1 当社の企業価値ひいては株主共同の利益向上に向けた取組み

(1) 当社の経営の基本方針

当社グループは、放送の公共的使命と社会的責任を常に認識し、メディア・コンテンツ、都市開発・観光など幅広い事業活動を通じて、国民の皆様の豊かな生活に貢献することを経営の基本方針としています。

(2) 当社の経営の基本方針の実現に向けた戦略

当社は、人権尊重を最優先としたうえで、人権・コンプライアンスに関する意識改革、抜本的なガバナンス改革に強い決意で取り組むとともに、グループの成長戦略の推進及び資本収益性の向上により、当社グループの中長期的な企業価値の着実な向上を目指してまいります。

① 人権・コンプライアンスの意識改革

当社はグループ全体で人権・コンプライアンス意識を高め企業風土を改革していくことが不可欠と考えており、人権の尊重を最優先としたうえで、人材の価値を最大限に引き出す人的資本経営を推進してまいります。具体的には、人権デューデリジェンスを継続的に実施していくほか、従業員の「心理的安全性」を高めるため職場環境を整備し、研修やガイドラインの策定と徹底を図ります。また、多様な人材の活躍を促進し、ビジネスマインドをもった人材の育成・獲得を進めることで、持続的な成長を目指してまいります。こうした改革を確実に実現していくため、エンゲージメントスコアや人権・コンプライアンスへの理解度を数値化して経営目標指標に反映し、進捗度合いを定期的にチェックした上で、達成度を役員報酬と連動させる仕組みを導入してまいります。

② 抜本的なガバナンス改革

当社は、独立性、客観性の高い意思決定体制とプロセスを導入するとともに、より強固なリスク管理体制を構築し、経営監視機能の強化に取り組んでまいります。本年6月の定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）後の新体制では、取締役の総数を大幅に減らして過半数を独立社外取締役とするのに加え、多様性を確保し多角的な議論を促すため、取締役の女性比率を原則3割以上と決めました。また人権リスクをはじめとする重要リスクをグループ横断で監督する組織として、

独立社外取締役と外部有識者で構成するリスクポリシー委員会を設置し、取締役会による執行部への牽制・監督機能を強化することで、リスクに強い経営体制の構築を目指します。また、独立社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会を設置し、今後は同委員会において取締役候補者の選任について審議し、候補者案を取締役に答申するとともに、サクセッションプラン（後継者育成計画）の策定も行います。取締役報酬は基準を明確化し、意識改革に向けた責任を明確化するためエンゲージメントスコアなどの経営目標とも連動させるほか、ステークホルダーとの利益共有のため株式報酬の比率を高めます。さらに、より実効性・透明性の高い指名・報酬制度を目指して、新たな取締役体制において、指名委員会等設置会社への移行について検討してまいります。

加えて、特定の者に長期間権限が滞留しないよう、常勤取締役の定年制及び社外取締役の在任期間制限の規定を導入したほか、本定時株主総会での定款変更により、取締役会議長を独立社外取締役が務められるようにすること、また相談役制度を廃止することを決定しました。併せて取締役経験者等が就任していた顧問制度も廃止しました。

③ グループ成長戦略の推進

当社グループが主力としてきた地上波テレビ事業は事業環境の変化が続いており、株式会社フジテレビジョン（以下「フジテレビジョン」といいます。）は、放送などメディア中心の事業構造から、コンテンツの力を基軸に多様な収益を獲得できる事業構造への抜本的な改革を進めていく必要があります。併せて、放送の周辺で収益を獲得してきたフジテレビジョン以外のメディア・コンテンツの各事業についても新たな成長戦略の策定を進め、事業ポートフォリオ全体で進化と変革を推進していく方針です。

フジテレビジョンは組織と事業構造を再編し、コンテンツやIPを基軸とした「コンテンツ・カンパニー」への進化を目指します。番組やその周辺のコンテンツ・IPの価値を最大化すると共に、新たな収益機会を生むIPの創出サイクルの実現を目指します。そのために、ドラマや映画・アニメ等の増強、配信関連事業の販路拡大を促進するのに加え、コンテンツのサプライチェーンにおける新領域へ戦略的に投資していきます。また、コンテンツの制作効率の向上のため生成AIの活用やDX強化を図るほか、コンテンツ単位でKPIを用いて投資効率を管理運用する体制を構築する等の施策を進めてまいります。

このほか、グループの事業ポートフォリオの改革・成長策としては、非効率・不採算部門への対応を加速し、成長が期待できるビジネス領域に経営資本を集中的に投下していきます。また、都市開発分野では、財務の健全性に配慮しつつ多様なアセットへの投資を行い投資効率の向上を目指すと共に、観光分野では旺盛なインバウンド需要の取り込みにより、成長を加速させてまいります。

④ 資本収益性の向上

中長期的な企業価値の向上にむけ、最適な資本構成を実現するためのキャピタルアロケーションを進めます。政策保有株式は、3年以内に1,000億円超を売却し、2027年度末までに純資産の15%未満としたうえで、さらなる縮減を進めます。営業キャッシュフローと柔軟な有利子負債の活用で創出したキャッシュは、IPやコンテンツ事業など成長を期待する分野への集中投資と新規領域の開拓に重点的に振り向け、業績基盤の拡大を目指します。人的資本投資やDX投資、また都市開発・観光事業の基盤拡大を含めた成長のための投資全体は、5年間で2,500億円規模を想定しています。

資本効率の改善は重要な経営課題と認識しており、足元の業績の回復を前提として、2029年度までに1,000億円超の自己株式取得を想定しています。また、特殊要因を除き連結配当性向50%を目途とする安定した高い水準の配当を継続し、株主還元を強化してまいります。

以上の取り組みにより業績の向上及び資本収益性の改善を図り、ROE8%以上の達成を目指してまいります。

2 コーポレート・ガバナンスの取り組み

(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、放送法に基づく認定放送持株会社です。

事業環境の変化にいち早く対応し当社及び当社の子会社の企業価値を向上させるため、経営資源の最適な配分を行う必要があります。認定放送持株会社は、こうした対応に最も適した組織形態であると考えています。

当社グループは、人権の尊重を最優先としたうえで、人的資本経営の推進、事業改革を通じた成長戦略の促進及び資本収益性の向上により、当社グループの中長期的な企業価値の着実な向上を目指しており、その実現のためには適切なグループガバナンスが不可欠であると認識しています。

一方、当社は、子会社であるフジテレビジョンが国民共有の財産である電波を預かり放送事業を営んでいること、その社会的インフラとしての役割を果たすために、基幹メディアとしてライフライン機能を維持する緊急災害放送を行うなど、その使命について最大限考慮する必要があると考えています。このことは、結果としてグループ全体の企業価値の向上にも寄与するものと考えられます。

したがって、当社は、認定放送持株会社として放送の公共性を重んじ、もって社会的責任を全うする基本理念に基づき、上場企業として会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を追求するために、グループ全体のコーポレート・ガバナンスの体制について検討を続けます。

(2) 企業統治の体制の概要

当社は本日現在、取締役（監査等委員である取締役を除く。）7名のうち3名が社外取締役、監査等委員である取締役4名のうち3名が社外取締役です。社外取締役6名はいずれも独立役員として東京証券取引所に届け出ています。

社外取締役は、原則毎月1回の定例のほか、必要に応じて臨時に開催する取締役会内外において各々の経験、知見に基づく助言・提言を適宜行っています。

加えて、当社では、その他の機関として経営会議が設置されており、2024年度は合計12回開催されました。経営会議は、主に常勤の取締役（常勤の監査等委員である取締役を含む。）によって構成され、経営の重要課題に関する協議や取締役会に付議される重要事項等について事前審議を行うとともに、各部門の業務執行の状況に関し情報の共有化を図っています。

また、当社では、2025年6月に設置した指名・報酬委員会が、取締役会の諮問機関として、取締役・執行役員の選解任、報酬の決定、後継者育成計画等について独立・客観的な観点から審議し、取締役会への答申を行っています。

当社における監査等委員会監査は、監査等委員会が定めた監査等委員会監査の基準に準拠し、監査方針及び年度の監査計画に基づき、取締役及び使用人等からの事業報告の聴取、往査による子会社の経営動向の把握、重要な決裁書類の閲覧等を行い、随時、内部監査部門、内部統制部門からの報告を聴取することとしております。

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、当社の企業価値ひいては株主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、当社の企業価値ひいては株主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、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企業価値ひいては株主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、当社の企業価値ひいては株主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。

それゆえ、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、当社の企業価値ひいては株主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、レノらが当社株式を市場において買い上がりその 15.06%を保有するに至っていることを受けて、当社の企業価値ひいては株主の皆様の共同の利益の最大化を図る観点から、レノらによる当社株式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下、当社取締役会においてその導入を決定しました。なお、レノら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は、レノら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。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おい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をご参照ください）。

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、当社の企業価値ひいては株主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、すなわち、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。なお、その場合であっても、対抗措置の発動にあたっては、株主の皆様のご意思をできる限り尊重すべく、当社取締役会の判断により、株主意思確認総会の承認

を条件とすることがあります。

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（概要については、別紙2をご参照ください。）に基づき、当社の独立社外取締役6名から構成される独立委員会を設置しております（各独立委員の氏名及び略歴は、別紙3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)⑤a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差別的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をご参照ください。）。

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（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20%以上となるような当社の株券等の買付行為、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

し又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（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。）

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。）（注5）、「大規模買付者」とは、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者を含みます。）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・アドバイザリ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（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。上記(i)の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・アドバイザリ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)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）により当社の株券等を譲り受けた者は、当社の企業価値ひいては株主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、上記(ii)の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者を含みます。）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、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、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、当社の株券等の買い上がりの状況、当社の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の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共同協調行為等の認定基準（別紙 4。但し、独立委員会は、法令等の改正又は裁判例の動向等に照らして、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①乃至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①乃至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 20%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株券等保有割合の合計が 20%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 20%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株券等保有割合の合計が 20%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。）、又は新たに上記③に掲げる他の株主との間で行う行為について、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措置

本対応方針は、当社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り株主の皆様にご意思を表明いただく機会を確保するようにしておりますが、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、株主の皆様へ、熟慮の上ご意思を表明いただくために要する時間を確保するようにしております。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には 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、大規模買付者又はその代表者に

よる署名又は記名押印をしていただき、代表者による署名又は記名押印の場合には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、当社は、速やかにその旨及び必要に応じてその内容について適時適切に開示します。

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。）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、必要情報の一般的な項目は別紙5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に求める（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（取締役会評価期間中における評価・検討が困難であると認められる場合には、独立委員会による勧告に基づき取締役会評価期間を必要最小限の期間、延長することがあります。この場合、当社は、かかる延長の理由及び延長する期間を開示します。）。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を受領した日から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については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になります。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（但し、大規模買付行為等の態様等の特殊事情に応じて、異なる方法とする場合があります。）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、適切に株主の範囲を決定することを予定しております。）、議決権行使の基準日、当該株主意思確認総会の開催日時、株主意思確認の方法等の詳細について、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も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、対抗措置を発動できるものとしますが、対抗措置の発動にあたっては、株主の皆様の意思をできる限り尊重するべく、当社取締役会の判断により、株主意思確認総会の承認を条件とすることがあります。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。

当社取締役会が対抗措置の発動について決議を行った場合、当社は、当社取締役会の意見及びその理由並びにその他の適切と認められる情報を、適用ある法令等に従って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、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、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(b)の認定・判定については、共同協調行為等の認定基準（別紙4）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
- (a) 上記(i)から(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
- (b) 上記(i)から(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・アドバイザー契約又は公開買付代理人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。なお、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を勘案するものとします。
- b. 新株予約権者は、当社に対し、上記⑤a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⑤a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⑤cの条件の充足の確認は、上記⑤b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⑤a及びbの規定に従い行使可能な（すなわち、非適格者に該当しない者が保有します。）もの（上記⑤cに該当する者が保有する本新株予約権を含みます。下記⑥b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（本対応方針の導入の公表時点の大規模買付者の当社株券等に係る株券等保有割合が20%を超えている場合には、当該大規模買付者との関係では、「20%又は当社取締役会が別途定める割合」は、「本対応方針の導入の公表時点の大規模買付者の株券等保有割合」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。
- (a) 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書面により誓約した場合であること。
- (b) (ア)大規模買付者の株券等保有割合（但し、(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、(イ)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外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します。）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⑤b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

当社取締役会が別途定める基準日における基準日株主が行使することができる権利のうち議決権以外の権利について、総株主通知により通知される基準日時点の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

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こと（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の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の

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)⑤a 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

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。

② 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。

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、当該内容をご確認ください。

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、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、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発動される場合がありますが、これは、株主の皆様が必要十分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、当社の企業価値ひいては株主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おります。なお、上記のとおり、大規模買付者が上記 2(3)に記載した手続を遵守しない場合であっても、対抗措置の発動にあたっては、株主の皆様ご意思をできる限り尊重するべく、当社取締役会の判断により、株主意思確認総会の承認を条件とすることがあります。

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、2026 年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おります。

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すが、その有効期間は、2026 年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おりません。

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

レノ、野村絢氏、エスグラント、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、「旧村上ファンド・グループ」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自社株買い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、旧村上ファンド・グループは、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割合（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「持株割合」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 月の定時株主総会後に、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、旧村上ファンド・グループは、アコーディアとの間で、旧村上ファンド・グループ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

における旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループは、その持株割合を約 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（持株割合約 35%のうち約 20%）を売却した。

以上のように、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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たところ（2019 年 12 月 18 日付け日本経済新聞朝刊参照）、実際に 2020 年に 88 カ所のゴルフ場を 652 億円で取得することが決定された（アコーディアによる 2020 年 8 月 7 日付けプレスリリース）。

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（持株割合 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（持株割合 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（持株割合にして 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旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループを含む計 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、旧村上ファンド・グループ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、黒田電気には社外取締役 1 名を送り込んだ（公表情報によれば、同月 7 日時点の旧村上ファンド・グループによる黒田電気に対する持株割合は約 35%まで高まっていた。）。

その後、公表情報によれば、旧村上ファンド・グループは、黒田電気に対する持株割合を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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループは、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。）、リビルド等の旧村上ファンド・グループは、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日までにその持株割合を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、旧村上ファンド・グループは、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。

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公表直前ににおける旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループは、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 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 日資料版商事法務 424 号 120 頁参照）によって棄却されているが、「ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件」資料版商事法務 424 号（2019 年 7 月号）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、上記「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 日時点で旧村上ファンド・グループ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を選任され、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、同日時点で旧村上ファンド・グループ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・スレイブンス（以下「シティインデックス・スレイブンス」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、現金対価の株式交換（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・スレイ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・スレイ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・スレイ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に就任して約 5 か月余りで、旧村上ファンド・グループの主導の下で、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、旧村上ファンド・グループ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・スレイブンスは、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、旧村上ファンド・グループ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割合 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・スレイブンス・公開買付者グループ（旧村上ファンド・グループ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・スレイブンスを総称するという。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・スレイブンス・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、②TOB 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・スレイブンス・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・スレイブンス・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・スレイブンスによる 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・スレイブンス・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・スレイブンスによる 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、『会社を喰い物にする』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旧村上ファンド・グループは、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 日までにその持株割合を 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、野村絢氏等の旧村上ファンド・グループは、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、最終的に旧村上ファンド・グループの三信電気株式の持株割合を約 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、旧村上ファンド・グループは、三信電気株式を市場内で持株割合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旧村

上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループは、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、（旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループは、いったん、三信電気に対する持株割合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、旧村上ファンド・グループの持株割合を約 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、旧村上ファンド・グループに対して、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、旧村上ファンド・グループ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、エスグラント等が

ら成る旧村上ファンド・グループは、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、最終的に旧村上ファンド・グループの持株割合を約 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、持株割合にして 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 公表直前における旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループに対して、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上増しされていた。

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絢氏から成る旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループの持株割合を 22.84%にまで高めた。

公表情報によれば、その後、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループが当該自社株買いに応募した場合に有利な税効果を享受する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割合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、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループに対して、旧村上ファンド・グループによる西松建設株式の持株割合の合計が 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、旧村上ファンド・グループから、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、旧村上ファンド・グループによる持株割合の合計が 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、西松建設は旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループ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。

旧村上ファンド・グループは、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 に応募したことで、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 公表直前における旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループに対して、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、旧村上ファンド・グループは、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旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループの持株割合を 41.66% (712 万 5,379 株) にまで高めた。

公表情報によれば、旧村上ファンド・グループは、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、旧村上ファンド・グループ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社株買い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、旧村上ファンド・グループが筆頭株主である状況を脱し、麻生を旧村上ファンド・グループ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 に旧村上ファンド・グループ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)。

旧村上ファンド・グループは、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 日における持株割合 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 (持株割合 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、旧村上ファンド・グループは、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、本自社株 TOB の決済直後には、旧村上ファンド・グループが保有する大豊建設株式は合計 65 万 5,231 株 (持株割合 3.55%) となっていた。

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 公表直前における旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループ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、旧村上ファンド・グループに対して、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、上記のとおり、本自社株 TOB に応じて保有株式を売り抜けたこと等により、旧村上ファンド・グループの大豊建設に対する持株割合はいったん 3.55%にまで低下するに至ったが、本自社株 TOB の決済終了後の 2022 年 7 月 19 日以降、旧村上ファンド・グループのうちシティインデックスイレブンスは（2023 年 11 月 13 日からは南青山不動産、2024 年 7 月 25 日からは野村絢氏も）再び大豊建設株式を大量に買い集めるに至り、2024 年 12 月 12 日までには、旧村上ファンド・グループの持株割合は約 17.78%にまで達するに至っている（南青山不動産の 2024 年 12 月 19 日付け変更保有報告書参照）。

第 13 ダイドーリミテッドに対する投資事例

南青山不動産と野村絢氏から成る旧村上ファンド・グループは、2024 年 4 月末ごろから衣料品の製造販売を営むダイドーリミテッド株式を市場内において買い上がり、同年 6 月 27 日時点では、同社の株式を株券等保有割合にして約 5.14%保有するに至っていた（南青山不動産の 2024 年 7 月 4 日付け大量保有報告書参照）。

他方、公表情報によれば、ダイドーリミテッドに対しては、アクティビスト・ファンドのストラテジックキャピタルが、2024 年 4 月 17 日に、同年 6 月 27 日開催の定時株主総会につき、独自の取締役選任を柱とする株主提案をし、激しい委任状争奪戦を展開していた。

このような中で、村上氏は、ダイドーリミテッドに対して、同社の定時株主総会の会日（2024 年 6 月 27 日）の直前に「TOB しようと考えています」と通告し、当該株主総会において会社側提案に係る候補者 5 名、ストラテジックキャピタル側提案に係る候補者 3 名がそれぞれ取締役に選任された直後には、「TOB されたくなければ株主還元してほしい」との要求を突き付けるに至った（2024 年 9 月 24 日付け朝日新聞電子版記事「アクティビスト vs. 老舗アパレル 村上世彰氏らが見せたリアル」、2024 年 8 月 28 日付け日本経済新聞電子版記事「ダイドー争奪 80 日、物言う株主の暗闘、残った大増配の傷」参照）。なお、報道によれば、村上氏は、かかる TOB を行った後には、ダイドーリミテッドからアパレル事業を切り離し、同社に残る不動産などの残る資産は全て外部に売却して会社を解散する、いわゆる解体型の買収を行おうとしていたとされている（2024 年 8 月 28 日付け日本経済新聞電子版記事参照）。このような、敵対的 TOB をされたくなければ株主還元を行うべきであるとの村上氏からの強い圧力に屈して、ダイドーリミテッドは、2024 年 7 月 4 日、2025 年 3 月期の年間配当を従来予想 1 株 5 円から 20 倍の 1 株 100 円に増やすなど、今後 3 年間で最大 130 億円（うち 50 億円は自社株買い）を株主還元充てるとの極端な大幅増配等を発表した（ダイドーリミテッドの 2024 年 7 月 4 日付け「株主還元に関する方針及び配当予想の修正（増配）に関するお知らせ」と題するプレスリリース参照）。なお、かかる大幅増配の発表に関連して、ストラテジックキャピタルの丸木強代表は、ダイドーリミテッドの会長兼最高経営責任者である山田政弘氏から、「村上さんに株式公開買い付けをされると言われた。『TOB されなくなったら、こういう株主還元をしる、その前に丸木の了解を取ってこい』と」という話を聞いた旨や、「山田さんは村上さんの言いなりだった」と証言している（東洋経済オンライン 2024 年 7 月 19 日付け記事「物議醸す『ダイドー株売却』の内幕を丸木氏語る」参照）。なお、東洋経済オンライン 2024 年 7 月 10 日付け記事「老舗アパレルに『村上ファンド』登場で再び波乱」も参照）。

なお、このような巨額の株主還元の原資を捻出するため、ダイドーリミテッドは、2024 年 12 月 17 日に臨時株主総会を開催して、資本金約 68.9 億円を 1 億円に減資すると共に、資本準備金の殆ど（約 31.2 億円）及び利益準備金の全額（約 9.6 億円）を取り崩すに至っている（ダイドーリミテッドの 2024 年 12 月 2 日付け臨時株主総会招集通知参照）。

その結果、上記の極端な大幅増配をダイドーリミテッドが発表した翌日である 2024 年 7 月 5 日には、同社

の株価は終値ベースで前日比 150 円高の 1,095 円まで急騰したが、野村氏ら旧村上ファンド・グループは、その機を捉えて、同日中にその保有に係るダイドーリミテッド株式を市場内で全て売り抜けた（同様にストラテジックキャピタルもその保有に係るダイドーリミテッド株式を市場内で全て売り抜けた。）。しかしながら、かかる売り抜きの事実については 7 月 12 日に南青山不動産が変更報告書を公表するまで開示されなかった（南青山不動産の 2024 年 7 月 12 日付け変更報告書参照）。なお、ダイドーリミテッドの株価は、上記 7 月 5 日の翌営業日である 8 日には一時年初来高値の 1,329 円を付けるに至ったが、旧村上ファンド・グループとストラテジックキャピタルがそれぞれの保有株式を全て売り払ったことが明らかになった日の翌営業日である 7 月 16 日には、終値ベースで前日比 80 円安の 998 円まで急落し、その後は 900 円前後で推移している。

以上の一連の過程における旧村上ファンド・グループの行動は、報道によれば、「企業価値を高めると誘い込んでおきながら、自分たちの都合で『あとは野となれ山となれ』」であるとされた上で、「巨額の株主還元も会社に残せば将来に向けた成長投資に使えたはずだ。それを吐き出すのでは、買収を狙われた企業が自身の価値を下げて相手を追い払う『焦土作戦』と変わらない」などと評されているところである（2024 年 8 月 28 日付け日本経済新聞電子版記事、2024 年 9 月 5 日付け日本経済新聞朝刊「大機小機」欄参照）。

なお、ダイドーリミテッドについては、下記第 15 記載のとおり、旧村上ファンド・グループの中核会社であった株式会社 MAC アセットマネジメント（以下「MAC」という。）が、同社の株式を市場内において持株割合にして 19.82%まで買い上がり、最終的に、ダイドーリミテッドが 2006 年 2 月から 3 月にかけて実施した自社株 TOB において、持株割合にして 14.29%分の株式を 1 株当たり 1,708 円で売却した経緯がある。

当該自社株 TOB の TOB 価格である 1,708 円は、2006 年 1 月 18 日から自社株 TOB の実施を決議した取締役会開催日（2006 年 2 月 20 日）の前営業日である 2006 年 2 月 17 日までの 1 か月間の東京証券取引所プライム市場におけるダイドーリミテッド株式の終値の平均値として定められたものであるが、同日の東京証券取引所プライム市場におけるダイドーリミテッド株式の終値 1,630 円に対しては 4.78%のプレミアムを加えた価格となっている。

ダイドーリミテッドの市場株価は、上記自社株 TOB 実施の公表日の前営業日である 2006 年 2 月 17 日には 1,630 円であったところ、TOB 期間の終了日である 2006 年 3 月 13 日には 1,790 円であったものの、その後、株価は下落傾向にあり、2006 年 5 月 22 日に 1600 円台を割り込み、TOB 終了後 3 か月後の 6 月 13 日には 1,551 円となっている。

ダイドーリミテッドによる上記自社株 TOB における買付予定数の上限は、720 万株（当時の同社の発行済株式総数の約 16.86%相当）であり、2005 年 2 月 2 日時点における MAC によるダイドーリミテッドの保有株式数である 765 万 8,983 株の相当数に当たる株式数であった。公表情報及び報道によれば、MAC は上記自社株 TOB に応募して、2006 年 3 月 31 日時点で所有するダイドーリミテッド株式の数を 208 万 3,100 株（同日の同社の発行済株式総数の約 5.52%相当）まで大幅に減少させており、ダイドーリミテッドによる上記自社株 TOB は、旧村上ファンド・グループに対して、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 14 三井松島ホールディング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、南青山不動産、フォルティス、エスグラントコーポレーション及び野村氏から成る旧村上ファンド・グループは、2024 年 5 月 13 日にシティインデックスイレブンスが三井松島ホールディングス株式会社（以下「三井松島」という。）の株券等に係る大量保有報告書を初めて提出して以降、三井松島の株式を市場において大量に買い集め、2025 年 3 月 31 日時点において、その所有割合を約 41.33%（469 万 8,700 株）にまで高めていた。

公表情報によれば、三井松島は、旧村上ファンド・グループが三井松島の株主となった 2024 年 5 月下旬から、定期的な IR 活動の一環として旧村上ファンド・グループとの対話を継続的に行っていたところ、シティインデックスイレブンスからは、かかる対話を開始した当初より、企業価値の向上のためには、自社株買いにより自己資本の縮減を進めていくことが望ましいのではないかと意見を出されていたとのことである。

以上を受けて、2025 年 5 月 13 日、三井松島は、取締役会において、上限 200 億円、上限 350 万株の大規模な自社株買いの実施を決議するに至った。

その後、三井松島は、市場外で自社株買いを行うことで、市場買付けと比較して短期間に相当規模の自社株買いを実施することが可能である等と考え、旧村上ファンド・グループからその保有に係る三井松島株式を取得することを検討し、2025年5月20日のIR面談において、旧村上ファンド・グループの保有に係る三井松島株式のうち、200億円相当を上限として、面談前日（5月19日）の終値からディスカウントした価格で自社株TOBにより取得する意向を示したが、旧村上ファンド・グループはこれを拒否した。これを受けて、三井松島が、自社株TOBの価格を5月14日から19日までの売買高加重平均価格（5,146円）以下の価格、具体的には、5,000円（5月19日の終値4,935円に対して1.32%のプレミアム）に引き上げることを打診したところ、シティインデックスイレブンスからは、この価格であれば自社株TOBに応募する意向がある旨の回答を得た。三井松島は、当該回答を踏まえて、今後三井松島が設置を予定する特別委員会から、自社株TOBの価格を5,000円とすることの取引条件の妥当性を含め、自社株TOBの実施について肯定的な答申書を取得できることを前提に、自社株TOBの価格を5,000円とすること及び自社株TOBにより取得する株式数の上限を400万株に拡大する可能性がある旨をシティインデックスイレブンスに伝えたところ、シティインデックスから（旧村上ファンド・グループが保有する三井松島株式は469万8,700株であって400万株を上回っている）野村絢氏保有分を除く421万3,600株（所有割合にして約37.06%）につき応募を検討する旨の返答を得た。

その後、2025年6月10日に、三井松島は、シティインデックスイレブンスから、同月9日時点の株価（終値4,650円）が5,000円を下回って推移しており、一般株主からの応募が想定より増加する可能性があるため、これらの応募を阻害しないように、当初の応募予定数（400万株以上）を330万株以上に引き下げて欲しい旨の申し出を受けたため、同月13日、これを承諾した。その後、三井松島は、同社取締役会が設置した同社の独立社外取締役3名で構成される特別委員会の承認を得た上で、旧村上ファンド・グループ（野村氏を除く）に対し、応募株式数を330万株以上とする自社株TOBへの応募契約を締結することを打診し、当該自社株TOBにおける1株当たりの買付け等の価格を5,000円とすることを正式に提案した。そして、6月18日、旧村上ファンド・グループ（野村氏を除く）は、同グループによる応募株式数を330万株（所有割合にして約29.02%）以上として、連帯して当該自社株TOBに応募する旨の応募契約を、三井松島との間で締結した。三井松島は、以上に基づき、2025年6月18日に取締役会決議を行い、同月19日から、買付予定株式数399万9,900株、TOB価格1株当たり5,000円、買付け等に要する資金200億1,480万円、決済開始日は2025年8月8日等として、自社株TOBを開始している（TOB期間は7月16日まで）。

なお、上記自社株TOBのTOB価格である5,000円は、当該自社株TOBの実施についての公表日の前営業日である2025年6月17日を基準日として、東京証券取引所プライム市場における三井松島株式の基準日時点での株価（終値ベース）である4,620円に対して8.23%、基準日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値である4,741円に対して5.46%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値である4,335円に対して15.34%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値である4,262円に対して17.32%のプレミアムを付した金額であって、三井松島が行った自社株TOBはその意味でプレミアム付き自社株TOBである。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。

なお、上記自社株TOBに要する資金については、自己資金のほか、株式会社三井住友銀行からの最大150億円の借入れにより調達した資金を充当する予定であるとのことである。

第15 ジャフコに対する投資事例

1. 自社株TOB予告と不実施

公表情報によれば、シティインデックスイレブンス、野村氏及び南青山不動産から成る旧村上ファンド・グループは、2022年8月9日にシティインデックスイレブンスがジャフコグループ株式会社（以下「ジャフコ」という。）の株券等に係る大量保有報告書を初めて提出して以降、ジャフコ株式を市場において大量に買い集め、2022年11月1日時点において、その所有割合を約19.53%（1,390万4,500株）にまで高めていた。

ジャフコは、2022年8月4日にシティインデックスイレブンスと同月5日に村上氏及び旧村上ファンドグ

グループと経営戦略や資本政策に関する面談を実施し、同月 5 日の面談において、ジャフコ株式を 51%まで買い増す可能性があることを示唆されるとともに、株式会社野村総合研究所（以下「NRI」という。）の株式の一部を流動化等した上で、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た。それ以降、ジャフコは、IR 説明や意見交換を通じて、村上氏らとの間で株主価値向上に向けた議論を行った。

その後、ジャフコは、2022 年 8 月 15 日開催の取締役会において、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、向上させることを目的として、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として、①具体的な懸念のある旧村上ファンドグループによるジャフコ株式を対象とする大規模買付行為等及び②旧村上ファンドグループによるジャフコ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を導入することを決議した。

これらを受けて、ジャフコは、純資産を減らし自己資本当期純利益率（ROE）を高めるとともに、旧村上ファンドグループの所有割合を低下させることによって、事業遂行、特にファンド募集の円滑化等による経営の安定化を図ることを目的として、保有する将来の投資資金の水準を半減させ 600 億円とした上で、NRI 株式売却により NRI 株式の全てを現金化し、そのうち 420 億円を資金として自己株式の取得を実施すべきとの結論に至った。その上で、ジャフコは、2022 年 11 月 1 日に守秘義務契約を締結した上で、村上氏らとの間で旧村上ファンドグループの所有するジャフコ株式の売却についての協議を開始した。当該協議の中で、ジャフコは、自社株 TOB の実施を検討している旨を村上氏らに対して説明するとともに、旧村上ファンドグループが所有するジャフコ株式の全てについて自社株 TOB に応募すること等を内容とする当初応募契約を締結することを要請し、TOB 価格については、市場価格よりディスカウントを行った一定の価格とすることを提示した。当該要請に対して、村上氏らより、自社株 TOB への応募については検討するものの、TOB 価格を株価純資産倍率（PBR）1 倍の固定価格とする案でなければ、自社株 TOB への応募に応じることはできない旨の意向が示された。同日、ジャフコは、村上氏らの案は採用し得ないものと判断したが、その後も 2022 年 11 月 4 日、8 日、9 日、11 日、14 日、17 日及び 21 日の 7 回に亘り、村上氏らとの間で協議を行い、その過程である同年 11 月 8 日の協議の中で、ジャフコから、TOB 価格に下限と上限を設けること及び当該下限を 1 株当たり純資産に対して 5%程度ディスカウントした 2,500 円とする旨を提案したところ、村上氏らから当該提案を尊重する旨の意向が示され、TOB 価格の上限 1 株当たり純資産に対して 5%程度の金額を加えた 2,800 円とする旨の提案を受けた。その後、ジャフコは、同年 11 月 11 日の協議において、村上氏らより、TOB 価格を応募契約締結後の一定期間にわたる市場価格に基づき決定する方式とし、かつ当該決定方式において TOB 価格の下限を 2,500 円、上限を 2,800 円とするのであれば、応募契約を締結し、旧村上ファンドグループが所有するジャフコ株式の全部（1,390 万 4,500 株、所有割合：19.53%）を応募する旨の意向の表明に加えて、ジャフコのファンドに対する出資比率を低下させること、株主還元を充実させ、純資産を小さくして徹底的な ROE 向上を追求すべきとの提案を受けた。これらの村上氏らとの交渉も踏まえ、ジャフコは、自社株 TOB の実施に向けた具体的な検討及び村上氏らとの交渉をさらに進める旨を判断した上で、村上氏らと応募契約の具体的な内容について交渉を行い、2022 年 11 月 25 日付けで村上氏らとの間で TOB 価格が 2,500 円以上であることを旧村上ファンドグループによる応募の前提条件とすること等を含む応募契約を締結した。

以上を踏まえて、ジャフコは、2022 年 11 月 25 日開催の取締役会において、(i)2022 年 11 月 30 日から 2022 年 12 月 7 日の期間のジャフコ株式の東京証券取引所プライム市場における売買高加重平均価格（以下「本 VWAP」という。）が 2,525 円以上 2,828 円以下（以下「本価格レンジ」という。）となること等を含む前提条件が全て充足又はジャフコによって放棄されることを条件として、自社株 TOB を実施する予定であること、(ii)TOB 価格を本 VWAP から 1%ディスカウントした価格とする予定であること、(iii)買付予定数は 420 億円を TOB 価格で除した数とする予定であることを決議した。

しかし、本 VWAP は 2,362.4136 円と本価格レンジの下限未満となり、旧村上ファンドグループは、応募契約に定めるシティらによる応募の前提条件の一部又は全部を放棄した上で応募契約に基づいて応募を行う意向は無いとのことであったため、ジャフコは自社株 TOB を実施せず、当該応募契約は、2022 年 12 月 7 日付けで終了した。

2. 再度の自社株 TOB の実施

ジャフコは、2022 年 12 月 7 日付けで再度守秘義務契約を締結の上で、旧村上ファンドグループが所有するジャフコ株式の取扱いについて継続して村上氏らと協議を行うこととし、TOB 価格を 2,500 円とし、取得価額の総額を 420 億円とする自社株 TOB の実施を提案した。これに対し、村上氏らからは、当該提案は応諾可能であるとの意向とともに、取得価額の総額を引き下げても、2023 年 3 月期の配当金を増額することを検討してほしいとの提案が示された。これらを踏まえて、ジャフコは村上氏らとの交渉を進めていたところ、2022 年 12 月 21 日付けで村上氏らとの間で再度応募契約を締結し、同日開催の取締役会において、自社株 TOB を実施すること及び 2023 年 3 月期の 1 株当たり配当金の最低金額を 100 円から 150 円に引き上げることを決議し、2022 年 12 月 22 日から、TOB 価格 1 株当たり 2,500 円、買い付け予定数を 1,680 万株（所有割合 23.60%）、買付け等に要する資金 420 億 9,263 万 100 円、決済開始日は 2023 年 2 月 16 日等として、自社株 TOB を開始している（TOB 期間は 2023 年 1 月 25 日まで）。

上記自社株 TOB の TOB 価格である 2,500 円は、当該自社株 TOB の実施についての公表日の前営業日である 2022 年 12 月 20 日のジャフコ株式の終値 2,310 円から 8.23%、同日までの過去 1 か月間のジャフコ株式の終値の単純平均値 2,374 円から 5.31%、同日までの過去 3 か月間のジャフコ株式の終値の単純平均値 2,278 円から 9.75%、同日までの過去 6 か月間のジャフコ株式の終値の単純平均値 2,109 円から 18.54%のプレミアムをそれぞれ付した価格であって、ジャフコが行った自社株 TOB はその意味でプレミアム付き自社株 TOB である。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。

なお、上記自社株 TOB に要する資金については、全額を自己資金にて充当する予定であり、NRI 株式売却の対価のうち 420 億円を当該自己資金の全額に充当することである。

ジャフコの市場株価は、上記自社株 TOB 実施の公表日の前営業日である 2022 年 12 月 20 日には 2,310 円であったところ、TOB 期間の終了日である 2023 年 1 月 25 日には TOB 価格である 2,500 円を下回る 2,365 円に下落し、自社株 TOB の決済開始日である 2023 年 2 月 16 日には更に 2,111 円まで下落している。

前記のとおり、上記自社株 TOB における買付予定株式数の上限は本自社株 TOB 公表直前における旧村上ファンド・グループによるジャフコ株式の保有株式数の合計数を上回る株式数に設定されており、また、上記のとおり、旧村上ファンド・グループとジャフコとの間において、自社株 TOB に関し応募契約が締結された結果、ジャフコによる自社株 TOB は、旧村上ファンド・グループに対して、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 16 セントラル硝子に対する投資事例

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、南青山不動産及びレノから成る旧村上ファンド・グループは、2018 年 7 月 6 日にオフィスサポート及び野村氏がセントラル硝子株式会社（以下「セントラル硝子」という。）の株券等に係る大量保有報告書を初めて提出して以降、セントラル硝子株式を市場において大量に買い集め、2022 年 9 月 12 日時点において、その所有割合を約 30.20%（1,205 万 3,400 株）にまで高めていた。

セントラル硝子は、2018 年 9 月中旬以降、村上氏らとの面談等を行ってきたものの、2022 年 8 月上旬には、中期経営計画の着実な遂行によって中長期的な企業価値の向上を目指すセントラル硝子と、同業他社との経営統合や非公開化を求めるシティインデックスイレブンスないし村上氏らとの間で、経営戦略の方向性に関する見解の相違が顕著となったため、旧村上ファンドグループが保有するセントラル硝子株式を自己株式取得することの検討を進め、2022 年 8 月中旬には自社株 TOB の実施に向けた検討を本格的に進めることとする等し、2022 年 8 月 19 日の村上氏らとの電話会議において、村上氏らに対し、自社株 TOB の実施を検討していること等を説明したところ、村上氏らから、セントラル硝子の中長期的な企業価値向上に資するということであれば、自社株 TOB に応募することでその所有するセントラル硝子株式を売却することも選択肢の一つとして検討す

る旨の意向が示された。セントラル硝子は、2022 年 8 月 22 日に、村上氏らとの間で旧村上ファンドグループが所有するセントラル硝子株式の売却についての協議を行い、自社株 TOB の実施を検討している旨を村上氏らに対して改めて説明するとともに、TOB 価格については、3,400 円（当該面談の前営業日である 2022 年 8 月 19 日の東京証券取引所プライム市場におけるセントラル硝子株式の終値：3,535 円）とすることを提示したが、村上氏らより、自社株 TOB への応募については検討するものの、当該価格を公開買付価格とするのであれば本公開買付けへの応募に応じることはできない旨の意向が示された。

その後、セントラル硝子は、2022 年 8 月 23 日に、村上氏らとの間で改めて協議を行い、村上氏らから TOB 価格を 2022 年 8 月 18 日の東京証券取引所プライム市場におけるセントラル硝子株式の終値である 3,515 円とすることを提案等を受け、TOB 価格については改めて慎重に検討した上で再度協議させてもらいたい旨回答した。その後、セントラル硝子は、2022 年 8 月 26 日に、村上氏らとの間で再度協議を行い、村上氏らに対して TOB 価格を 3,500 円（当該面談の前営業日である 2022 年 8 月 25 日の東京証券取引所プライム市場におけるセントラル硝子株式の終値：3,465 円）とすることを提示したところ、村上氏らからは当該価格を TOB 価格とすることには難色を示されたものの、TOB 価格については引き続き協議したいとの回答を受けた。セントラル硝子は、2022 年 9 月 6 日に、村上氏らと協議を行い、村上氏らに対して再度 3,500 円を本公開買付価格とすることを提示したところ、村上氏らより当該提案を尊重する旨の意向が示され、当該価格で自社株 TOB を実施するのであれば、セントラル硝子との間で応募契約を締結し、旧村上ファンドグループが所有するセントラル硝子株式の全てである 12,053,400 株（所有割合：30.20%）を応募する旨の意向の表明を受けた。セントラル硝子は、さらに旧村上ファンドグループと交渉を進め、2022 年 9 月 20 日に村上氏らとの間で応募契約を締結した。

セントラル硝子は、以上に基つき、2022 年 9 月 20 日に取締役会決議を行い、同月 21 日から、買付予定株式数 1,428 万 5,700 株、TOB 価格 1 株当たり 3,500 円、買付け等に要する資金 500 億 5,695 万円、決済開始日は同年 11 月 14 日（その後の下記 TOB 期間の延長により 11 月 21 日に変更されている。）等として、自社株 TOB を開始している（TOB 期間は当初 10 月 20 日までだったが、同月 27 日までに延長）。

上記自社株 TOB の TOB 価格である 3,500 円は、自社株 TOB の実施を決議した取締役会開催日（2022 年 9 月 20 日）の前営業日である 2022 年 9 月 16 日の東京証券取引所プライム市場におけるセントラル硝子株式の終値 3,435 円に対して 1.89%、同日までの過去 1 か月間のセントラル硝子株式の終値単純平均値 3,425 円に対して 2.19%、同過去 3 か月間のセントラル硝子株式の終値単純平均値 3,273 円に対して 6.94%、同過去 6 か月間のセントラル硝子株式の終値単純平均値 2,899 円に対して 20.73%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とであって、セントラル硝子が行った自社株 TOB はその意味でプレミアム付き自社株 TOB である。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。

なお、上記自社株 TOB に要する資金については、自己資金及び株式会社みずほ銀行からの最大 500 億円の借入れにより調達した資金を充当する予定とのことである。

セントラル硝子の市場株価は、上記自社株 TOB 実施の公表日の前営業日である 2022 年 9 月 16 日には 3,435 円であったところ、延長後の TOB 期間の終了日である 2022 年 10 月 27 日には TOB 価格である 3,500 円を下回る 3,285 円に下落している。

前記のとおり、上記自社株 TOB における買付予定株式数の上限は本自社株 TOB 公表直前における旧村上ファンド・グループによるセントラル硝子株式の保有株式数の合計数を上回る株式数に設定されており、また、上記のとおり、旧村上ファンド・グループとセントラル硝子との間において、自社株 TOB に関し応募契約が締結された結果、セントラル硝子による自社株 TOB は、旧村上ファンド・グループに対して、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 17 その他投資事例

その他、東京高等裁判所判決平成 28 年 7 月 19 日判例集未登載（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（以下引用。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、同社がこれを買収した。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だと報じられている。

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・バイヤーのどちらか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)当社独立社外取締役又は(2)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
8. 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、専ら当社の企業価値ひいては株主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。
9. 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。
10. 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。

独立委員の氏名及び略歴

独立委員会の委員は、以下の6名により構成されます。

澤田 貴司（さわだ たかし）

【略歴】

1981年4月 伊藤忠商事(株)入社
 1998年11月 (株)ファーストリテイリング取締役副社長
 2003年2月 (株)KIACON 設立 代表取締役社長
 2005年10月 (株)リヴァンプ設立 代表取締役社長 CEO
 2016年4月 同社代表取締役会長
 9月 (株)ファミリーマート代表取締役社長
 2022年3月 (株)ロッテベンチャーズ・ジャパン代表取締役会長
 6月 ヘイ(株)(現 STORES(株))取締役(現任)
 2024年1月 セルソース(株)代表取締役社長 CEO(現任)
 (株)ロッテベンチャーズ・ジャパン取締役(現任)
 2025年5月 (株)セブン&アイ・ホールディングス取締役(現任)
 2025年6月 当社社外取締役(現任)
 (株)フジテレビジョン取締役(現任)

澤田 貴司氏について、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。

堀内 勉（ほりうち つとむ）

【略歴】

1984年4月 (株)日本興業銀行入社
 1998年4月 ゴールドマン・サックス証券会社入社
 2005年3月 森ビル・インベストメントマネジメント(株)代表取締役社長
 2008年7月 森ビル(株)専務取締役 CFO
 2017年2月 (株)LIFULL Investment 取締役
 2018年6月 多摩大学社会的投資研究所（現多摩大学サステナビリティ経営研究所）教授・副所長
 2021年4月 (株)ボルテックス執行役員 CCO
 2022年2月 （一社）100年企業戦略研究所代表理事・所長（現任）
 2022年4月 (株)ボルテックス取締役会長
 2023年4月 多摩大学大学院経営情報学研究科教授（現任）
 多摩大学サステナビリティ経営研究所所長（現任）
 2025年6月 当社社外取締役（現任）
 (株)フジテレビジョン取締役（現任）

堀内 勉氏について、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。

稲田 雅彦（いなだ まさひこ）

【略歴】

2009年4月 (株)博報堂入社

2013 年 6 月 (株)カブク設立代表取締役
2018 年 11 月 同社取締役会長
2019 年 7 月 DNX Ventures Investment Vice President
2020 年 11 月 エミウム(株)代表取締役 (現任)
2025 年 3 月 (株)フジテレビジョン取締役 (現任)
6 月 当社社外取締役 (現任)

稲田 雅彦氏について、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。

森山 進 (もりやますすむ)

【略歴】

1991 年 8 月 英国プライス・ウォーターハウス監査部門入所
2000 年 7 月 PwC ブリュッセル事務所ディレクター
2005 年 10 月 PwC Central & Eastern Europe パートナー
2007 年 4 月 英国勅許会計士協会フェロー (現任)
2019 年 7 月 PwC Central & Eastern Europe 国際市場部門地域統括パートナー
2022 年 10 月 ソフトバンク(株)顧問
2025 年 3 月 (株)フジテレビジョン取締役 (現任)
4 月 梶山女学園大学特命教授 (現任)
6 月 当社社外取締役 (現任)

森山 進氏について、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。

花田 さおり (はなだ さおり)

【略歴】

2000 年 4 月 森田総合法律事務所入所
2007 年 5 月 渥美総合法律事務所・外国法共同事業 (現 渥美坂井法律事務所・外国法共同事業) 入所
2014 年 1 月 同所パートナー (現任)
2022 年 2 月 学校法人公益通報対応委員会委員 (現任)
2023 年 4 月 第二東京弁護士会 全ての性の平等に関する委員会副委員長 (現任)
2025 年 6 月 当社社外取締役 (現任)
(株)フジテレビジョン取締役 (現任)

花田 さおり氏について、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。

石戸 奈々子 (いしど ななこ)

【略歴】

2002 年 4 月 マサチューセッツ工科大学メディアラボ Visiting Scholar
2002 年 11 月 NPO 法人 CANVAS 設立 理事長 (現任)
2018 年 4 月 慶應義塾大学大学院メディアデザイン研究科教授 (現任)
2018 年 5 月 (一社) 超教育協会設立 理事長 (現任)
2021 年 6 月 iU 情報経営イノベーション専門職大学 BLab 所長・特任教授 (現任)
2022 年 5 月 (株)松屋 取締役 (現任)
2025 年 3 月 (株)フジテレビジョン 取締役 (現任)

6月 当社社外取締役（現任）

石戸 奈々子氏について、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。

共同協調行為等の認定基準

- ※ 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「買付者」には、「買付者」の親会社及び子会社（買付者を含め、「買付者グループ」という。）、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、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、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、買付者による当社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のための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、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、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、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. 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（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買付者（並びに認定対象者以外の者で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その中長期的な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。生じているとしてその中長期的な企業価値又は株主価値の毀損のおそれはどの程度か
 8. 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. 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又は存在していたこと、並びに、一方が他方の従業員、組合員その他構成員である又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、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、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、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

大規模買付者に提出を求める情報

1. 大規模買付者及びそのグループ（共同保有者、特別関係者及び組員（ファンドの場合）その他の構成員を含みます。）の詳細（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、当社グループの事業と同種の事業についての経験等に関する情報、当社株式を保有する口座名義人の詳細を含みます。）
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、大規模買付行為等に係る取引の相手方、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（第三者への売却予定の有無及びその詳細を含みます。）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株主としての権利行使等に関する方針、取締役（監査等委員である取締役を含みます。）の派遣に関する意向、並びに当社の経営方針、事業計画、財務計画、資金計画、投資計画、資本政策（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、配当その他の処分に関する計画及び第三者との協業又は提携に関する計画を含みます。）に関する考え
6. 大規模買付行為等により当社の企業価値ひいては株主共同の利益にどのように資するのかについての考え（大規模買付行為等の完了後における当社グループの従業員、取引先、顧客その他の当社に係る利害関係者の処遇方針を含みます。）
7. 大規模買付行為等により当社の株券等の全ての取得を企図しない場合は、大規模買付行為等の完了後における当社の一般株主との利益相反の可能性への対処方針