



委員会からの勧告を最大限尊重の上、当社取締役会において本対抗措置を発動することも決議しております。

- (※1) 「本対応方針」とは、2023年1月11日に当社取締役会が導入した、①シティらによる当社株券等を対象とする大規模買付行為等及び②シティらによる当社株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指します。本対応方針の内容については、2023年1月11日付けプレスリリース「株式会社シティインデックスイレブンスらによる当社の株券等を対象とする大規模買付行為等が行われてい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」（以下「本対応方針リリース」といいます。）をご参照ください。
- (※2) 「シティら」とは、株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティインデックスイレブンス」といいます。）並びにその共同保有者である野村絢氏（以下「野村氏」といいます。）及び株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）を指しますが、株式会社南青山不動産（以下「南青山不動産」といいます。）が当社の株主となった2023年4月7日以降は、「シティら」に南青山不動産も含まれるものとします。

## 記

- 1 シティらの提案が当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するものであること（シティらの提案に係る当社取締役会の評価）
  - (1) 当社の石油事業は構造的に高稼働が可能であることに加え、様々な競争力強化施策の実行に伴い、高い収益力を有していること

シティらは、2022年4月に初めて実施した面談当初から、複数回に亘り、日本国内の石油製品需要が今後継続的に減少の一途をたどることが見込まれることや、同業他社において過剰な精製能力を抱えていることから、精製能力の削減又は製油所の閉鎖を含めた、製油所の再編に取り組みざるを得ないところ、当社においても、製油所の閉鎖や、同業他社の保有する製油所との統合等の抜本的な取組みを開始すべきとの主張及び提案をしております。

しかしながら、以下のとおり、当社の石油事業は構造的に高稼働が可能であることに加え、様々な競争力強化施策の実行に伴い、高い収益力を有していることから、このような提案は、当社の収益力低下に直結し、企業価値ないし株主共同の利益を大きく毀損するものであると確信しております。

(ア) 装置能力の削減及び販売数量の拡大によるショートポジション戦略の実現

2009年にエネルギー供給構造高度化法が施行され、当社は、生産設備の効率化を図るなか、将来の需要減退等を見据え、坂出製油所の閉鎖及び四日市製油所の一部装置廃棄等の取組みにより、常圧蒸留装置の能力を、2013年4月時点で635千B/D（「B/D」とは、一日あたりに生産/処理される原油のバレル数を表します。以下同じです。）であったものから、363千B/D（精製委託を行う37千B/Dを除きます。）まで、比率にして約5割にいたる能力削減を実行しております。また、2019年からは、資本業務提携を行うキグナス石油株式会社へ大規模な石油製品供給を開始したことで、大きく石油製品販売数量を拡大いたしました。これにより、当社は販売数量が生産数量を上回る「ショートポジション戦略」を実現しており、需給バランスの構造上、当面の間、現製油所体制において高稼働が継続可能となっております。

(イ) 高い操業能力と保全能力に伴う安全安定操業

当社は2011年の東日本大震災における当社千葉製油所での爆発事故の反省を通じて、あらためて安全操業の重要性を認識し、当社独自の操業マネジメントシステムを導入し、日々の安全活動を通じて高いレベルで安全操業を行うことで製油所の競争力をより一層高めております。このような活動の結果、当社グループの千葉及び四日市製油所は、高度なリスクアセスメントの実施、IoT・ビッグデータの活用等を通じて、特にレベルの高い自主保安を実現している事業所と評価され、特定認定事業者として認定されております。当該認定により、連続運転期間や検査手法を事業者がリスクに応じて自由に設定できるようになる等、より柔軟で効率的な事業運営が可能となります。当社の高い操業能力及び保全能力は、(ア)に記載したショートポジション戦略の実現に伴う高稼働を支えており、また、事故等による収益機会の喪失防止に寄与しております。このため、当社の常圧蒸留装置の年間稼働率は2021年度95.4%、2022年度97.8%と極めて高い水準を維持しております。

(ウ) 石油事業の競争力強化及び収益力

上記(ア)及び(イ)に記載のとおり、当社は高い稼働率を維持していることから、原油処理当たりの固定費が低く、高い収益力に繋がっています。また、当社は第6次連結中期経営計画（2018年度～2022年度）において実行した

堺製油所の熱分解装置能力の増強に加え、保有する3つの製油所を一体運用することで、付加価値が低い高硫黄重質油の生産を無くし、より高いガソリンや軽油等の生産にシフトする体制を構築しております。また、当社は、当社グループの四日市製油所と昭和四日市石油株式会社の四日市製油所との間で事業提携を行い、2017年より一部製品の精製を委託しているほか、当社千葉製油所とENEOS株式会社の千葉製油所を繋ぐパイプラインを敷設し、2018年より半製品等の融通を行っている等、近隣製油所との間でも様々なシナジーを追求しております。このような施策の実行に伴い、当社の製油所競争力は向上しており、石油事業における売上高利益率は、国内同業と比して極めて高いものとなっております。

- (2) 再生可能エネルギー事業子会社を分離させるのではなく、当社グループのバリューチェーン全体で成長させていくことが当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資すること

シティらは、再生可能エネルギー事業を営む当社の完全子会社であるコスモエコパワー株式会社（以下「ECP」といいます。）の分離・上場を主張しています。しかしながら、以下のとおり、そもそもシティらの提案は真摯な検討に基づくものとは言えないことに加え、当社は、2023年3月23日に公表した第7次連結中期経営計画（2023年度～2025年度）（以下「第7次中期経営計画」といいます。）の策定・公表に至るまでにおいて、再生可能エネルギー事業のスピンオフを含め、さまざまな選択肢を検討・検証しましたが、当社の再生可能エネルギー事業は当社グループのバリューチェーン全体で成長させていくことが当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資するものであると判断しており、シティらの主張するECPの分離・上場は当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうものと判断しております。

- (ア) 当社の経営計画におけるECPの重要性

第7次中期経営計画において、当社は、長期的な企業ビジョンを示すVision2030に基づく3つの方向性の1つ目として「グリーン電力サプライチェーン強化（発電～需給調整～売電サプライチェーンによる高付加価値化）」を挙げているほか、第7次中期経営計画における持続的な企業価値向上のための基本方針の1つとして「成長に向けたNew領域の拡充」を掲げ、そのための取組みの第1として「グリーン電力サプライチェーン収益基盤確立」を挙げています。このグリーン電力サプライチェーンを含む「New領域」は、当社グループの事業ポートフォリオの中でも、市場成長度及び脱炭

素への寄与度がともに高い領域として位置づけられており、Vision2030の実現及び第7次中期経営計画の達成に向けた成長ドライバーとして期待される領域と考えております。

グリーン電力サプライチェーンは、(i)再生可能エネルギー発電、(ii)需給調整・蓄電、(iii)グリーン電力販売の3要素で構成されること、そのうち今後の拡大が企図されている(i)再生可能エネルギー発電については、当社グループ各社のうちECPが陸上風力発電を中心に開発からOperation & Maintenance (O&M)まで一貫した体制を保有しており、陸上風力発電において培ったノウハウを洋上風力発電にも活用することが期待されています。

また、当社は、第7次中期経営計画において、2050年のカーボンネットゼロに向けたロードマップを実現するGreen Transformation (GX)を標榜しており、グリーン電力・次世代エネルギー供給の更なる拡大を目指していること、(i)再生可能エネルギー発電が、その根幹となる重要な役割を果たすことを想定しております。特に、2050年のカーボンネットゼロ達成に向けたCO2削減計画においてグリーン電力供給がカーボンネットゼロ達成に向けて担う役割は大きく、グリーン電力供給なくして当社のサステナブルな成長は極めて難しいと考えております。

以上のとおり、当社は、当社の第7次中期経営計画及びVision2030をはじめとする中長期的な企業価値の向上に向けた計画において、再生可能エネルギー発電を担うECPを重要な構成要素として位置付けております。

- (イ) ECPを含む再生可能エネルギー事業を当社グループのバリューチェーン全体で成長させることが当社の企業価値ないし株主共同の利益の最大化につながる

当社は、中長期的な当社グループの企業価値の向上のためには利益成長が重要であると考えていること、当社グループは、ECPの営む洋上風力発電等の再生可能エネルギー発電事業に加えて、コスモでんきグリーン及びコスモ・ゼロカボソリューションのサービス名で営む電力小売・ソリューション事業等、グリーン電力サプライチェーン全体を通じてシナジーを創出することが可能な複数の事業を有しており、これらの事業を当社グループ全体で実行していくことにより再生可能エネルギー事業の収益の最大化ひいては企業価値の最大化を実現することができると考えております。具体的には、(i)グリーン電力サプライチェーンの上流に当たる再生可能エネルギー発電は、中流（需給調整・蓄電）・下流（グリーン電力販売）のビジネスを有する当社グループのグリーン電力サプライチェーンにおける収益拡大の基盤となること、(ii)上流にあたる再生可能エネルギー発電を含めたグリーン電力サプラ

イチェーン全体のビジネスをグループ内で行うことが、中流・下流のビジネスにおける収益性を高めることにつながり、グリーン電力サプライチェーン全体の収益拡大が可能になること、及び、(iii)上流と同時に中流・下流のビジネスも行うことで、グリーン電力に他のサービスによる付加価値を加えて販売することができることにより、他の再生可能エネルギー事業の競争事業者との間で差別化を図ることで収益性を高めることができること等から、再生可能エネルギー事業を当社グループのバリューチェーン全体で成長させることが当社の企業価値ないし株主共同の利益の最大化につながると考えております。

(ウ) ECP を現時点で分離・独立させることは ECP の企業価値向上という観点から適切ではないこと

ECPにおける事業遂行は当社グループからの多数の出向者等によって支えられており、特に、今後の ECP における事業拡大の鍵となる洋上風力発電プロジェクトにおいては、当社グループからの出向人員が ECP の業務をリードしています。また、今後、大規模な洋上風力発電プロジェクトの実行が控えているなか、ECPにおいては、これまで以上に高度な業務遂行能力が求められます。そのため、過去に石油開発事業や石油精製事業において大規模プロジェクトを遂行した実績のある当社グループの経験・ノウハウを活かす必要があるところ、仮にECPを当社グループから分離・独立すれば、ECPの業務遂行を支える人材を確保することが困難となり、ECPの収益機会の喪失につながると考えております。

また、ECPは、当社グループの良好な財務体質に基づく調達コストの低さを活かし、グループ内ファイナンスにより資金調達を行っています。しかしながら、仮に ECP が当社グループから分離・独立した場合には、洋上風力発電プロジェクトの遂行に必要な資金を単独で調達することの難易度が高くなることに加え、上場後の格付けが当社グループより劣位となることによる負債の調達コストの増加が予測され、資金調達の効率性が低下することが想定されます。加えて、ECP には資金調達機能が現状存在しないことから、上記のプロジェクト遂行に必要な人材に加えて財務機能を担う人材の補充も必要となり、人件費の上昇による更なるコスト負担が生じると考えられます。

さらに、ECPの売上高や経常利益は小規模にとどまっており、また、洋上風力発電プロジェクトが稼働し、発電事業の収益が拡大するのは数年以上先になることからすれば、現時点では、将来安定的な収益をあげるための事業基盤を確立する段階にあるところ、ECPを当社グループから分離した上で上

場させるには相応の時間や労力を費やすことになると考えられ、上記のような ECP の状況においてそのようなコストと労力をかけることが同社の足かせとなり、洋上風力発電プロジェクトの遂行に支障をきたし、収益機会の喪失につながるものと考えております。

以上を踏まえると ECP を分離・独立させた場合には収益基盤の確立及び事業規模の拡大に重大な支障を来すと想定されることから、現時点においては、ECP の事業基盤の確立と着実なプロジェクト遂行が最優先であると考えております。また、当社はエネルギーの安定供給を使命としているなか、再生可能エネルギー事業のなかでも安定性の高い風力発電を中心に、バリューチェーン全体を当社グループ内に保有することは、お客様に電力のみならず、その環境価値まで含めて安定供給を行うことに資するものと考えております。

(エ) シティらの主張する再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場は実現可能性が低く、真摯な検討に基づくものではないこと

シティインデックスイレブンス作成の 2023 年 4 月 21 日付け「弊社提案内容のご説明」と題する資料（以下「2023 年 4 月 21 日付けシティ提案資料」といいます。）によれば、シティらの主張する再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場の手法として、最適なスキームについては常時模索を続けるとしつつ、複数の方法が挙げられていますが、いずれのスキームにも共通する点として、日本の M&A 法制及び税制において、100%子会社株式の現物配当方式による税制適格スピノフを行うにあたり、産業競争力強化法の事業再編計画の認定や、スピノフされた会社の遅滞なき上場を要する等、制度面・スケジュール面の実行ハードルや取引遂行に要する負荷が相応に高いという問題点があります。当社としては、上記(ウ)の ECP の現状も踏まえれば、事業基盤の拡大途中であり、洋上風力発電プロジェクトの遂行を最優先とすべき ECP において、現時点で税制適格スピノフを実行することは、同社の足かせとなってしまう収益機会を喪失することにもつながり得るため、現時点においては税制適格スピノフの実行は選択肢として劣後すると考えております。

シティらの主張するスキームは、上記の問題点を考慮しておらず、実現可能性が低いと言わざるを得ないほか、シティらの ECP の分離に係るスキームについては、場当たりに変遷しており、真摯な検討に基づくものとは受け止め難いと考えております。

- (3) シティらの真の目的は自らの短期的な利益のみを追求し、当社に過度に大規模な自社株公開買付けを実施させることにより Exit する点にあると考えられること

以下に記載のとおり、シティらの真の目的は、自らの短期的な利益のみを追求し、当社に過度に大規模な自社株公開買付けを実施させることにより Exit する点にあると考えられます。

- (ア) シティらの株主還元に関する要求は、当社に必要な自己資本額を下回ることとなる自己資本の払い出しを要求するものであると考えられること

第7次中期経営計画期間における当社の必要自己資本額 6,000 億円という目標値の算定の過程におけるリスクの観点については、当社の各事業セグメントにおける国内外の約 130 社の類似企業の過去 20 年の ROA を分析する等した結果、セグメント毎の目標自己資本額の合算額が合計 6,400 億円程度となったこと等を踏まえて、必要自己資本額の目標値を 6,000 億円に設定したものです。

これに対して、シティインデックスイレブンスが公表した 2023 年 2 月 22 日付け「3 月 23 日に発表されるコスモエネルギーホールディングス株式会社の第7次連結中期経営計画に関する弊社の考え方について」と題するプレスリリース（以下「2023 年 2 月 22 日付けシティプレス」といいます。）において、シティらは、第7次中期経営計画期間における当社の必要自己資本額は 5,000 億円程度が最大である等と断じておりますが、シティらからは、かかる主張の根拠は十分に示されておりません。

シティらの要求するように、当期純利益のうち自己資本 5,000 億円を超える部分を全て株主還元に充当することは、合理的に算出された当社の必要自己資本額を下回ることとなる自己資本の払い出しを行うことにつながるものであるといえるため、シティらの要求を受け容れた場合、当社の財務健全性を脅かし、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうこととなります。

- (イ) シティらによる本大規模買付行為等の真の目的は、当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上ではなく、自らの短期的な利益のみを追求するため、中長期的な当社の企業価値の向上を犠牲にし、当社に大規模な自社株公開買付けを実施させることによる Exit にあると考えられること

シティインデックスイレブンス作成の 2022 年 12 月 9 日付け「中期経営計

画策定に対するご提案（12月9日付）」と題する資料及び2023年4月21日付けシティ提案資料によれば、シティらは、当社の必要自己資本の積み上がり部分の相当程度が再生可能エネルギー事業に伴うものであるとの推測を基に、当社が再生可能エネルギー事業を丸抱えで継続することで当社の必要自己資本が本来あるべき水準よりも膨張する旨、及び、再生可能エネルギー事業への投資については自己資本ではなく他人資本を活用すべきであることを主張しております。

もっとも、上記(2)(ウ)のとおり、ECPを現時点で当社グループから分離・独立させることは適切ではないという当社の論拠に対してシティらからは十分な反論がなされていないことに加え、上記(2)(エ)のとおり、シティらが主張するECPの分離の手法は実現可能性には疑義がある等、真摯な検討を行った結果に基づくものとは言い難いことや、下記(ウ)に記載のシティらの過去の投資行動から予測されるシティらの行動も踏まえると、シティらの上記の主張は、要するに、当社が他人資本を活用する形で再生可能エネルギー事業子会社を分離することによって当社の必要自己資本額を減少させ、それにより余剰資本の創出を正当化し、自己株式取得の原資を確保することを目的とするものと考えられます。

また、シティらは、当社との面談において、繰り返し自己株式取得の実施を求めております。さらに、上記(ア)のとおり、シティらは、当社の第7次中期経営計画期間における当社の必要自己資本額についても、合理的な根拠なく5,000億円程度が最大であると断じ、当期純利益のうち自己資本5,000億円を超える部分については、その100%相当を株主還元にて充てる方針とすることを求めております。

このようなシティらの主張及び協議におけるスタンスを踏まえると、シティらは一貫して当社に対して自己株式取得の実行を求め、多額の自己資本の吐き出しによる大規模な株主還元を固執してきたと言わざるを得ません。

また、下記2に記載のとおり、本定時株主総会后、シティらが外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において将来的な上限枠としている29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性は高いものと合理的に判断されますが、下記(4)のとおり、シティらは本大規模買付行為等を行うことにより、当社の経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有することになるにもかかわらず、シティらは再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場及び株主還元の実行以外には当社の具体的な経営方針を示しておらず、シティらのかかる姿勢からも、シティらは自己株式取得の原資を確保した上で、当社に大規模な自己株式取得を行わせることにのみ関心

があると考えております。

- (ウ) シティらの過去の投資行動から、シティらによる本大規模買付行為等の真の目的は、自らの短期的な利益のみを追求するため、中長期的な当社の企業価値の向上を犠牲にし、当社に過度に大規模な自社株公開買付けを実施させることによる Exit にあると考えられること

別紙のとおり、シティらの過去の投資事例において、シティインデックスイレブンスが対象会社の事業・資産の相当部分を分離した上で、その部分を自らが取得し、残余の部分は売却するような態様の取引（いわゆる解体型買収に類するような取引）を行った事例や、シティらが市場内外において対象会社の株式を大量に買い集めた上、対象会社に圧力を掛け（場合によっては、対象会社において準備金の取り崩しまで実施して原資を確保させた上で）、極めて大規模なプレミアム付きの自社株公開買付けを実施させて、その保有株式を売り抜けた実績が多数存しております。これら手法が、シティらの典型的な Exit 手法となっており、（シティらは署名をしていないものの、）対話を通じて投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことに努める、日本版スチュワードシップ・コードに署名している投資家の投資方針とは相反するものです。これらの過去の投資事例からは、シティらの投資手法の特徴として、投資先の企業価値ないし株主共同の利益が向上するかどうかにかかわらず、短期的に自らの利益のみを最大化することが追求されていると考えられます。

また、シティインデックスイレブンスによる投資事例において、渥美陽子氏（以下「渥美氏」といいます。）が他社の社外取締役を選任された約9か月後に、同社において、シティらが多大なタックスメリットを享受する形でのExitを伴う大規模なプレミアム付きの自社株公開買付け及び第三者割当増資の実行が決議されているところ、本日付けプレスリリース「当社定時株主総会に係る株主提案に対する当社取締役会の反対意見に関するお知らせ」（以下「反対意見プレスリリース」といいます。）のとおり、シティインデックスイレブンスは、当社に対しても、渥美氏を当社の社外取締役として選任する旨の株主提案を提出しております。

反対意見プレスリリースにおいてお知らせしましたとおり、当社の指名・報酬委員会が実施した書面を通じた質疑応答において、渥美氏は、当社グループの属する業界及び当社グループの現状について十分な知識がなく、再生可能エネルギー事業のスピノフについて取締役会で十分な議論をすべきであるとの趣旨の主張をするのみであり、上記のような公約を掲げて当社の取締役に就任するにふさわしい人物とは考えられないうえ、渥美氏の取締役

候補者としての提案の目的が「再生可能エネルギー事業子会社の上場について」の議論にあるのかという点にすら疑念が生ずるものと考えています。すなわち、上記の書面を通じた質疑応答の結果に加え、渥美氏と村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）が直接又は間接に関連する法人及び団体（総称して、以下「村上氏ら」といいます。）の間には、渥美氏が村上氏らの代理人を務める等、複数の取引が存在すること、村上氏らが株主となっている複数の会社で渥美氏が社外取締役等に就任しており、村上氏の関与があると思われること等から渥美氏は村上氏らと密接な関係にあることは否定できないこと（反対意見プレスリリースの別紙2ご参照）、上記のこれまでのシティらとの対話の経緯、シティらの過去の投資行動等を併せ考えると、渥美氏は、当社の中長期的な企業価値や一般株主の利益の利益を犠牲にして、村上氏らの個人的利益を図る可能性も否定できません。

以上を踏まえると、シティらは、他社事例と同様に、当社への渥美氏の派遣を通じて、当社の中長期的な企業価値や一般株主の利益を犠牲にして、シティらがタックスメリットを享受する形での過度に大規模な自社株公開買付けを画策している可能性が高いと考えております。

- (4) シティらは当社の経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有するにもかかわらず、経営方針を示していないこと

下記2に記載のとおり、本定時株主総会后、シティらが、外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において将来的な上限枠としている29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性は高いものと合理的に判断されます。

この点、当社が2022年6月24日に開催した当社第7回定時株主総会における議決権行使率は約75%であり、当該議決権行使比率を踏まえると、仮に、シティらが上記事前届出により取得が許容される範囲で当社株式を最大限取得した場合には、シティらは、当社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く、実質的に当社の経営支配権を取得することになり、当社が企業価値ないし株主共同の利益に適うと判断した経営施策を阻止し、あるいは自らの意向に沿った施策の実施を強要することが事実上可能になります。

しかしながら、シティらは再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場及び株主還元以外に当社の具体的な経営方針を示しておらず、一般株主がシティらによる経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有するに至ることに対して賛同すべきか否かを適切に判断できる状況ではありません。また、上記(2)(エ)のと

おり、再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場の実現可能性には疑義があるところ、シティらが経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を背景に、これを強引に推し進めた場合や、これ以外の具体的な経営方針を有さないシティらが、当社経営陣が検討する中長期的に当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資する経営施策を否定する場合には、当社の経営に重大な支障を及ぼすおそれが高いと言わざるを得ません。

## (5) 小括

シティらとのこれまでのやり取り等を踏まえると、本定時株主総会后、シティらは、当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性が高いものと合理的に判断されます。

そして、上記(1)のとおり、シティらの提案は当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するものです。また、当社は、上記(2)のとおり、当社の再生可能エネルギー事業は当社グループのバリューチェーン全体で成長させていくことが当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資するのであって、シティらの主張するECPの分離・上場は当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうと判断しております。さらに、上記(3)のとおり、シティらの自己株式取得に関する要求は、当社に必要な自己資本額を下回ることとなる自己資本の払い出しを要求するものとなります。加えて、シティらによる本大規模買付行為等の真の目的は、シティらが、外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において将来的な上限枠としている29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等を行い、その持株比率を背景に、自らの短期的な利益のみを追求するため、中長期的な当社の企業価値の向上を犠牲にし、当社に大規模な自社株公開買付けを実施させることによる保有株式の売り抜けにあると考えられます。また、上記(4)のとおり、当社の経営方針を示していないシティらが当社の経営支配権ないし経営に対する重要な影響力を有するに至った場合には、当社の経営に重大な支障を生じさせるおそれが高いと言わざるを得ません。

## 2 シティらによる本大規模買付行為等に係る当社取締役会の評価

2023年3月23日付けプレスリリース「株式会社シティインデックスイレブンスらとのこれまでの対話の経緯及びスピノフに関する当社の考えについて」にて詳細に説明しましたとおり、シティらからは、本対応方針導入前において、複数回に亘り、当社株券等を大量保有報告書ベースで30%取得するとの発言や大量保有報告書ベースで過半数を取得するとの示唆があったことに加え、当社が本対応方針を導入する直前

の2023年1月6日には、大量保有報告書ベースで20%以上の当社株式を取得する予定はないとの従前の表明を突如翻し、村上氏から、大量保有報告書ベースで20%以上の当社株式を取得する旨の一方的な宣言がなされたこと等も踏まえ、当社は、シティらによる当社株式等の市場での買集めにより、大量保有報告書ベースで20%以上の当社株券等の買付行為、すなわち、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、本対応方針を導入いたしました（本対応方針の内容については、本対応方針リリースをご参照ください。）。

本対応方針導入後、シティインデックスイレブンスは、本対応方針が導入されたことを踏まえ、2023年3月29日付け書簡及び同年5月1日付け書簡において、本定時株主総会まではシティらにおいて当社株券等の取得を行わない予定である旨を述べており、実際に、シティらは、本対応方針を導入する直前の2023年1月10日時点で大量保有報告書ベースで20.01%に達して以降、当社株券等の取得を中断しているものの、本定時株主総会以降に、当社株券等を取得することについては否定しておりません。

他方、シティインデックスイレブンスから当社に対する2023年5月1日付け書簡によれば、シティらは、当社株式の取得に関する外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において南青山不動産を新たに届出者に加えております。当該書簡によれば、レノについては、取得期間のロールオーバーのための新たな事前届出を行わないこととしていることから、シティらの将来的な取得率は29.97%となる旨が示されておりますが（なお、レノの取得期間がいつまでかは言明されておりません。）、少なくとも現時点においては、シティらによる取得可能な株式比率の上限は、従前の29.97%から39.96%まで引き上げられているとのこととです。

また、当社は、2023年5月1日付け書簡において、シティインデックスイレブンスから、本対応方針を延長する場合には、本定時総会において延長の承認決議を得るのかとの質問がなされたことを受け、同年5月2日付けの書簡で、シティらに対し、本対応方針に関する議案を株主総会に諮るか否かを検討する前提として、シティらにおいて、2023年12月31日までの間、大規模買付行為等（当社株券等の追加取得を含みます。）を行わないことを誓約することができるかについて質問しましたが、同年5月8日付けの書簡で、2023年12月31日までの間、大規模買付行為等（当社株券等の追加取得を含みます。）を行わないことの誓約については、明示的に拒絶されました。

以上のとおり、(i)シティらから、本対応方針導入前において、複数回に亘り、当社株券等を大量保有報告書ベースで30%取得するとの発言や大量保有報告書ベースで過半数を取得するとの示唆があったこと、(ii)当社が本対応方針を導入する直前の2023年1月6日には、従前の表明を翻し、村上氏から、大量保有報告書ベースで20%以上の当社株式を取得する旨の一方的な宣言がなされ、その後、本対応方針の導入により

買集めが停止されるまでに、実際にシティらにより大量保有報告書ベースで 20%超の当社株券等の買集めが行われたこと、(iii)本定時株主総会後における当社株券等の取得については否定していない中で、当社株券等の取得に関する外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出におけるシティらによる取得可能な株式比率の上限について、少なくとも形式的には上限枠が一時的には 39.96%まで引き上げられたこと、また、将来的な上限枠としては 29.97%となることをシティらが自認していること、(iv)シティインデックスイレブンスが、2023 年 12 月 31 日までの間、大規模買付行為等（当社株券等の追加取得を含みます。）を行わないことの誓約をすることを拒絶したこと等から、本定時株主総会後、シティらが、外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において将来的な上限枠としている 29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた 39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性は高いものと合理的に判断しております。

以上のように、本定時株主総会後、シティらは、外為法の対内直接投資規制に基づく事前届出において将来的な上限枠としている 29.97%（ないしは、外為法上、実質的な取得許可がなされた 39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性が高いといえる状況において、当社取締役会は、シティらによる本大規模買付行為等がなされた場合における当社の企業価値ないし当社株主の共同の利益への影響について、評価・検討を重ねた結果、上記 1 記載のとおり、本大規模買付行為等が行われた場合には、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうと判断いたしました。

### 3 独立委員会に対する諮問及び同委員会による勧告

上記 1 及び 2 のとおり、当社取締役会は、シティらによる本大規模買付行為等による当社の企業価値ないし当社株主の共同の利益への影響について、評価・検討を重ねると共に、シティらが急速な大規模買付行為等に着手した場合における対抗措置の発動の是非等についても評価・検討を重ねてまいりました。

そのような状況の中、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、当社の業務執行を行う経営陣から独立性を有する当社社外取締役 4 名によって構成される独立委員会（当該委員会の詳細については、当社の 2023 年 1 月 11 日付けプレスリリース「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。）に対しても、シティらが本大規模買付行為等を行うことによる、当社の企業価値ないし当社株主の共同の利益に与える影響や対抗措置の発動の是非等について諮問を行ってまいりました。

そして、本日、独立委員会から、井上龍子委員（以下「井上委員」といいます。）を除く（※）独立委員会委員の全員の一致により、①シティらが、本大規模買付行為

等を行った場合、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうおそれがあると思料する旨、②上記①の評価を踏まえた上で、本議案を、本定時株主総会において上程し、本議案が承認可決されることを前提に、今後シティらが、急速な大規模買付行為等に着手したと認められる場合には、その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重の上、当社取締役会が本対抗措置を発動することは相当である旨、及び③上記②に係る議案を本定時株主総会に上程する場合、当該議案が承認可決されたものと取り扱うための可決要件を、シティら（シティインデックスイレブンス、野村氏、レノを指す。以下本③において同じ。）及び当社の取締役に加え、シティら及び当社の取締役それぞれに関係するものとして独立委員会が認める者（以下「本利害関係者」といい、シティら及び当社の取締役と総称して「議決権除外者」といいます。）を除く出席株主の議決権の過半数の賛同とする（いわゆる MoM 決議とする）ことは相当である旨を内容とする同日付け勧告書（以下「本勧告書」といいます。）を受領しました。本勧告書の要旨は下記4の（注2）をご参照ください。

（※） 上記 1(3)(ウ)に記載のとおり、シティインデックスイレブンスからの株主提案における社外取締役候補者である渥美氏と村上氏らと密接な関係にあることは否定できないところ、渥美氏は 2022 年まで井上委員と同じ法律事務所に所属しており、現在も渥美氏が代表を務める法律事務所と井上委員の所属する法律事務所が提携していること等により、井上委員は、利益相反のおそれから審議及び決議への不参加を申し出たため、独立委員会の審議及び決議には参加しておりません。なお、冒頭に記載のとおり、井上委員は、本取締役会の審議及び決議には参加しております。

#### 4 本議案の上程

当社は、本対応方針において、本対応方針を遵守しない場合には、当社取締役会限りで対抗措置を発動することとしておりますが、上記 2 のとおり、定時株主総会后、シティらは、29.97%（ないしは、39.96%）を上限とする当社株券等の本大規模買付行為等の実行に着手する蓋然性が高く、本大規模買付行為等が行われた場合には、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうと判断されることを踏まえ、株主意の尊重の観点から、定時株主総会で、急速な大規模買付行為等に着手したと認められる場合（※1）における（その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重した上での）当社取締役会による対抗措置の発動について、株主の皆様へ予めご承認をお願いするものです。対抗措置の内容については、本対応方針プレスリリースのⅢの3をご参照ください。なお、本議案が可決された場合には、本対応方針は、適用対象をシティらによる大規模買付行為等に限定した形で、株主の皆様にご承認された対抗措置の発動等に必要な範囲に限定して（但し、最長でも 2024 年開催予定の当社定時株

主総会后最初に開催される当社取締役会の終結時を限度とします。) 継続されるものとします(※2)。

なお、シティら及び村上氏が本定時株主総会の前日までに、2023年12月31日まで当社株券等の買増しその他大規模買付行為等に該当する行為を行わない旨を誓約する誓約書を提出した場合等、大規模買付行為等が企図されなくなると合理的に判断される場合には、本議案を取り下げた上、本対応方針に記載の当初方針どおり、本定時株主総会后最初に開催される取締役会の終結時をもって、本対応方針を廃止します。

また、本議案が否決された場合には、本対抗措置の発動はなされず、また、本対応方針に記載の当初方針どおり、本定時株主総会后最初に開催される取締役会の終結時をもって、本対応方針を廃止します。

(※1) 2023年1月17日付け「株式会社シティインデックスイレブンスから2023年1月12日付で送付された当社取締役会に対する書簡及び株式会社シティインデックスイレブンスが同日付で公表したプレスリリースに対する株式会社シティインデックスイレブンスへの書簡の送付に関するお知らせ」においてお知らせしましたところと同様、本日現在において、シティらが大量保有報告書ベースで20%をわずかに超える当社株式を保有しているという事実のみでは、「急速な大規模買付行為等に着手したと認められる場合」に該当するものではありません。また、本議案が本定時株主総会で承認された場合であっても、シティらが本対応方針所定の大規模買付行為等趣旨説明書を提出する等、本対応方針所定の手続を遵守する場合には、本対抗措置の発動はなされません。

(※2) したがって、本議案とは別に、本対応方針の継続について、本定時株主総会に議案を上程することとはしておりません。

(注1) 決議要件について

独立委員会からの本勧告書記載の勧告を踏まえて、本議案は、シティインデックスイレブンス(7,818,600株)、野村氏(3,854,025株)、レノ(6,007,900株)及び当社の取締役(8名、合計83,471株)並びに本利害関係者を除く出席株主の議決権の過半数の賛同によりご承認をいただきたく存じます(いわゆるMoM決議)。なお、議決権除外者は、本議案における議決権行使は認められませんが、本定時株主総会に出席し、本議案に関するものも含め質疑応答に参加することができ、また、本議案以外の議案についての議決権行使は当然に認められます。

なお、独立委員会は、本勧告書において、本日時点で、以下の者を本利害関係者として認定をしております。

|  | 株主名 | 議決権の数 | 本利害関係者に該当する理 |
|--|-----|-------|--------------|
|--|-----|-------|--------------|

|   |  | (所有株式数)           | 由  |
|---|--|-------------------|--|
| ① | コスモエネルギーホールディングス役員持株会（当社の現取締役の所有分のみ）       | 4 個<br>(485 株)    | コスモエネルギーホールディングス役員持株会の会員である当社の現取締役は、左記の株式のうち各自の所有分に相当する当社株式の議決権行使についてそれぞれ特別の指示を与えることができるため |
| ② | 当社の現取締役の 2 親等以内の親族（配偶者を含みません。以下同じです。）      | 30 個<br>(3,000 株) | 当社の現取締役と同一の議決権行使が行われる蓋然性が高いため  |
| ③ | 当社の現取締役又は当社の現取締役の 2 親等以内の親族が議決権の過半数を保有する会社 | 0 個<br>(0 株) ※    | 当社の現取締役又は当社の現取締役の 2 親等以内の親族が議決権の過半数を有しているため、当社の現取締役又は当社の現取締役の 2 親等以内の親族が意思決定をできるため         |

※ 2023 年 3 月 31 日現在、当社の株主に、当社の現取締役又は当社の現取締役の 2 親等以内の親族が議決権の過半数を保有する会社はありません。

本利害関係者に変更が生じた場合等においては、別途お知らせいたしますので、最新の発信情報をご確認賜りますようお願い申し上げます。

(注 2) 本勧告書の要旨

本勧告書の要旨は以下のとおりであります。

1. 以下に掲げる理由から、シティらが、本大規模買付行為等を行った場合、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうおそれがあると思料する。
  - (1) 再生可能エネルギー事業子会社については、分離・上場させるのではなく、当社グループのバリューチェーン全体で成長させていくことが当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資すること
    - 当社取締役会が、以下の理由から、シティらの主張するようにコスモエコパワー株式会社（以下「ECP」）を分離・上場させるのではなく、当社グループのバリューチェーン全体で成長させていくことが当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資すると判断していることは、当社グループ

の置かれた経営環境、事業構造、シティらの主張内容・経緯等を踏まえれば、合理的であると考えられる。

- ① グリーン電力サプライチェーン（(i)再生可能エネルギー発電、(ii)需給調整・蓄電、(iii)グリーン電力販売）において再生可能エネルギー発電を担う ECP は、当社の中長期的な経営計画において重要な構成要素として位置付けられていること
  - ② 当社グループは、ECP の営む洋上風力発電等の再生可能エネルギー発電事業に加えて、電力小売事業や将来の EV 供給に繋がるカーリース事業など、グリーン電力サプライチェーン全体を通じてシナジーを創出することが可能な複数の事業を有しており、これらの事業を当社グループ全体で実行していくことにより再生可能エネルギー事業の収益を最大化することができること
  - ③ ECP を当社グループから分離・独立した場合、洋上風力発電プロジェクトを遂行する人材の確保が困難となり、また、資金調達の効率性の低下や信用力の低下につながることに加え、ECP を上場させる場合には相応の時間・労力を費やすこととなるため、洋上風力発電プロジェクトの遂行に支障をきたし、収益機会の喪失につながる可能性があることを踏まえると、現時点においては、ECP の事業基盤の確立と着実なプロジェクト遂行が最優先であり、分離・独立させることは適切ではないこと
  - ④ シティらの主張するスピノフは、それを実行するための制度面・スケジュール面の実行ハードルや取引遂行に要する負荷が相応に高く、ECP の現状を踏まえれば実現可能性が低いことや、シティらの主張は変遷していることから、真摯な検討に基づくものとは受け止め難いこと
- (2) シティらの株主還元に関する要求は、当社の必要自己資本額を下回ることとなる水準の自己資本の払い出しを要求するものであること
- 第7次中期経営計画期間における当社の必要自己資本額 6,000 億円という目標値の算定は、各事業セグメントの資産に内在するリスクのリスク係数を資産額に乗じるという客観的な分析及び計算方法により算定されていること等からすれば、合理的であると考えられる。
  - 当社の株主還元方針は、財務健全性と株主還元の両立を図るものであり、徒に内部留保の積み増しを行っているものではないことは明らかである。
  - これに対して、シティらは、当社の必要自己資本額は 5,000 億円程度が最大であり、当期純利益のうちそれを超える部分の 100%相当を株主還元に充てることを求めるなどしているが、かかる主張の根拠は十分に示されていない。



- 上記 1.の通り、シティらによる本大規模買付行為等により、当社の企業価値ないし株主共同の利益が著しく損なわれるおそれがある。
  - 本大規模買付行為等は部分買付けとなるにもかかわらず、シティらは再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場及び株主還元以外に当社の具体的な経営方針を示していないことに加え、本議案において本対抗措置が発動されることとされているのは、シティらが本対応方針に従わず、株主に対して本大規模買付行為等の是非を判断するために必要な情報・時間が提供されない場合であることからすれば、本大規模買付行為等は一般株主に対する強圧性を有する方法で実施される可能性が高い。
  - シティらによる情報開示は不十分かつ不適切であり、株主による適切な判断を困難にしている。
  - 本対抗措置の発動は株主総会における本議案の承認を条件としており、株主意思に基づくものであるといえる。
  - 以上を踏まえれば、株主が本大規模買付行為等の是非を判断するために必要な情報・時間を確保するとともに、本大規模買付行為等により当社の企業価値・株主共同の利益が著しく損なわれることを回避するため、本対抗措置を発動する必要性が存すると考えることが合理的である。
- (2) 本対抗措置については相当性が確保されていること
- 本対抗措置の発動は、シティらに対してその持株比率の希釈化に伴い損害を与え得るものではあるが、現時点において、一定の限度で、①シティらにおいて生じ得る損害を回避する可能性が確保されており、②シティらに生じ得る損害を軽減する措置が講じられており、かつ、③シティらにおいて今後急速な大規模買付行為等を行う場合、本対抗措置が発動され損害を被ることは予見可能と考えられることに加え、実際に発動される際にも、独立委員会が本対抗措置の内容等を検討した上で行う勧告が最大限尊重されることとされており、当社取締役会により恣意的な運用がなされ、不合理な内容の対抗措置が発動されることがないような仕組みが設けられている。
  - したがって、本対抗措置の相当性は確保されていると考えることが合理的である。
3. 以下に掲げる理由から、本議案を当社の本定時株主総会に上程する場合、その可決要件を、シティら及び当社の取締役に加え、シティら及び当社の取締役それぞれに関係するものとして独立委員会が認める者を除く出席株主の議決権の過半数の賛同とする（いわゆる MoM 決議とする）ことは相当である。
- (1) 本対抗措置の発動に関する株主意思の確認は MoM 決議により行うべきであること

- シティらによる本大規模買付行為等（又は本対抗措置の発動）の是非については、株主の意思に基づき判断されるべきである。
  - 本大規模買付行為等は一般株主に対して強圧性が存するところ、シティらは買付者として一般株主とは異なる利害状況にあることに加え、既に保有する当社株式についても、強圧性及び情報開示の点で問題のある市場内買付けにより取得されたものであることを勘案すれば、シティらの保有株式に係る議決権を含めた通常の普通決議により株主意思の確認を行った場合、当該決議結果は株主の意思の発現とは評価できず、当該決議結果をもって確認された株主意思は歪められているおそれがある。
  - したがって、本対抗措置の発動の是非に関する株主意思の確認は、シティらなど一般株主と異なる利害状況にある株主を除いた株主による決議によるべきであると考えられる。
- (2) シティらとその関係者の保有株式に係る議決権の除外は許容され得ること
- 本大規模買付行為等に強圧性が存する状況においては、その是非については、強圧性の影響を受け得る株主が強圧性のない状況で判断をする必要があるところ、シティらとその関係者は、買付者としての利害関係を有しており、当社の株主としての見地からの判断を行うことは期待できない。
  - シティらが既に保有している株式は、少なくともそのほとんどが強圧性のある市場内買付けにより取得されたものであり、また、一般株主に対する十分かつ適切な情報開示をすることなく取得したものであり、当該株式に係る議決権を認めるべきではない。
  - したがって、本議案の決議に際しては、シティらとその関係者が保有する株式に係る議決権を決議から除外することも許容され得ると考えられる。
- (3) 当社取締役とその関係者の保有株式に係る議決権の除外も合理的であること
- 当社の取締役とその関係者の保有株式に係る議決権を決議から除外することは必須ではないが、シティらとその関係者の保有株式に係る議決権を除外することとの衡平性の見地から、当社取締役とその関係者の保有株式に係る議決権を本議案の可決要件から除外することも合理的であると考えられる。

以 上

過去の投資活動や裁判所の認定等

## 第1 アコーディアに対する投資事例

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

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

公表情報によれば、その後、村上ファンド関係者は、アコーディア株式の買い増しを続け、2014年3月28日までにアコーディアに対する持株比率（以下、特段の記載がない限り、大量保有報告規制上の「株券等保有割合」を「持株比率」と称する。）を約24%まで高めていた。アコーディアは、同日、レノ、C&I、南青山不動産及びシティインデックスホスピタリティとの合意の下に、同年6月の定時株主総会后に、保有するゴルフ場の約7割（同社がそれまで保有していた133コースのゴルフ場のうち90コース）を売却した上、その売却で得た総額1,117億円のうち、450億円超を投じて、当時における同社株式時価総額の約32%に相当する大規模な自社株 TOB（本項において、以下「本自社株 TOB」という。）を実施すること等を内容とする企業再編策を公表するに至った。その際、村上ファンド関係者は、アコーディアとの間で、村上ファンド関係者が保有する株式の全部を本自社株 TOB に応募する旨合意していた。なお、公表情報によれば、本自社株 TOB は、1株当たり1,400円で同社の発行済株式総

数の約 30%を取得するものであったが、その実施の予告がされた 2014 年 3 月 28 日の前営業日の同社株式の終値に対して 4.24%のプレミアムを、本自社株 TOB の実施の公表の前営業日の同社株式の終値に対しても 9.89%のプレミアムをそれぞれ付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

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

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

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

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

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

そして、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2014 年 8 月 5 日、アコーディアに対して、本自社株 TOB 後における株主還元の規模等が不満であるとして、アコーディアの社外取締役 6 名全員の解任及びレノの役職員 5 名の取締役への選任を求めて臨時株主総会の招集請求を行った。その後、同年 8 月 12 日に、アコーディアは、

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

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

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

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

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

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

## 第 2 MCJ に対する投資事例

公表情報によれば、レノは、2012 年後半から株式会社 MCJ（以下「MCJ」という。）の株式の買集めを進め、2013 年 3 月 29 日には、その保有株式数は 499 万 4,100 株（持株比率 9.82%）に達し、共同保有者であった当時のレノの代表取締役及び中島

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

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

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

### 第3 黒田電気に対する投資事例

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

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

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

公表情報によれば、その後も、村上ファンド関係者は黒田電気の株式を市場において大量に買集め、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日時点の村上ファンド関係者による黒田電気に対する持株比率は約35%まで高まっていた。）。

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

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

以上のとおり、村上ファンド関係者は、レノが黒田電気は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 ヨロズに対する投資事例

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

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

ちなみに、同「ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件」126 頁以下によれば、本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5 エクセルに対する投資事例

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

そして、かかる社外取締役への就任から5か月余りしか経過していない2019年12

月 9 日に、エクセルは、加賀電子との間で経営統合（以下「本経営統合」という。）を行うことを決定し、公表した（なお、同日時点で村上ファンド関係者はエクセルの議決権割合の 39.93%を保有するに至っていた。）。

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

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

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

## 第 6 東芝機械（現芝浦機械）に対する投資事例

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

東芝機械対応方針の導入にもかかわらず、その後、オフィスサポートの子会社であ

るシティインデックスイレブンスは、2020年1月21日、東芝機械対応方針に定める手続を遵守することなく、東芝機械株式を対象とするTOBを開始した（なお、この時点において、村上ファンド関係者であるオフィスサポート及びエスグラントは合計して持株比率12.75%に相当する東芝機械株式を保有するに至っていた。）。

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

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

を拒否し、2020年3月27日に株主意思確認総会を開催した。当該株主意思確認総会においては、東芝機械対応方針の導入及び本対抗措置の発動のいずれの議案についても、出席株主の総議決権数の約62%を超える賛成をもって承認可決されている。

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

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

## 第7 レオパレス 21 に対する投資事例

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

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

公表資料によれば、レオパレス 21 は、①村上ファンドグループがコーポレートガバナンスの向上を標榜して会社の株式を大量に買集め、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8 三信電気に対する投資事例

### 1. 第1回自社株 TOB

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

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

に応募して、その保有に係る三信電気株式の大部分を売却した。

第1回自社株 TOB は、TOB 価格を 2,191 円と設定しており、公表の前営業日である 2018 年 5 月 11 日時点の三信電気の市場株価の終値 2,234 円との比較ではディスカウント価格であったが、そのディスカウント率はわずか 1.92%であり、同社株式の過去 3 か月間の終値の単純平均値に対して約 120 円のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格で行われたものであった。なお、第1回自社株 TOB 公表の 3 か月前における三信電気の市場株価の終値は 1,826 円（2018 年 2 月 9 日）であったところ、第1回自社株 TOB 公表の前営業日における終値は 2,234 円（同年 5 月 11 日）であった。この 3 か月間に同社の株価は約 22%上昇しているが、大量保有報告書の変更報告書から判明する限り、この間、村上ファンド関係者は、三信電気株式を市場内で持株比率にして少なくとも約 1%買い増している。

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

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

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

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

## 2. 第2回自社株 TOB

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

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

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

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

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

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

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

## 第9 フージャースに対する投資事例

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

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

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

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

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

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

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

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 10 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の村上ファンド関係者は、西松建設株式会社（以下「西松建設」という。）の株式を市場において大量に買集め、2021 年 5 月 10 日時点において、村上ファンド関係者の持株比率を 22.84%にまで高めた。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

また、公表情報によれば、当該自社株TOBにおける買付予定株式数の上限は1,500万100株であって、当該自社株TOB公表直前における村上ファンド関係者による西松建設株式の保有株式数の合計である1,389万6,800株を上回る株式数と設定されており、また、上記のとおり、村上ファンド関係者と西松建設との間においては、当該自社株TOBについて応募契約が締結された。その結果、西松建設による上記自社株TOBは、村上ファンド関係者に対して、その保有に係る同社株式を(市場で売却した場合における売却価格の大幅な下落を回避しつつ)売り抜ける機会を与えることとなっ

た。

その後、公表情報によれば、村上ファンド関係者は、2021年12月15日付けで西松建設が伊藤忠商事株式会社（以下「伊藤忠商事」という。）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402万2,800株全てを譲渡している。

## 第11 大豊建設に対する投資事例

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

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

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

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

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

本自社株 TOB は、TOB 価格を 4,730 円と設定しており、公表の前営業日である 2022 年 3 月 23 日時点の大豊建設株式の市場株価の終値 3,665 円から 29.06%（1,065 円）のプレミアムを付した、いわゆるプレミアム付き価格によるものであった。

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

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

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

大幅な下落を回避しつつ) 売り抜ける機会を与えることとなった。

## 第 12 その他の投資事例

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

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

- 証券取引所の終値取引（ToSTNeT-2）によって自社株を買い付けた。同買付価格は 1 株 35 万円であり、日本経済新聞によると、村上は、平均買付コストを明らかにしていないが、M&A コンサルは利益を確保したもよう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、株式会社ダイドリーミテッド（以下「ダイドリー」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、ダイドリーが平成 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、買集めた株式を発行会社とストラテジック・バイヤーのどちらに売却しても損はないという状態を利用して投機を行うタイプのイベント・ドリブンの手法を用いたものといえ、村上の直系である控訴人らはこの手法を得意としていると評価することができる」と判示されている。

以 上