



2023年10月24日

各 位

会 社 名：コスモエネルギーホールディングス株式会社  
(コード：5021 東証プライム)  
代表者名：代表取締役社長 山田 茂  
問合せ先：コーポレートコミュニケーション部長 伊達 英理子  
電話番号：03-3798-3101

大規模買付者による当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果  
確定及び対抗措置発動に関する当社臨時株主総会における  
株主意思確認の議案上程についてのお知らせ

当社は、2023年7月28日付け「当社株券等の大規模買付行為等に係る大規模買付行為等趣旨説明書の受領に関するお知らせ」でお知らせしておりますとおり、2023年7月27日付けで、株式会社南青山不動産（以下「南青山不動産」といいます。）及び野村絢氏（以下「野村氏」といい、南青山不動産及び野村氏を総称して「大規模買付者」といいます。）より、当社株券等の大規模買付行為等に係る大規模買付行為等趣旨説明書（以下「本趣旨説明書」といいます。）を受領しておりました。

当社は、2023年1月11日付けで導入し、同年6月22日開催の当社定時株主総会（以下「2023年定時株主総会」といいます。）において株主の皆様にご承認された対抗措置発動等の範囲に限定して継続されている「シティら（※1）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」（以下「本対応方針」（※2））といえます。）に基づいて、大規模買付者に対し、当社取締役会及び株主の皆様が、大規模買付者が行う本対応方針所定の当社株券等の大規模買付行為等（以下「本大規模買付行為等」といいます。）の内容を検討するために必要と考えられる情報（以下「大規模買付情報」といいます。）の提供要請を繰り返し行った上で（※3）、大規模買付者による本大規模買付行為等の評価・検討を重ねてまいりました。

（※1） 「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氏及び株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）を指しますが、南青山不動産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。また、以下では、これらの者を総称して、「大規模買付者ら」といいます。なお、「大規模買付者グループ」とは2023年8月3日付け「当社株券等の大規模買付行為等に係る情報リスト交付に関するお知らせ」別紙の「本情

報リスト」第1の4.で定義されたものをいいます。

- (※2) 「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。
- (※3) 大規模買付情報の提供要請として、当社が大規模買付者に対して交付した2023年8月3日付け「本情報リスト」（以下「本情報リスト」といいます。）及びそれに対する回答、2023年8月30日付け「本情報リスト(2)」（以下「本情報リスト(2)）」といいます。）及びそれに対する回答、並びに2023年9月22日付け「情報リスト(3)」（以下「本情報リスト(3)）」といいます。）及びそれに対する回答の具体的な内容については、本日付けプレスリリース「当社より大規模買付者に送付した情報リストに対する回答状況について」をご参照ください。

そして、当社取締役会は、本趣旨説明書を受領した2023年7月27日から60営業日目である本日をもって取締役会評価期間を終了し、本日開催の取締役会（以下「本取締役会」といいます。）において、下記Ⅰのとおり、本大規模買付行為等が行われることは、当社の企業価値ないし当社株主の共同の利益を毀損するおそれがあると判断されるため、下記Ⅱの独立委員会からの勧告を最大限尊重した上、取締役全員（監査等委員であるか否かを問わず、また、独立社外取締役4名全員を含みます。）の一致により、2023年12月[14日]に当社の臨時株主総会（以下「本株主意思確認総会」といいます。）を開催することとし、本大規模買付行為等に対して、本対応方針に基づく対抗措置（以下「本対抗措置」といいます。）を発動することの是非を当社の株主の皆様にお諮りする議案（以下「本議案」といいます。）を本株主意思確認総会に上程することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

本株主意思確認総会に係る基準日は、2023年10月12日とすることとしております（詳細については、2023年9月26日付け「臨時株主総会を招集する場合の基準日設定に関するお知らせ」をご参照ください。）。本株主意思確認総会の開催日程及び本議案の内容その他詳細については、本日付け「臨時株主総会の開催及び付議議案の決定に関するお知らせ」をご参照ください。

本議案は、本株主意思確認総会において、当社取締役会による対抗措置の発動について、株主の皆様にご承認をお願いするものです。（いわゆる MoM 決議ではなく、大規模買付者ら及び当社取締役も議決権行使が認められます。）対抗措置の内容については、本対応方針リリースのⅢの3をご参照ください（※1）。

なお、当社としては、本大規模買付行為等には、2023年8月31日に策定・公表された経

済産業省「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－」（以下「買収指針」といいます。）でも指摘されているとおり、市場内買付けには、(i)公開買付けの場合のような情報開示等の規制が適用されないことにより十分な情報が開示されないという問題や、(ii)部分買付けそのものが有する強圧性の問題もあると考えていますが、今回、大規模買付者が、情報開示が不十分ながらも本対応方針所定の手続に沿った大規模買付行為等趣旨説明書の提出を行ったこと、その他諸般の事情を総合的に勘案の上、本議案の決議要件については、決議要件を普通決議とすることといたしました。

なお、大規模買付者ら及び村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）が本株主意思確認総会の前日までに、2024年5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ったと合理的に判断される場合には、本議案を取り下げるものとします。

本議案が可決された場合において、大規模買付者が、本大規模買付行為等に着手したと認められる場合には、当社取締役会は、その時点における独立委員会からの勧告を最大限尊重した上で、本対応方針に基づく対抗措置の発動として、新株予約権の無償割当て決議を行うこととなります（※2）。なお、1株に割り当てる新株予約権の数について、現時点では未定ですが、大規模買付者が本大規模買付行為等に着手した際に、速やかに決定し、開示いたします。

なお、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、2023年定時株主総会で可決された第5号議案の趣旨に照らして、2024年開催予定の当社定時株主総会後最初に開催される取締役会の終結時をもって、本対応方針は廃止されます。

(※1) 本対応方針は、適用対象を大規模買付者らによる大規模買付行為等に限定した形で（つまり、大規模買付者ら以外の者による大規模買付行為等は適用対象外となる形で）、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後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。）継続することについて、2023年定時株主総会において株主の皆様から承認を得ています。

(※2) なお、「本大規模買付行為等に着手したと認められる場合」とは、大規模買付者らが現在保有している17,680,525株を超えて当社株式を買い増す場合をいいます。当社では、その判断にあたって、当社取締役会の恣意的な判断を排除すべく、当社の株主名簿、大量保有報告書、変更報告書、証券保管振替機構への情報照会結果、その他の客観的な情報に基づいて、合理的・客観的に本大規模買付行為等の着手の有無について判断いたします。また、本大規模買付行為等とは別個に、大規模買付者ら（大規模買付者らが本大規模買付者グループに属する他のエンティティの名義を潜脱的に用いる場合を含みます。）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しない等、本対応方針の定める手続に従うことなく、大規模買付行為等（以下「手続違反の大規模買付行為等」といいます。）に

着手した場合には、上記と同じ手続・手法に基づいて当該着手の有無について判断し、2023年定時株主総会の第5号議案（詳細については、2023年定時株主総会招集通知参考書類をご参照ください。）において、手続違反の大規模買付行為等に対する対抗措置発動につき株主の皆様から予めご承認を得ていることを踏まえ、（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）当社取締役会により対抗措置を発動することとなります。

## 記

# I 大規模買付者による本大規模買付行為等に係る当社取締役会の評価

## 1 総論

当社は、2011年の東日本大震災に起因する爆発事故に加え、2014年度、2015年度と続いた大規模な在庫評価損失（2ヵ年合計1,848億円）の影響で財務健全性を大きく毀損いたしました。具体的には2015年度末にはネットD/Eレシオ4.6倍、自己資本比率7.7%となり、企業価値ないし株主共同の利益の観点からも財務健全性の確保が極めて重要でありました。

その後、当社は、2018年度から開始した第6次連結中期経営計画（2018年度～2022年度）（以下「前中計」といいます。）を中心に収益力の強化に取り組み、財務健全性に一定の目処がたったことから、2022年5月に、増配及び自社株買いを含む、総還元性向50%を目標とする株主還元の大規模強化を公表いたしました。加えて、本年3月23日に公表いたしました第7次連結中期経営計画（以下「本中計」といいます。）では、収益力の向上、資本政策の充実、成長期待の醸成により企業価値ないし株主共同の利益の向上、PBRの向上に取り組むことを明示し、資本政策においては総還元性向60%以上、下限配当200円と、より踏み込んだ株主還元方針を発表しております。その後も、企業価値ないし株主共同の利益の向上については極めて強い意識を持って取り組んでおり、本年8月10日に「株主還元方針および配当予想の修正に関するお知らせ」で公表しましたとおり、本中計期間中の下限配当引上げ（200円/株から250円/株へ）も、中長期的な業績推移を睨みつつ、企業価値ないし株主共同の利益向上を常に追求していく当社の姿勢をお示ししているものです。

なお、当社が同業他社に比して一層株主還元強化を実現するためには、当社の高い製油所稼働率の維持が必要不可欠であり、継続した安全・安定稼働の実現こそが、当社が企業価値ないし株主共同の利益の向上に真摯に取り組んでいる証左であると考えております。

このような取り組みの結果、上記株主還元の大規模強化を公表する前であった2022年3月末の当社株価は2,630円（PBR0.5倍）であったところ、還元の大規模強化を公表した

2022年5月末には3,550円（PBR0.6倍）、本中計を公表した2023年3月末には4,285円（PBR0.7倍）、下限配当の引上げを公表した2023年8月末には5,240円（PBR0.9倍）と継続的に上昇しています。また、2023年9月末を基準日とした当社の過去3年間のTSR（Total Shareholder Return、株主総利回り）も、対TOPIXの配当込み指数対比で約245%上回って推移しており、当社の企業価値ないし株主共同の利益向上への取組みについて、株主の皆様にご評価いただいているものと考えております。

一方で、大規模買付者らが情報リストの回答書において言及している当社に対する提案（以下「提案」とは本情報リスト第7の17.にて大規模買付者らが現時点においての可能性として言及している内容を含みます）は、いずれも実現蓋然性・具体性に乏しいものであり、大規模買付者らは、当社の企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた現実的かつ具体的な施策を有していないと考えられることに加え（下記2）、大規模買付者らと当社及び当社株主との間で利害相反関係が存在すること（下記3）にも鑑みると、大規模買付者らは、自らの短期的な利益を追求した結果、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると合理的に推察されます。さらに、大規模買付者らはその保有する当社株式を大規模買付者グループの中で特段の理由の説明もなく随意かつ随時に移動させているにも拘らず、大規模買付者以外のグループ内エンティティの実態も不透明である等、責任主体が不明確であるのみならず、コンプライアンス上の疑義があり、大規模買付行為等の実施主体として不適切であると考えられます（下記4）。これらを前提として、大規模買付者グループが、本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行う蓋然性が高いこと等を踏まえると、本大規模買付行為等は、当社の企業価値ないし株主共同の利益に対する現実的な脅威となっていると評価せざるを得ません（下記5）。

さらに、大規模買付者らによる本大規模買付行為等に係る手法（市場内における部分買付け）には、依然として一般株主に対する強圧性が存在することから（下記6）、本大規模買付行為等の実施は当社の一般株主の皆様にご不本意ながら当社株式を売却せざるを得ないような影響を与える可能性があると考えられ、かかる観点からも本大規模買付行為等には大きな問題があると考えられます。

以上のようなことから、本大規模買付行為等を今まさに阻止することが当社の企業価値ないし株主共同の利益にとって最善であり、反対に、わずかながらでも買増しを許すことは、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあるものと考えております。

## **2 大規模買付者らは、本大規模買付行為等後の当社の企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた現実的かつ具体的な施策を有していないこと**

大規模買付者らは、本大規模買付行為等の目的を「株主として企業価値向上及び株主価値向上を働きかける」と掲げていますが、実際のところ、大規模買付者ら

は、本大規模買付行為等を実施した場合の企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた現実的かつ具体的な施策を有していないと考えられます。

この点、大規模買付者は、本情報リスト第 7 の 17.に対する回答において、以下のような提案をしています。

- ① コスモエコパワー株式会社（以下「ECP」といいます。）についてスピンオフ（子会社の全株式を既存の株主に対して現物配当の形式で分配すること）による税制優遇措置を活用して当社から独立させて新規上場させる提案
- ② 当社保有の製油所についてどの製油所に競争力があるかを徹底的に精査したうえで製油所の閉鎖又は業界他社の保有する製油所との統合を含めた方向性及びそのマイルストーンを公表すべきであるとの提案
- ③ ENEOS 株式会社（以下「ENEOS」といいます。）若しくは出光興産株式会社（以下「出光興産」といいます。）の傘下に入ること又は製油所の全部若しくは一部を譲渡することによって製油所の統廃合を進めることが当社にとっても有益であるだけでなく、日本におけるエネルギー供給の安定化・最適化にも資すると判断できる場合、そのような提案
- ④ 将来的に当社の製油所の土地や設備を石油製品のみならず代替エネルギーとしての水素やアンモニア等の供給拠点で有効活用する等の事業構造を転換していくことが必要になる可能性があり、そのことについて ENEOS、出光興産若しくは別の第三者（内国会社を想定）によって保有・管理される方が当社の企業価値向上及び日本国におけるエネルギー供給の安定化・最適化に資すると判断される場合には、それら企業の傘下になることの提案
- ⑤ ポートフォリオの変革及び業態転換（製油所の土地や設備を石油製品のみならず代替エネルギーとしての水素やアンモニア等の供給拠点で有効活用する等の事業構造を転換していくこと）の可能性の検討について、上場企業として安定的な収益を確保しながら定量的な数値目標を立てることの提案
- ⑥ 当社が事業会社を通じて実施する原油開発に関連するプロジェクトに関して、当社ではなく他社（内国法人を想定）によって保有・管理される方が当社の企業価値や業界の合理化、ひいては日本の国益、国民へのエネルギー供給の安定化及び最適化に資すると判断できる場合、事業譲渡等の提案

しかしながら、上記①乃至⑥の各提案について、具体的内容を質問したところ、大規模買付者は「あくまで可能性として列挙したものであり」と回答するのみで実質的な回答を拒否しており、真摯な検討に基づくものとは考えられません。

個別の提案についても、例えば上記①の ECP のスピンオフについては、大規模買付者らは、ECP を当社グループ内に置きながら企業価値を高めるべきとの提言を行っていたにも拘らず、その後、一転して、ECP を当社グループから外す前提での提言を行う等、主張の内容に一貫性がないものであることに加え、2023 年 5 月 23 日付け「大

規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置発動に関する当社定時株主総会における株主意思確認の議案上程についてのお知らせ」の1でも記載したとおり、当社としては、大要、(i)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、他方で、(ii)大規模買付者らの主張する再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場は少なくとも当面は実現可能性が低く、真摯な検討に基づくものではないと考えております。そして、2023年定時株主総会において、シティインデックスイレブンスは「再生可能エネルギー事業子会社の上場について当社取締役会で真摯に議論し、その議論の結果を公表すること」を公約とする渥美陽子氏（以下「渥美氏」といいます。）を当社の社外取締役として選任する旨の株主提案（以下「本株主提案」といいます。）を行っていましたが、本株主提案への賛成率は、議決権を行使した当社株主の総議決権の25.93%に留まっており、大規模買付者らによる賛成票を控除すると、わずか3.04%の賛成票が集まったに過ぎませんでした。これを受け、村上氏は同年6月29日の面談において、「スピノフは負けたので引込める」と述べておりました。そのような経緯にも拘らず、大規模買付者が、2023年定時株主総会以前に行っていた提案とほぼ同内容である上記①の提案を行ったことは、そもそも当該提案が真摯に検討されていないことの証左と考えております。

また、上記②について、当社グループの石油事業は、販売量より生産量が少ないショートポジション戦略に加え、操業マネジメントシステムの導入等により、安全操業レベルが向上したことにより、全国平均を大幅に上回る製油所の高稼働を実現しており、継続して高い収益を達成しております。さらに、本中計と同時に公表したVISION2030では、2030年においても高い製油所稼働を維持できる見込みであることを公表しております。加えて、上記⑥について、当社グループの石油開発事業は、50年以上にわたる中東産油国との強い信頼関係のもと、極めて競争力の高い権益を保有しており、また、中東地域において日本企業で唯一の操業主体（オペレーター）として生産を継続している等、日本のエネルギーセキュリティの観点からも重要な役割を担っているものと自負しております。このような中、当社グループの石油事業及び石油開発事業の経常利益は、グループ全体の経常利益の概ね8割以上を占める、まさに収益の源泉であり、当該製油所の統廃合や石油開発事業の譲渡は、当社の収益基盤を揺るがしかねない提案であると考えております。

以上のとおり、大規模買付者は、本大規模買付行為等の目的を「株主として企業価値向上及び株主価値向上を働きかける」と掲げながら、実際のところ、大規模買付者らは、本大規模買付行為等を実施した場合の企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた現実的かつ具体的な施策を有しておらず、むしろその提案内容は企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

### 3 大規模買付者らと当社及び当社一般株主との間で利害相反関係があり、大規模買付者らが自らの短期的な利益を追求した結果、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられること

下記(1)乃至(3)のとおり、大規模買付者らが、本大規模買付行為等を実施した場合において、大規模買付者らは、その保有する当社株式に係る投資を回収するために株式の買増し等により影響力を強めた結果、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得ない状況になる可能性があることに加え、下記(4)及び(5)のとおり、大規模買付者らと当社及び当社株主の皆様との間では、それ以外にも利害相反関係が存在すると考えられることを踏まえると、大規模買付者らが自らの短期的な利益を追求した結果、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

#### (1) 本大規模買付行為等により大規模買付者らの Exit がより困難となり、Exit 方法が制限されること

本趣旨説明書によれば、大規模買付者らは、本大規模買付行為等を行うことで、議決権割合にして約 24.56%に相当する当社株式を取得することを企図しているとのことですが、大規模買付者らが、Exit の際に議決権割合にして 24.56%に相当する大量の当社株式を売却又は処分することは、現在の状況<sup>1</sup>と比較してより一層困難となると考えられます。この点、当社筆頭株主であった Infinity Alliance Limited が、2022年3月に、当時の総株主の議決権の数に対する割合にして 15.70%の保有株式を売却することとなった際にも、当該売却に係る決議の前日の終値に対するディスカウント率が約 16%に及んだことにも鑑みると、大規模買付者らが、本大規模買付行為等を実施した結果として、議決権割合にして 24.56%に相当する当社株式を取得するに至った場合には、その Exit 方法が、現況よりも一段と制限されると考えられます。

この点について、大規模買付者は、本情報リスト(2)第II部第3の1に対する回答において、それだけの数量の当社株式の取得に費やした投資の（現在想定されている）回収方法について、「現時点において具体的な回収方法は想定しておりません」と回答するのみであるところ、議決権割合にして（市場での売却又は処分が一層困難となる）24.56%となるに至る当社株式の大量取得を宣言しているにも拘らず、現時点で最終的な Exit 方法について想定していないことは不自然であり、最終的には当社への売却を想起させるものです。

<sup>1</sup> シティインデックスイレプンス提出の大量保有報告書に係る 2023年4月14日付け変更報告書 No.12 によれば、大規模買付者らは株券等保有割合にして合計で 20.01%の当社株式を保有しており、現時点においてもこの保有数量については変わりはないものと理解しております。

- (2) 大規模買付者グループの過去の投資行動からも、大規模買付者らが株式の買増し等により影響力を強めた結果、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得ない状況になる可能性があること

- (ア) 大規模買付者グループは、過去の投資事例の多くで、大規模なプレミアム付自社株公開買付けによる Exit を実際に行っていること

**別紙 1**のとおり、大規模買付者らの過去の投資事例において、大規模買付者グループが対象会社の事業・資産の一部を自ら取得し、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）を行った事例のほか、大規模買付者グループが、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、影響力を強めた結果、大規模なプレミアム付自社株公開買付けがなされた事例が多数存在しております。

特に、大規模買付者グループが投資を行い、株券等保有割合にして 20%以上の株式を保有するに至った投資先による大規模な自社株公開買付け（本情報リストの第 10 をご参照ください。）は、全て<sup>2</sup>プレミアム付自社株公開買付けであり（具体的には、新明和工業株式会社、三信電気株式会社（以下「三信電気」といいます。）、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」といいます。）、西松建設株式会社（以下「西松建設」といいます。）、大豊建設株式会社（以下「大豊建設」といいます。）、セントラル硝子株式会社（以下「セントラル硝子」といいます。））、また、このいずれにおいても大規模買付者グループは、当該自社株公開買付けに応募することにより Exit を果たしており、これらの手法が、大規模買付者らの典型的な Exit 手法となっています。

なお、2020 年 6 月 1 日から 2023 年 5 月 31 日までの期間に行われた上場会社による自社株公開買付けの事例全 36 件のうち、6 件が（1 か月平均株価との比較で）プレミアム付自社株公開買付けである中<sup>3</sup>、1 件（光通信によるもの）を除き、全て大規模買付者グループが大株主として存在していた会社が行ったものであって、大規模買付者グループが当該公開買付けに応募したもの（具体的には、三信電気、西松建設、大豊建設、セントラル硝子、ジャフコグループ株式会社）です。

しかし、自社株買いは、本来は、株価が割安な場合に行われるものであつ

<sup>2</sup> 2018 年以降に大規模買付者グループが提出者若しくは共同保有者になって提出された変更報告書において、株券等保有割合が 20%を超えた企業（当社および非上場化した企業を除く）。

<sup>3</sup> 資料版商事法務 448 号 78 頁・85～106 頁、同 460 号 49～50 頁、同 472 号 36～37 頁・40～42 頁参照。

て、自社株公開買付けもその実行時の株価以下で行われるのが通例であるため、プレミアム付きの自社株公開買付けは、プレミアム付きでない場合と比較して、対象会社にそのままとどまることを望む中長期保有の株主にとっては望ましくない手法であり、株主共同の利益を毀損するおそれがあります。

実際、大規模買付者グループが投資を行い、株券等保有割合にして 20% 以上の株式を保有するに至った投資先として上述した各社につき、プレミアム付自社株公開買付けの発表後の株価時価総額の推移について確認したところ（同時にほぼ同規模の第三者割当増資を公表した大豊建設を除く）、理論的には、買付けにより株数が減少することに伴い株価が上昇するはずであるにも拘らず、いずれの事例においても各公開買付けの公表前営業日と公開買付け終了日と比較すると、公開買付け終了日の株式時価総額が減少していることが判明しており（別紙 2 参照）、プレミアム付自社株公開買付けは株主共同の利益の向上に繋がらず、むしろ大規模買付者グループが高値で売却し、残された一般株主の利益が毀損するおそれがあるものと考えられます。

- (イ) 大豊建設の投資事例のように、合理的な他のスキームを採用せず、大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施させた事例も存在していること

大規模買付者グループによる大豊建設への投資においては、大規模買付者グループが他の株主と比較して多大な税務メリットを享受できる形で Exit することを可能とする大規模なプレミアム付きの自社株公開買付け及び麻生に対する第三者割当増資がなされていますが、当該スキームは、（上記スキームより合理的なスキームであると考えられる）大規模買付者グループがその保有する株式を麻生に直接譲渡するスキームを同グループが拒否した上で、それに代えて同グループにより提案されたものであることが、大豊建設が 2022 年 3 月 24 日に提出した公開買付け届出書によって明らかにされています。

この点に関して、大規模買付者は、大規模買付者グループが上記スキームを「提案」した訳ではない等と反論を行っていますが、そもそも大規模な自社株公開買付けと第三者割当増資との組み合わせによって M&A が行われた事例は上場会社においてはほぼ見当たらない上、仮に株式譲渡のスキームによった場合には、麻生としては、（実際に行われた第三者割当増資の割当価格が自社株公開買付け価格より高くなっていることに照らし）第三者割当増資との比較で抛出する金額も相対的に少なくなる上、大豊建設としては、一時的にせよ自ら多額の財務的負担を負うこともなく、資本準備金の減少手続や自社株公開買付けに伴う公開買付け届出書、第三者割当増資に伴う有価証券届出書の提出に伴う負担もなくなったはずであるため、合理的に考えて、麻生

や大豊建設が大規模な自社株公開買付けと第三者割当増資との組み合わせによるスキームを敢えて選好する理由はないと考えられます。従って、客観的・合理的にみても、当該スキームが採用された理由は、大規模買付者グループの（有形あるいは無形の）働き掛けによるものであった蓋然性が高いと考えられます。

なお、大豊建設の事例では、南青山不動産及びシティインデックスイレブンスが合計して同社の株式を 41.04%保有していた状況下で渥美氏が社外取締役を選任され、その約9か月後に、大規模買付者グループが他の株主と比して多額の税務メリットを享受する形でExitすることを可能とする大規模なプレミアム付自社株公開買付け及び麻生に対する第三者割当増資の実行が決議されています。

そして、当社との関係においても、2023年5月23日付け「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、渥美氏を当社社外取締役に選任すべき旨を内容とする株主提案を提出していたところです。

#### (ウ) 小 括

このように、大規模買付者グループが、過去の投資事例の多くにおいて、投資先会社の大規模なプレミアム付自社株公開買付けによるExitを行っていることに鑑みると当社としては、本大規模買付行為等が実行されることにより大規模買付者らが当社の経営に対する支配力・影響力を大きく強めた場合には、大規模買付者グループが他の株主と比較して税務メリットを享受することができる大規模なプレミアム付自社株公開買付け（後記(3)参照）に応じざるを得なくなり、当社の企業価値や株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えております。

- (3) 大規模買付者らにおける税務メリットの観点からも、大規模買付者らが株式の買増し等により影響力を強めた結果、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得ない状況になる可能性があることと推認されること

- (ア) 特定の会社株式を大量に保有した後、自社株公開買付けに応募することによるExitにより、特に内国法人である南青山不動産には税務メリットが生じること

一般に、特定の会社による自社株公開買付けへの応募・売却をした内国法

人株主においては、一定の税務メリットが生じます。具体的には、自社株公開買付けの対価について、みなし配当として益金不算入制度の対象となることに加え、（みなし配当に係る益金不算入の金額は、株主の株式取得価格とは無関係に算出されること、当該自社株公開買付けの対価から当該みなし配当部分を控除したものから、株式の取得価格を控除して譲渡損益を計算することとなるため、）みなし配当の額が大きいと、税務上、多額の株式譲渡損を認識できることとなります。そして、みなし配当に係る益金不算入の額については、大要、内国法人による対象会社株式の持株割合が、(i)発行済株式総数の5%以下の場合には配当等の額の20%が、(ii)発行済株式総数の5%超3分の1以下である場合には配当等の額の50%が、(iii)発行済株式総数の3分の1超である場合には配当等の額の全額（所定の負債利子額を除く。）が、それぞれ益金不算入とされており、その持株割合が高まることで、より多くの税務メリットを享受できることとなっています。

このような税務メリットは、個人及び外国法人株主には享受し得ないものである一方、大規模買付者グループは、過去の複数の投資事例（フージャース、黒田電気、西松建設等）においても、投資先会社が自社株公開買付けを実施することを決定した後、当該公開買付けへの応募前の段階において、野村絢氏等の個人が保有する投資先会社の株式をシティインデックスイレブンスや南青山不動産をはじめとする内国法人に移動させており、上記のように内国法人のみが享受し得る税務メリット（しかも、5%超を保有する内国法人株主には5%以下しか保有していない内国法人株主に比べてより大きな税務メリットが得られる。）を最大限享受しようとしたのではないかと疑われるところです。このことは、下記(イ)に記載のとおり、シティインデックスイレブンスや南青山不動産等の租税負担率が、その営業利益の額に比して極端に低いことから合理的に裏付けられます。

- (イ) 大規模買付者グループの過去の多くの投資事例において現に税務メリットを享受していると考えられること

大規模買付者グループは、これまでの各種投資先への投資により相当額のリターンを上げていると考えられるところ、シティインデックスイレブンスの決算公告（第15期～第17期）によると、直近3期においては200億円以上にも達するほど多額となっています。

それにも拘らず、シティインデックスイレブンスは、同社の決算公告によれば、少なくとも2019年度以降2022年度に至るまで、法人税、住民税及び事業税（以下「法人税等」といいます。）が0円（百万円単位。なお、この点について、シティインデックスイレブンスは都民税については支払っ

ていると回答するのみであり、税務メリットとの関係で重要な法人税の支払いについては一切回答されていません。) であるところ、このような税務上の結果が生じている主たる理由としては、本情報リスト第10の11.~20.に係る自社株公開買付けへの応募・売却に際して、(上記(ア)のとおり、)みなし配当に係る配当益金不算入によって得られる(個人や外国法人には享受し得ない)税務メリットを享受している点が挙げられるものと合理的に推測されます。

例えば、大規模買付者グループが、フージャースに対する株券等所有割合を約 37.57%まで高めた後、保有株式をシティインデックスイレブンスに集約させた上で(なお、集約の理由については、「各社の資金調達等」という曖昧な回答に終始しています。)、その大半をフージャースによる大規模な自社株公開買付け<sup>4</sup>に応募したことについて、大規模買付者は、上記(ア)のとおり、「結果として『みなし配当に係る配当益金の不算入の恩典をより多く享受したか否かについては』Yesということになります」として、(個人や外国法人は享受し得ない)法人税法令上の恩典をより多く享受したことを自認しています。

また、同様に、大規模買付者である南青山不動産についても、提供された損益計算書(第17期~第19期)によると、それぞれ、(i)第17期(2021年10月1日~2021年11月30日)の税引前純利益:15億7,080万8,814円(法人税等:1万1,600円)、(ii)第18期(2021年12月1日~2022年11月30日)の税引前純利益:51億2,663万9,871円(法人税等:7万円)、(iii)第19期(2022年12月1日~2023年2月28日)の税引前純利益:21億7,756万1,717円(法人税等:1万7,500円)と税引前純利益に比して法人税等の額が極めて僅少であるところ、大規模買付者は、その理由に関して、本情報リスト(2)第II部第6の4.に対する回答において、「税法上の所得と会計上の利益に差異があるためご指摘の状況になっているものと考えます」と回答するのみです。ここで大規模買付者らのいう「税法上の所得と会計上の利益に差異がある」状況とは、「自社株公開買付けによって高値で株式を売却した場合において、会計上はキャピタル・ゲインが実現するものの、(上記(ア)のとおり)キャピタル・ゲインはみなし配当となるため税務上の益金を構成せず、逆に株式売却価額からみなし配当を構成する額を差し引いた残額が税務上の簿価を下回っている場合には、税務上の株式譲渡損が創出される」ということを指すものと推測されます。

<sup>4</sup> その規模は約 150 億円であり、また、当該自社株公開買付けにおける買付予定株式数の上限は、当該自社株公開買付け公表直前におけるシティインデックスイレブンスによるフージャース株式の保有株式数をわずかに上回る株式数とされています。

以上を踏まえると、大規模買付者グループのうちシティインデックスイレブンス及び大規模買付者である南青山不動産をはじめとする内国法人は、様々な上場会社への投資を通じて、税務メリットを恒常的に享受していると考えられます。

#### (ウ) 小 括

上記のとおり、大規模買付者らは、法人税法令上、自社株公開買付けへの応募を通じて、個人及び外国法人株主には享受できない税務メリットを享受しているものと考えられ、それを得たいがために大規模買付者らが株式の買増し等により影響力を強めた結果、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得ない状況になる可能性があると考えられます。

- (4) 大規模買付者グループは競合他社株式を保有していた経緯があり、その過去の提案内容に鑑みても当社の一般株主の皆様と利害相反関係が存在すると思われること

村上氏が過去に当社に対して業界再編の必要性を盛んに強調していたこととの関係で、大規模買付者グループによる競合他社の株式保有の有無やその数量等は、(大量保有報告書の提出に至らない場合であっても) 当社の一般株主の皆様との利害相反状況の有無や程度を検討する上で、極めて重要な情報であるところ、大規模買付者グループは、本情報リスト(2)第Ⅱ部第2の1.に対する回答において、「貴社の競合他社の株式を保有しているのは事実ですが、貴社株式と異なり、大量保有報告書の提出を要するだけの大量の株式は保有していません」としていたにも拘らず、また、本情報リスト(3)に対する回答においては、一転して、「10月10日現在におきまして、買付者らによる貴社の競合他社の株式保有は一切ありません」と回答しているところ、当該変遷は、上記利害相反関係について追及を避けるためのものであると合理的に推認されます。加えて、今後の保有予定については未定とも回答しており、将来的に当社の一般株主との間で利害相反が顕在化し得る可能性は十分にあると考えられます。そして、本情報リスト第7の17.に対する回答において②～④、⑥として列挙されている提案については、競合他社も利害関係を有するものであることも踏まえると、大規模買付者らは、当社株主という立場以外の競合他社の株主という立場においても、本大規模買付行為等について利害関係を有しており、この点で一般株主とは異なる立場にあると考えられます(なお、出光興産については、本情報リスト第3の13.に対する回答において、人的関係もあることが示唆されており、当該関係性を以て、様々な提案を行うことができるという点においても、独自の利害関係を有していると

考えられます。)。

加えて、2022年5月25日の面談において村上氏は、当時、シティインデックスイレブンスと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。）とで合わせて富士石油株式会社（以下「富士石油」といいます。）の株式を10.11%保有していたことを踏まえて「富士石油さんはいらないですか」と当社に訊いた後、自ら「シナジーないですよ」とまで述べていたにも拘らず、同年8月31日の面談においても再度同様の提案をされ、その際、「●社〔当社注：競合他社〕に断られました」と、他社に当該提案を断られたから当社に話を持ってきた旨言及しており<sup>5</sup>、大規模買付者グループがシナジー創出による当社の企業価値向上を目的として当社に話を持ち掛けたものでないことは明らかです。従って、大規模買付者グループが業界再編の名のもとで、競合他社株式を保有する目的は、大規模買付者グループ独自の利害によるものと考えられます。

以上の大規模買付者グループの競合他社株式の保有状況や当社に対する言動等を前提とすると、大規模買付者グループは、自らが株式を保有する競合他社と当社との統合を含む取引等を当社が行うことについて独自の強い利害を有しているため、当社の中長期的な企業価値ないし株主共同の利益の向上を目的とした施策の実行に際して、当社の一般株主の皆様との間で利害相反関係が存在していると考えられます。

- (5) 大規模買付者ら及び村上氏が、本来当社が相対で行うべき交渉等について、自身らの関与を強く要求しており、その結果当社の企業価値ないし当社一般株主の皆様が利益が毀損するおそれがあること

以下のとおり、大規模買付者ら及びそれを主導する村上氏は、当社と当該会社とのインサイダー情報を含む当事者同士の協議に（表面上はあたかも2社間での直接のやりとりを尊重する姿勢を見せつつ）、介入しようと執拗に拘り続け、具体的な進展がないと見るや否や、一方的に本趣旨説明書を提出したと考えられます。

具体的には、本情報リスト(2)第II部第2の3.及び本情報リスト(3)第I部第4の3.記載の事実関係のとおり、シティインデックスイレブンスと村上氏は、2023年定時株主総会後の同年6月29日の面談において、具体的な会社名を挙げて、ある提案を行い、当社と当該会社との交渉に当たっては、村上氏自身を紹介者として直接関与させるべきと主張していました。これに対して、当社としては、(i)そ

<sup>5</sup> なお、この間、同年8月12日に、シティインデックスイレブンスは富士石油の株式5.11%を市場内において売却しており、シティインデックスイレブンスとエスグラントとを合わせた富士石油に対する持株割合は4.91%に減少しています。

のような交渉は取引の当事者のみで行うことが一般的であること、(ii)村上氏を交渉に関与させることにより、同氏を含めた大規模買付者ら（その現在の株券等保有割合の合計は 20.01%であって、実質的には全体として金融商品取引法上の「主要株主」としての実態を備えています。）にインサイダー取引規制上の重要事実を伝達することにもなり得ること、及び(iii)フェア・ディスクロージャー・ルール上の問題も生じかねないこと等々、慎重な考慮が必要となることから、仮に当該会社との間で交渉を行うとしても、当該交渉に村上氏を参加させることはできないと回答しておりました。

しかしながら、シティインデックスイレブンスと村上氏は、当該交渉過程について報告を求める等、実質的に交渉に関与させることに強く拘り（なお、シティインデックスイレブンスは 2023 年 7 月 19 日付けの書簡において、守秘義務契約を締結することも吝かではないとして、当該契約を締結してまでも当該交渉に関与することに拘っておりました。）、提案からわずか 2 週間の間に進展がないことをもって、当社が株主価値向上に後ろ向きである等と一方的に断じて、直ちに当社株式の追加取得の意向を示した上で、当社が株主価値向上に係る施策を直ちに決定・開示しない限り、大規模買付行為等趣旨説明書を提出すると一方的に通告するに至りました。

シティインデックスイレブンス及び村上氏のかかる行動は、通常の合理的な株主の行動とは考えがたく、大規模買付者らとその支配力・影響力を背景に（当該影響力に関する当社の考え方については、下記 5 のとおりです。）当社の経営上の意思決定に介入し、その結果、企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

- (6) 大規模買付者らの支配力・影響力が増大し、プレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得なくなった場合、中長期的な当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあること

大規模買付者らは、当社に対して、当社が発行した新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により割り当てられた株式について、当社の 2022 年度第 3 四半期決算までに自社株買いを実施することを要請しているなど、過去に多額の自社株買いを行うべき旨言及しております。

大規模買付者らが現在保有する当社株式の価額は、2023 年 10 月 23 日の終値ベースで約 920 億円（本大規模買付行為等が実行され、持株割合が 24.56%となった場合には約 1,120 億円）に相当するため、仮に、本大規模買付行為等が実行された結果として、大規模買付者らの当社への支配力・影響力が増大し、大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得なくなった場合には、想定外の大規模な資金流出が生じ、当社が本中計において掲げる企業価値ないし株主共同

の利益向上のための資本政策や投資計画を遂行することができなくなると考えられます。具体的には収益の要である石油事業や石油開発事業への投資、将来の再生可能エネルギー事業への投資ができなくなることや、下限配当として株主の皆様にお約束している 250 円/株の配当を継続できなくなる等、大規模なプレミアム付自社株公開買付け後に残存する一般株主の皆様にとって、株主共同の利益を著しく毀損するおそれがあると考えられます。

また、当社は本中計において、リスク・バッファの観点から、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 6,400 億円程度となったこと等を踏まえて目標自己資本額を 6,000 億円と設定しておりますが、これに対して、大規模買付者らは、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誤った推測を基に、当社の必要自己資本額は 5,000 億円程度が最大であると一方的に断じた上、それを超える自己資本については株主に還元することを要求しています。このような主張に対し、大規模買付者らは十分な根拠は示していない中、本大規模買付行為等の実行によって大規模買付者らの当社に対する支配力・影響力が増大し、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けを実施せざるを得なくなった場合、合理的に算出した必要自己資本額は大きく毀損せざるを得ず、当社に事業継続上のリスクが生じ、外部格付けの格下げにより社債や借入による資金調達を行う際に調達額や金利に影響が出る等、リスクの観点においても当該公開買付け後に残存する一般株主の皆様の利益を毀損するおそれがあると考えております。

#### **4 大規模買付者らは実態も不透明でグループとしての責任主体が不明確である等、大規模買付行為等の実施主体として不適切であり、コンプライアンス上の疑義があること**

(1) 大規模買付者らは当社への支配力ないし影響力を有するにもかかわらず、実質的にいずれの法人又は個人がどのように当社の経営に関与するか等を不透明にしていること

(ア) 大規模買付者らが大規模買付者グループに関する基礎的な情報提供を拒否したことは、経済産業省策定の買収指針の第 3 原則である透明性の原則に反すると考えられること

経済産業省策定の買収指針において、買収に当たり尊重されるべき原則の第 3 原則として「透明性の原則」が示されています。当該原則では、「株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令

の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである」とされているところ、本対応方針の下で行ってきた情報提供手続における大規模買付者らの対応は当該原則に反するものでした。すなわち、当社は、大規模買付情報の提供要請において、大規模買付者以外の大規模買付者グループに係る基礎的な情報を求めておりましたが、大規模買付者は、当該要請に対しては、「大規模買付者グループ」の範囲は不適切であるとして、一部回答はあったものの、実質的な理由を述べることなく回答を拒否しています。このような基礎的な情報ですら合理的な理由なく提供を拒否する姿勢は、買収指針の第3原則である透明性の原則に反する行動であると考えられます。

また、買収指針においても、「対象会社から共同保有者の範囲について質問を受けた場合には誠実に回答することが望ましく、共同保有者に該当することが推測される事情がある場合には、その点についても情報提供をすることが望ましい」（26頁）と明記されているところです。（この理は、潜在的にいつでも共同保有者に加わることがあり得る者についても当然に妥当するものと解されます。）

そして、シティインデックスイレブンス提出の大量保有報告書に係る2023年4月14日付け変更報告書 No.12によると、大規模買付者グループは、同年4月7日付けで、株券等保有割合にして6.8%に及ぶ大量の当社株式をレノから南青山不動産へと市場外で移転させ、当社株式の保有主体を変えているところ、上記南青山不動産への当社株式の移転の理由としては、本情報リスト第1の8.に対する回答において、「グループ各社の資金需要等」が挙げられているのみであり、それ以上の説明は拒否されていますが、このようなグループ内の必要性に基づき、その裁量により当社株式の移動が常にあり得るのだとすると、大規模買付者ら、あるいは大規模買付者グループの間において、当社との面談に出席してきた村上氏、野村氏及び（シティインデックスイレブンス及びレノの代表者である）福島啓修氏（以下「福島氏」といいます。）らによる自由な裁量の下で、大規模買付者グループ内においていつでも随意に当社株式の大規模な移動が行われる可能性があるという状況となります。そうである以上、本大規模買付行為等の評価に当たっても、大規模買付者グループ全体に関する情報が必要であると考えられます。

それにも拘らず、このような基礎的な情報ですら提供を拒否する姿勢は、買収指針において第3の原則として打ち出されている「透明性の原則」の趣旨である、「株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである」（同指針7頁）との点に反する  
と考えられます。

(イ) 当社との協議の場では村上氏が主導しているにも拘らず、実際は、村上氏は当社株式を保有するエンティティを支配する資本関係になく、また、当社に対する回答や情報発信の面、又は株式の取得・保有の面におけるエンティティの使い分け等は、回答や情報発信の責任主体を曖昧にし、結局、いずれの法人又は個人がどのような形で当社の経営に関与するかを著しく不明瞭とするものであると考えられること

当社としては、協議の場においては村上氏が前面に出て主張・要望を述べていたにもかかわらず、実際は、同氏は当社株式を保有するエンティティを支配する資本関係にないと考えています（なお、大規模買付者グループについて当社が把握している資本関係図は、**別紙3**のとおりです。）。加えて、下記のとおり、(i)大規模買付者らによる当社株式の保有状況及び買付主体の変遷等に加えて、(ii)大規模買付者に選定された南青山不動産の極めて分かりづらい実態に照らしても、どのような主体が当社に対して経営上の影響力を及ぼすことになるのか不透明になっています。

具体的には、シティインデックスイレブンス提出の2022年4月5日付け大量保有報告書によると、当初は、シティインデックスイレブンス及び野村氏が共同保有者として当社株式を取得・保有しており、その後、同年8月12日付け変更報告書 No.6 よりレノが共同保有者に加わり、当社株式の買付主体が複数に分けられておりました。そのような中で、同年4月頃から開始された当社との面談等の対話の場においては、村上氏、野村氏及びシティインデックスイレブンスの代表取締役である福島氏（なお、同氏はレノの代表取締役でもあります。）が主体となっており、2023年4月19日付けで行われた本株主提案についても、その提出主体はシティインデックスイレブンスでした。

このような経緯がある一方で、上記(ア)のとおり、2023年4月に、レノに代わって南青山不動産（レノと異なり、池田龍哉氏（以下「池田氏」といいます。）が代表取締役かつ唯一の取締役です。）が共同保有者となりました。そして、本趣旨説明書によれば、本大規模買付行為等の主体は、当社株式を保有する大規模買付者ら三者のうち、従前の対話主体であったシティインデックスイレブンスを除いた、野村氏と（当社との対話の場に出席してこなかった池田氏を代表取締役とする）南青山不動産とされており、一転して本大規模買付行為等に関しては南青山不動産がシティインデックスイレブンスに代わる買付主体となっています。しかしながら、なぜシティインデックスに代えて南青山不動産が本大規模買付行為等の実施主体に選定されたのかについては、実質的な説明はなされていません（なお、池田氏が対話に直接参加しなかった点について、本情報リスト(3)第I部第2の1.において指摘し

たところ、当該質問に対する回答で、突然、「貴社との面談の場には福島氏がシティ社の代表者兼南青山不動産の従業員として出席をしている」との事情が伝えられていますが、当社との面談時にはこの点に関する連絡は全くなかったほか、池田氏が直接出席しない理由は依然説明されていません。)

この点、大規模買付者グループ内において、外部から認知できない理由により買付主体が複数に分けられていたり、頻繁に入れ替わることで、当社との対話における責任主体は不明確となり（例えば、上記のとおり、当社に対して 2023 年定時株主総会で本株主提案を行ったシティインデックスイレブンスの代表者と本大規模買付行為等の主体である南青山不動産の代表者とは異なります。）、また、本大規模買付行為等の主体がなぜ入れ替わったのか（なぜ、元々は、シティインデックスイレブンス、レノ及び野村絢氏の三者が当社株式を共同保有していたのに、レノが南青山不動産に入れ替わり、しかも、2023 年定時株主総会で本株主提案を行い、本対応方針の下における情報提供手続における大規模買付者からの回答書も全てその HP において掲載されているシティインデックスイレブンスは、大規模買付者に入らないこととなったのか）実質的な回答はなされておらず、どのような主体が当社に対して経営上の支配力・影響力を及ぼすことになるのか一層不透明になっています。

また、大規模買付者グループは、**別紙 4** で詳述するとおり、過去においても、その投資先企業についての株式保有主体を幾度となく変更してきた経緯があり、かかる経緯に鑑みると、当社株式の保有主体も、今後、大規模買付者グループの中で変更される可能性があると考えざるを得ません。

加えて、南青山不動産一つをとってみても、いずれのエンティティが（南青山不動産を通じて）実質的に当社に経営上の影響力を及ぼすことになるのかが、明らかではありません。具体的には、南青山不動産を「実質的に支配する主体」は直接の親会社であるオフィスサポートの完全親会社である株式会社 ATRA（以下「ATRA」といいます。）と考えられるところ、本情報リスト(2)第 I 部第 1 の 5.に対する回答を基にすれば、ATRA の株式についてはシティインデックスイレブンスが 33.3%、株式会社シティインデックスステンス（以下「シティインデックスステンス」といいます。）が 45.4%、村上氏及びその親族が 21.2%保有していることが判明しています。しかしながら、シティインデックスステンスの資本構成及び当該「親族」の詳細についても大規模買付者は回答を拒否しており、大規模買付者である南青山不動産の実態（南青山不動産に対して、誰が、どの程度の影響力を持っているのか）が不明確・不透明なものとなっています。

そして、本情報リスト第 1 の 8.に対する回答によれば、大規模買付者は「現時点において、グループ内の株式の移動は予定しておりません」と述

べるのみであり、今後のグループ内の当社株式移転の蓋然性を否定しておらず、今後、村上氏の影響を受けた法人間で当社株式の移転が行われた場合、いずれの法人又は個人がどのように当社の経営に参与するか等をより一層不透明にするものと考えております（なお、上記のとおり、協議の場においては村上氏が前面に出て主張・要望を述べられていたにもかかわらず、本趣旨説明書等では、村上氏に関する情報は一切回答されていません。）。

- (ウ) 大規模買付者らが、本大規模買付行為等後に具体的にどのように当社経営に影響を及ぼすつもりであるのかが不明瞭なことに加え、当社グループ事業について深い知見を有していないこと

本趣旨説明書によれば、本大規模買付行為等によって、大規模買付者らが議決権割合にして 24.56%の当社株式を取得した場合、当社の経営に対する重要な支配力・影響力を有することとなることに加え、下記 5(1)に記載のとおり、大規模買付者グループは、本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行う蓋然性が高いと考えられます。

以上に鑑みると、本大規模買付行為等を行うにあたっては、大規模買付者らが、具体的にどのように当社経営に支配力・影響力を及ぼすつもりなのかについて明らかにする必要性は高いと考えられるにも拘らず、この点について大規模買付者は具体的な回答をしておりません。

また、大規模買付者は、本趣旨説明書において、南青山不動産及びシティインデックスイレブンスについては、当社及び当社グループ会社と同種の事業についての経験はないと自認しており、また、本情報リスト第 1 の 12.に対する回答でも、「当社の事業に関連する事業又は会社の経営に携わった実績はない」と回答していますので、大規模買付者らは当社の事業内容や当社グループの事業について深い知見を有していないと思われ（なお、大規模買付者グループ及びその構成員については回答を拒否しています。）。

以上のように、大規模買付者らは、具体的にどのように当社経営に影響を及ぼすつもりなのかについて具体的に示していないことに加え、当社グループ事業について深い知見を有している訳でもないことから、大規模買付者らが、仮に、当社の経営に対する重要な支配力・影響力を有するに至った場合、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

- (エ) 小 括

以上のとおり、(i)大規模買付者が大規模買付者グループに関する基礎的な情報の提供を拒否したことは、経済産業省策定の買収指針の第3原則である透明性の原則に反すると考えられること、(ii)当社に対する回答や情報発信の面、又は株式の取得・保有の面におけるエンティティの使い分け等は、回答や情報発信の責任主体を曖昧にし、結局、いずれの法人又は個人がどのような形で当社の経営に関与するかを著しく不明瞭とするものであると考えられること、(iii)大規模買付者らが、本大規模買付行為等後に具体的にどのように当社経営に影響を及ぼすつもりであるのかが不明瞭なことに加え、当社グループ事業について深い知見を有していないこと等を踏まえると、本大規模買付行為等が実行されて、大規模買付者らが当社の経営に対する重要な影響力を有することとなった場合、当社の企業価値ないし株主共同の利益を毀損するおそれがあると考えられます。

(2) 大規模買付者らはコンプライアンス上の疑義があると考えられること

大規模買付者らは、2023年定時株主総会において、「外国投資家」である大規模買付者グループとの間で取引関係を有しており、大規模買付者グループから「多額の金銭その他の財産を受けている者」（対内直接投資等に関する命令2条1項2号ホ）として「関係者」に該当し得る渥美氏を当社取締役を選任すべき旨の議案を内容とする本株主提案を行っており、これに対して**賛成の議決権を行使するに際しては、当該議決権行使について所管官庁への事前届出が必要であると****考えられるところ、大規模買付者らは、「関係者」該当性について十分な検討を行わずに、当該事前届出を行っていないと考えられます。**

具体的には、当社としては、渥美氏に関して、当社の2023年5月23日付け反対意見プレスリリースの別紙2に記載のとおり的事实関係を認識しており、2021年4月のシティインデックスイレブンスによる日本アジアグループ株式会社に対する新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件において、渥美氏がシティインデックスイレブンスの代理人弁護士を務めていること等に照らしても、**当社としては、大規模買付者グループから「多額の金銭その他の財産を受けている者」（対内直接投資等に関する命令2条1項2号ホ）として「関係者」に該当する蓋然性が十分に考えられ、本株主提案に対する大規模買付者らによる賛成の議決権行使（同意）について事前届出が必要だったのではないかと認識しています。**

それにも拘らず、大規模買付者は、この点について、「上記事件〔当社注：2021年4月のシティ社による日本アジアグループ株式会社に対する新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件〕において、シティインデックスイレブンスが委任契約を締結していたのは渥美陽子氏ではなく、当時渥美陽子氏が所属していた弁護士法人なので、貴社のご指摘は当たりません」と回答する（本情報リスト(2)第I部第1の12に対する回答）のみですが、上記事件では渥美氏が代理人弁護士

として表示されており、同氏への訴訟委任状が裁判所に対して提出されていることから、同氏との間に個別に委任契約が成立していたことは明らかで、当該回答は客観的に見て事実と反しています。

このように、事前届出を行わずに、大規模買付者らが本株主提案に賛成の議決権行使を行い、同意を行う行為は、一定の取締役選任に係る議案に関して行う同意について事前届出を要するとした外為法違反の疑義があると考えられます。

## 5 本大規模買付行為等は当社の企業価値ないし株主共同の利益に対する現実的な脅威となっていること

上記2乃至4のとおり、大規模買付者による本大規模買付行為等には重大な懸念が存在するところ、下記(1)及び(2)のとおり、大規模買付者グループが、本大規模買付行為等を足掛かりとして、当社の経営に対する支配力・影響力をさらに強めていく蓋然性が高いことも踏まえると、大規模買付者による本大規模買付行為等により、当社の実施する企業価値向上策の実行に支障を来すこととなるため、大規模買付者グループは、当社の企業価値ないし株主共同の利益に対する現実的な脅威となっていると考えられます。

- (1) 大規模買付者グループは、本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行う蓋然性が高いと考えられること（本大規模買付行為等は段階的な支配権取得行為の第一歩と考えられること）

本趣旨説明書では、議決権割合にして24.56%となるまでの株式数を取得する意向があると記載されていますが、以下に鑑みれば、大規模買付者グループが、本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行う可能性は十分にあるものと考えられます。

すなわち、当社が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ンオフに関する当社の考えについて」にて詳細に説明致しましたとおり、(i)本対応方針導入前において、大規模買付者らからは、大量保有報告書ベースで20%以上の貴社株式を取得する予定はないことが複数回表明されていたにも拘らず、当社の対応が大規模買付者らの意に沿わないとみるや、当該表明を翻し、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、(ii)大規模買付者グループは、一時は、グループ全体で当社株式を最大40%取得する旨の外為法上の事前届出を行っていたり、(iii)当社が本対応方針を導入する直前の2023年1月6日には、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向的な宣言

がなされたりする等（なお、この時実際に20%を超えて取得を行っています）、大規模買付者らは、これまでも度々、当社株式の取得目標につき、30%、40%ないし過半数といった数字を示唆してきました。その上で、(iv)本対応方針が導入された後、シティインデックスイレブンスは、そのことを踏まえて、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、2023年定時株主総会までは大規模買付者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るに至り（すなわち、2023年定時株主総会後の当社株券等の買増しの可能性は否定していなかったところ）、最終的に、2023年定時株主総会後の同年7月27日付けで、大規模買付者が、議決権割合にして（シティインデックスイレブンスと併せて）24.56%の当社株式の取得意向を表明する本趣旨説明書を提出するに至っています。

また、(v)本対応方針の下での情報提供手続に際して、大規模買付者グループは、本大規模買付行為等後の更なる買増しについて、「現時点では何も決定しておりません」として、その可能性を否定していません。さらに、(vi)本趣旨説明書における当社株式の取得目標である「24.56%」という数字は、今までの当社と村上氏、野村氏及び福島氏との面談に際しては一度も出たことがない数字であって、本対応方針の下での情報提供手続に際しても、取得目標をなぜ「24.56%」という今まで一度も言及されたことのない割合としたのかという点についても、大規模買付者からは特に説明はなされていません。

以上に鑑みると、本趣旨説明書では、当社株式の取得目標につき議決権割合にして「24.56%」とされていますが、この「24.56%」という数字は「一時的・暫定的」な取得目標に過ぎないと考えられます。

従って、本大規模買付行為等がそのまま実行された場合には、当社が大規模なプレミアム付自社株公開買付けに応じないときは、議決権割合にして30%ないし40%以上の当社株式を市場内で買い上がって、当社への影響力をさらに強めていくおそれがあると考えられます。

- (2) 本大規模買付行為等のみでも、大規模買付者らは、当社株主総会の特別決議における実質的拒否権を有すること

2023年7月27日付けで本趣旨説明書が提出され、本趣旨説明書では議決権割合にして24.56%の当社株式を取得する予定とされているところ、仮に更なる買増しの蓋然性を捨象した場合においても、本対応方針に基づく対抗措置発動議案や本株主提案による取締役選任議案が議題とされ、普段よりも一般株主の皆様の注目を集めていた2023年定時株主総会とは異なり、いわゆる平時における開催であった2022年6月23日の当社第7回定時株主総会における議決権行使率は約75%であり、このことを前提とすると、当社に対する24.56%という議決権割合

は、出席株主の議決権割合ベースでは約 30%に相当します。つまり、本大規模買付行為等が実行された場合には、大規模買付者グループは、わずかな株主との協調行動によって当社の株主総会における特別決議事項について実質的な拒否権を有することになります。また、2014年以降の議決権行使比率を前提とした場合でも、特別決議事項に係る拒否権のラインが、総株主の議決権割合ベースで26.2%となる（つまり、本趣旨説明書において大規模買付者らが取得予定であるとしている総株主の議決権割合ベースにおける「24.56%」という数字に肉薄する）ケースも確認されています。

そして、上記2及び3で述べたように、大規模買付者らは企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた具体的施策を有しておらず、大規模買付者らと当社及び当社一般株主との間で重大な利害相反関係がある状況の下で、このように、大規模買付者らが当社の株主総会特別決議事項についての実質的な拒否権を有するに至ることは、大規模買付者らが、当社として必要な事業譲渡や合併等の組織再編等に関して拒否権を有するに至ることを意味します。従って、本大規模買付行為等が実行された場合には、当社の企業価値ないし株主共同の利益に対する現実的な脅威が生じることになると考えられます。

## 6 大規模買付者による本大規模買付行為等の手法には、一般株主に対する強圧性が存在すること

- (1) 大規模買付者グループが本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行う蓋然性が高い中で、市場内で当社株式を取得する方法には強圧性が存すること

上記5のとおり、大規模買付者グループは、本大規模買付行為等を足掛かりとして当社株式の更なる買増しを行い、当社への支配力・影響力を強める蓋然性が高いと考えられます。

この点、大規模買付者らは、市場内で当社株式を取得する方法により、かつ、議決権割合にして 24.56%を上限とする部分買付けの方法で本大規模買付行為等を行うとしているところ、上記のとおり、大規模買付者グループが今後更なる買増しを行う蓋然性が高い中で行われる本大規模買付行為等には、構造的な強圧性が存在する（当社株主の皆様が、大規模買付者グループが当社の経営に強い影響を及ぼしている状況の下では、当社の企業価値ないし株主共同の利益が損なわれると考えている場合、そのような会社の少数株主にとどまるよりは、不本意ながらもいち早く市場において当社株式を売却する動機を持つことになる）ものと考えられます。

なお、市場内における売買においては、先に売り注文を出した株主から早い者

勝ちでその保有する株式が売却されることになるという取引の性質上、公開買付け以上に構造的強圧性が存在することになります。また、部分買付けにおいては、売却を希望する株主の全てが売却できるわけではなく、一般株主としては、少数株主として取り残される懸念から、不本意ながら保有株式を売却する誘因を持つこととなりますが、このような誘因は、大規模買付行為等が市場内での買増しの手法により行われる場合にはより強まることとなります。

また、対象会社の株式を市場内において（徐々に）買い増すことを通じて事実上の支配権を獲得するという手法は、応募者に均一の価格及び当該価格において一般に支配権プレミアムを付して支払われる等の特徴を持つ公開買付けと異なり、都度その時点での株価相当の金銭を支払うことで株式を取得するものであるため、買収者が、支配権取得の意図を秘匿し、一般株主に対して支配権プレミアムを支払うことのないまま、支配権を取得することができる点で問題性が大きいと考えられます。その意味で、欧米でも、市場内において、対象会社の株式の全部ではなく一部分のみを買い上げる手法は、creeping takeover（段階的・漸進的支配権取得）と呼ばれて、問題がある買収手法であると指摘されているところです。この点の詳細については、**別紙5**をご覧ください。

(2) 本大規模買付行為等に係る情報提供が不十分であること

上記(1)に加え、上記 4(1)のとおり、大規模買付者らは当社への支配力ないし影響力を有するにも拘らず、実質的にいずれの法人又は個人がどのように当社の経営に関与するか等を不透明にしており、大規模買付者グループが、グループ内において、随時、自由自在に当社株式を移動させている実態にも鑑みると、大規模買付者グループに関する基礎的な情報等が提供されないことは、経済産業省策定に係る買収指針の第 3 原則である透明性の原則に反すると考えられます。また、このような状態で本大規模買付行為等が実行されることは、当社株主の皆様が当社株式への投資につき十分な考慮をすることができない状況で、企業価値ないし株主共同の利益が毀損されることによるリスクを回避するために、早く株式を売却したいという誘因に駆られる蓋然性も強く、その点においても、本大規模買付行為等には構造的な強圧性が存在すると考えています。

(3) 小 括

以上のとおり、(i)本大規模買付行為等が市場内で当社株式を取得する方法により、かつ、部分買付けの方法によって行われること、(ii)本大規模買付行為等に係る情報提供が不十分であることから、本大規模買付行為等の手法については、一般株主に対する強圧性が存在すると考えられます。

## 7 結 語

上記 2 のとおり、大規模買付者らは、本大規模買付行為等後の当社の企業価値ないし株主共同の利益向上に向けた現実的かつ具体的な施策を有していないこと、上記 3 のとおり、大規模買付者らと当社及び当社一般株主との間で重大な利害相反関係があり、大規模買付者らが自らの短期的な利益を追求した結果、当社の企業価値ないし株主共同の利益を損なうおそれがあるものと考えられること、上記 4 のとおり、大規模買付者らは実態も不透明であって責任主体も不明確である等、大規模買付行為等の実施主体として不適切であり、コンプライアンス上の疑義があること、上記 5 のとおり、本大規模買付行為等は段階的な支配権取得行為の第一歩と考えられるだけでなく、それ自体として当社の企業価値ないし株主共同の利益に対する現実的な脅威となっていること、上記 6 のとおり、大規模買付者らによる本大規模買付行為等の手法については、一般株主に対する強圧性が存在すること等から、当社としては、本大規模買付行為等が行われることは、当社の企業価値ないし当社株主の共同の利益を毀損するおそれがあると判断した次第です。

## II 独立委員会に対する諮問及び同委員会による勧告

上記 I のとおり、当社取締役会は、大規模買付者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、大規模買付者が大規模買付行為等に着手する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、大規模買付者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、独立委員会委員の全員の一致により、①大規模買付者らが、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される旨、及び②上記①の評価を踏まえた上で、本議案を、本臨時株主総会において上程すること、及び、本議案が本臨時株主総会において承認可決されることを前提に、今後、大規模買付者らが、本大規模買付行為等に着手したと認められる場合には、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（注）をご参照ください。

（注）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。

記

1. 以下に掲げる理由から、大規模買付者らが、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・上場等させるのではなく、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
    - 当委員会が 2023 年 5 月 23 日付で当社取締役会に提出した勧告書（その要約については当社の第 5 号議案上程リリース参照）における判断と同様に、当社取締役会が、当社の中長期的な経営計画におけるコスモエコパワー株式会社（以下「ECP」）の重要性、ECP の事業と当社グループの他事業とのシナジー、ECP が独立した場合における人材確保・資金調達等の面での洋上風力発電プロジェクト遂行への支障、大規模買付者らの主張するスピノフの実現可能性の低さ等の理由から、大規模買付者らの主張するように 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、大規模買付者らの主張内容・経緯等を踏まえれば、合理的であると考えられる。
    - 大規模買付者らの提案する特定の第三者による ECP への資本参加は、表面的な理由のみに基づきなされたものである上、当該第三者の資本参加が ECP の事業拡大に貢献し得るとは直ちには考えにくく、むしろ ECP の洋上風力発電プロジェクトに悪影響を及ぼす可能性があることを踏まえると、かかる提案は実現可能性が低い上に、ECP の事業に悪影響を及ぼし、ひいては当社の企業価値及び株主共同の利益を毀損し得るものであると考えられる。
  - (2) 製油所の統廃合を進めることは当社の企業価値ないし株主共同の利益の向上に資さないこと
    - 当社取締役会が、大規模買付者による製油所の統廃合に係る提案は、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判断していることは、当社の製油所の高い稼働率が石油事業の高い競争力と収益力につながっており、需給バランスや当社の操業能力

及び保全能力からすれば当面の間かかる高い稼働率を維持可能であること等を踏まえれば、合理的であると考えられる。

- (3) 大規模買付者らが行う可能性を示唆するその他の提案はいずれも妥当性に欠けること
- 当社取締役会が、大規模買付者らが行う可能性を示唆する上記(1)及び(2)以外の次世代エネルギーや原油開発に係る提案について、いずれも妥当性に欠けると判断していることは、かかる判断が次世代エネルギーや原油開発を取り巻く客観的状況を踏まえたものであること等を踏まえれば、特に不合理な点は見受けられない。
- (4) 大規模買付者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、大規模買付者らは、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%相当を株主還元で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。
  - したがって、大規模買付者らの要求する株主還元を行えば、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水準での自己資本の払い出しを行うことになり、当社の財務健全性を脅かし、当社の企業価値・株主共同の利益を著しく損なうおそれがある。
- (5) 大規模買付者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保有株式の売り抜けにあることが合理的に推認されること
- 大規模買付者らが、当社との協議において一貫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自己株式取得に固執してきたことや、大規模買付者らの過去の投資行動も、大規模買付者らの真の目的が上記の点にあることを裏付ける。
- (6) 大規模買付者らは、本大規模買付行為等により、当社の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、大規模買付者らを含むグループの概要に関する十分な情報の提供を拒否し、また、当社の具体的な経営方針を示し

ておらず、本大規模買付行為等が行われた場合、当社の経営に重大な支障を生じさせるおそれがあること

- 本大規模買付行為等が行われた場合、大規模買付者らが単独で特別決議事項について拒否権を有することとなるわけではないものの、当社の過去の定時株主総会における議決権行使比率を踏まえると、大規模買付者らは、協調して行動する株主の確保又は公開キャンペーン等により、容易に特別決議事項に係る実質的な拒否権を獲得することができる現実的な可能性が存在するため、大規模買付者らは本大規模買付行為等によって当社の経営に対する重要な影響力を有することになる。
  - 大規模買付者らが本大規模買付行為等により当社の圧倒的な筆頭株主になった場合、その意向に反する議案を株主総会に上程した場合には、特別決議事項ではなかったとしても否決される合理的なリスクが存在するため、実務上は、当該株主の意向に十分に配慮した経営判断を行うことが求められることになると考えられる。
  - 大規模買付者らは、本大規模買付行為等の後に当社株式を追加取得する可能性を否定しておらず、大規模買付者らの過去の言動や投資行動を踏まえれば、一定期間が経過した後に当社株式を追加で取得し、さらに当社の経営への影響力を高めていき、最終的に当社の経営支配権を取得する可能性も否定できない。
  - それにもかかわらず、大規模買付者らは、大規模買付者らを含むグループの概要に関する十分な情報提供を拒否し、また、再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場等及び製油所の統廃合並びに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、大規模買付者らが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にないといえる。また、大規模買付者らがかかる影響力を背景に、再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場等及び製油所の統廃合を強引に推し進めた場合や、中長期的に当社の企業価値・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ある。
- (7) 当社経営陣が当社の経営を行う方が当社の企業価値ないし株主共同の利益に資すること
- 当社取締役会は、第7次中期経営計画において株主価値向上及びPBR向上に取り組むことを公表し、事業面では、石油事業の構造改善等により収益を大きく改善させるとともにNew領域の収益拡大に向けて取り組むこととし、大きく変動する外部環境を踏まえた施策を打ち出している。また、資本政策においては、総還元性向60%以上、下限配当250円とより踏み込んだ株主還元方針を公表している。これらの取組みを受けて当社のROEは

10.0%以上を維持しつつ、当社株価は継続的に上昇し、PBRも0.9倍まで向上しているなど、当社の企業価値・株主価値向上に向けた取組みは、資本市場からも一定の評価を受けているものと評価することができる。

- 他方で、大規模買付者らは、実現可能性及び具体性に乏しい再生可能エネルギー事業子会社の分離・上場等及び製油所の統廃合並びに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いない上に、当社の経営を適切に行う知見や能力を有しているかについても強い疑念を持たざるを得ない。
- したがって、当社経営陣がその知見や能力を活かして当社の経営に真摯に取り組んでいくことが、大規模買付者らが当社の経営支配権又は経営に対する重要な影響力を有する状況の下でその強い影響を受けながら当社の経営を行うことと比較して、当社の企業価値ないし株主共同の利益の維持・向上につながると考えることが合理的である。

2. 以下に掲げる理由から、上記1.の評価を踏まえた上で、本議案を、本臨時株主総会において上程すること、及び、本議案が本臨時株主総会において承認可決されることを前提に、今後大規模買付者らが、本大規模買付行為等に着手したと認められる場合には、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。

(1) 本議案を本臨時株主総会において上程することの是非

- 上記1.のとおり、大規模買付者らが本大規模買付行為等を行うことは、当社の企業価値ないし株主共同の利益を著しく損なうおそれがあると評価できることに加え、下記(2)のとおり、本対抗措置の発動について当社の株主総会にて株主の承認を得ることを前提として、本大規模買付行為等に対して本対抗措置を発動することに必要性及び相当性が認められることも踏まえれば、当社取締役会が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ことを回避するため本大規模買付行為等の実施に反対し、本対抗措置を発動すべきであるとして本議案を本臨時株主総会に上程することは相当である。

(2) 本議案が本臨時株主総会にて承認可決されることを前提に、大規模買付者が本大規模買付行為等に着手したと認められる場合に、当社取締役会が本対抗措置を発動することの是非

- 本対抗措置の発動について必要性があること
  - 上記1.のとおり、大規模買付者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こと、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と考えられる上に、大規模買付者らは、当社の一般株主に対して本

大規模買付行為等の是非について検討を行うために必要な情報を十分に提供しているとは評価し難いこと、本大規模買付行為等は市場内買付けの方法により行われること、大規模買付者らが本大規模買付行為等により当社の経営に重要な影響力を有することになるだけでなく、その後の追加取得により経営支配権を取得する可能性も否定できないこと等を勘案すれば、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。

- 大規模買付者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。
- 市場内買付けによる本大規模買付行為等及びその後に行われる可能性のある大規模買付者らによる当社株式の追加取得により、一般株主に対して適切な支配権プレミアムが支払われずに、経営支配権・経営に対する重要な影響力を取得されるリスクを生じさせる。
- 本対抗措置は、その発動の是非を株主に諮る議案が株主総会に上程され、当該議案が普通決議により承認可決されることを前提としており、株主の合理的な意思に基づくものであるといえる。
- 以上より、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。
- 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、大規模買付者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大規模買付者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大規模買付者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大規模買付者らにおいて今後、本臨時株主総会において本議案が承認可決され、かつ、本大規模買付行為等に着手した場合、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。

## 大規模買付者グループによる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 に応募するとして、TOB 期間の末日である同月17日正午を回答期限とする文書を送付する等の働き掛けを行った。

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

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

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

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

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

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

なお、上記のとおり、レノ、C&I、南青山不動産及びシティインデックスホスピタリティは、アコーディアとの間で本自社株 TOB に応募すること等について合意していたが、報道によれば、村上ファンド関係者は、アコーディアが 2014 年 3 月 28 日に上記企業再編策を公表した後も、かかる合意の当事者となっていないため本自社株 TOB に応募する義務を負っていなかったシティインデックス HD、フォルティス及びリビルドを通じてアコーディア株式を買集め、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、黒田電気社外取締役1名を送り込んだ（公表情報によれば、同月7日時点の村上ファンド関係者による黒田電気に対する持株比率は約35%まで高まっていた。）。

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

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

以上のとおり、村上ファンド関係者は、レノが黒田電気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かけた上、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紉氏の村上ファンド関係者は、西松建設株式会社（以下「西松建設」という。）の株式を市場において大量に買集め、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。

しかしながら、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。

## 自社株公開買付け前後の時価総額





**大規模買付者グループによる過去のグループ内における株主保有主体の頻繁な変更の実例**

大規模買付者グループは、過去の投資事例において、そのグループ内で、投資先会社の株式の保有主体を、随時、頻々と自由自在に変えてきた経緯があります。

例えば、株式会社レノ（以下「レノ」といいます。）、株式会社 C&I Holdings（以下「C&I」といいます。）及び南青山不動産株式会社（以下「南青山不動産」といいます。）の3社は、2012年11月にゴルフ場の運営・管理を事業とするアコーディア・ゴルフ株式会社（以下「アコーディア」といいます。）に対し、そのライバル企業である PGM ホールディングス株式会社（以下「PGM」といいます。）が敵対的 TOB を実施した直後から、アコーディアの株式を市場において大量に買い集め、当該 TOB 期間の末日である 2013 年 1 月 17 日の直前である同月 13 日には、アコーディア株式の 18.12% を買い集めて、同社と PGM との経営支配権争奪戦のキャストイングポートを握りました。

そして、PGM の当該 TOB が不成立に終わった後も、上記 3 社に加えて株式会社シティインデックスホスピタリティを含めた 4 社でアコーディア株式の買増しを続けて、2014 年 3 月 28 日までにアコーディアに対する持株割合を約 24% まで高め、同日、これら 4 社との合意の下に、アコーディアに、同年 6 月の定時株主総会後に大規模なプレミアム付き自社株公開買付け（以下「本自社株 TOB」といいます。）を実施する旨を公表させることに成功しました。

にも拘らず、大規模買付者グループは、アコーディアによる上記発表後も、同社との間で TOB 応募合意の当事者となっていなかった株式会社シティインデックスホールディングス、株式会社フォルティス及び株式会社リビルド（以下「リビルド」といいます。）を通じてアコーディア株式を市場内で買い集め、さらに、2014 年 8 月 5 日にはレノが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臨時株主総会の招集請求を行う等して、アコーディアに対して株主還元の圧力を強め、最終的に、アコーディアは、同年 8 月 12 日に、上記の本自社株 TOB 公表時に併せて公表していた、当該 TOB 後の減配方針を撤回し、本自社株 TOB 後も 2 年間に亘って合計 200 億円の大規模な株主還元を行う旨の発表を行うに至りました<sup>1</sup>。

また、三信電気株式会社（以下「三信電気」といいます。）のケースでも、大規模買付者グループは、2015 年 6 月 29 日以降、2021 年の三信電気による第 2 回目のプレミアム付

<sup>1</sup> 大規模買付者グループは、2014 年 8 月 28 日には、その持株割合を合計約 35% にまで高めていましたが、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共に全てのエンティティが本自社株 TOB に応募し、最終的に、その保有に係るアコーディア株式約 35% のうち約 20% を売り抜けています。

自社株公開買付けに至るまでに、大量保有報告書に共同保有者として名義が登場するエンティティだけでも、①村上世彰氏（以下「村上氏」といいます。）及び南青山不動産→②村上氏、南青山不動産及びリビルド→③村上氏、南青山不動産、リビルド及び C&I→④C&I、南青山不動産、リビルド及び中島章智氏（以下「中島氏」といいます。）→⑤C&I、株式会社オフィスサポート（以下「オフィスサポート」といいます。）、野村絢氏（以下「野村氏」といいます。）、レノ及び中島氏→⑥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。）、株式会社シティインデックスサード、株式会社 ATRA（以下「ATRA」といいます。）、野村氏及び福島氏→⑦エスグラント、オフィスサポート、野村氏及び株式会社シティインデックスイレブンス（以下「シティインデックスイレブンス」といいます。）→⑧シティインデックスイレブンス及びエスグラント、といった具合に、途中、頻々とエンティティを入れ替えながら、市場内買い上がりを行っています。

このように、大規模買付者グループは、過去においても、随時、自由自在にそのグループ内において投資先会社の株式保有主体を入れ替えながら市場内買い上がりを行い、最終的に、投資先会社によるプレミアム付自社株公開買付けに応募して保有株式を売り抜けてきています。

## Creeping Takeover（段階的・漸次的買収）の問題点

creeping takeover（段階的・漸次的買収）とは、一般的には、対象会社の株式を市場内において（徐々に）買い増すことを通じて、事実上の支配権を獲得することを意味するところ、欧米等においては、当該手法は、応募者に均一の価格及び当該価格において一般に支配権プレミアムを付して支払われる等の特徴を持つ TOB と異なり、都度その時点での市場株価だけを支払って株式を取得するという点で、対象会社の株主にとって、他の株主と平等な条件で支配権プレミアム付きでその保有株式を買い取って貰える（それにより、いわゆる支配権プレミアムの平等分配を受ける）機会が保障されないという問題点があると指摘されています。このような手法が用いられた場合、一般株主は、徐々に買増しを行う買付者が買増しを行って対象会社の経営に支配力・影響力を及ぼし得る状況になるにつれて、少数株主として株主間の利益相反関係から生じ得る不利益を甘受せざるを得ない地位に転落していくことから、そのような状況に鑑み、一般株主には公正な対価で株式を売却して会社から退出する機会を保障すべきであると考えられます。それにも拘らず、このような段階的・漸進的買増しを行う買付者が、支配権取得の意図を秘匿し、一般株主に支配権プレミアムを支払わないまま、支配権を実質的に取得していくのは不当であると考えられます。また、市場内買付けによる方法は強圧性が強い買付手法であることについては、既に繰り返し述べているとおりです。

この点、米国においても、例えば、2014 年のサザビーズ事件<sup>1</sup>（Third Point LLC v. Ruprecht, C.A. No. 9469-VCP（Del. Ch. May 2, 2014））に関して、デラウェア州衡平法裁判所は、著名アクティビスト・ファンドであるサード・ポイントが市場内買い増しによって 9.3%を保有する筆頭株主になった段階で<sup>2</sup>サザビーズが取締役会限りで導入した（アクティブ投資家との関係では）10%以上の株式取得で発動されるライツ・プランの発動・維持が適法であると判断するに際して、支配権プレミアムを支払うことなく市場内買増しによって支配ブロックを形成することを“creeping control”と呼び、そのような危険性があることを、上記ライツ・プランの発動・維持の適法性を基礎づける理由の一つに挙げ、また、サード・ポイントが 20%に向けて買い上がる意向を示していることは、サード・ポイントに「重要な会社の決定に対して、不釣り合いな支配力と影響力をもたらす」として、この点も同様に上記ライツ・プランの発動・維持の適法性を基礎づける理由の一つに挙げています。

<sup>1</sup> 米国において、著名なアクティビスト・ファンドであるサード・ポイントによる市場内株式買集めの標的となった対象会社であるサザビーズが、取締役会限りでライツ・プランを導入した事件。

<sup>2</sup> 他の 2 つのアクティビスト・ファンドもそれぞれ 6.6%と 5.0%を保有していたため、それらを合計するとその持株割合の合計は 20.9%に達していました。

また、2010年のバーンズ・アンド・ノーブル（以下「B&N社」といいます。）事件（Yucaipa American Alliance Fund II v. LR, 1 A.3d 310（Del. Ch. 2010））でも、アクティビスト・ファンドである Yucaipa American Alliance Fund II（以下「YP」といいます。）が市場内において約17.8%までB&N社の株式を買い増した<sup>3</sup>段階でB&N社が20%を発動基準とするライツ・プランを取締役会限りで導入したライツ・プランの発動・維持が適法であると判断するに際して、デラウェア州衡平法裁判所は、「支配株主による会社の非上場化の提案や不公正な価値を引き出す取組みに対して米国会社法等〔によって法的保護が与えられている〕ことは、YPのようなアクティビスト投資家が、単独であれ、他の株主と協働してであれ、一般株主の利益の犠牲の下に自らの利益を追求するための大きな交渉力を振りかざすような提案を可能とする実効的支配ブロックを獲得することのないよう、B&N社取締役会が合理的かつ非排除的な行動を行う権利を持たないということまでも意味するものではない」「YPがB&N社全体を買収する意図はないとしていることが真実であるとすれば、EU企業買収指令における関心の対象でもある取締役会側の懸念、即ち、YPが（〔他のアクティビスト・ファンド〕等と共に）支配権プレミアムを適切に支払うことなく支配権を取得できてしまうという懸念をより悪化させてしまう」等として、それらを、上記ライツ・プランの適法性を基礎づける理由の一つに挙げています。

これらの裁判例からすれば、米国においては、市場買増しによって段階的に対象会社の支配権が取得されるような状況がある場合には、他のアクティビストと併せて持株割合が20～30%にとどまっても、取締役会限りで対抗措置を発動し得ることが認められているといえます。

この点、本件では、大規模買付者らが本件大規模買付行為等の実行後に保有するに至る議決権割合は24.56%にとどまりますが、そのような割合であっても、上記のとおり、米国においてライツ・プランの発動が認められている裁判例が複数存在する以上、本対応方針の下において対抗措置を発動するために必要な「脅威」としては十分であるものと考えられます。

<sup>3</sup> 他のアクティビスト・ファンドも17.44%まで市場内で株式を買い増していました。