

平成 25 年 12 月 12 日

各 位

会社名 株式会社 M C J  
代表者名 代表取締役社長兼会長 高島 勇二  
(東証マザーズ コード番号:6670)  
問合せ先 取締役 経営企画室長 廣田 重徳  
(電話番号 03-5821-7114)

### 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

当社は、平成 25 年 10 月 8 日付で、株式会社レノ（以下「レノ社」といいます。）より、当社株式の大規模買付行為にかかる「意向表明書」を受領いたしました。

その後、当社は、平成 25 年 6 月 27 日開催の第 15 回定時株主総会において承認された「当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収防衛策）」（以下「本プラン」といいます。）に基づいて、レノ社に対し、当社取締役会及び独立委員会がレノ社による大規模買付行為の内容を評価・検討するために必要と考える情報（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、平成 25 年 11 月 28 日付で、本プランに基づく取締役会評価期間（以下「評価期間」といいます。）に入ることを決定し、レノ社による大規模買付行為の評価・検討を重ねてまいりましたが、本日、独立委員会より、レノ社による大規模買付行為に関する勧告書（以下「勧告書」といいます。）を受領いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

また、勧告書の内容を踏まえ、平成 25 年 11 月 28 日以降進めてまいりました、当社取締役会におけるレノ社による大規模買付行為に対する評価・検討の結果が、本日確定いたしましたので、併せてお知らせいたします。

記

#### 1. 独立委員会より受領した勧告書の内容

勧告書の内容は別紙②のとおりとなりますが、その要旨は以下のとおりです。

なお、勧告書においては、当社が公開することによりレノ社の事業活動に影響を及ぼすおそれのある情報（主にレノ社と特定の企業との関係性及び財務に関する情報等をいいます。）が含まれていることから、本リリースにおいては、該当する部分についてはその概要を記載することとどめております。

<勧告書要旨>

- (1) レノ社は、本プランに定める大規模買付ルールを遵守しているため、同ルールの不遵守を理由とする大規模買付対抗措置の発動は行うべきではない。
- (2) レノ社は、別紙①記載の場合を含む、本プランに定める大規模買付対抗措置の発動要件を具備していないため、当社は、大規模買付対抗措置の発動をすべきでない。

- (3) レノ社から提出された大規模買付情報に基づいて判断する限りにおいて、レノ社による大規模買付行為が、当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると評価するに至る事項はない。
- (4) 勧告書における独立委員会の見解は、あくまでも平成25年12月12日までに独立委員会が認識した事実及び取得した各種情報に基づくものであり、独立委員会の見解に重大な影響を及ぼすおそれのある新たな事実が判明し、あるいはレノ社が当社に対し宣言又は誓約した事項に違背する行為が確認された場合等において、当社取締役会から独立委員会に対する再度の諮問があった場合には、独立委員会はかかる諮問に応じ、それぞれの時点においてあらためて、レノ社による大規模買付行為の内容を評価・検討し、勧告書の内容と異なる判断を行う可能性がある。

## 2. 当社取締役会における評価・検討結果

当社取締役会は、本プラン及びレノ社から提出された大規模買付情報に基づいて、レノ社による大規模買付行為の評価・検討を重ねてまいりましたが、レノ社から提出された大規模買付情報が真実であることを前提とする限りにおいて、レノ社による大規模買付行為が、当社及び当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損するものであると直ちに断ずることは極めて困難であることから、勧告書に記載された独立委員会の見解を最大限に尊重し、評価期間の残日数にかかわらず、これを受け入れることが妥当であるとの判断に至りました。

また、レノ社による当社株式の取得目的が、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、値上り益を目的とする純投資であり、レノ社が、原則として、当社現経営陣に当社の運営を託し、友好的な関係を維持する方針である以上、本プランに定める「買付者が提示する買収提案や事業計画等に代替する事業計画等」を、当社取締役会から株主の皆様に対し別途ご提示させていただく状況でもないことから、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まいり所存です。

なお、上記1.(4)に基づき、当社取締役会において、レノ社による大規模買付行為に関して独立委員会に対し再度諮問する旨を決定した場合には、適時適切にその旨を開示させていただきます。

以上

## 別紙 ①

当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損する大規模買付行為に該当すると典型的に判断できる場合

- i 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価を釣り上げて高値で当社株式等を会社関係者に引き取らせることにある場合（いわゆるグリーンメーラーの場合）
- ii 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、当社グループの事業経営上必要な不動産、動産、知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先、顧客等その他の当社グループの資産を当該大規模買付行為に係る特定株主グループ（大規模買付者を含む。）に移譲させること（いわゆる焦土化経営）にある場合
- iii 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、当社グループの資産の全部又は重要な一部を当該大規模買付行為に係る特定株主グループ（大規模買付者を含む。）の債務の担保や弁済原資として流用することにある場合
- iv 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、会社経営を一時的に支配して、当社グループの所有する不動産、有価証券等の高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、又は一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って当社株式等の高値売り抜けをすることにある場合
- v 最初の買付で、全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定したり、二段階目の買付条件を明確にしないで、公開買付を行うなど、株主の皆様当社株式の売却を事実上強要するおそれのある買付行為である場合
- vi 大規模買付者による経営権取得及び経営権の取得後における当社の顧客、従業員その他の利害関係者の処遇方針等により、株主の皆様はもとより、顧客、取引先、従業員その他の利害関係者の利益を含む当社の企業価値を著しく毀損するおそれがある又は当社の企業価値の維持及び向上を妨げる重大な恐れがあると客観的、合理的な根拠をもって判断される場合
- vii 大規模買付行為における買付の条件（対価の価額・種類、買付の時期、買付方法の適法性、買付実行の実現可能性、買付後における当社従業員、取引先、顧客その他利害関係者の処遇方針等を含む。）が当社グループの企業価値の本質に鑑み、著しく不十分又は不適切な買付である場合

# 勧告書

---

平成 25 年 12 月 12 日

株式会社 MCJ 独立委員会

平成 25 年 12 月 12 日

株式会社 MCJ 取締役会 御中

## 勸 告 書

— 株式会社レノによる当社株式の大規模買付行為について —

株式会社MCJ 独立委員会

委員長 有 村 佳 人

委 員 麻 生 裕 之

委 員 保 田 和 磨

## 第1 前提となる事実の経緯について

### 1 大規模買付ルールの導入・更新

株式会社MCJ（以下「当社」という。）においては、平成20年6月27日、当社大規模買付ルールを導入し、同日、当該ルールに基づき独立委員会（以下「当委員会」という。）を設置した。その後、当社は、平成21年6月26日、当該ルールを一部変更の上、変更後の大規模買付ルール（以下「本件ルール」という。）の継続につき承認を受け、その後も毎年継続につき承認を受け、直近においては、平成25年6月27日、継続の承認を受けている。

なお、本件ルールにおいて用いられている用語は、本勧告書において特に定義するものを除き、同一の意味を有するものとする。

### 2 株式会社レノによる当社株式の取得

株式会社レノ（以下「大規模買付者」という。）は、大規模買付者の提出する平成24年8月3日付大量保有報告書の変更報告書（以下、単に「大量保有報告書」という。）によれば、平成24年7月31日までに当社株式2,535,500株（株券等保有割合4.99%）を取得し、その後の大規模買付者の提出する大量保有報告書によれば、それ以降当社株式を断続的に取得し、平成25年10月8日時点で当社株式4,994,100株（株券等保有割合9.82%）を取得する株主となっている。

その後、大規模買付者の提出する平成25年11月6日付大量保有報告書によれば、大規模買付者は、平成25年10月30日、市場外にて20,000株を295円にて売却し、同日、市場外にて1,700,000株を287円にて取得し、同日時点で当社株式6,674,100株（株券等保有割合13.12%）を取得する株主となっている。

なお、平成25年10月16日付大量保有報告書によれば、大規模買付者の共同保有者であった、大規模買付者の代表取締役を務める三浦恵美氏（4,151,400株保有）、及び同取締役の中島章智氏（783,100株保有）は、平成25年10月8日をもって、大規模買付者との共同保有の合意を解除したとのことである。

### 3 意向表明書の提出

当社は、平成25年10月8日、大規模買付者より、当社株式の大規模買付行為にかかる「意向表明書」を受領した。

すなわち、大規模買付者は、当社に対して、同意向表明書において、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ことを表明した。

併せて、大規模買付者による当社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こと、大規模買付者は、当社の株主として当社のガバナンスを適切に行いつつ、当社現経営陣に当社の運営を託し、友好的な関係を維持する方針であること、大規模買付者が当社株式の大規模買付行為を行うにあたっては、本件ルールに定められた手続を遵守することを誓約することなどを表明した。

#### 4 本件ルールに基づくやり取り

当社は、平成 25 年 10 月 17 日、大規模買付者に対して、上記 3 を受けて、本件リリースで定める買収防衛策のルールに従い、大規模買付者による大規模買付行為の内容を評価・検討するために必要と考える情報（以下「大規模買付情報」という。）の提供を要請する「必要情報リスト」を交付した。また、当委員会は、平成 25 年 11 月 13 日及び同月 25 日、大規模買付者に対して、追加で大規模買付情報の提供を要請した。

大規模買付者は、当社に対して、平成 25 年 10 月 22 日付「必要情報リストに対するご回答」、平成 25 年 11 月 15 日付「追加的な情報提供に関する要請書面に対するご回答」及び平成 25 年 11 月 26 日付「追加的な情報提供に関する要請書面(2)に対するご回答」で大規模買付情報の提供をした。

当委員会は、大規模買付者から提供された情報を分析し、平成 25 年 11 月 28 日、当該情報につき十分と評価する旨の決定及び勧告を行い、当社は、同日、評価期間に入った旨の開示を行った。

#### 5 独立委員会規則に基づく勧告対象

本件ルールに伴い策定された独立委員会規則（同規則は本件ルールに内包され、承認されている。）において、当委員会は、下記の事項について検討・評価し、委員会としての決定を行い、その決定の内容及び理由を当社取締役会に勧告する権限を付与されている。なお、前記 4 記載のとおり、下記①につきすでに決定し勧告済みである。

##### 記

- ① 大規模買付者が提供する情報の十分性について
- ② 大規模買付者による大規模買付ルール遵守の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について
- ③ 大規模買付対抗措置の発動要件具備の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について
- ④ その他当社取締役会が判断すべき事項のうち、当社取締役会が委員会に諮問した

事項及び委員会が当社取締役会に勧告すべきと考える事項について

以 上

なお、④につき当社取締役会は、独立委員会規則に基づく明示的な勧告対象以外の事項につき、当委員会に対して特段の諮問を行っていない。

## 第2 勧告内容及び結論

当委員会が大規模買付ルールに基づき勧告すべき内容及びその結論は、以下のとおりである。

なお、本勧告書における当委員会の見解は、平成25年12月12日までに当委員会が認識した事実、及び取得した各種情報に基づくものである。

したがって、今後、当委員会の見解に重大な影響を及ぼすおそれのある新たな事実が判明し、あるいは、大規模買付者が当社株式の保有目的を変更するなど、平成25年10月22日付「必要情報リストに対するご回答」、平成25年11月15日付「追加的な情報提供に関する要請書面に対するご回答」及び平成25年11月26日付「追加的な情報提供に関する要請書面(2)に対するご回答」において、大規模買付者が当社に対し宣言又は誓約した事項に違背する行為が確認された場合等において、当社取締役会から当委員会に対する再度の諮問があった場合には、当委員会はかかる諮問に応じ、それぞれの時点においてあらためて、大規模買付者による大規模買付行為の内容を評価・検討し、本勧告書の内容と異なる判断を行う可能性がある。

### (1) 大規模買付者による大規模買付ルール遵守の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について

大規模買付者は、大規模買付ルールを遵守しており、同ルールの不遵守を理由とする大規模買付対抗措置の発動は行うべきではない旨、勧告する。

### (2) 大規模買付対抗措置の発動要件具備の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について

大規模買付者は、大規模買付対抗措置の発動要件を具備していないから、当社は、大規模買付対抗措置の発動をすべきでない旨、勧告する。



- (3) その他当社取締役会が判断すべき事項のうち、当社取締役会が当委員会に諮問した事項及び当委員会が当社取締役会に勧告すべきと考える事項について

該当事項はないものと思料する。

### 第3 検討及び評価の内容

#### 1 大規模買付者による大規模買付ルール遵守の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について

当社が設定する「大規模買付ルール」とは、平成25年5月23日付「当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収防衛策）の継続に関するお知らせ」（以下「本件リリース」という。）5頁ないし6頁に記載のとおりである。

これによれば、大規模買付者は、大要、①意向表明書の提出及び②十分な情報の提供（当社の求める必要情報リスト又は追加的な情報提供要求に対する大規模買付情報の提出）をしなければならず、③大規模買付者が大規模買付情報の提供を完了した日から90日間（金銭を対価とする公開買付けによる全株式買付けの場合に限り60日間）、大規模買付行為を行ってはならないものとされている。

これに対して、大規模買付者は、平成25年10月8日、意向表明書を提出し、その後、同月17日の当社からの必要情報リストに対して同月22日回答書をもって大規模買付情報を提供しており、又、同年11月13日及び同月25日の当委員会からの追加的な情報提供要求に対してもそれぞれ同月15日及び同月26日に回答している。

また、大規模買付者は、大量保有報告書によれば公開買付規制上の特別関係者から一部株式を取得しているけれども、全体としてその議決権割合につき20%を超えていないから、大規模買付行為を行っていない。

なお、大規模買付者は、「法的観点から合理性、相当性及び有効性が認められる限り、大規模買付ルールを法的拘束力のあるルールとして誠実に遵守いたします」と述べている。

以上のとおり、大規模買付者は、大規模買付ルールを遵守しているから、大規模買付ルールの不遵守を理由として大規模買付対抗措置を発動することはできないものと思料する。

#### 2 大規模買付対抗措置の発動要件具備の有無及び大規模買付対抗措置の発動の是非について

上記のとおり大規模買付者は、大規模買付ルールを遵守しているから、大規模買付者

による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると当委員会が判断し勧告する場合を除き、大規模買付対抗措置を発動すべきではない。そこで、以下、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損するか否かにつき、検討及び評価する。

この点、本件リリース 7 頁ないし 8 頁において、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると類型的に判断できる場合を例示列挙しているから、まず当該類型への該当性を順次検討及び評価し、その後、大規模買付者からの回答を踏まえ、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると懸念される事項につき検討及び評価する。

(1) 本件リリースにおいて例示列挙された類型への該当性について

- i 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価をつり上げて高値で当社株式等を会社関係者に引き取らせることにある場合（いわゆるグリーンメーラーの場合）

大規模買付者は、大規模買付行為の目的を純投資としており、保有目的の変更を予定していないと述べている。また、大規模買付者は、「株式を買い占めた後にその株式を会社関係者に高値で買い取らせることにより投資を回収した又は回収しようとした事例」はないと述べている。したがって、経営権取得の目的を装い、実際には高値で会社関係者へ株式を売却することを目的とする狭義のグリーンメーラーには該当しないと思われる。

もともと純投資目的である以上、購入した価格以上の価格で何らかの形で売却することを目的としているはずであり、たとえば自己株式の取得を行うよう求めるといった場合、グリーンメーラーに準じるものといえる可能性もある。大規模買付者は、大規模買付者の出資先である株式会社アコーディア・ゴルフ（以下「アコーディア社」という。）に対して自己株式取得を提案したことを認めており、また、見解の相違はあるものの、当社に対しても大規模な自己株式の取得を提案していたということであり、その意味でもその点の懸念を払拭しておく必要がある。

この点、大規模買付者によれば、大規模買付者が自己株式の取得をさせ又は提案した過去の事例では、組織再編に関する反対株主の買取請求を行った場合を除き、すべて公開買付けの方法によっており、他の株主と公平な立場で売却しているとのことであり、また、当然ながらその時点での市場価格によるものである以上、不当な高値と断じることとも困難である。また例外とする組織再編に関する反対株主の買取請求を行った場合についても、法令に基づくものであって他の株主と公平な立場で売却したものであり、価格についても法令に基づく公正な価格によることからすれば、やはり不当な高値と断じることとは困難である。なお、大規模買付者は、大規模買付者が保有する株式のみを対象

とする会社関係者からの買取提案（自己株式取得を含む）については一切要請もしないし、大規模買付者に対する提案があっても断固拒否する、と述べている。

よって、大規模買付行為をすることにより、会社関係者に市場価格や客観的な企業価値とかけ離れた価格で大規模買付者のみが売り抜けることを目的としたいいわゆるグリーンメーラーやこれに準じるものとは即断しがたいと思料する。

- ii 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、当社グループの事業経営上必要な不動産、動産、知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先、顧客等その他の当社グループの資産を当該大規模買付行為に係る特定株主グループ（大規模買付者を含む。）に移譲させること（いわゆる焦土化経営）にある場合

大規模買付者は、事業経営上、一部の金融資産を除き不要な資産の存在を否定しており、事業経営上必要な資産の処分を行う意思がない旨表明し、当社グループの事業経営上必要な不動産、動産、知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先、顧客等その他の当社グループの資産を当該大規模買付行為に係る特定株主グループ（大規模買付者を含む。）に移譲させることを企図していないと述べている。また、そもそも大規模買付者は経営に参画する意思がないとしている。また、公開買付けを含めた市場外での買付けを予定していないとのことであり、取得数には自ずから限界があると思われるところ、完全子会社としない状態で法的なリスクを負うことなく焦土化経営を行うことは困難である。以上を考慮すると、このような目的であるとは断じがたいと思料する。

- iii 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、当社グループの資産の全部又は重要な一部を当該大規模買付行為に係る特定株主グループ（大規模買付者を含む。）の債務の担保や弁済原資として流用することにある場合

大規模買付者は、自己資金により買付を行うとする。この点、大規模買付者は、相当程度の預金残高を有していることを証明しており、自己資金で買付を行うとの点につき一定の根拠はあるものと思料する。

もっとも、大規模買付者は、平成 24 年 11 月期の貸借対照表において、1 年以内に支払うべき、多額の流動負債（短期借入金及び信用取引未払金等）を計上しており、この支払のため当社グループの資産の全部又は重要な一部を流用しようとする動機を有しているようにも見える。

この点、大規模買付者によれば、短期借入金のほぼ全額に相当する債務の債権者は、借入れ当時、大規模買付者の子会社であった法人であり、当該法人とは必要に応じて弁済期を繰り延べる旨の合意が成立しているとのことであった。当該法人は、大規模

買付者の代表取締役である三浦恵美氏が 50%の株式を有しており、残りの 50%株式を保有する者からも延長について同意を得ているとのことである。また、大規模買付者と当該法人との間で事業上の関係を有しており、当該法人にとっても弁済期延長により安定的な金利収入を得られることから、弁済期延長に同意しているとのことである。このことからすれば、上記短期借入金につき、必要に応じて弁済期を繰り延べる旨の合意が成立しているとの点についても、あながち根拠のないものではないと思われる。

なお、大規模買付者は、当該法人からの短期借入金につき、現預金、不動産、有価証券で十分返済できるレベルであると考えている、あるいは、時価 80 億円強あるアコーディア社株式を信用に振り替えることで速やかに弁済可能であるなどと述べているが、これらの点については、平成 24 年 11 月期の貸借対照表を確認する限り、一応の客観的裏付けがあるものと認められる。また、信用取引未払金は、通常の上場株式の信用取引によるものであり、基本的には信用建玉を決済することにより解消する予定とされており、当該貸借対照表上も担保差入有価証券の額を下回っていることから、これにより、大規模買付者の主たる目的が、当社グループの資産の全部又は重要な一部を債務の担保や弁済原資として流用することにあると断じる客観的根拠とは言い難い。

また、大規模買付者は、当社グループの資産の全部又は重要な一部を債務の担保や弁済原資として流用することが目的ではないと述べており、そのような目的があると客観的に判断することも困難であるから、当該類型には該当しないものと思料する。

- iv 当該大規模買付行為又は経営権取得の目的が、主として、会社経営を一時的に支配して、当社グループの所有する不動産、有価証券等の高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、又は一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って当社株式等の高値売り抜けをすることにある場合

大規模買付者は、純投資を目的とし保有目的の変更を予定しておらず、経営参画を想定していないとし、また将来的にも当社の「経営権を取得、及び経営への参画」を目的としていないと述べており、「会社経営を一時的に支配」することをそもそも目的としていないと考えられる。

金融資産の売却による株主還元を求める旨記載があるため、売却を要求する資産の範囲によっては、上記に準じる類型に該当するおそれもあるところ、あくまで現経営陣に対し提案するものにすぎないこと、処分を要求する金融資産の範囲は事業上必要となる金額を除く現預金とのことであり、資産の換価処分を前提とするものではなく、また、事業上の必要性については合理的説明が可能な範囲内である限り現経営陣に一任することであるから、手元流動性を軽視した過剰な配当を求める意思を有して

いるとまでは認められず、一概に上記に準じる類型として、「大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損する」と断じることが困難であると思料する。

- v 最初の買付で、全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定したり、二段階目の買付条件を明確にしないで、公開買付を行うなど、株主の皆様が当社株式の売却を事実上強要するおそれのある買付行為である場合

大規模買付者は、大規模買付行為の方法として現時点では市場買付けのみを想定しており、公開買付けを実施する意向はない旨述べており、仮に将来的に公開買付けを行うとしても、二段階目の買付について不利な条件設定を行い、又は、条件を明確にしないで行うなど、株主に当社株式の売却を事実上強要するおそれのある買付行為を行わないと明言している。また、完全子会社化を企図するものでもないことから、当該類型には該当しないものと思料する。

- vi 大規模買付者による経営権取得及び経営権の取得後における当社の顧客、従業員その他の利害関係者の処遇方針等により、株主の皆様はもとより、顧客、取引先、従業員その他の利害関係者の利益を含む当社の企業価値を著しく毀損するおそれがある又は当社の企業価値の維持及び向上を妨げる重大な恐れがあると客観的、合理的な根拠をもって判断される場合

大規模買付者は、純投資を目的とし、目的の変更を予定していないと述べているところ、客観的には大規模買付者が経営権取得を目的としていると判断できる事情は見当たらず、また、同様に、経営権取得後に株主、顧客、取引先、従業員その他の利害関係者の利益を含む当社の企業価値を著しく毀損するおそれがある又は当社の企業価値の維持及び向上を妨げる重大な恐れがあると判断できる客観的的事情も見当たらないため、当該類型には該当しないと思料する。

- vii 大規模買付行為における買付の条件（対価の価額・種類、買付の時期、買付方法の適法性、買付実行の実現可能性、買付後における当社従業員、取引先、顧客その他利害関係者の処遇方針等を含む。）が当社グループの企業価値の本質に鑑み、著しく不十分又は不適當な買付である場合

大規模買付者が現時点において予定する方法とする、市場買付けの方法による場合、その買付条件が当社グループの企業価値の本質に鑑み、著しく不十分又は不適當な買付と判断することは典型的に困難であると思料する。

(2) 大規模買付者からの回答を踏まえ、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると懸念される事項

i 意向表明書提出後の売却行為等について

大規模買付者は、平成 25 年 10 月 8 日、当社株式の株価水準を割安として純投資目的で大規模買付行為を行う旨の意向表明書を当社に対して提出し、同時に大量保有報告書上共同保有者であった三浦恵美氏及び中島章智氏との間で共同保有の合意を解除したとしている。

当社が同日これを公表した後、大量保有報告書によれば、大規模買付者は、平成 25 年 10 月 30 日、当社株式を一部売却し、同日、1,700,000 株の株式を購入している。なお、三浦恵美氏は、同日 1,700,000 株の株式を売却している。

この点、当社株式の購入の意向を表明しつつ売却をしている理由につき、大規模買付者は、当社が平成 24 年 12 月 14 日に実施した ToSTNeT-3 による自己株式 1,025,800 株の取得により、当社の主要株主に該当していたところ、平成 25 年 10 月 30 日の引け後に ToSTNeT による株式購入を予定していたため、当社株式 20,000 株の売却を行って主要株主の要件を充足しないようにしたとし、また、同日の売買について、実質的に三浦恵美氏の売却した株式を取得したこととなるとしている。

すなわち、主要株主のまま株式購入をすれば、売買報告書提出義務を負い（金商法第 163 条）、また、短期売買差益の返還義務（金商法第 164 条）を負うところ、6 か月以内での売却の可能性を留保すべく短期売買差益の返還義務を負担することを嫌ってこのような行動をしたものようである。

上記行動の適法性・妥当性について当委員会が判断するものではないが、上記の一部売却については、一応理由があり、当社株式を購入するという意向を否定する事実にはあたらないと判断する。

なお、大規模買付者による意向表明書の提出と同時に三浦恵美氏及び中島章智氏との間で共同保有の合意を解除した理由は判然とせず（当社株式の売買について共同歩調を維持しないこととなったためとしている。）、三浦恵美氏は少なくとも 1,700,000 株を売却していることからすると、両氏の売却価格を引き上げる目的での行動とみる余地もなくはないものの、両氏のその他の売買について把握することができず、また、大規模買付者は、少なくとも上記 1,700,000 株を購入していることからすると、当社株式の株価水準が割安であって取得を希望するという主張と一貫した行動をとっており、この点に関して、直ちに、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると評価するには至らないものと思料する。

## ii エグジット時に市場を混乱させるおそれはないか

大規模買付者は、市場売却によるエグジットの場合であっても、「叩き売ることとは自分で自分の首を絞めることになるため、時間をかけてできる限り株価に影響を与えない範囲で売却していく所存」であり「株価に大きな影響を与えることなく、売却することは可能」と述べ、具体的には市場への影響を排除するため、一日の関与率や引け前 15 分前の発注をできるだけ避けるなど発注時間等に配慮していると述べている。また、「万が一、株価が安くなる場合には、弊社が割安であると判断する水準であれば再度買い増しすることもありますので一定の価格調整メカニズムが働くものと考えます」と述べている。

この点、大規模買付者による直近の市場売却によるエグジットの事例（対象株式銘柄：SBIホールディングス株式会社）に関して、大量保有報告書において判明する限り、大規模買付者は、平成24年12月26日から平成25年1月11日にかけて、合計944,900株（0.42%）を売却しているが、その間の株価推移をみると、大規模買付者による売却直前の平成24年12月25日の終値687円から平成25年1月11日の終値744円と上昇しており、売却期間中の終値はすべて700円を上回っており、上記の大規模買付者の述べるところを一応裏付けている。

以上のとおりであるから、エグジット時に市場を混乱させるような態様での市場売却を行うものと断じるには至らず、この点に関して、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると評価するには至らないものと思料する。

## iii エグジット時に当社の企業価値を損なうおそれのある競合他社等へ売却するおそれ

大規模買付者は、当社株式を当社の競合他社へ売却する意向がない旨を明言している。また、当社代表取締役である高島勇二が相当数の当社株式を保有していることや、大規模買付ルールを採用していることなどをあわせ考えると、企業価値を損なうおそれのある競合他社等が大規模買付者の取得した株式を取得するという決断に踏み切ることは相当な困難を伴うと考えられる。これらのことを総合的に考慮すると、現時点の当社を取り巻く状況を前提にする限り、大規模買付者がエグジット時に当社の企業価値を損なうおそれのある競合他社等へ売却するおそれが大きいとはいえないと思われ、この点に関して、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると評価するには至らないものと思料する。

## iv 大規模買付行為により流動性が過少となり、上場維持に影響が出るおそれはないか

大規模買付者は、現時点において、市場買付けのみにより当社株式を買い付ける予定であり、当社の上場維持に影響が出る程度に流動性を低める規模の買付けを意図していないと明言している。

当社が現在上場する東証マザーズ市場においては、事業年度末日時点の流通株式数が上場株券等の5%未満の場合に、上場廃止基準への抵触が問題になるところ（東京証券取引所有価証券上場規程第603条第1項第(2)号c）、市場買付けのみにより抵触する蓋然性は、現時点では低いと思われ、この点に関して、大規模買付者による大規模買付行為が当社グループの企業価値及び株主共同の利益を著しく毀損すると評価するには至らないものと思料する。

以 上