



2026 年 8 月 28 日

各 位

会 社 名 株式会社地域新聞社  
代表者名 代表取締役社長 細谷 佳津年  
(東証スタンダード・福証本則 証券コード：2164)  
問合せ先 コーポレートコミュニケーション室  
執行役員 五十嵐 正吾  
(TEL. 0 4 7 - 4 8 5 - 1 1 0 7)

### MTM Capital 株式会社による当社に対する買収提案の受領及び当社の見解について

当社は、MTM Capital 株式会社（以下「MTM」といいます。）より 2026 年 8 月 26 日付け意向表明書（以下「本買収提案」といい、本買収提案において MTM が提案している当社株式の買収を「本買収」といいます。）を受領いたしました。

当社は、下記に詳述するとおり、本買収提案に関して、次の 3 点の問題があると考えております。

1. 本買収提案は「真摯な買収提案」に該当せず、MTM が過去に当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収への対応方針）（以下「本対応方針」といいます。）<sup>1</sup>に定める手続を遵守することなく買収行為を実施した経緯に鑑みると当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の確保・向上の観点から重大な疑義がある
2. 本買収は、金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）に定める強制公開買付規制に違反することとなる可能性がある
3. MTM は、金商法に定める大量保有報告制度にも違反している疑いがある

MTM は、本買収提案に至る過程において、本対応方針に定める手続を遵守することなく株式取得を進めました。この点については、添付に全文を掲載した千葉地決令和 8 年 8 月 6 日をご覧いただければ明らかなとおり、当社による共同協調行為の認定等について合理性が認められ、MTM らによる新株予約権無償割当て差止めの申立てはいずれも却下されています。当該決定については、MTM も異議を申し立てることなく、確定しています<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 本対応方針の詳細は、2025 年 10 月 17 日付け「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収への対応方針）の更新について」をご参照ください。

<sup>2</sup> 詳細は、2026 年 8 月 10 日付け「（開示事項の経過）株主による新株予約権無償割当て差止めの仮処分の申立て却下の決定内容に関するお知らせ」をご参照ください。

当社は、本買収提案について必要な検討を行うとともに、法令違反が疑われる行為については、関係当局への調査要請を含め、必要かつ適切な措置を講じてまいります。

株主の皆様におかれましては、以下に記載する事項を十分にご確認いただき、慎重にご判断くださいますようお願い申し上げます。

## 記

### 1 当社における本買収提案の取扱い

本買収提案によれば、MTM は、当社株式の取得を二段階で進める方針を示しています。第一段階では、金融商品取引所の市場における買付け（立会内取引）の方法により、当社普通株式を MTM 単体の株券等所有割合が 30%を下回る水準にとどまる範囲で取得するとしています。その後、第二段階として、当社普通株式の追加取得により MTM の株券等所有割合が 30%を超えることとなる場合には、当該追加取得の公開買付けを実施する予定とのことです。

しかしながら、当社は、現時点において、本買収提案は「真摯な買収提案」には該当しないと考えております<sup>3</sup>。その理由は、主に以下の①から③のとおりです。

- ① MTM は、本買収提案において、取得対価や取得時期を明確にしていなかったため、買収の具体性が合理的に疑われます。
- ② MTM は、後述のとおり本対応方針に定める手続に重大な違反を犯して買収行為を実施しております。これに対し、当社は、当社独立委員会の勧告を最大限尊重して対抗措置（以下「本対抗措置」といいます。）の発動を決議しました。その後、本対抗措置発動の差止仮処分において、千葉地決令和 8 年 8 月 6 日が当社による共同協調行為の認定の合理性を認め、MTM らによる差止仮処分申立てを却下したにもかかわらず、当該決定の内容について合理的な理由を全く示すことなく争う旨を表明しており、買収の正当性に重大な疑義があります。
- ③ 当社が把握する限り、MTM には、上場企業の買収を完遂し、買収した会社の企業価値向上を実現した実績も見当たらず、実現可能性も合理的に疑われます。

このように、本買収提案は「真摯な買収提案」には該当しないと考えられますが、当社は、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の確保・向上の観点から、本買収の是非について、本対応方針に基づき設置された独立委員会（以下「当社独立委員会」といいます。）に諮問し、その勧告を最大限尊重した上で、当社取締役会において検討する予定です。

<sup>3</sup> 経済産業省「企業買収における行動指針」（2023 年 8 月 31 日）3.1.2、「『企業買収における行動指針』のポイント」（2026 年 7 月 30 日）4（1）及び「『企業買収における行動指針』Q&A」（2026 年 7 月 30 日）2. 参照。

もつとも、当社は、MTM、オプションハウス株式会社（以下「オプションハウス」といいます。）、合同会社トレーディングワン、八木圭介氏、チョイズ株式会社、株式会社ビー・アール・ビーパートナーズ及び相良健志氏（総称して、以下「第2回認定対象株主」といいます。）が、2026年6月25日までに、議決権割合の合計が20%以上となる当社株式の取得を行っていたことから、当社独立委員会の勧告を最大限尊重した上で、本対応方針所定の手続につき重大な違反を犯していると認定し、本対抗措置の発動を決議しております。<sup>4</sup>本対抗措置の発動として行われた第12回A新株予約権の無償割当てに対しては、MTM及びオプションハウスらから差止めの仮処分の申立てがなされていました。これに対し、2026年8月6日、裁判所は、当社が、第2回認定対象株主について、本対応方針所定の「その一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係を樹立するあらゆる行為」に該当する行為を行っていると認定したことは合理的であると判断しました。また、第2回認定対象株主は本対応方針所定の手続を遵守していないと判示し、両申立てを却下しました。当該決定については、MTMも異議を申し立てることなく、確定しています。

このように、MTMは、過去に本対応方針に定める手続に重大な違反を犯して買収行為を実施した経緯があり、その結果、当社取締役会及び株主の皆様が当該買収行為の是非を十分に検討するために必要な情報及び時間が確保されない事態が現に生じました。本対応方針に定める手続は、買収提案を不当に排除することを目的とするものではなく、買収者から十分な情報提供を受けた上で、当社取締役会による分析・評価、代替案の検討及び株主の皆様による適切な判断を可能とするためのものです。したがって、これらの手続を軽視し又は意図的に回避する行為は、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益を確保する観点から看過できるものではありません。加えて、MTMが過去に本対応方針所定の手続に重大な違反を犯した事実は、MTMが当社の企業価値向上に向けた建設的な協議プロセスを尊重する意思及び能力を有しているかについて、重大な疑義を生じさせるものです。

当社取締役会が本買収提案について検討するにあたっては、以上の経緯を重要な考慮要素とし、当社独立委員会に諮問を行うにあたって、この点を考慮いただくことを要請する予定です。

## 2 公開買付け実施義務について

MTMは、第一段階の取得は、金融商品取引所の市場における買付け（立会内取引）の方法により、当社普通株式をMTM単体の株券等所有割合が30%を下回る水準にとど

---

<sup>4</sup> 詳細は、2026年7月14日付け「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収への対応方針）」に基づく共同協調行為の再度の認定、並びに新株予約権の無償割当て、新株予約権の無償割当てに係る基準日設定及び定時株主総会においてそれらについての追認をお諮りすることに関するお知らせ」をご参照ください。

まる範囲で取得するとのことです。しかし、当社としては、当社が認定した共同協調行為者は、MTM の特別関係者に該当する疑いがあると考えております。その場合、金商法に定める公開買付制度の下では、MTM と共同協調行為者の株券等所有割合は合算した上で、公開買付けの実施の要否が判断されるべきものと考えております。この点に関して、MTM は、本株式取得に関して、適用のある金商法その他の関係法令上の規制を遵守して実施する方針であるとしています。また、株券等保有割合に係る整理に関する当社との認識の相違については、必要に応じて関係当局及び司法の判断も踏まえつつ、適法かつ適切に対応する方針と述べています。その一方で、特段の理由を示すこともなく、当社による共同協調行為の認定及びこれに基づく特別関係者該当性の判断には合理性がないと主張し、MTM 単体の株券等所有割合が 30%を超えない範囲では、公開買付けによらない買付けが可能であるとの立場を示しています。しかしながら、千葉地決令和 8 年 8 月 6 日は、当社による共同協調行為認定の合理性を認めており、当社が認定した共同協調行為者は、公開買付規制上の特別関係者に該当する可能性が濃厚であると考えております。にもかかわらず、MTM が共同協調行為者（第 2 回認定対象株主のほか、当社独立委員会の 2026 年 7 月 13 日付け勧告書第 5 の 3. 記載の篠原猛氏、ファーストメイク・リミテッド株式会社、前一明氏及び菊本博之氏並びに第 1 回認定対象株主を含みます。）の株券等所有割合を合算して 30%超となる当社株式の取得を、公開買付けの方法によらずに実施すれば、公開買付規制に違反する可能性が高いと当社としては考えております。そのため、当社は、法令遵守の観点を踏まえ、当社の株主の皆様共同の利益を守るため、本買収提案を受けて、MTM が公開買付けの方法によらずに共同協調行為者と合算した株券等所有割合が 30%超となる当社株式を取得しようとする場合には、金融庁及び証券取引等監視委員会に対し、公開買付規制に違反する事実の有無につき調査を要請する方針です。

### 3 金商法上の大量保有報告制度違反の疑い

2026 年 5 月 1 日から施行されている令和 6 年金商法改正に伴う、改正後における「株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令」第一号様式記載上の注意(10)c によれば、以下の場合には、当該行為の内容（例えば、取得を行う株券等の種類、取得時期、取得価格、取得数量、取得の目的、取得の方法、取得の相手方）をできる限り具体的に記載しなければならないものとされています。

①株券等保有割合を 5 %超増加させる行為を行うことを決定した場合

②株券等保有割合の増加により大量保有報告書等を提出する場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から 3 か月以内に 5 %超増加させる行為を行うことを予定している場合

しかしながら、MTM は、本日時点で提出済みの最新の大量保有報告書である 2026 年 6 月 25 日付け変更報告書 No. 1 においても、株券等保有割合を 5 %超増加させる行為について一切記載していません。このことと、本買収提案を行ったタイミング等に鑑みれば、当社としては、MTM は、大量保有報告に関する金商法及び関連法令にも違反していると疑わざるを得ないと考えております。

以 上

これは正本である

令和 8 年 8 月 6 日

千葉地方裁判所民事第 4 部

裁判所書記官

今 村 亮



令和 8 年 (ヨ) 第 1 1 3 号 (第 1 事件)、第 1 2 7 号 (第 2 事件) 新株予約権無償割当て差止仮処分命令申立事件

決

定

東京都港区南青山六丁目 2 番 9 号

5

第 1 事件債権者

MTM Capital 株式会社

(以下「債権者 MTM」という。)

同代表者代表取締役

嶋 田 智 樹

同代理人弁護士

戸 田 裕 典

同

庄 司 竜 太 郎

10

同

望 月 航 大

同

菊 月 篤 秀

神奈川県藤沢市南藤沢 8 番 9 - 2 0 6 号

第 2 事件債権者

オプションハウス株式会社

(以下「債権者オプションハウス」という。)

15

同代表者代表取締役

松 島 英 将

千葉県八千代市勝田台北一丁目 1 1 番 1 6 号

両事件債務者

株式会社地域新聞社

同代表者代表取締役

細 谷 佳 津 年

同代理人弁護士

太 田 洋

20

同

佐 々 木 秀

同

松 長 一 太

同

小 西 透

同

政 安 慶 一

同

今 野 涉

25

同

白 幡 翔

同

杉 野 広 朔

主

文

- 1 債権者らの本件申立てをいずれも却下する。
- 2 申立費用は債権者らの負担とする。

理

由

## 5 第1 申立の趣旨

債務者は、令和8年7月13日開催の取締役会の決議に基づく、現に手続中の株主に対する新株予約権の無償割当てをしてはならない。

## 第2 事案の概要等

### 1 事案の概要

10 債務者は、地域新聞等発行事業等を営む東京証券取引所スタンダード市場に上場している株式会社である。債権者らは、債務者の株主である。

本件は、債権者らが、債務者が令和8年7月13日開催の取締役会決議に基づき現に手続中である株主に対する新株予約権の無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」という。その内容につき別紙1・2参照。以下、別紙1記載の第12回A新株予約権を「本件新株予約権」といい、別紙2記載の第12回B新株予約権を「本件第二新株予約権」という。）は、法令（株主平等の原則）に違反するものであり、著しく不公正な方法により行われるものであると主張して、会社法247条1号及び2号の類推適用に基づき、その仮の差止めを求める事案である。

### 2 当事者の主張

20 債権者MTMの主張は、申立書、令和8年7月29日付け債権者主張書面（1）、同年8月3日付け債権者主張書面（2）及び同日付け債権者主張書面（3）に、債権者オプションハウスの主張は申立書及び令和8年8月3日付け「答弁書」と題する書面に、債務者の主張は各答弁書、令和8年7月23日付け債務者主張書面（1）、同日付け債務者主張書面（2）、同月27日付け債務者主張書面（3）、25 同月31日付け債務者準備書面（4）及び同年8月3日付け債務者準備書面（5）に記載のとおりであるから、これらを引用する。

### 3 争点

本件新株予約権無償割当ては、会社法247条1号所定の「法令に違反する場合」又は同条2号所定の「著しく不公正な方法により行われる場合」に該当するか。

### 第3 当裁判所の判断

#### 1 結論

当裁判所は、本件新株予約権無償割当ては会社法247条1号所定の「法令に違反する場合」及び同条2号所定の「著しく不公正な方法により行われる場合」に該当しないと判断する。以下、そのように判断した理由を述べる。

#### 2 認定事実

当裁判所に顕著な事実及び当事者間に争いのない事実、後掲疎明資料（特記しない限り、甲号証と乙号証又は丙号証で同一の疎明資料である場合は甲号証のみを、乙号証と丙号証で同一の疎明資料である場合は乙号証のみを記載する。）及び審尋の全趣旨を併せると、次の事実を認めることができる（当該事実について疎明があるという趣旨で用いる、以下同じ。）。

#### (1) 当事者等

##### ア 債務者

債務者は、昭和59年に創業し、地域密着型生活情報紙である「ちいき新聞」（フリーペーパー）や求人情報紙などの発行及び配布、広告主のチラシの折込配布並びに顧客の要望に対するセールスプロモーションの企画運営といった販売促進総合支援事業等を営む株式会社であり、その発行済株式総数は後述する株式分割の効力が発生した同年6月26日時点で約1500万株以上である（甲11（47、50p）、甲29（4p）、乙9）。債務者は、その発行する普通株式を東京証券取引所スタンダード市場に上場している。債務者の代表取締役は、細谷佳津年氏（以下「細谷氏」という。）である。

##### イ 債権者MTM

債権者MTMは、経営戦略に関するコンサルティング業務やM&A等に関する

仲介、斡旋及びコンサルティング業務等を目的と定めている令和5年2月に設立された株式会社である（甲2）。債権者MTMは、令和8年6月25日時点で債務者の株式を111万0100株（議決権割合12.94%）、債務者の株式分割後の同年7月1日時点で203万1680株（議決権割合13.16%）を保有しており、現在も債務者の株主である（甲5の2、甲8の3（13p））。債権者MTMの取締役は、代表取締役である嶋田智樹氏（嶋田氏）及び令和7年11月18日に就任した能勢元氏（能勢氏）である（甲2）。

#### ウ 債権者オプションハウス

債権者オプションハウスは、ソフトウェア等のシステム開発及び管理等を目的と定めている令和8年3月12日に設立された株式会社である（乙15）。債権者オプションハウスは、令和8年6月25日時点で債務者の株式を97万5000株（議決権割合11.36%）、債務者の株式分割後の同年7月1日時点で175万5000株（議決権割合11.37%）を保有しており、現在も債務者の株主である（甲8の3（14p）、乙27、丙1）。債権者オプションハウスの取締役は、代表取締役である松島英将氏（松島氏）、篠原猛氏（篠原氏）及び崔彩氏（崔氏）であり、篠原氏は設立時の100%出資者である（乙14、15）。

#### エ 本件に関係する法人及び個人等

（ア） 本件に関係する法人及び個人の正式名称及び本決定書で用いる略称並びにこれらの者に係る基本的情報は、別紙3「本件に関係する法人及び個人の略称一覧並びに備考」記載のとおりである。

（イ） 別紙3記載の法人及び個人のうち、債権者MTM、YN企画、バイオセラミック、Happy Horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏（以下、総称して「第1回認定対象株主」という。）は、令和8年1月、債務者取締役会（以下、単に「取締役会」という。）によって、後述する共同協調行為を行った株主と認定された者である（甲30。同認定に係る後述する独立委員会による勧告を「第1回認定勧告」といい、これを踏まえた取締役

会による当該認定を「第1回共同協調行為認定」という。)。また、債権者MTM、債権者オプションハウス、トレーディングワン、八木氏、チョイズ、ビー・アール・ビー及び相良氏(以下、総称して「第2回認定対象株主」という。))は、同年7月13日、取締役会によって、共同協調行為を行った株主と認定された者である(甲8の1。同認定及び本件新株予約権無償割当てに係る独立委員会による勧告(甲8の3)を「本件独立委員会勧告」といい、取締役会による当該認定を「本件共同協調行為認定」という。))。

## (2) 本件新株予約権無償割当ての概要等

ア 本件新株予約権無償割当ての概要は、次のとおりである。

(ア) 債務者は、基準日(令和8年8月10日。以下「本件割当て基準日」という。))時点の株主に対して本件新株予約権を割り当てる(効力発生日は令和8年8月12日)。

(イ) 債務者は、取締役会で定める取得日(令和8年8月27日が予定されている。以下「本件取得予定日」という。))に、株主から、未行使の本件新株予約権を、原則として、同新株予約権1個当たり債務者普通株式0.5株を対価として取得することができる。

(ウ) しかし、第2回認定対象株主は、本件新株予約権を行使することができない。また、債務者は、本件取得予定日に、第2回認定対象株主から、本件新株予約権を、行使等に一定の制約が付された本件第二新株予約権を対価として取得することができる。(いわゆる差別的行使条件及び差別的取得条項)

(エ) 篠原氏、ファーストメイク・リミテッド、前氏及び菊本氏並びに第1回認定対象株主(以下、これらの者を併せて、「事前非適格者被認定者」という。))も、本件割当て基準日時点で株主である場合は、第2回認定対象株主と同様、上記差別的行使条件及び差別的取得条項の対象となる「非適格者」に該当する。

イ 本件新株予約権無償割当ては、令和7年11月に開催された債務者の定時株主総会(以下、債務者の定時株主総会を単に「定時総会」と、同月に開催された定

時総会を「令和7年11月定時総会」という。）で承認された「買収への対応方針」

（以下「本件対応方針」という。）に規定される対抗措置である。本件新株予約権無償割当ては、令和8年11月頃に開催予定の定時総会（以下「本件追認総会」という。）において、その発動の是非が審議され、普通決議の方法によって同発動が否決された場合には、可及的に同発動がなされなかった場合と同等の状態に復させることが予定されているところ、本件取得予定日（同年8月27日が予定されている。）が本件追認総会の議決権の基準日である同月31日より前に設定されているため、第2回認定対象株主及び事前非適格者被認定者は、本件追認総会において、本件新株予約権無償割当ての発動によって影響を受けた後の株式に応じた議決権を行使することになる。

（甲8の1・2）

### （3）本件新株予約権無償割当てがされた経緯

#### ア 旧対応方針の導入

（ア）取締役会は、令和4年10月、「株式の大量取得行為に関する対応策（買収への対応方針）」（以下「旧対応方針」という。）の導入を決議し、旧対応方針は、同年11月に開催された定時総会で99.58%の賛成率によって承認可決された（乙63、64）。

（イ）旧対応方針の基本方針及び目的並びに同方針の適用対象者となる「買付者等」が行うべき手続や対抗措置としての新株予約権無償割当ての内容は、令和7年11月に旧対応方針から更新された本件対応方針と概ね同じであった。

他方で旧対応方針における、対抗措置としての新株予約権無償割当て実施の「要件」及びその実施について株主意思を確認するための総会（以下、旧対応方針及び本件対応方針を通じて「株主意思確認総会」という。）の開催に関する記述ぶりは、本件対応方針とは異なっていた。すなわち、旧対応方針では、同方針に定められた手続に従わない「買付等」については、①新株予約権無償割当て実施の要件は「新株予約権の無償割当てを実施することが相当である場合」と、②株主意思確

認総会は独立委員会が株主意思確認の留保又は勧告をした場合かつ取締役会が株主意思を確認することが適切と判断する場合に招集することができる、との記載となっていた。

(甲44、乙63(14p))

5 (ウ) 旧対応方針の有効期間は、令和4年11月に開催された定時総会の終結後3年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時総会の終結の時までとされていた。(乙64)

イ 旧対応方針が導入されてから本件対応方針が導入されるまで

10 (ア) 債権者MTMは、令和7年7月4日、当時の筆頭株主の株式すべてを譲り受ける形で債務者株式59万6200株を取得し、同月10日、保有目的を「純投資」と記載した大量保有報告書を提出した。(乙66、67、92の1)

15 (イ) YN企画を除く第1回認定対象株主は、令和7年7月9日から、令和7年11月定時総会の基準日である同年8月31日にかけて、債務者株式を取得し、同日時点での株式保有数、議決権割合及びこれらの者が上位10名の大株主の場合におけるその順位は、次のとおりとなった。(甲11(50p)、甲30別紙2、乙48)

債権者MTM 59万6200株(15.94%) 1位

バイオセラミック 9000株(0.24%)

Happy horse 14万3900株(3.84%) 5位

20 KING 5万5300株(1.47%)

静岡エネルギー 10万6200株(2.84%) 6位

日本シーサプライ 7万9300株(2.12%) 7位

中谷氏 6万8300株(1.83%) 9位

野本氏 5万株(1.33%)

25 鈴木氏 2万7000株(0.72%)

合計 113万5200株(約30.36%)

なお、同日時点における債務者株主の頭数は3018名であり、発行済株式総数は約374万株、日本証券金融株式会社（以下「日証金」という。）名義の債務者株式数は4000株、これに各種証券会社名義の株式数を合計した株式数は7万4512株であった（乙48）。また、債務者の単元株式数は100株とされていたことから、上記基準日時点で議決権を有する株主総数は2804名であり、議決権総数は3万7393個であった（乙77（2p））。

（ウ）YN企画を除く第1回認定対象株主は、令和7年8月31日以降、旧対応方針の更新がプレスリリース（後述）された同年10月17日（金）の翌営業日である同月20日から同月24日にかけて、保有していた振替口座簿上の債務者株式をほぼすべて処分し（合計処分株式数は109万3900株。債権者MTMは、債務者株式59万6200株すべてをYN企画に譲渡した。）、その有する振替口座簿上の残保有株式数は、静岡エネルギー4万株及び中谷氏1300株のみの合計4万1300株となった。

YN企画は、同年10月27日、債務者に対し、債務者株式69万8200株（18.67%、債権者MTMから譲り受けた債務者株式59万6200株を含む。）について、保有目的を「純投資」、保有形態を「信用取引にて保有」と記載した大量保有報告書を提出した（乙45、46）。（以上につき、別紙4-1「2025年7月～26年6月の第1回認定対象株主（含、債権者）の持株割合の推移」参照）

また、同年10月20日から同月31日にかけて、振替口座簿上の日証金名義の債務者株式は、増減合計で113万1500株増加しており、同月31日時点で116万6100株（31.13%、乙56・176）であった。

（甲6の1、甲30（5、6、11p、別紙2）、乙56）

#### ウ 本件対応方針の導入

（ア）旧対応方針の有効期間は、令和4年11月に開催された定時総会の終結後3年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時総会の終結の時までとさ

れていたところ、取締役会は、令和7年10月17日、旧対応方針を本件対応方針に更新する旨及び同更新は令和7年11月定時総会で承認可決されることを条件とする旨を決議した。債務者は、同日、旧対応方針の更新についてのプレスリリースを公表した。（甲9）

5 (イ) 本件対応方針の概要は、以下のとおりである。（甲9（7p））

① 債務者の株券等の20%以上を買収しようとする者が現れた際に、買収者に事前の情報提供を求める等するものであり、買収者が本件対応方針に定められた  
10 手続に従わない場合や債務者の株券等大量取得行為等が債務者の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するおそれがある場合等には、債務者が、買収者等による権利行使は原則として認められないとの行使条件及び債務者が買収者等以外の者から  
15 債務者株式と引換えに新株予約権を取得できる旨の取得条項が付された新株予約権に係る新株予約権無償割当てその他の法令及び債務者定款の下でとりうる合理的な施策を実施する。

② 本件対応方針に基づく対抗措置（新株予約権無償割当て）の発動・不発動  
15 等の判断については、債務者経営陣から独立した社外取締役、社外監査役及び社外の有識者のいずれかに該当する者の中から取締役会が選任する者で構成される独立委員会（以下、本件対応方針に係る独立委員会を単に「独立委員会」という。）を設置し、その客観的判断を得るものとする。

③ 本件対応方針所定の場合には、株主総会を開催し、株主の意思を確認する。

20 (ウ) 具体的な本件対応方針における基本方針、目的及び内容等は以下のとおりであり、これらは前記プレスリリースや令和7年11月定時総会の招集通知に記載されていた。

#### a 基本方針

25 債務者会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針は、最終的には株主の判断に委ねられるべきものと認識している。しかし、債務者が地域密着型の新聞等発行事業等という事業を運営するに当たっては、地域の広

告主等や読者である地域社会の方々から長年に亘って得ている信頼が重要であり、債務者独自の地域に根差した事業展開が非常に重要である。債務者の財務及び事業の方針の決定を支配する者において、これらに対する理解がない場合には、債務者の企業価値又は株主共同の利益の確保・向上が妨げられる可能性がある。債務者は、  
5 債務者株式の大量取得行為が行われる場合、買付者からの必要かつ十分な情報の提供なくしては、当該大量取得行為が債務者の企業価値又は株主の共同利益に及ぼす影響を、株主において判断することが困難と考えており、また大量取得行為の中には、債務者の企業価値の源泉が長期的に見て毀損されるおそれがあるもの等も考えられる。これらの観点から、取締役会は、大量取得者に株主の判断のための必要かつ  
10 十分な情報を提供するよう求めたうえ、大量取得者の提案が債務者の企業価値又は株主の共同利益に及ぼす影響について取締役会が評価検討できるようにすることが必要であると考えている。また取締役会は、債務者の企業価値・株主共同の利益を行う大量取得行為を行う者に対して、必要かつ相当な措置を採ることが、株主の負託を受けた者の責務であると考えている。(甲9(2p))

15 b 目的及び旧対応方針からの更新理由等

本件対応方針は、上記基本方針で示されたような債務者の財務及び事業の方針の決定を支配する者として不適切な者によって債務者の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止し、債務者の企業価値ひいては株主共同の利益に反する大量取得行為を抑止するとともに、債務者株券等に対する大量取得行為が行われる際  
20 に、取締役会が株主に代替案を提案する、あるいは株主がかかる大量取得行為に應じるべきか否かを判断するために必要な情報や時間を確保すること、株主のために交渉を行うこと等を確保することを目的としている。

本件対応方針において、旧対応方針からの更新理由の一つは、金融商品取引法における公開買付規制は令和8年5月30日までは市場内取引に適用されない上、  
25 現在の公開買付制度だけでは株主に対して、債務者の企業価値ひいては株主共同の利益の確保・向上を図るために必要な情報と熟慮の機会が十分に提供されないおそ

れがあるためである。

なお、「昨今、不当なウルフパック戦術により、金融商品取引法が定める大量保有報告制度や買収への対応方針を潜脱する株式の大量取得行為が問題とされており～そのような潜脱行為に該当するか否かの判断において、本プラン（決定注：本件対応方針を指す。）が恣意的に運用されることがないようにするため、本プランの適用対象となる「買付等」の定義や対抗措置において差別的に取り扱われることになる「特定対象買付者」の定義を具体化する変更を行って」いる。

（甲 9（1、6、7 p））

c 本件対応方針に係る手続等

（甲 9（7～14 p））

(a) 対象となる「買付等」

本件対応方針の適用対象となる「買付等」の定義は以下のとおりである。

下記①、②若しくは③に該当する債務者株券等の買付その他の取得又はこれらに類似する行為（これらの提案を含み、取締役会が本件対応方針を適用しない旨別途認めたものを除く。）。）。。

① 特定株主グループの議決権割合を20%以上とすることを目的とする債務者株券等の買付行為（公開買付けの開始を含むがそれに限られない。以下同じ。）。。

なおここで、特定株主グループとは、i 債務者の株券等の保有者及びその共同保有者（金融商品取引法第27条の23第5項に規定する共同保有者をいい、同条第6項に基づき共同保有者とみなされる者を含む。以下同じ。）、ii 債務者の株券等の買付け等を行う者及びその特別関係者（同法第27条の2第7項に規定する特別関係者をいう。以下同じ。）並びにiii i又はiiの者の関係者（「これらの者との間にフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者～若しくはこれらの者が実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者として取締役会が合理的に認めた者を併せたグループ」）を意味する。

② 結果として特定株主グループの議決権割合が20%以上となるような債務者株券等の買付行為

③ 上記①又は②に規定される各行為の実施の有無にかかわらず、債務者の特定株主グループが、債務者の他の株主との間で行う行為であり、かつ、当該行為の結果として当該他の株主が当該特定株主グループの共同保有者に該当するに至るような合意その他の行為、又は当該特定株主グループと当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係を樹立するあらゆる行為（ただし、債務者が発行者である株券等につき当該特定の株主と当該他の株主の株券等保有割合の合計が20%以上となるような場合に限る。）

ここで、「当該特定株主グループと当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係」が樹立されたか否かの判定は、出資関係、業務提携関係、取引ないし契約関係、役員兼任関係、資金提供関係、信用供与関係、債務者株券等の買い上がりの状況、債務者株券等に係る議決権行使の状況、デリバティブや貸株等を通じた債務者株券等に関する利害関係等の形成や、当該特定株主グループ及び当該他の株主が債務者に対して直接・間接に及ぼす影響等を基礎として行うものとされ、同関係を樹立するあらゆる行為（以下「共同協調行為」という。）がなされたか否かの判断は、取締役会が合理的に判断するものとするが、その判断に当たっては独立委員会の勧告を最大限尊重するものとする。また、取締役会は、③所定の要件に該当するか否かの判定に必要とされる範囲において、株主に対して必要な情報の提供を求めることがある。

(b) 本件対応方針に定める手続の履践が求められる「買付者等」は、上記(a)記載の「買付等」を自ら単独で又は他の者と共同ないし協調して行う又は行おうとする者であり、また上記(a)③に掲げる行為により特定株主グループと他の株主の株券等保有割合の合計が20%以上となっている場合においては、当該特定株主グループは「買付者等」に該当するものとする。

(c) 買付者等が行うべきとされる手続や独立委員会の判断過程の概要は以下のとおりである。すなわち、買付者等は、買付等の開始又は実行に先立ち、本件対応方針の手続を遵守する旨の誓約文言等を含む本件対応方針で記載事項が定められている法的拘束力のある書面及び資格証明書（以下「意向表明書」という。）を提出し、その後債務者が交付する書式に従った所定の買付説明書を提出する。独立委員会は、買付者等から買付説明書その他の情報等の提供が十分になされたと認めた場合、その受領から原則90日間が経過するまでの間、買付等の内容の検討や取締役会の提供する代替案の検討等を行う。独立委員会は、買付者等がこれら手続を遵守せず買付等を実行しようとする場合であるといった理由から、買付等がなされることに反対であると判断した場合は、特段の事情がある場合を除き、取締役会に対して本件対応方針所定の新株予約権無償割当て等を実施することを勧告する。

(d) 債務者は、取締役会において買付等がなされることに反対であり、これに対して本件対応方針所定の新株予約権無償割当て等を実施するべきであると考え場合は、独立委員会からの勧告を最大限尊重して、同無償割当て等の実施に関する議案に対する賛否を求める形式によって買付等がなされることを受け入れるか否かに関する株主の意思を確認する株主総会（株主意思確認総会）を開催する。ただし、買付者等が本件対応方針に定める手続（その概略は上記(c)記載のとおり）を遵守せず、買付等を実行しようとする場合は、買付者等から開示される情報に基づき株主が熟慮するために必要な時間を確保することができず、また株主の意思を確認する機会も確保することができないことから、取締役会は、株主意思確認総会を経ることなく、特段の事由がない限り、本件対応方針所定の新株予約権無償割当て等を実施する。

#### d 本件対応方針所定の新株予約権無償割当ての概要

本件対応方針所定の新株予約権無償割当ては、(a)割当期日における債務者の最終の株主名簿に記録された債務者以外の株主に対し新株予約権を割り当て、(b)割り当てる新株予約権を「非適格者」は原則として行使することができない旨が定めら

れている。

ここで「非適格者」とは、本件対応方針において定義される①特定大量保有者、②特定大量保有者の共同保有者、③特定大量買付者、④特定大量買付者の特別関係者、⑤これらの者から新株予約権を取締役会の承認を得ることなく譲り受けたり承継したりした者又は⑥①ないし⑤に該当する者の「関連者」（本件対応方針において①ないし⑤に該当する者が「実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者」等が該当するとされている。）を総称したものを指すとされている。また、割り当てられた新株予約権について、取締役会が別途定める日の到来日をもって、非適格者以外の者が有する未行使のものすべてを債務者が取得し、これと引換に債務者株式を交付することができる旨とともに、非適格者に対しては上記新株予約権とは別の内容の新株予約権を対価として交付する旨の取得条項を定めることがある旨が定められている。

（甲 9（14～18p））

e 本件対応方針に係る独立委員会

本件対応方針に添付されていた別紙には、独立委員会の選任基準・決議要件・決議事項等及び本件対応方針更新時の独立委員会委員候補者の氏名・略歴が記載されていた。当該候補者らの氏名・略歴は以下のとおりである。（甲 9（別紙 1・2））

色部文雄（以下「色部委員」という。）：1975年ピジョン株式会社入社、2002年同社監査室チーフマネージャー、2005年同社常勤監査役、2009年エフルート株式会社内部監査室長、2010年11月債務者常勤監査役（社外監査役）就任（現任）

丸野登紀子：2002年第一東京弁護士会登録、2016年11月債務者社外監査役（現任）、その他複数の株式会社及び医療法人社団の社外監査役・監査等委員・監事に現任

工藤清美：2012年ファイナンシャルプランナーとして独立、同年早稲田大

学ビジネス・ファイナンス研究センター招聘研究員、2019年株式会社エフピー  
ブラッサム設立 代表取締役（現任）、2025年専修大学商学部兼任教員（現任）

(エ) 取締役会は、令和7年11月10日、令和7年11月定時総会の基準日である同年8月31日時点の株主名簿に記載された一部の株主の間において共同協調行為に該当する行為が行われている疑いがあることから、これら株主らによる共同協調行為の存否に関する判断に向けた検討手続を開始すること及び独立委員会にこれら株主による共同協調行為が行われていると認定することの是非について諮問する旨を決議した。債務者は、この決議をした同年11月10日、当該決議した旨及び内容をプレスリリースにて公表した。なお、同プレスリリースにおいて、共同協調行為を行っていると思われる株主の具体的な名前は公表されなかった。（乙70）

(オ) 債務者は、令和7年11月定時総会に係る招集通知に、旧対応方針更新に係る議案の説明として、前記認定の本件対応方針更新に係るプレスリリースと概ね同内容の記載をし、同月14日に発送した（甲11（24～42p）、乙77（2p））。

(カ) 独立委員会は、令和7年11月17日までに、本件対応方針記載の共同協調行為の認定基準及び対抗措置としての新株予約権無償割当てにおける差別的条項等の対象となる「非適格者」や「関連者」の認定基準として、別紙5記載の共同協調行為等認定基準（以下、単に「認定基準」という。）を制定した。債務者は、同日、この旨及び同基準の内容をプレスリリースで公表した。（甲10）

(キ) 令和7年11月定時総会においては、本件対応方針に係る議案以外の議案として、細谷氏を含む取締役・社外取締役5名の改選承認議案が予定されていた。バイオセラミック（代表者は櫻井氏）は、同月25日付けで、債務者に対して、取締役候補者を細谷氏から櫻井氏に差し替える旨の修正動議を提出する予定である旨を通告した（乙77（4p））。またバイオセラミックは、この頃、債務者の株主ら宛てに細谷氏の再任及び本件対応方針への更新議案の否決を実現するために、バイオセラミックへの白紙委任状等提出を勧誘する書面を送付するとともに、上記修正

動議を提出予定である旨を公表した（乙75、77（4p）、86の2（2p））。

（ク）令和7年11月30日、令和7年11月定時総会が、債務者の申立てにより当庁が事前に選任した総会検査役（弁護士）の立会いの下、細谷氏を議長として開催された。同総会には、バイオセラミック代表者の櫻井氏、債権者MTMの代理人である能勢氏、KINGの組合員である相良氏、Happy horseの代理人である菊本氏、中谷氏及びNOXの代理人である篠原氏が出席しており、同総会において、要旨、次のやり取りがされた。（乙36、77、78）

a バイオセラミック代表者の櫻井氏は、バイオセラミックを受任者とする19名の株主の委任状を持参しており、その中には、静岡エネルギー、日本シーサプライ、野本氏及び鈴木氏がいたところ（甲30（21p））、櫻井氏は、監査役による監査結果報告、債務者側による事業報告及び議案の説明等が終わり質疑応答が開始された直後に、議長を細谷氏から自分に交代する議長不信任動議を提出した。

b 細谷氏は、上記議長不信任動議について拍手による採決を行い、同議案は否決された旨を述べた。そこで、債権者MTMの代理人である能勢氏は、書面による採決を行うよう要望したが、細谷氏は、再度上記議長不信任動議について拍手による採決を行い、同議案は否決された旨を述べた。

c これに対し、KINGの組合員である相良氏は、議長不信任動議の拍手による採決は違法である旨を述べた。また、債権者MTMの代理人である能勢氏は、債権者MTMは議長交代に賛成である旨を述べるとともに、KING、バイオセラミック及びHappy horseを名指した。そして、能勢氏から名指しされたKINGの組合員である相良氏、バイオセラミック代表者の櫻井氏及びHappy horseの代理人である菊本氏が、債権者MTMに賛成である旨を述べたため、能勢氏は、「80万株近い者が議長交代に賛成」である旨を述べた。

d 上記発言に続き、中谷氏は、議長不信任動議について違法性があると思うので議長交代に賛成する旨を述べ、Happy horseの代理人である菊本氏も、議長交代動議を拍手による採決で否決したことに反対する旨を述べた。

e その後、細谷氏は、質疑応答を打ち切り、議案について採決を行なおうとしたところ、櫻井氏は、取締役5名の改選議案に対して修正動議を提出する旨を述べ、細谷氏に加えて取締役2名についても別の候補者（相良氏ほか1名）を選任する旨の修正動議を提出し、候補者3名（櫻井氏、相良氏ほか1名）の略歴を配布した（乙80）。

f その後、細谷氏は、議案について採決を行い、取締役5名改選議案が賛成多数で債務者が提案したとおり承認可決された旨を述べ（その賛成割合は概ね55～58%であった。）、本件対応方針への更新議案も賛成多数で債務者が提案したとおり承認可決された旨を述べた（その賛成割合は57.75%であった。）（甲21。以下、この本件対応方針への更新承認を「本件対応方針の総会承認」ということがある。）。債権者MTM、バイオセラミック、Happy horse及び中谷氏並びにNOXは、取締役5名改選議案及び本件対応方針への更新議案を含めて債務者が提案した議案すべてに反対し、KINGの投票はルールに従った記載がされていなかったとして無効として取り扱われた（乙81）。

g なお、令和7年11月23日にAccess Journal（アクセスジャーナル）というインターネット上の報道記事において、債務者が「ウルフパック戦術（共同協調行為）」によって経営権を奪取されそうになっていること、この乗っ取りを仕掛けている側の複数の関係者が同報道機関に告発をしたこと、同乗っ取りを仕掛けている側には「本尊」がいること等を記載した記事が掲載されたところ（乙69、以下「令和7年11月AJ記事」という。）、NOXの代理人である篠原氏は、上記質疑応答の最中、「私の名前を書いて、アクセスジャーナルに確認とってこれ出した」のか、「アクセスジャーナルに確認をとって文章を書いたのか、私の名誉棄損」といった旨を発言した（なお、令和7年11月AJ記事に篠原氏の名前は記載されていなかった。）。

## エ 第1回認定勧告及び第1回共同協調行為認定

### (ア) 債務者と債権者MTMとのやりとり

a 債務者は、令和7年11月定時総会に先立つ同月18日、債権者MTMに対し、以下の事項についての回答を要請する質問状を送付した。(乙72の1・2)

① 債権者MTM及び関連法人・関係者の概要

② 債権者MTM及びその代表者嶋田氏とYN企画(代表者櫻井氏)との関係

③ 債務者株式の取得経緯

④ 債務者株式に関する意思連絡の有無(特に櫻井氏が代表者を務めるバイオセラミック及び情報システム総研並びにYN企画と一定の関係が存在することが合理的に疑われるHappy horse及びKINGとの間の関係及びこれらの者との間における債務者株式の取得・議決権の行使・提案行為等に関する意思連絡の有無及びその詳細)

⑤ 債権者MTMの実質的支配者情報

⑥ 債務者経営への関与方針(今後、債務者経営方針に関する発言や議案提案を行う予定の有無等)

⑦ 債務者株式の保有目的及び重要提案行為等の有無(大量保有報告書に「純投資」目的と記載しているところ、債権者MTMが取締役選任・株主提案・議決権行使等の債務者の経営関与目的を行う意思がないものと理解してよいか明確に回答を要請するもの)

⑧ 令和7年10月20日のYN企画への債務者株式譲渡について、大量の株式をYN企画に売却することになった経緯並びに売却先としてYN企画を選定することになった経緯及びYN企画との通信手段等について明確に回答を要請するもの

b これに対し、債権者MTMは、令和7年11月25日、以下の記載をした回答書を提出した。(甲6の1)

上記質問③に関しては、債務者の「値上がり等を期待して取得」したものであること、上記質問②及び⑧に関して、債権者MTMが債務者及び債務者代表者細谷氏との面談を希望したが面談がなされずその希望に対する回答もなされなかったという対応に、債権者MTM事業において別の資金ニーズが発生したこと、取得時に

比べて株価が上昇していたことからYN企画に対し売却するに至ったこと、YN企画及び櫻井氏との関係については、債務者株式の売却先となり、当該株式の売買以外に取引関係等はないこと。

債権者MTMは、売却先としてYN企画を選定することになった経緯については回答しなかった。

c 債務者は、令和7年12月9日、債権者MTMに対し、追加で以下の内容等についての回答を要請する質問状を送付した。(乙86の1)

① 令和7年10月20日にYN企画に全株式売却後、信用取引を含む債務者株式売買を一切行っておらず、1株も保有していないものか

② 中谷氏、野本氏及び鈴木氏等との関係並びに債務者株式の取得・議決権の行使・提案行為等に関する意思連絡の有無及びその詳細

③ 債権者MTMが債務者株式を取得した同年7月4日に近接する同月及び同年8月の間に、バイオセラミック、Happy horse、KING、中谷氏及び野本氏等が相当数の株式を取得しており、取得時期が重なったことについて思い当たる理由

④ 債権者MTMが債務者株式の全部をYN企画に譲渡した同年10月20日直近である同日から同月24日の間に、バイオセラミック、Happy horse、KING、中谷氏及び野本氏が相当数の保有株を売却し、日証金名義の株式が同月31日までに大幅に増加しているところ、債務者株式処分が同月20日になった経緯・理由及び信用取引の利用状況並びに上記の者らとの株式処分次期が重なり日証金名義株式が大幅に増加したことについて思い当たる理由。

d これに対し、債権者MTMは、令和7年12月18日、以下の記載をした回答書を提出した。(甲6の2)

上記質問①に対しては、同日現在において債務者株式は1株も保有していないこと、「中谷氏とは、他の事業においてビジネス上の関係があ」ること、しかし債務者株式取得については、定時総会招集通知にて保有を知り、議決権行使等につい

でも債権者MTMからの意向等の意思連絡はないこと、「その他の方については、存じ上げ」ないこと、債務者株式の取得や処分時期が債務者指摘らの者と重なったことについて思い当たるところ・理由はないこと

e 債務者は、令和7年12月17日、債権者MTMに対し、さらに追加で以下の内容等についての回答を要請する質問状を送付した。(乙86の2)

① 令和7年11月定時総会における議長交代動議をめぐるやり取りを踏まえて、債権者MTMとバイオセラミック及び櫻井氏、KING及び相良氏、Happy horse及び東博文氏並びに中谷氏との間の関係についての改めての説明及びこれらの者との間で行った議長交代動議を含む令和7年11月定時総会に関する意思連絡の詳細

② バイオセラミックが事前予告した内容と異なり、候補者を追加した修正動議を当日提出したことに関連して、同社による取締役候補者差し替えの修正動議に係る予告及び当日提出修正動議の提出に関するバイオセラミックその他の株主との間で行った意思連絡の有無及びその詳細

③ バイオセラミックによる委任状勧誘に応じた株主である野本氏、鈴木氏、静岡エネルギー及び日本シーサプライとの間の関係及び債務者株式の取得・議決権行使・提案行為等に関する意思連絡の有無及びその詳細

④ NOX及び篠原氏との関係及び債務者株式の取得・議決権行使・提案行為等に関する意思連絡の有無及びその詳細

⑤ 債権者MTMと能勢氏との関係及び令和7年11月定時総会直前のタイミングで能勢氏が取締役役に就任することになった経緯・理由

f これに対し、債権者MTMは、令和7年12月24日、以下の記載をした回答書を提出した。(乙86の3)

上記質問①に対しては、櫻井氏は株式を譲渡した相手方の代表者であり、中谷氏との関係は回答済みであり、その他の株主等と債権者MTMの間に関係はないこと、上記②に対しては、バイオセラミックからは郵送及び訪問にて委任状勧誘がな

されたが勧誘行為以外に意思連絡はなく、その他の株主との間においても意思連絡がないこと、上記③に対しては、債権者MTMが株主総会当日に議長不信任動議を提出したのは債務者の株主総会の運営に問題があると判断したためであること、債権者MTMが債務者提出議案のすべてに反対した理由はその不適切な株主総会運営から債務者及び債務者の将来性に失望し、今後適正に運営されるべきという意思表示として行ったものであること、上記④に対しては、NOX及び篠原氏なる人物と一切面識もないこと、上記⑤に対しては、能勢氏とは取引含め10年以上の付き合いがあり、もともと能勢氏とは取締役就任について話をしておりその就任及び登記のタイミングが令和7年11月定時総会とたまたま重なっただけであること

g 債務者は、令和8年1月6日、債権者MTMに対して、さらに追加で能勢氏とYN企画、バイオセラミック、Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ及び中谷氏との間の関係及びこれらの株主との間における意思連絡の有無及びその詳細等についての回答を求める質問状を送付した（乙86の3）。

h これに対し、債権者MTMは、令和8年1月付けで、能勢氏との関係は前記fのとおりであり、債務者が「能勢氏個人の事情も列挙する個人または法人に関する事情も、当社としては、知る由も」ないこと等を記載した回答書を作成した（甲6の4）。

(イ) 債務者と債権者MTM以外の株主とのやりとり

a 債務者は、令和7年11月定時総会に先立つ同月17日から令和8年1月6日にかけて、YN企画、バイオセラミック、Happy Horse、KING及び中谷氏に対して質問状を送付した。その質問内容は、概ね前記(ア)の債権者MTMに対するものと同様であり、①債務者株式の取得・処分経緯（取得・処分時期が近接する場合におけるその点について思い当たる理由を含む。）や債務者株式に関する意思連絡の有無及び債務者経営への関与方針、②質問相手と第1回認定対象株主、能勢氏、NOX及び篠原氏との関係、③令和7年11月30日の議長交代動議やバ

イオセラミック提出に係る取締役候補者差し替え動議に係る意思連絡の詳細（バイオセラミックに対しては、事前に予告していた取締役候補者修正動議と異なり候補者を追加した理由及び当該追加した候補者である相良氏ほか1名を取締役候補者とした経緯並びにバイオセラミック及び櫻井氏とこれらの者との間の関係）等を含むものであった。（乙72の3～6、乙73の1～3、乙74の2～6、乙86の3～14、乙209）

b 債務者は、令和7年11月定時総会後の同年12月17日から令和8年1月6日にかけて、令和7年11月定時総会においてバイオセラミックに委任状を提出した静岡エネルギー、日本シーサプライ、野本氏及び鈴木氏に対して質問状を送付した。その質問内容は、概ね前記aの株主に対するものと同様であった（乙86の16～22）。また、債務者は、上記の間に、NOX及び篠原氏に対しても質問状を送付した。その質問内容は、概ね前記aの株主に対するものと同様であったほか、NOXと篠原氏との関係についての質問が含まれていた（乙86の23・24）。

(ウ) 独立委員会は、第1回認定対象株主によって共同協調行為が行われていると判断し、令和8年1月15日、取締役会に対して、その旨を勧告（第1回認定勧告）し、第1回認定勧告を受けて、取締役会は、同日、第1回認定対象株主の間に共同協調行為が存在している旨を認定（第1回共同協調行為認定）し、翌16日、第1回認定勧告に係る勧告書全文とともに、上記認定をした旨をプレスリリースで公表した。（甲30）

独立委員会及び取締役会が、第1回認定対象株主によって共同協調行為が行われていると判断した理由及び認定基準に示された各判断要素（別紙5参照）との対応関係は、以下のとおりであった（甲30（21、22p））。

- ① 令和7年11月AJ記事において、何者かが債務者に対して共同協調行為を行っていると考えられることと整合する報道がされていることから、債務者株式に関して、債務者のいずれかの株主による共同協調行為が行われていることが一定程度推認される（認定基準13）。

② Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏が債務者株式を取得したのは、令和7年11月定時総会の基準日に近接した重なり合う時期であり（認定基準1及び3）、また、その取得株数の合計は、債権者MTMの保有分と合わせると、令和7年11月定時総会の基準日時点で相当程度の数量に達している（認定基準2）。また、債権者MTM、バイオセラミック、Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏が債務者株式を処分した時期は非常に近接しており（また、YN企画は、そのうちの債権者MTMから大量に債務者の株式を取得している。）、これと同時期に日証金名義の株式が大幅に増加していることに照らして、これらの株主の保有株式の減少と日証金名義の保有株式の増加とが無関係であるとは考え難いことからすると、債権者MTM、バイオセラミック、Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏の間には債務者株式の処分に関して何らかの意思連絡があると考えるのが自然である（認定基準13）。

③ 債権者MTM、バイオセラミック、Happy horse、KING及び中谷氏は、令和7年11月定時総会の議場において、バイオセラミックが提出した議長不信任動議に関して同調して行動しており、当該動議に関して一様に書面投票による採決を求めたり、次々と賛成の意見を表明したりする等、かかる同調の程度は強いものといえる。同総会において、債権者MTM、バイオセラミック、Happy horse及び中谷氏は、債務者提案議案すべてに対して反対の議決権行使を行っており、静岡エネルギー、日本シーサプライ、野本氏及び鈴木氏は、バイオセラミックに対して委任状を提出していたことから、これらの株主の間には議決権行使に関しても相当程度の同調が認められる（認定基準10）。

④ さらに、YN企画とバイオセラミックは、代表者が共通であるという関係

があるため、実質的に一体であるとみることができ、また、債権者MTMとYN企画との間には、債務者株式を大量に売買していることから、人的・取引関係の存在がうかがわれる。これに加えて、第1回認定対象株主の間には、**①**法人の役員同士の関係や組合と組合員の関係等を通じた関係、及び**②**特定の第三社を中心とする過去の各取引等に一定の関与をしていること等から、債務者株式及び株主権の行使に関する意思連絡を容易にする関係が存在していると合理的に認められる（認定基準8及び9）。

- ⑤ 上記の各事実に関して、債務者は、質問状において第1回認定対象株主に對して質問を行ったが、上記推認を否定するような回答はなされなかった。

#### オ 第1回共同協調行為認定から本件独立委員会勧告まで

(ア) 前記のとおり、振替口座簿上、第1回認定対象株主の株式は令和7年10月にほぼすべて処分され、同月31日時点で4万1300株（議決権割合1.1%）となっていたところ、令和8年2月13日時点では3万株（鈴木氏のみ、議決権割合0.39%）になっていた。また、前記のとおり、令和7年10月31日時点で日証金名義の株式数が116万6100株まで急増していたところ、令和8年2月13日時点で日証金名義及び証券会社名義で保有されている株式数は327万1316株となっていた。

債権者MTMは、同年1月27日、振替口座簿に反映されない信用取引の形で債務者株式を20万株、同月28日に差し引き合計で+10万3300株、同月30日に差し引き合計で+6万6700株の合計37万株を取得した（甲59の1～3）。また、債権者MTMは、同年4月16日、さらに債務者株式1万3500株を信用取引で取得し、同日時点での実質保有株式数が38万5000株になったところ、同月22日付けで、大量保有報告書を提出し、債権者MTMが同月16日時点で38万3500株（株券等保有割合5.09%）を信用取引にて保有していることを報告した。同報告書に記載されていた保有目的は「重要提案行為等を行うこと」であった。さらに、債権者MTMは、同年5月15日にかけてさらに債務者株

式2万3300株を取得し、同日時点での実質保有株式数が41万5800株になった。

YN企画は、同年5月24日付けで、変更報告書を提出し、同月15日から17日にかけて債務者株式38万0400株を処分したこと及び残る債務者株式97万5000株（株券等保有割合12.93%）を信用取引にて保有していることを報告した。

（甲8の3（別紙3の16p）、甲29、59の1～3、甲60の2・3、乙89、111、175）

（イ）取締役会は、令和8年5月29日、上記振替口座簿上の株式推移（日証金及び証券会社名義の保有株式の急増を含む。）、債権者MTM及びYN企画からの報告を踏まえた取引状況・保有株式数推移及びその時期から、第1回認定対象株主が本件対応方針に基づく対抗措置の発動を回避すべく自己名義で直接債務者株式を所有することを避け、信用買いの買い建玉の形で実質的に保有を継続し、買い増しを行っている可能性があるとして、第1回認定対象株主らが実質的に所有している株式の議決権割合を明らかにすることを主な目的として、債務者株式の株式分割（以下「本件株式分割」という。）を実施することを決議した。本件株式分割は、債務者普通株式を1株につき1.8株の割合をもって分割することで信用取引において保有している株式の現引きを促す効果を有するもので、基準日を同年6月25日、効力発生日を同月26日とするものであった。債務者は、同日、上記本件株式分割の目的とともに、本件株式分割等の実施及び内容をプレスリリースで公表した。（甲29）

（ロ）第2回認定対象株主の債務者株式の取得・保有状況

a 債権者MTMの債務者株式の保有状況

債権者MTMは、前記のとおり、令和7年10月の振替口座簿上の保有株式の全部処分後、同口座簿上は債務者株式を保有しておらず、他方令和8年1月に37万株を同年4月16日から5月15日にかけて3万6800株を取得し、同年5月

15日時点で41万5800株を実質保有していたところ（令和8年4月の大量保有報告書提出は前記のとおり）、同日以降、信用取引分を現引きする等して徐々に振替口座簿上の保有株式を増やしていき、同年6月16日及び17日その実質保有していた信用取引残保有分41万1000株すべてを現物株式とし、同月19日時点での振替口座簿上の保有株式数を44万5400株とした。債権者MTMは、さらに同月22日から同月24日まで順次、振替口座簿上の株式を合計66万4700株保有するに至り、本件株式分割の基準日（同月25日）における同口座簿上の保有株式数は111万0100株（株券等保有割合13.24%）となった。なお本件株式分割による増加及びその後の取得を経て、債権者MTMは、同年7月1日  
10 時点で、振替口座簿上203万1680株（議決権割合13.16%）を保有している。債権者MTMは、本件株式分割基準日である同年6月25日付け及びその後である同月29日付けで変更報告書を提出した。（甲8の3（13p、別紙3）、甲59の4、甲60の3・4、甲61、乙92の2・3）

b 債権者オプションハウスの債務者株式の保有状況

15 債権者オプションハウス（令和8年3月設立）は、それまで債務者株式を振替口座簿上保有していなかったが、自己名義で、令和8年6月12日に35万株、同月16日に31万5000株及び同月17日に31万株の合計97万5000株（株券等保有割合11.63%）を取得した。債権者オプションハウスは、同月23日及び24日付けで上記取得に係る大量保有報告書及び変更報告書を債務者に提出した。同報告書に記載された保有目的は「純投資」であった。債権者オプション  
20 ハウスは、本件株式分割の基準日（同月25日）においても同数の株式を振替口座簿上保有し、本件株式分割効力発生による増加を経て、同年7月1日時点で、振替口座簿上175万5000株（議決権割合11.37%）を保有している。（甲8の3（13～15p、別紙3）、乙93～95）

25 他方、YN企画は、同年6月11日時点で債務者株式を信用取引にて97万5000株保有していたところ、同月12日に35万株を、同月16日に31万50

00株をそれぞれ処分し、これらを変更報告書で債務者に報告した（これらの取引以降のYN企画の残保有株式数は31万株となるどころ、その保有株式数からYN企画の大量保有報告書の提出義務が消滅した。）。債務者株式の立会市場内取引の出来高は、同月12日が35万9000株、同月16日が32万4900株及び同月17日が31万7700株であり、これらを除いた近接する営業日（同月8～11日、15日、18日、19日）では4700株から2万1800株にとどまっていた。（甲8の3（14、15p、別紙3・5）、乙112～114）

c トレーディングワンの債務者株式の保有状況

トレーディングワン（令和7年12月設立）は、それまで債務者株式を振替口座簿上保有していなかったが、令和8年6月22日及び同月24日に振替口座簿上で債務者株式を合計38万株（議決権割合4.42%）保有するに至り、本件株式分割効力発生による増加を経て、同年7月1日時点で68万4000株（議決権割合4.42%）を保有している（甲8の3（15p、別紙3）、乙96）。

d 八木氏の債務者株式の保有状況

八木氏は、それまで債務者株式を振替口座簿上保有していなかったが、令和8年6月18日及び同月19日に振替口座簿上で債務者株式を合計10万6000株（議決権割合1.23%）保有するに至り、本件株式分割効力発生による増加を経て、同年7月1日時点で19万0800株（議決権割合1.24%）を保有している（甲8の3（16p、別紙3）、乙97）。

e チョイズの債務者株式の保有状況

チョイズは、それまで債務者株式を振替口座簿上保有していなかったが、令和8年6月24日、振替口座簿上で債務者株式を8万5000株（議決権割合0.99%）保有するに至り、本件株式分割効力発生による増加を経て、同年7月1日時点で15万3000株（議決権割合0.99%）を保有している（甲8の3（16p）、乙98）。

f ビー・アール・ビー及び相良氏の債務者株式の保有状況



ビー・アール・ビー（代表者能勢氏）は、令和8年1月に振替口座簿上で100株保有するに至り、本件株式分割基準日（同年6月25日）においても、同数を振替口座簿上保有している。相良氏（KING組合員等）は、令和7年11月に振替口座簿上で100株保有するに至り、本件株式分割基準日（同年6月25日）においても、同数を振替口座簿上保有している。（乙26の1・2、乙27）

g 令和8年6月25日時点の第2回認定対象株主の債務者株式の保有株式数等

第2回認定株主の本件株式分割の基準日である令和8年6月25日時点の振替口座簿上の保有債務者株式数及びその議決権割合をまとめると以下のとおりとなり、合計265万6300株、議決権割合にして30.96%となる（乙27）。

債権者MTM 111万0100株（12.94%）

債権者オプションハウス 97万5000株（11.36%）

トレーディングワン 38万株（4.42%）

八木氏 10万6000株（1.23%）

チョイズ 8万5000株（0.99%）

ビー・アール・ビー 100株

相良氏 100株

（以上につき、別紙4-2「2025年7月～26年6月の第2回認定対象株主＋YN企画＋東野氏の持株割合の推移」参照）

（エ）債務者と第2回認定対象株主とのやりとり

a 債務者と債権者MTMとのやりとり

（a）前記のとおり、債権者MTMが令和8年4月22日付けで同月16日の債務者株式38万3500株取得を報告したこと及び後述する債権者MTMによる特設サイト開設等を受け、債務者は、同月30日付けで、債権者MTMに対し①YN企画への株式売却経緯についての詳細、②予定又は検討している債務者株式の数・取得時期及び大量報告書記載の「重要提案行為」の具体的な内容・実施時期並びにこれらに関する意思連絡を行っている又は今後行う可能性がある者の有無・名称、③

同月の取得について第三者（YN企画及び能勢氏を含む。）との間の連絡・協議・合意を行った事実の有無及び内容等について回答を要請する質問状(6)を送付した（乙211）。

債権者MTMは、同年5月11日付けで、①YN企画への株式売却経緯については守秘義務から回答しかねる旨、②保有目的は「重要提案行為を行うこと」であり、債務者の現経営陣による自己保身と利益相反が企業価値を毀損させていることから、令和8年8月末日までのさらなる株式取得を視野に入れており、刷新が見込めないようであれば株主提案等の実施を予定し、債権者MTMが公開した特設サイト及びSNSを通して債権者MTMの意思を既存株主及び投資家に対して発信して賛同者を募るつもりである旨、③債務者株式に関する他の株主との意思連絡はなく同年4月の取得に当たってもYN企画や能勢氏個人を含む第三者との意思連絡はなく、株式取得・議決権行使・提案行為等に関して連絡協議・合意を行った事実はない旨記載した回答書を提出した（甲6の5）。

(b) 債務者は、同年6月26日付けで、債権者MTMに対し①同月の債権者MTMによる市場内取得の経緯・目的等、②同月の債権者オプションハウスの大量取得及びYN企画の大量処分的事实を指摘したうえで債権者MTMと債権者オプションハウス及びYN企画との間に一定の意思連絡があったことは明らかと考えられるとして、両社との間の意思連絡の有無及び具体的内容、③債務者経営への関与方針（提案行為・経営関与の意図の有無や今後経営方針に関する発言や議案提案を行う予定の有無等）について回答を要請する質問状(7)を送付した（乙99の1）。

債権者MTMは、同年7月2日付けで、①保有目的等について概ね前記(a)記載の回答書と同じ内容を繰り返し、②同年6月の株式取得についても意思連絡を行っている相手はなく、債権者オプションハウスの取得等に債権者MTMは「一切関与しておらず、その経緯等についても～あずかり知らないもの」とし、③債務者経営への関与方針について、具体的な内容・時期は改めて通知することを検討しており、具体的な議題・議案の内容又は実施時期として決定した事項はなく債務者の対応状

況を踏まえて検討する旨記載した回答書を提出した（乙99の2）。

(c) 債権者MTMは、令和8年4月頃、「地域新聞社（決定注：債務者）の未来を、株主の皆様と共に。」と題する特設サイトを開設した。ここで債権者MTMは、債務者の現経営陣が自らの保身に注力し、短期的で短絡的な成長戦略等に終執し、  
5 債務者の価値が著しく棄損されていると考えるところ、債権者MTMの目的は、現経営陣による保身によって棄損した価値の回復と、新しい経営体制による中長期的な企業価値の向上を実現することにあるとして、株主のご理解とご協力を賜りたい旨を記載し、債権者MTMの基本方針として①資本政策の変更（不透明な支出を凍結し、資本効率を最大化し、財務基盤の健全化を最優先で実行する）、②新規・既存事業の見直し（収益性の低い不採算事業を大胆に整理・統合し、コア事業である地域メディアのデジタル化へリソースを集中させ、持続可能な収益モデルへ転換する）、③  
10 経営体制の刷新（ガバナンス不全を解消し、透明性の高い経営体制を構築する、多様なスキルセットを持つ社外取締役の招聘や迅速な意思決定を可能にする組織へと改革する）の3つを掲げた。（甲7）

15      b 債務者と債権者オプションハウスとのやりとり

債務者は、令和8年6月24日付けで、債権者オプションハウスに対し、①債権者オプションハウス及び関連法人・関係者の概要、②債務者株式取得の経緯、③債務者株式に関する意思連絡の有無（特に債権者MTM及びYN企画との間の意思連絡の有無及び内容）、④債務者経営への関与方針、⑤篠原氏及びNOXとの関係等について回答を要請する質問状を送付した（乙99の3）。

債権者オプションハウスは、同年7月1日付けで、②について「独自の投資判断に基づき」債務者株式を取得し、「純投資目的」であること、③について債権者MTM、YN企画その他第1回認定対象株主とされている法人又は個人との間で株式の所有や議決権行使又は提案行為等について意思連絡、協議、合意を行った事実  
25 はないこと、④について現時点において債務者の経営支配、役員の選解任・交代等を目的として株式を保有しているものではないこと、⑤について令和7年11月定

時総会に出席した篠原氏は債権者オプションハウスの取締役であるが同月当時は債権者オプションハウスは設立されていなかったので篠原氏個人の行動は関与するところではないこと等を記載した回答書を提出した（乙99の4）。

c 債務者とトレーディングワンとのやりとり

5 債務者は、令和8年7月1日付けで、トレーディングワンに対し、上記債権者オプションハウスに対する質問状と概ね同内容の質問事項（債務者株式に関する意思連絡については、特に第1回認定対象株主及び債権者オプションハウスとの間の意思連絡の有無及び内容）への回答を要請する質問状を送付した。同質問状においては、トレーディングワンの代表者である深野氏が令和7年3月に他社において、  
10 相良氏が代表者を務める会社が株主提案した議案において櫻井氏・相良氏・湯川氏とともに取締役候補者とされていたことの指摘が記載されていた。（乙99の5）

トレーディングワンは、同月7日付けで、債務者株式取得開始時期を同年4月頃、取得経緯を「知人に紹介され自己判断で取得」、取得目的を「純投資」、債権者オプションハウスの取得時期は「全く分からない」、第三者との意思連絡・提案  
15 行為・経営関与方針は「無」、上記他社の取締役候補者となったことについては知人からの依頼で取締役候補者となったが同じく候補者となった相良氏・櫻井氏・湯川氏とは「一度も面識がない」、篠原氏・松島氏・債権者オプションハウスは「全く存じ上げない」旨を記載した回答書を提出した（乙99の6）。

d 債務者と八木氏、チョイズ、ビー・アール・ビー及び相良氏とのやりとり

20 債務者は、令和8年7月1日付けで八木氏及びチョイズに対して、また同月6日付けでビー・アール・ビー及び相良氏に対して、①債務者株式取得の経緯、②債務者株式に関する意思連絡の有無（八木氏及びビー・アール・ビーについては特に債権者MTM、チョイズについては特に債権者オプションハウスとの間でのもの）、  
③債務者経営への関与方針等への回答を要請する質問状を送付した。

25 チョイズは、本件独立委員会勧告後の同月15日付けで、債務者株式取得の経緯を「取引先の知人の紹介」、その株式取得に当たって第三者の関与はなく、債権

者オプションハウスとも連絡はとっていないこと、債務者経営への関与意図はないこと等を記載した回答書を提出した。八木氏、ビー・アール・ビー及び相良氏からは回答がなかった。（甲４６、乙９９の７～１０、審尋の全趣旨）

e 債務者とファーストメイク・リミテッド、菊本氏及び篠原氏とのやりとり

債務者は、令和８年７月８日付け（回答期限を同月１５日とする）で、事前非適格者被認定者であるファーストメイク・リミテッド、菊本氏及び篠原氏に対して、①債務者株式の今後の取得予定、②債務者株式に関する意思連絡の有無、③債務者経営への関与方針等への回答を要請する質問状を送付した（甲５６）。

(オ) 取締役会は、本件株式分割基準日時点の株主名簿上の株主の中に共同協調行為に該当する行為を行っていると疑われる株主がいたとして、令和８年７月３日、独立委員会に対して、最終的に以下の内容を諮問事項とする諮問をする旨決議した。

(甲８の１・３（１０、１１ｐ）)

① 第２回認定対象株主及び東野氏その他の本件株式分割基準日（同年６月２５日）時点の債務者株主の中に、共同協調行為を行っていると認められる者がいるか。

② ①の諮問事項に対する勧告において共同協調行為に該当する行為を行っていると認められると判断した株主は、いずれも本件対応方針に定める手続をとることなく債務者株式について議決権割合の合計が２０％以上となる買付等を行ったことから、それぞれ本件対応方針に定める手続を遵守していないと認められるか。

③ ①の諮問事項に対する勧告において共同協調行為に該当する行為を行っていると認められると判断した債務者株主は、本件対応方針に定める「特定大量保有者」として本件対応方針上の「非適格者」に該当することになるところ、篠原氏、ファーストメイク・リミテッド、前氏、菊本氏及び第１回認定対象株主は、本件対応方針に定める対抗措置として債務者株主に割り当てられる新株予約権の割当基準日までの間に債務者株主となっていた場合は、上

記勧告において共同協調行為に該当する行為を行っている」と認められると判断した株主が「実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者」として「非適格者」に該当するか。

- ④ 取締役会において、本件対応方針に定める対抗措置の発動として、株主に  
5 対して、大要本決定添付の別紙1・2記載と同様の「新株予約権発行要領」  
(ただし、①の諮問事項に対する勧告において共同協調行為に該当する行為  
を行っている」と認められると判断した株主に応じた修正その他の合理的な修  
正を行う可能性があるものとする。)に記載の第12回A新株予約権の無償  
割当てを決議すること、及び、当該発動の手續につきより慎重を期すため、  
10 令和8年11月頃開催予定の定時総会(本件追認総会)において対抗措置の  
発動の是非について株主意思を事後的に確認する(仮に同定時総会において  
対抗措置の発動が追認されない場合には、可及的に対抗措置が発動されなか  
った場合と同等の状態に復させる)旨を併せて決議することは適切か。

なお、取締役会の諮問事項は、当初(同月3日時点)のものから、同月8日に共  
15 同協調行為を行っている」と認められる者に該当するかの意見を求める対象にビー・  
アール・ビー及び相良氏を追加し、同月10日に上記③の諮問事項(事前非適格者  
被認定者を認定することの諮問)を追加し、他方同月13日に本件追認総会の決議  
要件について利害関係者以外の過半数を要件とするいわゆるマジョリティ・オブ・  
マイノリティ決議(以下「MOM決議」という。)を採用することが相当かという  
20 諮問を取り下げ単に同総会の出席株主による普通決議によることを前提とする諮問  
とする旨の変更がされている(甲8の1～3、審尋の全趣旨)。

(同諮問事項の変更については、本件独立委員会勧告の勧告書添付の諮問時点の新  
株予約権発行要項ドラフト(甲8の3別紙2(a))と本件新株予約権の内容の違い及  
び審尋の全趣旨から認められる。)

25 カ 本件独立委員会勧告、本件共同協調行為認定及び本件新株予約権無償割当

て

(ア) 独立委員会は、令和8年7月13日、全員一致で取締役会に対して、大要、  
①第2回認定対象株主（債権者MTM、債権者オプションハウス、トレーディング  
ワン、八木氏、チョイズ、ビー・アール・ビー及び相良氏）は共同協調行為に該当  
5 する行為を行っているとは認められる（他方東野氏については、同勧告時点において  
は、第2回認定対象株主に含めないものとする。）、②第2回認定対象株主は、い  
ずれも本件対応方針に定める手続をとることなく、債務者株式について第2回認定  
対象株主の議決権割合の合計が20%以上となる買付等を行ったことから、それぞ  
れ本件対応方針に定める手続を遵守していないと認められる、③本件独立委員会勧  
10 告までに独立委員会が認識した情報を前提とする限り、篠原氏、ファーストメイ  
ク・リミテッド、前氏及び菊本氏並びに第1回認定対象株主（事前非適格者被認定  
者）は、本件割当て基準日までの間に債務者株主となっていた場合には、第2回認  
定対象株主が「実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者」  
として「非適格者」に該当する、④取締役会において、本件対応方針に定める対抗  
15 措置の発動として、本件新株予約権無償割当てを決議すること、及び、当該発動の  
手続につきより慎重を期すために、本件追認総会において同対抗措置の発動の是非  
について株主意思を事後的に確認する（仮に同総会において同対抗措置の発動が追  
認されない場合には、可及的に同対抗措置が発動されなかった場合と同等の状態に  
復させる）旨を併せて決議することは適切であるとの勧告（本件独立委員会勧告）  
20 をした。（甲8の1（5、6p））

(イ) 独立委員会が、第2回認定対象株主によって共同協調行為が行われていると  
判断した理由及び認定基準に示された各判断要素（別紙5参照）との対応関係は、  
以下のとおりであった（甲8の3（46～48p））。

a ビー・アール・ビー及び相良氏を除く第2回認定対象株主は、本件株式分割  
25 公表日である令和8年5月29日から本件株式分割基準日である同年6月25日ま  
での間に債務者株式を急速かつ大量に取得し、これらの者の保有株式数は本件株式

分割基準日時点で議決権割合の30%を超える数量（合計約30.96%）に達している（認定基準1～3）。またビー・アール・ビー及び相良氏は、令和7年11月から令和8年1月の間に債務者株式を取得しており、本件株式分割基準日時点の保有株式数もそれぞれ100株にとどまっているが、他の第2回認定対象株主による取得時期と近接しているといえる（認定基準1及び3）。

b （その人的関係を示す多くの間接事実の認定を踏まえて）①債権者MTMとYN企画との間には、一定の人的関係又は取引関係が、②債権者オプションハウスとYN企画との間には、一定の人的関係又は取引関係が、債権者オプションハウスとNOX、チョイズ及びトレーディングワンとの間には一定の人的関係が、③トレーディングワンと相良氏、YN企画、バイオセラミック、Happy horse及びKING並びに債権者オプションハウスとの間には一定の人的関係が、④八木氏と債権者MTM、YN企画、バイオセラミック、Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏との間には、嶋田氏、特定の第三社等を介した間接的な一定の人的関係が、⑤チョイズと債権者オプションハウスとの間には、役員兼任関係及び親族関係による密接な関係が、⑥ビー・アール・ビーと債権者MTMその他第1回認定対象株主との間には、能勢氏を介した密接な人的関係が、⑦相良氏と債権者MTM、YN企画、バイオセラミック、Happy horse、KING、静岡エネルギー、日本シーサプライ、中谷氏、野本氏及び鈴木氏との間には、KING、Happy horse、YN企画及びバイオセラミックを中心とする人的関係が、⑧第2回認定対象株主の「周辺者」においても多数の人的・金銭的つながりが、それぞれ存することから、第2回認定対象株主の間においては、直接ないしは各第2回認定対象株主がそれぞれ関係性を有する個人、法人その他の団体（第1回認定対象株主を含む。）を介して、債務者株式及び株主権の行使に関する意思連絡を容易にする関係が存在していると合理的に認められる（認定基準8及び9）。

c 令和7年11月定時総会において、相良氏が、バイオセラミックが提出した

議長交代の動議について、大株主が反対している中で拍手により採決を行うのは違法であるため、投票の方法により採決を行うべきであるとの意見を述べ、また、バイオセラミックの櫻井氏が議場で提出した取締役候補者差替えの修正動議において、櫻井氏が提案する取締役候補者の1人とされていたことから、相良氏は債権者MTMを含む他の第1回認定対象株主との間で令和7年11月定時総会における株主権の行使について協調ないし同調していたと認められる（認定基準10）。

上記の各事実に関して、債務者は、質問状において各第2回認定対象株主に対して質問を行ったが、客観的かつ合理的な資料や根拠を以て上記の推認を否定するような回答はなされなかった。

(ウ) 独立委員会は、東野氏について、第2回認定対象株主と共同協調行為に該当する行為を行っている可能性は低くないといえるとしながら、第2回認定対象株主との間の人的関係や他社において協調して行動した事実が必ずしも明らかでないことに鑑みて、現時点においては、同氏は第2回認定対象株主に含めないものとするのが相当であるとした（甲8の3（49p））。

(エ) 独立委員会が、事前非適格者被認定者について第2回認定対象株主が「実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者」に該当すると判断した理由の概要は、次のとおりであった（甲8の3（49～57p））。

a 篠原氏は、債権者オプションハウス及びチョイズとの間に役員兼任関係、親族関係という強い人的関係を有しており（認定基準9）、またトレーディングワン及び相良氏との間にも人的関係を有していることも認められ（認定基準9）、さらに第1回認定対象株主との間でも意思連絡を有していたことが合理的に推認される（認定基準13）。篠原氏が本件割当て基準日までの間に債務者株主となっていた場合にはビー・アール・ビー及び相良氏を除く第2回認定対象株主と近接ないし重なり合う時期に債務者株式を取得していることになる（認定基準1及び3）。

b ファーストメイク・リミテッド及び前氏は、相良氏との間で人的関係が認められ、また第1回認定対象株主との間にも人的関係及び意思連絡の存在をうかがわ

せる事情が認められる。両名が、本件割当て基準日までの間に債務者株主となっていた場合にはビー・アール・ビー及び相良氏を除く第2回認定対象株主と近接ないし重なり合う時期に債務者株式を取得していることになる（認定基準1及び3）。

c 菊本氏は、YN企画の櫻井氏が代表取締役を務める情報システム総研の取締役であり、相良氏とともにサステナブルの組合員であった。菊本氏は、令和7年1月1月定時総会にHappy horseの職務代行者として出席していた。これらから菊本氏は、相良氏との間に人的関係が認められ、第1回認定対象株主との間でもYN企画及びHappy horseとの人的関係やサステナブル等を介した取引関係及び人的関係が認められる（認定基準9）。菊本氏が本件割当て基準日までの間に債務者株主となっていた場合にはビー・アール・ビー及び相良氏を除く第2回認定対象株主と近接ないし重なり合う時期に債務者株式を取得していることになる（認定基準1及び3）。

d 債権者MTMを除く第1回認定対象株主は、第2回認定対象株主にも含まれる債権者MTMとの間に共同協調行為が認められる。相良氏は、KINGの組合員であり、Happy horseの事務上の連絡先及び担当であり、同氏の住所がHappy horseの本店所在地となっている。相良氏は、YN企画の代表社員である櫻井氏及び湯川氏とともに他社における取締役候補者として推薦されている。湯川氏は、篠原氏が代表取締役を務め、債権者オプションハウスやチョイズと共に同氏をキーマンとする一群の法人に含まれるRouiseの取締役である。以上から、債権者MTMを除く第1回認定対象株主は、債権者MTM及び相良氏との間で人的関係及び意思連絡の存在をうかがわせる事実が存在し、債権者オプションハウス及びチョイズとの間にも人的関係が認められる（認定基準9及び13）。債権者MTMを除く第1回認定対象株主が本件割当て基準日までの間に債務者株主となっていた場合にはビー・アール・ビー及び相良氏を除く第2回認定対象株主と近接ないし重なり合う時期に債務者株式を取得していることになる（認定基準1及び3）。

(オ) 独立委員会が、本件新株予約権無償割当てが必要であると判断した理由の概要は、次のとおりであった（甲8の3（57～62p））。

a 本件対応方針は、その導入及び更新について株主総会の普通決議により承認を得た平時導入型の対応方針であり、第2回認定対象株主は本件対応方針が定める  
5 手続に重要な点において違反し、この点のみをもっても本件対応方針に基づき対抗措置を発動する必要性が認められる。

b 第1回認定対象株主は、その実質的に保有する株式合計が債務者経営に影響を及ぼし得る割合に至っていることを意図的に秘匿するために、債務者株式を信用取引の買い建玉の形で実質的に保有し続けていたことが合理的に疑われるうえ、第  
10 1回認定対象株主はバイオセラミックが事前に予告・公表していた取締役選任議案から取締役候補者を差し替えて当日に提出した修正動議に賛同するなど、令和7年11月定時総会において議場に出席していない株主の意思が適切に反映され得ない著しく透明性に欠ける方法により、実際に債務者の経営支配権の奪取を試みていた。そして第2回認定対象株主には、中心的な存在として、第1回認定対象株主同様に  
15 債権者MTMが含まれており、債権者オプションハウスは第1回認定対象株主であるYN企画から債務者株式の譲渡を受けていると考えられること等を踏まえると、第2回認定対象株主は第1回認定対象株主と実質的に一体の集団を構成していると考えられる。現に債権者MTMも債権者オプションハウスも、具体的な債務者への「重要提案行為等」の内容を明らかにしなかったり大量保有報告書等で保有目的を  
20 「純投資」としたりするなど、経営支配権を奪取する意図を明らかにしていない。これらからすると、第2回認定対象株主についても、経営支配権を奪取する意図を明かすことなく、信用取引等を駆使しつつ、大量保有報告規制を実質的に免れる形で共同協調行為を行うこと等を通じて、債務者株式の実質的な保有状況を秘匿して債務者株式を大量に実質取得したうえで、株主の意思が適切に反映されない著しく  
25 透明性に欠ける方法で経営支配権の奪取を試みる蓋然性が高く、そのような奪取がなされた場合には、債務者の企業価値ひいては株主共同の利益が大きく毀損される

おそれがあることは明らかである。

(カ) 本件独立委員会勧告を受けて、取締役会は、令和8年7月14日、第2回認定対象株主において共同協調行為が行われていると認定すること（本件共同協調行為認定）、本件新株予約権無償割当てを行うこと及び本件新株予約権無償割当ての発動を追認する議案を本件追認総会において上程することを決議（以下「本件発動等取締役会決議」という。）し、債務者は、当該決定に至った経緯及び理由や今後の予定（本件割当て基準日、本件取得予定日及び本件追認総会予定日等）、本件独立委員会勧告の勧告書全文とともにその旨をプレスリリースで公表した（甲8の1～3）。

また債務者は、以下の場合に、独立委員会の勧告・意見・認定等に基づき、本件新株予約権無償割当ての実行留保又は中止等を予定しており、この旨を上記プレスリリースにおいて公表した。（甲8の1（12、13p））

a 本件新株予約権無償割当ての効力発生までに、①第2回認定対象株主が、他の第2回認定対象株主及びその関係者の全員の議決権割合（信用取引の形で実質保有する株式に係るもの含む。）の合計が20%未満であることについて客観的かつ合理的な資料を基礎として客観的に証明し、②それに基づき独立委員会が第2回認定対象株主及びその関係者の議決権割合が20%未満であることを合理的に認定し、かつ、③第2回認定対象株主が今後本件対応方針を遵守せずに「買付等」を行うはないことを誓約する債務者所定の書式に基づく書面を差し入れ、当該誓約書が遵守される見込みであると独立委員会が合理的に判断した場合には、本件新株予約権無償割当ての実行を留保又は中止する。

b 本件新株予約権無償割当て効力発生日以降で、債務者が差別的取得条項に基づき本件新株予約権を取得する前までの期間においても、株主共同の利益の確保及び向上という観点から本件対抗措置の発動の継続が相当でないと考えられるに至った場合（例えば上記a①から③に準ずる場合）には、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、本件新株予約権無償割当ての停止、すなわち割り当てた本件新株予約権す

べてを無償取得する。

c 債務者が差別的取得条項に基づく強制取得（非適格者について本件第二新株予約権を対価とし、その他の株主について普通株式を対価とするもの）後であっても、非適格者全員の令和8年8月10日時点における議決権割合（信用取引の形で実質保有する株式に係るもの含む。）が合計20%未満であったことが、客観的かつ合理的な資料を基礎として客観的に証明されたと独立委員会が認めた場合には、実務上可能な限り速やかな日に定める取得日時点で行使されていないすべての本件第二新株予約権について、普通株式を対価として取得することによって、可及的に対抗措置が発動されなかった場合と同等の状態に復させる。

#### (4) 債権者らによる本件申立て

債権者MTMは、令和8年7月15日、当庁に対して第1事件の申立てをし、債権者オプションハウスは、同月29日、当庁に対して第2事件の申立てをした。

### 3 争点に対する判断

#### (1) 総論

本件新株予約権無償割当ては差別的行使条件及び差別的取得条項を内容とするものであるから、本件新株予約権無償割当てを行うことは、会社法109条1項が定める株主平等の原則の趣旨に反するものとして会社法247条1号所定の「法令に違反する場合」に該当し得るもので、また、専ら経営を担当している取締役等（以下「現経営陣」ということがある。）又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものであるとして同条2号所定の「著しく不公正な方法により行われる場合」に該当し得る。

しかしながら、本件新株予約権無償割当てを行うことが債務者の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するために必要かつ相当なものであると認められる場合には、本件新株予約権無償割当てを行うことは、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令に違反しないというべきであり、また、専ら現経営陣又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものであるとは認められない

ため、会社法247条2号所定の「著しく不公正な方法により行われる場合」にも該当しないと認められる。

そして、本件新株予約権無償割当てを行うことが債務者の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するために必要であるか否かは、最終的には、債務者の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものと解するのが相当である（最高裁平成19年（許）第30号同年8月7日第2小法廷決定・民集61巻5号2215頁参照）。

以上を踏まえて、本件新株予約権無償割当てを行うことが債務者の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するために必要かつ相当なものであると認められるか、判断する。

## (2) 本件新株予約権無償割当てを行う必要性について

### ア 債権者MTMによる1回目の共同協調行為の有無等

本件においては、独立委員会や取締役会による第2回認定対象株主間の共同協調行為の認定前に、既に第1回認定勧告及び第1回共同協調行為認定が行われており、かつ債権者MTMは第1回認定対象株主及び第2回認定対象株主両方に認定されている。このような本件事案の特質に鑑みたとき、債権者MTMが実際に1回目の共同協調行為を行い、旧対応方針又は本件対応方針に定める手続に違反したか否か及びその態様は、本件新株予約権無償割当ての必要性等において考慮すべき事実となるから、まずこの点について検討する。

### (7) 債権者MTMの令和7年11月定時総会までの債務者株式取得・処分状況

債権者MTM及びその他の第1回認定対象株主の株式取得・処分状況は、前記認定事実(3)イ記載（別紙4-1も参照）のとおりであるところ、その取得時期が令和7年7月から8月にかけてと一定近接しており、また10社／名である第1回認定対象株主のうち5社／名が同総会の基準日時点における上位10名の大株主となっている。加えて第1回認定対象株主は、旧対応方針の更新がプレスリリースされた同年10月17日の直後である同月20日から24日という極めて近接した時期

にかけて、相当量あったその保有する振替口座簿上の株式のほぼすべて（静岡エネルギー及び中谷氏を除けば振替口座簿上の保有株式全部）を一斉に処分している。

これらの事実、第1回認定対象株主間で、少なくとも同年10月の振替口座簿上の保有株式処分直前時点において、債務者株式の処分その他の同株式に係る利害について直接又は間接に意思連絡が行っていたことを推認させる。

さらに、債権者MTMの上記振替口座簿上の処分は、債務者の筆頭株主の地位を形成するほどの株式数（同年8月31日時点で議決権割合15.94%）すべてをYN企画に譲渡したものであり、その量及び筆頭株主たる地位の移転を伴うということ踏まえれば通常意思連絡なくしてこのような取引が行われるとは考え難いことから、上記事実は同処分前において債権者MTMとYN企画が債務者株式に関して意思連絡を行っていたことを推認させる。

（イ）債権者MTM代理人としての能勢氏の令和7年11月定時総会における言動

令和7年11月定時総会におけるやり取り、特に債権者MTMの代理人（取締役）として出席した能勢氏の言動は、前記認定事実(3)ウ(ク)記載のとおりであるところ、能勢氏はバイオセラミック及びYN企画の代表者を兼ねる櫻井氏が突如提出した議長不信任動議について、債権者MTMとして賛成を表明する中で、KING（相良氏が出席）及びHappy horse（職務代行者として菊本氏が出席）を名指しして、両社が賛成である旨を確認したのみならず、これを受けて「80万株近い者が議長交代に賛成」とその場で述べている。実際に同総会基準日における債権者MTM、バイオセラミック、KING及びHappy horseの株式総数は80万4400株であり、能勢氏が以上のような言動を櫻井氏、相良氏及び菊本氏といった上記各社の者と事前の調整を行うことなく行うことは困難であって、少なくとも通常考え難い。上記櫻井氏の動議内容、これに続く能勢氏の言動に加え、実際にバイオセラミック（櫻井氏）が事前に予告した案と異なって取締役候補者を追加（櫻井氏に加え相良氏ほか1名を追加）した取締役選任修正動議案に、債権者MTMを含む上記の各社がすべて賛成したこともあわせ鑑みると、能勢氏が、バイ

オセラミック、KING及びHappy horseとの間で令和7年11月定時総会以前において、議長不信任動議やバイオセラミックが事前に提出を予告していた取締役選任修正動議といった議案の議決権行使その他の同総会における行動について、一定の合意をしていたことが推認できる。

5 (ウ) 債権者MTM、バイオセラミック、KING及びHappy horse並びにYN企画間における共同協調行為の存在とその秘匿意図

以上の推認を踏まえると、少なくとも、債権者MTM、YN企画、バイオセラミック、KING及びHappy horse（以下この5社を「主要な第1回認定対象株主」ということがある。）間において、令和7年10月の一斉処分前時点で、債務者株式の取得・議決権の行使・提案行為に関する直接又は間接の意思連絡  
10 があったと優に認められる。のみならず、上記(ア)及び(イ)で指摘した各事実に、債権者MTM及びYN企画が当時の時点で提出した大量報告書で保有目的は「純投資」としていたこと（前記認定事実(3)イ）、令和7年11月定時総会以前において既に債務者が共同協調行為認定手続を開始し公表していたこと（前記認定事実(3)ウ  
15 (エ)）、債務者が第1回認定対象株主に送付した質問状の内容と債権者MTMの回答内容（前記認定事実(3)エ(ア)、特に債権者MTMがバイオセラミックとは勧誘行為以外の意思連絡はなく、KING及びHappy horseは知らないと回答していたこと）も踏まえれば、少なくとも上記5社は、令和7年11月定時総会時点でも、第1回共同協調行為認定の手続においても、共同協調行為の事実を意図的に  
20 秘匿していたものと認められる。

(エ) 債権者MTMの主張について

これに対し、債権者MTMは、令和7年7月に債務者株式を取得したのは純粋な投資判断であり、同年10月にYN企画へ売却したのは債権者MTMが申し入れた細谷氏との面談に債務者が一切応じないこと、債権者MTMにおいて別の資金需  
25 要が生じたことによるものであって、いずれも単独での判断である旨を主張し、代表者嶋田氏も同旨を陳述する。また、令和7年11月定時総会における能勢氏の言

動について、当日の債務者側の対応に能勢氏が失望した結果である旨を主張するようでもある。しかし、債権者MTMがYN企画に売却した理由に仮に面談申入れ拒否が含まれるとしてもそのことがYN企画その他の者との意思連絡がなかったことを裏付けるに足りるものではない。そもそも第1回共同協調行為認定前から債権者MTMは、債務者の質問状によってYN企画に売却することになった経緯及びYN企画選定理由の回答を要請されながら、当初時点の回答書では何ら回答せず、令和8年5月の回答においては守秘義務を理由に回答せず、本件申立ての審理に当たっても具体的に主張するところがない。上記で指摘した「別の資金需要」についても具体的な内容の主張がない。加えて、自らの取締役である能勢氏の言動についても、能勢氏の認識などについて直接に主張・疎明していない。これらからすれば、債権者MTM代表者嶋田氏の上記陳述は信用できず、前記認定は左右されない。

#### (ウ) 債権者MTM等が旧対応方針に定める手続に違反したこと及びその態様

旧対応方針においても、共同協調行為であって共同協調行為者らの株券等保有割合が20%以上となる行為を行う又は行おうとする者は、意向表明書の提出にはじまる一連の手続を行うことが求められていたところ（乙63）、令和7年8月31日時点の、主要な第1回認定対象株主の保有株式数合計は80万4400株であり議決権割合にして約21.5%となると認められる（前記認定事実(3)イ参照）が、これらの者が意向表明書の提出その他の旧対応方針に定める手続を一切履践していないことは明らかであるから、旧対応方針に定める手続に違反し、かつその程度は重大であると認められる。

### イ 本件新株無償予約権無償割当ての必要性

#### (ア) 判断構造

本件対応方針の目的や内容は、前記認定事実(3)ウ記載のとおりであり、①その具体的な目的として債務者株券等に対する大量取得行為が行われる際に、取締役会が株主に代替案を提案する、あるいは株主がかかる大量行為に応じるべきか否かを判断するために必要な情報や時間を確保すること等とされており、②共同協調行為

者の株券等保有割合の合計が20%以上となっている場合においては、それらの者（「買付者等」に該当することとなる。）は意向表明書の提出その他の本件対応方針に定められた手続を履践するものとされ、③共同協調行為の認定は独立委員会の勧告を最大限尊重して取締役会が合理的に判断するものとされ、④「買付者等」が  
5 上記手続を遵守せず、買付等を実行しようとする場合は、買付者等から開示される情報に基づき株主が熟慮するために必要な時間を確保することができず、株主の意思を確認する機会も確保することができないことから、取締役会は、株主意思確認総会を経ることなく、特段の事由がない限り、対抗措置としての新株予約権無償割当て等を実施する旨が定められている。そして、本件対応方針は、令和7年11月  
10 定時総会で承認されている（本件対応方針の総会承認）。

これらの事実を踏まえると、取締役会によって保有株式の合計が20%以上となる者らとの間で共同協調行為が行われたと合理的に認定され、これらの者が手続を遵守しなかった場合は、上記必要な情報や時間を確保するという目的のために必要であるということが債務者株主の意思によって確認されていることから、対抗措  
15 置としての新株予約権無償割当ての実施の必要性を原則として肯定できるものといえる。そして、前記認定事実(3)に記載のとおり、本件新株予約権無償割当ての決議の前提となった本件独立委員会勧告は第2回認定対象株主における共同協調行為を認定したものであるが、その判断が合理的といえるのであれば、それを尊重した取締役会による本件共同協調行為認定も合理的といえ、第2回認定対象株主が本件対  
20 応方針に定める手続を履践していないことは明らかであるから、原則として必要性を肯定できる。

さらに、後述の相当性の判断は、必要性の程度・内容も踏まえたうえで行うべきであって、本件独立委員会勧告は、第2回認定対象株主が共同協調行為を行い、かつ本件対応方針に定める手続を履践していないことのみならず、第2回認定対象  
25 株主が債務者株式の実質的な保有状況を秘匿しながら大量に実質取得し、株主の意思が適切に反映されない著しく透明性に欠ける方法で経営支配権の奪取を試みる蓋

然性が高いことから必要性が高いとも判断している（前記認定事実(3)カ(ウ)）ものであるから、この判断の合理性もあわせて検討することとする。

(イ) 第2回認定対象株主が共同協調行為に該当する行為を行ったとする判断等の合理性

5 a 株式取得状況からの推認について

前記のとおり債権者MTMは、少なくとも主要な第1回認定対象株主との間で、共同協調行為を行っていたにもかかわらず、旧対応方針に定める手続を一切履践せずこれに違反したうえ、これら主要な者は互いの意思連絡等を意図的に秘匿していたと認められ、本件独立委員会勧告は、このことも踏まえて、債権者MTMにおいて2回目の共同協調行為が行われたと判断したといえる。そうすると、少なくとも独立委員会として、第1回認定対象株主及びこれらの者と共同協調行為を行っているとかがわせるに足りる者が意図的に実質的な保有株式数を秘匿していると疑うことは合理的である。さらに、このこと及びそれが信用取引を駆使して行われているとの疑いは、1回目の共同協調行為を行っていたと認められる債権者MTM及びYN企画が信用取引にて保有している旨の報告をしていたことや、第1回認定対象株主による振替口座簿上の株式の一斉処分と時期を一にして日証金名義で振替口座簿上保有されている株式が急増したことといった裏付けもあった（前記認定事実(3)イ及びオ(ア)参照）。このような状況下で、信用取引において保有されている株式の現引きを促す効果を持つ本件株式分割の実施が令和8年5月29日、同年6月25日を基準日とする旨とともに公表され、同基準日に近接する同月中旬以降、主要な第2回認定対象株主の振替口座簿上の保有株式数が急増したものであって（前記認定事実(3)オ(イ)参照）、これらのことを踏まえると、独立委員会が実際に第1回認定対象株主及びこれらの者と共同協調行為を行っているとかがわせるに足りる者が本件株式分割公表以前において信用取引の形で実質保有株式数を意図的に秘匿していた事実があり、また主要な第2回認定対象株主間において共同協調行為が行われていると判断することは合理的である。

債権者MTMは、上記の近接した時期の処分は、本件株式分割（現引きを促す効果を持つ）という債務者自身が作出した公開イベントの帰結にすぎず、一般投資家が信用取引で株式を保有することは通常であるから、共同協調行為を推認するものではない旨を主張するが、上記のとおり独立委員会は信用取引で保有されていることのみをもって推認したものではないといえる。同主張は、本件における従前の経緯を捨象したものであって、採用できない。

b YN企画を介した債権者MTMと債権者オプションハウスの関係に係る推認について

さらに独立委員会は、債権者MTMと債権者オプションハウスとの関係について、YN企画を媒介した関係性を推認しており、同推認は合理的である。すなわち、独立委員会は、まず債権者オプションハウスの突然の大量の株式取得数が、同じ日（令和8年6月12日及び同月16日）のYN企画の大量の株式処分数と完全に一致すること、同月17日の債権者オプションハウスの大量の株式取得数が大量保有報告書の提出義務がなくなり確認できなくなったYN企画の残保有株式数と一致すること、これらの日付における債務者株式の立会市場内取引が近接する営業日と比べて突出していること（前記認定事実(3)オ(ウ)b）等から債権者オプションハウスがYN企画と合意のうえでYN企画の大量の債務者株式（合計97万5000株、株券等保有割合11.63%）を取得したと推認しており（甲8の3（14、15p））、同推認は合理的であり、当裁判所も、債権者オプションハウスがYN企画と合意のうえでYN企画から上記大量の債務者株式を取得したと認めるものである。そのうえで、債権者MTMも、令和7年10月に、同じくYN企画に大量の株式を譲渡しているものであって、これが債権者MTMとYN企画の共同協調行為を推認させる事実となり、現に債権者MTMとYN企画間の共同協調行為が認められるのみならず、その保有株式数や言動（令和7年11月定時総会におけるバイオセラミックによる修正動議提出や能勢氏の言動等）から両社（YN企画と実質一体と評価できるバイオセラミックを含む。）は1回目の共同協調行為における中心的存在と評価できる。

そして、債権者オプションハウスと債権者MTMの同時期（令和8年6月）の大量取得の結果として、本件株式分割基準日である同月25日現在において、債権者MTMが債務者の筆頭株主、債権者オプションハウスが次点の株主となる（前記認定事実(3)オ(リ)g）。これらの事実は、債権者オプションハウスがYN企画と共同協調行為を行っていることを推認させ、かつYN企画を介するなどして債権者MTMとも共同協調行為を行っていると推認するに足りる事実であり、そうすると、独立委員会が、債権者オプションハウス及び債権者MTM間に共同協調行為が存在すると判断するのは合理的である。

この点、債権者MTMは、債権者MTMとYN企画の関係と、YN企画と債権者オプションハウスの関係を連結して債権者MTMと債権者オプションハウス間の意思連絡を推認することは許されない旨を主張する。しかし、共同協調行為の有無を検討する際に債権者MTMと債権者オプションハウス間の直接の意思連絡が推認されることが求められるものではなく、間接的な意思連絡が推認されることで足りるものと解すべきであるし、上記の独立委員会判断の合理性評価は債権者MTMとYN企画、YN企画と債権者オプションハウスとの株式取得の合意や意思連絡それ自体のみで債権者MTMと債権者オプションハウスとの関係を推認することが合理的としたものではなく、現に債権者MTMとYN企画との間で共同協調行為があり、それを意図的に秘匿していたと認められること、債権者MTMやYN企画といった第1回認定対象株主と共同協調行為を行っているとうかがわれる者が意図的に保有株式数を秘匿していると判断することが合理的であること、大量の株式数の取引であること、後記のとおり債権者オプションハウスの取締役である篠原氏と第1回認定対象株主との間に意思連絡があったと推認することも相応に合理的であることといった点をも踏まえて評価したものであるから、債権者MTMの主張によっても上記評価が左右されることはない。

#### c 篠原氏に係る推認について

独立委員会は、債権者オプションハウス取締役である篠原氏の令和7年11月

定時総会での言動から篠原氏と第1回認定対象株主との関係性を推認してもいる(甲8の3(24、25p))。これは、篠原氏が同総会で「アクセスジャーナル」について自身の「名誉棄損」であると発言した(前記認定事実(3)ウ(ク)参照)ところ、同発言における「アクセスジャーナル」が指すと考えられる令和7年11月A J 記事は、債務者が共同協調行為によって経営権を奪取されそうになっており乗っ取りを仕掛けている側から告発があった旨が記載されているものの篠原氏の氏名の記載がないもので、にもかかわらず上記発言がなされたのは篠原氏が当該記事が自らに関するもので、その内容が自らの名誉を毀損するものであるとの認識を前提としたものと考えられる等とし、そのことに篠原氏がNOX代理人としてすべての会社提案議案に反対の議決権を行使したことをもって、篠原氏と第1回認定対象株主との意思連絡を推認したものである。この推認も相応の合理性を有するものであり、債権者MTMが第1回認定対象株主の主要な者と共同協調行為を行っていたと認められること、篠原氏は債権者オプションハウスの取締役兼100%出資者でもあること(別紙3参照)も踏まえると、債権者オプションハウスが債権者MTMを含む主要な第1回認定対象株主との間で共同協調行為を行ったと判断することの合理性を基礎付ける。

d その他の第2回認定対象株主(ビー・アール・ビー、チョイズ、相良氏、トレーディングワン及び八木氏)について

まず、別紙3記載のとおり、ビー・アール・ビーの代表者は債権者MTMの取締役である能勢氏であり、同氏は令和7年11月定時総会において1回目の共同協調行為の際にその他の株主との人的結節点であったと推認するに足りる言動を行っている。また、相良氏も令和7年11月定時総会の言動等から1回目の共同協調行為における人的結節点と推認するに足りる者である。さらにチョイズの代表者は、篠原氏の長女かつ債権者オプションハウスの取締役である崔氏であり、かつチョイズの本店所在地は、NOX(篠原氏が前記c記載の言動を行った令和7年11月定時総会において代理人となっている。)及びR o u i s e (債権者オプションハウ

スの代表者松島氏と篠原氏が取締役となっている。)の本店所在地と同一である(別紙3参照)。独立委員会は、これらの事実等を踏まえて、ビー・アール・ビー、相良氏及びチョイズを第2回認定対象株主と判断したものであり、その判断は合理的である。

5 次にトレーディングワンはその代表者である深野氏が、他社で相良氏が代表者を務める会社が株主提案した議案(当該他社の現経営陣を解任する旨の議案との同時提出)において、櫻井氏及び相良氏らとともに新たに選任する取締役候補者とされていた者であって(乙23)、主要な第1回認定対象株主の中心人物である相良氏及び櫻井氏と他社の経営支配権を巡る争いに関与したとかがわれる者である。

10 このことに加え、深野氏の株式取得時期と主要な第2回認定対象株主による株式の取得時期との近接性やその量(38万株)等も踏まえて、トレーディングワンを第2回認定対象株主とした独立委員会の判断は合理的である。トレーディングワンは、債務者からの質問状に対して、相良氏及び櫻井氏らとは「一度も面識がない」と回答しているが(前記認定事実(3)オ(エ)c)、一度も面識がないのに共に取締役候補者とされたり、相良氏が代表者を務める会社が深野氏を取締役候補者に選定するとい

15 ったことは通常考えられず、同回答は不自然であって信用できず、弁明の機会を与えたということも含めて独立委員会の判断が合理的であることを補強する。

八木氏については、債権者MTM代表者の嶋田氏が代表を務める別会社の従業員であると認められ(乙24、審尋の全趣旨)、独立委員会は、八木氏による債務

20 者株式の取得時期の近接性や量等も踏まえて第2回認定対象株主としている(甲8の3(27、28p))。八木氏の債務者株式の取得状況・時期(前記認定事実(3)オ(ウ)d)に加え、前記のとおり債権者MTMが第1回共同協調行為認定手続において共同協調行為の事実を意図的に秘匿していたと認められること、債務者が八木氏に質問状を送付し、八木氏からの回答はなかったこと(前記認定事実(3)オ(エ)d)も

25 踏まえると、八木氏を第2回認定対象株主とした独立委員会の判断は一応合理的であるといえる。

債権者MTMは、ビー・アール・ビー及び相良氏について、100株しか保有していないにもかかわらず取締役会が両社／名を諮問事項に追加して認定対象としたのは、本件独立委員会勧告の不合理性及び取締役会による恣意的対象選択の現れである旨主張するが、上記で指摘した事実、特に能勢氏及び相良氏が1回目の共同協調行為の人的結節点と認められることからすれば、取締役会及び独立委員会が両社／名を諮問事項に追加し第2回認定対象株主であると判断したのは合理的であり、債権者MTMが主張するような不合理性や恣意性を基礎付けるものではない。さらに債権者MTMは、独立委員会が東野氏について「共同協調行為を行っている可能性が濃厚」とまでしながら「現時点においては」第2回認定対象株主としなかったのは、同じ基準を用いながら正反対の結論を導く恣意的な選別の証左である旨を主張するが、独立委員会が東野氏について上記結論を導いた理由は前記認定事実(3)カ(ウ)記載のとおり第2回認定対象株主との人的関係や他社において協調して行動した事実が明らかでないことに鑑みたものであって、その判断は恣意性を基礎付けないのみならず、かえって独立委員会の判断における慎重な態度を示すものとしてその合理性を基礎付けるものである。

e 事前非適格者被認定者について

本件独立委員会勧告は、事前非適格者被認定者（第1回認定対象株主に4社／名を追加したもの）が本件割当て基準日時点で株主であった場合は差別的条項等の対象である非適格者に該当するものとしている。事前非適格者被認定者とされた者のうち、第1回認定対象株主については、主要な第1回認定対象株主以外の者らを含め、これらの者を第1回認定対象株主とした独立委員会の判断・手続（甲30）は合理的であったといえるから、第1回認定対象株主と第2回認定対象株主間の関係性が合理的にうかがわれる本件において、これらの者を事前非適格者被認定者とすることは合理的である。

それ以外の事前非適格者被認定者についても、①債権者オプションハウスの取締役兼100%設立時出資者である篠原氏、②主要な第1回認定対象株主であるH

a p p y h o r s e の代理人として令和7年11月定時総会で能勢氏と同調し、かつ櫻井氏と情報システム総研を通じて、相良氏とサステナブルやH a p p y h o r s e を通じて密接な関係があると認められる菊本氏、③菊本氏が監査役（2名いる役員の1名）を務め、令和8年3月に他社の独立委員会においても共同協調行為の関係者との指摘がされる等しているファーストメイク・リミテッド及びその代表者前氏である（別紙3、甲8の3（54p注180）、乙104、105）。独立委員会が、上記で述べた関係性等に加え、下記 f でも言及するとおり事前非適格者被認定者も含めてさらに詳細に人的関係性を疑わせる様々な事実を指摘している（甲8の3（31～44p））ことも踏まえると、これらの者を事前非適格者被認定者とすることは合理的である。

f 本件独立委員会勧告のその他の考慮要素、判断基準及びその手続等

本件独立委員会勧告は、その他、第2回認定対象株主及び事前非適格者被認定者間の様々な人的関係性を基礎付け得る過去の取引関係や他社における協調行動といった具体的事実を、元とした資料の表題とともに摘示している（その人的関係性を基礎付け得る具体的事実の一部については別紙3において認定したとおりである。）。また本件独立委員会勧告は、共同協調行為の認定に用いた要素の認定基準上の位置付けを示し、かつその認定は認定基準と合致していると認められる。さらにその勧告前に各第2回認定対象株主に共同協調行為を疑っている理由として、これまで示したような具体的な事実関係も記載した質問状が事前に送付され弁明の機会が与えられてもいる（前記認定事実(3)オ(エ)参照）。これらはこれまで述べた第2回認定対象株主及び事前非適格者被認定者の判断合理性を補強する。

g 第2回認定対象株主の共同協調行為認定等についての評価小括

以上の点を踏まえると、第2回認定対象株主間で共同協調行為があったとする独立委員会の判断は合理的である。

債権者MTMは、本件独立委員会勧告の共同協調行為の認定を、「可能性のある」「何らかの」「一定の」といった留保付き推認の連鎖であるとか株式の取得・

保有に関する意思連絡等の客観的裏付けを欠く等としてその認定が不合理である旨を主張するが、これまで説示したとおり同勧告は客観的資料から認定できる間接事実を積み上げてそれらから十分に首肯できる推認過程を経て判断に至ったものといえ、客観的裏付けを欠くとも不相当な推認過程を経たともいえない。債権者MTMの主張は、同勧告の表現ぶりを批判するにすぎないといえ、前記認定判断の合理性に関する評価を左右するものではない。

(ウ) 本件独立委員会勧告における本件新株予約権無償割当ての高い必要性についての判断の合理性

前記(イ)aで述べたとおり、独立委員会において、第1回認定対象株主やこれらの者と共同協調行為を行っているとうかがわれる者が本件株式分割以前において信用取引を駆使する等して実質的な保有株式数を意図的に秘匿されていた事実があったと判断すること、第2回認定対象株主間において共同協調行為があったと判断することは合理的である。また第2回認定対象株主の中心的存在として第1回認定対象株主でもある債権者MTM及び債権者MTMと共同協調行為を行ったとうかがわれる債権者オプションハウスがいる。そうすると独立委員会において、第2回認定対象株主が本件独立委員会勧告時以後においても債務者の経営支配権奪取のために、信用取引を駆使する等して意図的に実質保有株式数を秘匿した共同協調行為を行って大量の株式取得に及ぶ蓋然性が高いと判断するのは合理的である。独立委員会は、これに加えて、YN企画が令和7年11月定時総会において当日に事前予告・公表と異なる修正動議を提出したこと（前記認定事実(3)ウ(ク)）や、本件独立委員会勧告時点においても債権者MTMも債権者オプションハウスも経営支配権を奪取する意図を明らかにしていないこと（債権者らの質問状に対する回答等について前記認定事実(3)オ(エ)参照）も斟酌したうえで、第2回認定対象株主について著しく透明性に欠ける方法で経営支配権の奪取を試みる蓋然性が高く、結果、株主共同の利益を大きく毀損されるおそれが高いと判断しており（前記認定事実(3)カ(ウ)）、この判断と評価も合理的である。

(エ) 必要性に関する小括及び債権者MTMのその他の主張について

a 必要性に関する小括

5 以上のとおりに合理的と評価できる第2回認定対象株主に対する独立委員会の認定・判断を尊重したうえで、取締役会は第2回認定対象株主間の共同協調行為を認定したものといえ、その判断は合理的である。そして第2回認定対象株主（令和8年6月25日時点の議決権割合30.96%）が意向表明書の提出その他の本件対応方針所定の手続を履践していないことは明白であるから、同人らが本件対応方針

10 新の手続を遵守していないとの判断も合理的であって、このことに加え、前記(ウ)記載のとおり高い必要性を認めた本件独立委員会勧告を尊重して、取締役会は本件新株予約権無償割当ての実施が必要であるとの判断をしたと認められるから、これらの当該取締役会の判断も合理的である。以上から、本件新株予約権無償割当ては株主の判断のために必要な情報や時間を確保するという正当な目的のため、すなわち債務者の企業価値ひいては株主の共同の利益を検討するために必要であると認められ、かつその必要性は高いといえる。

15 b 本件新株予約権無償割当てが株主判断のために情報と期間の確保に資するところがないとの債権者MTMの主張について

債権者MTMは、本件独立委員会勧告及び本件発動等取締役会決議は、本件株式分割基準日（令和8年6月25日）までに行われ既に完了した買い集めに手続を遵守させて株主の判断のために必要な情報や時間を確保するためというおよそ目的

20 を達成する余地のない対抗措置の必要性を認めたものである等として本件新株予約権無償割当ての必要性を否定する。しかしながら、前記(ウ)で判示したことに示されるように、本件独立委員会勧告は本件株式分割基準日までの株式取得態様その他の従前の経緯から、勧告時から引き続く将来における秘匿した態様での本件対応方針に定める手続を遵守しない株式大量取得行為を抑止して、株主の共同の利益に及ぼす影響に係る株主の判断のために必要な情報や時間を確保する必要があると判断し

25 たもので、これを尊重した本件発動等取締役会決議も同様であって、過去に完了し



た買い集めへの対抗措置として本件新株予約権無償割当ての必要性を肯定したものでない。債権者MTMの主張は、本件独立委員会勧告の内容を正解しないもので、採用できない。

c 独立委員会が、独立性及び審議の実質を欠くとの債権者MTMの主張について

5 債権者MTMは、①独立委員会の議長である色部委員が現に15年超債務者に所属し、しかも債務者株式4万6800株（約1.25%）を保有し、本件新株予約権無償割当てによる直接の利益を有することから独立性を欠く、②勧告に当たっての資料を全面的に会社提供資料に依存し、第2回認定対象株主に対するヒアリング等の弁明の機会も一切付与しておらず事前非適格者被認定者については質問状の  
10 回答期限すら待たずに勧告をしている、③審議期間が10日に満たないという短さにすぎず、しかも諮問事項が3度も変更（最後の変更に至っては勧告日当日の諮問事項変更）されているにもかかわらず本文70頁に及ぶ勧告書を提出しており取締役会の結論の後追いにすぎないことが明らかである等と主張する。

①については、議長である色部委員が平成22年以来債務者の常勤監査役を務め  
15 （前記認定事実(3)ウ(リ)e）、また令和7年8月末現在において債務者株式4万6800株（同日時点での持株割合約1.25%）を保有していることが認められる（甲16）が、この事実から独立委員会が独立性を欠くといえるものでもないし、前記のとおり内容からして合理的といえる本件独立委員会勧告の評価が左右されるものではない。②については、本件独立委員会勧告は、公表され、その中で依拠した資料の大部分は示されているうえ、その大半は公表資料か、振替口座簿通知書と  
20 いった客観的なものであって、その判断資料が会社提供資料によっていることが本件独立委員会勧告の不合理性を基礎付けるものではない。また前記認定事実(3)オ(エ)記載のとおり、第2回認定対象株主及び事前非適格者被認定者には質問状が送付され、この方法によって弁明の機会は付与されているといえるし、それを超えてヒ  
25 アリング等の機会を設けなかったことが不合理性を基礎付けるものではない。なお、事前非適格者被認定者の回答期限前に本件独立委員会勧告がなされていることは前

記認定事実同所記載のとおりであるが、合理的な説明があればさらなる勧告が想定されている本件独立委員会勧告において、このことだけをもって不合理であるとはいえない。③については、10日に満たないという期間と勧告書のページ数が、それだけで審議の不十分さを基礎付けるものではないし、諮問事項の変更内容は前記認定事実(3)オ(カ)記載のとおりであってその事実をもって本件独立委員会勧告が取締役会の結論先取りといえるものではない。債権者MTMの主張は、いずれも採用できない。

### (3) 本件新株予約権無償割当ての相当性について

#### ア 判断

10 本件対応方針においては、共同協調行為がなされたか否かの判断は独立委員会の勧告を最大限尊重して取締役会が合理的に判断するものとされ、この判断を前提として、本件対応方針の対象となる買付者等が本件対応方針に定める手続を遵守せず買付等を実行しようとする場合、特段の事由がない限り、取締役会が、株主意思確認総会を経ることなく、対抗措置としての新株予約権無償割当てを実施すると定められており、これが令和7年11月定時総会で株主の承認を得たものである。そして、これまで述べたとおり、第2回認定対象株主の共同協調行為を認定し、また事前非適格者被認定者を非適格者とした取締役会の判断は、合理的である。これらのことのみをもって、本件新株予約権無償割当てが相当であるといえるかはさて措くとしても、少なくとも、本件対応方針の総会承認によって、保有割合合計で20%以上となる取締役会で合理的に共同協調行為者と認定された者が手続を遵守しなかった場合は、原則、取締役会限りで対抗措置を発動できるということを債務者株主が承認していることは、相当性の判断において重視すべき事情である。

そして、実際の本件新株予約権無償割当てにおいては、株主意思を確認するための本件追認総会を予定し、同総会で承認がなされなかった場合は可及的にこの発動がなされなかった場合と同等の状態に復させることが予定されているうえ、希釈化の影響を受けるものとはいっても、第2回認定対象株主その他の非適格者は議決

権その他の共益権を本件追認総会で行使できる（なお直近の保有株式数を前提にすれば希釈化後の第2回認定対象株主の議決権割合は約23%となる（審尋の全趣旨））。また、1回目の共同協調行為を行ったと認められる債権者MTMは当然ながら、1回目の共同協調行為を行ったと認められるYN企画から合意のうえで大量に株式を取得した債権者オプションハウス及びこれと密接な関連を有すると認められる  
5      チョイズ、さらに相良氏又は債権者MTM代表者である嶋田氏と十分な関係性が認められるトレーディングワン及び八木氏についても、本件対応方針、認定基準及び第1回共同協調行為認定が公表された後に、多くの株式を取得しているから、本件新株予約権無償割当ての対象となる株式取得時点で対抗措置を受ける蓋然性を  
10     予見していたと認められる（なおビー・アール・ビー及び相良氏については1回目の共同協調行為の人的結節点と推認される者又はこれと同視できる者（代表が能勢氏のビー・アール・ビー）であって、その株式取得時点で当然に対抗措置を受ける蓋然性を予見していたと認められる。）。のみならず、第2回認定対象株主は、共同協調行為認定の基礎となる事実についても記載された質問状（乙72～74、8  
15     6、99、211）を送付され、弁明や反論の機会も与えられている。

さらに、前記認定事実(3)カ(カ)記載の本件新株予約権無償割当ての中止、留保又は原状回復等の予定並びに別紙2（本件第二新株予約権の内容）5.（1）及び同7. 所定の本件第二新株予約権の行使条件や取得条項によって、本件新株予約権無償割当ての必要性がなくなった際  
20     の中止や原状回復及び経済的損害軽減措置が一応存在する。

そして本件においては、前記(2)イ(ウ)記載のとおり、第2回認定対象株主が信用取引を駆使する等して意図的に実質保有株式数を秘匿した共同協調行為を行って大量の株式取得に及ぶ蓋然性が高いと判断されたことが合理的なのであって、このことから導かれる本件新株予約権無償割当ての必要性の内容・程度も踏まえ総合考  
25     慮すると、本件新株予約権無償割当ては相当性を有すると認められる。

## イ 本件対応方針の総会承認の意義に係る債権者MTMの主張について

(ア) 債権者MTMは、令和7年11月定時総会において本件対応方針が承認されたこと（本件対応方針の総会承認）の意義について、①既に経営支配権の争いが顕在化した有事下で行われたものである、②本件対応方針の運用の中核をなす認定基準（別紙5）それ自体は株主総会の承認を得ていない、③一般的枠組みの承認にすぎず特定された株主に対する対抗措置の発動を承認したものではない、④本件対応方針における重要部分（誰に適用され、どのような要件と手続で発動されるか）は旧対応方針から実質的に変更されているから旧対応方針が株主総会で承認されていたことは本件対応方針の総会承認の意義とは無関係である、といった旨を主張する。

(イ) まず①及び④について、旧対応方針においても共同協調行為者は同方針に定める意向表明書の提出その他の手続が求められ、その不遵守に対して、独立委員会の留保・勧告なければ株主意思確認総会なくして対抗措置を発動できる旨が定められていたから（前記認定事実(2)イ、乙63（10～15p））、旧対応方針においても共同協調行為を行ってその株券等保有割合が20%以上となるような者による所定の手続不遵守に対して、原則、株主意思確認総会なしで対抗措置を発動できることは債務者株主が承認したものといえる。さらに、本件対応方針は、所定の手続が遵守されない場合について、「新株予約権の無償割当てを実施することが相当である場合」という要件の記載がなくなり、特段の事由がなければ株主意思確認総会を経ることなく対抗措置を発動できるとしており（前記認定事実(3)ア及び同ウ(ウ)c(d)）、所定の手続不遵守の場合に、特段の事由がなければ株主意思確認総会を経ることなく、対抗措置が発動が想定されることがより明確になっており、このことが債務者株主に承認されたものといえる。

これに関し、債権者MTMは、旧対応方針と本件対応方針には要件・手続に実質的な違いが存在し、本件対応方針は有事下で導入・承認されたものであるから、その存在を重視できず、取締役会限りで決議できるとすることを論難するようである。しかし、令和7年11月定時総会における取締役交代に係る修正動議の予告や

提出その他の主要な第1回認定対象株主の言動や債務者の対応（前記認定事実(3)ウ参照）があった状況下でも、本件対応方針が令和7年11月定時総会で承認された事実に変わりはなく、それは債務者株主の判断として尊重すべきものである。そして令和7年11月定時総会の上記承認について、株主の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在すると認めるに足る具体的な事実の主張疎明はない。債権者MTMは、同総会の本件対応方針承認の賛成率（57.75%）について指摘するが、可決承認された事実に変わりはない。同賛成率は前記(2)ア記載のとおり旧対応方針の手續に違反し、かつその違反の程度が重大といえる主要な第1回認定対象株主の議決権割合（20%超）の影響が大きいといえるから、その賛成率が本件対応方針の総会承認の意義を減じるものではない。債権者MTMの①及び④の主張は、前記アの判断を左右しない。

(ウ) 次に②について、認定基準が令和7年11月定時総会の株主招集通知に添付されず、同月17日に公開されたことが認められる。しかし、認定基準それ自体について株主総会の承認を経ない場合であっても、本件対応方針の総会承認によって、共同協調行為がなされたか否かの判断が独立委員会の勧告を最大限尊重して取締役会によって合理的になされ、そのことを前提にして買付者等が本件対応方針に定める手續を遵守せず買付等を実行しようとする場合は、特段の事由がない限り、株主意思確認総会を経ることなく対抗措置としての新株予約権無償割当てを実行するという点が債務者株主によって承認されているといえ、当裁判所はこの点を重視しつつ、前記(ア)に記載した点も併せ考慮して、相当性を欠くとはいえないと判断したものである。また認定基準の内容は、別紙5のとおりで、特に①「認定は～原則として、下記1（決定注：株式取得時期が、買収者による株式の取得又は買収に向けた行動が行われている期間と重なり合っているか）に加えて最低1つ以上の項目で関連性が認められることを条件とし～買収者との間での意思の連絡が「ない」ことを窺わせる直接・間接の事実の有無についても勘案したうえで、総合判断の方法により行われるべきものとする」旨、②項目10（共益権の行使が買収者に同調したも

のであったか及び同調の程度) 及び項目 1 1 (事業や経営方針に関する言動等の買収者との類似の有無及び程度) についてはそれぞれ 1 0 又は 1 1 を唯一の根拠として非適格者と認定してはならないものとする旨が定められていることを踏まえれば慎重な認定基準として合理的であるといえるし、共同協調行為等の事実認定基準というその性質を踏まえれば、包括的にすぎるとの債権者MTMの主張も採用の限りでない。そうすると、債権者MTMの②の主張は、前記アの判断を左右しない。

(エ) ③の主張について、本件対応方針の総会承認が、特定株主に対する新株予約権無償割当ての実行(発動)まで承認していないといえることは、その主張するとおりであるが、本件の事実関係の下で、特定株主に対する実行まで常に株主意思確認総会が必要と解することができないのは、これまで述べてきた点から明らかである。

#### ウ 本件追認総会の意義に係る債権者MTMの主張について

債権者MTMは、本件追認総会について、同総会の議決権の基準日前に本件取得予定日が設定されていることから本件追認総会では本件新株予約権無償割当ての希釈化が完了していることをもって相当性を欠く旨主張する。しかしながら、前記アで指摘した本件新株予約権無償割当てに至る経緯及びそのスキーム全体の内容、特に、本件対応方針では、本件のごとき場合において原則取締役会決議限りで対抗措置発動が可能とされていること、及び意図的に実質保有株式数を秘匿した共同協調行為を行って大量の株式取得に及ぶ蓋然性が高いとの判断が合理的であってこのような秘匿された大量取得行為に対抗するためのスキームであることを考慮すれば、債権者MTMが主張する点をもって相当性を欠くとはいえず、前記アの判断を左右しない。

また債権者MTMは、本件独立委員会勧告が本件追認総会に関して実質的にMOM決議の許容根拠が妥当するとしたことを、様々反論し、本件新株予約権無償割当ての相当性を欠くことを主張している。しかし、当裁判所は、MOM決議が許容される事案であるといった理由で相当性を認めたものではないから、同決議の許容

根拠やMOM決議と本件追認総会で予定されている決議との相違等は当裁判所の判断を左右しない。なお、当裁判所は、債権者MTMが上記主張の中で主張する、現に債務者株式を保有している現経営陣の株式が希釈されないこと、希釈化が本件取得予定日に一応は完了すること（ただし本件追認総会で否決された場合は、可及的に発動がなかった場合と同等の状態に復させることが予定されている。）、よって本件追認総会時にあわせて決議が想定される取締役選任議案にも希釈化の影響が及ぶこと等を踏まえても、前記ア記載の点からすれば、なお本件新株予約権無償割当ては相当性を有すると判断したものである。

#### エ 撤回条件及び損害軽減措置その他の債権者MTMの主張について

債権者MTMは、本件新株予約権無償割当てにおいて、買付者等の撤回条件が実質的に閉ざされている旨及び経済的損害軽減措置が実質を欠く旨主張する。しかし前記ア記載のとおり、1回目の共同協調行為を行ったと認められる債権者MTMは当然ながら、その他の第2回認定対象株主においても、本件対応方針に基づく対抗措置を受ける蓋然性を予見していたうえで、本件新株予約権無償割当ての対象となる株式を取得したものと認められる。そして、意図的に実質保有株式数を秘匿した共同協調行為を行って大量の株式取得に及ぶ蓋然性が高いという判断が合理的である本件において、前記認定事実(3)カ(カ)で記載した本件新株予約権無償割当ての中止、留保又は原状回復が予定される条件は合理的であって、個々の第2回認定対象株主において当該条件を満たすことに一定の困難を伴うとしてもやむを得ないものである。このことは、本件新株予約権無償割当てに伴う経済的不利益についても同様であり、別紙2記載の本件第二新株予約権所定の経済的損害軽減措置をもって相当というべきである。

その他債権者MTMは、随伴性の欠如、利益誘導の構造といった相当性を否定する様々な主張をするが、いずれも本件新株予約権無償割当てが必要かつ相当であると認められるという前記判断を覆すものではなく、採用できない。

#### (4) 結論

以上によれば、本件新株予約権無償割当てを行うことは債務者の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するために必要かつ相当なものであると認められる。したがって、本件新株予約権無償割当てを行うことは、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令に違反しないというべきであり、また、専ら現経営陣又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためにされたものとは認められないため、会社法247条2号所定の「著しく不公正な方法により行われる場合」にも該当しないと認められる。よって、その余の点について判断するまでもなく、債権者らの本件申立ては理由がないから、いずれも却下することとして、主文のとおり決定する。

令和8年8月6日

千葉地方裁判所民事第4部

裁 判 官 伊 藤 美 結 己

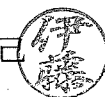


裁 判 官 仲 吉



裁判長裁判官村主隆行は、差支えのため、記名押印することができない。

裁 判 官 伊 藤 美 結 己



## 別紙1 本件新株予約権の内容

### 株式会社地域新聞社

#### 第12回A新株予約権

#### 発行要項

1. 新株予約権の名称  
株式会社地域新聞社第12回A新株予約権（以下「本A新株予約権」という。）
2. 新株予約権の数  
基準日（第5項で定義される。以下同じ）における当社の最終の発行済株式の総数（ただし、当社が有する当社株式の数を控除する。）とする。
3. 割当方法  
株主割当の方法による。基準日現在の株主名簿に記載又は記録された株主に対し、その有する当社株式1株につき、1個の割合をもって、本A新株予約権を割り当てる。ただし、当社が有する当社株式については、本A新株予約権を割り当てない。
4. 本A新株予約権の払込金額  
無償
5. 基準日  
2026年8月10日（以下「基準日」という。）
6. 本A新株予約権の割当てが効力を発生する日  
2026年8月12日
7. 本A新株予約権の目的である株式の種類及び数  
本A新株予約権1個当たりの目的である株式の種類及び数は、当社普通株式0.5株とする。
8. 本A新株予約権の行使期間  
2026年9月1日から2026年12月31日までとする。
9. 本A新株予約権の行使に際して出資される財産の価額  
(1) 各本A新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額は、行使価額（下記（2）で定義される。）に割当株式数を乗じた額とする。  
(2) 本A新株予約権の行使に際して出資される当社普通株式1株当たりの金銭の額（以下「行使価額」という。）は、1円とする。
10. 本A新株予約権の行使の条件  
(1) 以下の①乃至④に該当する者（以下「非適格者」という。）は、本A新株予約権を行使することができないものとする。
  - ① MTM Capital 株式会社、オプションハウス株式会社、合同会社トレーディングワン、八木圭介氏、チョイズ株式会社、株式会社ビー・アール・ビーパートナーズ及び相良健志氏（以下「特定大量保有者」という。）
  - ② 特定大量保有者の共同保有者（(i) 金融商品取引法第27条の23第5項に規定する「共同保有者」をいい、同条第6項に基づき共同保有者とみなされる者（なお、特定大量保有者と夫婦の関係にある者を含む。）、並びに、(ii) (イ) 同法第27条の2第7項に定義される特別関係者、(ロ) 特定大量保有者との間でフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関並びに当該特定の株主の公開買付代理人、主幹事証券会社、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー、並びに (ハ) 上記①、②(i)、②(ii) (イ) 又は②(ii) (ロ) のいずれかに該当する者から市場外の相対取引又は東京証券取引所の市場内立会

外取引 (ToSTNeT-1) (なお、いわゆる市場内クロス取引などそれらに準じる取引を含む。) により当社株券等を譲り受けた者を含む。)

③ 上記①から本③までに該当する者から本A新株予約権を当社取締役会の承認を得ることなく譲り受け又は承継した者

④ 上記①から③までに該当する者の「関連者」。なお、「関連者」とは、上記①から③までに該当する者との間にフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー若しくはこれらの者 (上記①から③までに該当する者を含む。) が実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者として、当社取締役会が当社株式の大量取得行為に関する対応策 (買収への対応方針) に基づき設置している独立委員会 (以下「当社独立委員会」という。) の勧告を最大限尊重して合理的に認定した者をいう。組合その他のファンドに係る「関連者」の判定においては、ファンド・マネージャーの実質的同一性その他の諸事情を勘案するものとする。なお、篠原猛氏、ファーストメイク・リミテッド株式会社、前・明氏、菊本博之氏、合同会社 YN 企画、バイオセラミック株式会社、合同会社 Happy horse、KING 有限責任事業組合、静岡エネルギー株式会社、株式会社日本シーサプライ、中谷正和氏、野本豊氏及び鈴木祥元氏は、基準日時点で当社株主である場合には、「関連者」に該当するものとする。

(2) 本A新株予約権者は、当社に対し、行使に係る本A新株予約権の内容及び数、本A新株予約権を行使する日等の必要事項、並びに自身が本A新株予約権の行使条件を充足すること等についての表明保証条項、補償条項その他の誓約文言、並びに当社株式の割当対象株主の口座への振替に必要な情報を含む当社所定の書式による書面その他の必要書類を提出した場合に限り、本A新株予約権を行使することができるものとする。

(3) 外国の適用法令上、本A新株予約権の行使にあたり所定の手続が必要とされる非居住者も、原則として本A新株予約権を行使することができない。

(4) 各本A新株予約権の一部行使はできない。

(5) 「株券等」とは、金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等を意味する。

#### 11. 本A新株予約権の譲渡制限

本A新株予約権の譲渡については、当社取締役会の承認を要するものとする。

#### 12. 本A新株予約権の取得

(1) 当社は、2026年8月12日以降に当社取締役会が決議した場合は、当社取締役会で定める取得日に、当該取得日時点で未行使であり、上記第10項(1)及び(2)の規定に従い行使可能な本A新株予約権 (日本証券金融株式会社 (以下「日証金」という。)) 及び第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者であって信用取引を取り扱う者 (以下「特定証券会社」という。)) が保有する本A新株予約権を除く。ただし、特定証券会社が保有する本A新株予約権のうち、日証金が株主名簿上の株主となっている当社株式に対して割り当てられた本A新株予約権を第11項に定める譲渡の承認を得て譲り受けたものについては、この限りではなく、本号に従い、当社普通株式を対価として、本A新株予約権者の保有する本A新株予約権を取得することができる。 (以下「行使適格本A新株予約権」という。)) につき、取得に係る本A新株予約権の数に、本A新株予約権1個当たりの目的となる株式の数を乗じた数 (計算の結果1株未満の端数を生じる場合はその端数を切り捨てた数) の当社普通株式を対価として、本A新株予約権者 (当社を除く。)) の保有する本A新株予約権を取得することができる。

(2) 当社は、2026年8月12日以降に当社取締役会が決議した場合は、当社取締役会で定める取得日に、当該取得日時点で未行使である行使適格本A新株予約権以外の本A新株予約権につき、取得に係る本A新株予約権と同数の当社新株予約権で非適格者による行使等に一定の制約が付されたもの (別紙第12回B新株予約権に定める内容のものとする。) を対価として、本A新株予約権者 (当社を除く。)) の保有する本A新株予約権を取得することができる。

- (3) 本項に基づく本A新株予約権の取得に関する条件充足の確認は、上記第10項(2)に定める手続に準じた手続も踏まえて、当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が定めるところにより行うものとする。なお、当社は、本A新株予約権の行使が可能となる期間の開始日の前日までの間いつでも、当社が本A新株予約権を取得することが適切であると当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が認める場合には、当社取締役会が別途定める日の到来をもって、全ての本A新株予約権を無償で取得することができるものとする。

13. 本A新株予約権の行使により株式を発行する場合の増加する資本金及び資本準備金

本A新株予約権の行使により株式を発行する場合の増加する資本金の額は、会社計算規則第17条の定めるところに従って算定された資本金等増加限度額に0.5を乗じた金額とし、計算の結果1円未満の端数を生じる場合はその端数を切り上げた額とする。増加する資本準備金の額は、資本金等増加限度額より増加する資本金の額を減じた額とする。

14. 本A新株予約権の行使請求の方法

- (1) 本A新株予約権を行使する場合、第8項記載の本A新株予約権を行使することができる期間中に第16項記載の行使請求受付場所に対して、行使請求に必要な事項を通知するものとする。
- (2) 本A新株予約権を行使する場合、前号の行使請求の通知に加えて、本A新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額を現金にて第17項に定める払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むものとする。
- (3) 本A新株予約権の行使請求の効力は、第16項記載の行使請求受付場所に対する行使請求に必要な全部の事項の通知が行われ、かつ当該本A新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額が前号に定める口座に入金された日に発生する。

15. 新株予約権証券の不発行

当社は、本A新株予約権に関して、新株予約権証券を発行しない。

16. 行使請求受付場所

株式会社地域新聞社 法務総務統括部

17. 払込取扱場所

三菱UFJ信託銀行株式会社

18. その他

上記に定めるもののほか、本A新株予約権発行に関し必要な事項の決定その他一切の行為について当社代表取締役社長に一任する。また、第10項(1)④の「関連者」について、当社独立委員会が客観的資料に基づきそのいずれかが「関連者」に該当しないと合理的に判断する場合に「関連者」から除外する場合を含めて、必要な場合には、取締役会決議を以て、本発行要項の一部を変更することができるものとする。

## 別紙2 本件第二新株予約権の内容

### 第12回B新株予約権の内容

#### 1. 新株予約権の名称

株式会社地域新聞社第12回B新株予約権（以下「本B新株予約権」という。）

#### 2. 新株予約権の目的である株式の種類及び数

本B新株予約権1個当たりの目的である株式の種類及び数は、当社普通株式0.5株とする。

#### 3. 本B新株予約権の行使期間

2026年9月1日から2041年8月31日までとする。

#### 4. 本B新株予約権の行使に際して出資される財産の価額

(1) 各本B新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額は、行使価額（下記(2)で定義される。）に割当株式数を乗じた額とする。

(2) 本B新株予約権の行使に際して出資される当社普通株式1株当たりの金銭の額（以下「行使価額」という。）は、1円とする。

#### 5. 本B新株予約権の行使の条件

(1) 本B新株予約権の保有者は、次の①及び②の条件を満たさない場合（第三者のために行行使する場合には当該第三者が次の条件を満たさない場合を含む。）には、本B新株予約権を行行使することができないものとする。

① 本B新株予約権の保有者が買付等（下記(5)で定義される。）を中止又は撤回し、かつ、その後買付等を実施しないことを誓約した場合であって、かつ

② (i) 本B新株予約権の保有者の株券等保有割合（同法第27条の23第4項に規定する株券等保有割合をいう。共同保有者（下記(4)②で定義される。）の保有株券等の数（同項に規定する保有株券等の数をいう。）も計算上考慮されるものとする。ただし、本項において、株券等保有割合の計算に当たっては本B新株予約権の保有者やその共同保有者以外の非適格者（下記(4)で定義される。）についても当該本B新株予約権の保有者の共同保有者とみなして算定を行うものとし、また、非適格者の保有する本B新株予約権のうち行使条件が充足されていないものは除外して算定する。）として当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収への対応方針）に基づき設置している独立委員会（以下「当社独立委員会」という。）の勧告を最大限尊重して当社取締役会が認めた割合が20%を下回っているとき、又は(ii) 本B新株予約権の保有者の株券等保有割合として当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が認めた割合が20%以上である場合において、本B新株予約権の保有者その他の非適格者が、当社が認める証券会社に委託をして当社株式を処分し、当該処分を行った後における本B新株予約権の保有者の株券等保有割合として当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が認めた割合が20%を下回ったときは、本B新株予約権の保有者その他の非適格者は、本B新株予約権につき、本B新株予約権の行使後における本B新株予約権の保有者の株券等保有割合として当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が認める割合が20%を下回る範囲内でのみ行使できる。

ただし、次のアからカのいずれかに該当する場合は、本B新株予約権の保有者は、本B新株予約権を行行使することができる。

ア （日証金が制度信用取引の下で非適格者以外の実質株主のために名義株主となっている株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権）

本B新株予約権の保有者が日本証券金融株式会社（以下「日証金」という。）であって、その保有する本B新株予約権が、日証金が株主名簿上の株主（以下「名義株主」という。）となっている当社株式に対して割り当てられた本A新株予約権（以下「日証金割当A新株予約権」という。）の取得の対価として交付された本B新株予約権（以下「日

証金由来B新株予約権」という。)であり、日証金割当A新株予約権が制度信用取引及び貸借取引の下で非適格者から第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者であって信用取引を取り扱う者(以下「特定証券会社」という。)を通じて担保として預かる当社株式に対して割り当てられたものではないことについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して行使を認めた場合

イ (特定証券会社が自己勘定取引に基づき保有する株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権)

本B新株予約権の保有者が特定証券会社であって、その保有する本B新株予約権が、当該特定証券会社が名義株主となっている当社株式に対して割り当てられた本A新株予約権(以下「証券会社割当A新株予約権」という。)の取得の対価として交付された本B新株予約権(以下「証券会社由来B新株予約権」という。)であり、証券会社割当A新株予約権が当該特定証券会社の自己勘定取引に基づき保有する当社株式に対して割り当てられたものであることについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して行使を認めた場合

ウ (日証金又は特定証券会社に交付された本B新株予約権のうち、別の金融商品取引業者が自己勘定取引により取得したもの)

本B新株予約権の保有者が第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者であって、その保有する本B新株予約権が、日証金由来B新株予約権又は証券会社由来B新株予約権を当該金融商品取引業者の自己勘定取引により取得したものであることについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して行使を認めた場合

エ (特定証券会社が一般信用取引の下で非適格者以外の実質株主のために名義株主となっている株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権)

本B新株予約権の保有者が特定証券会社であって、その保有する本B新株予約権が当該特定証券会社が信用取引に係る買い建玉を保有する者(以下「実質株主」という。)から担保として預かる当社株式に対して割り当てられた証券会社割当A新株予約権の取得の対価として交付された証券会社由来B新株予約権であり、かつ、当該実質株主が非適格者に該当せず、非適格者以外の者のために本B新株予約権を行使することについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して行使を認めた場合

オ (日証金又は特定証券会社から譲渡を受けた非適格者以外の者が保有する本B新株予約権)

本B新株予約権の保有者が、第6項に規定する当社取締役会の承認を受けて、日証金又は特定証券会社から直接本B新株予約権の譲渡を受けた譲受人(日証金及び特定証券会社を除く。)であって、当該譲受人が、①自らが非適格者に該当しないことについての表明・保証条項及び②本B新株予約権の行使により取得した当社株式を非適格者に該当する者に直接又は間接に譲渡又は移転しないこと(ただし、立会内取引(市場内クロス取引を除く。))を通じた売買を行うことは妨げられないものとする。)を誓約することその他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他

の事情を考慮して行使を認めた場合

カ (当社から直接に本B新株予約権の交付を受けた非適格者以外の者(日証金及び特定証券会社を除く。))が保有する本B新株予約権)

本B新株予約権の保有者(日証金及び特定証券会社を除く。))が、当社から直接に本B新株予約権の交付を受けた者であって、①自らが非適格者に該当しないことについての表明・保証条項及び②本B新株予約権の行使により取得した当社株式を非適格者に該当する者に直接又は間接に譲渡又は移転しないこと(ただし、立会内取引(市場内クロス取引を除く。))を通じた売買を行うことは妨げられないものとする。)を誓約することその他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して行使を認めた場合

(2) 上記(1)にかかわらず、2026年11月頃開催予定の当社第42期定時株主総会(その延会及び継続会を含む。)において、当社株式の大量取得行為に関する対応策(買収への対応方針)に基づく対抗措置の発動に係る議案について、出席株主の議決権の過半数の賛成が得られなかった場合には、本B新株予約権の保有者は、当該株主総会の終結時以降、本B新株予約権を行使することができ。

(3) 適用ある外国の証券法その他の法令等上、当該法令等の管轄地域に所在する者による本B新株予約権の行使に関し、所定の手続の履行又は所定の条件の充足が必要とされる場合、当該管轄地域に所在する者は、当該手続及び条件が全て履行又は充足されていると当社が認めた場合に限り、本B新株予約権を行使できる。なお、当社が上記手続及び条件を履行又は充足することで当該管轄地域に所在する者が本B新株予約権を行使できる場合であっても、当社としてこれを履行又は充足する義務を負うものではない。

(4) 非適格者とは、以下の①乃至④に該当する者を意味する。

① MTM Capital 株式会社、オプションハウス株式会社、合同会社トレーディングワン、八木圭介氏、チョイス株式会社、株式会社ビー・アール・ビーパートナーズ及び相良健志氏(以下「特定大量保有者」という。)

② 特定大量保有者の共同保有者((i) 金融商品取引法第27条の23第5項に規定する「共同保有者」をいい、同条第6項に基づき共同保有者とみなされる者(なお、特定大量保有者と夫婦の関係にある者を含む。)、並びに、(ii) (イ) 同法第27条の2第7項に定義される特別関係者、(ロ) 当該特定の株主との間でフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関並びに当該特定の株主の公開買付代理人、主幹事証券会社、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー、並びに (ウ) 上記①、本②(i)、本②(ii) (イ) 又は本②(ii) (ロ) のいずれかに該当する者から市場外の相対取引又は東京証券取引所の市場内立会外取引(ToSTNeT 1)(なお、いわゆる市場内クロス取引などそれらに準じる取引を含む。))により当社株券等を譲り受けた者を含む。)

③ 上記①から本③までに該当する者から当社の承認なく本B新株予約権を譲り受け又は承継した者

④ 上記①から③までに該当する者の「関連者」。なお、「関連者」とは、上記①から③までに該当する者との間にフィナンシャル・アドバイザー契約を締結している投資銀行、証券会社その他の金融機関その他これらの者と実質的利害を共通にしている者、公開買付代理人、弁護士、会計士、税理士その他のアドバイザー若しくはこれらの者(上記①から③までに該当する者を含む。))が実質的に支配し又はこれらの者と共同ないし協調して行動する者として、当社取締役会が当社独立委員会の勧告を最大限尊重して合理的に認定した者をいう。組合その他のファンドに係る「関連者」の判定においては、ファンド・マネージャーの実質的同一性その他の諸事情を勘案するものとする。なお、篠原猛氏、ファーストメイク・リミテッド株式会社、前一明氏、菊本博之氏、合同会社YN企画、バイオセラミック株式会社、合同会社Happy horse、

KING 有限責任事業組合、静岡エネルギー株式会社、株式会社日本シーサプライ、中谷正和氏、野本豊氏及び鈴木祥元氏は、本A新株予約権の割当基準日時点で当社株主である場合には、「関連者」に該当するものとする。

(5) 「買付等」とは、

- ① 非適格者の議決権割合（以下で定義される。）を20%以上とすることを目的とする当社株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。）の買付行為（公開買付けの開始を含むが、それに限らない。）、
- ② 結果として非適格者の議決権割合が20%以上となるような当社株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。）の買付行為（公開買付けの開始を含むが、それに限らない。）、  
又は
- ③ 上記①又は②に規定される各行為の実施の有無にかかわらず、非適格者が、当社の他の株主（複数である場合を含む。以下本③において同じ。）との間で行う行為であり、かつ、当該行為の結果として当該他の株主が当該非適格者の共同保有者（なお、非適格者と夫婦の関係にあるものを含む。以下同じ）に該当するに至るような合意その他の行為、又は当該非適格者と当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係を樹立するあらゆる行為（ただし、当社が発行者である株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。）につき当該非適格者と当該他の株主の株券等保有割合の合計が20%以上となるような場合に限る。）を意味する（いずれも事前に当社独立委員会の勧告を最大限尊重して当社取締役会が同意したものを除く。）。

「議決権割合」とは、非適格者の具体的な買付方法に応じて、(i) 非適格者が当社の株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。）の所有者及びその共同保有者である場合の当該保有者の株券等保有割合（同法第27条の23第4項に規定する株券等保有割合をいう。この場合においては、当該保有者の共同保有者の保有株券等の数（同項に規定する保有株券等の数をいう。）も計算上考慮される。）又は(ii) 非適格者が当社の株券等（同法第27条の2第1項に規定する株券等をいう。）の買付け等を行う者及びその特別関係者である場合の当該買付け等を行う者及び当該特別関係者の株券等所有割合（同法第27条の2第8項に規定する株券等所有割合をいう。）の合計をいう。株券等保有割合又は株券等所有割合の算出に当たっては、発行済株式の総数（同法第27条の23第4項に規定するものをいう。）及び総議決権の数（同法第27条の2第8項に規定するものをいう。）は、有価証券報告書、半期報告書及び自己株券買付状況報告書のうち直近に提出されたものを参照することができる。

(6) 「本A新株予約権」とは、株式会社地域新聞社第12回A新株予約権を意味する。

(7) 上記(5)③における「当該非適格者と当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係」が樹立されたか否かの判断は、新たな出資関係、業務提携関係、取引ないし契約関係、役員兼任関係、資金提供関係、信用供与関係、デリバティブや貸株等を通じた当社株券等（金融商品取引法第27条の23第1項に規定する株券等をいう。）に関する実質的な利害関係等の形成や、当該非適格者及び当該他の株主が当社に対して直接・間接に及ぼす影響等を基礎として行う。

(8) 上記(5)③所定の行為がなされたか否かの判断は、当社独立委員会が合理的に判断する。

なお、当社独立委員会は、上記(5)③所定の要件に該当するか否かの判断に必要とされる範囲において、当社の株主に対して必要な情報の提供を求めることがある。

(9) 上記(3)の条件の充足の確認は、当社取締役会が定めるところによる。

(10) 各本B新株予約権の一部行使はできない。

#### 6. 本B新株予約権の譲渡制限

本B新株予約権の譲渡については、当社取締役会の承認を要するものとする。

#### 7. 本B新株予約権の取得

(1) 当社は、本B新株予約権が交付された日から10年後の日において、なお行使されていない本B新株予約権が残存するときは、本B新株予約権を保有する者（以下「本残存保有者」という。）から、当社取締役会が別途定める日の到来をもって、本残存保有者が保有する本B新株予約権全て（ただし、行使条件が充足されていないものに限る。）を、当社取締役会が本B新株予約権を取得することを決定した日の前営業日における当社普通株式の終値に0.5を乗じた金額に本残存保有者が保有する本B新株予約権の個数を乗じた金額から、当該本残存保有者が保有する本B新株予約権全てを行使する場合に支払うべき行使価額を控除した額に相当する金銭を対価として取得することができる。

(2) 当社は、2026年8月27日以降に当社取締役会が決議した場合は、当社取締役会で定める取得日に、次のアからカのいずれかに該当する未行使の本B新株予約権について、取得に係る本B新株予約権の数に、本B新株予約権1個当たりの目的となる株式の数に乗じた数（計算の結果1株未満の端数を生じる場合はその端数を切り捨てた数）の当社普通株式を対価として、本B新株予約権者の保有する本B新株予約権を取得することができる。なお、当社取締役会は、2026年10月30日までに本第7項(2)に基づく本B新株予約権の取得の対象とされるために必要な書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料が提出され、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたものについては、2026年8月27日から3か月後を目途として定める実務上可能な日を取得の効力発生日として取得するものとする。

ア （日証金が制度信用取引の下で非適格者以外の実質株主のために名義株主となっている株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権）

日証金由来B新株予約権のうち、その保有者が日証金であり、かつ、当該日証金由来B新株予約権を対価として取得された日証金割当A新株予約権が制度信用取引及び貸借取引の下で非適格者から特定証券会社を通じて担保として預かる当社株式に対して割り当てられたものではないことについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

イ （特定証券会社が自己勘定取引に基づき保有する株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権）

証券会社由来B新株予約権のうち、その保有者が当該証券会社由来B新株予約権を対価として取得された証券会社割当A新株予約権の割当てを受けた特定証券会社であり、かつ、当該証券会社割当A新株予約権が当該特定証券会社の自己勘定取引に基づき保有する当社株式に対して割り当てられたものであることについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を当該特定証券会社が提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

ウ （日証金又は特定証券会社に交付された本B新株予約権のうち、別の金融商品取引業者が自己勘定取引により取得したもの）

日証金由来B新株予約権又は証券会社由来B新株予約権のうち、その保有者が第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者であり、かつ、当該保有者が自己勘定取引により日証金又は特定証券会社から取得したものであることについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

エ （特定証券会社が一般信用取引の下で非適格者以外の実質株主のために名義株主となっている株式に対して割り当てられた本A新株予約権から転換された本B新株予約権）

証券会社由来B新株予約権のうち、その保有者が当該証券会社由来B新株予約権を対価として取得された証券会社割当A新株予約権の割当てを受けた特定証券会社であり、かつ、当

該証券会社割当A新株予約権が実質株主から担保として預かる当社株式に対して割り当てられたものであって、当該実質株主が非適格者に該当しないことについての表明・保証条項、補償条項その他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を当該特定証券会社が提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

オ (日証金又は特定証券会社から譲渡を受けた非適格者以外の者が保有する本B新株予約権)

日証金又は特定証券会社から第6項に規定する当社取締役会の承認を受けて譲渡された本B新株予約権のうち、その保有者が当該譲渡の直接の譲受人であり、当該譲受人が日証金又は特定証券会社のいずれにも該当せず、かつ、①当該譲受人が非適格者に該当しないことについての表明・保証条項及び②本B新株予約権取得の対価として交付を受ける当社株式を非適格者に該当する者に直接又は間接に譲渡又は移転しないこと(ただし、立会内取引(市場内クロス取引を除く。))を通じた売買を行うことは妨げられないものとする。)を誓約することその他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

カ (当社から直接に本B新株予約権の交付を受けた非適格者以外の者(日証金及び特定証券会社を除く。))が保有する本B新株予約権)

当社から直接に本B新株予約権の交付を受けた者(日証金及び特定証券会社を除く。)が保有する本B新株予約権であって、当該保有者が、①自らが非適格者に該当しないことについての表明・保証条項及び②本B新株予約権の対価として交付を受ける当社株式を非適格者に該当する者に直接又は間接に譲渡又は移転しないこと(ただし、立会内取引(市場内クロス取引を除く。))を通じた売買を行うことは妨げられないものとする。)を誓約することその他当社が定める事項を記載した書面その他当社がこれを確認するために合理的範囲内で求める客観的な資料を提出し、当社独立委員会が当該表明・保証の真実性その他の事情を考慮して取得を認めたもの

(3) 非適格者全員の2026年8月10日時点における議決権割合(疑義を避けるために付言すると、信用買いの買い建玉の形で実質的に保有している株式に係る議決権割合も算入される。)の合計が20%未満であったことが、客観的かつ合理的な資料を基礎として客観的に証明されたと当社独立委員会が合理的に認めた場合、当社は、取締役会決議により、同取締役会で定める取得日(実務上可能な限り速やかな日を定めるものとする。)に、当該取得日時点で未行使の全ての本B新株予約権につき、取得に係る本B新株予約権の数に、本B新株予約権1個当たりの目的となる株式の数を乗じた数の当社普通株式を対価として取得するものとする。

(4) 2026年11月頃開催予定の当社第42期定時株主総会(その延会及び継続会を含む。)において当社株式の大量取得行為に関する対応策(買収への対応方針)に基づく対抗措置の発動に係る議案について出席株主の議決権の過半数の賛成が得られなかった場合、当社は、取締役会決議により、当該決議において定める取得日に、当該取得日時点で未行使の全ての本B新株予約権につき、取得に係る本B新株予約権の数に、本B新株予約権1個当たりの目的となる株式の数を乗じた数の当社普通株式を対価として取得するものとする。

8. 本B新株予約権の行使により株式を発行する場合の増加する資本金及び資本準備金

本B新株予約権の行使により株式を発行する場合の増加する資本金の額は、会社計算規則第17条の定めるところに従って算定された資本金等増加限度額に0.5を乗じた金額とし、計算の結果1円未満の端数を生じる場合はその端数を切り上げた額とする。増加する資本準備金の額は、資本金等増加限度額より増加する資本金の額を減じた額とする。

9. 本B新株予約権の行使請求の方法

(1) 本B新株予約権を行使する場合、第3項記載の本B新株予約権を行使することができる期間中に第11項記載の行使請求受付場所に対して、行使請求に必要な事項を通知するものとする。

(2) 本B新株予約権を行使する場合、前号の行使請求の通知に加えて、本B新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額を、現金にて第12項に定める払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むものとする。

(3) 本B新株予約権の行使請求の効力は、第11項記載の行使請求受付場所に対する行使請求に必要な全部の事項の通知が行われ、かつ、当該本B新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額が前号に定める口座に入金された日に発生する。

10. 新株予約権証券の不発行

当社は、本B新株予約権に関して、新株予約権証券を発行しない。

11. 行使請求受付場所

株式会社地域新聞社 法務総務統括部

12. 払込取扱場所

三菱UFJ信託銀行株式会社

13. その他

上記に定めるもののほか、本B新株予約権発行に関し必要な事項の決定その他一切の行為について当社代表取締役社長に一任する。また、第5項(4)④の「関連者」について、当社独立委員会が客観的資料に基づきそのいずれかが「関連者」に該当しないと合理的に判断する場合に「関連者」から除外する場合を含めて、必要な場合には、取締役会決議を以て、本発行要項の一部を変更することができるものとする。

別紙3 本件に関する法人及び個人の略称一覧並びに備考

| 略称               | 正式名等                         | 備考                                                                                                          | 疎明資料              |
|------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| 債権者<br>MTM       | MTM C<br>a p i t a<br>l 株式会社 | 代表取締役：嶋田氏<br>取締役：嶋田氏及び能勢氏の2名<br>第1回認定対象株主、第2回認定対象株主                                                         | 甲2                |
| 嶋田氏              | 嶋田智樹                         | 債権者MTM代表者                                                                                                   | 甲2                |
| 能勢氏              | 能勢元                          | 債権者取締役（令和7年11月18日～）<br>ビー・アール・ビー代表者（唯一の取締役）<br>令和7年11月定時総会で債権者MTMの取<br>締役として出席                              | 甲2<br>乙179<br>乙78 |
| YN企<br>画         | 合同会社Y<br>N企画                 | 代表社員：櫻井氏（唯一の業務執行社員、令<br>和7年3月1日～）<br>元業務執行社員：湯川氏（～令和7年3月1<br>日）<br>バイオセラミックと本店所在地同一<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者 | 乙38               |
| バイオ<br>セラミ<br>ック | バイオセラ<br>ミック株式<br>会社         | 代表取締役：櫻井氏（唯一の取締役）<br>YN企画と本店所在地同一<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                                   | 乙39               |
| 情報シ<br>ステム<br>総研 | 株式会社情<br>報システム<br>総合研究所      | 代表取締役：櫻井氏<br>取締役4名、うち2名が櫻井氏と菊本氏                                                                             | 乙40               |
| 櫻井氏              | 櫻井重彰                         | YN企画代表者<br>バイオセラミック代表者<br>情報システム総研代表者                                                                       | 乙38～4<br>0<br>乙78 |

|                 |                      |                                                                                                             |                                 |
|-----------------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
|                 |                      | 令和7年11月定時総会でバイオセラミック<br>代表者として出席                                                                            |                                 |
| 菊本氏             | 菊本博之                 | 情報システム総研取締役<br>ファーストメイク・リミテッド監査役<br>サステナブル元組合員（～令和6年11月）<br>令和7年11月定時総会で、Happy horseの代理人として出席<br>事前非適格者被認定者 | 乙40<br>乙35<br>乙37<br>乙36<br>乙78 |
| Happy horse     | 合同会社<br>Happy horse  | 代表社員：東博文（唯一の業務執行社員）<br>本店所在地は、相良氏の住所と同一<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                             | 乙31<br>乙30                      |
| KING            | KING有<br>限責任事業<br>組合 | 組合員は、相良氏ほか1名<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                                                        | 乙30                             |
| 相良氏             | 相良建志                 | KING組合員<br>住所がHappy horseの本店所在地<br>と同一<br>サステナブル元組合員兼元清算人<br>令和7年11月定時総会でKINGの組合員<br>として出席<br>第2回認定対象株主     | 乙30<br>乙37<br>乙52<br>乙78        |
| 静岡エ<br>ネルギ<br>ー | 静岡エネル<br>ギー株式会<br>社  | 代表取締役：薮田晃彰氏<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                                                         | 乙57                             |

|                     |                      |                                                                                                   |                          |
|---------------------|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| 日本シー<br>ーサブ<br>ライ   | 株式会社日<br>本シーサブ<br>ライ | 代表取締役：薮田洋平氏<br>取締役4名、うち1名が薮田晃彰氏<br>第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                           | 乙55の2                    |
| 中谷氏                 | 中谷正和                 | 第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者<br>令和7年11月定時総会に出席                                                            | 乙78                      |
| 野本氏                 | 野本豊                  | 第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                                                              |                          |
| 鈴木氏                 | 鈴木祥元                 | 第1回認定対象株主、事前非適格者被認定者                                                                              |                          |
| 債権者<br>オプション<br>ハウス | オプション<br>ハウス株式<br>会社 | 令和8年3月12日設立。設立時の100%<br>出資者は篠原氏<br>代表取締役：松島氏<br>取締役：松島氏、篠原氏及び崔氏の3名<br>第2回認定対象株主                   | 乙14<br><br>乙15           |
| 篠原氏                 | 篠原猛                  | 債権者オプションハウス設立時100%出資<br>者兼取締役<br>R o u i s e 代表者<br>令和7年11月定時総会においてNOXの代<br>理人として出席<br>事前非適格者被認定者 | 乙14<br>乙15<br>乙18<br>乙78 |
| 松島氏                 | 松島英将                 | 債権者オプションハウス代表者<br>R o u i s e 取締役                                                                 | 乙15<br>乙18               |
| チョイ<br>ズ            | チョイズ株<br>式会社         | 代表取締役：崔氏<br>第2回認定対象株主                                                                             | 乙124                     |
| 崔氏                  | 崔 彩                  | チョイズ代表者<br>債権者オプションハウス取締役<br>篠原氏の長女                                                               | 乙124<br>乙15<br>乙16       |

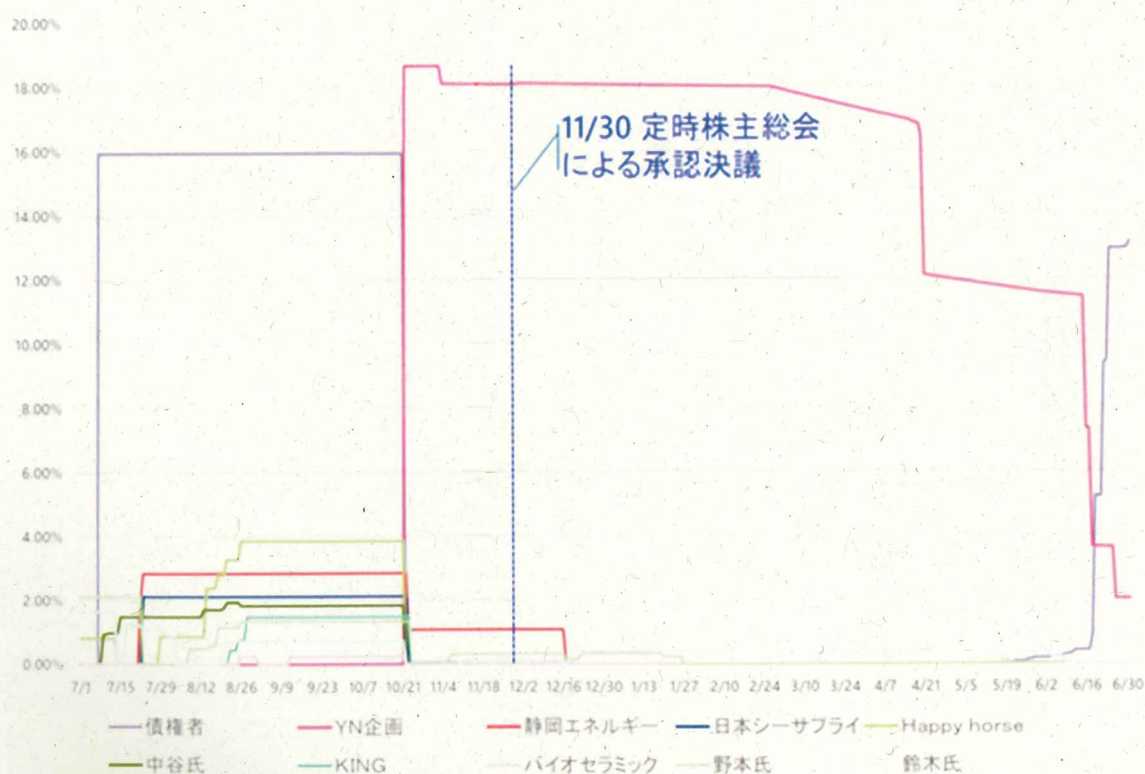
|                        |                                 |                                                                                     |                                  |
|------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| トレー<br>ディン<br>グワン      | 合同会社ト<br>レーディン<br>グワン           | 令和7年12月24日設立<br>代表社員：深野氏（唯一の業務執行社員）<br>第2回認定対象株主                                    | 乙22                              |
| 深野氏                    | 深野隆也                            | トレーディングワン代表者                                                                        | 乙22                              |
| 八木氏                    | 八木圭介                            | 嶋田氏が代表取締役を務める株式会社M a r<br>k e t i Xの従業員<br>第2回認定対象株主                                | 乙24、審<br>尋の全趣旨                   |
| ビー・<br>アール・ビ<br>ー      | 株式会社ビ<br>ー・アール<br>・ビーパ<br>ートナーズ | 代表取締役：能勢氏（唯一の取締役）<br>第2回認定対象株主                                                      | 乙179                             |
| 東野氏                    | 東野綾太                            | 本件独立委員会勧告において第2回認定対象<br>株主とは認められないとされた者                                             | 甲8の3                             |
| ファースト<br>メイク・リ<br>ミテッド | ファースト<br>メイク・リ<br>ミテッド株<br>式会社  | 代表取締役：前氏<br>監査役：菊本氏<br>役員は前氏及び菊本氏のみ（令和6年7月1<br>日～）<br>事前非適格者被認定者                    | 乙35                              |
| 前氏                     | 前一明                             | ファーストメイク・リミテッド代表者<br>事前非適格者被認定者                                                     | 乙35                              |
| NOX                    | 株式会社N<br>OX                     | 代表取締役：篠原氏の長男篠原強氏<br>チョイズ及びR o u i s e と本店所在地が同<br>一<br>令和7年11月定時総会で代理人として篠原<br>氏が出席 | 乙16<br>乙17<br>乙18・1<br>24<br>乙78 |

|                |                        |                                                                              |            |
|----------------|------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------|
| R o u<br>i s e | 株式会社R<br>o u i s e     | 代表取締役：篠原氏<br>取締役4名、うち3名が篠原氏、松島氏、湯<br>川氏                                      | 乙18        |
| 湯川氏            | 湯川洋児                   | R o u i s e 取締役<br>Y N企画元業務執行社員（～令和7年3月1<br>日）                               | 乙18<br>乙38 |
| サステ<br>ナブル     | サステナブ<br>ル有限責任<br>事業組合 | 令和6年11月解散、令和7年2月清算終了<br>解散前の組合員：菊本氏（令和3年7月<br>～）、相良氏（令和6年3月～）<br>解散後の清算人：相良氏 | 乙37        |

# 別紙4-1

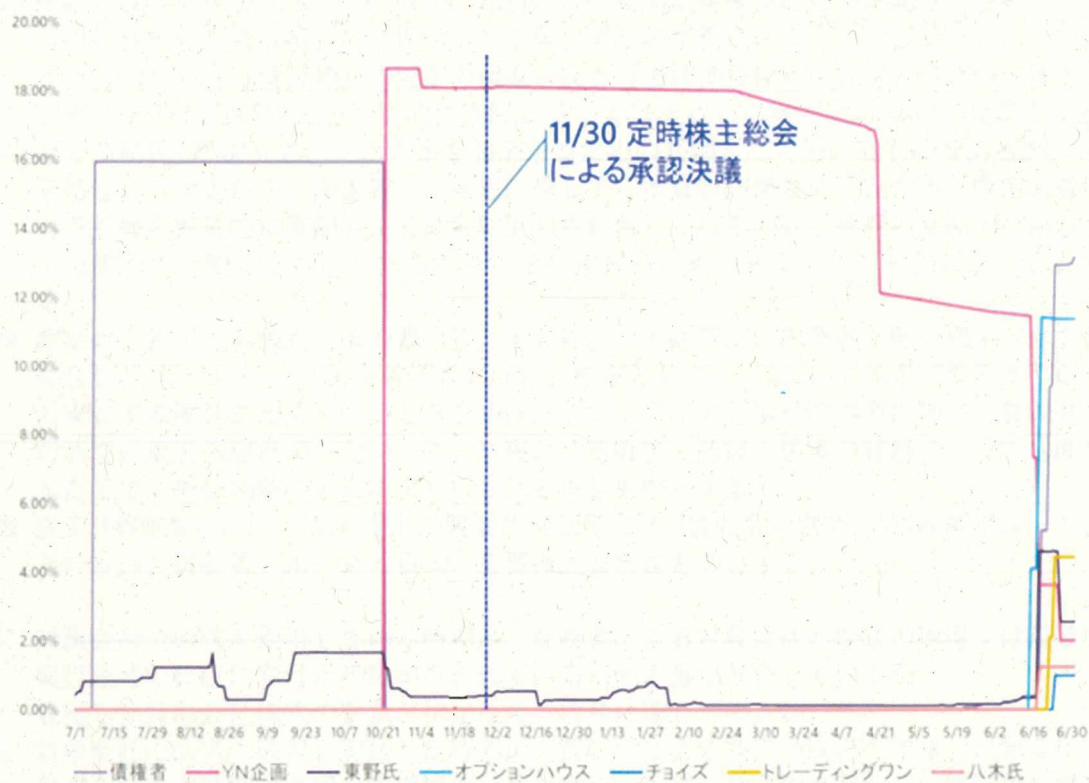
※ YN企画以外の者については振替口座簿上の保有株式数に基づくものであって、信用取引の買い建玉等による実質保有株式は反映されていない。YN企画については信用取引による実質保有株式による。別紙4-2について同じ。

## 2025年7月～26年6月の第1回認定対象株主(含、債権者)の持株割合の推移



別紙4-2

2025年7月～26年6月の第2回認定対象株主+YN企画+東野氏の持株割合の推移



## 共同協調行為等認定基準

※ 本基準は、当社が2022年11月24日開催の第38期定時株主総会で承認を得て導入した「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収防衛策）」（以下「本プラン」といいます。）において、「買付等」の認定の前提となる「当該株券等取得者等と当該他の株主との間にその一方が他方を実質的に支配し若しくはそれらの者が共同ないし協調して行動する関係」が樹立されたか否かを判定するための基準として用いるものであるが、「非適格者」に含まれる「関連者」の認定に際して、本買収防衛策に定義する「特定大量保有者」等を実質的に支配し、その者に支配され若しくはその者と共同の支配下にある者と協調して行動する者に当たるか否かを判定するための基準としても用いることとする。

※ 認定は、認定の対象者（その親会社、子会社、その他認定の対象者と同一視すべき主体を含む。）について、下記の各項目のうち、原則として、下記1.に加えて最低1つ以上の項目で関連性が認められることを条件として、下記の各項目の要素に加え、買収者との間での意思の連絡が「ない」ことを窺わせる直接・間接の事実の有無についても勘案した上で、総合判断の方法により行われるべきものとする。

※ 以下「買収者」には、「買収者」の親会社又は子会社（買収者を含め、「買収者グループ」という。）、買収者グループの役員・主要株主を含むものとする。

1. 対象会社の株式を取得している時期が、買収者による対象会社の株式の取得又は重要提案行為等の買収に向けた行動が行われている期間と重なり合っているか
2. 取得した対象会社株式の数量が相当程度の数量に達しているか
3. 対象会社の株式の取得を開始した時期が、買収者による株式の取得の開始、対象会社に対する経営支配権の取得・重要提案行為をすること等の意向の表明など、買収者の買収に向けた行動が開始された時期に近接し、又は対応方針に係る議題を目的事項に含む株主総会の基準日など、買収者の行動に関連するイベントと近接しているか
4. 市場における対象会社株式の取引状況が異常な時期（例えば、平均的な出来高に比して著しく出来高が膨らんでいたり、株価が先行する時期の平均株価に比して著しく急騰したりする時期）において、時期を同じくして対象会社株式を取得しているなど、買収者による対象会社の株式取得の時期及び態様（例えば、信用買い等を駆使しているかどうか）の特徴との間に共通性がみられるか
5. 買収者が株式を取得している（又は取得していた）他の上場会社の株式を取得していたことがあり、かつ、その取得時期や保有期間が買収者のそれと重なり合っているか
6. 上記5.の重なり合う期間において、当該他の会社（買収者とともにその者が株主となっていた他の上場会社）に対する株主権（共益権）の行使が買収者のそれに同調したものであったか。同調したものであったとした場合に、その株主権の種類、内容、株主権行使の結果等に照らして、その同調の程度はどの程度か
7. 上記6.記載の当該他の上場会社において、認定の対象者及び買収者（並びに認定の対象者以外の者で買収者と同調して議決権等の共益権の行使を行った株主がいる場合には当該株主）による議決権等の共益権の行使の結果、取締役その他の役員の選解任が行われた場合において、当該変更後の役員の在任期間中に当該他の上場会社において企業価値又は株主価値のき損のおそれ（例えば、重大な法令違反に該当する事象の発生又はそのおそれのある事象の発生、上場廃止、特別注意銘柄への指定、破産その他の法的倒産手続、大規模な希釈化を伴う株式又は新株予約権の発行）が生じているか。生じている

- として企業価値又は株主価値のき損のおそれほどの程度か
8. 買収者との間で、直接・間接に出資関係ないし資金の貸借関係等が存在している又は存在していたことがあるか
  9. 買収者との間で、直接・間接に、役員兼任関係、親族関係（内縁関係など準じる関係を含む。以下同じ）、ビジネス上の関係、出身校その他のコミュニティの中における人的関係が存在している又は存在していたこと、並びに、一方が他方の従業員、組合員その他構成員である又はあったことがあるなどの人的関係が存在するか
  10. 対象会社に対する株主権（共益権）の行使が買収者のそれに同調したものであったか。同調したものであったとして、行使された株主権の種類、内容、株主権行使の結果等に照らして、その同調の程度はどの程度か（なお、この 10. を唯一の根拠として「非適格者」と認定してはならないものとする。）
  11. 対象会社の事業や経営方針に関する言動等が買収者のそれと類似しているか。類似している言動等がある場合には、そのような言動等がされた時期、内容に照らして、その類似の程度はどの程度か（なお、この 11. を唯一の根拠として「非適格者」と認定してはならないものとする。）
  12. その代理人やアドバイザーが、買収者のそれと同じ事務所、法人、団体に属している若しくは属していたことがある、業務提携関係にある、同種案件を共同・連携して遂行したことがある、及び/又は親族関係その他の人的関係があるなど、買収者との間において意思の連絡が容易となるような関係を有しているか（直接的なものであると間接的なものであると問わない。）
  13. その他、買収者との間で意思の連絡があることを窺わせる直接・間接の事実はあるか
- 以上