はじめに

この上申書では公正な株式買取価格が 1,217 円となる根拠を述べていく。

第 1　株式併合に至る経緯の概略

1．　令和 7 年 1 0月 3 1日、WHD 株式会社が、ウェーブロックホールディングス株式会社（以下「ウェーブロック HD」という）に対し TOB を実施し、1 株当たり 921 円での全株取得を目指すと発表した。

2．　令和 7 年 11 月 5 日から同年 12 月 18 日の期間、シティインデックス 11（以下「CI11」とする)、野村絢、ATRA、シティインデックス・ファースト（以下「CI1」とする)、レノ、エスグランドが一つのグループ（以下「野村絢氏等投資グループ」という）となってウェーブロック HD 株式を市場で買い集めた。

3．　令和 7 年 12 月 17 日、応募株券等の総数（130,268 株）が買付予定数の下限（5,630,100 株）に満たなかったため、TOB は不成立となった。

4．　令和 8 年 3 月 4 日、CI11 が株式併合によるウェーブロック HD の非公開化を提案。

5．　令和 8 年 3 月 10 日、ウェーブロック HD が CI11 から上記 4 の提案があった旨を公表。

6．　令和 8 年 5 月 20 日、ウェーブロック HD の取締役会において、同年 6 月 18 日に開催される定時株主総会で株式併合について付議することを決議した。

7．　令和 8 年 6 月 18 日開催の定時株主総会にて第 3 号議案「株式併合の件」が承認可決された。

8．　令和 8 年 7 月 9 日、ウェーブロック HD が上場廃止となった。

第 2　野村絢氏等投資グループが実際に考えていたウェーブロック HD 株の価値

1．野村絢氏等投資グループはアクティビストとして一般に知られていてバンプトラージを投資手法の一つとして使っている。バンプトラージとは（Bumpitrage）とは、Bump（衝突）と Arbitrage（裁定取引）とを組み合わせた造語で、M&A の公表後に

おいて、価格の引き上げ（Bump）を目的として株式を買い集め、利鞘を取る行為をいう。野村絢氏等投資グループが最近行ったバンプトラージの例としては、マンダムの事案がある。MBO の実施を発表したマンダムに対し、価格が「著しく割安」と主張し株を買い増した。2 割強のマンダム株を共同保有して価格の引き上げを迫った。（甲 7）そして令和 7 年 11 月 27 日に TOB 価格を 1960 円から 2520 円に引き上げさせて応募契約を結んだ。（甲 2）

２．今回も野村絢等投資グループは、ウェーブロック HD が TOB の実施による非公開化を発表した直後からウェーブロック HD 株式を買い集めた。実際の方法は、最初に CI11，野村絢氏、ARTA の 3 者が買付けを行い、次に CI1 が買付けを行い、その次にレノが買付けを行い、最後にエスグラントが買付けをして終了している。平均買単価は甲 14 に示したが、最初に買い始めた CI11 と野村絢氏と ATRA がそれぞれ、1010 円と 994 円と 967 円であった。続いて買い始めた CI1 が 1075 円、その次に買い始めたレノが 1217 円であった。その後 18 営業日、買付は休止していたが、TOB の申込期限が過ぎた 12 月 17 日からエスグラントが平均 1207 円で買い付けを行った。

**「買付者が市場内外で実際に払った最高価格は、買付者が対象会社をどう評価しているかの最も誠実な証拠である。」**野村絢氏等投資グループは**「ウェーブロック HD 株には少なくとも 1217 円の価値がある」**と考えていることになる。

第３　「3 号議案　株式併合の件」（甲 6）に記載された野村絢等投資グループの説明に重大な虚偽があり、それに対応したウェーブロック HD 取締役会の判断も不適切であること。

１．19 頁 7 行目には野村絢等投資グループの提案について述べられている。「2026 年 4 月 27 日に、CI11 から、本端数処理交付見込額として提案した 1,070 円は、当社が前回公開買付けの際に 2025 年 10 月 30 日付で取得した当社株式に係る株式価値算定書における DCF 法によって算定した当社株式の価値のレンジの上限である 1,008 円

を上回る水準であること、及び、当社の足元の業績及び外部環境を総合的に勘案すれば当社の本源的価値が前回公開買付け時の水準を上回っているとは考えにくく、むしろ下回る可能性もあることを考慮すると、現時点における当社の本源的価値を十分に上回る価格であり、これ以上の引き上げは予定していない最終提案価格であるとの回答を受領しました。」とある。

「DCF 法によって算定した当社株式の価値のレンジの上限である 1,008 円」は、TOB の実施が発表されたときに示された価格であり、野村絢等投資グループはこの価格を知った上でレノの平均買単価が 1217 円になるまで買い上がっている。前述第２で述べた通り、「**野村絢等投資グループはウェーブロック HD 株式には少なくとも 1217 円以上の価値があると考えている**」のに、ウェーブロック HD が取得していた算定書の価格が低く、安い価格で非公開化をしようとしていたことに付け込んで本端数処理交付見込額 1070 円と提案した。

２．１９頁２０行目に「2026 年 5 月 7 日 に、CI11 から、当社株式の終値は、開示事項の経過プレスリリースの公表直後こそ本提案価格を上回って推移したものの、その後、2026 年 5 月 7 日に至るまでの期間においては、本提案価格を十分に下回る水準で安定的に推移しているところ、これは、開示事項の経過プレスリリースにより、当社の現状に関する理解が株式市場に一定程度共有され、それ以前の不完全な情報に基づく思惑による株価形成が相応に解消された結果であると考えていること、また、2026 年 5 月 20 日の前日までの過去 3 ヶ月間のうち、2026 年 2 月中旬から 3 月 10 日までの期間における当社株価は、不完全な情報に基づく思惑の影響を大きく受けて形成されたものであり、当社の公正な価値を適正に反映したものではないと考えている」と野村絢氏等投資グループの考えが述べられている。これは野村絢氏等が行った買付行為とその結果をごまかした偽りの解釈である。

野村絢氏等投資グループは TOB の実施が発表された翌日からウェーブロック HD 株式を買い始めた。買付初日の令和 7 年 11 月 4 日にはウェーブロック HD 株式は S

高比例配分となったため、野村絢氏等投資グループは市場では買付出来ず、市場外でのみ買い付けた。以後は市場での大量買い付けを続けた。野村絢氏等投資グループの買いは凄まじく、甲 13 の表に示した如く、市場関与率は 11 月 5 日の 44.19%、その後 5 営業日連続で 30%以上、11 月 12 日には 45.01%に達していた。(甲 13, 甲 14、甲 15)**「不完全な情報に基づく思惑による株価形成」**は全く当てはまらず、**「野村絢氏等投資グループがウェーブロック HD 株式の株価形成を主導していた」**のは明らかである。

また「2026 年 5 月 7 日に至るまでの期間においては、本提案価格を十分に下回る水準で安定的に推移している」ことの理由を野村絢氏等投資グループは「不完全な情報に基づく思惑による株価形成が相応に解消された結果」と故意に誤った説明をしている。正しくは、野村絢等投資グループの議決権割合が 38.70%に達するまで株を買い集め、ウェーブロック HD に対して強力な支配力を持つに至り、その直後に本端数処理交付見込額 1070 円で株式併合をするとの提案をしたことが、強圧性をもって市場に受けとめられたからに他ならない。(甲１５)

３．ウェーブロック HD は端数処理交付見込額を 1098 円程度へ引き上げことを野村絢氏等投資グループに要請したが、記１．及び２．で指摘した野村絢等投資グループの虚偽の説明に疑問を持たず、まんまと端数処理交付見込額 1070 円で株式併合する提案を丸飲みさせられてしまった。

４．ここからは申立人の推測ではあるが、ウェーブロック HD の経営陣が端数処理交付見込額 1070 円を安すぎると言い通せなかったのは、経営陣が企業価値を上げる能力に欠けていたことに起因するのではないか。

東京証券取引所は、2023 年 3 月 31 日にプライム市場およびスタンダード市場の全上場会、約 3300 社を対象として「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行った。特に問題とみていたのが PBR（株価純資産倍率）が 1 倍を割り込む企業で、約 1800 社と 5 割超あった。東京証券取引所は全上場会社に株価水準を分析して、改善するための具体策を公表するよう要請しました。この結果 2026 年

8 月時点では PBR1 倍割れ企業は 1/3 にまで減っている。

それに対してウェーブロック HD 株の TOB 発表時の株価は 713 円。ウェーブロック HD の 1 株当たり純資産額は 1974 円 20 銭（甲 6）であるから、実に PBR0.36 倍と惨憺たる状況であった。このような悪い成績に留まっていたウェーブロック HD の経営陣が、百戦錬磨のアクティビスト投資家である野村絢等投資グループに、「端数処理交付見込額 1070 円は安すぎる」と言い通せるわけがなかったといえるのではないか。

第 4　野村絢等投資グループによる公開買付けが省略されていることについて

本来は野村絢等投資グループが公開買付けを前置すべき案件であるが、以下の理由でウェーブロック HD は公開買付けを前置せずに株式併合を実施する手法を受け入れたと述べている。

(i)　仮に公開買付けを前置する場合には、公開買付代理人への報酬を含む公開買付けに係るアドバイザー費用等が発生するところ、これらのコストを考慮すると、公開買付けを前置する場合、一般株主の皆様に分配可能な金額が公開買付けを前置せずに本株式併合を実施する場合に比べて限定的となり得る上、公開買付期間を含む追加的な時間が必要になる一方、公開買付けを前置しない場合にはこれらが不要となり、より低コストかつ短期間で当社株式の非公開化が可能となると見込まれること。

(ii)　本端数処理交付見込額に不満があるとして本株式併合に反対する場合には、法令上、一定の要件の下で株式買取請求権が認められており、一般株主の皆様は公正な株式買取価格の決定を求めて裁判所に申立てを行うことができること等、株式併合には一般株主の皆様の利益保護に資する制度が設けられていること。

(iii)　当社は、前回公開買付け結果プレスリリースに記載のとおり、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的な意思決定を可能とする経営体制

を構築し、経営の柔軟性を向上させるため、当社株式を非公開化することが当社の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断している旨を公表しているにもかかわらず、その後本筆頭株主グループ以外の者から当社株式の非公開化に関する具体的な提案を受けるに至っていないことから、公開買付けを前置することで改めて他のより良い提案がなされる機会を長期間確保する必要性は低いと考えられること。

第５　結論

甲６の 16 頁の②に

「当社は、本筆頭株主グループとも、当社の企業価値向上施策の方向性などについてコミュニケーションを継続し、本筆頭株主グループからは、本筆頭株主グループの考える当社の価値を十分に反映した価格にて当社株式の非公開化を提案するパートナー候補者が出てきた場合には、本筆頭株主グループが保有する当社株式について、当該パートナー候補者へ譲渡する意向がある旨伝達を受けておりました。しかしながら、その後、当社において実現性のある具体的なパートナー候補者の特定に至らない状況が続いていた中、当社は、CI11 から、2026 年３月４日付で、当社株式の併合により当社株式を非公開化し、当社を完全子会社化することに関する提案（以下「本提案」といいます。）に係るレターを受領いたしました。」と記載されている。

野村絢等投資グループはバンプトラージの投資手法でウェーブロック HD 株式を買い集めたが、TOB 価格を引き上げさせることに失敗した。もともと野村絢等投資グループはウェーブロック HD 株式には少なくとも 1217 円以上の価値があり、将来には 1217 円より高い価格で買い取ってくれる者が現れると見込んでいた。そこで残りの株式を全部取得することを目論んだ。野村絢等投資グループはウェーブロック HD との交渉に当たって上記第２の１及び２に示した虚偽の説明を弄し、TOB 実施時の算定書でウェーブロック HD 株式の算定値が低かったのを逆手にとって、端数処理交付見込額を 1070 円とする株式併合を納得させた。

「第３号議案　株式併合の件」は野村絢氏等投資グループの虚偽の説明および主張を土台にして「端数処理交付見込額　1070 円」を妥当なものとしている。ウェーブロック HD の経営陣やウェーブロック HD が設置した特別委員会は、野村絢氏等投資グループに騙されて公正とは言えない「第３号議案　株式併合の件」の説明を株主に行い、株主は正しくない説明を信じてしまい、賛成票を投じたといえる。

よって、「第３号議案　株式併合の件」の議案成立には疑義があり、野村絢等投資グループの一員のレノのウェーブロック HD 株式の平均買単価である 1217 円が野村絢氏等投資グループのウェーブロック HD 株式を全部取得する場合の価格であるべきと考える。

第６　本事件の決定が日本の M&A 制度に及ぼす影響

１．申立人がおかしいと感じたのは、野村絢等投資グループが市場で株を急速に買い占め、株価を押し上げて行ったにもかかわらず、その買い上がった株価より安い価格でスクイーズアウトしたことである。日本の法律や規則には、このような行為を規制するものは無い。しかし常識的に考えて、明らかに少数株主の利益を損なっている。

２．既に、英国とドイツでは、本事例のようなことは問題であると考えていて、最低価格規則が存在する。経済産業省が実施している産業経済研究委託事業で、「米英独仏における上場会社Ｍ＆Ａ制度・市場動向に関する調査報告書」が作成されたが、この中で、最低価格規制について詳しく解説されている。（甲１８）

英国においては下記のような「最低価格規制」がある。

パネルの同意を得た場合を除き、買付者（又は買付者と協調して行動する者）により公開買付けの開始前の一定期間内（基本的に公開買付期間の開始前 3 か月間又は公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表から公開買付期間開始までの期間）に対象会社株式の買付けが行われている場合には、その期間内に支払った最高の支払価格が買付価格の下限となる（コード Rule 6.1(a)）。パネルがコードの一般原則 1 のために必要があると考える場合には、公開買付期間の開始より 3 か月以上前に行われた買付けの価格が最低価格となることもある。

ドイツにおいても下記のような「最低価格規制」がある。

任意公開買付け又は強制公開買付けの場合、公開買付価格は、原則、以下の金額よりも高い金額でなければならない（公開買付法 31 条、35 条）。

① 過去 6 か月に公開買付者、公開買付者と協調して行動する者又は公開買付者の子会社が、対象会社株式取得に際し支払った最高額

② （任意公開買付けの場合）公開買付けの意思決定公表前 3 か月間の当該株式市場における加重平均株価

（強制公開買付けの場合）30%以上の議決権取得の公表前 3 か月間の当該株式市場における加重平均株価

英国もドイツも、このような規則を作った背景には、以下のような考えがある。

ⅰ　買付者にスクイーズアウトされる株主と、市場で買付者に売却した株主とには、公平性を担保する必要がある。

ⅱ　買付者が市場内外で実際に払った最高価格は、買付者が対象会社をどう評価しているかの最も誠実な証拠である。

３．日本の M&A 制度には上記のような最低価格規制はないが、上記ⅰⅱの考えは当然に取り入れるべきものである。この考えに立てば、野村絢氏等投資グループの構成員で最も高く株式を買ったレノの平均買付価格 1217 円を端数処理交付見込額とすべきである。「端数処理交付見込額　1070 円」といった野村絢氏等投資グループが直前に市場で買い付けた価格より安く設定することが認められれば、日本の M&A 制度の正当性が大きく損なわれると危惧する。

以上