

株式会社 PEGASUS の 5 月 13 日付開示及び株価下落に関する当社見解

株式会社 PEGASUS

代表取締役社長 美馬 成望 殿

取締役会 御中

当社は、株式会社 PEGASUS（以下「貴社」）が 2026 年 5 月 13 日付で公表した「新中期経営計画の基本方針」及び「Be Brave 株式会社による当社株式の大量買付等を踏まえた当社株券等の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ」（以下「本対応方針」）について、貴社株主として、以下のとおり当社の見解を表明する。

なお、本書は、株主に対し、当社または第三者に議決権の代理行使を委任することを求めるものではない。当社は、本書により委任状の提出を求めるものではなく、株主には、各自の判断と責任において議決権を行使していただきたい。

1. 5 月 13 日付開示後の株価推移は、貴社取締役会の経営判断に対する市場の厳しい評価を示している

当社は、2026 年 5 月 13 日付開示が貴社株価下落の唯一の起点であると主張するものではない。貴社株価は、2026 年 5 月 8 日に年初来高値 1,033 円を付けた後、同月 13 日終値 865 円時点で既に約 16.3%下落していた。したがって、貴社が「当社に対する思惑買いの剥落である」と反論する余地があることは認識している。

しかし、重要なのは、同月 13 日付で貴社が新中期経営計画の基本方針及び本対応方針を公表した後も、貴社株価の下落が継続し、かつ主要市場指数に対して大幅に劣後したという事実である。

2026 年 5 月 13 日終値を 1,000 として指数化すると、2026 年 6 月 5 日時点で、貴社株価は 622 である。一方、日経平均株価は 1,053、TOPIX は 1,008 である。日経平均だけでなく、TOPIX と比較しても、貴社株価の相対劣後は明確である。

日経平均株価は大型株・半導体関連銘柄等の影響を受けやすい指数であるため、当社は、補助ベンチマークとして TOPIX も併記した。TOPIX と比較しても、貴社株価の劣後は顕著であり、貴社株価下落を単なる市場構造や指数特性の差異のみで説明することはできない。

2. 当社は 20%又は 30%の取得自体を目的とせず、貴社による記載は本件対話の文脈を曲解するものである

貴社は、本対応方針において、2026 年 2 月 20 日の面談で当社代表取締役である泉田和人が貴社株式を 30%まで買い増す可能性を示唆した旨を記載している。

しかし、当社は、貴社株式を 20%又は 30%まで取得すること自体を目的としていない。また、貴社の支配権取得を目的としているものでもない。

当社は、貴社の PBR1 倍割れ、東京証券取引所が求める資本コストや株価を意識した経営、及び貴社自身が掲げる ROE9%超・PBR1 倍超の早期実現を踏まえ、貴社株価が PBR1 倍相当の水準に評価されるべ

きであるとの問題意識を繰り返し伝えてきた。

その過程で、当社が市場において追加取得を行った場合、結果として議決権割合が 20%程度に達する可能性があること、また PBR1 倍割れが解消されず、当社が法令及び市場規則を遵守した上で追加取得を継続した場合、結果として 20%又は 30%程度に至る可能性があることを述べたにすぎない。

これは、20%又は 30%の取得自体を目的とする発言ではなく、PBR1 倍割れの是正、資本効率の改善、株主価値向上、及び東京証券取引所が求める資本コストや株価を意識した経営の実現を求める趣旨での意見具申である。

それにもかかわらず、貴社は、当社の発言を、あたかも当社が 20%又は 30%の取得自体を目的とし、又は貴社の支配権取得を企図しているかのように記載している。これは、本件対話の文脈、当社が繰り返し伝えてきた問題意識、及び東京証券取引所が求める資本コストや株価を意識した経営に関する議論を十分に反映しておらず、当社の投資目的及び本件対話の趣旨について誤解を招くおそれがあるものであり、看過できない。

特に、当該面談に対応した貴社役員である岡田義秀氏は、当社の発言趣旨が、PBR1 倍割れの是正、資本効率の改善、株主価値向上及び東京証券取引所の要請への対応を求めるものであることを理解し得る立場にあった。

にもかかわらず、本対応方針において、当社の発言が 20%又は 30%の取得自体を目的とする発言であるかのように記載され、支配権取得リスクの根拠として利用されているのであれば、貴社取締役会は、岡田義秀氏を通じて把握した面談内容をどのように整理し、いかなる事実認識に基づき本対応方針を決議したのかについて、説明責任を負うべきである。

当社が岡田義秀氏に説明してきた内容は、20%又は 30%の取得自体を目的とするものではなく、PBR1 倍割れの是正、資本効率の改善、株主価値向上及び東京証券取引所が求める経営の実現を求めるものであった。

したがって、貴社が本対応方針において、当社の発言を 20%又は 30%の取得自体を目的とする発言、又は支配権取得を企図する発言であるかのように外部公表したのであれば、当社が岡田義秀氏に説明してきた内容及び本件対話の趣旨とは異なる文脈で整理されたものといわざるを得ない。

上場会社が、特定株主の発言を買収防衛策導入の重要な根拠として公表する以上、当該発言の趣旨、前後の文脈、面談時のやり取り及び取締役会への報告内容は、正確に整理される必要がある。貴社は、岡田義秀氏に対する当社説明の内容と、本対応方針における外部公表内容との間に齟齬がないことを、具体的事実に基づいて説明すべきである。

当社としては、岡田義秀氏に対して説明してきた内容と異なる趣旨で当社発言が外部公表され、それが本対応方針の導入理由として利用されることは、貴社株主及び資本市場に対し、当社の投資目的及び本件対話の趣旨について誤った印象を与えるおそれがあるものと考え。貴社取締役会は、この点について、必要に応じて訂正又は補足説明を行うべきである。

一方で、上場会社の株主が、法令及び市場規則を遵守し、透明性を確保した上で、自らの投資判断として保有比率の変更を検討すること自体は否定されるべきではない。問題は、将来の保有比率という抽象的可能性ではなく、当該株主の目的、行動、情報開示、法令遵守状況、及び対象会社の企業価値に与える具体的影響である。

当社の目的は、貴社の資本効率、株主還元、事業ポートフォリオ及び取締役会の資本配分責任について、

株主が検証可能な水準で説明を求めることにある。貴社が支配権取得リスクを主張するのであれば、当社の発言を 20%又は 30%取得目的とするような記載ではなく、本件対話の文脈、当社の問題意識、実際の面談内容、岡田義秀氏から取締役会への報告内容、及び本件固有の具体的事実に基づいて説明すべきである。

3. 高成長期待が市場から付与されていない事業において、資本効率を放置する合理性は乏しい

貴社の主要事業は、アパレルマシナリー事業及びオートモーティブ事業である。これらは、現時点で、市場から高い成長期待を付与される事業とは評価されていない。少なくとも、貴社株価及び PBR の水準は、市場が貴社事業を高成長企業として評価していないことを示している。

このような事業構造において、資本コストを上回る再投資機会を具体的に示さないまま、低 ROE と PBR1 倍割れを放置することに経済合理性は乏しい。

成長投資によって資本コストを上回るリターンを生み出せるのであれば、取締役会は、その投資対象、投資額、期待リターン、回収期間、事業別 ROIC を具体的に示すべきである。これを示せないのであれば、余剰資本の株主還元を含む資本配分の見直しを具体的に示すべきである。

貴社が行うべきことは、抽象的な「成長戦略」や「基本方針」の提示ではない。資本コストを上回る投資機会が存在するのか、存在しないならばいくらかを株主へ返還するのか、という資本配分の判断を明確にすることである。

4. 10 月末まで詳細版を先送りすることは、説明責任の先送りである

貴社は、ROE9%超及び PBR1 倍超の早期実現を掲げながら、詳細版中期経営計画は 2026 年 10 月末に公表予定としている。

しかし、貴社は同時に、株主による買付行為及び株主権行使を大きく制約し得る本対応方針を導入している。具体的な企業価値向上策を 10 月末まで先送りする一方で、買収防衛策だけを先に導入することは、順序として明らかに不合理である。

株主が判断すべき順序は逆である。

まず、取締役会が、ROE9%超及び PBR1 倍超に至るための定量計画を示すべきである。次に、その計画が市場から評価されるかを確認すべきである。その上で、なお企業価値を毀損する具体的な買付けが存在する場合に限り、防衛策の必要性を論じるべきである。

貴社は、定量計画の提示を後回しにしながら、株主による資本効率改善要求を「支配権取得リスク」と位置付けている。この対応は、資本市場から見れば、取締役会が自らの資本配分責任を果たす前に、株主による規律付けを遮断しようとしているものと受け止められてもやむを得ない。

5. 本対応方針は、経営陣の保身と受け止められるリスクがある

貴社の取締役会が真に株主共同の利益を重視するのであれば、まず示すべきは、買収防衛策ではない。示すべきは、以下である。

- ・ ROE9%超及び PBR1 倍超の達成年度
- ・ ROE9%超に必要な親会社株主に帰属する当期純利益
- ・ 自己資本をいくらまで圧縮するのか
- ・ 余剰現預金はいくら存在するのか
- ・ 株主還元をいくら実施するのか
- ・ 事業別 ROIC はいくらか
- ・ 低収益事業を継続、縮小、撤退又は売却する判断基準は何か
- ・ 取締役会が PBR1 倍割れを継続させた責任をどう認識しているのか

これらを示さないまま、買収防衛策を先に導入することは、企業価値を守るための対応ではなく、現経営陣の地位を守るための対応と受け止められる危険がある。

貴社が、当社を「支配権取得リスク」と位置付けるのであれば、当社の問題提起を封じる前に、まず貴社自身が、なぜ長期間 PBR1 倍割れを放置してきたのか、なぜ低 ROE にとどまるのか、既に実施又は予定している自己株式取得及び配当では、ROE9%超及び PBR1 倍超の実現にどの程度寄与するのかを、定量的に説明すべきである。

6. 取締役会に対する要請

当社は、貴社取締役会に対し、以下を求める。なお、株主総会前に株主が十分な判断材料を得る必要があることから、以下については、2026 年 6 月 22 日までに書面又は適時開示その他株主が確認可能な方法により回答・説明することを求める。

1. 本対応方針を撤回すること。
2. 少なくとも、本対応方針に基づく対抗措置の発動を、常に株主総会承認に服させること。
3. 2026 年 10 月末を待たず、ROE9%超及び PBR1 倍超に至る定量計画を速やかに開示すること。
4. 余剰現預金、最低必要現金、非事業資産、政策保有株式及び保有不動産の定義並びに金額を開示すること。
5. 自己株式取得、配当、成長投資及び借入活用に関する資本配分方針を定量開示すること。
6. 事業別 ROIC、投下資本、営業利益率及び改善 KPI を開示すること。
7. 資本コストを上回る再投資機会が存在しない場合には、余剰資本を株主へ返還すること。
8. 本対応方針の導入及び 5 月 13 日以降の株価下落・主要市場指数に対する劣後について、取締役会としての責任認識を開示すること。
9. 2026 年 2 月 20 日の面談における当社発言について、岡田義秀氏がどのように認識し、取締役会にどのように報告したのかを開示すること。
10. 岡田義秀氏に対する当社説明の内容と、本対応方針における外部公表内容との相違点の有無、及び当該記載に至った社内検討過程を説明すること。

7. 当社の見解

貴社の5月13日付開示後、貴社株価は、日経平均株価のみならず、TOPIXに対しても大幅にアンダーパフォームしている。これは、資本市場が、貴社の経営判断に対して厳しい評価を示しているものと受け止めざるを得ない。

貴社が市場の評価を回復するために必要なことは、株主による資本効率改善要求を防衛策で封じることではない。

必要なことは、資本コストを上回る投資機会の有無を具体的に示すことである。資本コストを上回る再投資機会が存在しないのであれば、余剰資本の株主還元を含む資本配分の見直しを具体的に示すべきである。

また、PBR1倍割れを継続させてきた取締役会としての責任認識を明確にすべきである。

当社は、今後も適用法令及び市場規則を遵守し、透明性を確保しながら、貴社の企業価値及び株主共同の利益の向上に資する提言を行っていく。

以上

2026年6月8日

ESG投資事業組合

業務執行組合員 Be Brave 株式会社

代表取締役 泉田 和人