平成 24 年 5 月 24 日

各　　位

会 社 名　株式会社セゾン情報システムズ
代表者名　代表取締役社長　　宮野　隆
（ＪＡＳＤＡＱ・コード：9640）
問合せ先　取締役 経営企画室 室長 赤木　修
電話番号　　03－3988－3477

大規模買付者からの書簡の受領及び必要情報の開示について

当社は、Effissimo Capital Management Pte Ltd（以下「エフィッシモ社」といいます。）より、平成24年5月22日付で「特別委員会による答申について」と題する書簡（以下「本書簡」といいます。）を受領いたしました。

本書簡において、エフィッシモ社は、当社の同月15日付プレスリリースにおいて公表した特別委員会の答申書の訂正及びエフィッシモ社が当社に対して提出した情報の開示等を要請しております。

これを受け、昨日開催された特別委員会においてご審議いただいた結果、特別委員会としては、答申書の訂正の必要はないと判断している旨のご連絡をいただいておりますので、お知らせいたします。

また、併せて、本書簡に記載されたエフィッシモ社による特別委員会の答申書の訂正要請の内容（別添資料①）、並びにエフィッシモ社が当社に対し提出した平成23年12月1日付「必要情報提出のこと」（別添資料②）及び平成24年2月20日付「追加必要情報提出のこと」（別添資料③）を開示いたします（なお、別添資料②及び③の添付資料については、大部にわたること、その多くが他社の公表資料であること等から添付しておりません）。

以　上

別添資料①

エフィッシモ社による答申書の訂正の要請について（本書簡からの抜粋）

記

１．貴社の経営や事業に対する影響について

答申書第三の二 1②において、「大量の貴社株式について株式買取請求権の行使や反対の議決権行使等をする可能性がある」との記載があります。また、答申書第三の二 1③において、「エフィッシモ社の株主権が貴社の企業価値の向上に資するように行使されないリスクは否定できない」との記載があります。私どもは、長期的な株主価値の向上を目指して定められた議決権行使基準に従って適切な議決権行使を行うことを再三にわたり説明させていただき、議決権行使の方針について定めた書面についても開示させていただいておりました。また、私どもと特別委員会の 4 月 5 日付面談（以下、4 月 5 日付面談）においては、大規模買付行為により取得する株式については私どもが自己の判断では議決権を行使できないような仕組みについて提案があれば検討する旨説明させていただいておりました。それにもかかわらず、このような私どもの説明に一切触れることなく、一方的に「エフィッシモ社の株主権が貴社の企業価値の向上に資するように行使されないリスクは否定できない」という判断を記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、議決権行使に関する私どもの説明について適切に記載していただくとともに、私どもの説明内容を踏まえた上での判断の理由及び根拠を記載していただきたいと考えております。

２．クレディセゾン社と少数株主との間の潜在的な利益相反の解消の可能性について
答申書第三の二 1③において、「エフィッシモ社の過去の投資行動、エフィッシモ社の投資回収の最大化を使命とするファンドとしての性格等を踏まえれば、エフィッシモ社の株主権が貴社の企業価値の向上に資するように行使されないリスクは否定できない」との記載があります。この記載からは、特別委員会が、私どもの過去の投資行動において投資先の企業価値を毀損する株主権の行使があったと判断しているように見受けられます。特別委員会が私どもの過去の投資行動において投資先の企業価値を毀損する株主権の行使があったと判断しているのであれば、該当する事例の概要とそのような判断に至った理由をご説明いただきたいと考えておりますが、そうではなく、特別委員会が私どもの過去の投資行動において投資先の企業価値を毀損する株主権の行使があったと判断しているわけではないのであれば、このように明らかに誤解を生じさせる表現を用いて記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、特別委員会が私どもの過去の投資行動において投資先の企業価値を毀損する株主権の行使があったと判断しているのか否か、判断している場合にはその理由を適切に記載していただきたいと考えております。

３．従業員に対する影響について
答申書第三の二 1④において、「貴社の従業員の多くは、本大規模買付行為に対して不安を感じており、その中には、従業員の処遇や貴社の経営等への悪影響を危惧している従業員もいるとのことであり、このような不安が、優秀な人材の流出や将来における貴社

の優良な人材採用に支障を生じさせる可能性等も否定できない」との記載があります。私どもは、従業員は中長期的な企業価値の向上に関して主体的な役割を担うものと考えており、企業価値向上のために貴社従業員の利益を尊重したい旨を再三にわたり説明させていただいておりました。また、4 月 5 日付面談においては、従業員が不安に感じており、人材流出や採用に支障が生じる可能性があるといった場合には、そのような状況に十分配慮することが可能であること、従業員に対する説明の機会をいただきたいことについても伝えておりました。それにもかかわらず、このような私どもの説明に一切触れることなく、一方的に「このような不安が、優秀な人材の流出や将来における貴社の優良な人材採用に支障を生じさせる可能性等も否定できない」との判断を記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、従業員に関する私どもの説明について適切に記載していただきたいと考えております。さらに、従業員に対して、私どもの説明内容（平成 23 年 12 月 1 日に提出した「必要情報提出のこと」及び平成 24 年 2 月 20 日に提出した「追加必要情報提出のこと」の記載内容を含みます。）が適切に伝達されていたか否かを明らかにしていただきたいと考えております。

４．貴社株式の流動性やマーケット・インパクト等に対する影響について

答申書第三の二 1⑤において、「エフィッシモ社によるマーケット・インパクトの分析は、任意に選択した特定の時点についてのみ行われたものである。」との記載があります。そもそも、私どもの大規模買付行為が貴社株式の流動性を低下させるのかという点、並びに、その結果として貴社の企業価値及び株主利益を低下させるおそれがあるのかという点については、私どもと特別委員会の見解には大きな相違があると思われますが、その議論は措くとしても、上記の記載に関して、マーケット・インパクトの分析にあたり私どもが選択した時点は、貴社経営陣が追加必要情報リスト第 4(1)において指定した時点に従ったものであり、分析対象時期の選択において私どもの任意性は介在しておりません。そもそも時点について任意に選択したのは経営陣及びその後経営陣とは異なる時点を自ら選択して分析を行った特別委員会であるにもかかわらず、私どもが時点について任意に選択したという誤った記載を行い、あたかも、私どもが自らの都合に合うよう恣意的に分析を行ったとの誤解を生じる表現を用いることは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、私どもが分析に当たり時点を選択した経緯を明記していただきたいと考えております。

５．投資回収行為による影響をも考慮する必要性について

答申書第三の二 2①において、「株式買取請求権の行使や公開買付けへの応募等を通じて投資回収をすることを目的としている可能性が相当程度存する」との記載があります。しかしながら、この記載と、同１②の「本件大規模買付ルールによりエフィッシモ社の議決権割合が 33%に近づけば、エフィッシモ社が貴社の株主総会の特別決議事項について事実上拒否権を有するに至る可能性が高い」との記載は、矛盾するものです。なぜなら、「特別決議事項について事実上拒否権を有する」のであれば、私どもが組織再編等に関する特別決議を要する議案に反対した場合にはかかる議案は否決されることとなり、「株式買取請求権の行使」を行う場面はないからです。また、4 月 5 日付面談において、私どもは株式買取請求権の行使を想定して大規模買付行為を行うことはない旨を明言しております。さらに、株式買取請求権は、会社法上株式買取請求権が発生する行為を会社が行う場合において認められる権利でありますし、公開買付けは私ども以外の第三者

が企図して行うことであります。そもそも、株式買取請求権の行使や公開買付けへの応募等は、私どもが主導して任意の時期に任意の内容で行えるようなものでもなく、そのような不確定要素を期待した投資行動はおよそ合理的なものではありませんので、私どもがこれらの方法による権利の行使を目的として大規模買付行為を行うはずがないことは明らかです。それにもかかわらず、株式買取請求権の行使や公開買付けへの応募等を目的としている可能性が相当程度存するとする答申書の記載は、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、株式買取請求権の行使や公開買付けへの応募を目的としている可能性があるとの記載を削除していただきたいと考えております。

６．エフィッシモ社の投資回収行為について

（１）答申書第三の二 2②において、「例えば、33%もの株式を約 3 年 8 か月かけて市場内で売却することも実現可能であるといった回答はなされたものの（勿論、エフィッシモ社が大量保有報告書を提出している投資案件（合計 12 件）において、そのような方法で投資回収を行った事例は見受けられない。)、いずれも、一定の投資リターンを実現することが期待される投資ファンドの投資回収方法として合理性が認められるものではなく、当委員会として、合理的に納得できる回答は得られなかった」との記載があります。私どもは、仮に、株式の処分を行う場合でも、様々な処分方法が存在しており、市場外で処分すること、私どもが新規に設定する他のファンドに売却すること、私ども自身に売却することなど、様々な可能性について再三にわたり説明させていただいておりました。また、4 月 5 日付面談においても、市場外で売却する可能性及びブロック取引により売却する可能性について説明させていただいております。それにもかかわらず、このような私どもの説明に一切触れることなく、あたかも私どもが市場内での売却についてしか説明しなかったかのような誤解を生じさせる表現で記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、仮に株式の処分を行う場合の処分方法に関する私どもの説明について適切に記載していただきたいと考えております。

（２）答申書第三の二 2②において、「何故に、上記投資案件（注：学研、新立川航空機、ダイワボウ情報システム、立飛企業及びテクモの合計 5 社に対する投資案件）全てにおいて、結果として、投資先やその会社関係者がエフィッシモ社から株式の買取りをしたのかについて、エフィッシモ社に質問を行ったものの、これに対して合理的に納得できる回答は得られなかった」との記載があります。私どもは、これら 5 社に対する投資に関して、必要情報リスト第 2(1)、同(2)、同(3)、同(4)、追加必要情報リスト第 3(1)において投資回収に至る経緯も含めて十分に説明させていただいており、説明に要した文字数は約 2 万文字にも及んでおります。それにもかかわらず、このような私どもの説明に一切触れることなく、一方的に「合理的に納得できる回答は得られなかった」と記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、5 社に対する投資に関する私どもの説明について適切に記載していただきたくとともに、私どもの説明内容を踏まえた上での判断の理由及び根拠を記載していただきたいと考えております。

７．エフィッシモ社による貴社やその会社関係者に対する株式売却の可能性について

（１）答申書第三の二 2④において、「エフィッシモ社自身、貴社やその会社関係者から

求められれば、その買取りに応じる可能性を肯定していること（4 月 5 日付面談）」との記載があります。4 月 5 日付面談においては、私どもが、貴社やその会社関係者による買取りを期待することも、要求することも、想定することもないことについて説明させていただいた後、特別委員会から、仮に買取りの提案があった場合には買取りの求めに応じることはあるのかと尋ねられたため、私どもは、それに対して、提案の内容を企業価値ないし株主共同の利益の観点から判断すると申し上げました。それにもかかわらず、このような面談におけるやり取りや私どもの説明に一切触れることもなく、あたかも私どもが積極的に買取りの求めに応じようと考えているかのような誤解を生じさせる答申書の記載は、明らかな誤りであるとすら考えられます。それどころか、特別委員会が、4 月 5 日付面談において、私どもによる説明が終わった後にわざわざ上記の質問をしたこと自体が、「買取りに応じる可能性を肯定している」という記載を答申書に加える目的による誘導質問であるとの疑いすら否定できません。それにもかかわらず、そのような面談におけるやり取りを一切答申に記載せずに、「買取りに応じる可能性を肯定している」という部分のみ切り取って記載することは、一般株主を誤導する可能性があり情報開示として不適切であると考えられます。
私どもは、答申書を訂正いただき、買取りに応じる可能性を肯定しているとの記載を削除していただきたいと考えております。

（2）答申書第三の二 2④において、「貴社やその会社関係者において貴社株式の買取りを行わざるを得ない状況を創出し、貴社やその会社関係者からの買取りの要請に応じる形で投資回収を図る可能性（そしてエフィッシモ社がかかる投資回収を主な目的の一つして本大規模買付行為の提案を行っている可能性）は存するといわざるをえない」との記載があります。特別委員会が述べる「株式の買取りを行わざるを得ない状況」とは具体的にいかなる状況を指すのかが不明でありますし、その状況の具体的な説明もなく「買取りを行わざるを得ない状況を創出」すると記載することは、一般株主等に対して内容の不明な不安感を与えるものと言わざるを得ません。かかる答申の記載は、具体的な内容が伴わないにもかかわらず、あたかも私どもが「買取りを行わざるを得ない状況を創出」する可能性が現実的に存在するかのように誤解を生じさせ、一般株主を誤導する可能性があり、かつ、漠然とした記載により不必要に一般株主等の不安感を煽るものであり、情報開示として不適切であると考えられます。私どもは、答申書を訂正いただき、「買取りを行わざるを得ない状況を創出」することの内容として特別委員会が具体的に想定していることをご説明いただきたいと考えております。仮に、具体的に想定していることがないのであれば、その旨を記載していただきたいと考えております。

別添資料②

平成 23 年 12 月 1 日

株式会社セゾン情報システムズ
取締役会　御中

Effissimo Capital Management Pte Ltd
Director 高坂 卓志

必要情報提出のこと

貴社株式の大規模買付行為に関する必要情報リストに従い、下記のとおり貴社取締役会に対して必要情報を提出いたします。

なお、私どもとしては、これら情報の中には、貴社株式を初めとする上場株式の株価等に影響を与える情報、金融商品取引法第 166 条もしくは 167 条に規定する未公表の重要事実もしくは公開買付け等事実に該当する情報等が一切含まれないことを保証するものではありません。したがって、仮に、貴社において、これら情報を開示・公表する場合には、貴社の責任において行っていただきますようお願い申し上げます。

記

第１　大規模買付者グループの概要

(1) Effissimo Capital Management Pte Ltd（以下「エフィッシモ社」といいます。）、エフィッシモ社の共同保有者及び特別関係者、これらの者に関連するファンド、並びにこれらの者の株主・出資者・組合員・業務執行組合員・関係会社、投資に関する助言若しくは管理業務を行っている者（直接又は間接を問いません。）（以下総称して「エフィッシモグループ」といいます。）の概要（具体的名称、住所、設立準拠法、資本構成、出資先、出資先に対する出資割合、代表者の氏名及び経歴を含みます。）についてご教示ください。

以下のとおりです。なお、③及び④に係る出資者及び受託者は、③及び④の投資・運用（保有株式に係る権利行使を含む。以下同じ。）に関する決定権ないし指図権を有しておらず、その投資・運用に影響を及ぼす権限を有しておりませんので、これらの者に関する情報は原則として記載しておりません。

①Effissimo Capital Management Pte Ltd（以下「ECM」といいます。）

具体的名称　：Effissimo Capital Management Pte Ltd
住所　：260 Orchard Road #12-06 The Heeren Singapore 238855
準拠法　：シンガポール法に基づく法人
資本構成　：ECM 役職員 100%

出資先　　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、かかる情報が開示・公表されると、関連する銘柄の株価等に不測の影響を与える可能性があること、今後の私どもの投資行動が事実上制約される可能性があること、私どもの投資家に対する守秘義務、信認義務、その他の法令上の義務に反するおそれがあることより、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

出資先に対する出資割合　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

代表者の氏名及び経歴　：高坂卓志及び今井陽一郎
(経歴については第 1(5)をご参照ください)

②Effissimo Partners（以下「EP」といいます。）

具体的名称　：Effissimo Partners

住所　：Century Yard, Cricket Square, Hutchins Drive, PO Box 2681GT, George Town, Grand Cayman, BWI

準拠法　：ケイマン法に基づく法人

資本構成　：EP 役職員 100%

出資先　：出資先はありません。

出資先に対する出資割合　：出資先はありません。

代表者の氏名及び経歴　：高坂卓志及び今井陽一郎
(経歴については第 1(5)をご参照ください)

③EPL1 Unit Trust（以下「EPL1」といいます。）

具体的名称　：EPL1 Unit Trust

住所　：24 Shedden Road, PO Box 1586, George Town, Grand Cayman, BWI(受託者の住所)

準拠法　：ケイマン法に基づく投資信託

資本構成　：北米機関投資家 77%、欧州機関投資家 15%、欧州富裕層 1%、アジア富裕層 4%、中東富裕層 1%、ECM 及び ECM 役職員 3%
なお、出資者との契約上、出資者には投資・運用を決定し又はこ

れを指図する権限はなく、かつ、EP と ECM との間の投資一任契約上、当該権限は ECM が有しております。そのため、上記出資者は EPL1 の投資・運用に影響を及ぼす権限を有しておりません。また、上記出資者には、反社会的勢力は含まれません。
*機関投資家とは、年金基金、大学財団、公益財団若しくはファンドオブファンズ(複数のファンドに投資することを目的としたファンド）のことです。

出資先　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

出資先に対する出資割合　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

代表者の氏名及び経歴　：該当事項はありません。

補足説明　：EPL1 は EP が Management Company を務めるケイマンの投資信託であり、Royal Bank of Canada (Cayman) Limited（以下「RBC」といいます。）が受託者を務めております。EP は Investment Manager として ECM を指名しております。なお、RBC は EPL1 の投資・運用に影響を及ぼす権限を有しておりません。

④State Street Bank and Trust Company 内の信託口座（以下「SSBT」といいます。）

具体的名称　：該当事項はありません。

住所　：1 Lincoln St, Boston MA 02111(受託者の住所)

準拠法　：米国法に基づく信託口座

資本構成　：北米機関投資家 100%
なお、出資者との契約上、出資者には投資・運用を決定し又はこれを指図する権限はなく、当該権限は ECM が有しております。そのため、上記出資者は SSBT の投資・運用に影響を及ぼす権限を有しておりません。また、上記出資者には、反社会的勢力は含まれません。

出資先　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資

先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

出資先に対する出資割合　：現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。なお、ECM が 2011 年 10 月 31 日までに提出した大量保有報告書に基づく出資先に関する情報は、添付①のとおりです。

代表者の氏名及び経歴　：該当事項はありません。

補足説明　：SSBT は ECM が顧客のために Investment Manager を務める信託口座であり、State Street Bank and Trust Company が受託者を務めております。なお、State Street Bank and Trust Company は SSBT の投資・運用に影響を及ぼす権限を有しておりません。

なお、ECM、EP 並びに ECM 及び EP の役職員は、事業の開始以来、村上世彰氏との間にいかなる資本関係、人的関係、取引関係、協力関係もありません。

(2) エフィッシモグループ及びその構成員について、現在又は過去の法令等の違反の事実があるかどうか（存在する場合はその具体的事実関係）、有罪判決（未確定のものを含みます。）を受けたことがあるかどうか（存在する場合はその罪名及び科刑）、司法機関若しくは行政機関等から法令等の違反行為を認定する判決、決定、命令、処分、指導若しくは指摘等（以下「判決等」といいます。）を受け、又はそのような判決等に関する司法手続若しくは行政手続等の対象となったことがあるかどうか（存在する場合は当該判決等及び当該手続の具体的内容）をご教示ください。

ECM、EP、EPL1、SSBT 並びに ECM 及び EP の役職員につき、該当事項はありません。EPL1 及び SSBT への出資者に関しましては、私どもの知る限り該当事項はありません。

(3) エフィッシモグループ及びその構成員（業務執行に関与していない投資家を除きます。）について、現在日本国内及び海外において係属している訴訟その他の司法上の手続の具体的内容（係属している裁判所、当該訴訟等の提起の日、当事者、主な争点、訴額等）をご教示ください。

以下のとおりです。

①違法行為差止請求訴訟
原告　　：EPL1(形式的には受託者である RBC が原告となっております)及び ECM
被告　　：渡辺義章(現日産車体株式会社代表取締役社長)
裁判所　　：横浜地方裁判所
訴訟提起日：2009 年 7 月 16 日
内容　　：日産車体株式会社は同社親会社である日産自動車グループに対して巨額(2009 年 3 月末時点で 2009 年 7 月当時の同社時価総額の約 5 割に相当する約 589 億円)の預け金（以下「本件融資行為」といいます。）を行っているところ、本件融資行為の取引条件等について一般株主に対し何らの説明すらされていません。そして、本件融資行為がこのような巨額な規模で継続されることにより、株主共同の利益が毀損されるおそれがあると考え、本件融資行為を差し止めるべく同社代表取締役に対する違法行為差止請求の提訴を行いました。詳細については第 2(1)⑥をご参照ください。

②損害賠償等請求訴訟
原告　　：EPL1(形式的には受託者である RBC が原告となっております)及び ECM
被告　　：高木茂(前日産車体株式会社代表取締役社長)
裁判所　　：横浜地方裁判所
訴訟提起日：2010 年 3 月 30 日
内容　　：日産車体株式会社は同社親会社である日産自動車グループに対して巨額(2009 年 3 月末時点で 2009 年 7 月当時の同社時価総額の約 5 割に相当する約 589 億円)の預け金（以下「本件融資行為」といいます。）を行っているところ、本件融資行為により同社に損害が発生していると考えられるため同社前代表取締役に対して 97 億 5223 万 9690 円の損害賠償請求の提訴を行いました。詳細については第 2(1)⑥をご参照ください。

③株式買取価格決定申立事件
申立人　　：EPL1(形式的には受託者である RBC が原告となっております)
相手方　　：コーエーテクモゲームス株式会社
裁判所　　：最高裁判所
訴訟提起日：2009 年 5 月 25 日(第一審の訴訟提起日)
内容　　：株式買取請求権行使に伴う株式買取価格の決定を求めるものです。詳細については第 2(1)③をご参照ください。

(4) エフィッシモグループ及びその構成員について、現在又は過去において反社会的勢力と

の関連を有している場合は、当該反社会的勢力の概要、当該反社会的勢力と関係を有している者の名称、当該反社会的勢力との関係性についてご教示ください。

ECM、EP、EPL1、SSBT 並びに ECM 及び EP の役職員につき、該当事項はありません。EPL1 及び SSBT への出資者に関しましては、私どもの知る限り該当事項はありません。

(5) エフィッシモ社の Director である高坂卓志氏、今井陽一郎氏、佐藤久彰氏の 3 名及び小寺杏奈氏の経歴（過去所属していた法人、組合その他の団体の名称、所属していた時期、役職及び職務内容。特にその職務内容がファンド関連業務である場合には、これらの詳細についてご教示ください。）、当社の営む金融システム事業、流通サービスシステム事業、BPO 事業及び HULFT 事業（以下総称して「当社事業」といいます。）についての知識及び経験、他の法人、組合その他の団体の役員の兼任状況をご教示ください。

以下のとおりです。

①高坂卓志
経歴(アルバイト、インターンは含みません)：

1997 年 10 月-1999 年 9 月	MyPoints.com, Inc./米国 RDMS 及びウェブ・アプリケーション・サーバのシステム開発及び保守に携わっておりました。
1999 年 12 月	カリフォルニア州立大学（米国）バークレー校ハース・ビジネス・スクール経営学部卒業
1999 年 10 月-2002 年 1 月	Kick, Inc. /米国 代表者としてビジネス・プランの立案、経営企画、IR 等に携わっておりました。
2002 年 3 月-2003 年 12 月	Mediacode LLC/米国 財務責任者として経営企画、財務、IR 等に携わっておりました。
2002 年 3 月-2003 年 4 月	Stockton Funds LLC/米国 特定富裕層への新規投資案件の企画に携わっておりました。
2005 年 12 月	ペンシルバニア大学（米国）ウォートン校経営学修士課程（MBA）修了
2006 年 2 月-2006 年 4 月	MAC アセットマネジメント株式会社/東京 株式運用部門に所属し、主に割安株式への投資など、日本株を対象としたファンドの運用に携わっておりました。
2006 年 5 月-2006 年 9 月	MAC Asset Management Pte Ltd/Singapore 株式運用部門に所属し、主に割安株式への投資など、日本株を

対象としたファンドの運用に携わっておりました。

2006 年 9 月- Effissimo Capital Management Pte Ltd/Singapore
代表ディレクターであり、主に日本株を対象としたファンドの運用に関する業務を統括しております。

貴社事業についての経験：
貴社の特定 BPO サービス及び特定 MFT ソフト(HULFT)を扱った経験はありませんが、上記 MyPoints.com,Inc における IT 関連事業の職務遂行の中でエンド・ユーザとして BPO サービス及び MFT ソフトの導入経験はあります。なお、あくまでもエンド・ユーザとしての経験であり、サプライヤー若しくはデベロッパーとしての経験はありません。
他の団体の役員の兼任状況：
EP の代表ディレクターを務めております（2008 年 3 月就任）

②今井陽一郎
経歴(アルバイト、インターンは含みません)：
2002 年 3 月 横浜国立大学経済学部卒業
2002 年 4 月-2004 年 6 月 日興アセットマネジメント株式会社/東京
株式運用部門に所属し、主に割安株式への投資など、日本株を対象としたファンドの運用に携わっておりました。
2004 年 6 月-2006 年 4 月 MAC アセットマネジメント株式会社/東京
株式運用部門に所属し、主に割安株式への投資など、日本株を対象としたファンドの運用に携わっておりました。
2006 年 5 月-2006 年 9 月 MAC Asset Management Pte Ltd/Singapore
株式運用部門に所属し、主に割安株式への投資など、日本株を対象としたファンドの運用に携わっておりました。
2006 年 9 月- Effissimo Capital Management Pte Ltd/Singapore
代表ディレクターであり、主に日本株を対象としたファンドの運用に関する業務を統括しております。

貴社事業についての経験：
ありません。
他の団体の役員の兼任状況：
EP の代表ディレクターを務めております（2006 年 6 月就任）

③佐藤久彰
経歴(アルバイト、インターンは含みません)：
1996 年 3 月 東京大学経済学部卒業
1996 年 4 月-2002 年 7 月 三井物産株式会社/東京

財務経理部門等の管理部門に所属しておりました。

2002 年 8 月-2004 年 11 月 プライスウオーターハウスクーパース FAS/東京
企業価値評価、再生等のアドバイス業務に携わっておりました。

2004 年 11 月-2005 年 12 月 ドットコモディティ株式会社/東京
新規ビジネスの立ち上げをサポートしておりました。

2006 年 1 月-2006 年 4 月 株式会社 M&A コンサルティング/東京
ファンド管理部門に所属し、ファンドの管理業務に携わっておりました。

2006 年 5 月-2007 年 1 月 MAC Asset Management Pte Ltd/Singapore
ディレクターであり、ファンド管理部門に所属し、ファンドの管理に関する業務に携わっておりました。

2007 年 2 月- Effissimo Capital Management Pte Ltd/Singapore
ディレクターであり、チーフコンプライアンスオフィサーとして、ファンドの管理に関する業務を統括しております。

貴社事業についての経験：
ありません。
他の団体の役員の兼任状況：
EP のディレクターを務めております（2006 年 8 月就任）

④小寺杏奈
ECM 従業員の個人情報であるため秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

高坂、今井、佐藤及び小寺は、これまで高坂がエンド・ユーザとして BPO サービス及び MFT ソフトの導入経験がある以外に貴社事業についての経験はなく、貴社開示情報に基づき貴社事業についての知識を蓄積してきております。貴社は、HULFT という収益性の高い自社製品を有し、また、システム開発から運用まで手掛けることで安定的な取引を確保するとともに、価値の高い商品・サービスの拡充に努めることで新規取引の獲得による継続的な成長を達成しているものと考えております。
高坂、今井、佐藤及び小寺の貴社事業についての知識は、貴社ホームページ、年次報告書、有価証券報告書等貴社開示情報に基づいており、以下のとおりと理解しております。

***金融システム事業**

金融システム事業では、大手クレジットカード会社のシステム開発から運用までを担ってきた実績を活かし、金融システムの IT 戦略からシステム構築におけるプロジェクトマネジメント、設計・開発、システム運用に至るまで、お客様のニーズや経営環境に最適

なソリューションを提案しています。また、カードを利用する多くのお客様の『信頼と安心』を支えるべく、多岐にわたる情報システムの運用管理を 24 時間、365 日体制でサポートしています。

金融システム事業では、おもに四つのサービスを提供しています。第一に、アプリケーション開発です。アプリケーション開発では、クレジットカード業界で培ってきたノウハウとテクノロジーを基盤に、銀行・証券・保険会社など金融業界の幅広いお客様に対し、企業の経営戦略と呼応した最適なアプリケーションの開発を行っています。貴社のアプリケーション開発には、①カード業界における豊かな実績、②多彩な決済方法への対応、③お客様のビジネス価値創造、という特長があります。第二に、審査ソリューションです。審査ソリューションは、クレジットカードの申込受付から決済までの審査工程をシステムで自動化するサービスで、これまで紙ベースで行ってきた審査に関わる各種作業を電子化することで業務の効率や審査の精度が飛躍的に向上します。貴社の審査ソリューションには、①処理スピードの向上、②事務コストの削減、③審査精度の向上、という特長があります。第三に、債権回収ソリューションです。債権回収ソリューションは、債権回収業務を行っているクレジットカード会社やサービサー向けのソリューションで、本システムの導入により債権管理業務や顧客管理業務、入金管理業務などをスムーズに行うことができます。貴社の債権回収ソリューションには、①債権回収率の向上、②事務作業の効率化によるコスト削減、という特長があります。第四に、セキュリティソリューションです。経済産業省の消費経済審議会においてクレジットカード番号などの安全管理にかかわる改正案が討議されており、この案が可決すると、従来は個人情報に該当しないクレジットカード番号単体の情報に対しても個人情報保護法に規定されている安全管理措置を講じる必要が生じるため、クレジットカード番号などの情報を取り扱う企業が、カード業界におけるセキュリティ基準である「PCIDSS」に準拠することを支援しています。

今後の事業展開として、クレジットカードビジネスで培ってきた業務知識やその業務に必要なシステム・機能要件、そしてそれらを満たす IT 技術に関するナレッジをもとに、カード以外の業種へと展開していきます。業界再編によりシステム開発のニーズが高まると予想される生損保業界などにも事業の展開を推進しています。

***流通サービスシステム事業**

流通サービスシステム事業では、1970 年の創業以来、培ってきた開発実績と業務ノウハウを駆使し、お客様が抱える問題を解決するためのシステム作りと環境作りを支援しています。貴社は百貨店や量販店、コンビニエンスストア、スーパーマーケットなど、流通・サービス業界向けにシステムの構築とその運用を手がけてきており、POS、電子マネーなどとの連携はもちろんのこと、数多くのソリューションから最適なシステムを組み合わせ、お客様のビジネスの拡大に貢献していきます。

流通サービスシステム事業では、流通・サービス業界の厳しい競争を生き抜き、ビジネスチャンスを拡大していくために、お客様のビジネスに最適なソリューションを提案しており、五つのラインナップがあります。第一に、アプリケーション開発です。アプリケーション開発では、百貨店や量販店、フランチャイズビジネス、スーパーマーケットなど、流通・サービス業界向けに、各種アプリケーションの開発を手掛けています。POS、ERP、電子マネーなどとの連携はもちろんのこと、最適なシステムを組み合わせることで、お客様のビジネスチャンスの拡大に貢献していきます。第二に、HULFT クラウドサービスです。HULFT クラウドサービスとは、ファイル転送ソフトで国内トップシェアを誇る「HULFT」のノウハウを活かし、インターネットを介して簡単にファイル交換を行う『SaaS 型データ連携サービス』のことです。貴社の HULFT クラウドサービスには、①「簡単」「安全」「便利」、②「短時間」、「低コスト」で利用開始が可能、③暗号化によるセキュリティ確保、④基幹システムとの自動連携も可能、⑤安心のサポート体制、という特長があります。第三に、GIFT クラウドサービスです。GIFT クラウドサービスとは、「お中元」「お歳暮」などのギフト業務をインターネット上のサービスでサポートする小売業向けギフトソリューションのことです。GIFT クラウドサービスは、ギフト業務を店舗での承り業務から、商品の発送業務迄トータルでサポートするクラウド型のサービスであり、Web ブラウザがあればどこでも利用可能で、新たにシステムを構築することなくサービスを利用することができます。貴社の GIFT クラウドサービスには、①早期、安価なサービス開始、②柔軟な料金体系、③ギフトに限らない業務支援、④リピート客の確保・受付業務の負荷軽減、⑤複数運送会社の標準対応、⑥安心のセキュリティ、という特長があります。第四に、STORES です。STORES とは、流通小売業の経営課題を、必要最小限の投資により最大効果で解決する小売チェーン向け総合ソリューションサービスのことです。貴社の STORES には、①最短期間で課題を解決、②自社・他社の枠を超えたシステム選定、③柔軟な導入方法、④安心のセキュリティ、という特長があります。貴社の STORES には、マーチャンダイジングマネジメントシステム STORES MD、企業間電子商取引システム STORES EDI、物流センター管理システム STORES Logi、及び生鮮個体管理システム生鮮ナビというラインナップがあります。第五に、WebTAURUS です。WebTAURUS とは、商品の受発注、各種伝票処理、単品在庫管理など小売業の基幹系業務をすべて完結できるパッケージベースの基幹系ソリューションのことです。Web ブラウザがあればいつでもどこでも利用可能で、従来のように「システムを構築する」ことなく、お客様の規模・業態・要望にあわせて必要に応じた「サービスを利用する」ことができます。貴社の WebTAURUS には、①情報のリアルタイム化で業務効率を向上、②適切な在庫コントロールを実現、③EOS・EDI 比率の向上、④高い安全性と安定性を実現、という特長があります。

***BPO 事業**

BPO 事業では、給与計算、勤怠管理など人事部門の業務を代行するアウトソーシング・ASP サービスを提供し、毎月 14 万人分（2011 年 3 月現在）の給与を計算しています。勤怠管理、年末調整作業、法改正対応など、人事給与業務に関する悩みを解決し、お客様が人事部門におけるコア業務に集中できる環境作りをサポートすることを使命としています。

給与計算のトータルアウトソーシングサービス Bulas は、毎月の給与計算から年末調整業務まで、人事給与に関するあらゆる業務を総合的にサポートするサービスです。貴社の Bulas には、①40 年以上の運用実績、②お客様の幅広いニーズに対応、③安心のセキュリティ、④アウトソーシングの導入効果を最大限に提供、という特長があります。

貴社の Bulas は、六つのサービスで構成されています。第一に、給与計算サービス Bulas Payroll です。Bulas Payroll とは、給与計算と給与データの活用をサポートする Bulas の基本サービスです。給与や賞与、年末調整の計算などの処理を、万全のセキュリティを施したシステムセンター内の給与計算システムで行います。この基本サービスを中心に、業務代行サービスをはじめとした各種サービスをお客様のニーズに合わせて自由に組み合わせて利用でき、お客様の環境、使い方に合わせたきめ細かな設定やカスタマイズが可能となります。貴社の Bulas Payroll には、①24 時間 365 日アクセス可能、②使いやすい画面と機能的な仕組み、③柔軟なシステムと様々なオプション機能、④データの検索・抽出・加工も簡単、という特長があります。第二に、給与業務代行サービス Bulas Agent です。Bulas Agent とは、社員の入退社にともなう人事関連の入力作業や、給与明細の発行業務、年末調整業務、住民税関連業務、給与業務に関する社員からの問合せ対応まで、企業の人事・総務部門が抱える煩雑な業務を、一括して代行処理するアウトソーシングサービスです。このサービスを利用することで、人事部門は、採用や研修などの本来の業務に集中することができ、また給与担当者の異動や退職によるリスクを回避することもできます。貴社の Bulas Agent には、①多彩なサービスメニュー、②効率化による本業集中の実現、③属人化リスクを確実に回避、④きめ細かなサポートサービス、という特長があります。第三に、インターネット勤怠管理サービス Bulas Attendance です。Bulas Attendance とは、インターネットを使って社員の勤怠管理を行うサービスです。Web 画面上から個々の社員が勤務実績を入力し、上司が承認、人事部門が最終チェックを行います。これまで出勤簿やタイムカードを使って行ってきた勤怠管理をデジタル化することで、毎月の出勤簿の回収や給与担当者の入力、チェックの作業を軽減し、業務の効率化を実現できます。貴社の Bulas Attendance には、①Web 画面上から入力・承認するだけ、②「一般社員」「上司」「人事部門」などの区分設定が可能、③利便性向上と業務効率化に有効なサービス、という特長があります。第四に、インターネット申請サービス Bulas ESS です。Bulas ESS とは、インターネットを使って社内手続きの申請・承認・決済を行うサービスです。これまで紙ベースで行ってきた身上異動や年末調整といった各種手続きを Web 化することで、申請書の回収やチェック作業などの作業が

軽減し、業務の効率化を実現できます。貴社の Bulas ESS には、①Web 画面上から入力・承認するだけ、②利便性向上と業務効率化に有効なサービス、及び③年末調整の申請も簡単に運用、という特長があります。第五に、インターネット給与明細照会サービス Bulas Payslip Mobile です。Bulas Payslip Mobile とは、携帯電話やスマートフォン、PHS、パソコンを使って給与明細の照会ができるサービスです。帳票印刷や仕分け、配布などこれまで紙ベースで行ってきた給与明細に関する業務を電子化することで、大幅なコスト削減を実現します。また、携帯端末を利用して、「いつでも」「どこでも」給与明細が確認できるため、従業員の利便性が大幅に向上します。さらに、パソコンからの利用の場合は、給与明細の PDF 表示や印刷、ファイル保存が可能となります。貴社の Bulas Payslip Mobile には、①従来の給与システムとの連携が可能、②社員が自己完結できる「考えられた」機能、③企業規模、業種業態を問わずに利用できる、という特長があります。第六に、年間業務代行サービス Spot Bulas Agent です。Spot Bulas Agent とは、Bulas サービスを導入していないお客様、Bulas Agent を利用していないお客様へ、年末調整処理業務、住民税データ作成業務を提供するサービスです。Spot Bulas Agent を利用することで、お客様の給与計算業務の平準化が実現します。

***HULFT 事業**

貴社開発製品 HULFT は、あらゆるネットワーク環境、複数の異なるプラットフォーム間で、高速かつ安全なファイルの自動転送を可能とするミドルウェアです。HULFT は、6,900 社を超える企業、自治体に採用され、各社のデータ連携ニーズに対し、高速かつ確実なデータ転送、高度なセキュリティ、簡単運用、きめの細かいアフターフォローサービスで応えています。

HULFT 事業ではファイル転送、データ変換、データ加工、データ統合、EDI、アプリケーション間連携、運用監視、セキュリティ監視といったさまざまなデータ連携ニーズをトータルでサポートするパッケージ・ソフトウェア製品を提供しており、主な製品ラインナップは以下のとおりです。第一に、iDIVO です。iDIVO は、必要な機能だけを適材適所に配して、自由自在なデータ連携を実現させる、データ連携ミドルウェアです。第二に、HULFT7 です。HULFT7 は 6,900 社を超える稼動実績を誇る、マルチプラットフォーム対応の高速かつセキュアにデータ連携を実現するファイル転送ソフトです。第三に、HULFT-HUB です。HULFT-HUB は、HULFT によるデータ連携を効率化し、運用の自動化を実現するデータ連携運用基盤です。第四に、HULFT クラウドです。HULFT クラウドは、インターネットを介して、企業間・拠点間での大容量ファイルや機密性の高いファイルの交換を簡単・安全・便利に実現します。第五に、HULFT-DataMagic です。HULFT-DataMagic は、あらゆるフォーマット、コード体系に対応し、GUI 対応で大容量データも高速かつ簡単に変換できます。第六に、SIGNAlert です。SIGNAlert は、アプリケーション、OS、ハードウェア、ネットワーク機器といったさまざまなレベルの

異常監視を簡単かつ低コストで実現します。第七に、HDC-EDI Suite です。HDC-EDI Suite は、国内 No.1 のファイル転送ミドルウェアである HULFT と国内 No.1 のデータエクスチェンジミドルウェアである HDC-EDI Base を連携させ、EDI システムと社内システムのシームレスなデータ連携と一元管理を実現します。最後に、HDC-EAI Suite です。HDC-EAI Suite は、HULFT によるファイル転送データを短期間、必要最小限のコストで複雑化した社内の様々なシステムに連携させることができます。

(6) 高坂卓志氏、今井陽一郎氏、佐藤久彰氏又は小寺杏奈氏が過去所属していた法人、組合その他の団体若しくはそのグループ会社又はその構成員（業務執行者を含みます。）について、現在又は過去の法令等（法律、政令、通達、規則、命令、条例、ガイドライン、行政指導、証券取引所規則その他の規制を含む。以下同じ。）違反（インサイダー取引規制違反を含みます。）の事実があるかどうか（存在する場合はその具体的事実関係）、有罪判決（未確定のものを含みます。）を受けたことがあるかどうか（存在する場合はその罪名及び科刑）、司法機関若しくは行政機関等から法令等違反行為を認定する判決等を受け、又はそのような判決等に関する司法手続若しくは行政手続等の対象となったことがあるかどうか（存在する場合は当該判決等及び当該手続の具体的内容）をご教示ください。

すべての団体について 1996 年 4 月以降を対象として調査した結果判明した事項は以下のとおりですが、該当する事項を網羅しているかどうかは不明です。なお、高坂卓志、今井陽一郎、佐藤久彰及び小寺杏奈がほかに把握している事項はありません。
また、高坂卓志、今井陽一郎、佐藤久彰及び小寺杏奈を含めた ECM 及び EP の役職員は、いずれも下記の事項には一切関与しておりません。

***MAC アセットマネジメント株式会社**

・ 06 年 6 月、東京地検は、MAC アセットマネジメントを、ニッポン放送株のインサイダー取引にかかる証券取引法違反の容疑で起訴（06/6/23 日本経済新聞）。07 年 7 月、東京地裁は、ニッポン放送株のインサイダー取引にかかる証券取引法違反で、MAC アセットマネジメントに有罪判決（罰金 3 億円）（07/7/19 日本経済新聞）。09 年 2 月、東京高裁は、MAC アセットマネジメントに有罪判決（罰金 2 億円）（09/2/24 朝日新聞）。11 年 6 月、最高裁は上告棄却し、MAC アセットマネジメントの有罪が確定（11/6/8 日本経済新聞）。

***日興アセットマネジメント株式会社**

・ 97 年 5 月、大蔵省は、日興証券投資信託委託に対し、ファンド間の利益付け替え等証券投資信託法違反を認定し、新規ファンド設定の 1 ヶ月間禁止命令を出した（97/5/23 日本経済新聞）

- 97 年 10 月、東京地検は、日興証券元常務と元総務部長を、総会屋への利益供与事件にかかる商法及び証券取引法違反で逮捕（97/10/22 朝日新聞）。また同年 10 月、東京地検は、日興証券前副社長、同元副社長及び同元常務を、総会屋への利益供与事件にかかる商法及び証券取引法違反で逮捕（97/10/31 日本経済新聞）。98 年 3 月、東京地検は、元副社長並びに元常務及び日興証券を国会議員への利益供与事件にかかる証券取引法違反で起訴（98/3/11 日本経済新聞）。98 年 9 月、東京地裁は、日興証券及び 4 被告に有罪判決（日興証券は罰金 1,000 万円、元副社長及び元常務は懲役 1 年執行猶予 3 年、前副社長及び元総務部長は懲役 10 ヶ月執行猶予 3 年）（98/9/21 日本経済新聞）
- 97 年 12 月、大蔵省は、日興証券に対し、総会屋への利益供与事件に関し、株式関連の自己売買業務や公共債の引受け・入札への参加等の業務等の 2.5 ヶ月停止命令を出した（97/12/19 日本経済新聞）
- 98 年 4 月、大蔵省は、日興証券に対し、故国会議員に対する利益供与事件に関し、株式の自己売買業務の 1 ヶ月間停止命令、同国会議員氏の口座のあった新橋支店の有価証券売買等受託業務の 3 週間禁止命令等を出した（98/4/4 日本経済新聞）
- 00 年 10 月、警視庁は、元日興証券法人部課長を、架空の株取引話で現金を騙し取ったとして詐欺の容疑で逮捕（00/10/25 日本経済新聞）
- 01 年 4 月、証券取引等監視委員会は、日興証券における誤った内容の投資勧誘資料の使用等証券取引法違反を認定し、金融庁長官に対して行政処分をするよう勧告した（04/4/28 日本経済新聞）
- 02 年 2 月、金融庁は、日興ソロモン・スミス・バーニー証券に対し、空売りに絡む証券取引法施行令違反を認定し、業務改善命令を出した（02/2/27 日本経済新聞）
- 03 年 3 月、金融庁は、日興ソロモン・スミス・バーニー証券に対し、作為的相場形成取引等証券取引法等違反を認定し、株式自己売買業務の 20 日間停止命令を出した（03/3/19 日本経済新聞）
- 04 年 10 月、警視庁は、日興シティグループ証券子会社の元社員を、架空の出資話で現金を騙し取ったとして詐欺の容疑で逮捕した（04/10/2 日本経済新聞）
- 06 年 6 月、金融庁は、日興アセットマネジメントに対し、投資信託申込書の記載ミス等投資信託法違反を認定し、業務改善命令を出した（06/6/17 日本経済新聞）
- 07 年 1 月、日興コーディアル証券の顧客 2 名は、架空の儲け話で金を詐取されたとして、同社及び同社高崎支店の元社員に対して 3,000 万円の損害賠償請求を前橋地裁に提訴した（07/1/5 朝日新聞）
- 07 年 1 月、金融庁は、日興コーディアルグループに対し、日興プリンシパル・インベストメンツ子会社の連結外しによる不正利益計上を認定し、課徴金 5 億円の納付命令を出した（07/1/6 日本経済新聞等）
- 07 年 4 月、日興コーディアルグループは、投資子会社を通じた不正会計問題で損害を被ったとして、日興コーディアルグループ前社長、同前財務担当役員、及び日興プリン

シパル・インベストメンツ前会長の 3 名に対する総額 33 億 6,000 万円の損害賠償を東京地裁に提訴（07/4/24 日本経済新聞）。09 年 6 月、日興コーディアルグループ前社長、同前役員並びに日興プリンシパル・インベストメンツ前会長及び日興コーディアルグループ元会長が合計 3 億円弱を支払うことで和解した（09/6/18）

- 09 年 6 月、金融庁は、シティバンク銀行に対し、マネーロンダリング対策の重大な不備を認定し、1 ヶ月間の積極的営業を停止する一部業務停止命令を出した（09/6/27 日本経済新聞）

*三井物産株式会社

- 00 年 2 月、東京国税局は、三井物産に対し、海外事業リベート等 3 年間で 20 億円の申告漏れを指摘、三井物産は追徴税額 9 億円を支払った（00/2/11 日本経済新聞）
- 00 年 10 月、中国捜査当局は、三井物産嘱託社員を贈賄容疑で逮捕、01 年 4 月、嘱託職員と三井物産を贈賄罪で起訴（01/6/1 日本経済新聞）。02 年 3 月、第一中級人民法院は、嘱託職員に有罪判決（懲役 2 年と国外退去）、三井物産に無罪判決（02/3/1 日本経済新聞）
- 02 年 7 月、東京地検は、三井物産の社員 3 名（産業システム事業部第 4 営業部長、同事業部開発産業プロジェクト第 3 営業部チームリーダー及び同事業部プロジェクト第 2 営業部員）を、国後島のディーゼル発電施設工事にかかる偽計業務妨害容疑で逮捕（02/7/4 産経新聞）。03 年 2 月、東京地裁は、元営業部長及び元チームリーダーに有罪判決（両被告とも懲役 1 年執行猶予 3 年）（03/2/25 朝日新聞）
- 02 年 8 月、三井物産によるモンゴル高官への不正利益供与疑惑が報道される（02/8/28 日本経済新聞）。02 年 9 月、東京地検は、三井物産社員や三井物産について不正競争防止法違反での立件を見送る方針を固めた（02/9/13 日本経済新聞）
- 03 年 5 月、東京国税局は、三井物産に対し、談合協力企業への協力金等 5 年間で 8 億円の申告漏れを指摘、三井物産は追徴税額 2 億円を支払った（03/5/30 日本経済新聞）
- 03 年 6 月、米国ワシントン DC 連邦地方裁判所の陪審は、三井物産に対し、飼料用添加剤にかかる反トラスト法違反の価格操作を認定。03 年 11 月、消費者が損害賠償を求めた集団民事訴訟において、三井物産が 58 億円を支払うことで和解した（03/11/4 共同通信）
- 04 年 9 月、三井物産は、欧州の孫会社 Subaru Benelux 社オランダ支店において、元経理課長による横領事件が同年 1 月に判明し過去 5 年間で 31 億円の損害が発生したと発表（04/9/28 三井物産リリース「在欧州孫会社支店での横領事件による損害発生について」）。04 年 1 月、オランダ捜査当局は、元経理課長を、横領と私文書偽造容疑で逮捕（04/9/29 日本経済新聞）。04 年 12 月、アムステルダム地方裁判所は、元経理課長に有罪判決（禁固 3 年）（04/12/18 日本経済新聞）
- 05 年 2 月、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県、横浜市、川崎市、千葉市、さいたま

市は、三井物産に対し、捏造された排ガス浄化装置データに基づいて補助金が支出されたとして約 46 億円の損害賠償を請求（05/2/23 共同通信）。05 年 3 月から 4 月、国土交通省及び環境省は、三井物産に対し、捏造された排ガス浄化装置データに基づいて補助金が支出されたとして、約 14 億円の損害賠償を請求した（05/3/25 国土交通省リリース「虚偽の試験データを用いて東京都等の指定を受けた三井物産製ＤＰＦに係る三井物産株式会社に対する賠償請求について」及び 05/4/22 環境省リリース「三井物産製ＤＰＦに係る三井物産株式会社に対する損害賠償請求について」）

- 05 年 6 月、警視庁は、三井物産の社員 2 名（元先端技術事業室長及び社員）及び三井物産子会社ピュアースの元副社長を、排ガス浄化装置データ捏造にかかる詐欺容疑で逮捕（05/6/15 日本経済新聞）。05 年 10 月、東京地裁は、三井物産元室長及びピュアース元副社長に有罪判決（両被告とも懲役 2 年執行猶予 3 年）（05/10/27 日本経済新聞）
- 07 年 2 月、シンガポール当局は、三井物産のシンガポール子会社 Mitsui Oil (Asia)社の契約トレーダーを、ナフサ関連取引の損失隠蔽にかかる会計書類虚偽記載容疑で逮捕（07/2/15 三井物産リリース「当社子会社 Mitsui Oil (Asia) Pte. Ltd のナフサ関連取引に関わること」）。08 年 10 月、シンガポール当局は、契約トレーダーと Mitsui Oil (Asia) の社員 2 名（元副社長及び元ゼネラルマネージャー）の 3 名を、会計書類等虚偽記載容疑で起訴（08/10/21 三井物産リリース「2006 年に損失が発生した当社子会社 Mitsui Oil (Asia) Pte. Ltd のナフサ関連取引に関わる当社社員起訴のこと」）。シンガポール下級裁判所は、09 年 2 月、契約トレーダーに有罪判決（禁固 5 年）（09/2/25 日本経済新聞）、09 年 5 月、元ゼネラルマネージャーに有罪判決（禁固 20 週）（09/5/14 日本経済新聞）、09 年 7 月、元副社長に有罪判決（禁固 3 年）（09/7/10 朝日新聞）。09 年 10 月、シンガポール高裁は、契約トレーダー及び元副社長に有罪判決（契約トレーダーは禁固 2 年、元副社長は禁固 1 年 6 ヶ月）（09/10/13 朝日新聞）
- 08 年 7 月、三井物産は、三井物産九州支社において、00 年 9 月以来不適切な取引（循環取引）が行われていたと発表（08/7/25 三井物産リリース「当社九州支社における不適切な取引について」）。08 年 9 月、三井物産は、循環取引総額が 83 億円で不正利益 2 億円を計上していたこと、過年度決算の修正は行わず本事業年度に損失処理することを発表した（08/9/3 同社リリース「『弊社九州支社における不適切な取引』の調査報告及び再発防止策について」）
- 09 年 4 月、三井物産は、三井物産機能化学品本部の営業部において 04 年 4 月から 5 年間不適切な取引（架空取引）が行われていたこと、架空売上は 5 年間で累計 518 億円だが連結売上高に占める割合が低いので決算修正はしないことを発表した（09/4/24 三井物産リリース「機能化学品本部における不適切な取引の判明、及びそれに係る債権の回収遅延について」）
- 10 年 12 月、米国連邦政府及び英石油大手 BP は、三井物産子会社の三井石油開発に対し、メキシコ湾油井原油流出事故に関する損害賠償を請求する訴状をルイジアナ州東部

地区連邦地方裁判所に提出（10/12/20 三井物産リリース「当社子会社保有米国メキシコ湾探鉱鉱区における原油流出事故のこと（4）～当社子会社に対する訴訟に関するお知らせ～」）。11 年 5 月、三井物産が、請求額のほぼ半分の 870 億円を支払うことで BP と和解した（11/5/21 日本経済新聞）

*プライスウオーターハウスクーパース FAS

- 99 年 2 月、ヤオハンジャパンの転換社債の購入者等は、虚偽記載の有価証券報告書を信じて損害を被ったとして、同社の旧経営陣と中央監査法人に対する 2 億 6,000 万円（その後 4 億 2,000 万円へ増加）の損害賠償請求を大阪地裁に提訴（99/2/4 日本経済新聞）。04 年 7 月、被告側が 1 億円を支払うことで和解した（04/7/22 日本経済新聞）
- 99 年 12 月、山一證券破産管財人は、同社の粉飾決算を見抜けなかったとして、中央監査法人と同社を担当していた会計士 6 名に対する総額 60 億円の損害賠償請求を東京地裁に提訴。03 年 11 月、中央青山監査法人が 5 年分の監査報酬相当額 1 億 6,600 万円を破産管財人側に返還することで和解した（03/11/19 日本経済新聞）
- 00 年 6 月、大蔵省は、ヤオハンジャパンの粉飾決算に関して「相当の注意を怠った」と認定し、中央青山監査法人を戒告処分、監査を担当していた会計士 2 名を 3 ヶ月の業務停止処分とした（00/6/21 日本経済新聞）
- 04 年 8 月、足利銀行株主等は、粉飾決算の看過を理由に、中央青山監査法人に対する 3 億円の損害賠償請求を宇都宮地裁に提訴した（04/8/3 日本経済新聞）
- 05 年 1 月、金融庁は、中央青山監査法人に対して、足利銀行の監査に絡み業務の管理が不適切だったとして戒告処分とした（05/1/26 日本経済新聞）
- 05 年 3 月、大阪地裁は、大阪府の個人株主が、山一證券の粉飾決算を見抜けなかったため株式を購入して損害を受けたとして中央青山監査法人等に対して 1 億 674 万円の損害賠償を求めていた訴訟で、原告の請求を棄却した（05/3/10 日経金融新聞）
- 05 年 9 月、足利銀行は、粉飾決算及び違法配当への関与を理由に、中央青山監査法人等に対する 11 億円の損害賠償請求を宇都宮地裁に提訴（05/9/17 日本経済新聞）。07 年 7 月、中央青山監査法人が足利銀行に 2 億 5000 万円を支払うことで和解した（07/7/3 日本経済新聞）
- 05 年 9 月、東京地検は、中央青山監査法人の公認会計士 4 名を、カネボウの粉飾決算事件にかかる証券取引法違反容疑で逮捕（05/9/13 日本経済新聞）。06 年 8 月、東京地裁は、公認会計士 3 名に有罪判決（1 名は懲役 1 年 6 ヶ月執行猶予 3 年、2 名は懲役 1 年執行猶予 3 年）（06/8/9 日本経済新聞）
- 05 年 9 月、日本公認会計士協会は、中央青山監査法人を、ヤオハンジャパンの粉飾決算を見抜けなかったとして戒告処分とし、監査を担当した公認会計士 2 人を、協会会員権の 3 ヶ月間停止処分とした（05/11/9 日本経済新聞）
- 06 年 3 月、大阪地裁は、山一證券の元株主 81 人が、山一證券の粉飾決算を見抜けなか

ったため株式を購入して損害を受けたとして中央青山監査法人に対して3億2,000万円の損害賠償を求めていた訴訟で、原告の請求を棄却（06/3/21 産経新聞）。08 年 9 月、最高裁は、原告の上告を退ける決定をし、元株主敗訴の 1,2 審が確定（08/9/16 共同通信）

- 06 年 5 月、金融庁は、中央青山監査法人に対し、カネボウの粉飾決算に関与したことを認定し、2 ヶ月間の一部業務停止命令を出した（06/5/10 金融庁リリース「監査法人および公認会計士の懲戒処分について」）
- 06 年 5 月、金融庁は、中央青山監査法人に所属するカネボウ粉飾決算への関与社員 4 名について、3 名は登録抹消、1 名は業務停止 1 年とした（06/5/10 金融庁リリース「監査法人および公認会計士の懲戒処分について」）
- 06 年 5 月、金融庁は、中央青山監査法人に対して、同法人の審査・教育体制等運営の不備を認定し、責任の所在の明確化等現状認識や対応策の報告を求めた（06/5/10 金融庁リリース「監査法人および公認会計士の懲戒処分について」）
- 09 年 11 月、金融庁は、プライスウォーターハウスクーパースグループの PwC アドバイザリー元社員に対し、内部情報に基づくインサイダー取引を理由に、課徴金 129 万円の納付命令を出した（09/11/21 日本経済新聞）

***ドットコモディティ株式会社**

- 09 年 4 月、日本商品先物取引協会は、ドットコモディティに対し、委託者から過大な取引を受託する等協会や各社が定める規則に違反したと認定し、過怠金 300 万円を科した（09/4/29 日本経済新聞）

***株式会社 M&A コンサルティング**

- 06 年 6 月、東京地検は、M&A コンサルティング代表取締役を、ニッポン放送株のインサイダー取引にかかる証券取引法違反の容疑で逮捕（06/6/6 日本経済新聞）。07 年 7 月、東京地裁は、ニッポン放送株のインサイダー取引にかかる証券取引法違反で、M&A コンサルティング代表取締役に有罪判決（懲役 2 年罰金 300 万円追徴金 11 億 4,900 万円）（07/7/19 日本経済新聞）。09 年 2 月、東京高裁は、代表取締役に有罪判決（懲役 2 年執行猶予 3 年罰金 300 万円追徴金 11 億 4,900 万円）（09/2/24 朝日新聞）。11 年 6 月、最高裁は上告棄却し、代表取締役の有罪が確定（11/6/8 日本経済新聞）。

(7) エフィッシモグループにおける、法令等、証券取引所規則その他の規制等を遵守するための内部統制システム及びコンプライアンスシステムの具体的内容及びその実効性についてご教示ください。

ECM は、企業としての社会的責任を果たし、社会全般から広く信頼を得ることが ECM の

事業活動の前提であると考えております。そのため、ECM では、役職員の行動指針、ECM の事業活動に関連する法令の主要部分を解説したコンプライアンスマニュアル等を通じて、役職員に法令遵守と倫理観の保持について高い意識を持たせるとともに、役職員が日常の業務や活動においてどう行動すべきかを規定しております。役職員は、入社時、また、入社後は定期的に当役職員の行動指針を遵守する旨を約束する誓約を行います。

また、チーフコンプライアンスオフィサーの指揮・監督のもと、コンプライアンスに関する協議を行う場として、チーフコンプライアンスオフィサーとディレクターによるコンプライアンスミーティングが随時開催されております。コンプライアンスミーティングで話し合われた事項は、コンプライアンスオフィサーの判断により全役職員が集まるミーティングの場で話し合いがもたれます。なお、チーフコンプライアンスオフィサーは、通常、コンプライアンスミーティング開催前に社外弁護士等との協議を行っております。

役職員のコンプライアンス意識の徹底とコンプライアンスに必要な知識・情報の周知を図るために、チーフコンプライアンスオフィサーはコンプライアンスに関する勉強会や研修を主導します。入社時、また、入社後の定期的なコンプライアンス研修のほか、必要に応じて、社外弁護士やコンサルタントによる役職員向けのコンプライアンスに関する勉強会が開催されます。

なお、ECM では、社会的責任の遂行の一環として、また、企業としての社会的責任を果たし、社会全般から広く信頼を得ることが ECM の事業活動の前提であることについて役職員の意識をより一層高めるため、寄付活動を行っており、また、役職員による寄付活動を奨励しております。寄付先及び寄付金額は、役職員による寄付候補先へのヒアリング及び役職員一同による話し合い等に基づき決定しており、事業開始以来、子供たちに平等な機会が与えられる社会を目指し、子供たちの生活や教育の支援の一助となることを主眼に、10 以上の団体に対して合計約 1 億 5 千万円を寄付しております。

(8) エフィッシモグループのうち、大規模買付者グループに該当するファンド、法人、組合その他の団体について、それらの者の名称、保有する当社株式の数、ストラクチャー、当該ファンドにおける想定・期待投資利回り、投資方針、投資要件、投資の意思決定の仕組み及び方法（大規模買付行為に関する事項を決定するために必要な内部手続を含みます。）、会計期間、決算期、並びに当該ファンドの業務執行者の報酬の仕組みとその算定方法・基準等をご教示ください。

EPL1 が大規模買付行為を行うことを想定しております。

*名称	EPL1 Unit Trust
*保有する貴社株式の数	4,488,800 株(2011 年 10 月 31 日時点) なお、2011 年 10 月 31 日時点で別途 ECM が 100 株を保有
*ストラクチャー	ケイマンの投資信託であり、RBC が受託者、ECM が Investment Manager を務めております。

想定・期待投資利回り、投資方針、投資要件、投資意思決定の仕組み、会計期間、決算期及び業務執行者の報酬については、一般に開示されていない情報であり、EPL1 が現在投資中の銘柄に関する情報及び EPL1 の投資家に対して守秘義務を負っている情報を含むものです。これらの情報が開示・公表されると、関連する銘柄の株価等に不測の影響を与える可能性があること、今後の私どもの投資行動が事実上制約される可能性があること、私どもの投資家に対する守秘義務、信認義務、その他の法令上の義務に反するおそれがあることより、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

(9) エフィッシモグループが実質的に保有する当社株式の株主名簿上の株主の名義、これらの者の株主名簿上の株式の数、これらの者がいかなる契約その他の関係に基づき株主名簿上の株主となっているのか、株主名簿上の株主の名義を変更する予定がある場合は変更予定先の名称について具体的にご教示ください。

以下のとおりです。

①ECM

*名義	エツフイシモ　キヤピタル　マネージメント　ピーテイーイー エルテイデイー
*株数	100 株(2011 年 10 月 31 日時点)
*契約・関係	ECM の証券口座
*変更予定	なし

②EPL1

(ｉ) EPL1 の証券口座での保有

*名義	ロイヤルバンクオブカナダトラストカンパニー（ケイマン）リミテッド
*株数	4,236,300 株(2011 年 10 月 31 日時点)
*契約・関係	EPL1 の証券口座(形式的に受託者である RBC 名義となっています)
*変更予定	(ｉ)EPL1 の証券口座で保有する株数と(ⅱ)プライムブローカー契約を締結する証券会社経由で保有する株数の間で移動がある可能性があります。

(ⅱ) プライムブローカー契約を締結する証券会社経由での保有

*名義	不明
*株数	252,500 株(2011 年 10 月 31 日時点)
*契約・関係	プライムブローカー契約を締結する証券会社経由で保有しております。証券会社による貴社株式の扱いが不明であるため名義も不明です。
*変更予定	(ⅰ)EPL1 の証券口座で保有する株数と(ⅱ)プライムブローカー契約を締結する証券会社経由で保有する株数の間で移動がある可能性があります。

第 2　エフィッシモグループの投資行動

個別の投資事例について説明を行うにあたり、私どもが集中的に投資を行う株式（大量保有報告書を提出する株式など）に対する基本的な投資回収方針について説明いたします（以下「基本投資回収方針」といいます。)。

ECM が運用するファンドは、いずれも信託期間の設定がなく永続することが前提となっております。従って、ECM が運用するファンドは、一定期間終了後に資金を全投資家に分配する仕組みではなく、必ずしも株式を売却して投資回収を行う必要はありません。
ECM が運用するファンドの基準価格及び純資産の計算並びに決算にあたっては、保有資産は時価評価され、売却等による実現損益のみが考慮されるわけではありません。また、Investment Manager である ECM に対する管理運用報酬及び成功報酬についても、時価評価により計算された純資産に基づき算定されます。

このように、私どもは、株式売却により投資回収を行う必要性及びインセンティブを有しておりません。むしろ株式売買に係るコスト（取引執行コスト、投資銘柄選定に係るコストなど）を鑑みれば、優良な投資先に関しては、株価が高騰し割高になるなどの特段の事由を除き、株式売却による投資回収を行わずに長期で保有するインセンティブを有しております。

なお、ファンドの投資家は、ファンドに対する持分を解約することにより投資回収を行うことができます。しかし、ファンドの投資家は年金基金、大学財団など長期性資金を有する機関投資家が大半であり、そもそも、短期間でファンドに対する持分を解約することを想定していないと考えられます。また、一度にファンドの一定比率*以上の解約ができないこととされています。さらに、投資家が解約を希望してから実際に解約資金を受領するまでの間には、解約に対応するための十分な時間的余裕*が確保されており、解約に対応するために新たな投資家の資金を充当すること、一時的に手元資金や借入資金を充当すること

が可能となります。従って、ファンドの投資家が解約を行う場合においても、必ずしも株式を売却して投資回収を行う必要はありません。

以上の理由から、私どもが集中的に投資を行う株式に関しては、基本的に、長期投資を想定しており、具体的な投資回収方法及び期間は想定しておりません。

*「一定比率」及び「十分な時間的余裕」に関して、秘密保持契約書を締結していただければ具体的な説明を行うことが可能です。

(1) エフィッシモグループの①新立川航空機株式会社（以下「新立川航空機」といいます。）、②立飛企業株式会社（以下「立飛企業」といいます。）、③テクモ株式会社（以下「テクモ」といいます。）、④株式会社学習研究社（その後の商号変更後の会社を含め、以下「学研」といいます。）、⑤ダイワボウ情報システム株式会社（以下「ダイワボウ情報システム」といいます。）、⑥日産車体株式会社（以下「日産車体」といいます。）、⑦株式会社エンプラス（以下「エンプラス」といいます。）、⑧株式会社テーオーシー（以下「テーオーシー」といいます。）、⑨株式会社ナイガイ（以下「ナイガイ」といいます。）及び⑩三井金属エンジニアリング株式会社（以下「三井金属エンジニアリング」といいます。）に対する投資行動について、それぞれを投資先として決定した理由（エフィッシモグループの投資基準の具体的内容を含む。）、株式の取得を開始した時期、株式の取得の目的、投資方針、当初想定していた又は現在想定している投資回収方法及び投資回収期間、実際の投資回収方法及び投資回収期間、当該各投資先の企業価値の向上に資する活動を行った場合には当該活動の具体的内容、経営陣や従業員との間での友好的関係が構築できたか等を個別にご教示ください。

銘柄ごとに以下のとおり回答いたします。

①新立川航空機
*投資先として決定した理由
同社は、立川駅近隣に 15.9 万㎡の不動産を保有しており、また、同じく立川駅近隣に 71.1 万㎡の不動産を保有する立飛企業の株式の約 40%をはじめとする多額の有価証券を保有しておりました。私どもは、このような多額の資産が株価に十分反映されていないこと、立川駅前の再開発により同社の保有する不動産の価値が長期的に高まっていくことが期待されること、不動産賃貸を中心とした事業が安定したキャッシュフローを生んでいること、これらが長期的には株式市場で評価されることになり株価の値上がりが期待されること、などの理由から投資することとしました。

*投資開始時期
2006 年 11 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2(2)①において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

*投資方針
株価が企業価値を下回ると判断される場合などに、主に市場内取引により株式を取得する方針でした。
長期投資を行うことで、株式市場での評価が見直されることによる株価の値上がり益、並びに保有資産の有効活用による企業価値向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しておりました。

*想定投資回収方法及び期間
長期投資を行うことで、株式市場での評価が見直されることによる株価の値上がり益、並びに保有資産の有効活用による企業価値向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しており、上述の基本投資回収方針のとおり、投資回収方法及び期間は、想定しておりませんでした。

*実際の投資回収方法及び期間
2011 年 10 月に、経営陣による買収（MBO）の一環として行われた株式会社レヴァーレによる公開買付けに応募しました。投資期間は約 5 年です。

*企業価値向上に資する活動の内容
私どもは、同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を抱いており、このような問題の改善案として、グループ各社の経営統合による資本関係の抜本的見直しや一体的かつ計画的な不動産開発などの保有不動産の有効活用を行うことが、企業価値向上のために望ましいこと、などを提言しました。
グループ会社間の資本構成の改善及び不動産開発の必要性については、同社もすでに認識しており、同社と私どもは協議を行い、対話を重ねてまいりました。
2011 年 8 月に公表された MBO に関する適時開示資料には、同社グループの事業政策として、不動産の再開発を含めた経営戦略の抜本的な見直しが必要であること、資本政策として、過年度の議決権行使について会社法上の相互保有規制により疑義があった事実の本質的な原因となった株式の複雑な相互保有関係の抜本的な見直しを行うべきであること、ま

た、こうした認識のもと、同社株主に対しては、経営戦略の抜本的な見直しにより生じ得る過大な負担を回避するための選択肢として、投下資本の回収機会を提供することが可能となり、同社にとっては、長期的視点に立脚した再開発を行うことで、長期安定的な企業価値の維持と向上の機会が得られるとともに、立飛企業と経営統合することで一体開発による相乗効果が得られるほか、株式の非公開化により上場コストが削減され、同社と立飛企業の両社が相互密接に抱える資本政策上の問題を抜本的に解決することが可能となることから、同社及び立飛企業の両社に同時に MBO を行い、両社を非公開化した上で合併させることこそが、同社及び立飛企業並びにその株主にとって最善の方策であるとの結論に至った旨が記載されております。
私どもは、同社の代表取締役社長である石戸敏雄氏（以下「石戸氏」といいます。）、立飛企業の代表取締役社長である村山正道氏（以下「村山氏」といいます。）よりこのような MBO の背景や意義について説明を受け、理解と賛同を求められました。私どもは、こうした MBO の背景や意義に賛同し、MBO 実施のための公開買付けに関して私どもの保有株式を応募する旨の契約を締結いたしました。

*友好的関係の構築
私どもは、石戸氏及び村山氏より、上述のような MBO の背景や意義について説明を受け、理解と賛同を求められましたが、私どもは、MBO の背景や意義に賛同し、MBO 実施のための公開買付けに関して私どもの保有株式を応募する旨の契約を締結いたしました。
このように、同社グループの資本政策の抜本的な見直し及び不動産の開発が同社企業価値の向上に資するという点について、同社経営陣と見解が一致しておりました。

②立飛企業
*投資先として決定した理由
同社は、立川駅近隣に 71.1 万㎡の不動産を保有しており、また、同じく立川駅近隣に 15.9 万㎡の不動産を保有する新立川航空機の株式の約 25%をはじめとする多額の有価証券を保有しておりました。私どもは、このような多額の資産が株価に十分反映されていないこと、立川駅前の再開発により同社の保有する不動産の価値が長期的に高まっていくことが期待されること、不動産賃貸を中心とした事業が安定したキャッシュフローを生んでいること、これらが長期的には株式市場で評価されることになり株価の値上がりが期待されることなどの理由から投資することとしました。

*投資開始時期
2006 年 11 月

*株式取得目的

純投資。なお、第 2(2)②において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

*投資方針
株価が企業価値を下回ると判断される場合などに、主に市場内取引により株式を取得する方針でした。
長期投資を行うことで、株式市場での評価が見直されることによる株価の値上がり益、並びに保有資産の有効活用による企業価値向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しておりました。

*想定投資回収方法及び期間
長期投資を行うことで、株式市場での評価が見直されることによる株価の値上がり益、並びに保有資産の有効活用による企業価値向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しており、上述の基本投資回収方針のとおり、投資回収方法及び期間は、想定しておりませんでした。

*実際の投資回収方法及び期間
2011 年 10 月に、MBO の一環として行われた株式会社レヴァーレによる公開買付けに応募しました。投資期間は約 5 年です。

*企業価値向上に資する活動の内容
私どもは、同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を抱いており、このような問題の改善案として、グループ各社の経営統合による資本関係の抜本的見直しや一体的かつ計画的な不動産開発などの保有不動産の有効活用を行うことが、企業価値向上のために望ましいこと、などを提言しました。
グループ会社間の資本構成の改善及び不動産開発の必要性については、同社もすでに認識しており、同社と私どもは協議を行い、対話を重ねてまいりました。
2011 年 8 月に公表された MBO に関する適時開示資料には、同社グループの事業政策として、不動産の再開発を含めた経営戦略の抜本的な見直しが必要であること、資本政策として、過年度の議決権行使について会社法上の相互保有規制により疑義があった事実の本質的な原因となった株式の複雑な相互保有関係の抜本的な見直しを行うべきであること、また、こうした認識のもと、同社株主に対しては、経営戦略の抜本的な見直しにより生じ得る過大な負担を回避するための選択肢として、投下資本の回収機会を提供することが可能となり、同社にとっては、長期的視点に立脚した再開発を行うことで、長期安定的な企業価値の維持と向上の機会が得られるとともに、新立川航空機と経営統合することで一体開

発による相乗効果が得られるほか、株式の非公開化により上場コストが削減され、同社と新立川航空機の両社が相互密接に抱える資本政策上の問題を抜本的に解決することが可能となることから、同社及び新立川航空機の両社に同時に MBO を行い、両社を非公開化した上で合併させることこそが、同社及び新立川航空機並びにその株主にとって最善の方策であるとの結論に至った旨が記載されております。
私どもは、村山氏、石戸氏よりこのような MBO の背景や意義について説明を受け、理解と賛同を求められました。私どもは、こうした MBO の背景や意義に賛同し、また、MBO 実施のための公開買付けに関して私どもの保有株式を応募する旨の契約を締結いたしました。

*友好的関係の構築
私どもは、村山氏及び石戸氏より、上述のような MBO の背景や意義について説明を受け、理解と賛同を求められましたが、私どもは、MBO の背景や意義に賛同し、MBO 実施のための公開買付けに関して私どもの保有株式を応募する旨の契約を締結いたしました。
このように、同社グループの資本政策の抜本的な見直し及び不動産の開発が同社企業価値の向上に資するという点について、同社経営陣と見解が一致しておりました。

③テクモ
*投資先として決定した理由
2008 年 6 月以降、同社は社員による訴訟や社長の突然の辞任など同社内におけるそれまでの不透明な動きや混乱から株価が下落し、一株当たり純資産や一株当たり現金同等物等を考慮しても割安な水準となっておりました。その後、2008 年 8 月 29 日に同社に対し、株式会社スクウェア・エニックス（以下「スクエニ」といいます。）から友好的公開買付けの提案（以下「スクエニ提案」といいます。）が行われましたが、スクエニ提案を契機に上記懸念が後退したことを評価するとともに、スクエニ提案後も同社株式の株価は依然として割安な水準にあると判断し、2008 年 9 月 1 日より同社株式の取得を開始しました。
なお、その後、同年 9 月 4 日、同社はスクエニ提案を拒否し、より企業価値向上の実現可能性が高いものとして、株式会社コーエー（以下「コーエー」といいます。）との統合協議を開始しましたが、コーエーとの統合が合意に至るかどうか、また、どのような統合内容になるかは不明であったところ、仮に、コーエーとの統合が進めば同社経営陣はスクエニ提案以上に企業価値を向上させるべく交渉を行うことが期待された上、仮にコーエーとの統合が進まない場合にも同社経営陣はスクエニに再度の提案を要求するなど企業価値向上のための努力をすることが期待されたことから、同社株式の取得を継続しました。

*投資開始時期
2008 年 9 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2(2)③において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣に対して質問状や説明を求める書面を送付しております。

*投資方針
同社経営不安に対する懸念の後退、一株当たり純資産や一株当たり現金同等物等の指標、スクエニ又はコーエーとの経営統合による企業価値向上の可能性に鑑みて、株価が企業価値に比べ割安であると判断される場合に、主に市場内取引により株式を取得する方針でした。
スクエニ又はコーエーとの、経営統合によるシナジーの具現化による株主資本利益率（以下「ROE」といいます。）の向上などによる配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しておりました。

*想定投資回収方法及び期間
スクエニ又はコーエーとの経営統合の具体的な内容を精査したうえで、長期的な企業価値の向上が期待できる場合には、長期投資を行う予定であり、スクエニ又はコーエーとの経営統合によるシナジーの具現化によるROEの向上などによる配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しており、上述の基本投資回収方針のとおり、投資回収方法及び期間は想定しておりませんでした。
ただし、本件においては、企業買収の提案がなされていたこともあり、仮に経営統合の方法が最終的に買収によるものとなり、かつ、その買収提案の最終的な提案内容がシナジーを十二分に反映したものであると判断される場合には、当該買収提案への応募による売却等のより合理性のある選択肢を採る可能性があることも想定しておりました。

*実際の投資回収方法及び期間
2009 年 2 月に、株式買取請求権を行使しました。
2009年5月及び2011年8月に同社の求めにより株式代金の一部の仮払いを受けたものの、公正な買取価格の決定を求める裁判は現在も係争中です。

*企業価値向上に資する活動の内容
2008 年 11 月 18 日に、同社はコーエーとの経営統合の合意並びにその具体的な内容及び条件について公表しましたが、公表された内容から判断する限り、株主の利益という観点からスクエニ提案に比べ、直ちには「より企業価値向上の実現可能性が高い」ものとは考えにくいものでした。具体的には、経営統合によりどのように企業価値が向上するかについて、定性的な説明に終始し、数値等を用いた具体的な説明が著しく不足しており、唯一数値で出された統合後の売上及び利益についても、実現可能であると判断することが困難で

した。また、統合合意の公表を受けて、コーエーに関する情報を収集・分析する過程で、同社が総資産の 50%超をハイリスクと考えられる新興国株式などの資産運用を行っており、このようなコーエーと経営統合することがより企業価値向上の実現可能性が高いと判断することは困難でした。このように、業界屈指のファイナルファンタジーシリーズ、ドラゴンクエストシリーズというゲームタイトルを持ち、ブランド力や売上高、総資産、時価総額等の企業規模などの面で明らかにコーエーを上回るスクエニからの提案を断り、創業家同士の親睦が深いコーエーとの統合を選択したテクモの行動は、経営陣の保身のためにすぎず、同社の企業価値を毀損するものではないかとの懸念を抱きました。
ただ、一方で、同社から具体的な説明がありコーエーとの経営統合により企業価値向上の実現可能性が高いことが明らかになるなどした場合にはコーエーとの経営統合に賛成することも十分にあり得るとも考えておりました。
そこで、私どもは、コーエーとの経営統合による株主価値向上の実現可能性、コーエーで行われている新興国株式投資などハイリスクと考えられる資産運用の継続の有無、同社経営陣の保身目的の有無などについて、2008 年 11 月、12 月に二度にわたり質問状を送付しましたが、同社から具体的な回答はありませんでした。そこで、私どもとしては、情報が全く与えられない状況にあったことから、2008 年 12 月 24 日に、同社に対して、コーエーとの統合は反対せざるを得ない旨記載した書面を送付しました。ただ、同書面においては、スクエニ提案よりも企業価値向上の実現性の高い選択であることが説明され保身目的ではないことが確認できるなどした場合には、統合に賛成したい旨の意見も表明しました。
ところが、その後、テクモからは企業価値向上の実現性等に関しては何らの説明もなく、さらに、2009 年 1 月には、コーエーにおいて私どもが懸念を表明しておりましたハイリスクと考えられる資産運用に関係し、巨額の有価証券関連損失が発生したことが公表されました。私どもはテクモに対し、コーエーとの経営統合についての対応方針、コーエーとの経営統合を進めるのであれば具体的な資産運用の方針等について早急に説明するよう求めましたが、同社は何ら説明や対応を行いませんでした。
このような経緯を踏まえて、私どもは、コーエーとの経営統合が、同社企業価値を毀損する可能性が高いと判断し、当該経営統合に反対することとしました。
その後、私どもは、保有するテクモ株式の買取請求権を行使しましたが、公正な買取価格の決定を求める裁判において、東京地裁決定では「本件株式移転（コーエーとの経営統合）により、相手方（テクモ）の企業価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情があると認めるのが相当である」との判断がなされており、さらに東京高裁決定でも同様に「本件株式移転により、テクモの企業価値又は株主価値が毀損された事情がうかがえる」との判断がされております。

④学研
*投資先として決定した理由

一株当たり純資産や一株当たりネットキャッシュ等を考慮すると株価は割安でした。同社は業績不振が続いていたものの、2006 年 3 月期から 2008 年 3 月期までの 3 ヵ年における中期経営計画を策定しており、グループ全体での経営資源の効率化など利益重視の経営を掲げ、構造改革をドラスティックに進め利益体質への転換を実現する旨を発表しておりました。ドラスティックな構造改革は同社の中期経営計画達成のために不可欠なものだと考えられましたが、同社は多額の有価証券や現金などドラスティックな構造改革を実行するための十分な財務余力を有していること、また、同社の出版業界におけるブランド力は健在でありこうした構造改革を進めることで、黒字事業である出版事業に注力し、黒字体質に転換することが可能であると考えられたことから、中期経営計画を達成することで、長期的な ROE の向上が見込めると判断されたために、投資しました。

*投資開始時期
2006 年 11 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2(2)④において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

*投資方針
一株当たり純資産や業績改善の可能性に鑑みて株価が企業価値に比べて割安である場合に主に市場内取引により株式を取得する方針でした。
長期投資を行うことで、中期経営計画の達成などによる企業価値の向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しておりました。

*想定投資回収方法及び期間
長期投資を行うことで、中期経営計画の達成などによる企業価値の向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しており、上述の基本投資回収方針のとおり、投資回収方法及び期間は想定しておりませんでした。

*実際の投資回収方法及び期間
同社の持株会社移行に反対したことに伴い 2009 年 9 月に株式買取請求権を行使し、2010 年 6 月に和解により株式買取代金を受領しました。投資期間は約 4 年です。

*企業価値向上に資する活動の内容
私どもは 2006 年 11 月に同社に対する投資を開始しましたが、同社では、中期経営計画終了年度である 2008 年 3 月期までに同社が中期経営計画で掲げていた構造改革は十分に行わ

れず、また、業績への影響が不明瞭な持合株式を増加させるなど経営資源の効率化についても成果が見られない状況でした。その結果、同社の 2007 年 3 月期業績は、特別利益の計上により最終黒字を確保したものの、営業損益及び経常損益は赤字となり、また、2008 年 3 月期業績についても、2008 年 4 月 15 日時点で既に 3 度の業績予想修正を行い、経常損益は期初の予想より 30 億円以上悪化し 21 億円の赤字となる予定でした。
このように、私どもが評価しておりました中期経営計画は、現実との大きな乖離が期を追う毎に明らかになり、その位置付けすら不明となっておりました。
さらに、同社の完全子会社が、不実告知、債務の履行拒否・不当遅延等の特定商取引法違反で業務停止命令を受けるといった法令遵守体制の不備からも、適切な経営管理体制が構築されていないと判断せざるを得ませんでした。
このような状況を含む経営状況について説明を求めるために、私どもは、経営陣に対して書面により質問を行い、再三にわたり、上場会社の IR 活動として開示可能な範囲での回答をお願いしておりましたが、約 4 ヶ月が経過してなお、これら質問に対する回答をもらうことができませんでした。
このように、経営管理体制に問題があり、経営陣による経営状況の把握もままならない中、業績不振が長引き企業価値の毀損が続くにもかかわらず、経営陣より経営状況について何ら説明を聞くこともできない状況では、株主として現経営陣を信任することはできないと判断し、2008 年 4 月に、代表取締役社長であった遠藤洋一郎氏の取締役解任について株主提案を行うとともに、同社の主要な株主に対して、当該株主提案の趣旨を説明するとともに同社株式の議決権行使基準等について質問を行いました。なお、当該株主提案については、その後、同社から赤字事業からの撤退や初の社外取締役の選任を含む 2 ヵ年経営計画の公表等があったことを受け取り下げております。
その後 2008 年 10 月に、同社は 2009 年 10 月 1 日付で持株会社制に移行する旨を公表いたしました。私どもは、2008 年 10 月以来、持株会社制移行に伴い、開示情報の減少、株主権行使に対する制限、株主によるガバナンスの低下といった弊害が伴うことから、同社の持株会社制移行に反対する姿勢を表明するとともに、同社経営陣に開示情報の拡充や社外取締役の増員などこれら弊害を回避する具体的な施策を行うようお願いしました。
しかし、持株会社移行に伴う弊害が存在することについては同社経営陣も一般論として同意していたものの、同社経営陣は同社の場合は持株会社移行により同社の中長期的な企業価値が向上すると考えていたようであり、同社よりこうした持株会社制移行に伴う弊害回避のための具体的な施策が提示されることはなかったこと、また、持株会社制への移行は持株会社傘下の事業会社が持株会社の株主による直接のガバナンスを受けることがなくなる点で実質的に持株会社の株主か持株会社の経営陣に対して大幅な権限移譲が行われることを意味すると考えられるところ、引き続き同社業績が期初予想に対して大幅な未達であり、2 ヵ年経営計画も破棄されたことなどに鑑みて同社経営陣を信任することは困難であることより、私どもは、同社が持株会社制に移行することは、同社の中長期的な企業価値を

低下させると考え、持株会社制移行に反対することとしました。

⑤ダイワボウ情報システム
*投資先として決定した理由
同社は、日本最大級の独立系 IT ディストリビューターであり、安定した収益に加え、同業他社に比べ健全な財務基盤を有しておりスケールメリットを活かした既存ビジネスの強化や新規事業の拡大により長期的な業績の拡大が見込まれたこと、これらを考慮すれば、株価が企業価値に比べ割安と判断されることから、投資いたしました。

*投資開始時期
2006 年 11 月

*株式取得目的
純投資。

*投資方針
同社の安定した業績や更なる業績の拡大の可能性を考慮し、株価が企業価値に比べて割安である場合に主に市場内取引により株式を取得する方針でした。
長期投資を行うことで、企業価値の向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しておりました。

*想定投資回収方法及び期間
長期投資を行うことで、企業価値の向上に伴う配当及び株価の値上がり益を享受することを期待しており、上述の基本投資回収方針のとおり、投資回収方法及び期間は想定しておりませんでした。

*実際の投資回収方法及び期間
2008 年 10 月に、同社完全子会社化の一環として行われた大和紡績株式会社（以下「大和紡績」といいます。）による公開買付けに応募しました。投資期間は約 2 年です。

*企業価値向上に資する活動の内容
特にありません。中長期的な企業価値向上の観点から経営陣を支持し、株主総会における全議案に賛成しておりました。
なお、大和紡績による同社に対する公開買付けに際しては、大和紡績との経営統合によるシナジー、及び大和紡績の完全子会社となることが同社の中長期的な企業価値を最大化するために最も有効な手段である旨の説明を受け、当該公開買付けへの賛同を求められまし

た。私どもは、当該公開買付けに賛同し、私どもの保有株式を応募する旨の契約を締結いたしました。

*友好的関係の構築
株主総会における全議案に賛成するなど私どもと経営陣の間で意見の対立はありませんでした。

⑥日産車体
*投資開始時期
2006 年 11 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2⑵⑤において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

*企業価値向上に資する活動の内容
現在投資中の銘柄ではあるものの、以下の内容は 2009 年 7 月 16 日付で私どもが提出した大量保有報告書等において既に一般に開示されている情報であるため、一般に開示されている事実を開示いたします。
同社は、親会社である日産自動車が運営するキャッシュマネジメントシステムに参加しており、日産ファイナンスに対して、2009 年 3 月末時点で同時点当時の同社時価総額の約 6 割以上に相当する約 589 億円もの資金を、年率 1%にも満たない低金利で貸し付けておりました（以下「本件融資行為」といいます。）。これは、私どもが同社株式の取得を開始した時点の直近の事業年度末である 2006 年 3 月末においては、貸付金額の合計は約 127 億円（なお、2006 年 9 月末においては約 193 億円）であったものがその後急速に増加したものです。
これに関して、私どもは、(ⅰ)本件融資行為の取引条件等の情報開示がほとんどなく、実態が著しく不透明であること（ⅱ)本件融資行為は潜在的な利益相反関係をはらむ親会社ないしその関係会社との取引であり、取引条件が同社にとって著しく不利である可能性があること(ⅲ)本件融資行為により、同社に回復することができない損害が生じるおそれがあること(ⅳ)本件融資行為が法令に違反しているおそれがあること、といった問題意識から本件融資行為の取引条件等に関して、再三にわたり質問を行いましたが、同社からは金利水準や担保の有無といった基本的な項目に関してさえ一切回答をもらうことができませんでした。
このような同社の対応等からすれば、同社が任意に本件融資行為を中止することは到底期待できず、むしろ、本件融資行為をこれまでと同様に又は更に規模を拡大しながら今後も継続する蓋然性が極めて高いと考えられました。また、本件融資行為については善管注意義務違反、利益供与禁止規定違反、貸金業法違反といった法令上の問題があると考えられ

たことから、私どもは、本件融資行為の取引条件等について一般株主に対し何ら説明されることすらないままに、本件融資行為がこのような巨額な規模で継続されることは、同社に回復することができない損害が生じ、同社の株主共同の利益が毀損されることにもつながりかねないと考え、本件融資行為を差し止めるべく 2009 年 7 月に同社代表取締役に対する違法行為差止請求訴訟を提起しました。
また、私どもは、同社に対し、平成 21 年 7 月 17 日付けで、本件融資行為を行ってきた前代表取締役の責任を追及する訴訟を提起するように求めましたが、同社は、訴えを提起しないことを決定した旨の通知を送付してきました。私どもは、日産ファイナンスの決算公告や上記違法行為差止請求訴訟において得られた同社の財務書類等の分析を通じて、日産ファイナンスが過去に度々債務超過に陥っており、平成 21 年 3 月期においても約 823 億円にも上る大幅な債務超過となっていること等を把握しました。同社の前代表取締役である高木茂氏は、債務超過状態にあった日産ファイナンスに対して、年率 1%にも満たないような低金利で巨額の資金を、無担保・無保証で融資し、同社を極めて高い貸倒れリスクに晒しておりました。こうした行為は、会社財産を適切に管理し、合理的に運用すべき取締役としての善管注意義務及び忠実義務等に違反し、本来日産ファイナンスの信用状況に応じて設定すべきであった受取利息と実際に受け取った利息との差額に相当する金額の損害を同社に生じさせたものと考えらます。そこで私どもは、本件融資行為に起因して同社が被った損害を回復させるため、平成 22 年 3 月 30 日付けで、同社の前代表取締役である高木茂氏に対して、株主代表訴訟を提起しました。上場子会社において、親会社と子会社との間の利益相反の危険性が、深刻な問題として存在することは、近時、一般に指摘されているところ、本訴訟は、上場子会社である同社の取締役が、少数株主の利益を顧みずに親会社グループの利益を優先するという利益相反行為により、同社の少数株主が被った損害の回復を目指すものです。
私どもは、これら裁判を契機として、同社が上場会社として相応しい経営管理体制を構築し、少数株主を軽視するガバナンス体制を見直すことを期待しております。

上記以外の点については、現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1⑴①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑦エンプラス
*投資開始時期
2008 年 1 月

*株式取得目的
純投資。

上記以外の点については、現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑧テーオーシー
*投資開始時期
2007 年 8 月

*株式取得目的
純投資。なお、経営陣への助言、重要提案行為等を行う可能性がありますので、第 2(2)⑥において説明するとおり、保有目的を変更しております。

上記以外の点については、現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑨ナイガイ
*投資開始時期
2007 年 9 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2(2)⑦において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

上記以外の点については、現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑩三井金属エンジニアリング
*投資開始時期
2007 年 3 月

*株式取得目的
純投資。なお、第 2(2)⑧において説明するとおり、保有目的を変更し、経営陣への助言、重要提案行為等を行っております。

上記以外の点については、現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

(2) 新立川航空機、立飛企業、テクモ、学研、日産車体、テーオーシー、ナイガイ及び三井金属エンジニアリングの大量保有報告書の変更報告書によれば、エフィッシモグループは、その保有目的を、いずれも当初は「純投資」としておきながら、途中から「投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」ないしこれに準ずる記載に変更しているように思われます。それぞれの案件について、このように保有目的が変更された理由、実際にこれらの投資先の経営陣に対して行った助言、重要提案行為等の内容、これらにより対象会社の企業価値が向上した場合にはその具体的内容等をご教示ください。

銘柄ごとに以下のとおり回答いたします。

①新立川航空機
*保有目的変更理由
私どもは、立飛企業株式取得にあたり外国為替及び外国貿易法における事前届出の要否を判断するために、2007 年 11 月に立飛企業に対して質問状を送付いたしました。それに対して、2007 年 12 月に、立飛企業より回答を受領しましたが、別途、立飛企業の顧問弁護士が作成した書簡を受領し、新立川航空機を含む同社グループの極めて複雑な資本構成に関して、同社グループ企業による株主総会における議決権行使をはじめとするいくつかの法的な問題が生じている可能性があることが判明しました。その後、2009 年 9 月に、私どもは、当該論点について、同社第 75 回定時株主総会決議取消訴訟を提起しました。
上記裁判や同社との意見交換を通じて収集・分析した情報に基づき、私どもは同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を有するに至り、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うことにつき検討を開始したため、2010 年 4 月に「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」を保有目的として追加しました。

*助言、重要提案行為等の内容
裁判や同社との意見交換を通じて収集・分析した情報に基づき、私どもは同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を有するに至り、同社の諸般の問題の解決及び同社の企業価値の向上のためには、グループ各社の経営統合による資

本関係の抜本的見直しや一体的かつ計画的な不動産開発などの保有不動産の有効活用を行うことが望ましいとの提言を行いました。
グループ会社間の資本構成の改善及び不動産開発の必要性については、同社もすでに認識しており、同社と私どもは協議を行い、対話を重ねてまいりました。
2011 年 8 月に公表された MBO の実施に関連して、石戸氏より MBO の背景や意義について説明を受け理解と賛同を求められ、MBO 実施のための公開買付けに関して応募契約を締結することとしました。

*企業価値向上の内容
同社と協議を行い、対話を重ね、最終的に MBO 実施のための公開買付けに関して応募契約を締結しておりますが、同社取締役会は、本 MBO に関して、以下のとおり企業価値向上及び株主共同の利益の観点から有益であると判断しており、利益が相反すると認められる石戸氏を除く全取締役の一致により賛同の意見を表明しております。
「当社及び立飛企業の保有する広大な敷地を有効利用するためには、一つのコンセプトに基づき一体開発することが当社の企業価値の向上に資するものであるとの認識のもと、本取引は、(i)当社の株主の皆様に対しては、経営戦略の抜本的な見直しにより生じ得る過大な負担を回避するための選択肢として、投下資本の回収機会を提供することを可能としつつ、(ii)当社にとっては、長期的視点に立脚した再開発を行うことで、短期的な業績に過度に左右されることなく長期安定的で、かつ安定した株主構成のもとでの機動的な経営が可能となるとともに、立飛企業と経営統合することで一体開発による相乗効果も得られるほか、株式の非公開化により上場コストが削減され、さらには、(iii)当社と立飛企業の両社が相互密接に抱える資本政策上の問題を抜本的に解決することを可能とするもので、本公開買付けが当社の企業価値向上及び株主共同の利益の観点から有益であり、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は妥当であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な価格により当社株式の売却の機会を提供するものである」

②立飛企業
*保有目的変更理由
私どもは、立飛企業株式取得にあたり外国為替及び外国貿易法における事前届出の要否を判断するために、2007 年 11 月に立飛企業に対して質問状を送付いたしました。それに対して、2007 年 12 月に、同社経営陣より回答を受領しましたが、別途、顧問弁護士が作成した書簡を受領し、同社及び新立川航空機をはじめとする同社グループの極めて複雑な資本構成に関して、同社グループ企業による株主総会における議決権行使をはじめとするいくつかの法的な問題が生じている可能性があることが判明しました。その後、2009 年 9 月に、私どもは、当該論点について、同社第 113 回定時株主総会決議取消訴訟を提起しました。

上記裁判や同社との意見交換を通じて収集・分析した情報に基づき、私どもは同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を有するに至り、状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うことにつき検討を開始したため、2010年 3 月に「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」を保有目的として追加しました。

*助言、重要提案行為等の内容
裁判や同社との意見交換を通じて収集・分析した情報に基づき、私どもは同社株主として、同社に対し、資本関係が安定性・柔軟性に欠けること、企業実態の把握が困難であること、不動産の活用が不十分である可能性があることなどの問題意識を有するに至り、同社の諸般の問題の解決及び同社の企業価値の向上のためには、グループ各社の経営統合による資本関係の抜本的見直しや一体的かつ計画的な不動産開発などの保有不動産の有効活用を行うことが望ましいとの提言を行いました。
グループ会社間の資本構成の改善及び不動産開発の必要性については、同社もすでに認識しており、同社と私どもは協議を行い、対話を重ねてまいりました。
2011 年 8 月に公表された MBO の実施に関連して、村山氏より MBO の背景や意義について説明を受け理解と賛同を求められ、MBO 実施のための公開買付けに関して応募契約を締結することとしました。

*企業価値向上の内容
同社と協議を行い、対話を重ね、最終的に MBO 実施のための公開買付けに関して応募契約を締結しておりますが、同社取締役会は、本 MBO に関して、以下のとおり長期安定的な企業価値の維持と向上の機会が得られるものと判断しており、利益が相反すると認められる村山氏及び美馬愼一郎氏を除く全取締役の一致により賛同の意見を表明しております。
「(i)当社の株主の皆様に対しては、経営戦略の抜本的な見直しにより生じ得る過大な負担を回避するための選択肢として、投下資本の回収機会を提供することを可能としつつ、(ii)当社にとっては、長期的視点に立脚した再開発を行うことで、短期的な業績に過度に左右されることなく長期安定的な企業価値の維持と向上の機会が得られるとともに、新立川航空機と経営統合することで一体開発による相乗効果をも得られるほか、株式の非公開化により上場コストが削減されることを可能とし、さらには、(iii)当社と新立川航空機の両社が相互密接に抱える資本政策上の問題を抜本的に解決することを可能とするもので、当社として最善の選択肢であると判断できるとともに、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当である」

③テクモ

*保有目的変更理由
同社は2008年8月29日にスクエニ提案を受けましたが、その後、スクエニ提案を拒否し、スクエニ提案と比較してより企業価値向上の実現可能性が高いものとしてコーエーとの統合協議を開始しました。
そして、2008年11月18日に、同社はコーエーとの経営統合の合意並びにその具体的な内容及び条件について公表しましたが、公表された内容は、株主の利益という観点からスクエニ提案に比べ、直ちには「より企業価値向上の実現可能性が高い」ものとは考えにくいものでした。具体的には、経営統合によりどのように企業価値が向上するかについて、定性的な説明に終始し、数値等を用いた具体的な説明が著しく不足しており、唯一数値で出された統合後の売上及び利益についても、実現可能があると判断することが困難でした。
また、統合合意の公表を受けて、コーエーに関する情報を収集・分析する過程で、同社が総資産の 50%超をハイリスクと考えられる新興国株式などの資産運用を行っており、このようなコーエーと経営統合することがより企業価値向上の実現可能性が高いと判断することは困難でした。このように、業界屈指のファイナルファンタジーシリーズ、ドラゴンクエストシリーズというゲームタイトルを持ち、ブランド力や売上高、総資産、時価総額等の企業規模などの面で明らかにコーエーを上回るスクエニからの提案を断り、創業家同士の親睦が深いコーエーとの統合を選択したテクモの行動は、経営陣の保身のためにすぎず、同社の企業価値を毀損するものではないかとの懸念を抱きました。
ただ、一方で、同社から具体的な説明がありコーエーとの経営統合により企業価値向上の実現可能性が高いことが明らかになるなどした場合にはコーエーとの経営統合に賛成することも十分にあり得るとも考えておりました。
そこで、私どもは、コーエーとの経営統合による株主価値向上の実現可能性、コーエーで行われている新興国株式投資などハイリスクと考えられる資産運用の継続の有無、同社経営陣の保身目的の有無などについて、2008年11月、12月に二度にわたり質問状を送付しましたが、同社から具体的な回答はありませんでした。そこで、私どもとしては、情報が全く与えられない状況にあったことから、2008年12月24日に、同社に対して、コーエーとの統合は反対せざるを得ない旨記載した書面を送付しました。ただ、同書面においては、スクエニ提案よりも企業価値向上の実現性の高い選択であることが説明され保身目的ではないことが確認できるなどした場合には、統合に賛成したい旨の意見も表明しました。
このような質問は、私どもも含めて株主にとって重大な関心事について行ったものでしたが、その後も、同様の質問を行う可能性があると考えておりました。この点、質問状の送付や会社への説明の依頼を求めていく過程で、コーエーとの統合に関し懸念を表明すること自体は、必ずしも経営陣への助言、重要提案行為等に該当するとは考えていなかったものの、念のため、上記2008年12月24日付けの書面送付に先立って保有目的を変更したものです。

*助言、重要提案行為等の内容
コーエーとの経営統合による株主価値向上の実現可能性、コーエーで行われている新興国株式投資などハイリスクと考えられる資産運用の継続の有無、同社経営陣の保身目的の有無などについて 2008 年 11 月、12 月に二度にわたり質問状を送付したものの、これらに対して具体的回答がなかったことから、2008 年 12 月 24 日に、同社に対して、コーエーとの統合は反対せざるを得ない旨記載した書面を送付するとともに、同書面において、スクエニ提案よりも企業価値向上の実現性の高い選択であることが説明され保身目的ではないことが確認できるなどした場合には、統合に賛成したい旨の意見も表明しました。
さらに、2009 年 1 月には、コーエーにおいて私どもが懸念を表明しておりましたハイリスクと考えられる資産運用に関係し、巨額の有価証券関連損失が発生したことが公表された際には、コーエーとの経営統合についての対応方針、コーエーとの経営統合を進めるのであれば具体的な資産運用の方針等について早急に説明するよう求めました。
しかし、同社から具体的な回答な説明もなく何らの対応もなされなかったため、私どもは、コーエーとの経営統合に反対しました。

*企業価値向上の内容
私どもが送付した書面等に対しては、結局、テクモからは具体的な回答がなされず、私どもは、コーエーとの経営統合について、経営陣の保身目的にすぎず、テクモの企業価値を毀損させるものであると考え反対したものの、株主総会においてコーエーとの経営統合は承認されました。コーエーとの経営統合が中止若しくは変更されていたならば、テクモの企業価値の毀損は回避されていた可能性があると考えられます。現に、コーエーとの経営統合に関して、東京地裁は「本件株式移転（コーエーとの経営統合）により、相手方（テクモ）の企業価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情があると認めるのが相当である」との判断をしており、さらに東京高裁も同様に「本件株式移転により、テクモの企業価値又は株主価値が毀損された事情がうかがえる」との判断をしております。

④学研
*保有目的変更理由
同社は業績不振が続いていたものの、2006 年 3 月期から 2008 年 3 月期までの 3 ヵ年における中期経営計画を策定しており、グループ全体での経営資源の効率化など利益重視の経営を掲げ、構造改革をドラスティックに進め利益体質への転換を実現する旨を発表しておりました。ドラスティックな構造改革は同社の中期経営計画達成のために不可欠なものだと考えられましたが、同社は多額の有価証券や現金などドラスティックな構造改革を実行するための十分な財務余力を有していること、また、同社の出版業界におけるブランド力は健在でありこうした構造改革を進めることで、黒字事業である出版事業に注力し、黒字体質に転換することが可能であると考えられたことから、中期経営計画を達成することで、

長期的な ROE の向上が見込めると判断されたために、私どもは 2006 年 11 月に同社に対する投資を開始しました。
しかし、同社では、中期経営計画終了年度である 2008 年 3 月期までに同社が中期経営計画で掲げていた構造改革は十分に行われず、また、業績への影響が不明瞭な持合株式を増加させるなど経営資源の効率化についても成果が見られない状況でした。その結果、同社の 2007 年 3 月期業績は、特別利益の計上により最終黒字を確保したものの、営業損益及び経常損益は赤字となり、
また、2008 年 3 月期業績についても、2008 年 4 月 15 日時点で既に 3 度の業績予想修正を行い、経常損益は期初の予想より 30 億円以上悪化し 21 億円の赤字となる予定でした。
このように、私どもが評価しておりました中期経営計画は、現実との大きな乖離が期を追う毎に明らかになり、その位置付けすら不明となっておりました。
さらに、同社の完全子会社が、不実告知、債務の履行拒否・不当遅延等の特定商取引法違反で業務停止命令を受けるといった法令遵守体制の不備などから、適切な経営管理体制が構築されていないと判断せざるを得ませんでした。
このような状況を含む経営状況について説明を求めるために、私どもは、経営陣に対して書面により質問を行い、再三にわたり、上場会社の IR 活動として開示可能な範囲での回答をお願いしておりましたが、書面による質問を初めて行うことを検討するにあたり、その回答によっては、経営陣への助言、重要提案行為等を行うことも想定されたため、2007 年 8 月に「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」を保有目的として追加しました。

*助言、重要提案行為等の内容
経営状況について説明を求めるために、私どもは、経営陣に対して書面により質問を行い、再三にわたり、上場会社の IR 活動として開示可能な範囲での回答をお願いしておりましたが、約 4 ヶ月が経過してなお、これら質問に対する回答をもらうことができませんでした。
このように、経営管理体制に問題があり、経営陣による経営状況の把握もままならない中、業績不振が長引き企業価値の毀損が続くにもかかわらず、経営陣より経営状況について何ら説明を聞くこともできない状況では、株主として現経営陣を信任することはできないと判断し、2008 年 4 月に、代表取締役社長であった遠藤洋一郎氏の取締役解任について株主提案を行うとともに、同社の主要な株主に対して、当該株主提案の趣旨を説明するとともに同社株式の議決権行使基準等について質問を行いました。なお、当該株主提案については、その後、同社から赤字事業からの撤退や初の社外取締役の選任を含む 2 ヵ年経営計画の公表等があったことを受け取り下げております（なお、私どもは、経営陣が自ら経営管理体制の改善に努めるのが望ましく、それが期待できる限りは必ずしも経営陣と対立する必要はないと考えていたので、経営陣に対して、社外取締役の選任等が行われるならば当該株主提案を取り下げる容易があることを示しておりました。）。

その後 2008 年 10 月に、同社は 2009 年 10 月 1 日付で持株会社制に移行する旨を公表いたしました。私どもは、2008 年 10 月以来、持株会社制移行に伴い、開示情報の減少、株主権行使に対する制限、株主によるガバナンスの低下といった弊害が伴うことから、同社の持株会社制移行に反対する姿勢を表明するとともに、同社経営陣に開示情報の拡充や社外取締役の増員などこれら弊害を回避する具体的な施策を行うようお願いしました。
しかし、同社よりこうした持株会社制移行に伴う弊害回避のための具体的な施策が提示されることはなかったこと、また、持株会社制への移行は持株会社傘下の事業会社が持株会社の株主による直接のガバナンスを受けることがなくなる点で実質的に持株会社の株主か持株会社の経営陣に対して大幅な権限移譲が行われることを意味すると考えられるところ、引き続き同社業績が期初予想に対して大幅な未達であり、2 ヵ年経営計画も破棄されたことなどに鑑みて同社経営陣を信任することは困難であることより、私どもは、同社が持株会社制に移行することは、同社の中長期的な企業価値を低下させると考え、持株会社制移行に反対することとしました。

*企業価値向上の内容
同社は、私どもが株主提案を行った後の 2008 年 5 月に、赤字事業からの撤退や社外取締役の選任を含む 2 ヵ年経営計画を公表しました。赤字事業からの撤退といった抜本的な事業改善策や社外取締役の選任といった経営管理体制の改善策は企業価値向上に資するものだと考えられます。

⑤日産車体
現在投資中の銘柄ではあるものの、回答を求められている事項は 2009 年 7 月 16 日付で私どもが提出した大量保有変更報告書等の開示資料において既に一般に開示されているため、その内容を以下に記載いたします。
*保有目的変更理由
同社は、親会社である日産自動車が運営するキャッシュマネジメントシステムに参加しており、日産ファイナンスに対して、2008 年 9 月末時点で同時点当時の同社時価総額の約 5 割以上に相当する約 585 億円もの資金を貸し付けておりました（以下「本件融資行為」といいます。）。私どもが同社株式の取得を開始した時点の直近の事業年度末である 2006 年 3 月末においては、貸付金額の合計は約 127 億円であったものが、その後急速に増加したものであり、かかる貸付金額の急増を受けて、私どもは、(ⅰ)本件融資行為の取引条件等の情報開示がほとんどなく、実態が著しく不透明であること（ⅱ)本件融資行為は潜在的な利益相反関係をはらむ親会社ないしその関係会社との取引であり、取引条件が同社にとって著しく不利である可能性があること(ⅲ)本件融資行為により、同社に回復することができない損害が生じるおそれがあること(ⅳ)本件融資行為が法令に違反しているおそれがあること、といった問題意識を有するようになり、本件融資行為の取引条件等に関して、再三にわた

り質問を行いましたが、同社からは金利水準や担保の有無といった基本的な項目に関してさえ一切回答をもらうことができませんでした。
折しも日産自動車の信用リスクの増大に伴い日産自動車の資金調達におけるリスクプレミアムがかつてないレベルに達している状況にあったため、私どもは、少数株主利益を毀損する一方で親会社という特定株主を優遇する同社経営陣に対して、強い不信感を有するに至りました。そして、将来的にも同社において少数株主利益に十分に配慮した適切な措置が取られない場合には、本件融資行為の差し止めを求めることのほか、同社の親会社と少数株主との間の利益相反を解消するために株主提案を行うことも想定されたため、2009 年 2 月に「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」を保有目的として追加しました。

*助言、重要提案行為等の内容
「状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと」を保有目的として追加した後も、同社において少数株主利益に十分に配慮した適切な措置が取られることはなく、本件融資行為の取引条件等について一般株主に対し何らの説明もなされませんでした。また、このような同社の対応等からすれば、同社が任意に本件融資行為を中止することは到底期待できず、むしろ、本件融資行為をこれまでと同様に又は更に規模を拡大しながら今後も継続する蓋然性が極めて高いと考えられました。そして、本件融資行為については善管注意義務違反、利益供与禁止規定違反、貸金業法違反といった法令上の問題があると考えられ、かかる違法な本件融資行為がこのような巨額な規模で継続されることは、同社に回復することができない損害が生じ、同社の株主共同の利益が毀損されることにもつながりかねないと考え、本件融資行為を差し止めるべく 2009 年 7 月に同社代表取締役に対する違法行為差止請求訴訟を提起しました。
また、私どもは、同社に対し、同年 7 月 17 日付けで、本件融資行為を行ってきた前代表取締役の責任を追及する訴訟を提起するように求めましたが、同社は、訴えを提起しないことを決定した旨の通知を送付してきました。日産ファイナンスの決算公告や上記違法行為差止請求訴訟において得られた同社の財務書類等の分析を通じて、日産ファイナンスが過去に度々債務超過に陥っており、平成 21 年 3 月期においても約 823 億円にも上る大幅な債務超過となっていること等を把握しました。同社の前代表取締役である高木茂氏は、債務超過状態にあった日産ファイナンスに対して、年率 1%にも満たないような低金利で巨額の資金を、無担保・無保証で融資し、同社を極めて高い貸倒れリスクに晒しておりました。こうした行為は、会社財産を適切に管理し、合理的に運用すべき取締役としての善管注意義務及び忠実義務等に違反し、本来日産ファイナンスの信用状況に応じて設定すべきであった受取利息と実際に受け取った利息との差額に相当する金額の損害を同社に生じさせたものと考えらます。そこで私どもは、本件融資行為に起因して同社が被った損害を回復させるため、2010 年 3 月 30 日付けで、同社の前代表取締役である高木茂氏に対して、株主

代表訴訟を提起しました。

*企業価値向上の内容
私どもは、本件融資行為の取引条件等について一般株主に対し何ら説明されることすらないままに、本件融資行為がこのような巨額な規模で継続されることは、同社の企業価値ひいては株主共同の利益の毀損につながっており、本件融資行為を差し止めることで同社の企業価値ひいては株主共同の利益が向上するものと考えておりますが、この点、同社経営陣とは意見が対立しております。
上場子会社において、親会社と子会社との間の利益相反の危険性が、深刻な問題として存在することは、近時、一般に指摘されているところ、株主代表訴訟は、上場子会社である同社の取締役が、少数株主の利益を顧みずに親会社グループの利益を優先するという利益相反行為により、同社の少数株主が被った損害の回復を目指すものであり、企業価値の向上に資するものと考えられますが、この点、同社経営陣とは意見が対立しております。
私どもは、これら裁判を契機として、同社が上場会社として相応しい経営管理体制を構築し、少数株主を軽視するガバナンス体制を見直すことにより、同社の企業価値の向上の一助となることを期待しております。
なお、2010 年 2 月には、同社融資先について、これまで債務超過状態であった日産ファイナンスであったのが新設された債務超過ではない会社に変更されるなど、一定の見直しが行われており、このような見直しは同社の企業価値の向上の一助になっていると考えられます。

⑥テーオーシー
現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑦ナイガイ
現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

⑧三井金属エンジニアリング
現在投資中の銘柄に関する情報であり、上記 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。

(3) 上記(1)記載のエフィッシモグループの投資行動のうち、投資先企業の株式を買い占めた後、その株式を、投資先企業の大株主や経営陣等の会社関係者に対して、高値で買い取らせることにより投資を回収したと思われる事例（新立川航空機、立飛企業及びダイワボ

ウ情報システム）について、これらの取引に至った経緯及び取引の具体的内容等をご教示ください。また、当社株式についても、今後買い集めを進めた後に、当社又は当社の大株主や経営陣等に買い取らせる可能性があるかどうか、当社又は当社の大株主や経営陣等がこれを拒んだ場合におけるその他の投資回収の方法及びその内容、並びにその経済合理性、実現可能性、時期等についてどのように考えているかをご教示ください。

私どもは、これまで、投資先企業や投資先企業の大株主や経営陣等の会社関係者に対して、株式を高値で買い取ることを要求し、投資を回収したことはありません。新立川航空機、立飛企業及びダイワボウ情報システムの事例においても、各社及びその会社関係者が企業価値向上の観点等から取引の検討を行ったものであり、私どもは、会社関係者に対して、直接的にも間接的にも保有株式の買い取りを要求したことはありません。また、「高値」かどうかということに関して、これら事例では、いずれも独立した第三者算定機関による株式価値の算定結果を参考にしており（新立川航空機及び立飛企業の株式買付者であるレヴァーレは大和証券キャピタル・マーケッツ、新立川航空機は野村證券、立飛企業はデロイトトーマツ FAS、ダイワボウ情報システムの株式買付者である大和紡績は三菱 UFJ 証券、ダイワボウ情報システムは野村證券に対して株式価値の算定を依頼しております)、適正な株価により取引されたものであり、適正な株価を超過する「高値」で取引されたものではないと考えられます。
貴社株式に関しても、貴社又は貴社の大株主や経営陣等に買い取りを要求する可能性はありません。
貴社株式に関する投資回収の方法等については、第 3(6)及び(7)の回答をご参照ください。
なお、新立川航空機、立飛企業及びダイワボウ情報システムに関して、取引に至った経緯及び取引の具体的内容は以下のとおりです。

①新立川航空機
取引に至った経緯については、上記(1)①新立川航空機における「投資先として決定した理由」、「投資開始時期」、「投資方針」、「想定投資回収方法及び期間」及び「企業価値向上に資する活動の内容」に説明するとおりです。
取引の具体的内容については、2011 年 8 月 30 日付同社プレスリリース「MBO の実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（添付②）をご参照ください。

②立飛企業
取引に至った経緯については、上記(1)②立飛企業における「投資先として決定した理由」、「投資開始時期」、「投資方針」、「想定投資回収方法及び期間」及び「企業価値向上に資する活動の内容」に説明するとおりです。
取引の具体的内容については、2011 年 8 月 30 日付同社プレスリリース「MBO の実施及び

応募の推奨に関するお知らせ」（添付③）をご参照ください。

③ダイワボウ情報システム
取引に至った経緯については、上記(1)⑤ダイワボウ情報システムにおける「投資先として決定した理由」、「投資開始時期」、「投資方針」、「想定投資回収方法及び期間」及び「企業価値向上に資する活動の内容」に説明するとおりです。
取引の具体的内容については、2008 年 9 月 9 日付同社プレスリリース「大和紡績株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（添付④）をご参照ください。

(4) ダイワボウ情報システムの平成 20 年 1 月 29 日付プレスリリース「エフィッシモ・キャピタル・マネージメント・ピーティーイー・エルティーディーからの変更報告書の提出について」及びエフィッシモ社が平成 20 年 1 月 30 日に提出した大量保有報告書の変更報告書の添付文書「本ポリシーに関する私どもの認識及び方針の再確認について」によれば、エフィッシモ社は、ダイワボウ情報システムが公表していた情報開示要請手続への協力を拒否し、ダイワボウ情報システムの株式を取得していますが、かかる判断に至った理由を具体的にご教示ください。また、当社に対しては、平成 23 年 9 月 6 日付で、当社の大規模買付ルール（買収防衛策）に定められた手続を遵守することを誓約していただいておりますが、これは当社の大規模買付ルール 10 頁に記載のとおり、「法的拘束力のある書面」であって、エフィッシモ社においては誠実に遵守していただけるものと理解してよろしいでしょうか。

ダイワボウ情報システム取締役会が定めた情報開示要請手続（以下「本ポリシー」といいます。）は、同社プレスリリースにも開示されていたとおり、買収防衛策を定めるわけではなく投資家による協力を前提として取締役会が導入したものであり、私どもは、そもそも、同社株式の買付けを行うにあたり本ポリシーに従う法令上の義務はないと考えておりましたが、同社の企業価値及び株主共同の利益の確保・向上という本ポリシーの導入の目的を理解して、最大限の協力をさせていただきました。しかし、本ポリシーの位置づけ及び状況を理解するため、また、本ポリシーの手続進行の透明性を確保するために最低限必要と考えられる私どもからの提案、質問及び要望の大部分について同社取締役会から誠実な返答をいただくことができませんでした。例えば、直近 1 回の独立委員会の開催日時という単純な事実確認についてさえ、1 週間以上にわたり回答を留保された結果、最終的には回答自体を拒否されました。その結果、本ポリシーの位置づけが不明確な中、同社取締役会による本ポリシー手続進行の透明性の積極的な確保が行われない状況において、いたずらに時間が浪費されることになる本ポリシーに協力していくことは、同社の企業価値及び同社株主共同の利益の確保・向上の観点からも、また、私どもの投資運用会社としての受託責

任の遂行という観点からも好ましくないとの結論を得るに至り、本ポリシーへの協力を拒否することとしました。
私どもは、私どもによる買付行為が企業価値及び株主共同の利益を毀損するか否かを判断するのに資する限りにおいて、貴社買収防衛策に定められた手続を誠実に遵守します。なお、ここで「買付行為が企業価値及び株主共同の利益を毀損するか否かを判断するのに資する限りにおいて」としておりますのは、経済産業省企業価値研究会の平成20年6月30日付け「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」10頁注10にて、「株主が買収の是非を適切に判断するために必要な水準を超える情報開示を買収者に対して要求し、それが行われないことを理由に買収防衛策を発動することは、当然のことながら許されるべきではない。株主の判断にとって必要な情報の水準を、被買収者の取締役会が判断するに際し、これを恣意的に行うことは、無論、許されるべきではなく、あくまでその水準は客観的に定まるべきものである。」と記載されていることに沿う趣旨です。

(5) 上記(1)に記載した事例の他に、エフィッシモグループがこれまで行った日本国内の企業に対する投資行動の概要（投資基準、投資先の銘柄、株券等の取得の目的、提案行為、投資先企業の企業価値の向上に資する活動、経営への参画の内容等)、並びに各社の株券等の取得方法、投資回収方法及び投資回収期間についてご教示ください。

私どもは、基本的に、中長期的な企業価値の向上に伴う株価の値上がり益や配当を享受するために、投資先企業の経営に対しては重大な影響力を行使することを前提としない純投資を目的として、企業価値に比べ割安である株式に対して中長期的に投資を行います。また、私どもの提案又は助言等が企業価値向上に資すると考えられる場合、若しくは、経営陣が明白な企業価値毀損をもたらすおそれが生じた場合には、投資先に対して提案又は助言を行う可能性があります。
上記(1)に記載した事例の他に、過去に、投資先に対して提案又は助言を行った事例については、現在投資中の銘柄を含んでいるため、上記第 1(1)①「出資先」に記載の理由により、秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで開示させていただきます。
なお、私どもはこれまで日本国内の企業の株式への投資に関連して、以下に掲げる行為を含む投資先の企業価値ひいては株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすおそれがある行為を行ったことはありません。
(ⅰ)株券等を買い占め、その株券等について当該企業又は当該企業の関係者に対して高値で買取りを要求する行為
(ⅱ)当該企業の経営を一時的に支配して、当該企業グループの重要な資産等を廉価に取得する等当該企業の犠牲の下に自らの利益を実現する経営を行うような行為
(ⅲ)当該企業グループの資産を自らの債務の担保や弁済原資として流用する行為
(ⅳ)当該企業の経営を一時的に支配して、当該企業グループの事業に当面関係していない高

額資産等を処分させ、その処分利益をもって、一時的な高配当をさせるか、一時的高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為
(ⅴ)強圧的二段階買付等、株主に株式の売却を事実上強要するおそれのある行為
(ⅵ)当該企業の企業価値を生み出す上で必要不可欠な当該企業の株主、顧客、従業員等との関係又は当該企業の企業風土を破壊する行為

第 3　大規模買付行為によって達成しようとする目的

(1) エフィッシモグループがその議決権割合を最大 33%まで高めることが、当社の企業価値の向上に資するか否か、仮に当社の企業価値の向上に資するとの認識であれば、その根拠について具体的にご説明ください。

私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としておりません。従って、私どもがその議決権割合を最大 33%まで高めることは貴社の企業価値に直接の影響を与えないと考えられます。
しかし、貴社株主には短中期の投資家が多いと考えられるところ(第 41 期年次報告書株主様アンケートの集計結果によると、貴社株式の保有期間について 37%が 1 年未満、16%が 1 年～2 年未満と回答しております)、私どもは長期投資を予定しており、貴社の中長期的な企業価値の向上を望む株主であるため、私どもの議決権割合が増加することは貴社の中長期的な企業価値の向上にとっては望ましいものと考えられます。また、私どもは貴社に対して株主という関係しか有しておらず、取引関係など別の利害関係を通じて利益相反を生じる可能性がなく、第 6(8)において説明するとおり長期的な株主価値の向上を目指して定められた議決権行使基準に従って適切な議決権行使を行うことを予定しておりますので、貴社の中長期的な企業価値及び株主共同の利益の向上に間接的に寄与するものと考えられます。

(2) エフィッシモグループがその議決権割合を最大 33%まで高めることが、当社の一般株主の利益の向上に資するか否か、仮に当社の一般株主の利益に資するとの認識であれば、その根拠について具体的にご説明ください。

私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としておりません。従って、私どもがその議決権割合を最大 33%まで高めることは貴社の一般株主の利益に直接の影響を与えないと考えられます。
しかし、私どもは貴社に対して株主という関係しか有しておらず、取引関係など別の利害関係を通じて利益相反を生じる可能性がなく、第 6(8)において説明するとおり中長期的な

企業価値の向上を目指して定められた議決権行使基準に従って適切な議決権行使を行うことを予定しておりますので、貴社の中長期的な企業価値及び株主共同の利益の向上に間接的に寄与するものと考えられ、その点、一般株主の利益の向上に資する可能性があります。
また、貴社株主には短中期の投資家が多いと考えられるところ、私どもは長期投資を予定しており、貴社の中長期的な企業価値の向上を望む株主であるため、私どもの議決権割合が増加することは貴社の中長期的な企業価値の向上を望む株主にとっては望ましいものと考えられます。
さらに、私どもによる大規模買付行為は貴社の株主に株式売却の機会を提供することになるため、貴社株式の売却を望む株主にとっては望ましいものと考えられます。

(3) エフィッシモグループにより大規模買付行為が行われた場合、当社株式の流動性がより一層低下するとともに、当社の株主数、流通株式数、流通株式比率及び流通株式時価総額が更に低下することになりますが、このような当社株式の状況をも踏まえた上で、エフィッシモグループによる大規模買付行為により、①市場における当社株式の適正な株価の形成機能に生じる影響、②当社株式の上場市場の変更の可能性や上場維持に生じる影響、③当社に対する潜在的な投資家（機関投資家）の投資意欲に与える影響、④その他当社の企業価値及び株主利益に与える影響に関する考え方について具体的にご説明ください。また、そのように当社の株式の流動性が失われるにもかかわらず、当社株式を買い進める理由及びその真の狙いについて具体的にご教示ください。

株式の取引がその株式の流動性に与える影響は、当該取引において株式を売却した投資家が設定していた投資期間と株式を取得した投資家の設定する投資期間により決定されるものと考えられます。すなわち、投資期間を短期に設定していた投資家が投資期間を長期に設定する投資家に株式を売却する場合に流動性が低下し、投資期間を長期に設定していた投資家が投資期間を短期に設定する投資家に株式を売却する場合に流動性が向上することなどが考えられます。従って、私どもの大規模買付行為に関して、私どもの設定する投資期間と私どもに株式を売却する投資家の設定していた投資期間が明らかにならなければ、私どもの大規模買付行為の結果として貴社株式の流動性がどのような影響を受けるのかは明確ではありません。

以下、仮に、私どもの大規模買付行為の結果として貴社株式の流動性が低下することとなることを前提として回答いたします。

① 私どもは、不適切な情報開示や不適切な株式取引等が存在しない限り、市場における適正な株価の形成機能は確保されるものと考えております。私どもは、株式の流動性と市場における適正な株価の形成機能の関係性について説明するための明確な論拠を有し

ていないものの、私どもの経験則として、出来高が少ない株式であっても、実態を反映していない株価が形成されているとは言えないと考えられる事例も多数見受けられる一方、出来高が急増した株式において、必ずしも実態を反映しているとは思われない株価が形成される事例も散見されることから、株式の流動性の低下が市場における適正な株価の形成機能に重大な悪影響を与えるとは考えておりません。

なお、私どもは全く想定していないものの、仮に、私どもの大規模買付行為により、貴社株式の適正な株価の形成機能に重大な悪影響を与えることが明らかな場合、貴社株式の適正な株価の形成機能を阻害することは私どもの本意ではないため、私どもは貴社株式の取得を行いません。

② 証券取引所における上場基準又は上場廃止基準に定める流通株式（又は浮動株式。以下同じ。）には、投資一任契約に基づき信託財産について投資をするのに必要な権限を有する投資顧問業者等が当該権限に基づき投資として運用することを目的とする信託に組み入れられている有価証券が含まれます（東京証券取引所有価証券上場規程第 601 条第 1 項第 2 号、第 2 条第 96 号、同施行規則第 8 条第 1 項第 3 号及び同条第 2 項第 1 号、大阪証券取引所株券上場廃止基準第 2 条第 1 項第 1 号 a、同株券上場審査基準第 4 条第 1 項第 1 号(a)及び同基準の取扱い 2(1)a(a)イ、並びに大阪証券取引所 JASDAQ における有価証券上場規程第 47 条第 1 項第 1 号及び同規程に関する取扱要領 43(1)f(a)等参照）ので、私どもが取得・保有する株式は流通株式に含まれるものと考えられます。従って、私どもの大規模買付行為の結果として、流通株式に関する指標が変動することで貴社株式の上場市場や上場維持に影響が生じることはないと考えられます。なお、仮に私どもが取得する株式が流通株式に含まれないとしても、貴社の流通株式は少なくとも発行済み株式の 20%程度（約 32,400 単位、2011 年 10 月 31 日の時価で約 34 億円）存在すると考えられますのでジャスダックスタンダードの上場廃止基準には抵触しないものと考えられます。

③ 仮に貴社株式の流動性が大きく低下する場合、潜在的な投資家の投資意欲に悪影響を与える可能性が存在することは否定しません。しかし、多くの貴社株主は流動性よりも配当利回り、将来性、安定性、業績等を重視しているものと考えられます(第 41 期年次報告書株主様アンケートの集計結果によると、貴社株式の保有理由について 43%が配当利回り、15%が将来性、10%が業績と回答しております。)。なお、そもそも、私どもの大規模買付行為により貴社株式の流動性が低下するとしても、その程度も不明です。

④ 株式の流動性は貴社の中長期的な企業価値及び株主利益に大きな影響を与えないものと考えられます。なお、そもそも、私どもの大規模買付行為により貴社株式の流動性が

低下するとしても、その程度も不明です。

*株式の流動性が失われるにもかかわらず貴社株式を買い進める理由
そもそも、私どもの大規模買付行為が貴社株式の流動性に与える影響は不明です。仮に、私どもの大規模買付行為の結果として貴社株式の流動性が低下するとして、その場合であっても私どもが貴社株式を買い進めるとすれば、その理由は、貴社株式が中長期的な企業価値と比較して割安であり、また、私どもが長期投資を行う予定であるため、ということになると考えられます。

(4) 意向表明書において、「中長期的な企業価値の向上に伴う値上がり益を目的として貴社株式を保有します」とされていますが、ここでいう「中長期的な企業価値の向上」が意味する具体的内容、これを実現する主体、及びエフィッシモグループとの関係等について、具体的にご説明ください。

平成 20 年 6 月 30 日付の企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」によると、「「企業価値」とは、概念的には、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定するもの」とされておりますが、これは私どもの考える「中長期的な企業価値」に合致するものだと考えております。
中長期的な企業価値の向上は、企業を取り巻くすべてのステークホルダーにより実現されると考えられます。中でも、主体的な役割を担うのは貴社もその経営理念において言及している社員及び顧客だと考えられます。そして、経営陣は、社員及び顧客を含む様々なステークホルダーとの関係を適切に構築し管理することで大局的な観点から企業価値向上の役割を担い、株主は、経営陣が企業価値向上のために本来担うべき役割を逸脱しないように監視する役割を担うものと考えております。
私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としておりません。従って、私どもは貴社の中長期的な企業価値に直接の影響を与えないと考えられます。しかし、貴社株主には短中期の投資家が多いと考えられるところ、私どもは長期投資を予定しており、私どもは貴社の中長期的な企業価値の向上を望む株主であるため、私どもが株主であることは貴社の中長期的な企業価値の向上にとっては望ましいものと考えられます。また、私どもは貴社に対して株主という関係しか有しておらず、取引関係など別の利害関係を通じて利益相反を生じる可能性がなく、第 6(8)において説明するとおり長期的な株主価値の向上を目指して定められた議決権行使基準に従って適切な議決権行使を行うことを予定しておりますので、貴社の中長期的な企業価値及び株主共同の利益の向上に間接的に寄与するものと考えられます。

(5) 上記のようにエフィッシモグループにより大規模買付行為が行われた場合、当社株式の

流動性がより一層低下することになる状況において、どのように、また、どの程度、株価の上昇が期待できると考えているかについて、それぞれの根拠とともに具体的にご説明ください。

私どもの大規模買付行為の結果として貴社株式の流動性がどのような影響を受けるのかは明確ではありません。また、私どもの大規模買付行為の結果として貴社株式の流動性が低下することを前提としても、株式の流動性は貴社の中長期的な企業価値及び株主利益に大きな影響を与えないものと考えられます。また、私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としていないため、私どもの大規模買付行為により直接的に株価の上昇が期待できるとは考えておりません。
しかし、貴社株主には短中期の投資家が多いと考えられるところ、私どもは長期投資を予定しており、私どもは貴社の中長期的な企業価値の向上を望む株主であるため、私どもが株主であることは貴社の中長期的な企業価値の向上にとっては望ましいものと考えられます。また、私どもは貴社に対して株主という関係しか有しておらず、取引関係など別の利害関係を通じて利益相反を生じる可能性がなく、第 6(8)において説明するとおり中長期的な企業価値の向上を目指して定められた議決権行使基準に従って適切な議決権行使を行うことを予定しておりますので、貴社の中長期的な企業価値及び株主共同の利益の向上に間接的に寄与するものと考えられます。従って、私どもの大規模買付行為は株価の上昇にとって間接的に寄与する可能性があると考えられます。
なお、貴社株式に長期投資を行った場合の株主の利益（配当+値上がり益）に関して、貴社の過去の業績、現在の経営状況、中期経営計画、長期的な ROE 等を考慮して、添付⑤のとおり計算しておりますが、それによると、仮に 2011 年 10 月 31 日の終値である 1 株 1,040 円で投資した場合、10 年間投資した場合の年換算収益率は 13.5%、20 年間投資した場合の年換算率は 13.6%となります。

(6) 上記のようにエフィッシモグループにより大規模買付行為が行われた場合、当社株式の流動性がより一層低下することになる状況において、エフィッシモグループが取得した当社株式を市場内で全て処分することは現実的に可能と考えているか、仮に市場内で株式を処分した場合に、当社の株式に係る株価は下落する可能性があると考えているか、そのような株価下落の可能性があるにもかかわらず、投資回収が可能であると考えているか、それぞれの根拠とともに具体的にご説明いただくとともに、その他の投資回収方法及びその経済合理性、実現可能性等についても、具体的にご教示ください。

現時点では私どもが貴社株式を早期に処分することは想定しておりませんが、私どもが取得した貴社株式を市場内で処分する場合には、その過程において、貴社株式の流動性は向上していくことも十分に考えられます。

かかる点にも照らせば、私どもが取得した貴社株式を市場内ですべて処分することは長期間をかければ現実的に可能であると考えられます。例えば、私どもは、現在保有する貴社株式 4,488,900 株を 2 年 10 ヶ月程度ですべて市場内で取得（内、2,146,300 株については 4 ヶ月で市場内で取得）していることからも、同程度の株数であれば同程度の期間ですべて市場内で処分することも可能であると考えられます。
なお、私どもが市場内で貴社株式を取得した日における貴社株式の 1 日の平均出来高は約 21,200 株ですが、今後、1 日の平均出来高を 21,200 株、関与率 25%として貴社株式を処分した場合、例えば、貴社株式 4,700,000 株を市場内で処分するのにようする期間は 3 年 8 ヶ月程度ということになります。
また、市場内で株式を処分する場合、短期間で処分を行うのであれば株価は下落する可能性があると考えております。しかし、この株価の下落は一時的なものであり、速やかに回復するものと考えられます。また、この株価の下落が貴社の企業価値の毀損を意味するものではないことは言うまでもありません。
私どもは、貴社株式に対して長期投資することを基本としていますが、仮に、貴社株式の処分を行う場合、①短期間で市場内で処分、②短期間で市場外で処分、③長期間で市場内で処分、④長期間で市場外で処分することが考えられます。①の処分方法による場合、特に株価が下落する可能性がありますが、一定程度株価が下落すると多数の買い手が出現し株価が下げ止まることが期待されます。ただし、私どもは私どもにとって経済合理性のない株価で貴社株式を処分することはないため、その場合には、②～④の処分方法を検討することになります。その際、私どもにとって経済合理性のある株価で取引に応じてくれる取引相手を速やかに見つけることができれば②の処分方法により短期間で処分を完了することが可能になりますが、そのような取引相手を速やかに見つけることができない場合は、③若しくは④の処分方法により長期間で処分することになります。
何らかの事情により、EPL1 にとって経済合理性のある株価で処分することができない場合には、私どもは、貴社株式の全部もしくは一部を ECM が運用する他のファンド(新規に設定することになるファンドを含みます)又は ECM 自身に売却することがあります。
私どもは、貴社株式に対して長期投資することを基本としており、現時点では私どもが貴社株式を早期に処分することや具体的な処分時期は想定しておりませんが、私どもが貴社株式の処分を行う場合には、上記のとおり様々な選択肢が存在しており十分な実現可能性を有しております。その際、私どもは私どもにとって経済合理性のない株価で処分を行うことはありません。

(7) エフィッシモグループの当社株式の取得方針、想定投資利回り、投資回収期間、投資回収金額、その他の投資方針に関する基本的な考え方について具体的にご説明ください。

中長期的な企業価値と比較して割安であると判断される場合に貴社株式を取得します。私

どもは貴社株式に対して長期投資する予定であり、具体的な投資回収期間を想定しておりません。貴社株式に長期投資を行った場合の株主の利益（配当+値上がり益）に関して、貴社の過去の業績、現在の経営状況、中期経営計画、長期的な ROE 等を考慮して、添付⑤のとおり計算しておりますが、それによると、仮に 2011 年 10 月 31 日の終値である 1 株 1,040 円で投資した場合、10 年間投資した場合の年換算収益率は 13.5%、一株当たり想定回収金額（累積配当金額+最終株価（純資産×2011 年 10 月 31 日時点の株価純資産倍率（以下「PBR」といいます。））） は 3,266 円、20 年間投資した場合の年換算率は 13.6%、一株当たり想定回収金額は 9,080 円となります。

(8) エフィッシモグループが当社に対して投資を行うにあたり重視した指標及びエフィッシモグループが望ましいと考える当該指標の水準についてご教示下さい。

私どもは貴社株式に投資するにあたり、ROE、PBR、ネットキャッシュを重視しております。ROE は経営の効率性、PBR 及びネットキャッシュは貴社株価の割安度を示すものと考えられます。また、私どもは貴社事業の成長性や安定性など定性的な評価についても重視いたします。
なお、ROE については 10%以上であることが望ましいと考えております。

(9) エフィッシモグループの当社株式の現状の株価に対する評価及びその判断基準についてご教示下さい。

2011 年 10 月 31 日時点の株価（同日の終値 1,040 円）によると貴社株式の PBR は 1.16 倍であるところ、貴社の 2012 年 3 月期予想 ROE は 13.9%であり貴社の安定的なビジネスモデルを考慮すると、貴社株式は割安であると考えております。
また、独立した第三者算定機関である株式会社プルータス・コンサルティングが算定した貴社株式の評価額は DCF 法による場合 2,735 円、類似会社比較法による場合 1,724 円となっております。2011 年 10 月 31 日現在の貴社の株価（1,040 円）は、類似会社比較法による評価額（1,724 円）の約 60.3%、DCF 法による評価額（2,735 円）の約 38.0%に過ぎず、かかる算定結果は、貴社株価が極めて割安であることを示していると考えております。

(10) エフィッシモグループのこれまでの当社株式の取得にあたっての 1 株あたりの平均コストについてご教示ください。

728 円です。

(11) エフィッシモグループがこれまで行った日本国内の企業に対する投資のうち、「中長期

的な企業価値の向上に伴う値上がり益を目的として」株券等を取得及び保有した事例について、投資先の銘柄、株券等の取得方法、投資回収方法及び投資回収期間をそれぞれ具体的にご教示ください。

第 2(1)をご参照ください。

(12) 意向表明書において、「貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としておりません」とされていますが、当社株式の保有目的が将来変更される可能性があるか否か、どのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に保有目的が変更されるか、変更後の保有目的の内容、変更を行う事由、変更の時期等について具体的にご教示ください。

私どもは、貴社の開示情報から、貴社の経営や財務に著しく重大な問題点は認識しておりません。そのため、貴社株式の保有目的について、貴社経営陣に関する著しく重大な問題点が新たに発生又は発覚するなどの例外的な場合を除いては、純投資であること及び貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としていないことについて変更することは想定しておりません。

(13) 大規模買付行為後に、当社の経営に関する何らかの提案又は助言等を行う可能性があるかどうか、どのような提案又は助言等を行う可能性があるかについて具体的にご教示ください。

貴社の経営に重大な問題点は認識していないため、現時点では想定しておりません。ただし、今後、私どもの提案又は助言等が企業価値向上に資すると考えられる場合、若しくは、経営陣が明白な企業価値毀損をもたらすおそれが生じた場合には、貴社の経営に関する提案又は助言を行う可能性があります。

第 4　大規模買付行為の方法及び内容

(1) 大規模買付行為についての具体的な検討を開始した時期、その結果大規模買付行為を行う可能性があるとの判断に至った理由、経緯、時期及びかかる判断を行う上での前提となった事実、並びにこの時期に意向表明書を提出した理由をご教示ください。

私どもは 2010 年 12 月下旬において貴社株式を議決権割合で 26%以上保有しておりましたが、当時より、貴社株価は中長期的な企業価値と比較して割安であると判断しており、議

決権割合で 28%以上の貴社株式を取得することも当然想定しておりました。そのような状況において、貴社は2010年12月27日に買収防衛策を導入しましたが、貴社買収防衛策は、既にクレディセゾンという貴社発行済株式の46.84%の株式を保有し、かつ貴社に多数の役員を送り込んでいる支配株主が存在する状況下において取締役会決議のみに基づいて導入された特異なものであり、貴社経営陣が少数株主を選別するための手段に過ぎず、必要性及び合理性に欠けるものと考えられました。そのため、私どもは、2010年12月30日付の書面により、このような私どもの買収防衛策に対する認識、貴社買収防衛策は必要性及び合理性に欠けるものであること、発行済み株式数に対する割合で 28%以上の貴社株式を取得する可能性があること、貴社買収防衛策の枠外において貴社株式買付に関して合理的な範囲で貴社経営陣に情報提供を行うこと等の協力をさせていただきたいこと等について貴社に説明いたしました。それに関して、その後貴社と複数回の書面等によるやり取りを行う中で、貴社からは、このような貴社買収防衛策に対する私どもの見解に対する貴社のご見解、及び大規模買付行為を行う場合には買収防衛策に定める手続きを履践してもらう必要があることについてご説明いただきました。私どもは、このように貴社との間で対話がなされている状況においては、貴社の意向に配慮するべきであると考え、貴社買収防衛策の枠外において大規模買付行為を行うことは望ましくないと判断し、貴社買収防衛作の枠外における大規模買付け行為の実施を断念しました。

その後、2011年8月30日に、私どもがその株式を保有していた新立川航空機(銘柄コード5996)及び立飛企業(銘柄コード8821)に対して公開買付けが実施されることが公表され、当該公開買付けが成立した場合には私どもは多額の現金を保有する(私どもの保有する両社株式の公開買付価格による評価額合計は280億円)こととなりました。そこで、私どもの既存投資銘柄の買い増し及び新規投資銘柄の組み入れについて検討しました。

その結果、私どもは、改めて、貴社に関して中長期的な企業価値の向上が見込めることから投資対象として貴社株式を極めて高く評価し、できる限り多くの資金を貴社株式に投下したいとの考えに至りました。

そのため、私どもとしては、貴社買収防衛策の必要性及び合理性についての疑問が払拭されたわけではないものの、貴社買収防衛策が、貴社の企業価値ひいては株主共同の利益を確保し向上させるために運用されるものと理解し、かかる理解を前提に、貴社買収防衛策に定められた手続が、私どもによる大規模買付行為が貴社の企業価値及び株主共同の利益を毀損するか否かを判断するのに資する限りにおいては、貴社買収防衛策に定められた手続を誠実に遵守して大規模買付行為を行うこととし、2011年9月6日に意向表明書を提出しました。

(2) 買付け後の議決権割合を最大で33%とした理由について具体的にご教示ください。

私どもは、貴社株式を投資対象として極めて高く評価していることから、中長期的な企業

価値と比較して株価が割安であると判断される場合には、可能であれば、取得株式数（投資金額）に上限を設けることなく貴社株式の取得（貴社株式への投資）を行いたいと考えております。
しかし、貴社の企業価値の向上は貴社の経営陣、従業員、取引先、株主等のステークホルダーの皆様によってもたらされると考えられるところ、私どもは貴社の企業価値や株主共同の利益を毀損するような議決権行使等を行うことはございませんが、一方で、私どもの保有する貴社株式の議決権保有割合によっては、貴社経営陣をはじめとするステークホルダーの皆様が不安感を覚える可能性があるという心情的な要素については理解しております。そして、そのような結果、万が一ステークホルダーの皆様が貴社の企業価値向上に専心できないなどの事態が生じることがあれば、それは、私どもの本意ではございません。
そのため私どもは、取得する可能性のある貴社株式の株数につき、最大でも議決権割合で33%という上限を定め、また、貴社株式の保有目的について、貴社経営に対して重大な影響力を行使することを目的としていない、貴社の中長期的な企業価値の向上に期待しての投資であることを明確にさせていただいた上で、貴社株式について貴社買収防衛策を遵守する形で買い増しを行うべく意向表明書を提出することとしました。
なお、私どもは、最大で議決権割合が 33%となる貴社株式の取得を行う可能性があるとしておりますが、必ず議決権割合が 33%となるまで貴社株式を取得するわけではありません。

(3) 将来において、議決権割合にして 33%を超えて当社株式の買付けを行う可能性があるかどうか、どのような事由が発生し又はどのような条件が成就した場合に議決権割合にして33%を超えて当社株式の買付けを開始することがあるかについてご教示ください。

現時点で、将来において議決権割合にして 33%を超えて貴社株式の買付けを行うことは想定しておりません。

(4) 意向表明書において、「主として市場内取引により」当社株式の買付けを行うとされていますが、上記のようにエフィッシモグループにより大規模買付行為が行われた場合、当社株式の流動性がより一層低下することになる状況において、買付け後の議決権割合を33%とする大規模買付行為を市場内取引により行うことの意義、合理性及び実現可能性について、その根拠とともに具体的にご説明ください。

繰り返しになりますが、私どもの大規模買付行為の結果、貴社株式の流動性が低下するか否かは不明です。
私どもによる大規模買付行為が市場内取引による場合、他の株主に対して株式売却機会を平等に提供するという意義を有することになります。また、私どもは、最大で議決権割合が 33%となる貴社株式の取得を行う可能性があるとしているだけで、必ず議決権割合が

33%となるまで貴社株式を取得するわけではありません。例えば、私どもが実際に取得する株数が僅かに止まるのであれば、いかなる場合であってもその合理性及び実現可能には何ら問題が生じないと考えられます。さらに、市場環境や他の株主の動向（例えば、貴社の2010年12月27日付プレスリリースによると、クレディセゾンが貴社株式を売却する可能性もあるとのことであり、この場合には貴社株式の流動性が増す可能性もあります。）によっては、私どもが実際に取得する株数にかかわらず合理性及び実現可能性を確保することができると考えております。

(5) 意向表明書において、「主として」市場内取引により当社株式の買付けを行うとされていますが、市場外での相対取得の候補者が存在するかどうか、存在する場合は当該候補者の名称、その保有する当社株式の数、及び当該候補者とエフィッシモグループとの関係についてご教示ください。

現時点で、市場外での相対取得の候補者は存在しません。

(6) エフィッシモグループがこれまで行った当社株式に関する取引（エフィッシモグループ内の取引を含みます。）の内容（取引の時期、相手方、方法及び価格等）、当社株式に関して締結した契約その他の合意（口頭によるものを含みます。）の内容についてご教示ください。

2008年8月に貴社株式の取得を開始して以来、貴社株式に関する取引はすべて市場内取引によっております。そのうち、2008年8月の700,000株、2008年10月の376,200株、2010年8月の381,200株、2010年9月の50,000株は立会外市場内取引によっております。また、2011年10月31日時点で私どもが保有する貴社株式のうち3,400,000株は信用取引保証金代用有価証券として立花証券に対して担保提供しております。

第5　買付資金の裏付け

(1) 大規模買付行為に要する資金の調達の方法（出資者の名称、出資の金額及び条件、資金の借入先の名称、借入れの金額及び条件、並びに顧客資金の運用に係る顧客の名称、拠出金額及び拠出の条件等を含みます。）についてご教示ください。また、これらの出資、借入れ及び資金拠出を受けられることを証する資料をご提示ください。

現時点で、大規模買付行為のために新たに資金調達を行う予定はありません。

(2) 大規模買付行為に要する資金について、エフィッシモグループのうち、大規模買付者グループに該当する法人、組合その他の団体の手元資金を利用する場合は、大規模買付行為に要する資金のうち手元資金の割合について、上記法人、組合その他の団体ごとにご教示ください。また、これらの手元資金を保有していることを証する資料をご提示ください。

大規模買付行為に要する資金のうち手元資金の割合は100%です。手元資金を保有していることを証する資料として添付⑥をご参照ください。

第6　大規模買付者が当社の経営に参画した後に想定している経営方針、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用策等

(1) エフィッシモグループが真に当社の企業経営に参加する意思を有しているか、仮に有している場合にはその具体的内容についてご説明ください。

私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としておらず、貴社の企業経営に参加する意思は有しておりません。ただし、適切に議決権行使を行い、また、これまで同様通常のIRミーティングの機会を設けていいただきたいとは考えております。さらに、現時点では貴社の経営に重大な問題は認識していないため、具体的な想定は全くしていないものの、仮に将来において、私どもの提案又は助言等が企業価値向上に資すると考えられる事態が生じた場合、若しくは、経営陣が明白な企業価値毀損をもたらすおそれが生じた場合には、貴社の経営に関する提案又は助言を行う可能性があります。
なお、私どもは、第42回定時株主総会における取締役選任議案に賛成票を投じており、現在の企業価値向上のための施策、中期経営計画その他の経営方針、資本政策、配当政策、資産活用策に関して貴社経営陣を信任しております。

(2) 当社の企業価値の源泉はどのようなものであり、当社の企業価値を中長期的に向上させるためにはどのような施策を実行するべきと考えているかについて具体的にご説明ください。

貴社経営陣が認識する貴社の企業価値の源泉は、貴社の『事業領域における豊富な経験・実績・ノウハウ及び優秀な従業員により構成される経営資源、並びに堅牢なデータセンター、国内トップシェアを誇るHULFTに代表される製品群により構成される確固たる事業基盤』(『平成23年5月12付貴社プレスリリース「当社大規模買付ルール（買収防衛策）の更新について」1．当社の企業価値及び株主共同の利益の維持・向上に向けた取組み(2)

当社の企業価値の源泉』より引用）であると理解しております。
また、貴社経営陣は、『所有から利用へと移行しつつある顧客ニーズにマッチした「商品・サービスの拡充」に努め、新規顧客の獲得を加速させ顧客層を磐石なものとするため「営業力を強化」し、安定的な収益を確保するためのストックビジネスを拡大し、その収益を次のビジネスやステークホルダーへと還元し』、『そして、それらの施策の実施を支える「人材の育成と活用」を行って』（『平成 23 年 5 月 12 付貴社プレスリリース「当社大規模買付ルール（買収防衛策）の更新について」1. 当社の企業価値及び株主共同の利益の維持・向上に向けた取組み(3)企業価値・株主共同の利益の確保・向上に向けた施策』より引用）いくことによって企業価値の向上に繋がるものと認識していると理解しております。私どもは、このような認識を有していると考えられる貴社経営陣を信任しております。

(3) 当社事業に係る業界の今後の見通し、当該業界における当社の位置づけに関する考え方について具体的にご説明ください。

私どもは、業界の今後の見通し及び業界における貴社の位置づけに関する貴社経営陣の考え方に賛同いたします。すなわち、今後、『各企業が情報化投資に対し縮小・延期・中止等、慎重な姿勢を継続することが見込まれ、コスト削減要求も一層厳しい環境のもと、業界全体が縮小傾向に推移するなか』（『平成 23 年 5 月 12 付貴社プレスリリース「当社大規模買付ルール（買収防衛策）の更新について」1. 当社の企業価値及び株主共同の利益の維持・向上に向けた取組み(3)企業価値・株主共同の利益の確保・向上に向けた施策』より引用）、貴社は『売上規模としては中堅ですが、同業他社の多くがシステム開発のみを事業領域としているのに対し、システム開発だけではなく、運用も行っており、開発から運用までワンストップでサービスを提供することでストック型の安定した取引を継続することができ、さらに、HULFT というシェア No.1 で収益性の高い自社製品を有している』（『第 39 期年次報告書の P4Answer3 及び P7「顧客創造企業へ」～新中期経営計画～当社の「強み」と「弱み」』より要約）という事業モデルは業界屈指の強みを有していると考えております。

(4) 当社の中期経営計画その他の経営方針に対する認識及び評価、適当と考える当社の経営方針について具体的にご説明ください。

貴社経営陣は、平成 26 年 3 月期を最終年度とする中期経営計画において、中期ビジョンとして「存在価値の高い企業へ」を掲げ、価値の高い商品・サービスを提供し、継続的な成長を遂げる事で、社会から支持される企業となることを目標としており、この中期ビジョンを実現するための中期経営方針として、「商品・サービスの拡充」、「営業力の強化」、「人材育成と活用」の 3 つを掲げ、これらによって顧客や市場の変化に柔軟に対応するとともに、事業ごとの収益基盤を強化し、企業価値を高めるべく経営に取り組んでいるものと理

解しております。私どもは、このような貴社経営陣の掲げる中期経営計画及び経営方針に賛同いたします。

(5) 当社の資本政策に対する認識及び評価、適当と考える当社の資本政策、そのような資本政策を採用した場合に当社の企業価値に与える影響について具体的にご説明ください。

資本政策に関連して、2011 年 9 月末時点における貴社の自己資本比率は 57%程度、ネット有利子負債比率は 0%であると認識しております。一般的には、節税効果を有し資本コストが低い有利子負債の比率を高めることで全体の資本コストが低下し企業価値が高まることが指摘されておりますが、貴社を取り巻く事業環境や貴社における設備投資の状況等を勘案すれば、現在の貴社の資本政策は適当であると考えております。

(6) 当社の配当政策に対する認識及び評価、適当と考える当社の配当政策、そのような配当政策を採用した場合に当社の企業価値に与える影響について具体的にご説明ください。

貴社経営陣は、配当政策に関して、連結当期純利益の 3 割前後を目安に配当性向を確保するとともに、業績が悪化した場合においても、一株当たり 10 円の配当金を維持するよう努めているものと理解しております。一般的には、株主資本コストを上回る投資先が存在するのであれば配当を行わず内部留保し、株主資本コストを上回る投資先が存在しないのであれば内部留保は行わず配当することが株主利益に適うと指摘されておりますが、貴社は過年度において株主資本コストを上回ると考えられる高い ROE を維持しており、今後も高い ROE が維持されることが見込まれることからも、現在の貴社の配当政策は適当であると考えております。

(7) 当社の資産活用策に対する認識及び評価、適当と考える当社の資産活用策、そのような資産活用策を採用した場合に当社の企業価値に与える影響について具体的にご説明ください。

資産活用策に関して、貴社は 2011 年 9 月末時点で、流動資産に 136 億円（現金及び預金 50 億円、受取手形及び売掛金 53 億円、有価証券 4 億円、棚卸資産 16 億円など）、有形固定資産に 36 億円（リース資産 22 億円など）、無形固定資産に 35 億円（ソフトウエア 30 億円など）、投資その他の資産に 45 億円（投資有価証券 16 億円など）に投資しているものと理解しております。中長期的な企業価値向上に資することのない資産については処分し企業価値向上に資する分野に経営資源を投下すべきであると考えられますが、私どもとして、現在の貴社の資産活用策に対して特段の問題意識を有しておりません。

(8) エフィッシモグループの当社株主総会における議決権行使の方針（議決権行使基準の内容を含みます。）、その他の株主としての権利行使の方針について具体的にご説明ください。

議決権行使の方針に関して、2011 年 5 月 31 日付書簡により貴社に対して私どもの議決権行使に関する基本的な考え方について説明させていただいておりますが、その後、私どもの議決権行使に関する基本的な考え方に変更はありません。また、現時点では貴社の経営に重大な問題は認識していないため、具体的な想定は全くしていないものの、仮に将来において、私どもの提案又は助言等が企業価値向上に資すると考えられる事態が生じた場合、若しくは、経営陣が明白な企業価値毀損をもたらすおそれが生じた場合には、貴社の経営に関する提案又は助言を行う可能性がありますが、その際に必要に応じて、その他の株主としての権利行使を行うことがあります。

第 7　大規模買付行為の後における当社の株主(大規模買付者を除く。)、従業員、取引先その他の当社に係る利害関係者等に対する対応策

(1) エフィッシモグループとして、当社の既存株主の利益を尊重し、その意思に従う意向があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

ご質問の趣旨が不明確であり、とりわけ貴社の既存株主の利益及び意思とは具体的に何を指しているのかが不明であるため十分な回答を行うことができません。
私どもは株主共同の利益に資する限りにおいて既存株主の利益を尊重したいと考えております。ただし、仮に、既存株主の意思が企業価値や他の株主や第三者の利益を不当に損なうような不合理なものである場合、その意思に従うことは困難だと考えております。
貴社の既存株主の利益及び意思について、具体的な説明をいただければさらに詳細な回答をさせていただきます。

(2) エフィッシモグループとして、当社従業員（労働組合を含みます。）の利益を尊重し、その意思に従う意向があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

ご質問の趣旨が不明確であり、とりわけ貴社従業員（労働組合を含みます）の利益及び意思とは具体的に何を指しているのかが不明であるため十分な回答を行うことができません。
私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としていないため、私どもが直接的に貴社従業員（労働組合を含みます）と接することはないと考えております。しかし、私どもは、貴社従業員（労働組合を含みます）は貴社の中長期的な企業価値の向上に関して主体的な役割を担うものと考えており、貴社

の企業価値向上のために貴社従業員（労働組合を含みます）の利益を尊重したいと考えております。ただし、仮に、貴社従業員（労働組合を含みます）の意思が企業価値や株主その他の者の利益を不当に損なうような不合理なものである場合、その意思に従うことは困難だと考えております。
貴社従業員（労働組合を含みます）の利益及び意思について、具体的な説明をいただければさらに詳細な回答をさせていただきます。

(3) エフィッシモグループとして、当社と当社の現在及び将来の取引先の利益を尊重し、その意思に従う意向があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

ご質問の趣旨が不明確であり、とりわけ貴社の現在及び将来の取引先の利益及び意思とは具体的に何を指しているのかが不明であるため十分な回答を行うことができません。
私どもの貴社株式保有目的は純投資であり、貴社の経営に対して重大な影響力を行使することを前提としていないため、私どもが直接的に貴社の現在及び将来の取引先と接することはないと考えております。しかし、私どもは、貴社の現在及び将来の取引先は貴社の中長期的な企業価値の向上に関して主体的な役割を担うものと考えており、貴社の企業価値向上のために貴社の現在及び将来の取引先の利益を尊重したいと考えております。ただし、仮に、貴社の現在及び将来の取引先の意思が企業価値や株主その他の者の利益を不当に損なうような不合理なものである場合、その意思に従うことは困難だと考えております。
貴社の現在及び将来の取引先の利益及び意思について、具体的な説明をいただければさらに詳細な回答をさせていただきます。

(4) 当社に対して取締役その他の役員を派遣することを提案する可能性があるかどうか、どのような事由が発生した場合に役員を派遣することを提案する可能性があるかについて具体的にご教示ください。

現時点では想定しておりません。

(5) 当社について、増資・減資、合併、事業譲渡・譲受、株式交換・株式移転、会社分割その他これらに類する行為、重要な財産の処分若しくは取得等の取引に関する提案、助言又は影響力の行使（株式買取請求権の行使を含みます。）を行う可能性があるかどうか、ある場合はその具体的内容についてご教示ください。

現時点では貴社の経営に重大な問題は認識していないため、具体的な想定は全くしておりません。
しかし、仮に将来において、経営陣が実施しようとする増資・減資、合併、事業譲渡・譲

受、株式交換・株式移転、会社分割その他これらに類する行為、重要な財産の処分若しくは取得等の取引により企業価値が毀損されるおそれが生じた場合には、これらに関して提案又は助言を行う可能性があります。

以　上

別添資料③

平成 24 年 2 月 20 日

株式会社セゾン情報システムズ
取締役会　御中

Effissimo Capital Management Pte Ltd
Director 高坂 卓志

追加必要情報提出のこと

貴社株式の大規模買付行為に関する追加必要情報リストに従い、下記のとおり貴社取締役会に対して追加必要情報を提出いたします。なお、下記においては、適宜、平成 23 年 12 月 1 日付必要情報リストに対する回答（以下「平成 23 年 12 月 1 日付回答」といいます。）及び平成 24 年 2 月 15 日付「EPL1 Unit Trust の再編に伴う必要情報の修正について」（以下「平成 24 年 2 月 15 日付書簡」といいます。）において定義した用語を使用することがあります。また、平成 24 年 1 月 27 日付書簡及び平成 24 年 2 月 15 日付書簡で説明させていただいたとおり、今般、私どもが運用するファンドである EPL1 Unit Trust の再編（以下「本再編」といいます。）が実施されましたが、下記追加必要情報提出においては本再編による影響を考慮しており、平成 24 年 2 月 15 日付書簡による平成 23 年 12 月 1 日付回答の一部修正を前提としております。

また、追加必要情報の一部は平成 24 年 1 月 25 日付貴社書簡の内容を考慮したものですが、当該書簡によると、その内容については、今後の情報収集・分析・検討作業、特別委員会の勧告等により、最終的には変更される可能性があるとのことです。そのような変更がなされる場合には、追加必要情報の一部を変更させていただく可能性がありますので、速やかに変更がなされた旨及び変更の内容についてお伝えいただきますようよろしくお願い申し上げます。

なお、私どもとしては、下記追加必要情報の中には、貴社株式を初めとする上場株式の株価等に影響を与える情報、金融商品取引法第 166 条又は 167 条に規定する未公表の重要事実若しくは公開買付け等事実に該当する情報等が一切含まれないことを保証するものではありません。したがって、仮に、貴社において、これら情報を開示・公表する場合には、貴社の責任において行っていただきますようお願い申し上げます。

記

第 1. 全体について

(1)貴社におかれましては、平成 23年12月1日付「必要情報提出にあたってのお願い」と題する書簡において、エフィッシモグループが現在投資中の銘柄に関する情報、エフィッシモグループが運用するファンドの投資家に対して守秘義務を負っている情報、貴社従業員の個人情報等については、当社が秘密保持契約を締結することにより速やかに開示する旨述

べられております。他方で、かかる情報のうち、「秘密保持契約を締結してもなお、開示を行うことが私どもの負っている法令上又は契約上の義務に違反することとなる情報」は除くものとされております。上記に関し、当社が貴社と秘密保持契約を締結した場合には、具体的にどのような情報をご開示頂けるのか、当社が平成23年9月21日付でご送付した必要情報リストの該当項目ごとに、可能な限り詳細まで特定した上でご教示ください。

以下のとおり説明いたします。

・第1(1)①Effissimo Capital Management Pte Ltdの出資先及び出資先に対する出資割合

出資先については銘柄コード及び名称を、出資割合については小数点第一位までのパーセンテージを開示させていただく予定です。

・第1(1)③ECM Master Fundの出資先及び出資先に対する出資割合

出資先については銘柄コード及び名称を、出資割合については小数点第一位までのパーセンテージを開示させていただく予定です。なお、EPL1 の出資先及び出資割合につきましては、平成24年2月15日付書簡をご覧ください。

・第 1(1)⑧State Street Bank and Trust Company 内の信託口座の出資先及び出資先に対する出資割合

出資先については銘柄コード及び名称を、出資割合については小数点第一位までのパーセンテージを開示させていただく予定です。

・第1(5)④小寺杏奈の経歴

卒業大学及び職歴を開示させていただく予定です。

・第1(8)想定・期待投資利回り、投資方針、投資要件、投資意思決定の仕組み、会計期間、決算期及び業務執行者の報酬

想定・期待投資利回り及び投資方針については本書簡にて開示させていただいております。投資要件、投資意思決定の仕組み、会計期間、決算期及び業務執行者の報酬については、貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第2前文における一定比率及び十分な時間的余裕

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第2(1)⑥日産車体の投資先として決定した理由、投資方針、想定投資回収方法及び期間、実際の投資回収方法及び期間並びに友好的関係の構築

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(1)⑦エンプラスの投資先として決定した理由、投資方針、想定投資回収方法及び期間、実際の投資回収方法及び期間、企業価値向上に資する活動の内容並びに友好的関係の構築

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(1)⑧テーオーシーの投資先として決定した理由、投資方針、想定投資回収方法及び期間、実際の投資回収方法及び期間、企業価値向上に資する活動の内容並びに友好的関係の構築

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(1)⑨ナイガイの投資先として決定した理由、投資方針、想定投資回収方法及び期間、実際の投資回収方法及び期間、企業価値向上に資する活動の内容並びに友好的関係の構築

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(1)⑩三井金属エンジニアリングの投資先として決定した理由、投資方針、想定投資回収方法及び期間、実際の投資回収方法及び期間、企業価値向上に資する活動の内容並びに友好的関係の構築

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(2)⑥テーオーシーの保有目的変更理由、助言、重要提案行為等の内容及び企業価値向上の内容

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(2)⑦ナイガイの保有目的変更理由、助言、重要提案行為等の内容及び企業価値向上の内容

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(2)⑧三井金属エンジニアリングの保有目的変更理由、助言、重要提案行為等の内容及び企業価値向上の内容

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

・第 2(5)における上記(1)に記載した事例の他に、過去に、投資先に対して提案又は助言を行った事例

貴社取締役会にこれらの項目についてご理解いただくため、必要かつ十分であると合理的に考えられる情報を開示させていただく予定です。

第 2. 大規模買付者グループの概要

(1)EPL1 Unit Trust（以下「EPL1」といいます。）とState Street Bank and Trust Company内の信託口座の関係、及び EPL1のみを大規模買付行為を行う主体として選択した理由をご

教示ください。また、エフィッシモグループが運用するファンドは回答書第1(1)記載のもの以外には存在しないということでよいかについても改めてご教示ください。(回答書第1(1)及び(8)関連)

EPL1（本再編実施後は Master Fund)、SSBT ともに ECM が Management Company 又は Investment Manager を務めているということ以外に、関係はありません。なお、Master Fund と本再編実施後の EPL1、Feeder Fund1、Feeder Fund2 及び Feeder Fund3 との関係については、本再編実施後の EPL1、Feeder Fund1、Feeder Fund2 及び Feeder Fund3 はいずれも Master Fund への出資を行っていること、及び、ECM が Management Company 又は Investment Manager を務めているということ以外に、関係はありません。

貴社株式に対する大規模買付行為は、私どもが保有していた新立川航空機の株式及び立飛企業の株式の売却資金を投資することを目的の一つとしておりますが、SSBT は新立川航空機株式及び立飛企業株式を一切保有しておりませんでした。また、SSBT は貴社株式への投資も一切行っておりませんでした。このため、EPL1（本再編実施後は Master Fund）を大規模買付行為を行う主体として選択しました。

ECM 又は EP が運用するファンドは、本日時点においては、平成 24 年 2 月 15 日付書簡第1(1)記載のもの以外に存在しません。

(2)(i)エフィッシモグループと(ii)高坂卓志氏及び今井陽一郎氏が所属していた MAC アセットマネジメント株式会社並びに佐藤久彰氏が所属していた株式会社 M&A コンサルティングとの関係（現在及び過去におけるものを含みます。）についてご教示ください。また、高坂卓志氏、今井陽一郎氏及び佐藤久彰氏がMACアセットマネ ジメント株式会社又は株式会社M&Aコンサルティングに所属していた際に関与していた具体的な投資案件、及びこれらの方々がニッポン放送株式会社に対する投資又はこれに関連する業務に関与していたか否かについてもご教示ください。(回答 書第 1(5)及び(6)関連)

ECM、EP、Master Fund、EPL1、Feeder Fund1、Feeder Fund2、Feeder Fund3 及び SSBT は、事業の開始以来、MAC アセットマネジメント及び M&A コンサルティングとの間にいかなる資本関係、人的関係、取引関係、協力関係も有したことはありません。

高坂卓志、今井陽一郎及び佐藤久彰が、MAC アセットマネジメント又は M&A コンサルティングに所属していた際に関与していた具体的な投資案件に関する事項については、雇用にあたり MAC アセットマネジメント又は M&A コンサルティングと締結した契約に基づき、第三者に開示することができません。しかし、高坂卓志は MAC アセットマネジメントに 28 歳で入社し 3 ヶ月在籍、今井陽一郎は MAC アセットマネジメントに 25 歳で入社し 1 年 11 ヶ月在籍、佐藤久彰は M&A コンサルティングに 32 歳で入社し 4 ヶ月在籍しておりましたが、高坂卓志及び佐藤久彰については在籍期間が極めて短く、また、今井陽一郎については在

籍期間が短い上に入社年齢が極めて若いことからも明らかなとおり、いずれも MAC アセットマネジメント又は M&A コンサルティングの重要な意思決定には何ら関与しておりません。

なお、高坂卓志、今井陽一郎及び佐藤久彰はニッポン放送株式会社に対する投資又はこれに関連する業務に関与しておりません。

(3)ドットコモディティ株式会社（以下「ドットコモディティ」といいます。）が日本商品先物取引協会から協会や各社が定める規則の違反を認定された原因事実が発生した時期、及び、佐藤久彰氏がドットコモディティに所属していた際に、上記の 事実に関与していたか否かをご教示ください。(回答書第 1(5)及び(6)関連)

ドットコモディティの開示情報によれば、認定された違反のうち適合性の原則に違反していたと認定された取引は 2007 年 11 月から 2008 年 4 月に受託した取引のようです。佐藤久彰のドットコモディティへの在籍が 2005 年 12 月までであることからも明らかなように、佐藤久彰は当該取引に関与しておりません。

(4)EPL1の想定・期待投資利回り、投資方針については、秘密保持契約書締結後に当社及び独立委員会限りで開示するとされておりますが、当該情報は、株主の皆様がエフィッシモグループの大規模買付行為の是非を評価するうえで極めて重要な情報であると考えておりますので、当社が秘密保持義務を負わない前提での情報開示をお願いいたします。(回答書第 1(8)関連)

EPL1 の想定・期待投資利回り及び投資方針が極めて重要な情報であるという貴社取締役会のお考えを踏まえ、下記のとおり説明いたします。

なお、以下の私どもの回答は、一般には開示していない情報を含んでおりますので、貴社内における情報管理、万が一開示を予定される場合の開示の必要性、範囲、方法等、その取扱いにはご配慮いただければ幸いです。

Master Fund、EPL1、Feeder Fund1、Feeder Fund2 及び Feeder Fund3 は、想定・期待投資利回りを設定しておりません。また、私どもの投資家に対して、想定・期待投資利回りを説明することもありません。

貴社取締役会は、ファンドには一般的に想定・期待投資利回りが設定されているものとご理解されているように見受けられますが、私どもが運用するファンドに限らず、通常、株式に投資するファンドには想定・期待投資利回りが設定されておりません（例えば、日本株に投資する投資信託において想定・期待投資利回りが設定されているものは皆無と思われます。)。投資家がファンドに対して潜在的に期待する利回り、あるいはファンドが内部目標として設定する利回りはありうるかもしれませんが、それは投資家の属性や市場環境によって異なるものであり、また、その時々の市場環境に応じて常に変動するものかと

思われます。また、かかる利回りについて投資家がファンドに対して何らかの形で言及する場合があったとしても、かかる利回りの実現可能性や目標として設定することその他利回りに関する事項について、ファンドとして何かお約束することは法規制その他の理由により（通常のファンドであれば）ないものと思われ、少なくとも私どもが運用するファンドは、そのようなことはいたしません。

私どもは、設立理念として、「長期的に社会から必要とされ尊敬される投資家を目指す」という理念を掲げており、事業開始以来、一貫して当該理念に基づき事業を運営しております。当該理念を前提とした上で、EPL1（本再編実施後はMaster Fund）は、主に、投資先の中長期的な企業価値の向上に伴う株価の値上がり益や配当を享受することを目的として企業価値に比べ割安である株式に対して投資するといった投資方針に基づいて運用されております。

(5)当社の株主名簿に記載された株主のうち、どの名義の株主の保有している株式（株数を含みます。）、エフィッシモグループの保有する株式に関するものかご教示ください。また、EPL1がプライムブローカー契約を締結している証券会社の名称、及び当該証券会社を通じて当社株式についていかなる取引を行っているかについての内容をご教示ください。(回答書第1(9)関連)

私どもは貴社の株主名簿を閲覧したわけではありませんが、2011年9月末時点において、「エツフイシモ　キヤピタル　マナージメント　ピーテイーイー　エルテイデイー」という名義の株式100株、「ロイヤルバンクオブカナダトラストカンパニー（ケイマン）リミテッド」という名義の株式 4,236,300 株及び「バンクオブニューヨークジーシーエムクライアントアカウントジェイピーアールディアイエスジーエフイーエイ」という名義の株式252,500株が私どもが保有する株式に関するものと認識しております。

なお、EPL1（本再編実施後はMaster Fund）がプライムブローカー契約を締結する証券会社はGoldman Sachs International（以下「GSI」といいます。）です。GSIはEPL1（本再編実施後はMaster Fund）が買い付けた貴社株式をプライムブローカー契約に基づき保管・管理しております。

第3. エフィッシモグループの投資行動

(1)平成19年11月に送付された貴社の立飛企業に対する質問状に対し、貴社が平成19年12月に受領した立飛企業経営者による回答の他に、別途、立飛企業の顧問弁護士が作成した書簡を受領することとなった経緯、同書簡の受領と貴社の新立川航空機及び立飛企業に対する重要提案行為の先後関係、並びに同書簡の記載内容をご教示ください。(回答書第2(2)関連)

私どもは、立飛企業株式の取得にあたり外国為替及び外国貿易法に定める対内直接投資

の事前届出の要否を判断するために、立飛企業及び立飛企業の日本にある子会社が事前届出業種に該当する事業を行っているかどうかを把握する必要があるため、2007 年 11 月 28 日に立飛企業に対して質問状を送付し、当該質問状において立飛企業の日本にある子会社を全て列挙することをお願いしておりました。これに対して、立飛企業より同社の関係会社に対する議決権の数え方ひいては同社の子会社の範囲について複数の異なる法解釈があり得ることについて書面により説明があり、併せて、当該問題に関して立飛企業の顧問弁護士が作成した書簡を受領しました。

当該書簡は、私どもが新立川航空機及び立飛企業に対する重要提案行為を行う前である 2007 年 12 月 5 日に受領しております。当該書簡は、会社法第 308 条第 1 項括弧書に定める、相互保有株式の議決権制限規制に関する上記顧問弁護士の解釈・見解及びそれに基づく会社法上の親子会社関係に関する同弁護士の解釈・見解を内容とするものです。

第 4. 大規模買付行為によって達成しようとする目的

(1)エフィッシモグループが当社の株式の取得を開始する直前の過去1ヶ月の当社の株式の取引高に比べて、エフィッシモグループが当社の株式の取得を開始して以降直近過去1ヶ月の当社の株式の取引高は著しく低下しており、大規模買付行為により更に流動性が低下すると思われます。このような株式の流動性の低下により少量の株式取引によって株価が大きく変動する可能性が高くなるなどの要因によって、市場の適正な株価形成機能及び株主利益に重大な影響を与えるように思われますが、かかる点についての考えをご教示ください。なお、回答書において貴社が触れている「第41期年次報告書株主様アンケート集計結果」は、当社株主のうち発行済株式総数の4%（合計）の個人株主から受領したアンケート回答結果に基づくものですので、ご承知おきください。（回答書第3(3)関連）

私どもは、これまで貴社株式を議決権割合で約 27.7%取得しましたが、その前後において、貴社株式の流動性は低下しているとはいえず、このことから考えると、今後、議決権割合で最大でも約 5%の貴社株式を取得する可能性があるに過ぎない私どもの大規模買付行為が、貴社株式の流動性の低下を招くとはいえない（仮に流動性の低下を招く場合であっても軽微である）と考えられます。ましてや、私どもの大規模買付行為が、市場の適正な株価形成機能及び株主利益に重大な影響を与えることは到底ないと考えております。

以下、詳細について説明いたします。

*私どもによる大規模買付行為が貴社株式の流動性に与える影響について

貴社取締役会は、私どもが貴社株式の取得を開始する直前の過去 1 ヶ月の貴社株式の取引高に比べて、私どもが貴社株式の取得を開始して以降直近過去 1 ヶ月の貴社株式の取引高は著しく低下していると説明されています。貴社取締役会のいう取引高の定義は不明ですが、貴社取締役会は流動性を評価する指標として、出来高（株数）を用いることを前提

としているように見受けられます。しかし、出来高については同一銘柄について近似した時点の流動性を比較する場合には参考にできるものの、そうでない場合は、投資家が売買を執行できる金額の大きさを示す目安とはなり得ず、流動性を評価する指標としては、売買代金や ILLIQ[1]がより相応しいと考えられます。売買代金は投資家が売買を執行できる金額の大きさを直接的に示す指標であり、また、ILLIQ は単位金額当たりの取引で株価が動く感応度を計測したものです。

まず売買代金をみると、私どもによる貴社株式取得開始前 1 ヶ月間（2008 年 7 月 16 日から 8 月 15 日までを指します。以下同様です。）における売買代金は 1 日平均 3,427,345 円であるのに対して、直近過去 1 ヶ月間（2012 年 1 月 4 日から 31 日までを指します。以下同様です。）における売買代金は 1 日平均 4,091,184 円となっており、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。また、私どもによる貴社株式の取得の影響を把握するためには、私どもによる貴社株式の取得終了直後の時期における売買代金を考慮することも合理的だと考えられるところ、私どもによる貴社株式取得終了直後 1 ヶ月間（2011 年 6 月 10 日から 7 月 8 日までを指します。以下同様です。）における売買代金は 1 日平均 11,650,848 円となっており、やはり、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。さらに、貴社による大規模買付ルールの導入後には貴社株式の売買代金が大きく減少しているように見受けられ、大規模買付ルールの導入前の方が貴社株式についてのマーケットの状態が正常なものであるとも思われます。そのため、貴社株式の流動性を把握するにあたっては、大規模買付ルールの導入前であり、かつ私どもが貴社株式の大半の取得を終了した直後の時期における売買代金を考慮することも合理的だと考えられるところ、大規模買付ルール導入直前 1 ヶ月間（2010 年 11 月 29 日から 12 月 27 日までを指します。以下同様です。私どもは現在までに貴社株式を 4,488,900 株取得しておりますが、その約 90%に相当する 4,058,100 株について 2010 年 11 月 29 日より前に取得を終了しております。）における売買代金は 1 日平均 31,488,480 円となっており、やはり、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。

このように売買代金の指標でみれば、これまでの私どもによる貴社株式の取得の前後で貴社株式の流動性が低下したとはいえないと考えられます。

また、ILLIQ をみると、私どもによる貴社株式取得開始前 1 ヶ月間は平均 0.57%であるのに対して、直近過去 1 ヶ月間は平均 0.37%となっており、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。また、私どもによる貴社株式の取得の影響を把握するためには、私どもによる貴社株式の取得終了直後の時期における ILLIQ を考慮することも合理的だと考えられるところ、私どもによる貴社株式取得終了直後 1 ヶ月間における ILLIQ は平均

---

[1] 単位金額当たりの取引で株価が動く感応度を計測しており、少ない取引額で株価が大きく変動するほど、すなわち ILLIQ の数値が大きいほど流動性が低下していることを示します。2002 年に Journal of Financial Markets に掲載された Amihud, Y による“Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects”の中で示された指標です。私どもの分析では、ILLIQ=日次株価騰落率の絶対値÷同日の売買代金(百万円)として算出しております。

0.22%となっており、やはり、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。また、上記のとおり、貴社株式の流動性を把握するにあたっては、大規模買付ルール導入前であり、かつ私どもが貴社株式の大半の取得を終了した直後の時期における売買代金を考慮することも合理的だと考えられるところ、大規模買付ルール導入直前 1 ヶ月間における ILLIQ は平均 0.07%となっており、やはり、貴社株式の流動性が低下したことを示しておりません。

このように ILLIQ の指標でみても、これまでの私どもによる貴社株式の取得の前後で貴社株式の流動性が低下したとはいえないと考えられます。

以上のとおり、私どもは、これまで貴社株式を議決権割合で約 27.7%取得しましたが、その前後において、貴社株式の流動性は低下しているとはいえず、このことから考えると、今後、議決権割合で最大でも約 5%の貴社株式を取得する可能性があるに過ぎない私どもの大規模買付行為が、貴社株式の流動性の低下を招くとはいえない（仮に流動性の低下を招く場合であっても軽微である）と考えております。

*市場の適正な株価形成機能に対する影響

上述のとおり、これまでの私どもによる貴社株式の取得の前後で貴社株式の流動性は低下していないことに鑑みれば、今後、議決権割合で最大でも約 5%の貴社株式を取得する可能性があるに過ぎない私どもの大規模買付行為が、貴社株式の流動性の低下を招くとはいえない（仮に流動性の低下を招く場合であっても軽微である）と考えられます。したがって、仮に流動性の低下により市場の適正な株価形成機能に重大な悪影響が生じることがあるとしても、私どもの大規模買付行為が、流動性の低下を通じて市場の適正な株価形成機能に重大な悪影響を与えることは到底ないと考えております。

また、貴社取締役会は、昨今、貴社株式の流動性が低下していると考え、問題視しているようですが、上記のとおり貴社株式の直近過去 1 ヶ月間の売買代金は 1 日平均 4,091,184 円であるところ、これは貴社株式が上場する JASDAQ 上場銘柄全 962 銘柄中 269 位に相当するものであり、売買代金の指標でみれば貴社株式の流動性は相対的に高い水準にあることに鑑みれば、万が一、私どもの大規模買付行為により貴社株式の流動性が低下したとしても、適正な株価形成機能に重大な悪影響が生じることはないものと考えられます。

なお、私どもとしては、適正な株価形成機能は不適切な情報開示や不適切な株式取引等が存在しない限り確保されるものだと考えております。すなわち、私どもは、虚偽の情報開示がなされている、風説の流布がなされている、相場操縦、仮装売買、見せ玉等が行われているなどの状態においては適正な株価形成機能が機能しないと考えますが、そういった行為は金融商品取引法等で禁止されていることからすれば、一般にもそのように考えられているものと思われます。

*株主利益に対する影響

まず、私どもは、平成 20 年 6 月 30 日付の企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」に示された、「『企業価値』とは、概念的には、『企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値』を想定するもの」であるとの考え方を前提に、「株主利益」とは、そのような企業価値のうち株主に帰属する部分だと考えておりますが、かかる考え方に基づけば、そもそも株式の流動性は株主利益に重大な影響を与えないものと考えられます。

他方、平成 24 年 1 月 25 日付貴社書簡 5. によれば、貴社取締役会は「株主利益」とは会社法上の貴社株主の利益を指すものとお考えのようですが、会社法上の株主の利益とはいわゆる自益権（剰余金配当請求権等直接的な経済的利益の享受を目的とする権利）及び共益権（議決権等会社経営への参画を目的とする権利）に伴う利益から成ると考えられるところ、このような株主利益についても、そもそも株式の流動性により影響を受けないものと考えられます。

そして、上記のとおり、私どもとしては、これまでの私どもによる貴社株式の取得の前後で貴社株式の流動性は低下していないと考えているため、今後、議決権割合で最大でも約 5%の貴社株式を取得する可能性があるに過ぎない私どもの大規模買付行為が、貴社株式の流動性の低下を招くとはいえない（仮に流動性の低下を招く場合であっても軽微である）と考えております。したがって、仮に貴社取締役会の考える「株主利益」が貴社株式の流動性の低下により影響を受け得るものだとしても、私どもの大規模買付行為が、株主利益に重大な悪影響を与えることは到底ないと考えております。

また、貴社取締役会は昨今の貴社株式の流動性について低下していると考え問題視しているようですが、上記のとおり貴社株式の直近 1 ヶ月間の売買代金は 1 日平均 4,091,184 円であるところ、これは貴社株式が上場する JASDAQ 上場銘柄全 962 銘柄中 269 位に相当するものであり、貴社株式の流動性は相対的に高い水準にあることに鑑みれば、万が一、私どもの大規模買付行為により貴社株式の流動性が低下したとしても、貴社の株主利益に重大な悪影響が生じることはないものと考えられます。

なお、私どもは、必要情報リストに対する回答において、「多くの貴社株主は流動性よりも配当利回り、将来性、安定性、業績等を重視しているものと考えられます(第 41 期年次報告書株主様アンケートの集計結果によると、貴社株式の保有理由について 43%が配当利回り、15%が将来性、10%が業績と回答しております。)。」と説明させていただきましたが、これに関して、貴社取締役会より、発行済株式総数の 4%（合計）の個人株主から受領したアンケート回答結果に基づくものであるとのご説明をいただいております。

この点、貴社においては、アンケートが実施された 2010 年 3 月当時、発行済株式総数の 55%程度を安定株主と考えられるクレディセゾン、セゾン情報システムズ社員持株会、株式会社インテリジェントウェイブ（株式持合先）、株式会社みずほ銀行（株式持合先[2]）及び

[2] 正確には、貴社が所有されているのは株式会社みずほフィナンシャル・グループの株式です。

株式会社三菱東京UFJ銀行（株式持合先[3]）が所有しており、さらに、当時私どもが13%程度の貴社株式を保有していたことを考慮すると、4%は決して軽視できる規模ではありません。また、安定株主及び私どもを除く貴社株主の大部分は個人株主であることに鑑みれば、このような個人株主からの回答はなおさら軽視できるものではありません。さらに、当該アンケートは全ての株主を対象として実施されたものであるところ、そもそもアンケートとは、全母集団のうちの一部の回答をもって全体の傾向を推し量ることを目的としており、通常の場合回答を行わなかった株主や潜在的な株主もアンケート結果と同様の傾向にあると推測されるものと考えられます。したがって、私どもは、このようなアンケート結果に基づき、貴社株主（少なくとも安定株主以外の株主）は、貴社株式の流動性よりも配当利回り、将来性、安定性、業績等を重視しているものと考えております。

(2)当社の株式の流動性が低下している状況において、ご回答のように3年8ヶ月間にわたり、エフィッシモグループが当社の株式を市場で売却することにより、当社の株式に係る株価は相当低下するとも考えられますが、かかる株価の下落による株主利益に与える影響についての考えをご教示ください。また、このような長期間にわたり、当社の株式を市場で売却することの実現可能性についてもご教示ください。（回答書第3(6)関連）

私どもは、貴社株式に対して長期投資することを基本としており、現時点で貴社株式を早期に処分することは想定しておらず、また、仮に、貴社株式の処分を行う場合でも、様々な処分方法が存在しており、いずれの処分方法を選択するにせよ私どもにとって経済合理性のない株価で貴社株式を処分することはなく、経済合理性のある株価で貴社株式を処分することが困難な場合には貴社株式の全部若しくは一部をECMが運用する他のファンド(新規に設定することになるファンドを含みます。）又はECM自身に売却することもあるという基本的な方針について、必要情報リストに対する回答において説明させていただいております。

それにもかかわらず、私どもが貴社株式を市場内で全て処分することを想定して複数の仮定をおいてまで詳細な説明を行ったのは、貴社取締役会から貴社株式を市場内で全て処分することを前提とした質問を受けたからに過ぎません。もちろん私どもとしても、株価が高騰し割高になるなど市場環境に応じて経済的に合理的な価格・方法で貴社株式を処分する可能性は否定しませんが、だからといって必ずしも所有する貴社株式の全てを市場内で一定期間内に処分することを想定しているわけではありません。

貴社取締役会は、重ねて貴社株式を市場内で全て処分することを前提とした質問を行っておられますが、これは私どもの基本的な方針を十分に考慮いただけていないためではないかと懸念しております。

貴社取締役会におかれましては、改めて、私どもの基本的な方針についてご理解いただ

[3] 正確には、貴社が所有されているのは株式会社三菱UFJフィナンシャル･グループの株式です。

きますようお願い申し上げます。

私どもの基本的な方針をご理解いただいているという前提で、貴社取締役会からの質問に対して以下のとおり回答いたします。

仮に、私どもが貴社株式の処分を行う場合でも、様々な処分方法が存在しており、いずれの処分方法を選択するにせよ私どもにとって経済合理性のない価格・方法で貴社株式を処分することはありません。したがって、そもそも貴社取締役会が想定されているような、私どもが貴社株式を市場で売却することにより貴社の株価が相当低下するという状況になることは想定しておりません。

また、貴社取締役会は、今回の大規模買付行為により貴社株式の流動性が低下し株価が下落することを前提としているようですが、株式の流動性や株価は企業の経営状況や株式市場の動向などに大きく左右され、将来の貴社株式の流動性や株価がどうなるかは不明です。

なお、私どもは、将来の状況によっては、株価を相当低下させることなく貴社株式を市場内で売却することについても実現可能性があると考えております。このことは、以下のオー・シー・エムー・オポチュニティーズ・ファンド・ファイブ・エルピー（以下「OCM」といいます。）による貴社株式の処分事例からも推察できます。

発行済株式総数の 9.22%以上の貴社株式を保有していた OCM は、2009 年 5 月 12 日、及び、それ以降数回にわたって、貴社株式の保有割合の減少に関する変更報告書を提出しているとおり、貴社株式の処分を継続しており、貴社株式の保有割合を大きく減少させております（0%にしている可能性も十分に考えられます。）。上記変更報告書の【当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況】に記載された取引を見る限り、これらは全て市場内取引であり市場外取引は一切含まれておらず、添付⑦のとおり、この間の売却株数は 1 日平均約 5,968 株、出来高に対する関与率にして平均約 38.2%にも達しております。それにもかかわらず、その間、貴社の株価が相当低下したという事実はなく、むしろ上昇しております。

なお、そもそも私どもの大規模買付行為は議決権割合で最大でも約 5%の貴社株式を取得するものであるところ、仮に将来私どもが大規模買付行為による取得分を売却するとしても、議決権割合で最大でも約 5%程度の売却にすぎないため、なおさら実現可能性は高まるものと考えられます。

また、貴社取締役会は、私どもが一定の投資利回りを期待されているファンドであることを前提として、長期間にわたり貴社株式を市場で売却することの実現性は低いと考えているとのことですが、上記第 2 (4)でご説明させていただいたとおり、Master Fund、EPL1、Feeder Fund1、Feeder Fund2 及び Feeder Fund3 は想定・期待投資利回りを設定しておりません。

(3)エフィッシモグループがこれまで行った日本国内の企業に対する投資において、20%以上の議決権割合となる株式を取得後、①当該株式を市場内で長期間をかけて処分した実績の有無、及び②当該株式について、「純投資」との保有目的を維持したまま全て処分した実績の有無についてご教示ください。また、ある場合は当該処分の概要（投資先の銘柄、取得及び処分した株式数、並びに取得及び処分に要した期間、処分期間中における株価の変動等）をご教示ください。(回答書第 3(6)関連)

私どもがこれまでに 20%以上の議決権割合となる株式を取得したことがあるのは、ダイワボウ情報システム、新立川航空機、セゾン情報システムズ、日産車体及びナイガイの 5 社です。このうち株式を処分したのはダイワボウ情報システム及び新立川航空機の 2 社のみで、いずれも第三者による公開買付けが実施されたことから、かかる公開買付けに私どもが応募することにより株式を処分したものです。そのため、20%以上の議決権割合となる株式を取得後、当該株式を市場内で長期間をかけて処分した実績はありません。

20%以上の議決権割合となる株式を取得後、当該株式について、「純投資」との保有目的を維持したまま全て処分した実績はあります。当該処分の概要は以下のとおりです。

*投資先の名称：	ダイワボウ情報システム
*取得及び処分した株式数：	8,292,000 株を取得及び処分しました（処分時における株券等保有割合 42.41%）。
*取得及び処分に要した期間：	2006 年 11 月から 2008 年 2 月まで取得を行い、2008 年 10 月 24 日に大和紡績による同社に対する公開買付けに応募することで全株式を処分しました。
*処分期間中における株価の変動：	公開買付けの買付価格は 2,400 円、公開買付けに応募した 2008 年 10 月 24 日の終値は 2,270 円、公開買付け終了後から最終上場日である 2009 年 2 月 23 日までの終値の平均は 2,720 円となっております。

(4)ECMが運用するファンドは、信託期間の設定がなく永続することが前提となっており、必ずしも株式を売却して投資回収を行う必要はないとのことですが、エフィッシモグループの新立川航空機及び立飛企業に対する投資期間は約5年、テクモに対する投資期間（投資開始時期から株式買取請求に係る仮払い金の受領までの期間）は約3年、学研に対する投資期間は約4年、ダイワボウ情報システムに対する投資期間は約2年と、エフィッシモグループの過去の投資案件においては、約5年以内に投資期間は終了しております（回答書第2冒頭及び(1)。）かかる一方で、エフィッシモグループが、当社の株式に対する具体的な投資回収期間を想定しておらず、10年や20年といった長期間の投資をも予定されているかのようなご回答については、やや奇異な印象を受けております。エフィッシモグループが具体的

に想定され ている当社の株式に対する投資回収期間について、改めてご教示ください。(回答書 第3(7)関連)

貴社取締役会は、私どもが、貴社株式に対する具体的な投資回収期間を想定しておらず、10年や20年といった長期間の投資をも予定していることに対して、やや奇異な印象を受けているとのことですが、私どもが貴社株式に対して10年や20年といった長期間の投資を行うことが経済的観点から極めて合理的であることについて以下のとおり説明いたします。

株価＝BPS（一株当たり純資産）×PBR として計算されますが、短期的な投資では、BPSはあまり変化しないものの PBR が変動することにより株価が変動し、結果として収益を得られるかどうかは不透明です。

しかし、長期的な投資では、黒字企業に対する投資であれば、BPS の増加による影響がPBRの変動による影響を上回ることによる株価の上昇が見込まれ、結果として収益を得られる可能性が高まります。そして、BPSの増加による影響がPBRの変動による影響を上回ることによる株価の上昇傾向は、投資期間が長期間であるほど、また、投資先企業の ROE が高いほど顕著に見られます。

2011年10月31日時点の貴社BPSは893円、PBRは1.16倍であり株価は1,040円となっておりますが、添付⑧では、この時点で貴社株式を取得し、その後貴社の ROE が 13.1%で推移するものとして、貴社株式に対する投資の収益率を計算しております。また、貴社株式の上場以来、直近までの期間（1993年11月5日から2012年1月31日まで）における貴社のPBRは、最小0.6倍、最大4.6倍、平均1.8倍となっていることから、将来の貴社のPBRを1.16倍、0.6倍、1.8倍又は4.6倍と想定しております。

すると、1年後に貴社のPBRが0.6倍になった場合、貴社の株価は582円、累積配当金は35円となり収益率は累積、年率ともに-40.7%となります。また、2年後においても貴社のPBRが0.6倍であった場合、貴社のBPSは1,052円まで上昇しているものの、貴社の株価は643円、累積配当金は76円となり収益率は累積-30.9%、年率-17.2%となります。さらに、4年後においても貴社のPBRが0.6倍であった場合、貴社のBPSは1,298円まで上昇しているものの、貴社の株価は794円、累積配当金は177円となり収益率は累積-6.6%、年率-1.8%と依然としてマイナスになっています。しかし、長期的な投資を想定して、10年後、20年後の収益率を計算すると、仮に貴社のPBRが0.6倍であったとしても、収益率は10年後で累積+92.5%、年率+7.9%、20 年後で累積+456.4%、年率+11.2%となり、長期間の投資を行うことが、多額の収益及び高い収益率に繋がることが分かります。

さらに、添付⑨では、ROE が市場平均並みの 5.1%[4]で推移する企業に、2012 年 1 月時点の市場平均 PBR0.95 倍で投資を行った場合の収益率についても併せて計算しております。その際、過去10年間の市場平均PBRが、最小0.8倍、最大2.4倍、平均1.5倍となっていることから、将来のPBRを0.95倍、0.8倍、1.5倍又は2.4倍と想定しております。

[4]東京証券取引所第一部全銘柄の ROE の過去 10 年間における平均値である 5.1%としました。

すると、ROE が 13.1%で推移するものとした貴社株式への投資と、市場平均並みの ROE で推移するものとして市場平均 PBR で評価される企業への投資を比較すると、短期的な投資では、貴社株式への投資の方が収益率が小さいことがあるものの、長期的な投資では、貴社の PBR 及び市場平均 PBR がいかなる場合であっても、貴社株式への投資の方が収益率が大きくなり[5]、市場平均との比較においても高い ROE が継続する企業には長期間の投資を予定することが合理的であることが分かります。

また、株式売買にはコスト（売買手数料、マーケットインパクト、投資銘柄選定に係るコストなど）が伴うことからも、これらコストを最小限にするためにも長期間の投資を予定することが合理的であることは明らかです。

このように、短期的な投資では PBR が変動することにより株価が変動し収益を得られないこともありますが、特に高い ROE が見込まれる企業に対する投資では、投資期間が長期間であればあるほど、絶対的にも相対的にも高い収益率を達成することに繋がるものと考えられます。

なお、私どもの運用するファンドは 2006 年 11 月に運用を開始しており、必要情報リストに対する回答を行うにあたり基準日とした 2011 年 10 月 31 日時点ではいまだ運用開始から 5 年が経過しておりませんでした。このため、当然ではございますが、投資期間が 5 年を経過した投資事例は存在しておりませんでした。しかし、例えば、投資金額で見た場合に私どもの最大の投資先である日産車体株式については、ファンド運用開始時に投資を開始して以来、これまで投資を継続しており、本日（2012 年 2 月 20 日）時点では投資期間が 5 年を超えております。

また、新立川航空機株式、立飛企業株式、ダイワボウ情報システム株式については、いずれも第三者が実施した公開買付けに（反対することなく）応募することにより、結果と

---

[5] 2 年後に貴社の PBR が 0.6 倍であった場合、貴社株式への投資の収益率は累積-30.9%であるところ、市場平均並みの 5.1%で ROE が推移する企業への投資の収益率は市場平均 PBR によって累積-6.3%から+173.3%と計算され、市場平均 PBR がいかなる場合であっても、貴社株式への投資による収益率は市場平均を下回ります。

10 年後に貴社の PBR が 0.6 倍であった場合、貴社株式への投資の収益率は累積+92.5%であるところ、市場平均並みの 5.1%で ROE が推移する企業への投資の収益率は市場平均 PBR が 0.8 倍、0.95 倍の場合は累積+40.2%、+62.6%となり、貴社株式への投資による収益率は市場平均を上回りますが、市場平均 PBR が 1.5 倍、2.4 倍の場合は累積+136.8%、+273.6%となり、貴社株式への投資による収益率は市場平均を下回ります。

20 年後に貴社の PBR が 0.6 倍であった場合、貴社株式への投資の収益率は累積+456.4%であるところ、市場平均並みの 5.1%で ROE が推移する企業への投資の収益率は市場平均 PBR によって累積+118.5%から+442.3%と計算され、市場平均 PBR がいかなる場合であっても、貴社株式への投資による収益率は市場平均を上回ります。

して投資回収に繋がったものの、元々は長期投資を予定していたものであり、具体的な投資回収期間を想定していたものではありません。テクモ株式、学研株式についても、必要情報リストに対する回答で説明させていただいたとおり、テクモ及び学研が行った再編が企業価値の毀損に繋がると判断されたことから、やむなく株式買取請求を行い投資回収に繋がったものであり、具体的な投資回収期間を想定していたものではありません。

改めて説明いたしますが、私どもは貴社株式に対して長期投資する予定であり、具体的な投資回収期間を想定しておりません。

(5)回答書添付⑤における当社の株式に関する想定投資利回りについて、平成27年3月期以降の営業利益は、ROEを13.1%、配当性向を30%と想定して算出した数値を 単純に毎年積算されているように見受けられますが、このような将来の営業利益の算出方法に合理性があると考える理由、及びエフィッシモグループが日本国内の企業に対して投資を行う場合に、回答書添付⑤と同様の算出方法による想定投資利回りに基づき投資の経済合理性を判断するのか否かをご教示ください。(回答書第 3(7)関連)

私どもは、貴社に関して、公表されている情報しか有しておりません。そこで、2012 年 3 月期の数値は業績予想、2013 年 3 月期及び 2014 年 3 月期の数値は中期経営計画に基づき算出しております。2015 年 3 月期以降の数値については、それ以前の数値を参考にして算出することとしましたが、ROE を想定する場合は、ROE が当期純利益を用いて算出される指標であることからも過去の比較的長期間にわたる数値を使用することが合理的であると考え、2015 年 3 月期以降の ROE は、2005 年 3 月期から 2014 年 3 月期までの 10 年間の平均 ROE に等しいものとし、2015 年 3 月期以降の ROE を 13.1%と想定しました。

この点、貴社は、2002 年 5 月には、2003 年 3 月期から 2005 年 3 月期の中期経営数値目標として 2005 年 3 月期の ROE を 2002 年 3 月期実績 ROE に等しい 13.6%としており、また、2004 年 5 月には、2005 年 3 月期から 2007 年 3 月期の中期目標として 2007 年 3 月期の ROE を 14.0%としておりました。

また、ROE については売上高純利益率（純利益/売上高）×総資産回転率（売上高/総資産）×財務レバレッジ（総資産/自己資本）に分解（デュポン分解）して分析することができますが、売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジについて、私どもは、将来の貴社の各数値が、貴社の過年度の数値と比較して大幅に変化することが合理的に見込まれる特段の情報を有しておりません。

私どもは、これらに鑑みて、貴社の 2015 年 3 月期以降の ROE を 13.1%と想定いたしました。そして、私どもは、このような ROE から機械的に算出された純利益に基づき営業利益を計算しております。

仮に、貴社取締役会が将来の営業利益について過大であると考えているとするならば、13.1%の ROE を達成することができる投資機会に投下されることが前提となる内部留保に

ついて、私どもは配当性向を 30%として算定しているのに対し、貴社取締役会は 13.1%の ROE を達成することができる投資機会がそこまで十分には存在していないと考えているなどの可能性があると考えられます。

なお、貴社取締役会において将来の ROE、配当性向等についてより合理的な想定をお持ちであり、それをお示しいただけるのであれば、私どもは、将来の ROE、配当性向等について貴社にお示しいただいた想定に基づき、私どもの想定を見直して算出した貴社株式に関する想定投資利回りを貴社取締役会に対してお示しします。

私どもは日本国内の企業に対して投資を行うにあたり ROE と PBR を重視しておりますが、各企業に対する投資の経済合理性を判断するにあたっては、市場動向、各企業の事業の成長性や安定性など定性的な評価を踏まえております。なお、必要情報リストに対する回答添付⑤は必要情報提出の一環として作成したものです。

(6)株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」といいます。）、DCF　法による当社の株式の株式価値算定にあたって前提とした当社の事業計画その他の資料、及びプルータスの株式価値算定書(添付資料を含みます。)の写しをご開示ください。また、類似会社比較法による当社の株式の株式価値算定にあたって類似会社として選択した会社の名称、当該会社のROE、EBITDA倍率、PER及びPBRをご教示ください。(回答書第 3(9)関連)

合理的な内容の秘密保持契約書締結後に貴社及び第三者委員会限りで、プルータスの株式価値算定書を開示させていただきます。類似会社比較法における類似会社の名称及び当該会社の EBITDA 倍率は株式価値算定書内で示されております。類似会社の ROE、PER 及び PBR については株式価値算定書内では示されていないところ、私どもがこれら指標の値を算定する必要性はないと考えておりますが、算定にあたっての前提条件をお示しいただければ、貴社取締役会のために算定することについて検討させていただきます。

(7)エフィッシモグループのこれまでの当社の株式の取得にあたっての1株あたりの平均コストは 728円とのことですが、貴社が平成23年3月22日に提出された訂正報告書によれば、保有株券等の数が4,409,700株、取得資金合計が4,950,361千円とさ れており、1株あたりの取得価格は約1,123円となり、大きく差異が生じます。ご回答頂いた平均コスト728円の算出方法及びその算出の基礎となる各数値（当社に対する投資開始以来の、日次での当社の株式の取得数、その取得価格及び取得方法を 含みます。）をご教示ください。(回答書第 3(10)関連)

私どもは、貴社株式の一部を制度信用取引により取得しておりました。制度信用取引は 6 ヶ月間を期限としており、期限到来時に信用取引を継続するためには、当初の信用取引による建玉を売却して新規に信用取引により買建てる（ロールオーバー取引を行う）必要が

あります。その際、新規に買建てる信用取引はその時点の時価に基づき約定します。

必要情報リストに対する回答第3(10)で開示した平均コスト728円は、ロールオーバー取引やファンド内で信用取引を現物取引とする又は現物取引を信用取引とするなどの理由で売買が行われた場合に、これら取引を計算対象から除外することで実質的な平均コストを算出したものです。

平均コスト728円の算出の基礎となる各数値については添付⑩をご覧ください。

なお、大量保有報告書の取得資金合計は、ロールオーバー取引やファンド内で信用取引を現物取引とする又は現物取引を信用取引とするなどの理由で売買が行われた場合に、これら取引を売買取引とした上で移動平均法により取得資金合計を算出しております。

第5. 大規模買付者が当社の経営に参画した後に想定している経営方針、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用策等

(1)エフィッシモグループが当社の株式のうち3,400,000株を信用取引保証金代用有価証券として立花証券に対して担保提供をしていることについて、当該担保提供に係る信用取引の内容及び条件（当該担保権の実行の要件、及び当該担保権が実行された場合の当社の株式についての取扱いを含みます。）等をご教示ください。(回答書第4(6)関連)

信用取引の内容及び条件については信用取引口座設定約諾書（添付⑪）及び東京証券取引所の定める受託契約準則（添付⑫）をご確認ください。

なお、代用有価証券であることに何らかの不都合がある場合、いつでも保護預かり有価証券に変更することが可能ですのでご教示ください。

以　上