

【表紙】

【提出書類】	公開買付届出書の訂正届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年10月1日
【届出者の氏名又は名称】	ECM マスター ファンド SPV 3 (ECM Master Fund SPV 3)
【届出者の住所又は所在地】	ケイマン諸島、グランド・ケイマンKY1-1111、クリケット・スクエア、ハッチンズ・ドライブ、私書箱2681、コンヤース・トラスト・カンパニー(ケイマン)リミテッド気付 (Conyers Trust Company (Cayman) Limited, Cricket Square, Hutchins Drive, PO Box 2681, Grand Cayman KY1-1111, Cayman Islands)
【最寄りの連絡場所】	該当事項ありません。
【電話番号】	該当事項ありません。
【事務連絡者氏名】	該当事項ありません。
【代理人の氏名又は名称】	弁護士 山田 洋平
【代理人の住所又は所在地】	東京都千代田区麹町4丁目1番地 麹町ダイヤモンドビル 桃尾・松尾・難波法律事務所
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区麹町4丁目1番地 麹町ダイヤモンドビル 桃尾・松尾・難波法律事務所
【電話番号】	(03)3288-2080 (公開買付けの応募手続等に関するお問い合わせは、公開買付代理人(立花証券株式会社：フリーコール((0120)192-460)にお願いします。)
【事務連絡者氏名】	弁護士 乙部 亮
【縦覧に供する場所】	株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「公開買付者」とは、ECM マスター ファンド SPV 3をいいます。
- (注2) 本書中の「対象者」とは、株式会社ソフト99コーポレーションをいいます。
- (注3) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注4) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注5) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、別段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注6) 本書において、「営業日」は、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日を意味します。
- (注7) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、日本の金融商品取引法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。

1 【公開買付届出書の訂正届出書の提出理由】

①対象者より、2025年9月16日付けで「ECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(留保)のお知らせ」と題するプレスリリースが公表され、また、同月18日付けで本公開買付けに関する意見表明報告書が関東財務局長に提出されたこと、②対象者より、2025年9月16日付けで「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ」と題するプレスリリースが公表され、また、同月17日付けで堯アセットマネジメント株式会社(以下「堯アセットマネジメント」といいます。))による対象者に対する公開買付け(以下「堯アセットマネジメント公開買付け」といいます。))に関する意見表明報告書の訂正報告書が関東財務局長に提出されたこと、③対象者より2025年9月17日付けで提出された堯アセットマネジメント公開買付けに関する意見表明報告書の訂正報告書を受けて、堯アセットマネジメントより、同日付けで堯アセットマネジメント公開買付けに関する公開買付届出書の訂正届出書が関東財務局長に提出されたこと、並びに④対象者より、2025年9月25日付けで「ECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(反対)のお知らせ」と題するプレスリリースが公表され、また、同月26日付けで本公開買付けに関する意見表明報告書の訂正報告書が関東財務局長に提出されたことに伴い、公開買付者が2025年9月16日付けで提出した公開買付届出書の一部に訂正すべき事項が生じたので、これを訂正するため、法第27条の8第2項の規定により、公開買付届出書の訂正届出書を提出するものであります。

2 【訂正事項】

第1 公開買付要項

3 買付け等の目的

- (1) 本公開買付けの概要
- (2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程
 - ② 本公開買付けの背景等
- (3) 本公開買付け後の株券等の保有方針等

3 【訂正前の内容及び訂正後の内容】

訂正箇所には下線を付しております。

第1 【公開買付要項】

3 【買付け等の目的】

(1) 本公開買付けの概要

(訂正前)

＜前略＞

なお、本公開買付けは対象者の非公開化を目的としておりませんので、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定しておりません。ただし、対象者からECMに対して、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数と設定していない本公開買付けについては強圧性の問題が解消されていないとの指摘があったことも踏まえ、公開買付者グループとしては、対象者の当該指摘は合理性を欠くものであると考えているものの、対象者の懸念に応えるべく、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討しております。詳細については、「(3) 本公開買付け後の株券等の保有方針等」をご参照ください。

＜中略＞

また、上述のとおり、本公開買付けは、対象者の中長期的な企業価値を向上させるため、本公開買付者グループが対象者に対する一定の影響力を確保することを目的の一つとするところ、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上であるか3分の2未満であるかを問わず、ECMは、対象者の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援させていただきたいと考えております。具体的には、本公開買付け後の具体的な経営方針については、ECMは、原則として対象者の業務執行に直接携わることなく対象者経営陣の意向を最大限尊重いたしますが、対象者のモニタリング機能を強化するため、本公開買付け後、対象者が指名委員会等設置会社へ移行すること、また、取締役会に占める独立社外取締役の割合を3分の2以上とすることを促す予定です(なお、公開買付者グループからは、対象者の取締役会への人員の派遣は予定しておりません。)。また、経営陣の企業価値及び株主価値とのアラインメントを強化するために、本公開買付け後、対象者経営陣の報酬設計をそれらと強くアラインしたものに改定することを促す予定です。

＜中略＞

上述のとおり、特別委員会の委員との面談は実現できず、また、対象者とも面談を実施できていない等の経緯を踏まえると、本公開買付けにおいて対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みについては明らかではありません。もっとも、堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が2025年9月19日で満了することから、ECMは、同月9日付けで、対象者に対して、本意向表明の内容が公表されないまま、対象者株主が少数株主の利益が保護されていない堯アセットマネジメント公開買付けに応募してしまうといった事態を避けるため、同月10日までに本意向表明の事実及び概要を公表することや、堯アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が延長されることにより、対象者株主が十分な情報を基に慎重に判断を行うことが可能な状況を作出するよう、対象者に求めましたが、対象者からかかる対応がなされなかったことから、本公開買付けを開始する前に堯アセットマネジメント公開買付けが終了してしまうことを避けるため、本公開買付けに対する対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが立たない状況であっても、同月16日をもって本公開買付けを開始することといたしました。なお、対象者との交渉経緯に関する詳細については、「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」「② 本公開買付けの背景等」をご参照下さい。

(訂正後)

<前略>

なお、本公開買付けは対象者の非公開化を目的としておりませんので、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定しておりません。ただし、対象者からECMに対して、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数と設定していない本公開買付けについては強圧性の問題が解消されていないとの指摘があったことも踏まえ、公開買付者グループとしては、対象者の当該指摘は合理性を欠くものであると考えているものの、対象者の懸念に応えるべく、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討しておりました。また、その後、対象者が本公開買付けの強圧性を理由の一つとして主張し、本公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループは、再度の公開買付けに対するコミットメントを高めるべく、本公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、上記のような再度の公開買付けを必ず実施することといたしました(注2)。詳細については、「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」「② 本公開買付けの背景等」及び「(3) 本公開買付け後の株券等の保有方針等」をご参照ください。

(注2) 多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、本公開買付価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあります。

<中略>

また、上述のとおり、本公開買付けは、対象者の中長期的な企業価値を向上させるため、本公開買付者グループが対象者に対する一定の影響力を確保することを目的の一つとするところ、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上であるか3分の2未満であるかを問わず、ECMは、対象者の中長期的な企業価値向上に最大限寄与すべく、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスを強化することを目指し、経営・管理体制の見直しを支援させていただきたいと考えております。具体的には、本公開買付け後の具体的な経営方針については、ECMは、原則として対象者の業務執行に直接携わることなく対象者経営陣の意向を最大限尊重いたしますが、対象者のモニタリング機能を強化するため、本公開買付け後、対象者が指名委員会等設置会社へ移行すること、また、取締役会に占める独立社外取締役の割合を3分の2以上とすることを促す予定です(なお、公開買付者グループからは、対象者の取締役会への人員の派遣は予定しておりません。)。また、経営陣の企業価値及び株主価値とのアラインメントを強化するために、本公開買付け後、対象者経営陣の報酬設計をそれらと強くアラインしたものに改定することを促す予定です。こうした取組みは、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の減少や早期かつ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切なKPIの設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善など、多方面から企業価値向上に資するものと考えられます。

<中略>

上述のとおり、特別委員会の委員との面談は実現できず、また、対象者とも面談を実施できていない等の経緯を踏まえると、本公開買付けにおいて対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みについては明らかではありませんでした。もっとも、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が2025年9月19日で満了するとされていたことから、ECMは、同月9日付けで、対象者に対して、本意向表明の内容が公表されないまま、対象者株主が少数株主の利益が保護されていない売アセットマネジメント公開買付けに応募してしまうといった事態を避けるため、同月10日までに本意向表明の事実及び概要を公表することや、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が延長されることにより、対象者株主が十分な情報を基に慎重に判断を行うことが可能な状況を作出するよう、対象者に求めましたが、対象者からかかる対応がなされなかったことから、本公開買付けを開始する前に売アセットマネジメント公開買付けが終了してしまうことを避けるため、本公開買付けに対する対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが立たない状況であったものの、同月16日をもって本公開買付けを開始することといたしました。なお、対象者との交渉経緯に関する詳細については、「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」「② 本公開買付けの背景等」をご参照下さい。

以上のように、公開買付者は、2025年9月16日より本公開買付けを開始いたしましたが、これに対して、対象者より、同日付けで「ECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(留保)のお知らせ」と題するプレスリリース(以下「意見表明留保プレスリリース」といいます。)が公表されるとともに、同月18日付けで本公開買付けに関する意見表明報告書(以下「9月18日付け意見表明報告書」といい、意見表明留保プレスリリースと総称して、以下「意見表明留保プレスリリース等」といいます。)が関東財務局長に提出されました。意見表明留保プレスリリース等によれば、対象者は、同月12日に本公開買付けが公表されたことを受けて、本公開買付けの内容を慎重に検討しているところであり、同月16日開催の対象者取締役会において、当該時点においては、本公開買付けに対する対象者の意見を留保することを決議したとのことです。

また、本公開買付けの開始を受け、対象者は、同月16日に「(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ」と題するプレスリリース(以下「売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリース」といいます。)を公表するとともに、同月17日に売アセットマネジメント公開買付けに関する意見表明報告書の訂正報告書(以下「売アセットマネジメント公開買付け訂正意見表明報告書」といい、売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリースと総称して、以下「売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリース等」といいます。)を関東財務局長に提出しました。売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリース等によれば、対象者は、同月16日開催の対象者取締役会において、売アセットマネジメント公開買付けに賛同する旨の意見は維持するものの、対象者の株主が売アセットマネジメント公開買付けに応募するか否かについては、対象者の株主の判断に委ねる旨の決議を行ったとのことです。

これを受け、売アセットマネジメントは同月17日付けで、売アセットマネジメント公開買付けに関する公開買付届出書の訂正届出書(以下「売アセットマネジメント公開買付け訂正届出書」といいます。)を関東財務局長に提出し、売アセットマネジメント公開買付けにおける公開買付期間を2025年10月2日まで延長し、公開買付期間を合計38営業日とすることとしたとのことです。

その後、対象者より、2025年9月25日付けで「ECM マスター ファンド SPV 3による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(反対)のお知らせ」と題するプレスリリース(以下「反対意見表明プレスリリース」といいます。)が公表されるとともに、同月26日付けで本公開買付けに関する意見表明報告書の訂正報告書(以下「9月26日付け訂正意見表明報告書」といい、反対意見表明プレスリリースと総称して、以下「反対意見表明プレスリリース等」といいます。)が関東財務局長に提出されました。反対意見表明プレスリリース等の内容の詳細及び、反対意見表明プレスリリース等に対する公開買付者グループの見解の詳細については「(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程」「② 本公開買付けの背景等」をご参照下さい。

(2) 本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程

② 本公開買付けの背景等

(訂正前)

<前略>

なお、上記の質問書及び回答書のやり取りに加え、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が2025年9月19日で満了する中、対象者から、本意向表明の公表等が行われない状況も踏まえ、ECMは、同月9日付けで、対象者に対して、本意向表明の内容が公表されないまま、対象者株主が少数株主の利益が保護されていない売アセットマネジメント公開買付けに応募してしまうといった事態を避けるため、同月10日までに本意向表明の事実及び概要を公表することや、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が延長されることにより、対象者株主が十分な情報を基に慎重に判断を行うことが可能な状況を作成するよう、対象者に求めましたが、対象者からかかる対応はなされませんでした。このため、上述のとおり、特別委員会の委員との面談は実現できず、また、対象者とも面談を実施できていない等の経緯を踏まえると、本公開買付けにおいて対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みについては明らかではないものの、本公開買付けを開始する前に売アセットマネジメント公開買付けが終了してしまうことを避けるため、本公開買付けに対する対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが立たない状況であっても、同月16日をもって本公開買付けを開始することいたしました。

(訂正後)

<前略>

なお、上記の質問書及び回答書のやり取りに加え、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が2025年9月19日で満了するとされていた中、対象者から、本意向表明の公表等が行われない状況も踏まえ、ECMは、同月9日付で、対象者に対して、本意向表明の内容が公表されないまま、対象者株主が少数株主の利益が保護されていない売アセットマネジメント公開買付けに応募してしまうといった事態を避けるため、同月10日までに本意向表明の事実及び概要を公表することや、売アセットマネジメント公開買付けの公開買付期間が延長されることにより、対象者株主が十分な情報を基に慎重に判断を行うことが可能な状況を作出するよう、対象者に求めましたが、対象者からかかる対応はなされませんでした。このため、上述のとおり、特別委員会の委員との面談は実現できず、また、対象者とも面談を実施できていない等の経緯を踏まえると、本公開買付けにおいて対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みについては明らかではなかったものの、本公開買付けを開始する前に売アセットマネジメント公開買付けが終了してしまうことを避けるため、本公開買付けに対する対象者取締役会の賛同・応募推奨を得られる見込みが立たない状況であっても、同月16日をもって本公開買付けを開始することといたしました。

以上のように、公開買付者は、2025年9月16日より本公開買付けを開始いたしましたが、これに対して、対象者より、同日付で意見表明留保プレスリリースが公表されるとともに、同月18日付で9月18日付意見表明報告書が関東財務局長に提出されました。意見表明留保プレスリリース等によれば、対象者は、同月12日に本公開買付けが公表されたことを受けて、本公開買付けの内容を慎重に検討しているところであり、同月16日開催の対象者取締役会において、当該時点においては、本公開買付けに対する対象者の意見を留保することを決議したとのことです。

また、本公開買付けの開始を受け、対象者は、同月16日に売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリースを公表するとともに、同月17日に売アセットマネジメント公開買付け訂正意見表明報告書を関東財務局長に提出しました。売アセットマネジメント公開買付け変更プレスリリース等によれば、対象者は、同月16日開催の対象者取締役会において、売アセットマネジメント公開買付けに賛同する旨の意見は維持するものの、対象者の株主が売アセットマネジメント公開買付けに応募するか否かについては、対象者の株主の判断に委ねる旨の決議を行ったとのことです。

これを受け、売アセットマネジメントは同月17日付で、売アセットマネジメント公開買付け訂正届出書を関東財務局長に提出し、売アセットマネジメント公開買付けにおける公開買付期間を2025年10月2日まで延長し、公開買付期間を合計38営業日とすることとしたとのことです。

その後、対象者より、2025年9月25日付で反対意見表明プレスリリースが公表されるとともに、同月26日付で9月26日付訂正意見表明報告書が関東財務局長に提出されました。反対意見表明プレスリリース等によれば、対象者取締役会は、大要、①売アセットマネジメント公開買付けに比して本公開買付けが対象者グループの企業価値向上に資するものとは認められないこと、②本公開買付けが成立した場合には田中秀明氏が対象者の経営から退く可能性が高いこと、③本公開買付けが対象者の一般株主にとって公正なものであると認められないことを理由に本公開買付けに反対の意見を表明することを決議したとのことです。上記の対象者取締役会決議の詳細については、反対意見表明プレスリリース等をご参照ください。

しかしながら、公開買付者が2025年9月12日に本公開買付けの開始を公表して以降、同月25日に反対意見表明プレスリリースが公表されるまでの間、法第27条の10第2項に基づく質問権の行使を含め、対象者からは、本公開買付けについて、公開買付者グループに対し何らの質問や対話の提案すらなされないまま、突如として反対意見表明プレスリリースが公表されました。このような対象者の特別委員会及び取締役会の姿勢からは、本公開買付けについて少数株主保護の観点から真摯に検討した証跡は全く見受けられません。

また、堯アセットマネジメント公開買付価格が、著しく割安であり、少数株主利益が保護されていない価格であるという点について、対象者の特別委員会及び取締役会は、いずれも何らの言及や評価も行っておりません。それにもかかわらず、本公開買付価格である4,100円を著しく下回る2,465円の公開買付価格を提示する堯アセットマネジメント公開買付けについて、株主共同の利益の確保の観点から本公開買付けより望ましいと判断されたことは明らかに不合理です。このような対応からも、何としてでも安価な公開買付価格による堯アセットマネジメント公開買付けを成立させたいという対象者の特別委員会及び取締役会の意図が感じられるところでありますが、対象者によるこのような判断は、これまで対象者の経営基盤を支えてきた少数株主に対して、敬意を払うこともなくその利益を蔑ろにするものであり、また本来果たすべき責任を放棄した対応であると言わざるを得ません。

公開買付者グループとしては、対象者が本公開買付けに反対する理由として挙げる上記①乃至③の3点は、以下のとおり、いずれも説得力を欠くものであり、本公開買付けに反対する根拠になっていないものと考え、2025年9月29日に「ECM マスターファンド SPV 3による株式会社ソフト99コーポレーションの普通株式に対する公開買付けについての同社の意見表明(反対)に対する弊社の考え」と題するプレスリリースを公表するとともに、同日、同リリースを対象者に送付しました。

- ・ 「①堯アセットマネジメント公開買付けに比して本公開買付けが対象者グループの企業価値向上に資するものとは認められないこと」について

対象者は、反対意見表明プレスリリース等において、本公開買付け成立後に公開買付者が実施を予定している各施策の内容は、対象者普通株式の上場維持を前提としたコーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化の観点からの施策に限定されており、これらの施策が、具体的にどのような形で対象者グループの企業価値の向上に結びつくのかは示されておらず、対象者の事業環境や対象者が直面している経営課題も踏まえると、堯アセットマネジメント公開買付けに比して、本公開買付けが対象者グループの企業価値向上に資するものとは認められないと主張しております。

しかしながら、そもそも、株式会社には「所有と経営の分離」という原則があり、所有者たる株主と業務執行を担う経営陣では役割や責任が異なります。そのような考え方に基づき、公開買付者グループは、コーポレート・ガバナンスを強化すべく指名や報酬に係る具体的な仕組みを提示し、適切な業務執行の監督体制を構築した上で、社外取締役による監督のもと経営陣に業務執行を委ねること、また、コンプライアンス強化や最適資本構成の追求を行うことで対象者の資本コストを大幅に引き下げることを目指し、それにより企業価値や株主価値の向上を図ることを対象者に対して説明してきました。こうした取組みは、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の減少や早期かつ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切なKPIの設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善など、多方面から企業価値向上に資するものと考えられます。

コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化が中長期的な企業価値の向上に資するという認識は、今や我が国資本市場において常識ともいえる共通認識ですが、公開買付者グループのこのような説明をご理解いただけなかったということであれば、それはとりもおさず対象者の取締役会がコーポレート・ガバナンスやコンプライアンスに対する基本的な知識・理解を欠いているか、あるいは不十分であることによるものと言わざるを得ません。

公開買付者グループとしては、コーポレート・ガバナンスの脆弱性こそが、対象者がこれまで企業価値や株主価値を向上させることができなかった真因であると考えておりますので、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化は、対象者の中長期的な企業価値の向上に大きく寄与するものと考えております。

・ 「②本公開買付けが成立した場合には田中秀明氏が対象者の経営から退く可能性が高いこと」について

対象者は、反対意見表明プレスリリース等において、対象者が堯アセットマネジメントから受けた説明によれば、田中秀明氏としては、本公開買付けの成立は、堯アセットマネジメント公開買付けにおける田中秀明氏の目指す経営の方向性やその施策に対して対象者株主からの信任を得られていないことを示すものであると理解しているため、本公開買付けが成立した場合には、対象者の経営から退く意向であるとのことであり、対象者グループの企業価値の源泉である田中秀明氏による経営への関与が失われた場合には、対象者グループの企業価値に重大な悪影響が生じる可能性が高いと考えられるところ、本公開買付けにおいて、田中秀明氏が対象者の経営から退き、従前の経営体制が維持できなくなった場合に、これに代わってどのような経営体制を構築するかについて、具体的な方針が示されていないと主張しております。

しかしながら、対象者においては、田中秀明氏が社長に就任して以来、一度もROEが株主資本コストを超過したことはなく、株価がPBR 1 倍を上回ったこともありません。このように、田中秀明氏が対象者の企業価値や株主価値を向上させることができなかったことは明かです。それにもかかわらず、対象者の特別委員会や取締役会が、田中秀明氏を対象者グループの「企業価値の源泉」などと評し、経営への関与が失われた場合には対象者グループの企業価値に重大な悪影響が生じるとすることは、客観的事実に照らして合理性を欠く評価であると言わざるを得ません。

また、田中秀明氏が退任した場合の経営体制に関して、対象者の取締役会は、平時より、そのような事態に対応できるよう、後継者計画の策定・運用を行う役割・責務を負っていると考えられます(注1)。加えて、そもそも、公開買付者グループは、田中秀明氏の退任意向について反対意見表明プレスリリースが公表されるまで対象者から一切知らされておらず、同リリースにおいて初めてその内容を認識するに至りました。そのような状況において、田中秀明氏退任後の経営体制について具体的な方針を策定すべき立場にある対象者の取締役会が、その役割・責務を放棄するかのように、田中秀明氏退任後の具体的な方針を示していないと公開買付者グループを非難することは著しく不当です(注2)。

さらに、田中秀明氏は、本公開買付けの成立は、堯アセットマネジメント公開買付けにおける自身の目指す経営の方向性やその施策に対して対象者株主からの信任を得られていないことを示すものであるとの理解を前提に、本公開買付けが成立した場合には退任する意向であるとのことですが、田中秀明氏に対する株主からの信任と本公開買付けの成否は無関係であり(注3)、田中秀明氏は、同氏自身が主導する堯アセットマネジメント公開買付けに対抗する本公開買付けを退ける手段として自身の退任を示唆し、一般株主の不安を煽ることで本公開買付けの成立を阻止しようとしているに過ぎないと考えられます。このような対応は、経営者として極めて不適切であり、株主を含むすべてのステークホルダーに対して本来果たすべき責任を放棄した対応と言わざるを得ません。

なお、公開買付者グループは、本公開買付けが成立した場合には、対象者に対して指名委員会等設置会社への移行を促すことを表明していますが、指名委員会等設置会社となれば、田中秀明氏に限らず、不測の事態により経営陣が退任することとなっても、指名委員会において適切なプロセスに従い、しかるべき後継者候補の選出がなされるものと考えております。

(注1) コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-1③では、「取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者(CEO)等の後継者計画(プランニング)の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。」とされています。

(注2) 対象者の取締役会は、田中秀明氏を企業価値の源泉と評価しており、同氏が経営から退くことが対象者グループの企業価値に重大な影響を与える可能性が高いと考えているのであれば、同氏から退任の意向を示された場合には、対象者グループの利益を守るため、同氏を慰留し、同氏の退任意向に理由がない旨について同氏を説得するなど、様々な検討や交渉を行うべきです。特に、田中秀明氏は堯アセットマネジメント公開買付けに直接の利害関係を有する者であり、同氏には、堯アセットマネジメント公開買付けを成立させ、本公開買付けを不成立に追いやろうとする強い動機が存在することを考えると、対象者の取締役会としては、対象者グループの利益を守るため、同氏から退任に係る意向が示された場合には、その動機を含めて慎重に検討を重ね、交渉を行う必要があると考えられます。しかしながら、本反対意見表明プレスリリース等においてそのような事情は一切開示されておらず、対象者取締役会は、田中秀明氏の意向をもって、漫然と本公開買付けへの反対理由として使用しているように見受けられます。

(注3) 売アセットマネジメント公開買付けにおける自身の目指す経営の方向性やその施策に対する株主からの信任の有無を判断するのであれば、本公開買付けではなく売アセットマネジメント公開買付けの成否により判断する方が合理的と考えられます。

・ 「③本公開買付けが対象者の一般株主にとって公正なものであると認められないこと」について

対象者は、反対意見表明プレスリリース等において、一般株主の立場からは、本公開買付けの成立後に本スクイズアウト手続が実施されず、少数株主として取り残されるおそれがあることにより、本公開買付けに応募させるような事実上の圧力が生じる可能性は否定できず、また、仮に対象者普通株式が上場廃止基準に抵触し上場廃止となった場合には、本公開買付けに応募しなかった一般株主は対象者普通株式を市場で売却する機会を失うことになるため、単に本スクイズアウト手続が実施されない可能性があるに留まらず、上場廃止の現実的なおそれを伴っているという点で、本公開買付けは一般株主に対して極めて強い強圧性を生じさせるおそれがあると主張しております。

公開買付者グループとしては、対象者の特別委員会及び取締役会は、何としてでも安価な公開買付価格による売アセットマネジメント公開買付けを成立させるとの目的の下、売アセットマネジメント公開買付価格である2,465円を著しく上回る、4,100円という本公開買付価格を提示する本公開買付けにつき、価格の妥当性の面では論難できないため、「強圧性」という用語を濫用しているのではないかと考えております。

本公開買付けが成立するためには、売アセットマネジメント及び公開買付者グループと利害関係を有さない対象者の株主が保有する対象者普通株式に係る議決権の個数の過半数に相当する株式数が応募される必要があり、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されています。また、公開買付者グループは、本公開買付け成立後には、対象者の企業価値や株主価値を毀損することがないよう、対象者経営陣と真摯に協力することを表明しております。さらに、公開買付者グループは、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討しておりましたが、反対意見表明プレスリリース等の内容も踏まえ、再度の公開買付けに対するコミットメントを高めるべく、本公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、上記のような再度の公開買付けを必ず実施することといたしました(注4)。このように、本公開買付けは、強圧性を最大限排除すべく、十分な措置を講じております。

対象者の特別委員会及び取締役会が、安価な公開買付価格を提示する売アセットマネジメント公開買付け(注5)を支持する一方、それよりも著しく高い本公開買付価格を提示する本公開買付けに対して、「極めて強い強圧性を生じさせるおそれ」があると断じて排除を試みることは、本来、少数株主利益を保護するための概念である「強圧性」という用語をいわば方便として濫用しているものと言わざるを得ません。

公開買付者グループは、上場廃止基準に抵触するおそれが生じた場合には、対象者の経営陣や創業家関係者と対話を行い、企業価値や株主価値を毀損することがないよう真摯に協力する旨を対象者に対して説明しております。公開買付者グループと同様に、対象者の経営陣や創業家関係者が、企業価値や株主価値を毀損することがないよう真摯に協力することを明らかにすれば、上場廃止に関する一般株主の懸念は十分に解消されと考えられるにもかかわらず、対象者の経営陣はこの点に関する態度を明らかにしておらず、公開買付者グループとしては、対象者の特別委員会及び取締役会は、本公開買付けに反対するために徒に上場廃止の不安を煽っているものと考えております。

なお、上記のとおり、公開買付者グループは、本公開買付けが成立したものの、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施いたしますが、万一対象者の経営陣や創業家関係者から真摯な協力が得られず、上場廃止のおそれが生じた場合であってもこのような方針に変わりはなく、公開買付者グループは、少数株主の利益を保護すべく、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、再度買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを行います。

(注4) 多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、本公開買付価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあります。

(注5) 売アセットマネジメント公開買付けは、そもそも構造的な利益相反関係が認められる取引であるにもかかわらず、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されておらず、そればかりか、公正性担保措置の要であり少数株主利益を第一に考える立場に立つべき対象者の特別委員会が適切に機能しているとは言い難い状況にあります。さらに、田中秀明氏の退任により企業価値に重大な悪影響が生じるなどといった理由で高い公開買付価格を提示する本公開買付けに反対するなどし、株式売却を望まない一般株主や、売アセットマネジメント公開買付価格に不満を有する一般株主に対しても安価な公開買付価格での退出を強制するものであり、売アセットマネジメント公開買付けこそが、強圧的であり公正性に疑義のある取引であると考えられます。

(3) 本公開買付け後の株券等の保有方針等

(訂正前)

<前略>

また、ECMは、本公開買付けの完了後、対象者の役職員について、解雇・人員削減等を行うことは考えておらず、従来の処遇を維持ないし改善すること、企業価値の増加から生じる利益を共有するインセンティブ報酬(株式の保有を含む)を積極的に付与することを促す予定です。

<中略>

なお、本公開買付けは対象者の非公開化を目的としていないため、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定していないことは上記のとおりです。もっとも、対象者からECMに対して、2025年9月1日付け質問書において、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数と設定していない本公開買付けについては強圧性の問題が生じ得るとの指摘があり、これに対してECMは、2025年9月5日付け回答書において、上述のとおり本公開買付けにおいては少数株主による判断機会が確保されていることも踏まえて強圧性の問題は生じないと考えている旨回答したものの、対象者からは、2025年9月9日付け質問書において、再度、強圧性の問題は解消されていない旨の指摘がありました。公開買付者グループとしては、対象者の当該指摘は合理性を欠くものであると考えているものの、対象者の懸念に應えるべく、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討しております。

<後略>

(訂正後)

<前略>

また、ECMは、本公開買付けの完了後、対象者の役職員について、解雇・人員削減等を行うことは考えておらず、従来の処遇を維持ないし改善すること、企業価値の増加から生じる利益を共有するインセンティブ報酬(株式の保有を含む)を積極的に付与することを促す予定です。

こうした取組みは、取締役会の監督機能の強化による経営陣の誤った経営判断の減少や早期かつ適時の経営戦略の見直し、中長期的な企業価値向上のための適切なKPIの設定、意思決定の透明性の確保や監査機能・内部統制の強化によるリスクの低下、資本配分に対する規律を通じた資本効率の改善など、多方面から企業価値向上に資するものと考えられます。公開買付者グループとしては、コーポレート・ガバナンスの脆弱性こそが、対象者がこれまで企業価値や株主価値を向上させることができなかった真因であると考えておりますので、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスの強化は、対象者の中長期的な企業価値の向上に大きく寄与するものと考えております。

<中略>

なお、本公開買付けは対象者の非公開化を目的としていないため、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限につき、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数とは設定していないことは上記のとおりです。もっとも、対象者からECMに対して、2025年9月1日付け質問書において、買付予定数の下限を公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上となる株式数と設定していない本公開買付けについては強圧性の問題が生じ得るとの指摘があり、これに対してECMは、2025年9月5日付け回答書において、上述のとおり本公開買付けにおいては少数株主による判断機会が確保されていることも踏まえて強圧性の問題は生じないと考えている旨回答したものの、対象者からは、2025年9月9日付け質問書において、再度、強圧性の問題は解消されていない旨の指摘がありました。公開買付者グループとしては、対象者の当該指摘は合理性を欠くものであると考えているものの、対象者の懸念に応えるべく、本公開買付け終了後に、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを再度実施することを検討しておりました。また、その後、対象者が、反対意見表明プレスリリース等において、本公開買付けの強圧性を理由の一つとして主張し、本公開買付けに対する反対意見を表明したことも踏まえ、公開買付者グループは、再度の公開買付けに対するコミットメントを高めるべく、本公開買付けが成立したものの、公開買付者グループの所有する対象者普通株式に係る議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2以上とならなかった場合には、上記のような再度の公開買付けを必ず実施することといたしました(注)。なお、このような方針は、万一本公開買付けの成立後に、対象者の経営陣や創業家関係者から真摯な協力が得られず、上場廃止のおそれが生じた場合であっても変わりはなく、公開買付者グループは、少数株主の利益を保護すべく、本公開買付価格と同一の価格を買付け等の価格として、再度買付予定数の上限及び下限を設定しない公開買付けを行います。

(注) 多額の配当や株式分割がされる等、調整を必要とする事象が生じた場合には、本公開買付価格と経済的に同等と評価される価格となるよう買付け等の価格を調整することがあります。

<後略>