

平成 27 年 3 月 5 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
 (J A S D A Q ・ 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

ECM マスター ファンド SPV 1 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

当社は、ECM マスターファンド SPV1 (以下「公開買付者」といいます。) による当社株式に対する公開買付け (以下「本公開買付け」といいます。) に対して、平成 27 年 2 月 20 日に開示いたしました「ECM マスター ファンド SPV 1 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」において、意見の表明を留保することを公表しておりましたが、本日開催の取締役会において、社外取締役 2 名を含む取締役の全員一致により、本公開買付けに対して反対の意見を表明し、株主の皆様の本公開買付けに応募しないよう推奨することを決議いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 公開買付者の概要

(1) 名 称	ECM マスター ファンド SPV 1	
(2) 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、コーダン・トラスト・カンパニー (ケイマン) リミテッド気付 (Codan Trust Company (Cayman) Limited, Cricket Square, Hutchins Drive, P0 Box 2681, Grand Cayman KY1-1111, Cayman Islands)	
(3) 代表者の役職・氏名	ディレクター 高坂 卓志	
(4) 事 業 内 容	当社の株券等を取得及び保有すること等	
(5) 資 本 金	2,000,000,000 円	
(6) 設 立 年 月 日	平成 26 年 12 月 31 日	
(7) 大 株 主 及 び 持 ち 株 比 率 (平成 27 年 2 月 10 日 現 在)	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 (Royal Bank of Canada Trust Company (Cayman) Limited) (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 (以下「エフィッシモ」	100.00%

		といます。)が運用するイーシーエム マスターファンドの受託者として株式を所有)	
(8) 上場会社と公開買付者との関係			
資 本 関 係		当社と公開買付者との間には、記載すべき資本関係はありません。なお、公開買付者の特別関係者であるエフィッシモは、当社の普通株式 100 株 (当社の発行済株式総数 (自己株式を除く。)) に対する所有割合は 0.00%) を所有しており、公開買付者の特別関係者であるロイヤル バンク オブ カナダ トラスト カンパニー (ケイマン) リミテッドは、当社の普通株式 4,488,800 株 (当社の発行済株式総数 (自己株式を除く。)) に対する所有割合は 27.71%) を所有しております。	
人 的 関 係		当社と公開買付者との間には、記載すべき人的関係はありません。また、当社又は当社の関係者若しくは関係会社と、公開買付者又は公開買付者の関係者若しくは関係会社との間には、特筆すべき人的関係はありません。	
取 引 関 係		当社と公開買付者との間には、記載すべき取引関係はありません。また、当社又は当社の関係者若しくは関係会社と、公開買付者又は公開買付者の関係者若しくは関係会社との間には、特筆すべき取引関係はありません。	
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況		公開買付者は、当社の関連当事者には該当しません。また、公開買付者の関係者及び関係会社は、当社の関連当事者には該当しません。	

注：公開買付者及びその関係者に関する情報は、公開買付者が平成 27 年 2 月 10 日付で提出した公開買付届出書に記載された情報によります。

2. 買付け等の価格

普通株式 1 株につき、金 1,700 円

3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 意見の内容

当社は、公開買付者により実施されている当社株式に対する本公開買付けに反対し、株主の皆様にも本公開買付けに応募しないよう推奨いたします。

株主の皆様におかれましては、くれぐれも本公開買付けに応じないようにしていただくとともに、既に本公開買付けに応募されてしまった株主様につきましては、速やかに公開買付けに係る契約を解除していただきますようお願い申し上げます。

(2) 意見の根拠

エフィッシモは、平成 23 年 9 月、主として市場内取引により、当社の議決権割合が最大 33%となる当社株式の買付けを行う可能性がある等として、平成 23 年 6 月 10 日開催の当社株主総会において承認された大規模買付ルール (以下「旧ルール」といいます。)に基づき、当社に対し、意向表明書 (以下「平成 23 年意向表明書」といいます。)を提出しました。これを受けて、当社は、旧ルールに従い、エフィッシモに対して必要情報の提出の要請等を行

ったほか、特別委員会に対する諮問を行った上で、特別委員会からの答申の内容を最大限尊重して、エフィッシモから提案を受けた大規模買付行為に反対し、これを中止することを求める議案を、平成 24 年 6 月 12 日開催の当社株主総会に付議いたしました。同議案は、エフィッシモ及び株式会社クレディセゾン（以下「クレディセゾン」といいます。）を除く出席株主のうち約 9 割の株主の賛成により可決されたため（以下「中止要請決議」といいます。）、当社は、旧ルール及び特別委員会の答申に従い、エフィッシモに対し、当該株主総会において確認された当社株主の意思を厳に尊重し、直ちに大規模買付行為を中止することを要請いたしました。

その後、旧ルールは、平成 26 年 6 月 12 日開催の当社株主総会の終結の時をもってその有効期間が満了したため、当社は、同株主総会において、エフィッシモ及びクレディセゾンを除く出席株主のうち 9 割超の株主の承認を得て、特別決議により定款の変更を行い、変更後の定款に基づき、旧ルールの内容を一部変更して大規模買付ルールを更新しております（以下、かかる更新後の大規模買付ルールを「大規模買付ルール」といいます。）。

今般、当社は、平成 27 年 2 月 6 日（金）、エフィッシモから、同月 9 日（月）に公開買付者が本公開買付けの開始を決定し、公表する旨の一方的な通告（以下「本通告」といいます。）を受けました。なお、公開買付届出書によれば、公開買付者は、本公開買付けによる当社の株券等を取得及び所有すること等を目的としてケイマン諸島法に基づき設立された会社であり、その投資権限及び投資対象の議決権行使に係る権限は、公開買付者とエフィッシモとの間の投資一任契約に基づきエフィッシモが有しているとのことです。また、本公開買付けは、857,028 株（当社の発行済株式総数（自己株式を除く。）の 5.29%）を買付予定数の上限に設定しています。

当社は、野村証券株式会社（以下「野村証券」といいます。）をフィナンシャル・アドバイザー、森・濱田松本法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任し、両者の助言を受けながら、本公開買付けに係る公開買付届出書、エフィッシモから本通告とともに平成 23 年にエフィッシモが当社に対して提出した必要情報の更新として受領した情報（以下、平成 23 年に提出を受けた必要情報と総称して「エフィッシモ提供情報」といいます。）及びその他の資料の分析・検討等を開始いたしました。

本公開買付けは、当社取締役会や大規模買付ルールに基づき設置された特別委員会に対し、本公開買付けに関する検討のための十分な時間が与えられないまま突然開始されたものであるため、当社は、平成 27 年 2 月 8 日（日）、エフィッシモとの間で面談を行い、本公開買付けを開始する場合は、大規模買付ルールを遵守し、当社取締役会や特別委員会による検討期間を確保することをエフィッシモに要請いたしました。しかしながら、エフィッシモは、当社の要請を拒絶し、平成 27 年 2 月 9 日（月）、公開買付者による本公開買付けの開始を決定し、公表いたしました。

大規模買付ルールにおいては、大規模買付行為に対する当社取締役会としての意見の取りまとめ等を行うに当たり、その判断の公正性を確保するために、特別委員会に対する諮問を行うものと定めていることから、当社取締役会は、特別委員会に対し、平成 27 年 2 月 12 日に本公開買付けに係る検討を行うことを要請するとともに、平成 27 年 2 月 20 日、大規模買付ルールに基づき、当社取締役会の本公開買付けに対する意見について諮問を行いました。

また、当社取締役会は、より慎重に本公開買付けに係る検討等を行い、当社取締役会としての意見を取りまとめるため、平成 27 年 2 月 20 日付で当社が提出した意見表明報告書において、公開買付者に対して質問を行いました。これに対し、公開買付者からは、平成 27 年 2 月 27 日、対質問回答報告書（以下「対質問回答報告書」といいます。）が提出されました。

当社においては、社外取締役及び社外監査役を含む取締役会を、平成 27 年 2 月 9 日、12 日、20 日、25 日及び 3 月 5 日の 5 回にわたって開催し、本公開買付けに関する情報収集及び審議・検討を行いました。

また、特別委員会は、本公開買付けの開始を受けて、平成 27 年 2 月 11 日に本公開買付けに関する検討を行ったほか、平成 27 年 2 月 12 日付の当社取締役会からの本公開買付けに係る検討を行うことの要請、及び平成 27 年 2 月 20 日付の当社取締役会からの当社取締役会の本公開買付けに対する意見についての諮問を受けて、平成 27 年 2 月 17 日、23 日、24 日、27 日及び 3 月 2 日に開催され、本公開買付け及び当社取締役会からの諮問事項に関する検討を重ねました。特別委員会は、当社並びに野村證券及び森・濱田松本法律事務所からの意見聴取を行ったほか、平成 27 年 2 月 24 日、エフィッシモ及びその代理人と直接面談を行い、エフィッシモから公開買付者の提案について直接説明を受け、質疑応答を行いました。また、特別委員会においては、日比谷パーク法律事務所の弁護士を補助者として利用するとともに、コーポレートファイナンス等を専門とする独立した大学教授から助言を受けております。

以上を踏まえ、特別委員会は、本日、当社取締役会からの諮問に対し、特別委員会委員の総意として、当社取締役会が本公開買付けに反対の意見を表明することは相当である旨の答申（その内容の詳細につきましては、別添の答申書をご参照ください。）を行いました。これを受け、当社は、本日開催の取締役会において、下記（3）「意見の理由」記載のとおり、本公開買付けに反対し、株主の皆様の本公開買付けに応募しないよう推奨する旨の意見を表明することを全員一致で決議いたしました。

（3）意見の理由

当社は、特別委員会による答申の内容を踏まえ、以下の理由から、本公開買付けは、当社の株主利益に反し、また、当社の企業価値・株主共同の利益に重大な悪影響を生じるおそれがあると判断し、本公開買付けに対して反対し、株主の皆様の本公開買付けに応募しないよう推奨することといたしました。

（一）当社の株主利益に反すること

（a）本公開買付けは当社の株主の意思に反するものであること

ア．本公開買付けは大規模買付ルールに定める手続に違反して行われていること

当社の大規模買付ルールは、平成 26 年 6 月 12 日開催の当社株主総会において、エフィッシモ及びクレディセゾンを除く出席株主のうち 9 割超の株主の承認を得て、特別決議により定款の変更を行い、かかる変更後の定款に基づき、旧ルールの内容を一部変更して適正に更新されており、旧ルールは、当該株主総会の終結時に有効期間の満了により失効しております。したがって、本公開買付けは、大規模買付ルールに定める「大規模買付行為」

に該当し、公開買付者には大規模買付ルールが適用され、公開買付者は、本公開買付けを実施するにあたり、大規模買付ルールに定める手続に従う必要があります。

この点、エフィッシモは、本公開買付けは、平成 23 年意向表明書から一貫した買増しであるから、更新後の大規模買付ルールに則った手続を履践する必要はないと主張しています。

しかしながら、平成 23 年意向表明書による買付提案は、その買付手法について、「主として市場内取引により」買付けを行うとし、また、買付価格を示さないものであるところ、市場外取引により行われ、買付価格を 1700 円と明示する本公開買付けとは、提案の内容が異なります。また、そもそも、平成 23 年意向表明書の提出後、本公開買付けの開始まで既に約 3 年 5 か月という長期間が経過していることからしても、本公開買付けが、平成 23 年意向表明書による買付提案と同一性を有するものとは認められません。

以上より、公開買付者が本公開買付けを実施するにあたっては、更新後の大規模買付ルールに従う必要があります。

しかるに、本公開買付けは、かかる大規模買付ルールに違反して強行されており、また平成 23 年意向表明書提出時にエフィッシモが当社に対して一定の買付提案を行うとともに、一定の情報提供を行っていた点を実質的に斟酌してもなお、当社取締役会及び特別委員会に対し、本公開買付けについて十分に検討する時間を与えないものです。また、大規模買付ルールは、「大規模買付者は、当社取締役会が大規模買付行為に対する対抗措置の発動を行わない旨の決議を行い、又は当社株主総会において大規模買付行為に対する対抗措置の発動に係る議案が否決されるまでの間、大規模買付ルールを開始することができない」とし、一定の場合には、大規模買付行為の開始に先立ち、大規模買付行為に関する当社株主の意思を確認することができるようにしているところ、本公開買付けは、かかる取締役会決議も株主総会決議も経ることなく開始され、また、下記イ. に記載のとおり、エフィッシモは株主総会の開催に必要な時間を確保するための公開買付期間の延長も拒否しています。これは、大規模買付ルールの規定に違反しているだけでなく、大規模買付行為に関する当社株主の意思を尊重しようとする当社取締役会の姿勢とも相反するものです。

このように、本公開買付けは、大規模買付ルールに定める手続に違反し、大規模買付行為を行う場合には大規模買付ルールに定める手続に従うべきであるという、当社の大多数の株主の意思に反するものです。

イ. 本公開買付けは株主の意思を無視ないし蔑ろにして行われていること

上記（２）「意見の根拠」記載の経緯のとおり、エフィッシモは、当社に対し、平成 23 年意向表明書を提出し、当社株式の大規模買付行為を提案していましたが、当該大規模買付行為については、平成 24 年 6 月 12 日開催の当社株主総会において、これに反対し、大規模買付行為を中止することを求める議案が、エフィッシモ及びクレディセゾンを除く出席株主の約 9 割の賛成により可決されております。

上記のとおり、本公開買付けは、エフィッシモが平成 23 年に提案した大規模買付行為とは異なり、中止要請決議は本公開買付けを直接の対象としたものではありません。当社は、平成 27 年 2 月 20 日付で提出した意見表明報告書において、本公開買付けの是非について株主総会に付議する場合に、公開買付者が当該株主総会の開催に協力する意向があるかどうか等について、公開買付者に対して質問を行ったところ、公開買付者からは、対質問回答報告書において、これを否定する趣旨の回答がなされており、エフィッシモに、株主総会の開催に協力する意向がないのは明らかです。一方で、エフィッシモが設定した本公開

買付けの公開買付期間では、その期間中に、当社が株主総会を開催して当社株主の意思を確認することは実務上困難であるため、当社といたしましては、本公開買付けの買付期間中に、本公開買付けの是非についての株主意思を改めて確認することを断念せざるを得ませんでした。

もともと、当社株主の圧倒的多数が、平成 24 年に当社がエフィッシモによる大規模買付行為の中止を要請する決議に賛成したこと、また、平成 26 年に当社の取締役会又は株主総会の判断を欠くなかでの大規模買付行為の開始を禁止することとした大規模買付ルール of 更新に賛成したこと等を踏まえれば、当社株主の大多数は、本公開買付けに対しても反対であると考えるのが合理的です。そうであるにもかかわらず、エフィッシモは、あえて当社取締役会において本公開買付けに対する当社株主の意思を確認することができないような態様で、本公開買付けに及んでおり、エフィッシモが、当社の株主の意思を無視ないし蔑ろにしていることは明白であると考えております。

以上のとおり、エフィッシモは、当社の株主の皆様の意思を無視ないし蔑ろにして、本公開買付けを強行しており、当社の株主の意思や利益を尊重する意思は何ら感じられません。

なお、エフィッシモは、公開買付届出書において、中止要請決議が行われた株主総会に係る株主総会参考書類その他の情報開示は、合理性のない偏向的な内容であって、株主を誤導するものであったと主張しておりますが、これは事実と反します。当社は、当該株主総会に係る招集通知に、エフィッシモが当社株主向けに作成した説明文を加筆・修正することなく掲載し、エフィッシモに対して株主総会当日において株主に対して直接説明の機会を与えたほか、エフィッシモから開示の要請を受けた、エフィッシモが当社に提出した大規模買付行為等に係る必要情報、エフィッシモの要請に対する当社や特別委員会の回答、エフィッシモの主張が記載されたエフィッシモ作成の書簡等を、合理的に可能な範囲でプレスリリース又は当社ホームページにおいて逐一開示するなど、適切かつ公正な情報開示を行っております。

また、公開買付者は、対質問回答報告書において、本公開買付けに応募するか否かの判断を通じて本公開買付けの是非について株主に判断する機会が提供されており、これにより株主意思を判断することができるという考えを示しておりますが、このような考えは、本件には妥当しません。すなわち、下記(c)記載のとおり、本公開買付けは強圧性のある買収提案であることから、当社の一般株主は、本公開買付けに反対であり、当社株式を継続的に保有したいという意思を有していたとしても、本公開買付けに応募することを事実上強いられることとなります。そのため、仮に当社株主により本公開買付けへの応募があったとしても、その応募は、エフィッシモによる本公開買付けの是非についての当該株主の公正な判断に基づく意思が表されているものということとはできず、上記のとおり、株主の意思を無視ないし蔑ろにして行われる本公開買付けは、当社の株主の利益に反するものです。

(b) 本公開買付けによる大量買付行為は、当社株式の流動性を低下させるとともに、マーケット・インパクトの上昇を招き、当社の株主利益を害するものであること

当社は、エフィッシモが平成 20 年 10 月 7 日付で提出した大量保有報告書においてエフィッシモによる当社株式の買占めを認識いたしました。エフィッシモは、市場内取引等

により急速に当社株式の買占めを進め、平成 24 年 11 月 20 日までの間に、株券等保有割合にして 27.71%に達する当社株式を取得しております。このような当社株式の買占めにより、当社株式の流動性は相当程度低下し、マーケット・インパクト（注）又はその変動幅が大きい状況にあり、既に、一般的に機関投資家等の投資対象となりにくい銘柄となっております。このような状況において、本公開買付けによる追加の買い増しが行われれば、一層、当社株式の流動性の低下とマーケット・インパクトの上昇を招き、当社株式の適正な株価形成機能が害されることが見込まれます。

また、当社株式の流動性の低下及びマーケット・インパクトの上昇が生じることにより、当社の株主において、自らの株式の売買自体により株価が変動し、希望する価格での売買を行えない等の取引コストの負担が増加する不利益が生じる可能性があります。

このように、本公開買付けによる当社株式の追加取得は、株式の流動性を低下させる可能性が高く、当社の株主利益を害するものです。

（注）マーケット・インパクトとは、「大口の取引を小さな価格変動で速やかに執行できるか」を評価する指標です。「出来高あたりの価格変動率」と定義され、値が小さいほど執行が容易であることを意味しております。

(c) 本公開買付けは強圧的買収であること

本公開買付けは、857,028 株（当社の発行済株式総数（自己株式を除く。）の 5.29%）を買付予定数の上限に設定しており、本公開買付けの後に当社株式を保有している株主に対して、本公開買付けに係る買付価格と同額により、当社株式を売却する機会を提供するものではありません。そのような中、当社の一般株主においては、本公開買付けにより、上記(b)記載のとおり当社株式の流動性が更に低下することによって当社株式の売買が困難となること、下記（二）記載のとおり本公開買付けにより当社の企業価値が毀損されるおそれがあること、当社株式の保有方針について純投資とするほか何ら明らかにしないエフィッシモが大量の当社株式を保有し、実質的に拒否権を有すること等によって当社の将来の経営及び事業に不透明性が生じること等について、強い不安を持つものと考えられます。特に、当社の発行済株式総数の約 46.84%はクレディセゾンが所有し、同じく約 27.71%はエフィッシモが所有しており、一般株主から見ても、当社の流動株式比率が低いことは明らかであり、そのよう中で本公開買付けを行うことには無視できない強圧性があります。

このような不安から、当社の一般株主は、本公開買付けには反対であっても、本公開買付けに応募することを事実上強いられることになると当社は考えます。そのため、本公開買付けは、このような状況に乗じて行われる強圧的買収であり、不公正なものです。

(二) 当社の企業価値を毀損するおそれがあること

(a) 本公開買付けは当社の経営・事業に対して悪影響を与えるものであること

当社は、全般的に成長が鈍化している IT 業界において、今後成長が見込まれるビジネスモデルは、単なるソフトウェア開発にとどまらず、クラウドサービスを初めとする継続的なサービスを顧客に提供し、また、これを可能にするための設備投資を積極的に行っていくものであると考えており、この設備投資先行型ビジネスモデルを実現し、強化していくことにより、企業価値の向上を目指すことを基本的な経営方針としております。当社は、

このような経営方針の下、企業価値の向上に資する設備投資や組織再編等の機会がある場合は、これを逃さずに実施していくことが求められるため、資本市場における資金調達を含む柔軟な資金調達的手段や当社株式を活用した組織再編等の可能性を確保しておくことが極めて重要であると考えております。

しかしながら、本公開買付けにより、エフィッシモが当社の株式の保有割合を高めることにより、当社株式の流動性が一層低下し、資本市場における資金調達や当社株式の他の取引市場への上場の可能性等に悪影響が生じる可能性があります。その結果、上場市場を活用した資金調達等を経営上の選択肢として検討することが困難となり、当社の企業価値向上に向けた施策の実施にも大きな悪影響を及ぼすことを懸念しております。また、当社は、下記(三)。(a)記載のとおり、エフィッシモは、過去多くの投資先に対して株式買取請求権を行使してきており、今後当社に対してもエフィッシモが株式買取請求権を行使する可能性があるという事実が、潜在的な取引当事者に委縮効果を生じさせ、当社を当事者とする組織再編等の実施に支障が生じる可能性があることを強く懸念しております。

また、エフィッシモが当社の議決権割合の33%もの株式を保有するに至ると、特別決議事項について事実上拒否権を有することとなり、大株主間の意見の対立やエフィッシモの反対等により、組織再編などの当社の企業価値を向上させる施策の効率的・機動的な実施が妨げられる可能性もあります。

なお、当社株主総会における過去の議決権行使状況からすると、当社の議決権割合の33%の株式を保有すれば、特別決議事項について事実上拒否権を有することは明らかであり、「総議決権の3分の1超の議決権の取得を意図していないことを明らかとするため」買付予定数の上限を33%にとどめたとするエフィッシモの説明は、詭弁に過ぎないことは明らかです。

(b) 本公開買付けは当社の従業員その他のステークホルダーとの関係に悪影響を与えるものであること

当社は、平成27年2月27日、セゾン情報システムズ労働組合より、本公開買付けについて当社の従業員に対して実施したヒアリング調査の結果の提供を受けました。同調査結果によれば、多くの従業員が、エフィッシモによる本公開買付けを通じた当社株式の買い増しにより、従業員の処遇や経営等への悪影響が生じないかについて不安を示しています。また、このような不安感から人材の流出等の懸念があることから、エフィッシモが大量の当社株式を保有している状況を早期に解決することを希望する声や、当社の経営陣に対する支持を表明する意見が挙がっております。

当社は、当社の事業の安定的な運営と拡大のためには、従業員が安心して業務を遂行でき、その能力を發揮できる環境を確保することが極めて重要と考えており、上記のような不安が従業員の間蔓延することによって、当社の事業運営上の重大な支障が生じることを強く懸念しております。また、当社は、上記のような不安から、優秀な人材が当社から流出したり、新規の採用活動に悪影響を生じさせる可能性があることを強く懸念しております。

さらに、当社は、従業員に当社の業績や株式価値向上のインセンティブを持たせることを目的として、従業員持株会の拡充を図る施策を実施しております。しかしながら、本公開買付けにより、当社株式の流動性がより一層低下すること等により、従業員持株会による当社株式の購入や、従業員による持株会を通じて取得した当社株式の売却が困難となることは、当該施策の実行に支障を及ぼすこととなります。

また、本公開買付けの開始後、複数の当社の取引先からも、エフィッシモが大量の当社株式を保有することによる当社の経営の安定性への影響や、当社との取引への影響等を懸念する声が寄せられるなど、本公開買付けによるエフィッシモの買い増しに対する危惧感が示されております。

このように、本公開買付けは、当社の企業価値を生み出す従業員その他のステークホルダーと当社の関係に悪影響を与え、当社の企業価値を毀損するおそれがあるものです。

(三) 当社の企業価値・株主共同の利益に悪影響を生じさせる投資回収行為が行われる可能性があること

(a) エフィッシモの過去の投資回収の多くは、公開買付けに際しての売却や株式買取請求によるものであること

エフィッシモは、投資先の発行済株式総数の15%以上を買付け、その後、実際に投資回収を行っている6件の投資案件（当社が認識しているものに限りです。）のうち、少なくとも5件について、投資開始後約1年から5年の期間内に、投資先の経営陣や大株主等により行われた公開買付けへの応募や、かかる公開買付けに際して行われた市場での売却、又は投資先の組織再編に反対して株式買取請求権を行使することで投資先に株式の買戻しを求める等の手法により、最終的には、投資先やその会社関係者等に対して持株を売却することで投資回収を行っております。

なお、特別委員会との面談において、エフィッシモは、半永久的な長期投資を投資方針としており、投資先の株式の処分による投資回収は基本的に想定していないと主張しておりますが、上記の過去の投資回収行動、及びいずれは投資回収を行うことが求められるはずの投資ファンドとしての属性等を勘案すると、当該主張は不合理であり、むしろ、いずれは当社株式を売却・処分することによる投資回収を見込んでおり、特に、公開買付けへの応募や株式買取請求権の行使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あることと当社は考えております。

(b) エフィッシモの行動・回答は不合理であること

本公開買付けは、当社株式の流動性の一層の低下及びマーケット・インパクトの一層の上昇を生じさせ、エフィッシモが自ら、当社株式の特に市場での大量売却を困難にする状況を創出する行為です。そもそも、投資ファンドの投資方法に関する一般的な分析結果等に照らしても、保有目的を純投資としながら、上場会社の株式を20%以上取得することは、純投資目的の投資ファンドの投資行動としては理解しがたいものです。

また、投資回収の方法について、エフィッシモは、エフィッシモ提供情報において、仮に投資回収を行う場合には33%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等と主張しておりますが、本公開買付けによる買い増しにより更に流動性が低下することが見込まれる当社株式について、このような市場内での売却を円滑に行うことの実現可能性は低いと見るのが合理的であり、また、そのような市場売却は、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到底説明が困難です。

(c) 合理的に予想されるエフィッシモによる投資回収方法は、当社の企業価値・株主共同の利益に悪影響を与えるおそれがあること

上記(a)及び(b)記載の各事情に加え、エフィッシモが、投資ファンドとして当社株式を売却・処分することにより効率的な投資回収を行うことを想定しているものと推察されること等からすれば、エフィッシモは、今後も引き続き当社や当社関係者にプレッシャーを与え続けることにより、最終的には、当社や当社関係者において株式の買取りを行わざるを得ない状況を創出し、当社又は当社関係者をしてかかる買取りの機会をエフィッシモに提供させることを狙いとした投資活動を行っている可能性があると考えられております。

大量の当社株式の買い占めは、エフィッシモ自身も市場における株式売却による投資回収の手段を事実上失うことになるにもかかわらず、エフィッシモがそれを行うことにより特別決議事項である組織再編等について事実上の拒否権を獲得しようとしていることは、当社や当社関係者に圧力をかけ、高値での当社株式の買取りの機会を事実上創出させることを目的としていることを推認させるものであり、エフィッシモが、平成24年11月から平成26年11月まで約2年間にわたって、当社に対し、訴えの利益のない中止要請決議の無効確認訴訟を継続したこと等も、同様の目的であると考えれば、エフィッシモの投資行動について合理的に理解することが可能となります。

なお、本公開買付けに際しては、エフィッシモより、当社や当社関係者に対し、株式買取りの要求等を行わない旨の誓約書が提出されておりますが、当該誓約書においては、株式買取請求権を行使する場合については、かかる誓約の対象から除かれることが明示的に記載されており、上記のように当社や当社関係者に圧力をかけて株式の買取りの機会を創出させる手法は何ら妨げられておりません。

仮に、当社がエフィッシモからエフィッシモが保有する当社株式の買戻しを行うのであれば、現預金を企業価値の向上に資する将来の投資資金に振り向けることができなくなり、他方、エフィッシモが市場に株式を大量に放出すれば、大幅な市場株価の下落を招くこととなるため、エフィッシモによる大量の当社株式の投資回収行為は、いずれにせよ、当社の企業価値・株主共同の利益に悪影響を生じさせるものといえます。

(四) 結論

上記のとおり、当社は、本公開買付けは、当社の株主利益に反し、また、当社の企業価値・株主共同の利益に重大な悪影響を生じるおそれがあると判断したため、本公開買付けに対して反対し、株主の皆様には本公開買付けに応募しないよう推奨することといたしました。

当社の株主の皆様にはおかれましては、当社の情報提供にご注意いただくとともに、くれぐれも本公開買付けには応じることのないようお願い申し上げます。また、仮に、既に本公開買付けに応募されてしまった株主様につきましては、速やかに公開買付けに係る契約を解除していただきますようお願い申し上げます。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

上場廃止の見込みはありません。

(5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

上記(2)に記載のとおり、当社取締役会は、大規模買付ルールに基づき、本公開買付けに対する当社取締役会としての意見の取りまとめ等を行うに当たり、その判断の公正性を確

保するために、特別委員会に対し、平成 27 年 2 月 12 日に本公開買付けに係る検討を行うことを要請し、更に、平成 27 年 2 月 20 日開催の取締役会において、当社取締役会の本公開買付けに対する意見について諮問を行うことを決議し、特別委員会に対して諮問を行いました。特別委員会は、本日、当社取締役会からの諮問に対し、特別委員会委員の総意として、当社取締役会が、本公開買付けに反対の意見を表明することは相当である旨の答申を行っております。当社は、特別委員会による答申を最大限尊重し、上記（3）に記載のとおり、当社取締役会としての意見を取りまとめ、本日開催の取締役会において、本書に記載のとおり本公開買付けに対する反対の意見表明を行うことを決議しております。当該取締役会においては、かかる意見表明を行うことにつき社外取締役 2 名を含む取締役の全員一致で承認可決がなされると共に、社外監査役 3 名全員が出席し、異議がない旨の意見を述べております。

4. 公開買付者と当社の株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

該当事項はありません。

5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

当社は、当社の企業価値・株主共同の利益に資さない当社株式の買収を行う者は、当社の財務及び事業の方針の決定に重大な影響を与える者として不適切であると考えており、このような者による当社株式の買収に対しては、当社の大規模買付ルールに従い対応してまいります。当社は、上記 3.「当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(3) 意見の理由」に記載のとおり、本公開買付けは、当社の株主利益に反し、当社の企業価値を毀損するおそれがある等と判断しておりますが、大規模買付ルールに定める新株予約権無償割当てが当社や当社の株主の皆様と与える影響その他諸般の事情を総合的に勘案し、少なくとも現時点においては、対抗措置としてかかる新株予約権無償割当ては行わず、公開買付者を含む大規模買付者グループに対して当社の大規模買付ルールの遵守を求めるとともに、公開買付者が本公開買付けにより（グループとして）28%の議決権割合を超えて当社の株式を取得した場合にはこれを売却等することにより、上記大規模買付者グループの議決権割合を 28%未満に維持するよう要請します。

7. 公開買付者に対する質問

平成 27 年 2 月 20 日付プレスリリース「ECM マスター ファンド SPV 1 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」第 8 項及び同プレスリリース別紙をご参照下さい。

8. 公開買付期間の延長請求

公開買付期間は、金融商品取引法施行令第 9 条の 3 第 6 項に規定される期間（30 営業日）であるため、金融商品取引法第 27 条の 10 第 2 項第 2 号に規定される延長請求はいたしません。

以 上

答 申 書

平成 27 年 3 月 5 日

株式会社セゾン情報システムズ 特別委員会

平成 27 年 3 月 5 日

株式会社セゾン情報システムズ 御中

答 申 書

株式会社セゾン情報システムズ 特別委員会

委員長 福島 洋尚

委 員 竹原 相光

委 員 松山 遙

第一 検討の概要

一 特別委員会に対する諮問に至る経緯

1. 大規模買付ルールの導入

株式会社セゾン情報システムズ（以下「貴社」という。）は、平成 22 年 12 月 27 日、貴社大規模買付ルール（買収防衛策）を導入し、同日、同ルールに基づき特別委員会（以下「当委員会」という。）を設置した。

その後、貴社は、平成 23 年 6 月 10 日開催の貴社第 42 期定時株主総会において、大規模買付ルールの更新について承認を受けた（添付資料 1, 2。以下「第一次大規模買付ルール」という。）。

2. エフィッシモ社による株式の買い増し

平成 20 年 10 月 7 日付 Effissimo Capital Management Pte Ltd（以下「エフィッシモ社」という¹。）の大量保有報告書によれば、エフィッシモ社は、貴社株式を 1,053,200 株（株券等保有割合 6.50%）取得し、それ以降、エフィッシモ社の提出した変更報告書によれば、エフィッシモ社の株券等保有割合は、第一次大規模買付ルール導入の直前である平成 22 年 12 月 17 日現在で 25.97%（同月 22 日提出の変更報告書）、平成 23 年 3 月 16 日現在で 27.21%（同日提出の変更報告書）となった。

3. 大規模買付ルールに基づくやりとり

平成 23 年 9 月 6 日、エフィッシモ社より、貴社に対し、第一次大規模買付ルールに基づく「大規模買付行為に関する意向表明書」（添付資料 3）（以下「平成 23 年意向表明書」という。）が提出された。なお、平成 23 年意向表明書においては、「当社は、今後の株式市場の動向等を勘案し、主として市場内取引により、当社の議決権割合が最大 33%となる貴社株式の買付けを行う可能性があります（具体的な買付けの時期・数量については未定です。）」と記載されていた。

これを受けて、貴社は、第一次大規模買付ルールに基づき、エフィッシモ社に対して必要情報の提供を要請し、エフィッシモ社から回答を受けた。

¹ 本書では、ロイヤルバンクオブカナダトラストカンパニー及び ECM マスター ファンドについて、エフィッシモ社と総称して、単に「エフィッシモ社」と表記することがある。

4. 第一次諮問

貴社取締役会は、平成 24 年 2 月 24 日開催の貴社取締役会において、下記の事項を当委員会に諮問することを決定した。

記

- ① 今般エフィッシモ社から提案を受けている大規模買付行為が、当社の企業価値又は株主共同の利益に対して与える影響
- ② 当社取締役会において、今般エフィッシモ社から提案を受けている大規模買付行為に反対し、これを中止することを求める議案を当社株主総会に上程することの是非

5. 第一次答申

当委員会は、上記諮問を受け、エフィッシモ社から提供を受けた情報の分析・検討を行い、上記諮問についての意見を取りまとめ、平成 24 年 5 月 15 日、貴社取締役会に対し、下記の結論の答申書（以下「平成 24 年答申書」という。）を提出した（添付資料 4）。

記

- ① 今般エフィッシモ社から提案を受けている大規模買付行為は、貴社の企業価値又は株主共同の利益に対して悪影響を与えるおそれがある。また、その悪影響は軽微でない可能性がある。
- ② 貴社取締役会において、エフィッシモ社から提案を受けている大規模買付行為に反対しこれを中止することを求める議案を貴社株主総会に上程し、株主の意思を確認することが相当である。

貴社において、かかる株主の意思を確認するに際し、エフィッシモ社に対し、大規模買付行為の概要及び実施理由について直接株主に対して説明するための機会を与えるとともに、エフィッシモ社及びクレディセゾン社を除く貴社株主において、その有する株式のうち過半数を有する株主がかかる議案に賛成した場合には、エフィッシモ社においては、かかる株主総会決議の結果を厳に尊重し、直ちに貴社株式の買い増しを中止するべきである。

6. 大規模買付行為の中止要請

貴社は、平成 24 年答申書を最大限尊重するとして、平成 24 年 6 月 12 日開催の貴社第 43 期定時株主総会において、エフィッシモ社から提案を受けている大規模買付行為に反対し、これを中止することを求める議案を上程した。

同総会では、上記議案につき、出席した株主の約 68.26%、エフィッシモ社及び株式会社クレディセゾンを除く出席株主の約 88.54%が賛成し、これを承認する旨の決議がされた。

そこで、貴社は、平成 24 年 6 月 12 日、エフィッシモ社に対し、貴社の株主の意思を厳に尊重し、直ちに大規模買付行為を中止するよう要請した（添付資料 5, 6）。

7. エフィッシモ社による訴訟提起

貴社は、平成 24 年 11 月 20 日付で、エフィッシモ社及びエフィッシモ社の運用するファンドの受託者とされるロイヤルバンク オブ カナダ トラスト カンパニー（ケイマン）リミテッドから、上記議案の決議の無効確認を求める訴訟を東京地方裁判所に提起された（添付資料 7）。

8. 大規模買付ルールの更新

貴社は、平成 26 年 6 月 12 日開催の貴社第 45 期定時株主総会において、貴社株主総会の決議により大規模買付ルールの導入・更新等を行うことができることを明確化するための定款一部変更議案及び大規模買付ルールの更新議案を上程した（添付資料 8）。

同総会では、上記定款一部変更議案につき、出席した株主の約 69.52%が賛成し、上記大規模買付ルール更新議案につき、出席した株主の約 69.09%が賛成して、これらの議案をいずれも承認する旨の決議がされた（添付資料 9）。

なお、更新された大規模買付ルール（以下「第二次大規模買付ルール」という。）は、概ね第一次大規模買付ルールと同様の内容であるが、(i)意向表明書の内容についての見直し、(ii)必要情報の内容の見直し及び必要情報リストの特別委員会への送付に関する手続の明確化、(iii)大規模買付行為の開始可能時期についての整理²、(iv)特別委員会によける検討・勧告等の手続等を詳細に記載することなどの変更がされている（添付資料 8）。

²「大規模買付者は、当社取締役会が大規模買付行為に対する対抗措置の発動を行わない旨の決議を行い、又は当社株主総会において大規模買付行為に対する対抗措置の発動に係る議案が否決されるまでの間、大規模買付行為を開始することができないものとします。」と整理されている（第二次大規模買付ルール 2.大規模買付ルールの内容(4)大規模買付行為の開始可能時期）。

9. エフィッシモ社による訴訟に対する却下判決の確定

東京地方裁判所は、平成 26 年 11 月 20 日、エフィッシモ社らによる上記訴訟について、訴えを却下する旨の判決を言い渡した（添付資料 10）。これに対し、両当事者からも控訴されなかったため、当該判決は平成 26 年 12 月 3 日をもって確定した。

10. エフィッシモ社による公開買付け

エフィッシモ社は、上記判決言渡しの後、貴社との間で、上記判決の意義についての意見交換を書簡により行った（添付資料 11, 12, 13, 14）。

その後、エフィッシモ社は、平成 27 年 2 月 6 日、貴社に対し、買付主体を ECM マスター ファンド SPV1, 開始日を同年 2 月 10 日とする貴社普通株式に対する公開買付けを実施する方向で検討中である旨を書簡にて通告するとともに（添付資料 15）、同書簡において、大規模買付ルールに基づく情報のアップデートとして平成 27 年 2 月 6 日付「提出済み必要情報の更新について」（添付資料 16）及び平成 27 年 2 月 6 日付「誓約書」（添付資料 17）を同封した。

そして、エフィッシモ社は、平成 27 年 2 月 8 日、貴社と面談を行った上で、同月 9 日、貴社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」又は「本大規模買付行為」という。）を開始する旨を公表し、同月 10 日、本公開買付けを開始した（添付資料 18）。

11. 第二次諮問

貴社取締役会は、大規模買付ルールに従い、平成 27 年 2 月 12 日、当委員会に対し、本公開買付けに係る検討を行うことを要請し、同年 2 月 20 日、本公開買付けに対する意見について、貴社取締役会として同時点において本公開買付けに対して反対する旨の意見及び理由が添付された諮問書をもって、当委員会に諮問した（添付資料 19）。

二 当委員会の構成

当委員会の構成は以下のとおりである。

委員長	福島 洋尚（早稲田大学大学院法務研究科教授）
委員	竹原 相光（公認会計士）
委員	松山 遙（弁護士）

なお、当委員会の補助者として、以下の者が参加している。

補助者 小川 直樹（弁護士）

三 当委員会における検討

当委員会は、貴社がエフィッシモ社から本公開買付けについての通知を受けて以降、合計 7 回開催された（開催状況の詳細については、別紙 1 を参照のこと。）。そのうち、平成 27 年 2 月 24 日にエフィッシモ社との面談（以下「2 月 24 日面談」という。）³、同年 3 月 2 日に外部有識者（コーポレート・ファイナンスを専門とする大学教授）との面談⁴をそれぞれ実施した。

なお、答申内容の実質的な検討・形成等を行うに際し、当委員会の判断等に貴社経営陣の影響が及んでいるのではないかという疑義を可能な限り回避するための措置として、第 2 回～第 5 回特別委員会それぞれの後半及び第 7 回特別委員会においては、貴社フィナンシャル・アドバイザーである野村証券株式会社（以下「野村証券」という。）、貴社リーガルアドバイザーである森・濱田松本法律事務所及び当委員会事務局の同席を認めずに、当委員会委員及び当委員会補助者だけで開催した。

第二 答申の結論

貴社取締役会が、本公開買付けに反対の意見を表明することは相当である。

第三 理由

一 本公開買付けは第二次大規模買付ルールの定める手続を遵守していないこと

エフィッシモ社は、自ら及びその運営するファンドを通じて、現時点において、その議決権割合が約 27.71%となる貴社株式を保有しているところ、平成 27 年 2 月 10 日、貴社普通株式を対象とし、その買付後の所有割合が 33%となるように買付予定数の上限を

³ エフィッシモ社との面談においては、当委員会委員、当委員会補助者、エフィッシモ社のほか、エフィッシモ社のリーガルアドバイザー及び当委員会事務局が出席しているが、エフィッシモ社のリーガルアドバイザーの同席はエフィッシモ社の希望に沿ったものであり、また記録係としての当委員会事務局の同席は面談冒頭に希望があれば退席させる旨を伝えた上でのことである。

⁴ 外部有識者との面談後半においても、議論の実質を確保するため、貴社のアドバイザー（森・濱田松本法律事務所及び野村証券）は退席し、当委員会委員及び当委員会補助者と外部有識者の間で、質疑、意見交換を実施した。なお、記録係として当委員会事務局の同席を認めている。

設定した本公開買付けを開始した。

このように、本公開買付けはエフィッシモ社を含む株主グループの議決権割合を 28% 以上とすることを目的としているから、第二次大規模買付ルールが対象としている「大規模買付行為」に該当する。

この点に関して、エフィッシモ社は、本公開買付けの開始に当たり第二次大規模買付ルールに定める手続を遵守しない理由について、公開買付届出書の中で「本公開買付けは上記のとおり本意向表明書の提出から一貫して表明してきた純投資目的での対象者普通株式の（議決権割合で最大 33%までの）買増しであって、対象者はこれに対して本中止要請行為という対応をとったものである以上、その後に更新された本買収防衛策に則った手続を履践する必要はないと考えている」（公開買付届出書 5 頁）と説明している。

しかしながら、平成 23 年意向表明書による買付提案と本公開買付けは、平成 23 年意向表明書では買付価格を示さないで「主として市場内取引により」買付けを行う旨が記載されているのに対し、本公開買付けは買付価格を 1700 円と明示して市場外取引で行われるものであって、買付手法及び買付価格の点で異なっている。

そもそも大規模買付ルールの趣旨・目的は、大規模買付行為が行われる際に、貴社取締役会が代替案を提案したり、株主がかかる大規模買付行為に応じるべきか否かを判断するために必要な情報や時間を確保したりすることにあると解されているところ、このように買付手法及び買付価格の点で異なる大規模買付行為が開始された場合には、貴社取締役会及び貴社株主としては、新たな条件を踏まえた上で当該大規模買付行為（本公開買付け）が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に反するかどうかを検討し、これに対する意見あるいは応募するかどうかを判断する必要がある。特に、貴社株主にとっては、本公開買付けにおける買付価格が現時点の市場価格に一定のプレミアムを加算されている一方で、買付予定数の上限（857,028 株）が設定されていることを踏まえ、本公開買付けが当社の企業価値に及ぼす影響のみならず、自らの経済的利益に及ぼす影響についても、慎重な検討・判断を迫られているというべきである。

加えて、平成 23 年意向表明書の提出から本公開買付けまでに約 3 年 5 ヶ月という長期間が経過しており、上場企業である貴社の株主（クレディセゾン及びエフィッシモ社を除く。）は相当程度変動しているであろうことを勘案するならば、平成 23 年意向表明書による買付提案の当時にエフィッシモ社から提出された必要情報を開示しているからといって、現在の貴社株主に対してエフィッシモ社の大規模買付行為に応じるべきか否かを判断するために必要な情報が十分に提供されているとは認められない。また、仮に貴

社取締役会にとって十分な検討時間が確保されていたといえたとしても、現在の貴社株主にとって検討時間が十分であったと評価することもできない（付言すれば、当委員会に対しても十分な検討時間が与えられていたとは言い難い。）。

以上の点を考慮するならば、たとえ平成 23 年意向表明書による買付提案と本公開買付けとは、「純投資目的での対象者普通株式の（議決権割合で最大 33%までの）買増し」という点で一貫しているとしても、上記大規模買付ルールの趣旨に照らし、本公開買付けを平成 23 年意向表明書による買付提案から続く一連の買付行為であるとみなすことは困難である。

したがって、エフィッシモ社による本公開買付けは、平成 23 年意向表明書による買付提案とは別の新たな大規模買付行為として、第二次大規模買付ルールに定める手続に従うべきである。

二 本公開買付けは適切な株主意思確認手続とは認められないこと

1. はじめに

エフィッシモ社による本公開買付けは、平成 23 年意向表明書による買付提案とは別の新たな大規模買付行為として、第二次大規模買付ルールに定める手続に従うべきであるにもかかわらず、これに遵守していない。

しかしながら、本公開買付けは金商法の定める公開買付手続には従っており、平成 27 年 2 月 10 日には公開買付届出書が提出されている。また、エフィッシモ社は、本公開買付の開始に先立ち、平成 27 年 2 月 6 日、貴社に対し、「貴社株式に関する公開買付けについてのご連絡」を送付して本公開買付けの実施という判断に至った理由を説明しているほか、誓約書及び「提出済み必要情報の更新について」を提出し、貴社取締役会に対して本公開買付けに関する検討・判断を行うために必要な情報を提供しようという姿勢を示している。さらに、本公開買付けの公開買付期間は 30 営業日とされているところ、エフィッシモ社の説明によれば、貴社の株主に本件公開買付けへの応募を検討・判断するための十分な期間を確保するため、法令上の最短期間よりも 10 営業日多く設定したということである。

加えて、本公開買付けは、前述したとおり、大規模買付ルールの趣旨に照らして平成 23 年意向表明書による買付行為とは別個の新たな大規模買付行為とみなすべきではあるものの、貴社とエフィッシモ社との関係性に着目すれば、平成 23 年意向表明書に

よる買付行為から続く一連の買付行為であると考え得る側面があることも否定できない。実際、従前の経緯によれば、エフィッシモ社は、平成 23 年意向表明書を提出した後、第一次大規模買付ルールに従って必要情報を提出していたが、平成 24 年 6 月の貴社株主総会において中止要請の決議がされたため、当該決議の無効確認訴訟を提起する一方で貴社株式の買付行為を中止し、平成 26 年 11 月 20 日に当該無効確認訴訟に対する却下判決が出されたことを受けて、本公開買付けを開始したという一連の流れが認められる。

以上の点を勘案するならば、本公開買付けについては、新たな大規模買付行為であるとみなすべきであるとしても、それが直ちに第二次大規模買付ルールに定める手続を一から全てやり直さなければならないということにはならず、第二次大規模買付ルールにおける手続には一定の柔軟な運用が求められることになる。

大規模買付ルールは、金商法の定める公開買付手続だけでは検討のための情報や時間の確保が不十分となったり、強圧性が生じて適切な判断ができない状況となる場合に備えて、各社の株主の判断に基づき導入されるものである以上、今回のエフィッシモ社による新たな大規模買付行為の是非について、貴社取締役会及び貴社株主のいずれも金商法の定める公開買付手続の枠組みの中で十分に検討・判断できるということであれば、第二次大規模買付ルールを遵守していないというだけでは本公開買付けに反対する理由として不十分であろうという見方もあり得る。

そこで、以下では、エフィッシモ社による新たな大規模買付行為（本公開買付け）について、金商法の定める公開買付手続に従っていることをもって、第二次大規模買付ルールの求める要請を満たしているかどうか、とりわけ貴社株主において適切な検討・判断を行うための手続が尽くされていると言えるかどうかを検証することとする。

2. 本公開買付けが貴社の企業価値・株主共同の利益に与える影響

金商法の定める公開買付手続に従っていることをもって第二次大規模買付ルールの求める要請を満たしているかどうかを検討する前提として、まず、本公開買付けが貴社の企業価値・株主共同の利益に与える影響について検討する。

結論として、この点に関する当委員会の見解は平成 24 年答申書に記載したとおりであり、平成 23 年意向表明書による買付行為の後、本公開買付けに至るまでの経緯等を勘案しても、特に変更はない。詳細は後記(1)及び(2)のとおりである。

(1) 本公開買付け自体による影響

当委員会は、平成 24 年答申書において、平成 23 年意向表明書による買付行為自体の影響として、①エフィッシモ社の投資の性格、②貴社の経営や事業に対する影響、③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、④従業員に対する影響、⑤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、を検証した。

上記のうち、①から③については、本答申に当たり貴社担当者から受けた説明並びにエフィッシモ社から提出された「提出済み必要情報の更新について」及び面談時の説明を踏まえても、従前の状況から特に変更点は認められない。

また、④については、本答申に当たり新たに貴社従業員に対するヒアリング調査を実施したが、その結果を踏まえても、特に変更点は認められない。

さらに、⑤については、本答申に当たり、新たに貴社のフィナンシャル・アドバイザーとして選任された野村証券より、平成 27（2015）年 1 月末時点の貴社のマーケット・インパクト及び固定株主による更なる株式取得が行われた場合の貴社の流動性変化シミュレーションについて説明を受け、当該説明について、コーポレート・ファイナンスを専門とする外部有識者とも意見交換を行った。その結果、少なくとも、平成 24 年答申書において指摘した貴社株式の流動性やマーケット・インパクト等に係る問題は依然として解消されていないことが確認された。

(2) エフィッシモ社による投資回収行為による影響

当委員会は、平成 24 年答申書において、平成 23 年意向表明書による買付行為に附随する投資回収行為が貴社の企業価値・株主共同の利益に与える影響をも考慮する必要があると考え、①エフィッシモ社の投資回収行為、②上場株式の大量保有者による一般的な投資回収行為、③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、を検証した。

これらの点については、本答申に当たりエフィッシモ社から提出された「提出済み必要情報の更新について」及び面談時の説明を踏まえても、特に変更点は認められない。

エフィッシモ社による貴社株式の更なる取得は、一般的には、貴社株式の流動性をますます低下させ、マーケット・インパクトを上昇させることにより、貴社株式の大量売却を困難にする状況を自ら創出する行為である。また、保有目的を純投資としながら上場会社の株式を最大 33%まで買い上がることで、しかもプレミアムを乗

せた買取価格で買増しを行うことというのは、投資ファンドによる投資方法として一見不自然であると言わざるを得ない。加えて、エフィッシモ社は、平成 23 年意向表明書による買付行為に対して貴社株主総会による中止要請決議を受けているのであり、かかる経緯があるにもかかわらず、あえて貴社株式を買い上がろうとするのは極めて不自然である。

そこで、当委員会においては、エフィッシモ社との面談の中で、同社がこのように不自然・不合理な投資行動を採ろうとする理由について、繰り返し質問を行ったが、合理的に納得できる回答は得られなかった。

3. 公開買付けという手法の適切性

以上のとおり、当委員会としては、エフィッシモ社による本公開買付けは、貴社の企業価値・株主共同の利益に対して悪影響を与えるおそれがあり、その悪影響は軽微ではない可能性があるから、適切な株主意思確認手続を経た上で進められるべきであるとする。

これに対し、今回の大規模買付行為（本公開買付け）は公開買付という手法を採用しており、対象者である貴社株主に対し、本公開買付けに応募するか否かの判断を通じて大規模買付行為（本公開買付け）の是非を判断する機会を提供しているから、適切な株主意思確認手続を経たものと評価できるのではないかと考えられる。実際、エフィッシモ社は、平成 27 年 2 月 27 日に提出した「対質問回答報告書」の中で、本公開買付けは直裁的かつ適切に株主の意思を確認するものであると主張している。

確かに一般論としては、公開買付手続は、株主に対して必要な情報を提供し、検討のための時間を確保した上で行われる手続であり、当該公開買付けに応募するかどうかの判断を通じて、公開買付者が当該株式を大量に買い付けることの是非に関する株主の意思が表明されるという側面があることは事実である。

しかし、本公開買付けは、857,028 株（当社の発行済株式総数（自己株式を除く。）の 5.29%）という買付予定数の上限が設定されており、本公開買付けの後には相当数（クレディセゾンが応募しないとして約 20%）の貴社株主が少数株主として残されるところ、次に述べるとおり、それらの少数株主は極めて不安定な立場に置かれることが予想される。

まず、上場会社における一般的な議決権行使比率に照らせば、エフィッシモ社が議決権割合の 33%を保有することによって事実上株主総会における拒否権を有するに至

ることは明らかであり、それによって、貴社の将来の経営及び事業の不透明性が増すこともまた明らかである。この点、当委員会は、エフィッシモ社に対し、2月24日面談において、事実上株主総会における拒否権を有することになる点について質問したが、そもそも一般的な議決権行使比率に照らせば議決権割合の33%を保有することによって事実上株主総会における拒否権を有するという事自体の認識の共有がなされず、形式的かつ不合理な回答に終始された。

また、本公開買付けは、既にクレディセゾンが約46.84%、エフィッシモ社が約27.71%を保有しているためにほとんど流動性が認められない貴社株式に対し、857,028株（当社の発行済株式総数（自己株式を除く。）の5.29%）を買付予定数の上限に設定した上で実施されるものであり、本公開買付けが実施された後の貴社株式の流動性が低下し、マーケット・インパクト等の無視できない問題が生じることは、上記のとおりである。

そうだとすれば、クレディセゾン又は貴社とエフィッシモ社の対立等により貴社の経営・事業に悪影響が生じるリスクや、貴社株式の流動性の低下やマーケット・インパクト等の問題が解消されていないこと等を勘案し、仮にエフィッシモ社による買増しが望ましくないと考えたとしても、本公開買付けに応募しなかった場合の不利益に鑑みて、本公開買付けに応募せざるを得ないと考える可能性、すなわち、ある種の強圧性が存在することは否定できない。

したがって、当委員会としては、本公開買付けは、その買付後の議決権割合が33%となるように買付予定数の上限を設定した部分的公開買付けであり、かつ、買付後の貴社株式の流動性が極めて低くなることが確実な状況であるという特殊な事情があるため、ある種の強圧性が働いていると言わざるを得ず、エフィッシモ社による本大規模買付行為の是非について株主の意思を確認する方法として適切であるとは認められないと考える。

4. 小括

以上のとおり、当委員会としては、エフィッシモ社による本公開買付けは、貴社の企業価値・株主共同の利益に対して悪影響を与えるおそれがあり、その悪影響は軽微ではない可能性があるから、適切な株主意思確認手続を経た上で進められるべきであるところ、本公開買付けは、金商法の定める公開買付手続に従っているものの、それだけでは貴社株主がエフィッシモ社の大規模買付行為の是非を検討・判断を行うための適切な手続が尽くされているとは認められないと考える。

三 結論

以上の次第で、当委員会としては、貴社取締役会が本公開買付けに反対の意見を表明することは相当であると考えます。

以上

第二次諮問に関する特別委員会の開催状況

- 第 1 回特別委員会
平成 27 年 2 月 11 日 エフィッシモ社及び貴社間の状況の報告等
- 第 2 回特別委員会
平成 27 年 2 月 17 日 本公開買付けに対する貴社の対応のスケジュール等についてヒアリング、
エフィッシモ社公開買付届出書等に関する検討等
- 第 3 回特別委員会
平成 27 年 2 月 23 日 第二次諮問書別紙の「反対意見表明の骨子」の内容についてヒアリング、
エフィッシモ社との面談に際しての質問事項の検討等
- 第 4 回特別委員会
平成 27 年 2 月 24 日 エフィッシモ社との面談、/面談内容、答申内容骨子の検討等
- 第 5 回特別委員会
平成 27 年 2 月 27 日 貴社の検討状況の聴取、答申内容の骨子の検討等
- 第 6 回特別委員会
平成 27 年 3 月 2 日 外部有識者との面談
- 第 7 回特別委員会 (第 6 回特別委員会終了後、別途開催)
平成 27 年 3 月 2 日 答申内容の検討・確認等