

【表紙】

【提出書類】 意見表明報告書の訂正報告書

【提出先】 関東財務局長

【提出日】 平成24年12月3日

【報告者の名称】 株式会社アコーディア・ゴルフ

【報告者の所在地】 東京都渋谷区渋谷二丁目15番1号 渋谷クロスタワー

【最寄りの連絡場所】 東京都港区南青山三丁目3番3号 リビエラ南青山ビル

【電話番号】 03 - 6688 - 1500 (代表)

【事務連絡者氏名】 取締役常務執行役員 鈴木 隆 文

【縦覧に供する場所】 株式会社アコーディア・ゴルフ
(東京都渋谷区渋谷二丁目15番1号 渋谷クロスタワー)

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)

1 【意見表明報告書の訂正報告書の提出理由】

当社は、平成24年11月30日付で提出いたしました意見表明報告書の記載事項に、訂正すべき事項の変更が生じたので、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。）第27条の10第8項において準用する第27条の8第2項の規定により、意見表明報告書の訂正報告書を提出するものであります。

2 【訂正事項】

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

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。また、3「当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の訂正後の内容に関して、添付別紙をご参照ください。

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

< 訂正前 >

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、PGMホールディングス株式会社（以下「公開買付者」といいます。）により開始された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。）について、現時点においては、本公開買付けに対する意見の表明を留保いたします。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

当社は、以下のとおり、本公開買付けが開始されて以降、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、本年11月30日開催の取締役会において、現時点においては、本公開買付けに対する当社の意見の表明を留保することを決議いたしました。

本公開買付けは、当社に対して何らの事前の連絡もないまま、一方的に開始されたものです。

当社は、本公開買付けが公表された後直ちに、外部のアドバイザー等の助言・協力を受けながら、本公開買付けやその代替案に関する情報収集や検討等を開始しておりますが、本公開買付けに対する賛否を判断するためには、もうしばらく、様々な関連情報を収集した上で、当社の株主の利益を最大化するための方策等について、慎重に検討する必要があると考えております。

従って、当社は、現時点では、本公開買付けに対する意見の表明を留保し、引き続き検討を行った上で、株主の皆様への意見の表明を行うべきであるとの考えに至りました。

なお、当社取締役会は、当社の株主の最善の利益という観点から、引き続き、本公開買付けやその代替案に関して情報収集、検討等を行い、速やかに、当社取締役会としての株主の皆様への意見の表明をさせていただく予定です。

株主の皆様におかれましては、当社が行う予定の再度の意見表明及び当社から開示される情報に引き続きご留意いただき、慎重に行動していただきますよう、お願い申し上げます。

< 訂正後 >

当社は、PGMホールディングス株式会社により開始された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。）に反対いたします。

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募されることの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の皆様につきましては、速やかに本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。

本公開買付けに関する当社の意見の内容、根拠及び理由の詳細については、添付別紙をご参照ください。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

< 訂正前 >

前記3(1)のとおり、当社は、現時点においては、本公開買付けに対する当社の意見の表明を留保しているため、対応方針についても現時点では未定です。

< 訂正後 >

提出日現在、該当事項はありません。

本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

株式会社アコーディア・ゴルフ（以下「当社」といいます。）は、PGMホールディングス株式会社（以下「公開買付者」といいます。）により開始された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。）に反対いたします。

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募されることの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の皆様につきましては、速やかに本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) 本公開買付けに関する意見の根拠

当社は、平成24年11月16日付で当社に対して何ら事前の連絡もないまま一方的に本公開買付けが開始された後、速やかに、当社の財務アドバイザーである大和証券株式会社（以下「大和証券」といいます。）及び法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの助言及び協力を得ながら、当社の株主の皆様の最善の利益の実現という観点から、本公開買付けに係る公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）や本公開買付けに関する情報、当社の企業価値及び株式価値に関する情報その他の情報を収集・分析するとともに、当社の株主の皆様の最善の利益を実現する選択肢等について真摯に検討を行いました。また、本公開買付けの買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）については、大和証券より助言を得ました。

当社においては、取締役の過半数（5名）が独立した社外取締役であり、また監査役全員（4名）が独立した社外監査役から占められているところ、これらの社外取締役及び社外監査役を含む取締役会を、平成24年11月19日、26日、28日、29日、30日及び12月3日に開催し、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、平成24年11月26日開催の取締役会において、当社の社外取締役及び社外監査役の全員を委員とする独立委員会を設置し、当社の業務執行取締役を含む取締役会とは別に、独立委員会においても、同年11月28日、29日、30日及び12月3日において、本公開買付けに関する検討を重ねました。独立委員会においては、同年11月29日に、公開買付者の代表者及びその代理人との間で直接面談を行い、公開買付者の提案について直接説明を受けるとともに、質疑応答を行いました。

以上を踏まえ、独立委員会は、平成24年12月3日、当社取締役会に対し、独立委員会委員の総意として、本公開買付けに反対するべきである旨の答申を行いました。これを受け、当社は、平成24年12月3日開催の取締役会において、下記(3)「本公開買付けに関する意見の理由」記載のとおり、本公開買付けは、当社の株主の皆様のご最善の利益に資さないばかりか、当社の株主の皆様のご利益を侵害するおそれが大きいため、本公開買付けに対して反対し、当社の株主の皆様には本公開買付けに応募されないようお願いする旨等の意見を表明することを全員一致で決議いたしました。

当社は、公開買付者との間での経営統合（以下「本経営統合」といいます。）については、その内容・条件等が当社の株主の皆様のご最善の利益に資するものであれば、考え得る事業戦略の選択肢の一つとして検討を行うことを否定するものではありませんが、本経営統合の実施の是非や対価等は、本公開買付けにより当社の経営陣に公開買付者の影響力が及ぶ特別の資本関係、すなわち利益相反構造が創出された後に決定されるべきものではなく、独立当事者としての当社と公開買付者との間の協議交渉により決定されるべきものであると考えております。

(3) 本公開買付けに関する意見の理由

当社は、本公開買付けに対する賛否を判断するに際し、当社の株主の皆様のご最善の利益を実現するための方策、本公開買付価格の水準、本公開買付けの目的、及び本公開買付けの仕組み（条件）等について、真摯に検討を行いました。

その結果、当社として、

当社の収益力は公開買付者のそれよりもはるかに優れており、提出日現在の状況下では、株主の皆様のご最善の利益を実現するための方策は、平成24年12月3日付で当社が公表した中期経営計画（Accordia Vision 2016）（以下「新中期経営計画」といいます。）を実行することにある（**当社の新中期経営計画の優位性**）、
本公開買付価格は、当社の企業価値に照らして不十分である（**公開買付価格の不十分性**）、
本経営統合の実施の是非、その条件や統合後の事業運営方針等については、独立当事者としての当社と公開買付者との間の協議交渉により決定されるべきものである。これに対し、本公開買付けの目的は、公開買付者において、当社株式の部分買付けを実施し、当社の取締役に公開買付者が圧力を行使できる特別の資本関係を構築してから、その利益相反構造の下で当社と本経営統合の協議を進めることにあり、本公開買付け後の本経営統合の実施の是非や対価等の判断に関し、当社の株主の皆様のご利益が不当に害される深刻なおそれがあるという点において、極めて不公正なものである（**目的の不当性 利益相反構造の意図的な創出**）、

本公開買付けは、本公開買付け後の本経営統合の統合比率などの具体的な条件を明らかにせず、デューディリジェンスの結果等により、本経営統合に際して当社の株主の皆様に対して交付される対価が本公開買付け価格よりも低くなる可能性を暗示するなど、極めて不公正な強圧的買収手法を採用したものである（**方法の不当性 極めて不公正な強圧的買収手法の採用**）

と考えること等の理由から、当社としては、本公開買付けは、当社の株主の皆様の最善の利益に資さないばかりか、当社の株主の皆様の利益を侵害するおそれが大きいため、本公開買付けに対して反対し、当社の株主の皆様には本公開買付けに応募されないようお願いすることといたしました。

当社は、公開買付者との間の本経営統合については、その内容・条件等によっては、考え得る事業戦略の選択肢の一つとして検討を行うことを否定するものではありませんが、仮に本経営統合を実施するとしても、その内容・条件等は、現在の当社の経営力（収益力）が公開買付者の経営力（収益力）よりもはるかに優れていること等を適切に反映するとともに、当社の株主の皆様には、本経営統合によらない場合に実現されうる株式価値を超える価値をもたらすものでなければならぬと考えております。

（一）当社の新中期経営計画の優位性

（a）当社の経営力（収益力）は、公開買付者の経営力（収益力）よりもはるかに優れていること

当社と公開買付者は、同じくゴルフ場運営事業を営み、かつ、同水準の企業規模を有しているため、同じような範疇で捉えられがちです。

しかしながら、当社と公開買付者の資産や負債といった企業規模は、下記のとおり概ね同等であるものの、当社の収益規模は、下記の各収益指標における実績及び予想値の比較から明らかのように、公開買付者の収益規模を大きく上回っております。

記

(企業規模)

	当社	公開買付者	当社 / 公開買付者
総資産	2,599億円	2,699億円	約1.0倍
他人資本	1,289億円	1,381億円	約0.9倍
純有利子負債	1,016億円	873億円	約1.2倍
自己資本	907億円	808億円	約1.1倍
保有コース数	134コース	124コース	約1.1倍

(注)上記表中の当社に関する記載については、当社が平成24年10月31日に公表した「平成25年3月期 第2四半期決算短信」に基づきます。また、公開買付者に関する記載は、公開買付者が平成24年11月8日に公表した「平成24年12月期 第3四半期決算短信」及び「2012年度 第3四半期財務・業績概要」に基づきます。

(収益規模)

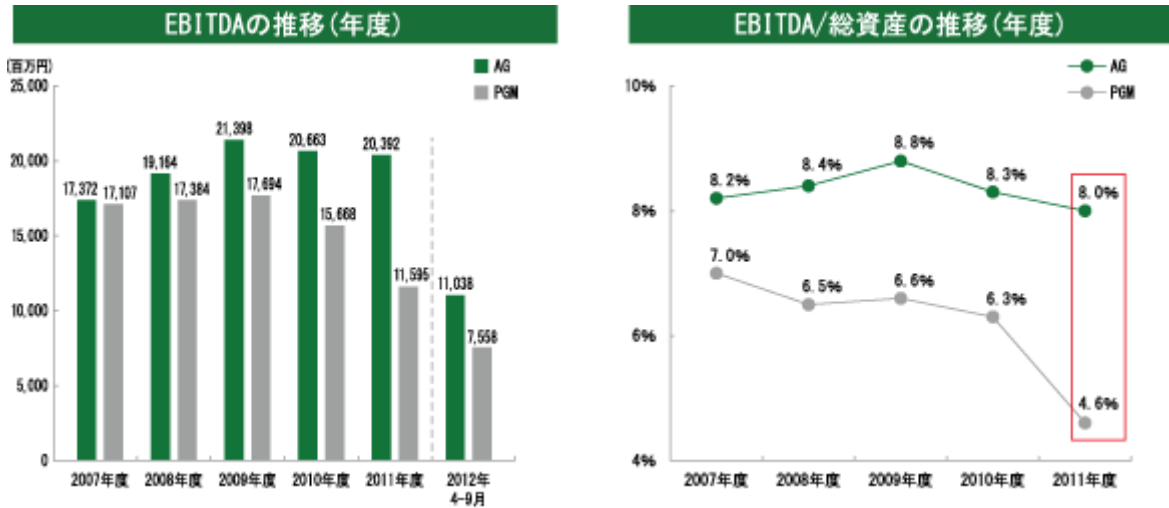
	当社	公開買付者	当社 / 公開買付者
営業収益	実績 868億円 予想 908億円	実績 708億円 予想 763億円	実績 約1.2倍 予想 約1.2倍
EBITDA (償却前営業利益)	実績 204億円 予想 225億円	実績 124億円 予想 160億円	実績 約1.7倍 予想 約1.4倍
営業利益	実績 126億円 予想 145億円	実績 72億円 予想 103億円	実績 約1.8倍 予想 約1.4倍
経常利益	実績 107億円 予想 112億円	実績 49億円 予想 80億円	実績 約2.2倍 予想 約1.4倍
当期純利益	実績 113億円 予想 54億円	実績 23億円 予想 40億円	実績 約1.9倍 予想 約1.4倍

(注)上記表中の当社に関する実績数値については、当社が平成24年6月29日付で提出した有価証券報告書に記載された数値を、予想数値については、当社が平成24年10月31日に公表した「平成25年3月期 第2四半期決算短信」に記載された平成25年3月期の連結業績予想の数値を、それぞれ用いております。また、公開買付者に関する実績数値については、公開買付者が平成24年3月28日付で提出した有価証券報告書に記載された数値を、予想数値については、公開買付者が平成24年11月8日に公表した「平成24年12月期 第3四半期決算短信」に記載された平成24年12月期の連結業績予想の数値を、それぞれ用いております。

このとおり、当社と公開買付者は、概ね同等の企業規模を有しているものの、当社の収益規模は、営業収益、EBITDA、営業利益、経常利益及び当期純利益の各指標について、公開買付者を大きく上回っております。

さらに、EBITDAベースの収益性の観点から見ても、下記のとおり、当社が高い収益率を安定的に計上している一方、公開買付者の収益率は低下傾向にあり、当社の収益率に優位性があるのは明らかです。

記



(注)上記表中の数値は、当社及び公開買付者が提出済みの有価証券報告書に記載された情報に基づき算出したものです。なお、公開買付者の数値は、当社に決算期を揃えて集計しておりません。

以上のような当社の収益力は、安定した高収益を生み出す質の高いゴルフ場資産及び企業価値の向上に資する事業領域を見極め、また、かかる資産等を適切に運営することのできる、当社の経営力及び経営方針に支えられています。このことから、当社は、当社の経営力及び経営方針が、公開買付者の経営力及び経営方針より優れていることは明らかであると考えております。

(b) 当社の新中期経営計画の実行により当社の収益拡大が見込めること

当社は、上記のとおり、公開買付者よりも優れた当社の収益力を最大限に活かし、当社の企業価値及び株式価値を最大化するための方策について、協議・検討を行った結果として、平成24年12月3日付で、株主の皆様に対して新中期経営計画をご提案しております（詳細については、当社が平成24年12月3日付で公表した「中期経営計画の策定に関するお知らせ」をご参照ください。）。

当社は、平成20年9月30日付で公表した前中期経営計画（Accordia Vision 2011）において、お客様であるゴルファーに対するきめの細かいサービスの提供等によるマーケットシェア拡大を目指す「第2次ゴルフ事業革命」、ゴルフ練習場等の関連事業の強化による「ゴルフ総合サービス」の実現、及び大都市圏に立地する投資効率の高いゴルフ場の取得等による「ポートフォリオ最適化」等を中期戦略として掲げ、これらの事業戦略を実施することにより、収益性を高めるとともに、持続的かつ安定的なキャッシュ・フローを生み出してまいりました。また、財務戦略の観点からも、事業キャッシュ・フローを投資効率の高いゴルフ場買収案件に充てるとともに、有利子負債を返済することにより、より安定した財務基盤の構築を目指してまいりました。

他方、現在のゴルフ場事業の市場全体を俯瞰すると、ゴルフ人口が逡減しつつもゴルファー一人当たりのプレー回数は増加傾向にある一方で、国内のゴルフ場数が概ね横ばいで推移する中、大規模な法的整理も概ね終了しており、ゴルフ場売買市場は縮小傾向にあります。そのため、質の高いゴルフ場を厳選して、新規投資又は買収を行うことは難しくなっております。このような新規投資の難しい外部環境を踏まえ、当社は、当社の企業価値の根幹たる経営理念や事業領域を維持しつつも、株主の皆様への最善の利益を図ることのできる有効なキャッシュ・フローの活用方法について検討してまいりました。

かかる経緯・状況を踏まえ、当社は、この度、新中期経営計画を策定・発表いたしました。新中期経営計画において、当社は、積極的な新規買収よりは、むしろこれまで取得した「質の高いゴルフ場資産」の収益力の再強化を戦略の柱に据えるとともに、今後は、株主の皆様へ積極的かつ継続的に株主還元を図っていく方針としております。

当社は、この新中期経営計画の計画期間である4年間を「第3次ゴルフ事業革命」と位置づけ、前中期経営計画において洗練した当社のブランド力の質を更に高め、また、ゴルフ総合サービス企業として幅を広げ、当社の競争優位性の確保及び顧客の困り込みによる収益の拡大を目指すことを企図しております。具体的には、当社の収益向上策の四本柱として、

ゴルフ場のマルチブランド化により、プレミアム市場やローエンド市場でのポジションを確立すること～プレミアムブランド、LCCブランドの立ち上げ（「マルチブランド戦略」）

ゴルフ場運営におけるブランドに応じた最適なコストを実現すること～セルフ化、レストランコックレス化、集中購買、事務合理化の推進（「最適コストの実現」）

ノンアセット型運営ビジネスの推進によりゴルフ練習場事業を拡大すること～運営受託、フランチャイズの展開（「ゴルフ練習場事業の拡大」）

リテール事業（ゴルフ用品販売）における販売・仕入れを強化するとともに、用品販売のためのチャンネルを拡大すること～既存ショップの挺入れ、販売チャンネルの拡大（「リテール事業の強化」）

等の戦略を実行し、よりきめ細やかなサービスの展開により、より広範囲に及び顧客獲得を実現していく所存です。当社は、この新中期経営計画の実行により、当社の収益性及びキャッシュ・フロー創出力を更に高めていくことができると考えております。

当社は、この新中期経営計画を遂行することにより、2017年3月期にはEBITDA269億円を達成することを目指します。

(c) 株主還元を重視した配当政策（連結配当性向90%）を目指すこと

当社は、上記のとおり、新中期経営計画に基づく施策として、積極的な新規買収の推進から、これまで取得した「質の高いゴルフ場資産」の収益力の再強化への転換を図るとともに、株主の皆様に対する積極的かつ継続的な株主還元を主要な方針として掲げております。

具体的には、当社は、2013年3月期における期末配当金（予想）を1株当たり5,500円（前年度は1,200円）に修正し、また、来期以降、連結配当性向90%を目処とすることを今後の経営における基本方針に据えるとともに、新中期経営計画に基づき利益成長とともにさらなる株主還元の充実を図り、継続的に配当の増額を果たすよう努めてまいることが決定いたしました（詳細については、当社が平成24年12月3日付で公表した「配当方針の変更および2013年3月期（第34期）配当予想の修正に関するお知らせ」をご参照ください）。

当社としては、かかる株主還元重視の配当政策によって、新規投資の難しい外部環境においてもなお、当社のキャッシュ・フロー創出力を有効に活用し、積極的かつ継続的な株主還元を可能とすることこそが、株主の皆様の最善の利益になると考えております。

(d) 本公開買付けは、新中期経営計画の実行等に比して、株主の皆様の最善の利益とならないおそれがあること

ア. 当社の競合会社の意に従った経営方針又は役員の変更により新中期経営計画が実行されない可能性があること

当社は、上記のとおり、現在の経営方針の下で新中期経営計画を確実に実行することこそが、当社の株主の皆様の最善の利益を実現するものであると考えております。

しかしながら、公開買付者は、本公開買付届出書において、当社の「事業構成を全般的に見直し」すこと及び「経営資源を企業価値の最大化が可能な事業領域に集約化」することを表明しているところ、このような経営方針は、当社が株主の皆様の最善の利益に資すると考える新中期経営計画の考え方と相容れないものです。また、上記(a)に記載したとおり、当社の収益力は、安定した高収益を生み出す質の高いゴルフ場資産及び企業価値の向上に資する事業領域を見極め、また、かかる資産等を適切に運営することのできる、当社の経営力及び経営方針に支えられています。当社の競合会社である公開買付者は、本公開買付届出書において、本経営統合の内容や条件等も明らかにしないまま、本経営統合に消極的な当社の役員の退任を求める旨を明言しておりますが、新中期経営計画を支持せず、当社の競合会社である公開買付者の意に沿う役員体制が構築された場合には、当社の強みである収益力等の根幹である経営力が失われ、当社の株主の皆様の最善の利益が実現できない深刻なおそれがあると考えております。

上記のとおり、当社においては、当社の競合会社である公開買付者の方針の下で事業運営を行うことは、当社の収益力及びキャッシュ・フロー創出力を毀損する可能性があり、もって株主の皆様の利益が害される結果となるおそれがあると考えております。

イ. 当社にとっての本経営統合の統合効果は限定的である可能性があること

公開買付者は、本公開買付届出書において、本経営統合の効果として、共同でのマーケティング等による集客力の強化、共同購買によるボリュームディスカウントの獲得及び本社機能統合等の統合効果等を主張しております。

これに対し、当社としては、本経営統合により公開買付者に生じる統合効果はさておきとして、本経営統合により当社に生じる統合効果は、相当限定的なものにとどまる一方、本経営統合により当社のアセットポートフォリオの収益性が低下するおそれがあると考えております。例えば、当社は、既に日本一のゴルフ運営会社として相応のボリュームディスカウントを享受しており、これ以上のシェア拡大をしたとしても、それ程の追加のボリュームディスカウントが得られない可能性があるとともに、両社のゴルフ場利用者は現状でも重複が多く、既に実質的な相互送客が相当程度行われている状況となっていると考えております。一方で、当社と公開買付者のアセットポートフォリオの統合によって、当社がこれまで築き上げてきた質の高いゴルフ場資産の効率性・収益性が公開買付者のそれに引きずられて相対的に低下するとともに、当社の効率的に整備された組織・運営体制に支障が生じること等により、当社の収益力が公開買付者の収益力に引きずられるなどのディスシナジーが生じることが懸念されます。

さらに、当社の最大の競合会社である公開買付者の特別の資本関係の圧力の下に、本経営統合が行われた場合には、上記のとおり当社の中期経営計画が実行されず、あるいは当社の現在の経営方針が実施されないことにより、当社の収益力が毀損されるおそれもあり、当社の株主の皆様の利益が大きく害されるおそれがございます。

従って、当社としては、提出日現在の状況下では、当社の現在の経営陣の下で新中期経営計画を確実に実行していくことこそが、当社の株主の皆様の最善の利益に資するものと考えております。

ウ. 目標連結配当性向90%の配当政策が維持されない可能性があること

上記のとおり、当社は、株主の皆様の最善の利益を考え、目標連結配当性向90%との高い配当性向を有する企業となることを目指しております。

なお、公開買付者は、本公開買付届出書において、本公開買付けにより当社を連結子会社とした場合には「キャッシュ・フローを従前以上に株主の皆様に還元していく方針」とするのみで、具体的な配当性向は表明しておりません。当社としては、公開買付者自身の配当性向が現時点においては26%（2011年度実績）に過ぎず、当社の新たな配当方針における配当性向に比して著しく低いことを考慮すると、本経営統合や公開買付者による当社の連結子会社化により、当社の配当性向が切り下げられ、株主の皆様の利益が害される結果となるおそれがあると考えております。

(二) 公開買付価格の不十分性

当社においては、当社の財務状況及び経営成績並びに上記の新中期経営計画及び株主還元方針等を踏まえると、当社の株式価値は本公開買付価格を大きく上回っており、当該買付価格は、当社の企業価値に照らして、以下のように不十分であると考えております。

当社は、本公開買付価格の妥当性を判断するため、わが国における大手証券会社の一つである大和証券に対し、当社の株式価値の分析・算定を依頼し、大和証券より、市場株価法に加え、ディスカунティッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）を用いた当社の普通株式の株式価値についての助言を得ております。

当社は、上記の大和証券の助言を踏まえ、現時点において、市場株価を基準として、当社の株式価値を算定することが適切であるか否かについて、真摯に検討を行いました。

その結果、当社においては、上記の専門家によるDCF法に基づく株式価値評価と市場株価に著しい乖離があること、及び、当社の収益力に継続的に大きな変動がないにもかかわらず、当社の市場株価は、公開買付者の親会社である株式会社平和の子会社らを中心とした平成24年6月の定時株主総会に際しての株主提案その他の特殊事情により、平成24年4月頃に著しく低下し、未だに十分に回復していないこと等から、現時点で、当社の市場株価は過小評価されているとの判断に至りました。

そして、本公開買付価格は、大和証券による当社株式の分析・検討結果等を踏まえ、当社としては、本公開買付価格は当社の企業価値に照らして不十分であると考えております。

(三) 目的の不当性 - 利益相反構造の意図的な創出

公開買付者は、当社の最大の競合相手です。公開買付者は、当社に対する部分買付けを実施しておりますが、万が一、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者と、本公開買付け後当社に残された当社の他の株主との間には深刻な利益相反が生じることになります。仮にこのような事態が生じた場合、当社において経営判断を行っていく上で、当社の少数株主の利益が害されるおそれがあります。

次に、当社は、上記のとおり、本公開買付けに対しては反対の立場ですが、現時点において、本経営統合の可能性を否定するものではありません。しかし、仮に本経営統合の検討を行う場合においては、当社の株主の皆様のご最善の利益を実現するためには、独立当事者としての当社と公開買付者との間で協議交渉が行なわれる必要があります。かかる観点から、本公開買付けは、このような独立当事者間の協議交渉を歪める目的を有する不公正なものであると危惧しております。

すなわち、公開買付者は、当社との本経営統合を希望していると主張しながら、公開買付者から独立した状態にある当社との間で、本経営統合についての協議を一切行わず、突然開始した本公開買付けによって当社の経営陣に圧力を行使できるだけの議決権をまず確保した上で、この影響力を背景として、当社との本経営統合の協議を開始することを企図しております。

しかし、そもそも、経営統合は、独立当事者同士で真摯な協議を経て、公正な条件、すなわち独立当事者間の取引条件で行われるべきものです。特に、当社においては、平成24年6月の定時株主総会において、当社の株主の皆様のご信任を得て、取締役の過半数を独立性の高い社外取締役とし、監査役の全員を独立性の高い社外監査役とする透明性の高いガバナンス体制を新たに構築したところであり、当社の株主の皆様のご最善の利益を実現するための十分な公正性が確保されております。

従って、公開買付者において、公正・適切な方法で本経営統合を実施することを望むのであれば、まずは、当社の株主の皆様のご付託を受けた当社の取締役会との間で本経営統合の協議を行うべきです。

しかしながら、公開買付者は、このような独立性の高い取締役会に本経営統合の打診をすることすらせずに、当社の取締役に支配力ないし圧力を行使できる特別の資本関係を構築してから、その強度な利益相反構造の下で、本経営統合の協議を開始しようとして本公開買付けを開始しております。

当社は、このような目的で行われる本公開買付けは、著しく不公正なものであり、このような利益相反構造の下では、本公開買付け後における本経営統合の是非や対価等の判断に関して、当社の株主の皆様のご利益が不当に害される深刻なおそれがあると考えております。

なお、公開買付者は、公開買付届出書において、本経営統合を早期に実現させるという公開買付者の方針に賛同する当社役員については、引き続き、当社の役員として協力することを求め、他方、このような方針に対して消極的な姿勢の当社役員については、退任を求めていく予定と明記しています。これは、まさに本経営統合の具体的な内容や条件を明らかにする前から、当社役員に対して不公正な利益誘導を図り、あるいは不当な圧力をかけ、当社役員が当社の株主の皆様のご最善の利益の実現の観点から、本経営統合について慎重に検討を行うことを阻害しようとするものであり、この点をもってしても、本公開買付けの目的が極めて不当であることは明らかです。

(四) 方法の不当性 - 極めて不公正な強圧的買収手法の採用

公開買付者は、本公開買付け後の本経営統合の具体的な条件を明らかにせず、デューディリジェンスの結果等により、本経営統合に際して当社の株主の皆様に対して交付される対価が、本公開買付け価格よりも低くなる可能性を暗示するなど、極めて不公正な強圧的買収手法を採用しております。

当社の株主の皆様が、本公開買付けに対して応募すべきか否かをその自由な意思で判断するにあたっては、これら当社の株主の皆様において、本公開買付けに応募しなかったとしても、又は、応募したがあん分比例の結果買付けがなされない部分が生じたとしても、本公開買付け後に不利益に扱われることがないことが明確に保障されている必要があります。それにもかかわらず、公開買付者において、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募しなかった場合に不利益に扱われる可能性を暗示しつつ、上記のとおり、本公開買付けを先行させ、本公開買付者と当社の株主の皆様との間の利益相反構造、及び当該構造の下で本経営統合の協議を進め得る状況の創出を最優先させようとするのは、当社の株主の皆様における適切な売却判断の機会を奪い、当社の株主の皆様の利益を侵害する深刻なおそれがあるものと考えております。

なお、公開買付者は、仮に本公開買付けの上限（50.10％）に相当する株式を取得したとしても、その時点の当社の株主の皆様の多くが本経営統合に反対をすれば、（本経営統合について）当社の株主総会の承認を得ることはできず、本経営統合を実行できないことになるなどと主張しております。

しかしながら、公開買付者の特別関係者の存在や当社の株主総会における実際の議決権行使率などを踏まえれば、上記のような公開買付者の主張は極めて不適切ないし不当な誤解を生じさせるものであることは明らかであると当社は考えております。

すなわち、仮に、本公開買付けの上限に相当する株式を公開買付者が取得した場合、公開買付者とその特別関係者による株券等所有割合は56.19％（本公開買付け届出書によります。）となること、公開買付者と特別関係者において、当社の株主総会において行使されることが想定される議決権の総数（例えば、平成24年度の当社の定時総会における取締役選任議案の議決権行使率は約77％です。）の3分の2（上記議決権行使率を用いて算出すると約51％）以上を占める結果となるおそれが高いと考えられます。そのような場合、実質的には公開買付者及びその特別関係者は、自らの議決権行使のみで当社の株主総会の特別決議を取得することが可能となるため、当社の少数株主の皆様がいかに本経営統合に反対しようとも、公開買付者は当社の株主総会の特別決議による承認を容易に取得し、その結果を当社の少数株主の皆様に対して強要し得る立場を有することになると考えます。このような状態では、本経営統合に関する当社の株主総会での決議は少数株主の皆様の利益を保護するためには機能せず、その結果として、公開買付者の意のままに、当社及び当社の少数株主の皆様が不利な条件で、本経営統合が実施されるおそれがあると当社は考えております。

更に、大和証券によれば、上記(二)記載のとおり、当社の市場株価は過小評価された水準にあると考えられる一方、株式会社平和が公開買付者の株式を約80.48%（2011年12月末現在）所有していることから、公開買付者の株式の流動性は著しく低い水準にあり、公開買付者の市場株価は公開買付者の適正な企業価値を適切に反映していない可能性が高いとのことです。具体的には、当社と公開買付者とを比較すると、両社の資産規模及び純有利子負債の水準は概ね同等であり、また、当社の各期EBITDAの予想値は公開買付者のそれを継続的に上回っているにもかかわらず、平成24年4月以降、当社の時価総額は、逆に公開買付者の時価総額を下回るような状況になっています。この状況は、当社に生じた特殊事情及び公開買付者の株式の流動性の低さ等により、例外的に生じたものであり、当社及び公開買付者の企業価値を適切に反映したものでないと考えております。大和証券によれば、仮に市場株価を基準として本経営統合の統合比率を算定した場合には、適切な企業価値の対比に比べて、著しく当社にとって不利な比率となる可能性が高いとのことです。したがって、当社としては、仮に本経営統合を行う場合であっても、本経営統合における統合比率は、市場株価を基準としたものであってはならないと考えております。

(五) 最後に

上記のとおり、当社は、本公開買付けは当社の株主の皆様を利益を侵害するおそれ大きいと考えるため、本公開買付けに対して反対いたします。

当社の株主の皆様におかれましては、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応募され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の皆様につきましては、速やかに本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。