

# 公開買付説明書の訂正事項分 (第2回)

2021年3月

**ECM マスター ファンド SPV 2**

(対象者：サンケン電気株式会社)

## 公開買付説明書の訂正事項分

本公開買付説明書の訂正事項分（以下「本訂正事項分」といいます。）に係る公開買付けは、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。）第二章の二第一節の規定の適用を受けるものであり、本訂正事項分は金融商品取引法第27条の9第3項の規定により作成されたものであります。

【届出者の氏名又は名称】	ECM マスター ファンド SPV 2 (ECM Master Fund SPV 2)
【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、コンヤーズ・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 赤上 博人
【代理人の住所又は所在地】	東京都千代田区大手町一丁目1番1号 大手町パークビルディング アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区大手町一丁目1番1号 大手町パークビルディング アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業
【電話番号】	(03) 6775-1000 (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）789-755）にお願いします。)
【事務連絡者氏名】	弁護士 牧 大祐
【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 2をいいます。

(注2) 本書中の「対象者」とは、サンケン電気株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(注4) 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5) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。）をいいます。

(注6) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注7) 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8) 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9) 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 【公開買付説明書の訂正の理由】

2021年2月9日付で提出いたしました公開買付届出書（同年2月19日付で提出いたしました公開買付届出書の訂正届出書により訂正された事項を含みます。）につきまして、①2021年2月13日から同月22日までの期間において、ECMと対象者において電子メールを通じた質疑応答がなされ、当該質疑応答を経て、2021年2月24日付けで対象者が「ECM マスターファンド SPV 2による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（中立）のお知らせ」を公表したこと及び2021年2月24日付けで対象者が本公開買付けに関する意見表明報告書を関東財務局長に提出したこと、並びに②「第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況」の「3 当該株券等に関して締結されている重要な契約」に記載しておりました、イーシーエム マスター ファンド (ECM Master Fund)（以下「MF」といいます。）が消費寄託契約又は消費貸借契約に基づき貸し出しを行っているサンテラ名義にて所有する対象者普通株式の返還を受けたことに伴い、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項の規定に基づき、公開買付届出書の訂正届出書を提出いたしました。これに伴い法第27条の9第3項及び府令第24条第5項に基づき、公開買付説明書を訂正いたします。

## 2 【訂正事項】

### 第1 公開買付要項

#### 3 買付け等の目的

(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

### 第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況

#### 3 当該株券等に関して締結されている重要な契約

## 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】

(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>

ECMは、対象者普通株式を買い増した後も対象者との間で、「責任ある機関投資家」の諸原則（いわゆる日本版ステewardシップ・コード）の趣旨に即して、中長期的視点から対象者の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行う関係を維持したいと考え、2021年1月27日に、対象者との間で電話会議を行い、純投資目的で対象者普通株式の追加取得を行う予定である旨、対象者の経営陣の現在の取り組みは合理的であると評価しており、今後もECMと対象者との間の建設的な関係性を維持したい旨を伝えました。それに対して、対象者からは、ECMから伝えられた内容を対象者の経営陣に伝える旨、また、引き続き対話の機会を設けたい旨の返答がありました。さらに、ECMは、対象者との今後の建設的な関係性の維持を考慮の上、2021年2月5日に、2021年2月9日より本公開買付けを開始する予定である旨を対象者に書簡にて連絡いたしました。その後、2021年2月6日から同月7日にかけて、ECMと対象者は、本公開買付けの日程や手続等（公表日変更の可否や公表予定の内容等を含みます。）に関して電子メールにて質疑応答を行いました。本書提出日現在において、本公開買付けの内容についての実質的な協議は、ECMと対象者との間で実施されておらず、対象者が本公開買付けについて賛同意見・応募推奨意見を表明するかどうかについては明らかではありませんが、公開買付者グループは本公開買付けについて対象者にご理解いただけるよう必要に応じて説明を行う予定です。なお、本公開買付けは、公開買付者グループによる純投資目的での対象者普通株式の買増しを意図するものであり、本書提出日現在において対象者より本公開買付けについて賛同意見・応募推奨意見を取得できる見込みについては明らかではないものの、本公開買付けを実施いたします。

## &lt;前略&gt;

ECMは、対象者普通株式を買い増した後も対象者との間で、「責任ある機関投資家」の諸原則（いわゆる日本版スチュワードシップ・コード）の趣旨に即して、中長期的視点から対象者の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行う関係を維持したいと考え、2021年1月27日に、対象者との間で電話会議を行い、純投資目的で対象者普通株式の追加取得を行う予定である旨、対象者の経営陣の現在の取り組みは合理的であると評価しており、今後もECMと対象者との間の建設的な関係性を維持したい旨を伝えました。それに対して、対象者からは、ECMから伝えられた内容を対象者の経営陣に伝える旨、また、引き続き対話の機会を設けたい旨の返答がありました。さらに、ECMは、対象者との今後の建設的な関係性の維持を考慮の上、2021年2月5日に、2021年2月9日より本公開買付けを開始する予定である旨を対象者に書簡にて連絡いたしました。その後、2021年2月6日から同月7日にかけて、ECMと対象者は、本公開買付けの日程や手続等（公表日変更の可否や公表予定の内容等を含みます。）に関して電子メールにて質疑応答を行いました。本書提出日現在において、本公開買付けの内容についての実質的な協議は、ECMと対象者との間で実施されておらず、対象者が本公開買付けについて賛同意見・応募推奨意見を表明するかどうかについては明らかではありませんが、公開買付者グループは本公開買付けについて対象者にご理解いただけるよう必要に応じて説明を行う予定です。なお、本公開買付けは、公開買付者グループによる純投資目的での対象者普通株式の買増しを意図するものであり、本書提出日現在において対象者より本公開買付けについて賛同意見・応募推奨意見を取得できる見込みについては明らかではないものの、本公開買付けを実施いたします。

本公開買付けの公表後の2021年2月8日から、ECMは、対象者との間で本公開買付けの内容について協議を行うためのやり取りを行い、同月13日に、対象者から、概要下表記載の本公開買付けに関する質問を受け、それに対して同月15日、概要下表記載のとおり回答いたしました。なお、ECMは、対象者から面談又は電話会議の形式による協議の実施の依頼を受けたため、ECMとしては対象者より未公表のインサイダー情報を受領するリスクを減らし、かつ回答内容に誤解や曲解が生じることを避けるため、書面でのやりとりが望ましいと考えていたものの、秘密保持契約を締結した上であれば、電話会議を実施することも可能である旨を対象者へ伝え、対象者の秘密保持義務を定める誓約書の草案を送付しました。しかし、対象者から、意見表明報告書に回答内容を記載することができなくなるため、秘密保持契約を締結の上で電話会議を実施することはできない旨の回答、及び質問を限定する方法により秘密保持契約を締結しない形式で電話会議を行うことは可能かという旨の質問を受けたため、ECMは、意見表明報告書に記載される可能性がある場合には、回答内容に誤解や曲解が生じないように書面にて回答したい旨を伝え、結果として、対象者との質疑応答は、同月13日から同月22日までの期間において、電子メールを通じて行われました。

	対象者からの質問	ECMの回答
1	<u>公開買付届出書における「純投資目的」とはどのような意味か。「TSR」（Total Shareholder Return（トータル・シェアホルダー・リターン））を基準とした考え方という理解で良いか。</u>	ECMは、日本版スチュワードシップ・コードの各原則に基づく公表項目においても、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が見込まれ、企業価値に比べ割安である株式に対して投資を行っている旨を説明しているが、「純投資目的」とは、「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受ける目的」と考えている。純投資目的は、株式の価値の変動又は株式に係る配当を考慮するものであるため、TSRは重要な指標となる。ただし、ECMの議決権行使基準においても説明しているとおり、TSRに対しては、経営陣の職務執行を通じた成果とは関係のない、企業価値や資本政策以外の要因に影響されるなどの問題点も指摘されているところ、ECMは、TSRの評価にあたっては、観測期間や比較する同業他社等を適切に設定し、これらに関する経営陣の説明を考慮することとしている。

	対象者からの質問	ECMの回答
2	<p>TSRについてどのような数値、あるいは状況となった場合に「純投資目的」ではなくなるのか。何らかの数値基準等は存在するか。対象者の大口の株主である公開買付者グループの判断が変わる可能性のある場面はどのようなものか、事前に理解しておくことが、対象者の経営を行う上で参照すべきものの一つと考え質問している。</p>	<p>TSRは重要な指標となるが、ECMの議決権行使基準においても説明しているとおり、TSRに対しては、経営陣の職務執行を通じた成果とは関係のない、企業価値や資本政策以外の要因に影響されるなどの問題点も指摘されているところ、ECMは、TSRの評価にあたっては、観測期間や比較する同業他社等を適切に設定し、これらに関する経営陣の説明を考慮することとしている。したがって、ECMは、具体的なTSRの数値基準を定めておらず、対象者のTSRの数値のみをもって「純投資目的」を変更することは想定していない。</p> <p>なお、ECMはファンドマネージャーとしての受託者責任を負っているため、日本版スチュワードシップ・コードの各原則に基づく公表項目において説明しているとおり、ECMの提案若しくは助言等が企業価値の向上に資すると考えられる場合、又は、経営陣の行為が明白な企業価値の毀損をもたらすおそれが生じた場合には、投資先企業に対して提案又は助言等を行う可能性はあるが、ECMは対象者の経営陣の取組みは合理的なものであると評価しており、現在、対象者に対してそのような提案又は助言等を行う予定は有していない。</p>
3	<p>公開買付届出書の「(1) 本公開買付けの概要」の「議決権行使により対象者の経営を支配すること又は重要提案行為等もしくは取締役の派遣により対象者の経営に影響を及ぼすことを目的としておらず、本書提出日現在において、その予定・見込みもありません。」という記載に関して、対象者の経営に影響を及ぼすことを引き起こす客観的な事象や状態はどのようなものであるか、今後の対象者の経営を推進する上での、条件の一つとして理解しておきたいと考えている。</p> <p>また、Stand-stillや役員派遣をしない等のコミットメントをする用意はあるか。</p>	<p>ECMは、これまでの投資行動の延長として、純投資目的で対象者普通株式を保有することを予定しており、議決権の行使により対象者の経営を支配すること又は重要提案行為等（すなわち、対象者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為等）若しくは取締役の派遣により対象者の経営に影響を及ぼすことを目的として対象者普通株式を保有することを予定するものではない。</p> <p>ECMはファンドマネージャーとしての受託者責任を負っているため、日本版スチュワードシップ・コードの各原則に基づく公表項目において説明しているとおり、ECMの提案若しくは助言等が企業価値の向上に資すると考えられる場合、又は、経営陣の行為が明白な企業価値の毀損をもたらすおそれが生じた場合には、投資先企業に対して提案又は助言等を行う可能性はあるが、ECMは対象者の経営陣の取組みは合理的なものであると評価しており、現在、対象者に対してそのような提案又は助言等を行う予定はない。</p> <p>公開買付届出書の「(1) 本公開買付けの概要」の「本書提出日現在において、その予定・見込みもありません。」の記載は、誤解を招くことを避け記載内容の正確性を期すために付記したものであり、対象者の経営に影響を及ぼす具体的な意図を示唆するものではない。</p> <p>Stand-stillや役員派遣をしない等のコミットメントについては、具体的に想定されているコミットメントの内容や条件等を考慮した上で、今後の協議・対話の状況に応じて検討させていただきたい。</p>

	対象者からの質問	ECMの回答
4	<p><u>30%の株式取得は、実態上、拒否権を取得することとなるものと考えられるが、そのことを平易かつ明確に公開買付届出書に記載しない理由は何か。</u></p>	<p><u>公開買付届出書には、対象者株式の取得目的や意図について、投資者に誤解を与えないように、事実即した内容を記載しており、対象者の一般株主に対して誤解を生じさせる意図は一切ない。</u></p> <p><u>公開買付者グループは、これまでの投資行動の延長として、純投資目的で対象者株式を保有することを予定しており、議決権の行使により対象者の経営を支配すること又は重要提案行為等（すなわち、対象者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為等）若しくは取締役の派遣により対象者の経営に影響を及ぼすことを目的とするものではなく、事実上の拒否権を取得することを意図したものではない。</u></p>
5	<p><u>公開買付価格の決定にあたり特に考慮した事項は何か。また、Allegroの価値は考慮しなかったのか。</u></p>	<p><u>公開買付価格の検討にあたっては、本公開買付けに対してより多数の応募がなされるように、本公開買付けの公表日の前営業日の終値を基準とした上で、一定のプレミアムを付すこととした。プレミアムの算出にあたっては、過去の発行者以外の者による株券等の公開買付けのうち、買付予定の株券等の数に上限が付された事例（但し、公表日の前営業日の終値に対してディスカウントが付されている事例を除く。）の公開買付価格に付与されたプレミアムを参照しつつ、公開買付者グループが対象者に対してデュール・ディリジェンスを実施しておらず、対象者の非公開情報を有していないこと、中長期的な企業価値の向上に伴う対象者普通株式の株価の値上がり益や配当を享受することが可能な範囲とすることを総合的に考慮した上で決定した。</u></p> <p><u>Allegroの価値も対象者の企業価値を構成する一つの要素であるため、考慮していないものではないが、公開買付けの価格決定に関しては、特に上記に記載した内容を考慮している。</u></p>

その後、2021年2月16日に、対象者から対象者の市場株価が本公開買付価格を上回って推移していることに鑑み、本公開買付価格を5,205円から変更する可能性があるかと質問されたので、ECMは、同日に、2021年2月16日の時点で公開買付価格を変更することは想定していないが、今後の対象者の状況や市場動向等によっては公開買付価格を含む買付条件を変更する可能性がないわけではない旨を回答いたしました。また、同日に、対象者から、上記のStand-stillや役員派遣をしない等のコミットメントの内容（以下「本確約事項」といいます。）として、(ア)本公開買付けで取得した株式を超えて対象者株式を取得しないこと、(イ)取締役の派遣を要求しないこと、及び(ウ)その他重要提案行為は行わないことを想定している旨の連絡がありました。本確約事項はECMの行動に一定の制限を課するものであり、ECMとしてそのような確約を行う必要性は必ずしもありませんが、ECMは、対象者が確約を求めてくるのは、本公開買付けに対して前向きな評価をすることについて検討しているからではないかと考え、同日に、対象者に対して、検討中ではあるが、その前提として、コミットメントの合意ができた場合には、本公開買付けについて賛同の方向で検討いただけると理解してよいかと質問したところ、同月17日、対象者より最終的な意見表明の内容は対象者の取締役会にて決定することになる旨及びStand-stillの細かい内容については、今後協議したいが、項目について合意できるのであれば、対象者としては、本公開買付けに対して反対することにはならないのではないかと考えている旨の回答（以下「本回答」といいます。）がありました。このため、ECMとしては、ECMの行動に一定の制限が生じたとしても、本確約事項に関して一定の合意をすることが対象者との良好な関係を維持することに資するのであれば前向きに取り組むべきと考え、本確約事項に関して対象者と協議することとしました。同月18日に、ECMは、対象者に対して、本確約事項の(ア)については公開買付者グループの議決権保有割合が30%以上となる株式取得を行わないことについて検討することは可能である旨、同(イ)についてはECMの役員又はECMの密接関係者を取締役とすることを要求しないことについて検討することは可能である旨、及び同(ウ)については、対象者経営陣が明白な企業価値の毀損をもたらすおそれが生じていない限り重要提案行為等を行わないことについて検討可能である旨、並びにECMが投資運用業者としての

受託者責任を負っているところ、無期限で本確約事項の合意を行うことは受託者責任に抵触することから、本確約事項の合意について期間を設定したい旨（以下これらを「ECMの要望事項」といいます。）を対象者に伝えました。その後、同月19日に、ECMは、対象者から本確約事項についての確約書の草案（以下「本確約事項案」といいます。）を受領いたしました。本確約事項案において、本確約事項の合意の期間が5年間と設定され、ECMの要望事項の内容が完全な形では反映されていなかったため、同月22日、ECMは、ECMの要望事項の内容に沿う形で、かつ、今回の対象者の中期経営計画の期間が2021年4月から3年間であるため、一つの合理的なタイミングとして、本確約事項の合意の期間を2024年3月末までとする修正その他関連する修正を行い、対象者に本確約事項案を返送しました。また、ECMは、本確約事項の合意にあたり、対象者とECMの良好な関係が維持されることを前提としていたため、この点について対象者とECMの認識に齟齬がないよう、本確約事項案に、対象者が本公開買付けについて賛同表明を行うことを条件とすることを追記しました。

その後、2021年2月24日付で、対象者は「ECM マスターファンド SPV 2による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（中立）のお知らせ」（以下「対象者意見表明プレスリリース」といいます。）を公表いたしました。対象者意見表明プレスリリースによれば、対象者は同日開催の取締役会において、取締役の賛成多数により、本公開買付けについて対象者として賛同することは適切でないと考えているものの、反対することが対象者の従業員や取引先等のステークホルダーに与える影響と公開買付けグループによる対象者の経営への影響の急迫性の程度を比較衡量し総合的に検討した結果、本公開買付けに対して中立の立場をとること、及び、本公開買付けの公表後の当社株式の市場株価が本公開買付け価格を上回って推移していること等に鑑み、対象者の株主が本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ことを決議したとのことです。なお、対象者意見表明プレスリリースにおいて、対象者は、公開買付けグループが、買付予定数の上限を付した公開買付けという手法により、最小限の資金で対象者の事実上の拒否権を取得した上で、自らの意に沿った経営体制及び経営方針の変更を実施することを意図していないとまでは断定できないとの見解を示しております。もっとも、上記「(1) 本公開買付けの概要」のとおり、本公開買付け後においても、公開買付けグループはこれまでどおり、以上で述べた純投資目的で対象者普通株式を中長期的に保有することを予定しており、議決権の行使により対象者の経営を支配すること又は重要提案行為等若しくは取締役の派遣により対象者の経営に影響を及ぼすことを本公開買付けの目的としておらず、また、本公開買付けにより「最小限」の資金で、対象者の事実上の拒否権を取得する意図もございません。公開買付けグループは、対象者からの要請があれば、本公開買付けについて対象者にご理解いただけるよう必要に応じて引き続き説明を行う予定です。

### 第3【公開買付け者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況】

#### 3【当該株券等に関して締結されている重要な契約】

(訂正前)

公開買付け者は、ECMとの間で投資一任契約を締結しており、公開買付け者の投資権限及び投資対象の議決権行使にかかる権限は、同契約に基づきECMが有しております。

MFは、消費寄託契約又は消費貸借契約に基づき、サンテラ名義にて所有する対象者普通株式の一部をゴールドマン・サックス・インターナショナルに対して（2021年2月15日時点でゴールドマン・サックス・インターナショナルに対して500,125株）貸し出しております。また、MFは、消費貸借契約に基づき、サンテラ名義にて所有する対象者普通株式280,000株について、立花証券株式会社へ貸し出しております。もっとも、これらの対象者普通株式についても、ECMが、本信託証書に基づき投資権限を有しています。

(訂正後)

公開買付け者は、ECMとの間で投資一任契約を締結しており、公開買付け者の投資権限及び投資対象の議決権行使にかかる権限は、同契約に基づきECMが有しております。

MFは、消費寄託契約又は消費貸借契約に基づき、サンテラ名義にて所有する対象者普通株式の一部をゴールドマン・サックス・インターナショナルに対して（2021年2月15日時点でゴールドマン・サックス・インターナショナルに対して500,125株）貸し出しておりましたが、2021年2月26日までに当該株式について返還を受けました。また、MFは、消費貸借契約に基づき、サンテラ名義にて所有する対象者普通株式280,000株について、立花証券株式会社へ貸し出しております。もっとも、当該対象者普通株式についても、ECMが、本信託証書に基づき投資権限を有しています。