

2007年5月29日付「追加情報リスト」に対する回答書

本回答書中の用語は、特に断らない限り、貴社の2007年3月1日付「必要情報リスト」のカバーレターに記載されているものと同様の意味を有するものとします。

	質問	回答
1.	<p>当社の質問 1.1 に対し、貴ファンドは「グループの他のファンド等に関して多岐にわたるご質問をされる必要はないものと存じます」と回答されております。多岐にわたる質問への回答が困難であるならば、平成 19 年 3 月 1 日付「大規模買付行為に係る必要情報のご提供依頼の件」において定義した、貴ファンド等に該当する投資ファンド及び会社等の名称及び概要について提示願います。</p>	<p>Steel Partners Japan Strategic Fund (Offshore) L.P. (以下「当ファンド」といいます。) は、2002 年に、日本企業の株式に投資することを目的としてケイマン諸島で組織されたリミテッド・パートナーシップ形態のプライベート・インベストメント・パートナーシップであり、SPJS Holdings, L.L.C. がゼネラルパートナーです。この SPJS Holdings, L.L.C. は、米国デラウェア州法上のリミテッド・ライアビリティ・カンパニーであり、Liberty Square Asset Management L.L.C. (以下「LSAM」といいます。) と、WGL Capital Corp. がマネージング・メンバーです。なお、WGL Capital Corp. の 100% 株主は Warren G. Lichtenstein 氏です。また、Liberty Square Asset Management LP と、Steel Partners, Ltd. が、当ファンドを運用するアドバイザーである Steel Partners Japan Asset Management, L.P. のゼネラルパートナーをしています。</p> <p>Steel Partners Japan Strategic Fund-SPV VI, LLC (以下「本買付者」又は「SPV VI」といいます。) は、当ファンドが設立したリミテッド・ライアビリティ・カンパニー (有限責任会社) であり、当ファンドは唯一の社員です。SPV VI は、米国デラウェア州法に基づき組織されています。当ファンドが貴社の株式の買付けを開始した場合、この SPV VI が買付者となり、当ファンドは SPV VI が買付終了後も貴社株式を保有することを予定しています。</p> <p>Steel Partners II, L.P. (以下「SPII」といいます。) は、グローバルベースでの上場又は非上場の会社の株式及び債券を取得することを目的としています。SPII は、米国デラウェア州法に基づき 1993 年に組織されました。Steel Partners, LLC という、米国デラウェア州法に基づき組織されたリミテッド・ライアビリティ・カンパニー (有限責任会社) が、SPII のゼネラルパートナーであり、Warren G. Lichtenstein 氏がそのマネージング・メンバーをしています。</p> <p>Steel Partners China Access I.L.P. (以下「SPCA」といいます。) は、主に中国の上場企業の支配権の取得又は相当の割合の持分の取得を目的としたプライベート・エクイティ・ファンドです。SPCA は 2006 年にケイマン諸島の法律に基づき組織されました。Steel China Access Capital Partners Limited が、SPCA のゼネラルパートナーであり、Warren G. Lichtenstein はその 2 名の取締役のうちの 1 人であり、またその投資委員会の委員を務めています。</p> <p>SP Acquisition Holdings, Inc. (以下「SPAH」といいます。) は、米国デラウェア州法に基づき 2007 年 2 月 14 日に設立された上場会社です。SPAH は、合併、株式交換、資産取得又はその他類似の企業結合といった手法による買収を通じて、一つ又は複数の事業又は資産を取得することを目的に組織されました (いわゆる「ブランク・チェック・カンパニー (買付けビークル)))。Warren G. Lichtenstein 氏が SPAH の会長、社長兼最高経営責任者です。</p> <p>なお、(a) Warren G. Lichtenstein 氏が業務執行に携わらない取締役のうち 1 名であるに過ぎない事業会社や (b) 投資の決定を行わない投資助言会社は、上記「貴ファンド等」に含めておりません。</p> <p>LSAM はまた、「Liberty Square」という統一の冠名称で、当ファンドとは異なる価値を重視する投資運用アプローチに焦点を当てた 5 つのファンドの運用を行っています。</p>
2.	<p>当社の質問 1.6 に関し、「これら実質的所有者又は貴ファンドの業務執行者、出資者その他のファンド構成員が本買付完了後 (議決権の 66.6% を取得できると仮定した場合) に証券取引法第 163 条第 1 項の主要株主に該当する可能性がある場合は、その者の本買付完了後に想定される議決権比率も併せてご開示ください。」につきましてご回答を頂いておりませんので、ご回答願います。</p>	<p>当ファンドには多くの出資者がおり、その保有する当ファンドの持分が 10% を単独で超えるような出資者はおりません。従いまして、当ファンドの実質的所有者又は当ファンドの業務執行者、出資者その他のファンド構成員が、本買付けの完了後 (議決権の 66.6% を取得できた場合) であっても主要株主 (金融商品取引法第 163 条第 1 項に定義されています。) に該当することはございません。</p>

3.	<p>当社の質問 2.5 に対し、貴ファンドは「公開買付け以外の方法について、貴社とお会いして協議させていただくことを希望します」と回答されていますが、本質問への回答として貴ファンドの考える公開買付け以外の選択肢に付きまして具体的に説明ください。</p>	<p>本意向表明書(①)における「貴社と公開買付け以外の方法につき協議することも否かではありません」という記述は、当ファンドから代替案を提示することを示唆する趣旨ではありません。もっとも、当ファンドは、貴社取締役会が提示するアイデアをお聞きし、検討させていただく用意はあります。</p> <p>さらに、当ファンドは、2007年2月に意向表明書を提出した後発生した事象を受けて、本回答書についてのカバーレターにおいて代替案を提言いたしました。この提言は、本回答書における記載と同様に、本回答書の一部を構成するものです。</p>
4.	<p>当社の質問 2.6 に対し、貴ファンドは 66.6% という数字の根拠に基づき「当ファンドのポートフォリオ・アロケーション上の判断に基づく決定」と回答されていますが、当社としては、仮に当社全株式を取得する場合には、貴ファンドのポートフォリオ上支障があるため、持株比率を 66.6% にとどめているという趣旨と理解しました。他方、貴ファンドのポートフォリオ・アロケーション以外の理由について回答が触れていないことから、結局、66.6% の根拠はあくまで貴ファンドのポートフォリオ・アロケーション上の理由であり、当社の企業価値の維持・向上の観点とは無関係であると理解してよろしいでしょうか。</p>	<p>当ファンドは、投資先との長期的な関係を重視するファンドであり、株主を含むすべてのステークホルダーのために企業価値を向上させるべく経営陣と協働しています。当ファンドの最大希望保有比率は、投資先の選択及び投資先の企業の将来性に大きな期待と確かな自信を持っている証拠でもあります。従いまして、当ファンドの希望保有比率が 66.6% と高いのは、当ファンドが、将来において貴社の企業価値が向上するであろうことを強く信じていることと大いに関係があります。</p> <p>そして、当ファンドは、貴社の企業価値向上を実現させるために、貴社の経営陣に対して助言や提言を申し上げることがありますが、これは投資の規模にかかわらず、当ファンドのすべての投資に対するアプローチと一致するものであります。</p> <p>さらに、本意向表明書に関する貴社のご質問に対する回答の一環として、当ファンドは、入手可能な公開情報に基づき、貴社の事業を分析し、貴社がその企業価値を増大させることができるような方法を助言いたします。この分析及び助言の写しは、「企業価値向上へのアプローチ」として本回答書に添付いたします。</p>
5.	<p>当社の質問 2.9 に対し、貴ファンドは「意向表明書においてご説明したとおりです」と回答されていますが、当社としては、当社株主の皆様判断や当社取締役会の意見形成のためには、意向表明書に記載のない、より具体的な取引ストラクチャー（貴ファンドと本買付者との資本関係や、買付後の本買付者と当社との合併予定や、本買付に関し資金調達を行う場合はその調達スキーム等）をご説明いただく必要があると考えておりますので、質問 2.9 に従ってご回答願います。</p>	<p>本意向表明書において説明いたしましたとおり、公開買付者となる SPVVI は貴社株式を長期保有する予定であり、現時点ではこれ以外の取引ストラクチャーは予定しておりません。ご質問にあるような、本公開買付者と貴社の合併は予定しておりません。</p> <p>また、当ファンドがカバーレターにおいて概略を記載した、貴社株式取得に関する代替案の提言については、一見して明らかな部分もあるものの、一部については、貴社との更なる交渉が必要となる可能性があるため、現時点では更なる説明を行うことはできません。当ファンドは、貴社が、本回答書の分析に際して更なる説明が有益であるとお考えの場合は、貴社と面談の上で上記提言について協議する用意があります。</p>
6.	<p>当社の質問 3.1 に対し、貴ファンドは「予想される将来の収益を含むあらゆる要素を総合的に考慮したということのほか、このご質問に対して詳細にお答えするのは不適切である」と回答されていますが、当社株主の皆様判断や当社取締役会の意見形成のためには、なぜ本買付の対価が 825 円程度なのかをご説明いただく必要があると考えておりますので、「予想される将来の収益」について、どのような事実・仮定等を前提とされたのかについてご説明願います。</p>	<p>「予想される将来の収益」についての当ファンドの意見は、2006年2月20日付サッポログループ新中期経営計画（2006年～2008年）（以下「中期計画」といいます。）の検討、並びに、貴社を調査対象とする主要な証券会社のアナリストによる貴社の直近の業績予測を基にした総合的な検討及び分析を含む、貴社に関する一般公開情報に基づくものであります。</p> <p>なお、当ファンドが 2007年2月15日に買付意向書を提出する直前における、貴社を調査対象とする主要な証券会社のアナリスト 7 名の目標株価のレンジは 551-730 円でした。このレンジと、825 円との差は、相当のプレミアムを反映しており、当ファンドの、中期計画において設定した目標を貴社が達成することへの期待を表明しています。また、当ファンドが買付け価格として提示した 825 円という価格が、買付意向書を提出する前日に終了する 12 ヶ月、6 ヶ月、3 ヶ月、1 ヶ月の単純平均終値に対して、それぞれ 35.02%、30.74%、19.22% 及び 13.32% のプレミアムに相当することを鑑みても、当ファンドは、貴社のすべての株主の皆様へ、相当なプレミアムを付して市場に売却することを可能とする機会を提供しているものと考えております。</p>
7.	<p>当社の質問 4.1 に対し、貴ファンドは「貴社グループの運営する事業は競争の激しい環境にあると理解しています」という極めて簡潔な回答をされていますが、当社の基幹事業である酒類事業及び不動産事業の事業環境について、貴ファンドのより詳細なご認識をご回答願います。</p>	<p>「企業価値向上へのアプローチ」の要約に記載いたしました通り、当ファンドは、貴社の酒類事業（とりわけビール事業）、飲料事業及び外食事業については、貴社経営陣の皆様が抜本的な対策を講じない限り、貴社が中期計画において設定したそれぞれの経営目標値を達成することは困難であると認識しております。貴社の不動産事業については、中期計画において設定した目標を達成することは可能であるものと認識しておりますが、これについても、目標の達成をより確実なものとし、貴社全体の企業価値をより一層向上させるために、対策を講じる必要があるものと認識しております。なお、当ファンドの認識の詳細については、本回答書に添付した「企業価値向上へのアプローチ」（本回答書の一部を構</p>

	<p>8. 貴ファンドは、当社の質問4.6~4.9に関し、当社グループの会社、事業又は重要な資産の処分、当社グループ内の組織再編、当社グループの事業に対する重大な変更等を行う予定がないと回答されておりますが、他方で、当社の質問4.2に対し、貴ファンドは「貴社が合理的に可能な方法でその価値を増大させるお手伝いをすべく、当ファンドが貴社をサポートし、助言」すると回答されています。当社グループの会社、事業又は重要な資産の処分、当社グループの事業に対する重大な変更等を行わないという前提で、貴ファンドの考える、当社の企業価値を増大させるための「合理的に可能な方法」の内容、及び、当社の企業価値を増大させるための貴ファンドからの「サポート」や「助言」の内容についてご説明願います。</p>	<p>成します。)をご参照ください。</p> <p>現在の貴社を巡る状況およびビジネスの環境は、当ファンドが買付意向書及び最初の回答を貴社に提出した時点と比べ、大きく変化しております。当ファンドが最初の回答を貴社に提出した時点では、当ファンドは貴社が中期計画において設定した目標を達成できるものと信じておりました。しかし、貴社が2007年2月16日に発表した2006年度の年間決算、同8月10日に発表した2007年度の上半期の業績と2007年度の業績予想の下方修正に鑑みると、当ファンドからみて、貴社が本格的な対応策を取らない限り、同中期計画の目標を達成することはできないであろうことが明らかです。</p> <p>そこで、貴社の2007年3月1日付「必要情報リスト」の4.6~4.9にございます、「(貴社)グループに属する会社又は事業について売却その他の処分」「重要な資産…について売却その他の処分」「(貴社)グループ内の組織再編」「事業の廃止・大幅な縮小、生産量の大幅な減少といった事業運営の重大な変更」等の有無のお尋ねに関して、当ファンドの貴社に対する具体的な提言を「企業価値向上へのアプローチ」(本回答書の一部を構成するものであり、本回答書に添付しております。)に記載いたしました。</p> <p>なお、上記「企業価値向上へのアプローチ」には、これを貴社経営者の皆様が採用された場合には(代替案の実現可能性および実効性にもよりますが)不採算事業の廃止や特定の資産の処分につながる可能性のある内容も含まれております。</p> <p>しかしながら、本来、健全な会社経営においては、資本コスト以上のリターンを生み出せず、また、将来においても十分なリターンを生み出す見込みのない不採算事業を廃止し、あるいはその過程で不採算の資産を処分すること、あるいは、収益増加のために他の会社との事業提携を模索することは、株主から資本を預かり会社経営を委託されている経営者の当然の責務と考えます。</p> <p>もともと、当ファンドは、貴社に対して、従業員を犠牲にして事業のリストラを行うことを提案するものではありません。貴社が株主利益のみならず従業員の利益も勘案し、適用される労働法規をすべて遵守するのは当然のことであり、当ファンドはそのことを十分に理解しております。</p> <p>すなわち、不採算資産の売却または競合相手との提携により、従業員の削減が行われたとしても、削減された労働力は、貴社が競争上優位に立つ部門または商品に重点的に取り組まれることにより、十分に吸収することができます。さらに、資産の売却は、事業部門の閉鎖とは異なり、雇用先は貴社から資産の買い手に移るかもしれませんが、雇用自体は維持することが出来ます。</p> <p>以上、当ファンドの入手できる公開情報に基づき、一株主として提言させていただきます。</p> <p>また、貴社が最近自発的に決定・発表されたモルガン・スタンレーおよびクレセント・パートナーズとの提携、ならびに一部の不動産における貴社の少数株主持分のモルガン・スタンレーに対する売却(貴社が当該不動産を拠出して信託とすることにより設定された信託における受益権の売却という形式によるもの)でも、貴社の資産の一部が処分され、又はジョイントベンチャーが行われる可能性があることを指摘させていただきたいと思えます。</p> <p>当ファンドは、貴社の経営陣の皆様と、当ファンドの提言について協議をさせていただくことを希望しており、また、貴社の経営陣の皆様が中期計画を見直し、新たな計画の立案をされるにあたり、当ファンドの「企業価値向上へのアプローチ」に記載の提言が有益でありますことを切に希望しております。</p>
--	---	---

追加情報

- 1) 貴社は、2007年3月1日付「必要情報リスト」の質問1.5で、当ファンドもしくは対象会社等による又はそれらに対する訴訟についてご質問されています。このご質問に対する当ファンドの当初の回答の提出日の後に、当ファンドはブルドックソース株式会社（以下「ブルドック」といいます。）の新株予約権発行に対して訴訟を提起しました。
- 2) ブルドックは、2002年4月の当ファンド設立当初からの投資先の一つでした。ブルドックは好調な業績、財務的安定、市場シェアおよび国内市場にて競争力の高いソース製品を提供していました。当ファンドは、市場がブルドックの本来の価値および世界的なブランド展開の可能性を十分認識していないと考え、ブルドック経営陣に対して、どのようにして株主価値を向上させるかについていくつか提案を纏めました。
- 3) 2007年5月15日、当ファンドは、市場が依然としてブルドックの本来の価値を認識していないと考え、ブルドックの代表取締役社長の池田章子氏に当ファンドが未だ所有していないブルドックの発行済株式の100%取得を目指すこと、それについてブルドックの取締役会の支持を求める旨の書簡をお送りしました。その時点で、当ファンドおよびその関連会社は発行済株式の約10%を所有しており、ブルドックの最大の株主でした。当ファンドは、書簡の中で、企業の潜在的価値に投資するというアプローチおよび企業価値向上の理念を詳しく示しました。当ファンドは、経営陣が、当ファンドによる買付けをブルドックと海外連携を含めその意思確認の機会になるものと期待していました。

2007年5月18日における当ファンドのブルドックの全発行済株式に対する1株当たり1,584円の、最低応募株式数の定めを設けない公開買付けは、ブルドックの株主に対し、即時の流動性と、前日の終値に20%のプレミアムを付した価格で株式を売却する機会を与えるものでした。

- 4) 2007年6月7日、ブルドックの取締役会は、当ファンドの公開買付けに対し、当ファンドの買付けを阻止するために新株予約権（以下「本新株予約権」といいます。）スキームを提案しました。このスキームは2007年6月の定時株主総会（以下「本定時株主総会」といいます。）で3分の2以上の株主の賛成による承認を必要としたものですが、このスキームのもとで株主は所有株式1株につき3個の本新株予約権を受け取りました。各本新株予約権の行使価格は1円で、ブルドックは取得条項を行使することができます。これにより、ブルドックは各発行済本新株予約権と引換えに株式1株を発行・交付しました。当ファンドを除く全ての株主がこれらの権利を行使し、それによる利益を享受する資格を有しますが、ブルドックは、当ファンドから当ファンドの本新株予約権をそれぞれ396円で買い戻すオプションを行使することができ、これにより約10%あった当ファンドの持分は3%未満に稀薄化しました。当ファンドは、本新株予約権1個当たり396円という価格が、ブルドックの取締役会が「ブルドックの株式の本来の価値を十分に反映していない」として公開買付けに反対した当グループの公開買付価格である1株当たり1,584円に基づい

ていることを指摘しました。同時に、ブルドックは人員削減および工場閉鎖により企業価値を向上させ、年間営業利益を2010年までに13億円に増加させる計画を発表しました。

当ファンドは、かかる本新株予約権のスキームは、当ファンドを差別し、日本の会社法上の株主平等原則に違反するものであると考えました。特に、かかる本新株予約権のスキームは、米国の典型的な「ポイズンピル」のように10%以上の株主全てに平等に適用されるものではなく、当ファンドおよび関連当事者のみを特定して不平等に取り扱うものであると考えました。

- 5) 2007年6月13日、当ファンドは、ブルドックに対する当ファンドの投資を保護するため、東京地方裁判所に、同社による本新株予約権の発行の差し止めを求める仮処分を申し立てました。当ファンドは、前述の株主平等原則を主張し、またブルドックは公開買付けを阻止し、当ファンドの保有率を減少させることのみを目的としており、不公正な発行であると主張しました。

2007年6月15日、当ファンドは、新株予約権のスキームに関わらず、当ファンドがブルドックの株主価値を最大化させる意思を有していることを示すため、公開買付け期間を30営業日延長し、また、ブルドックが2007年6月7日に発表した前述の計画を考慮して公開買付け価格を1株当たり1,700円に引き上げました。その1週間後、本新株予約権の発行は、ブルドックの本定時株主総会において、3分の2の株主の賛成により承認されました。

東京地方裁判所における裁判において、当ファンドは、当ファンドがグリーンメールに参与していたという主張に対して反論する法律意見書及びその他の文書を提出し、本新株予約権により金銭の支払を受けることにより財務上および課税上の不利益を受けること、またブルドックを所有しつつ経営には関わらないという当ファンドのスタンスは日本の会社法の基本原則に合致することを強く主張しました。同裁判所は、ブルドック勝訴の判決を下し、適切な経済的補償が与えられる場合には、株主総会の特別決議により、株主平等原則の例外が許容されるという解釈を示しました。当ファンドは、本新株予約権の発行は株主平等原則を侵害するものであり、また、当ファンドによる公開買付けがブルドックの企業価値を毀損するものではなく、本新株予約権により与えられる経済的補償が、ブルドック取締役会が既に低すぎるとして公開買付けに反対した価格に基づくものであったことを改めて訴えました。

- 6) 当ファンドは、東京高等裁判所に抗告し、両当事者は追加証拠を提出しました。東京高等裁判所は、当ファンドが要求した差止め命令の申立てを却下し、また、当ファンドを「濫用的買収者」と定義しました。「濫用的買収者」という用語には、日本又はその他の主要な金融市場において法的な定義は一切ありません。しかも、東京地方裁判所は既に、SPJSFはグリーンメーカーではなかったという決定を下していました。東京高等裁判所はまた、当ファンドが会社の支配権を取得しようとしてい

るにもかかわらず、会社の日常業務に関わる意思を有していないことから、当ファンドの株式の公開買付けは濫用的であるとしました。

- 7) 当ファンドは、東京高等裁判所がブルドックによる差別的取扱いを支持し、日本の金融市場に対して否定的な先例を作ったことは不当であると考え、最高裁判所に本件を抗告しました。2007年8月7日、最高裁判所は、当ファンドの抗告を棄却しましたが、当ファンドが「濫用的買収者」にあたるとはせず、また、買収防衛策が発動された場合に当ファンドが受け取る権利を有する経済的補償はより少ない額でよいとする東京高等裁判所の判示を支持することはしませんでした。したがって、当ファンドは、最高裁判所は東京高等裁判所の判断を事実上、覆したものと認識しております。
- 8) 第一審、即時抗告審、許可抗告審及び特別抗告審における訴訟の結果並びにその他の2007年3月1日付「必要情報リスト」1.5において開示請求されている事項については、別紙1.5-1から1.5-4（東京地方裁判所、東京高等裁判書及び最高裁判所の各決定書の写し）をご参照ください。また、別紙1.5-5として本回答書に添付した日本弁護士連合会前会長 弁護士 久保井 一匡による一連の決定に関する論文もご参照ください。

以上