

【表紙】

| | |
|------------|--|
| 【提出書類】 | 意見表明報告書 |
| 【提出先】 | 関東財務局長 |
| 【提出日】 | 2023年5月15日 |
| 【報告者の名称】 | 堺商事株式会社 |
| 【報告者の所在地】 | 大阪市北区中之島3丁目2番4号 |
| 【最寄りの連絡場所】 | 大阪市北区中之島3丁目2番4号 |
| 【電話番号】 | 06-7166-6180(代表) |
| 【事務連絡者氏名】 | 取締役 岡本 竜也 |
| 【縦覧に供する場所】 | 堺商事株式会社 (大阪市北区中之島3丁目2番4号) 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、堺化学工業株式会社をいいます。
- (注2) 本書中の「当社」とは、堺商事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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注6) 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、特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7) 本書中の「営業日」とは、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いいます。
- (注8) 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、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【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 堺化学工業株式会社
所在地 大阪府堺市堺区戎島町5丁2番地

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【当該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

当社は、2023年5月12日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

なお、当社の上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されています。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）スタンダード市場に上場している当社株式1,160,000株（所有割合：63.99%）（注1）を所有しており、当社を連結子会社としております。

（注1） 「所有割合」とは、当社が2023年5月11日に公表した2023年3月期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「当社決算短信」といいます。）に記載された2023年3月31日現在の発行済株式総数（1,813,090株）から、当社決算短信に記載された2023年3月31日現在の当社の所有する自己株式数（320株）を控除した株式数（1,812,770株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。以下、所有割合の記載について他の取扱いを定めない限り同じです。

この度、公開買付者は、2023年5月12日開催の取締役会において、当社株式の全て（公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社の株主が公開買付者のみとなるよう当社を非公開化することを目的とした取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、下記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「（ ）公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的」に記載のとおり、当社との関係を更に強化することで、意思決定の柔軟化・迅速化を推進するべく、当社の株主が公開買付者のみとなるよう当社を非公開化することを目的としていることから、買付予定数の上限を設定していないとのことです。

また、公開買付者は、当社の完全子会社化を企図しているため、本公開買付けにおいて、48,500株（所有割合：2.68%）（注2）を買付予定数の下限として設定しているとのことです。本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。

(注2) 買付予定数の下限は、当社決算短信に記載された2023年3月31日現在の発行済株式総数(1,813,090株)から、当社決算短信に記載された2023年3月31日現在の当社の所有する自己株式数(320株)を控除した株式数(1,812,770株)に係る議決権数(18,127個)の3分の2以上となる議決権数(12,085個)に当社株式1単元(100株)を乗じた株式数(1,208,500株)について、更に、公開買付者が所有する当社株式(1,160,000株)を控除した株式数(48,500株)を設定しているとのことです。このような買付予定数の下限を設定したのは、本公開買付けにおいて、公開買付者は、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているところ、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の株式併合の手続を実施する際には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることから、本取引を着実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者が当社の総株主の議決権の3分の2以上を所有することとなるようにするためとのことです。

なお、公開買付者は、上記のとおり、本書提出日現在、当社株式1,160,000株(所有割合:63.99%)を既に所有しているため、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)の買付予定数の下限は設定していないとのことです。また、公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て(公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載されている一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施することにより、当社を非公開化する予定とのことです。

公開買付者は、本公開買付けを含む本取引に要する資金を、株式会社三菱UFJ銀行(以下「三菱UFJ銀行」といいます。)からの借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに本銀行融資を受けることを予定しているとのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

() 本公開買付けの背景

公開買付者は、1918年6月に、公開買付者の現在の堺事業所(大阪府堺市堺区戎島町)にて、「堺精煉所」として創設され、その後、法人化すべく1920年5月に合資会社に組織変更(商号名:合資会社堺精煉所)を経た上で、1932年2月に「株式会社堺精煉所」に組織変更をしたとのことです(同年11月に商号を「株式会社堺精煉所」から、現在の「堺化学工業株式会社」に変更しているとのことです。)

公開買付者の株式については、1950年3月に証券会員制法人大阪証券取引所市場に上場し、1961年10月に証券会員制法人東京証券取引所(現、株式会社東京証券取引所)第一部に上場したとのことです。その後、2013年7月に東京証券取引所と株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)の現物市場の統合に伴い、東京証券取引所市場第一部に上場し、2022年4月4日に東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い、東京証券取引所のプライム市場に上場しているとのことです。

公開買付者は、その事業として、亜鉛華(酸化亜鉛)の製造を創業時である1918年6月から開始し、その後、順次、取り扱う化学工業製品の範囲を拡大してきたとのことです。すなわち、1920年11月にはバリウム製品の製造を開始し、1935年1月にはアナタース型の酸化チタンの工業的生産に成功し、1950年6月には金属石鹼(塩化ビニール用)である樹脂添加剤の製造を開始し、現在は、合計8グループの化学工業製品の製造及び販売を行っているとのことです。また、公開買付者は、これらの化学工業製品の製造及び販売に加えて、その完全子会社であるカイゲンファーマ株式会社(1964年3月設立)(住所:大阪市中央区)を通じて、医薬品及び医薬部外品の製造及び販売にも従事してきたとのことです。

公開買付者は、本書提出日現在において、当社を含む子会社18社(連結子会社16社及び非連結子会社2社)を有しておりますが(以下、公開買付者並びにその子会社を総称して「公開買付者グループ」といいます。)、それらの子会社は、上記の化学工業製品の製造・販売、又は医薬品若しくは医薬部外品の製造・販売に従事しているとのことです。

公開買付者グループは、2019年4月12日に、2020年3月期から2024年3月期を対象とする中期経営計画「SAKA INNOVATION 2023」(以下「公開買付者中期経営計画」といいます。)を策定し、公表をしたとのことです。公開買付者中期経営計画では、6つの事業領域(電子材料事業、酸化チタン・亜鉛製品事業(化粧品材料)、樹脂添加剤事業、触媒事業、化学その他事業(高屈折材料)、医療事業を指します。)を中心に収益向上を図り、そのための戦略投資として190億円を計画し、数値目標として掲げた営業利益80億円以上、営業利益率7%以上、ROE6%以上を達成し、新たな公開買付者グループ像の創造に挑戦することを明らかにしていたとのことです。

しかしながら、公開買付者中期経営計画の初年度にあたる2020年3月期では、米中貿易摩擦の影響により公開買付者グループの電子材料に関する収益が悪化したことから、営業利益は40.15億円、営業利益率4.6%、ROE3.3%となり、また、2021年3月期においては新型コロナウイルスの蔓延により、化粧品材料事業の収益が悪化したことから、営業利益は43.04億円、営業利益率5.1%、ROEマイナス3.6%となり、営業利益及びROEは2019年3月期に比べて落ち込んだとのことです。他方で、公開買付者中期経営計画の3年目である2022年3月期においては、市況の回復とともに、特に電子材料事業を中心に好調に推移し、また、化粧品材料についても下半期から海外市場を中心に回復を見せたことから、営業利益は74.94億円、営業利益率9.4%、ROE8.7%となったとのことです。その後、公開買付者中期経営計画の4年目である2023年3月期においては、下半期からの景気後退の影響で販売低迷が続き、利益を引き下げたことから、営業利益は44.07億円、営業利益率5.3%、ROE2.9%となっているとのことです。

公開買付者は、公開買付者中期経営計画の最終年度である2024年3月期において、公開買付者中期経営計画の最終目標値に到達できるよう、事業を運営していく所存とのことです。

一方、当社は、1936年2月に、公開買付者より貿易部を分離し、無機工業薬品の輸出を主とする堺商事株式会社として設立されました（なお、1943年5月に堺産業株式会社に変更しましたが、1948年1月に堺商事株式会社に商号を復旧しております。）。

当社の株式については、1994年4月に証券会員制法人大阪証券取引所（市場第二部特別指定銘柄）に上場し、1996年1月に証券会員制法人大阪証券取引所第二部に上場しました。その後、2013年7月に東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場の統合に伴い、東京証券取引所市場第二部に上場し、2022年4月4日に東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い、東京証券取引所スタンダード市場に上場しています。

当社は、化学工業薬品及びその関連商品の輸出・輸入、国内販売及び製造を事業内容とし、主に以下の商品を取り扱っています。

（ア）化成品（無機化学品・有機化学品・食品添加物）

無機、有機化学品を幅広く取り扱い、国内外に販売しております。その中でも、酸化チタンは優れた着色力と隠蔽力があると考えており、実際にも、自動車塗料のような高度な技術とハードな耐久性が要求されると考えられる分野はもちろん、印刷インキ、合成樹脂、繊維、製紙等、身の回りの多くの場面で使用されています。また、地球環境を保護する脱硝、脱臭触媒などを取り扱っております。

（イ）衛生材料

海外で普及が進む子供用オムツや、国内の高齢化で需要の拡大を見込んでいる大人用紙オムツ用の資材を販売しております。また、オムツの主原材料となる高吸水性樹脂の海外向け販売も行っております。

（ウ）合成樹脂

アクリル樹脂、ウレタン樹脂、エポキシ樹脂を主体として販売しており、樹脂製品としては、道路交通標識用の反射シート、安全衣類等の反射クロスを主に取り扱っております。

（エ）電子材料

チタン酸バリウムを中心とするペロブスカイト化合物（注1）等の提供をしております。これらは、超微細かつ分散性、焼結性に優れていると考えており、パソコン・スマートフォン等の情報通信機器やDVD等のデジタルAV機器をはじめとするエレクトロニクス機器に係る電子セラミックス部品に使用されております。

（オ）鉱産品・バイオマスエタノール

酸化チタン（注2）やストロンチウム化合物（注3）、バリウム化合物（注4）の原鉱石となるイルメナイト、セレストライト、パライト等の輸入を主に取り扱っています。パライトは、レントゲン撮影のときに造影剤として飲む医薬用硫酸バリウムの主原料です。

（カ）産業資材（建築資材・土木資材）

各種土のう、土木シート、目地材、防塵・防砂ネットをはじめとした建築・土木資材を中心に取り扱いしております。最近では、これまで蓄積してきた技術や実績を活かし、復興・除染といった環境・防災関連製品の開発・拡充にも取り組んでおります。

（注1） 「ペロブスカイト化合物」とは、チタン酸バリウムなどの3元系から成る遷移金属酸化物であり、セラミックスコンデンサや燃料電池等に用いられる化合物です。

（注2） 「酸化チタン」とは、チタンの化合物であり、白色顔料として、塗料・ゴム・インキ・樹脂等に用いられております。

（注3） 「ストロンチウム化合物」とは、ストロンチウムの化合物であり、脱鉛・脱カドミウム用添加剤として、セラミックスコンデンサ、フェライト磁石、金属精錬、蛍光灯用等に用いられております。

（注4） 「バリウム化合物」とは、バリウムの化合物であり、増量剤や中間原料として、塗料・インキ・電子材料・医薬品等に用いられております。

また、当社は、本書提出日現在、子会社7社（連結子会社6社及び非連結子会社1社）を有しておりますが、当社及びこれらの子会社（以下、総称して「当社グループ」といいます。）は、「社会にとって存在感のある企業を、社員にとって働き甲斐のある会社を目指す。」ことを経営理念としております。「存在感のある企業」であり続けるため、誠実と信用を基本とした、高い専門性を擁する「行動の企業集団」を目指しております。また、株主、投資家、取引先、社員そして地域社会等、ステークホルダーとの共存共栄を行動指針として、企業の社会的責任を果たすことを企業理念としております。

当社グループは、これらの経営理念に基づき、2019年3月20日に、2020年3月期から2024年3月期にかけての中期経営計画「Create New Value & Next Globalization」（以下「当社中期経営計画」といいます。）を発表し、（ ）世界市場に広く展開し持続的に発展するグローバル企業を目指すこと、（ ）社員が働き甲斐を感じ安心して働ける職場環境づくりを推進すること、及び（ ）取引先様から信頼を集める化学品商社となることをビジョンとし、当該ビジョンの実現に向けて主な経営課題に積極的に取り組んでおります。また、当該ビジョンを達成するために、以下の8点のアクションプランを掲げております。

- （ア）貿易比率を伸ばすべく海外における新市場・未開拓分野へ注力し海外事業の更なる拡大と深化を図る
- （イ）5年間で海外拠点を現在の8拠点から更に拡充し、約30名の要員（海外現地法人含む）を増やす
- （ウ）社員の多国籍化や女性・高齢者といった多様な力を競争力の源泉とし企業力向上を図る
- （エ）チャレンジを促し、強みを伸ばすために組織・制度を見直すとともに、人材のグローバルベースでの適材適所を推進する
- （オ）魅力・活気に溢れる企業集団を目指して職場環境の改善に取り組み、社員のモチベーション向上を図る
- （カ）化学品ビジネスにおいて「堺商事ならではの」価値を創造し、ステークホルダーのニーズに応えることにより社会に広く貢献する
- （キ）コーポレートガバナンスと内部統制システムの強化を通じた業務品質の向上を目指す
- （ク）経営環境の変化に耐えうる強い事業基盤を構築し、持続的な成長と企業価値の向上を目指す

また、当社中期経営計画においては、計画期間最終年度（2024年3月期）の連結目標数値として、営業利益9億円、ROE6%を掲げております。当該連結数値目標及び2023年3月期までの計画期間中の実績は以下のとおりです。

| | 2019年3月期 （実績） | 2020年3月期 （実績） | 2021年3月期 （実績） | 2022年3月期 （実績） | 2023年3月期 （実績） | 2024年3月期 （目標） |
|--------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 連結営業利益 | 664百万円 | 648百万円 | 858百万円 | 1,033百万円 | 1,089百万円 | 900百万円 |
| 連結ROE | 5.5% | 5.3% | 6.6% | 8.9% | 7.9% | 6.0% |

一方で、当社グループが属する化学品専門商社を取り巻く一般的な経営環境は、人口減少や高齢化による人材不足の恒常化や国内市場の縮小に加えて、新興国市場の拡大により市場の構造が急激に変化するとともに資源価格の上昇も継続しており、これに伴い販売先及び仕入先のグローバル化の加速や、急速な技術革新の波に晒されています。当社グループは、これらを当社グループの経営課題（以下「当社経営課題」といいます。）と捉えているところ、上記ビジョン（ ）及びアクションプラン（ア）から（ウ）は、これらの当社経営課題への対応策になると考えております。

当社と公開買付者の資本関係としては、公開買付者は、1936年に、公開買付者の貿易部を分社化し、当社を設立した時点以降、当社株式を所有しており（注1）、1983年9月時点では当社株式を2,937,640株所有しておりました（出資比率（注2）：48.96%）。その後、1987年12月11日には、公開買付者は、第三者割当増資の引受けにより、当社株式を2,000,000株取得し、当社株式に係る所有株式数を5,438,000株（出資比率：67.98%）まで増加させるに至り（注3）、1990年3月21日に第三者割当増資の引受けにより1,000,000株増加し6,438,000株（出資比率：71.53%）となり、同月30日に当社社員持株会への譲渡により38,000株減少し6,400,000株（出資比率：71.11%）となり、1994年4月1日に売出し（注4）により596,000株減少し5,804,000株（当時の所有割合：58.04%）（注5）となり、1995年4月1日から1996年3月31日までの間に第三者への売却（注6）により2,000株減少し5,802,000株（当時の所有割合：58.02%）（注7）となり、2003年4月1日から2004年3月31日までの間に第三者への売却により1,000株減少し5,801,000株（当時の所有割合：62.56%）（注8）となり、2004年4月1日から2005年3月31日までの間に第三者への売却により1,000株減少し、5,800,000株（当時の所有割合：62.55%）（注9）となりました。

その後、2017年10月1日に実施した当社株式5株に対して1株の割合による株式併合により、4,640,000株減少し1,160,000株（当時の所有割合：63.97%）（注10）となり、現在の所有1,160,000株（所有割合：63.99%）に至っております。

- (注1) 1983年9月時点以前の公開買付者が所有する当社株式数及び取得方法については、(ア)1936年の当社の設立に際して公開買付者が当社株式を取得したこと、並びに(イ)1949年3月31日、1953年10月2日、1961年11月11日、1963年10月1日、1967年3月1日、1969年3月1日、1970年7月1日、1974年3月1日、及び1979年10月1日に当社がそれぞれ実施した当社の株主を対象とする株主割当増資に際して公開買付者が当社株式を引き受けることで、当社株式を取得したものと公開買付者及び当社が認識していることの2点を除き、公開買付者及び当社の双方において記録上確認ができなかったことから記載をしておりません。
- (注2) 「出資比率」とは、当該時点の当社の発行済株式総数に占める割合をいいます（小数点以下第三位を四捨五入しております。）。当社の所有する自己株式数を確認できない箇所については、出資比率で記載しております。
- (注3) 1983年9月時点から1987年12月11日までの間に、公開買付者は当社株式に係る所有株式数を2,500,360株増加させるに至っています。しかしながら、公開買付者が、1987年12月11日に第三者割当増資の引受けにより、当社株式を2,000,000株取得したことを除き、それ以外の500,360株の取得の詳細（取得方法及び取得した当社株式数の詳細）については、公開買付者及び当社の双方において記録上確認ができなかったことから記載をしておりません。
- (注4) 当社は、1994年4月1日に当社株式を証券会員制法人大阪証券取引所へ上場しており、その際になされた売出しを指します。
- (注5) 1994年4月1日現在の発行済株式総数（10,000,000株）から、1994年3月31日現在の当社の所有する自己株式数（17株）を控除した数（9,999,983株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。
- (注6) 売却相手が不明のため記載をしておりません（また、売却の詳細についても明らかになっておりません。）。以下、本段落における「第三者への売却」について同じです。
- (注7) 1996年3月31日現在の発行済株式総数（10,000,000株）から、1996年3月31日現在の当社の所有する自己株式数（17株）を控除した数（9,999,983株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。
- (注8) 2004年3月31日現在の発行済株式総数（10,000,000株）から、2004年3月31日現在の当社の所有する自己株式数（726,570株）を控除した数（9,273,430株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。
- (注9) 2005年3月31日現在の発行済株式総数（10,000,000株）から、2005年3月31日現在の当社の所有する自己株式数（727,260株）を控除した数（9,272,740株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。
- (注10) 2017年9月30日現在の発行済株式総数（10,000,000株）から、2017年9月30日現在の当社の所有する自己株式数（933,655株）を控除した数（9,066,345株）について、2017年10月1日に実施した当社株式5株に対して1株の割合による株式併合を反映した株式数（すなわち、9,066,345株を5で除して得られる1,813,269株）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入しております。）をいいます。

() 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的

公開買付者グループは『グループの総合力を最大限に高め、社会のニーズにタイムリーに応える事業活動を展開する。以て盤石な経営基盤を構築し社会的貢献を希求』することを経営理念としているとのことです。公開買付者の創業は、鉛含有の白粉（おしろい）による健康被害が問題視されていた中、無鉛白粉の原料である酸化亜鉛の製造法の開発に成功したことから始まるとのことです。以来、思いやりの心と技術革新で社会の快適と安心を支える素材（マテリアル）づくりにこだわってきたとのことです。培った化学技術により生まれる素材（マテリアル）をベースとし、各ステークホルダーとともに持続可能なやさしい未来社会を実現する、この目的に向かって創造を続ける会社であることが公開買付者グループのミッションであるとのことです。

公開買付者は、成長市場であるアジアの販売強化の観点から、2019年7月下旬に、当社の完全子会社化の議論及び検討を開始したとのことです。

すなわち、当社の完全子会社化の議論及び検討を開始した当時、公開買付者グループの2019年3月期の連結売上高は89,541百万円であり、日本国内の売上高は71,720百万円と約80%を占めていたとのことです（なお、公開買付者グループの2021年度の売上高は80,135百万円であり、日本国内の売上高は65,849百万円と約80%を占めているとのことです。）。また、総務省が2019年4月26日に公表した「統計が語る平成のあゆみ」（統計トピックスNo.119）によると、総人口及び総人口に占める0～14歳、65歳以上及び75歳以上人口の割合の推移は、2023年から本格的な人口減少社会に入り、2030年の人口は1億2,644万人に減少すること

が見込まれていたとのことです(注1)。加えて、当社の完全子会社化の議論及び検討を開始した当時、人口減少により日本国内の経済成長率も鈍化しており、国際通貨基金IMFが2019年7月に公表した「世界経済見通し(改定見通し)」によると、日本のGDP成長率は2019年で0.9%、2020年で0.4%と見込まれていたとのことです。一方、アジアの新興市場国と発展途上国のGDP成長率は2019年で6.2%、2020年で6.0%と日本に比べて高い成長率が見込まれていたとのことです(注2)。

そのため、公開買付者は、2019年7月下旬に、公開買付者グループの持続的な成長のためには、成長市場であるアジアの販売強化は不可欠であるとの認識に至り、成長市場であるアジアの販売強化のための手段として、アジアにおいて複数の販売拠点を有する当社を完全子会社化することの議論及び検討を開始したとのことです。

(注1) 国立社会保障・人口問題研究所が、2023年4月26日に公表した「日本の将来人口推計(令和5年推計)結果概要」によれば、日本の総人口は2020年の1億2,615万人であったところ、以後、長期の人口減少過程に入ることとなっており、2030年には1億2,012万人に減少することが見込まれているとのことです。

(注2) 国際通貨基金IMFの「世界経済見通し(2023年1月改訂版)」によると、日本のGDP成長率は2023年で1.8%、2024年で0.9%と見込まれているとのことです。一方、アジアの新興市場国と発展途上国のGDP成長率は2023年で5.3%、2024年で5.2%と日本に比べて高い成長率が見込まれているとのことです。

上記のとおり、公開買付者は、2019年7月以降、当社の完全子会社化の議論及び検討を継続的に行ってまいりましたが、当社の完全子会社化を行わずとも、成長市場であるアジアの販売強化等を通じた公開買付者グループの持続的な成長は実現しえるとの結論に至ったため、当社の完全子会社化に向けた公開買付けの実施等の具体的な検討にまで進むことはなかったとのことです。

しかしながら、当社の完全子会社化を伴わない公開買付者グループの持続的な成長については、公開買付者グループにおいては、当社が上場会社であることから、公開買付者グループとしてのシナジーを發揮できる選択肢があるとしても、当社の少数株主の皆様への配慮もあり、例えば、アジア地域の売り上げを伸ばすための施策として、当社の海外販売子会社において、特に人材を中心とした経営資源の積極的な投入など(詳細は下記のシナジー(ア)をご参照ください。)、思い切った施策が実行できていないのが現状とのことです。

そのため、公開買付者は、2023年1月下旬、当社の完全子会社化を伴わない形でのアジアにおける販売強化等の実現には限界があると判断し、公開買付者グループ及び当社が持続的な成長を遂げるためには、当社の少数株主の皆様の利益の配慮の観点から生じる制限を取り除いた上で、今後成長が見込まれるアジア市場にネットワークを持つ当社の強みを活かし、アジアを中心とした海外販売網のネットワーク強化や電子材料を中心としたサプライチェーンの強化といった施策を通じた海外における販売強化に取り組むことが必要と考えるに至ったとのことです。

そして、公開買付者は、2023年1月下旬、上記のとおり公開買付者グループ及び当社が持続的な成長を遂げるためには、当社の少数株主の皆様の利益の配慮の観点から生じる制限を取り除く必要があると考え、そのための手段として、当社を完全子会社とすることが最適と判断したとのことです。

なお、公開買付者は、本取引を通じて当社を完全子会社化し、当社とより一層連携を深めることにより、以下のようなシナジーの実現を目指していくとのことです。

(ア) アジアを中心とした海外販売網のネットワーク強化

公開買付者グループは海外連結子会社を8社、海外非連結子会社を1社保有していますが、そのうち、当社の海外における販売会社が6社を占めており、アジアには中国、台湾、韓国、タイに拠点を構えているとのことです。しかし、アジア地域の2021年度売上高は11,635百万円、公開買付者グループの売上比率で約15%にとどまっているとのことです。当社の海外販売子会社における思い切った施策、例えば特に人材を中心とした経営資源の投入などは、アジア地域の売り上げを伸ばすための施策として、中長期的な観点から実施すべきものであったと判断したとしても、一時的にはこれら地域での収益を悪化させる場合もあり、当社の少数株主の皆様の期待に沿えない可能性や、短期的には資本市場から十分な評価が得られないことによる株価の不安定化のリスクを伴うことから、積極的に推進することはできなかったとのことです。

また、公開買付者が有する市場情報を当社の事業のために活用することが望ましいと考えられる場合において、当社が上場会社である現状では、当社の少数株主の皆様の利益の保護の観点から、当社において慎重に検討をする必要があり、機動的な行動をとることができず、実現に至らない局面もあったとのことです。

公開買付者は、当社の非公開化を通じて、親子上場に伴う親会社と当社の少数株主の皆様との間の利益相反を回避することで機動的な経営体制を構築でき、公開買付者及び当社が中長期的な視点に立脚した当社グループの成長戦略を推進することや、長期的な視野に立った経営資源配分や投資を行うことが

可能となり、また、更なる競争力強化を図るため、当社の販売拠点へ戦略的に経営資源を配分するだけでなく、当社が有する海外会社以外の公開買付者グループの海外会社との連携強化による海外販売網のネットワーク強化が可能になると考えているとのことです。具体的には、海外会社への集中的な人材配置、海外子会社間での情報やノウハウの共有による連携、販売強化が可能となると考えているとのことです。

(イ) 成長事業である電子材料の原料調達から販売サービスまでのサプライチェーンの更なる強化

公開買付者グループでは電子材料事業を成長事業と位置付けており、公開買付者としては、当社は電子材料事業の原料調達と製品販売に強みを有していると考えているとのことです。当社における原料調達は中国が中心ですが、カントリーリスクの観点から調達先の多様化を進めてきたとのことです。更なる安定調達のためには、海外の調達先への出資や現地法人の設立などの施策を積極的に行うことが考えられますが、このような海外における投資は中長期的な観点から実施すべきものであったとしても、一時的には当社の財務体質を悪化させる場合もあり、当社の少数株主の皆様への期待に沿えない可能性や、短期的には資本市場から十分な評価が得られないことによる株価の不安定化のリスクを伴うことから、積極的に推進することはできなかったとのことです。

公開買付者は、本取引を通じて当社を非公開化し、公開買付者と当社の少数株主の皆様との間にある利益相反を回避することで、機動的な経営体制を構築でき、原料調達のリスクヘッジを進めることで電子材料事業のサプライチェーンの更なる強化が可能になり、公開買付者グループの企業価値向上につながるものと考えているとのことです。

また、上記(ア)及び(イ)以外にも、新規事業創発のため当社のフットワークを活かした新規顧客獲得や新規分野への参入や、より実効性のある公開買付者グループ製品の販売体制の構築といったシナジー効果が期待できると考えているとのことです。

以上の検討過程を経て、公開買付者は、2023年1月23日に、当社に対して、当社を非公開化することについて議論したい旨の提案を口頭で行い、当社から、同日協議に応じる旨の口頭での回答を得たとのことです。

それを踏まえて、公開買付者は、本取引に関する本格的な検討を行うべく、2023年2月上旬に、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室（以下、三菱UFJ銀行コーポレート情報営業部財務開発室を「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。）を選任し、その後、2023年2月中旬に、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業及び弁護士法人アンダーソン・毛利・友常法律事務所（以下、総称して「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。）を選任したとのことです。

公開買付者は、上記のとおり公開買付者の外部専門家の体制を整えた後、2023年2月15日に、当社に対して、本取引に関する正式な検討を開始してもらうべく、当社の非公開化に関する提案書類（以下「非公開化提案書」といいます。）を送付したとのことです。これに対して、公開買付者は、当社から、2023年2月16日、当社の非公開化に向けて検討を継続して行う旨の口頭での回答を得たとのことです。

その上で、公開買付者は、非公開化提案書を当社に提出した2023年2月15日以降、当社に対して、法務・財務・税務等の観点からの各種デュー・ディリジェンスを実施するとともに、当社及び本特別委員会（下記「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に定義されます。）に対して、非公開化に関するより詳細な説明を行い、2023年5月11日に至るまで、公開買付者及び当社のシナジーの創出に向けた具体的な施策や、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件等について本格的な協議・検討を進めてきたとのことです。

具体的には、公開買付者は、2023年3月初旬から2023年4月中旬にかけて、法務・財務・税務等の観点からの各種デュー・ディリジェンスを実施し、当社から提供された各種資料（本事業計画（下記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に定義されます。）を含みます。）への精査や当社に対するインタビューを行い、当社に対する本公開買付価格の提案に向けた準備を行ったとのことです。また、この間、公開買付者によるデュー・ディリジェンスとは別に、公開買付者は、本特別委員会から本取引を実施する上での意義や目的等についての質問事項も2023年3月22日に受領し、2023年3月30日に本特別委員会に対して各質問事項に対する回答を行ったとのことです。

その後、公開買付者は、2023年4月5日に、当社の過去の株価推移（提案実施日の前営業日である2023年4月4日の当社株式の終値が3,400円、直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値が3,381円（小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値について同じです。）、直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値が3,247円、直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値が3,022円）、デュー・ディリジェンスの結果、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果、さらには当社から公開買付価格の引き上げに関する要請を受ける可能性を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,020円（2023年4月4日の東京証券取引所スタン

ダート市場における当社株式の終値3,400円に対して18.24%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム計算について同じです。）のプレミアムを加えた価格）としたい旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、2023年4月7日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、同日時点におけるSMB C日興証券株式会社（以下「SMB C日興証券」といいます。）による当社の株式価値の試算結果や当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を5,400円とする提案が行われたとのことです。その後、2023年4月11日、公開買付者は、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果、さらには当社から公開買付価格の引き上げに関する要請を受ける可能性を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,200円（提案実施日の前営業日の直近取引成立日である2023年4月5日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,390円に対して23.89%のプレミアムを加えた価格）としたい旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、2023年4月14日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、同日時点におけるSMB C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益、当社の2022年12月末時点の1株当たり連結自己資本（株主資本及びその他の包括利益累計額の合計をいいます。以下同じです。）の額である5,282円（1円未満四捨五入）などを勘案し、本公開買付価格を5,300円とする提案が行われたとのことです。その後、2023年4月18日、公開買付者は、本取引の実行後においても、当社の解散・清算を予定していないことから、当社の清算を前提とした価値評価手法は選択することができない旨、及び資産売却等の困難性や清算に伴う追加コストの発生等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではない旨の説明とともに、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果、さらには当社から公開買付価格の引き上げに関する要請を受ける可能性を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,350円（2023年4月17日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,425円に対して27.01%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行ったとのことです。なお、上記のとおり、本特別委員会から公開買付者への2023年4月14日の提案（提案価格：5,300円）において、本特別委員会において、当社の2022年12月末時点の1株当たり連結自己資本の額である5,282円（1円未満四捨五入）を勘案している旨の説明がなされていたため、公開買付者は、本取引の実行後においても、当社の解散・清算を予定していないことから、当社の清算を前提とした価値評価手法は選択することができない旨を、2023年4月18日に当社に伝えているとのことです。

これに対して、2023年4月20日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないが、公開買付者による当該説明も一定程度は首肯できることから、当該説明も踏まえつつ、同日時点におけるSMB C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を5,030円とする提案が行われたとのことです。その後、2023年4月25日、公開買付者は、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,500円（2023年4月24日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,375円に対して33.33%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行ったとのことです。これに対して、2023年4月28日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、当社の直近の市場株価の状況、本公開買付けと類似すると考える過去の公開買付け事例のプレミアム水準に加え、2023年4月27日時点におけるSMB C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を4,900円とする提案が行われたとのことです。その後、2023年5月8日、公開買付者は、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,650円（2023年5月2日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,320円に対して40.06%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行ったとのことです。

これに対して、2023年5月9日、本特別委員会によれば、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、当社の直近の市場株価の状況、本公開買付けと類似すると考える過去の公開買付け事例のプレミアム水準に加え、2023年5月8日時点におけるSMB C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、公開買付者に対し、本公開買付価格を4,700円以上とするよう要請する旨を決定したとのことです。そして、2023年5月10日、本特別委員会及び公開買付者の間でWEB会議を通じた協議・交渉を行い、公開買付者は、本特別委員会より、上記の2023年5月9日の本特別委員会における決定のとおり、公開買付者に対し、本公開買付価格を4,700円以上とするよう要請を受けたとのことです。

その後、2023年5月11日、公開買付者は、三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の算定結果を総合的に考慮し、本公開買付価格を4,700円（2023年5月10日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,295円に対して42.64%のプレミアムを加えた価格）とする提案を行ったとのことです。これに対して、公開買付者は、本特別委員会より、2023年5月11日、公開買付者からの本公開買付価格を4,700円とする提案を受け入れる旨の回答を受けたとのことです。

その結果、公開買付者は、2023年5月11日に、本公開買付価格について当社と合意したため、2023年5月12日開催の取締役会決議により、当社の非公開化を目的とした本取引の一環として、本公開買付けを開始することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

本書提出日現在、当社の取締役7名のうち1名が公開買付者の役員を兼務しております。公開買付者としては、本取引の完了後に、当社と協議を行った上で、当該協議を踏まえて必要に応じて、役員の変更の要否及び内容を検討する可能性はあるが、本公開買付け後の当社の経営体制について、現時点で具体的な変更は予定していないとのことです。

公開買付者は、当社を含む公開買付者グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、公開買付者グループ一体となり、更なる企業価値向上に向けて邁進していく予定とのことです。

なお、公開買付者は本取引後も当社が事業活動を行うことを前提としていることから、当社を解散・清算することは予定していないとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

() 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯

当社は、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「() 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った経緯・目的」に記載のとおり、公開買付者から、2023年1月23日に、当社を非公開化することについて議論したい旨の口頭の提案を受け、同日協議に応じる旨の口頭での回答を行いました。また、2023年2月15日に、本取引の検討・協議を開始したい旨の非公開化提案書を受領し、2023年2月16日、公開買付者に対して、当社の非公開化に向けて検討を継続して行う旨の口頭での回答を行いました。そして、当該回答を契機として、当社は、2023年2月中旬、本取引に関して、公開買付者及び当社から独立したS M B C日興証券及び森・濱田松本法律事務所に対して、公開買付者から上記意向が示されたことに対する対応に関する相談を開始いたしました。その後、当社は、本取引を本格的に検討すべく、2023年3月1日、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてS M B C日興証券を、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所をそれぞれ正式に選任しました。また、当社は、当社が公開買付者の連結子会社であり、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、公開買付者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。

具体的には、当社は、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2023年2月下旬から当社の独立社外取締役及び独立社外監査役から構成される特別委員会の設置に向けた準備を進めました。

その上で、2023年3月1日開催の当社取締役会における決議により、上田憲氏（当社独立社外取締役）、鶴田敏郎氏（当社独立社外監査役）、平井文彦氏（当社独立社外監査役）の3名から構成される特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の設置等の経緯、検討の経緯及び判断内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。）を設置し、本特別委員会に対し、(a) 当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、(b) 当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断した上で、当社取締役会において本取引の承認をするべきか否か（本公開買付けについて当社取締役会が賛同するべきか否か、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否かを含む。）について検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、並びに 当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること（以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問いたしました。加えて、当社取締役会は、当社取締役会における本取引に関する意思決定については、本公開買付けへの賛否を含め、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、及び本特別委員会が本取引の実施又は取引条件が妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の承認をしないものとする。こと、並びに本特別委員会に対して、当社が公開買付者との間で行う交渉に実質的に関与すること（必要に応じて、公開買付者との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び自ら公開買付者と交渉を行うことを含む。）、本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担する。）、又は当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認（事後承認を含む。）すること、並びに 必要に応じ、当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領することについて権限を付与すること等を決議しております（当該取締役会における決議の方法については、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。）。

また、当社は、下記「(6)本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、2023年3月1日開催の本特別委員会において、本特別委員会から、当社がS M B C日興証券をファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関とすること並びに森・濱田松本法律事務所をリーガル・アドバイザーとすることについて、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

さらに、当社は、下記「(6)本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」及び「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に關与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性及び公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けております。

() 検討・交渉の経緯

上記「() 公開買付者からの提案及び検討体制の構築の経緯」に記載の検討体制の構築の後、当社は、S M B C日興証券から当社株式の価値算定に関する説明及び公開買付者との交渉方針に関する助言を受けるとともに、森・濱田松本法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応等についての法的助言を受け、これらを踏まえ、本取引の是非及び取引条件の妥当性について慎重に検討を行ってまいりました。

具体的には、当社は、2023年2月15日に公開買付者から受領した非公開化提案書により、公開買付者から、本取引の意義・目的について当社を完全子会社化することで、親子上場に伴う当社少数株主の皆様と公開買付者の利益相反の可能性を回避し、グループ全体の事業ポートフォリオの最適化に向けて、意思決定の柔軟化・迅速化を推進し、これにより公開買付者グループの企業価値向上を図りたいという旨の説明を受けたことを踏まえて、本特別委員会における検討・協議を進めました。本特別委員会は、2023年3月22日、公開買付者に対し、本取引の意義・目的及び本取引の手続・条件に関して書面による質問をしたところ、2023年3月29日、公開買付者から当該質問事項について書面による回答を受け、また、2023年3月30日開催の本特別委員会において、公開買付者から当該質問事項に対する回答を含む本取引の意義・目的及び本取引の手続・条件に関する説明を受け、これに対する質疑応答を行いました。公開買付者による当該回答及び説明を踏まえ、当社はさらに、本取引の意義・目的及び本取引の手続・条件に関し、本特別委員会における検討・協議を行いました。

また、本公開買付価格については、当社は、2023年4月5日、公開買付者より、本公開買付価格を4,020円とする提案を受領しました。これに対して、2023年4月7日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、2023年4月6日時点におけるS M B C日興証券による当社の株式価値の試算結果や当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を5,400円とする提案を行いました。その後、2023年4月11日、当社は、公開買付者より、本公開買付価格を4,200円とする提案を受領しました。これに対して、2023年4月14日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、2023年4月13日時点におけるS M B C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益、当社の2022年12月末時点の1株当たり連結自己資本の額である5,282円（1円未満四捨五入）などを勘案し、当該金額を上回る価格として本公開買付価格を5,300円とする提案を行いました。その後、2023年4月18日、当社は、公開買付者より、本取引の実行後においても、当社の解散・清算を予定していないことから、当社の清算を前提とした価値評価手法は選択することができない旨、及び資産売却等の困難性や清算に伴う追加コストの発生等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではない旨の説明とともに、本公開買付価格を4,350円とする提案を受領しました。これに対して、2023年4月21日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、当社の1株当たり連結自己資本の額も勘案すべきではあるものの、公開買付者による当該説明も一定程度は首肯できること、2023年4月20日時点におけるS M B C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を5,030円とする提案を行いました。その後、2023年4月25日、当社は、公開買付者より、本公開買付価格を4,500円とする提案を受領しました。これに対して、2023年4月28日、本特別委員会より、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、当社の直近の市場株価の状況、本公開買付けと類似すると考える過去の公開買付け事例のプレミアム水準に加え、2023年4月27日時点におけるS M B C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、本公開買付価格を4,900円とする提案を行いました。その後、2023年5月8日、当社は、公開買付者より、本公開買付価格を4,650円とする提案を受領しました。これに対して、2023年5月9日、本特別委員会は、当社の少数株主の利益保護の観点から、当社が当該公開買付価格での公開買付けに賛同することは支持できないとして、当社の直近の市場株価の状況、本公開買付けと類似すると考える過去の公開買付け事例のプレミアム

水準に加え、2023年5月8日時点におけるS M B C日興証券による当社の株式価値の試算結果、当社の既存株主の利益などを勘案し、公開買付者に対し、本公開買付価格を4,700円以上とするよう要請する旨を決定しました。そして、2023年5月10日、本特別委員会及び公開買付者間でWEB会議を通じた協議・交渉を行い、本特別委員会より、上記の2023年5月9日の本特別委員会における決定のとおり、公開買付者に対し、本公開買付価格を4,700円以上とするよう要請しました。その後、2023年5月11日、当社は、公開買付者より、本公開買付価格を4,700円とする提案を受領しました。かかる提案に対し、2023年5月11日、本特別委員会より、公開買付者からの当該提案を受諾する旨の回答を行ったことで、当社は、公開買付者との間で本公開買付価格を4,700円とすることに合意に至りました（なお、当該金額が当社の2023年3月31日現在の1株当たり連結自己資本の額5,282円（1円未満四捨五入）を下回ることについての当社の見解は下記「（ ）当社の意思決定の内容」を、本特別委員会の見解は下記「(6)本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」の「（ ）判断内容」を、それぞれご参照ください。）。

（ ）当社の意思決定の内容

以上の経緯のもとで、当社は、2023年5月12日開催の当社取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、並びにS M B C日興証券から受けた財務的見地からの助言及び2023年5月11日付で提出を受けた当社株式の価値算定結果に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された答申書（以下「本答申書」といいます。）において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に検討・協議を行いました。

当社としては、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」の「（ ）本公開買付けの背景」に記載のとおり、当社グループが属する化学品専門商社を取り巻く一般的な経営環境は、人口減少や高齢化による人材不足の恒常化や国内市場の縮小に加えて、新興国市場の拡大により市場の構造が急激に変化するとともに資源価格の上昇も継続しており、これに伴い販売先及び仕入先のグローバル化の加速や、急速な技術革新の波に晒されているところ、当社グループは、これらを当社経営課題と捉えており、当社中期経営計画に係るビジョン（ ）及びアクションプラン(ア)から(ウ)が、当該当社経営課題への対応策になると考えております。その上で、当社が公開買付者の完全子会社となることで、これまで公開買付者と当社が親子上場の関係であるために制約のあったグループ各社の経営資源の相互活用を進め、更なるグループ各社の連携強化や、中長期的な視点での経営戦略の実行を推進することが可能になると考えており、これは、当社中期経営計画のアクションプラン(ア)から(ウ)と整合し（なお、本取引と当社中期経営計画のアクションプラン(ア)から(ウ)の関係については、下記の当社が本取引によって実現可能と考える具体的なシナジーにおいて記載いたします。）、ひいては当社中期経営計画のビジョン（ ）とも整合するものであり、当社グループの成長にとっても望ましいと考えております。

また、当社が公開買付者の完全子会社となることで、親子上場に伴う潜在的な利益相反構造や100%資本関係のあるグループ会社と比して存在する経営資源（情報・ノウハウ、人材等）の相互活用の制約を解消し、機動的な意思決定を可能とするグループ体制やグループのサプライチェーンを再構築することでグループ最適を実現し、公開買付者グループと一体となって共通利益・シナジーの創造を徹底的に追求することが可能になり、当社グループを含めた公開買付者グループの中長期的な企業価値向上にも資することになると考え、当社は、2023年5月12日、本取引が当社の企業価値の向上に資するとの結論に至りました。

当社が本取引によって実現可能と考える具体的なシナジーは、以下のとおりです。

（ア）海外戦略における協働

当社は、アジアでは韓国・台湾・上海・タイ・インドネシアに拠点があり、一方で、公開買付者は、ベトナム・タイに拠点があるところ、当社が公開買付者と協働して当該拠点の現地で商社活動を行うことで、公開買付者における原材料調達先の画一化と、当社における商圏拡大が図られるというメリットがあると考えております。これまでの連結親子会社という関係においては、公開買付者及び当社のいずれもが上場会社であることから、独立性の観点に照らして情報の共有に一定の障壁があり、スムーズな協働が行えておりませんでした。当社が公開買付者の完全子会社となることで、より円滑な情報共有が可能になり、より戦略的に商業活動を実施し、商圏拡大が可能になると考えております。また、アジア以外の領域での商業活動においても、当社と公開買付者が協働して商業活動を行うことにより更なる商圏拡大が図られると考えております。このシナジーは、当社中期経営計画のアクションプラン(ア)及び(イ)の実現にもつながるものであり、当社経営課題への対応策になると考えております。加えて、当該シナジーは当社グループ側だけでなく、当社グループ以外の公開買付者グループ側にも生じるものであり、当社グループを含めた公開買付者グループの中長期的な企業価値向上にも資することになると考えております。

(イ) 公開買付者が保有する技術の活用

当社の特定子会社であるPT. S & S Hygiene Solution (以下「S & S」といいます。)は、インドネシアにおいて衛生材料向けのフィルム製造を営んでおりますが、S & Sの強みは、プラスチック成膜技術にあると考えております。S & Sが保有する成膜技術と公開買付者が保有する生産技術を組み合わせた共同研究、共同開発を通じてグループ全体の技術力が向上するのみならず、将来的には他社から仕入を行っている原材料について、グループ内での内製化も可能になると考えております。また、公開買付者が保有する品質管理に関する知見等、化学品メーカーとしてのノウハウを取り入れることで、歩留まりの改善等を期待することができ、これまで以上に効率的な生産体制の確立や収益性の改善が可能になると考えております。これまでの連結親子会社という関係においては、公開買付者及び当社のいずれもが上場会社であることから、独立性の観点に照らして情報共有及び技術交流に一定の制限があったところ、当社が公開買付者の完全子会社となることで、当該制限に服することなく、これまで以上に技術交流を推進し、両者の技術を合わせることでS & Sのプラスチック成膜技術を更に発展させ、原価の低減効果や開発力を向上させることが期待できると考えております。衛生材料の需要は世界景気に左右されるリスクが低く、そのため安定的に需要が拡大すると考えている分野であり、当該分野におけるシナジーの発現による事業の拡大は、当社グループの企業価値向上に資することになると考えております。

(ウ) 人材不足の解消

昨今の人口減少や少子高齢化による人材不足の恒常化の影響により、当社は人材確保に課題を抱えております。これまでの連結親子会社という関係においては、公開買付者及び当社のいずれもが上場会社であることから、独立性の観点に照らして当社と公開買付者は両者別々に採用活動を行う必要があり、また、人材交流もあまり活発に行われておりませんでした。本取引を通じて当社が公開買付者の完全子会社となることで、当社と公開買付者間の人事異動の障壁が撤廃され、採用ツールや窓口の一本化による採用活動の合理化や双方向の人材交流の活発化が可能になることで、人材不足の解消に繋がると考えております。このシナジーは、当社中期経営計画のアクションプラン(イ)及び(ウ)の実現にもつながるものであり、当社経営課題への対応策になることにより、当社グループの企業価値向上にも資することになると考えております。

(エ) 上場維持コストの負担軽減

本取引により当社が公開買付者の完全子会社となり、当社株式が上場廃止されることにより、監査費用、株主総会の運営に関する費用、株主名簿管理人への事務委託に関する費用等の上場維持にかかるコストを削減することが可能です。一方で、上場廃止に伴うデメリットとして、知名度の低下により人材確保が難しくなる可能性も想定され得ますが、上記シナジー(ウ)に記載のとおり、公開買付者との間の人材交流の活発化が期待でき、また、上場会社である公開買付者のグループの一員であり続けることから、当該デメリットは限定的と考えております。

また、現在の公開買付者の上場子会社として上場を維持するための体制や業務負担は、近年の新市場区分における上場維持基準への適合対応及びコーポレートガバナンス・コードの改訂への対応のために年々増大しております。具体的には、上場維持基準を維持するために流通株式数及び流通株式時価総額の推移を管理するコスト及び業務負担、また、コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴うコーポレート・ガバナンス報告書等における開示内容の拡充要請への対応等のコスト及び業務負担があります。本取引により当社が公開買付者の完全子会社となり、当社株式が上場廃止されることによって、これらのコスト及び業務負担を軽減できると考えております。

また、当社は、2023年5月12日開催の当社取締役会において、以下()から()の点から、本公開買付価格である1株当たり4,700円は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- () 本公開買付価格(4,700円)が、下記「(3) 算定に関する事項」に記載されているS M B C日興証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果(3,157円~3,381円)のレンジの上限を上回るとともに、類似上場会社比較法に基づく算定結果(2,711円~5,545円)及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)に基づく算定結果(4,221円~7,498円)の範囲内であること。
- () 本公開買付価格である4,700円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2023年5月11日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,590円に対して30.92%のプレミ

アムを加えた価格、直近1ヶ月間の終値単純平均値3,381円に対して39.01%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の終値単純平均値3,360円に対して39.88%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の終値単純平均値3,157円に対して48.88%のプレミアムを加えた価格であり、本公開買付価格のプレミアムは、本取引が親会社による上場子会社の完全子会社化を目的とした取引であることから、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」といいます。）を公表した2019年6月28日以降に公表され、かつ、成立した本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（支配株主による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例のうち公開買付けが成立した事例43例）におけるプレミアムの水準（公表日の直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（それぞれ43.04%、40.47%、43.54%）に照らした場合、直前の株価の変動の影響を受けやすい直近1ヶ月間については中央値を若干下回っているものの、より長期的な株価の動向を反映した直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間については、前者はほぼ中央値に位置しており、かつ、後者に至っては、中央値を優に上回っていることから、類似案件と比較して遜色ない合理的な水準と認められること。

- () 本公開買付価格は、当社の2023年3月31日現在の1株当たり連結自己資本の額5,282円（1円未満四捨五入）から11.02%（小数点以下第三位を四捨五入）下回っているが、連結自己資本の金額は将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の株式価値の検討において重視することは合理的でないと考えられること、また、当社において、当社が清算を実施した場合に当社の株主の皆様に対して分配することができる金額について具体的に計算しているわけではないものの、当社の資産の構成を踏まえると、2023年3月31日現在（以下、本項目における当社資産の内訳に係る基準日について同じです。）の資産合計額22,350百万円（百万円未満を四捨五入。以下、本項目における当社の各資産額について同じです。）の中には、即時かつ一括による簿価相当額での売却が困難と考えられる資産として、棚卸資産3,145百万円、及びインドネシアにおけるPT. Multi Spunindo Jayaとの合併会社である当社子会社（S & S）が保有する製造設備を主体とする有形固定資産2,178百万円が、また、当社の清算によって資産性が失われると考えられる資産として、ソフトウェアを主体とする無形固定資産88百万円が含まれるなど、当社の清算によって資産価値が簿価よりも毀損する可能性のある資産が合計で5,410百万円（資産合計額に対する割合約24.2%）と相当額含まれていること、並びに当社の清算に伴い事業所閉鎖に係る費用、従業員に対する割増退職金及び弁護士費用等の相当程度の追加コストが発生することが見込まれること（特に、当社グループにおいては、当社の子会社7社全社が海外に所在する法人であるところ、手法の如何にかかわらず、事業の清算に係る手続を遂行する上で相当程度の費用が発生することも否定できないこと）等を踏まえると（なお、当社としては清算を予定しているわけではないため、上記の資産価値が簿価よりも毀損する可能性のある資産に係る当該毀損額の具体的な計算及び上記の追加コストに係る見積書の取得を行っておりません。）、仮に当社が清算する場合、連結自己資本の金額が同額で換価されるわけではなく、現実的には連結自己資本から相当程度に毀損された金額となることが想定されること等を踏まえると、1株当たり連結自己資本の額を下回することを理由に、本公開買付価格の妥当性が損なわれるものとはいえないと考えられること（なお、当社において、上記のとおり清算を前提とする見積書の取得は行っておりませんが、本公開買付価格が、具体的な検討を経て概算された想定清算コスト等を勘案して算出される想定清算価値を上回っていることの確認までは行っておりません。）。
- () 下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を回避するための措置等が採られていること等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること。
- () 本公開買付価格が、上記利益相反を回避するための措置等が採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われた上で決定された価格であること。より具体的には、本特別委員会が、当社より適時に状況の報告を受けた上で、取引条件に関する交渉について意見を述べ、公開買付者と直接の交渉を行うこと等により、本取引に係る取引条件に関する交渉過程に実質的に関与していたこと。
- () 当該価格は、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると判断されていること。

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2023年5月12日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

当該取締役会における決議の方法については、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるＳＭＢＣ日興証券に対し、当社株式価値の算定を依頼し、2023年5月11日付で、本株式価値算定書を取得いたしました(注)。ＳＭＢＣ日興証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していません。なお、ＳＭＢＣ日興証券は、当社の取引金融機関である株式会社三井住友銀行(以下「三井住友銀行」といいます。)(2023年3月31日現在における当社の借入額は700百万円です。)と同じ株式会社三井住友フィナンシャルグループ企業の一員であります。当社は、ＳＭＢＣ日興証券の算定機関としての実績に鑑み、かつ、弊害防止措置としてＳＭＢＣ日興証券における当社株式の株式価値算定を実施する部署とその他の部署及び三井住友銀行との間で所定の情報遮断実施が講じられていること、当社とＳＭＢＣ日興証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施していること、並びにＳＭＢＣ日興証券は公開買付者及び当社の関連当事者には該当しないことを踏まえると、ＳＭＢＣ日興証券にはファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての独立性が確保されていると考えられ、当社がＳＭＢＣ日興証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと考えられることに鑑み、ＳＭＢＣ日興証券をファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。本取引に係るＳＭＢＣ日興証券の報酬は、本公開買付けの開始及び本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行等も勘案の上、上記の報酬体系によりＳＭＢＣ日興証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。また、本特別委員会は、2023年3月1日の本特別委員会において、ＳＭＢＣ日興証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認しております。なお、当社は、本取引に際して実施されている他の本公開買付価格の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(具体的な内容については、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」をご参照ください。)を踏まえると、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考え、ＳＭＢＣ日興証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していません。

(注) ＳＭＢＣ日興証券は、本株式価値算定書の作成にあたり、その基礎とされている資料及び情報が全て正確かつ完全なものであることを前提とし、その正確性及び完全性に関して独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではなく、提供された情報が不正確又は誤解を招くようなものであるとする事実又は状況等につき当社において一切認識されていないことを前提としております。また、当社及びその関係会社の資産又は負債に関して、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関に対する評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。これらの資料及び情報の正確性及び完全性に問題が認められた場合には、算定結果は大きく異なる可能性があります。さらに、当社及びその関係会社に関する未開示の訴訟、紛争、環境、税務等に関する債権債務その他の偶発債務・簿外債務並びに本株式価値算定書に重大な影響を与えるその他の事実については存在しないことを前提としております。ＳＭＢＣ日興証券が、本株式価値算定書で使用している事業計画等は、算定基準日における最善の予測及び判断に基づき、当社により合理的かつ適正な手続に従って作成されたことを前提としております。また、本株式価値算定書において、ＳＭＢＣ日興証券が提供された資料及び情報に基づき提供された仮定を置いて分析を行っている場合には、提供された資料、情報及び仮定が正確かつ合理的であることを前提としております。ＳＭＢＣ日興証券は、これらの前提に関し、正確性、妥当性及び実現性について独自の検証は行っておらず、その義務及び責任を負うものではありません。なお、ＳＭＢＣ日興証券の算定結果は、ＳＭＢＣ日興証券が当社の依頼により、当社取締役会が本公開買付価格を検討するための参考に資することを唯一の目的として当社に提出したものであり、当該算定結果は、ＳＭＢＣ日興証券が本公開買付価格の公正性について意見を表明するものではありません。

() 算定の概要

ＳＭＢＣ日興証券は、本公開買付けにおいて、複数の算定手法の中から当社の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場

株価が存在することから市場株価法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似上場会社との比較による当社の株式価値の類推が可能であることから類似上場会社比較法を、将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を算定手法として用いて、当社の株式価値の算定を行い、当社は、SMB C日興証券から2023年5月11日付で本株式価値算定書を取得しております。

本株式価値算定書において、上記各手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法 : 3,157円から3,381円
類似上場会社比較法 : 2,711円から5,545円
DCF法 : 4,221円から7,498円

市場株価法においては、2023年5月11日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日までの直近1ヶ月の終値単純平均値3,381円、直近3ヶ月の終値単純平均値3,360円及び直近6ヶ月の終値単純平均値3,157円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,157円から3,381円と算定しております。

類似上場会社比較法においては、当社と比較的類似する事業を営む上場会社として明和産業株式会社、三洋貿易株式会社、株式会社高速、ソーダニッカ株式会社、巴工業株式会社及び昭栄薬品株式会社を選定した上で、企業価値に対するEBITDAの倍率、企業価値に対する営業利益の倍率及び株式時価総額に対する親会社株主に帰属する当期純利益の倍率を用いて、当社株式の株式価値算定を行い、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,711円から5,545円と算定しております。

DCF法においては、当社が作成した2023年3月期から2028年3月期までの6期分の事業計画（以下「本事業計画」といいます。）における収益予測や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2023年3月期第4四半期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を4,221円から7,498円と算定しております。なお、割引率は6.36%から7.77%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長法及びマルチプル法を採用し、永久成長法では永久成長率を-0.25%から0.25%とし、マルチプル法では企業価値に対するEBITDAの倍率を5.8倍から7.0倍として当社株式の1株当たり株式価値を算定しております。

SMB C日興証券がDCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりです。なお、以下の財務予測において、取扱高及び利益の大幅な増減を見込んでいる事業年度はありません（なお、フリー・キャッシュ・フローについては、大幅な変動を見込んでいる事業年度が含まれておりますが、かかる変動は取扱高の増減に伴う運転資本の変動に対応するものとなります。）。また、本取引実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測には加味しておらず、また、以下の財務予測に係る数値には、当社が2023年5月12日付で公表しました「特別損失計上に伴う2024年3月期 第2四半期（累計）及び通期連結業績予想の修正に関するお知らせ」における特別損失の計上及びこれに伴う業績予想の下方修正の影響は織り込んでおりません。

なお、当該財務予測については、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

| (単位：百万円) | 2023年3月期 (3ヶ月間) | 2024年3月期 | 2025年3月期 | 2026年3月期 | 2027年3月期 | 2028年3月期 |
|---------------|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 取扱高(注) | 10,646 | 46,800 | 48,900 | 51,100 | 53,400 | 55,800 |
| 営業利益 | 234 | 926 | 1,048 | 1,179 | 1,310 | 1,451 |
| EBITDA | 294 | 1,141 | 1,265 | 1,399 | 1,532 | 1,673 |
| フリー・キャッシュ・フロー | 64 | 1,204 | 204 | 267 | 325 | 320 |

(注) 当社グループの営業取引には、財又はサービスを当社グループが自ら提供する履行義務を負ういわゆる「本人取引」と、財又はサービスが他の当事者によって提供されるよう当社グループが手配する履行義務を負ういわゆる「代理人取引」があります。「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号2020年3月31日。以下本段落において同じです。)においては、本人取引では財又はサービスの対価の総額を当社グループの売上高として認識する一方で、代理人取引では対価の総額ではなく当社グループの顧客から受領する手数料相当部分のみの純額を当社グループの売上高として認識するため、各取引形態に応じて売上高の認識方法が異なります。しかしながら、当社グループの営業取引においては両取引形態が同一商材を扱う上でも幅広く混在してい

ること、及び以下の3点の要素が考えられることから、当社グループでは、本人取引及び代理人取引の双方について総額売上高による業績把握を実施しております。

本人取引及び代理人取引上の営業利益率に重要性のある差異はなく、それらを要因とした利益に与える影響は軽微であるにもかかわらず、売上高の認識方法の相違により表面上の売上総利益率に大きな差異が発生してしまうこと。

営業取引における採算性と運転資金の効率性判断において純額売上方式は親和性に乏しいこと。

当社の代理人取引はいわゆる「売り切り・買い切り」モデルが主体であり、営業債権及び債務は総額取引に基づいて発生するため、取引先の信用情報管理等の把握と分析においては総額売上高の基準が望ましいこと。

以上より、当社グループでは、業績管理要素として総額売上高を「取扱高」として数値化し業績分析や将来計画の策定に活用しており、純額売上高による将来計画の策定は行っておりません。したがって、本事業計画は「収益認識に関する会計基準」の適用前の総額売上高である取扱高の数値を記載しております。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際して、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、三菱UFJ銀行財務開発室は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのことです。

なお、法人としての三菱UFJ銀行は、公開買付者及び当社に対して融資（2023年3月31日現在における公開買付者の借入額は5,362百万円であり、2023年3月31日現在における当社の借入額は3,066百万円です。）を行っており、また、公開買付者に対して本公開買付けの決済に必要な資金の融資をすることが予定されており、公開買付者及び当社と重要な利害関係を有していると考えられるものの、同行は、銀行法（昭和56年法律第59号。その後の改正を含みます。）第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則（昭和57年大蔵省令第10号。その後の改正を含みます。）第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、出資及び貸付を行う同行の別部署とは独立した立場から、当社株式の株式価値の分析を行うことができる体制を構築しているものと考えられるので、公開買付者は、当社株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられていると判断し、三菱UFJ銀行財務開発室を公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関に選定しているとのことです。

() 算定の概要

三菱UFJ銀行財務開発室は、複数の算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式の価値を多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価分析を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較分析を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにディスカунティッド・キャッシュ・フロー分析（以下「DCF分析」といいます。）を採用して、当社株式の株式価値を算定し、公開買付者は、三菱UFJ銀行財務開発室から2023年5月11日付で株式価値算定書（以下「公開買付者株式価値算定書」といいます。）を取得しているとのことです。なお、公開買付者は、下記「(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載された各措置をもって、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えており、三菱UFJ銀行財務開発室から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

公開買付者株式価値算定書によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価分析 : 3,157円から3,590円
類似会社比較分析 : 3,593円から4,218円
DCF分析 : 4,040円から4,834円

市場株価分析では、2023年5月11日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日の終値3,590円、直近1ヶ月間（2023年4月12日から2023年5月11日まで）の取引成立日の終値単純平均値3,381円、直近3ヶ月間（2023年2月13日から2023年5月11日まで）の取引成立日の終値単純平均値3,360円、及び直近6ヶ月間（2022年11月14日から2023年5月11日まで）の取引成立日の終値単純平

均値3,157円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を3,157円から3,590円までと算定しているとのことです。

類似会社比較分析では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場会社の市場株価と収益等を示す財務指標との比較を通じて、当社の株式価値を分析し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を、3,593円から4,218円までと算定しているとのことです。

DCF分析では、本事業計画、当社に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した公開買付けによる2024年3月期以降の当社の将来の収益予想や投資計画に関する財務予測に基づき、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割引くことにより当社の株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を4,040円から4,834円までと分析しているとのことです。なお、三菱UFJ銀行財務開発室がDCF分析において前提とした本事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいないとのことです。また、本取引により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとのことです。

公開買付け者は、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、経済産業省が公正M&A指針を公表した2019年6月28日以降に公表され、かつ、成立した本公開買付けと同種の発行者以外の者による株券等の公開買付けの事例（支配株主による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例52件）において付与されたプレミアム水準（公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値それぞれからのプレミアムの中央値（約39.93%程度から約42.93%程度）・平均値（約40.98%程度から約43.25%程度））、当社株式の市場株価の動向、公開買付け者において実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、本公開買付けに対する応募の見通し及び三菱UFJ銀行財務開発室から取得した公開買付け者株式価値算定書の算定結果において、市場株価分析による算定結果の上限を上回るものであり、また、類似会社比較分析による算定結果の上限を上回り、DCF分析による算定結果の範囲内であること等を総合的に勘案し、当社との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2023年5月12日に、本公開買付け価格を1株当たり4,700円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付け価格である4,700円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2023年5月11日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,590円に対して30.92%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値3,381円に対して39.01%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値3,360円に対して39.88%のプレミアムを加えた価格、直近6ヶ月間の取引成立日の終値単純平均値3,157円に対して48.88%のプレミアムを加えた価格とのことです。また、本公開買付け価格は、本書提出日の前営業日である2023年5月12日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値3,385円に対して38.85%のプレミアムを加えた価格となるとのことです。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場しておりますが、公開買付け者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本スクイーズアウト手続が実施された場合には、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することができなくなります。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付け者は、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社を非公開化する方針であり、本公開買付けにより、公開買付け者が当社株式の全て（公開買付け者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下に述べる方法により、公開買付け者が当社株式の全て（公開買付け者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを予定しているとのことです。

株式売渡請求

本公開買付けの成立後、公開買付け者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付け者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、公開買付け者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付け者及び当社を除くものとし、以下「本売渡株主」といいます。）の皆様に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。本

株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を本売渡株主の皆様に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して本株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が取締役会の決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、本売渡株主の皆様の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式売渡請求において定めた取得日をもって、本売渡株主の皆様からその所有する当社株式の全てを取得することです。そして、公開買付者は、本売渡株主の皆様に対し、本売渡株主の皆様が所有していた当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社は、公開買付者より本株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において本株式売渡請求を承認する予定です。

本株式売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、本売渡株主の皆様は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められております。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式併合

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、当社に対し、会社法第180条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを当社に要請する予定であり、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。なお、本臨時株主総会の開催日は、2023年9月中旬を予定しているとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた株主の皆様に対し、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。以下同じです。）の皆様へ交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者のみが当社株式の全て（当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様が所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。当社は本公開買付けが成立した場合には、公開買付者によるこれらの要請に応じる予定です。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、所定の条件を充たす場合には、公開買付者及び当社を除く当社の株主の皆様は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様が所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定とのことです。本株式併合に反対する当社の株主の皆様は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記及びの各手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主の皆様が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付価格の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等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、本書提出日現在において、当社が公開買付者の連結子会社であり、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と当社の少数株主の皆様との間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存在する取引に該当することに鑑み、本公開買付けの公正性を担保し、利益相反を回避する観点から、それぞれ以下のような措置を講じております。

また、公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本書提出日現在、当社株式1,160,000株（所有割合：63.99%）を既に所有しているため、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)の買付予定数の下限を設定していないとのこと。もっとも、公開買付者及び当社は、公開買付者及び当社において以下 から の措置を実施していることから、当社の少数株主の皆様への利益には十分な配慮がなされていると考えております。

なお、以下の記載のうち公開買付者において実施した措置等については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室に対して、公開買付者株式価値算定書の提出を依頼し、2023年5月11日付で公開買付者株式価値算定書を取得しているとのこと。三菱UFJ銀行財務開発室は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないとのこと。なお、法人としての三菱UFJ銀行と公開買付者の利害関係及び公開買付者が三菱UFJ銀行財務開発室から取得した公開買付者株式価値算定書の詳細については、上記「(3) 算定に関する事項」の「 公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

() 設置等の経緯

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、2023年3月1日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置いたしました。かかる本特別委員会の設置に先立ち、当社は、2023年2月下旬に、公開買付者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主の皆様への利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制を構築するため、森・濱田松本法律事務所の助言も得つつ、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役の全員に対して、公開買付者から本取引に関する協議を開始したい旨の意向を受けた旨、並びに本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当するため、本取引に係る検討・交渉等を行うにあたっては、特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を説明いたしました。また、当社は、並行して、森・濱田松本法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補者の検討を行いました。その上で、当社は、本特別委員会の委員の候補者が、公開買付者からの独立性を有すること、及び本取引の成否に関して少数株主の皆様とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、上記の当社の独立社外取締役及び独立社外監査役と協議し、森・濱田松本法律事務所の助言を得て、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、上田憲氏（独立社外取締役）、鶴田敏郎氏（独立社外監査役）、平井文彦氏（独立社外監査役）の3名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました（なお、本特別委員会は、委員長として上田憲氏を選定しております。また、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。）。なお、平井文彦氏は、2015年12月まで公開買付者及び当社の監査法人であるひびき監査法人の業務執行社員でありましたが、同氏は2015年12月31日をもって同監査法人を退職しており、本特別委員会の委員に就任した時点で既に退職後7年以上が経過していることから、当社は、同氏の独立性には問題がないと判断しております。

その上で、当社は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2023年3月1日開催の取締役会における決議により本特別委員会を設置するとともに、本特別委員会に対し、本諮問事項について諮問いたしました。加えて、当社取締役会は、当社取締役会における本取引に関する意思決定については、本公開買付けへの賛否を含め、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、及び本特別委員会が本取引の実施又は取引条件が妥当ではないと判断した場合には、当社取締役会は本取引の承認をしないものとする、並びに本

特別委員会に対して、当社が公開買付者との間で行う交渉に実質的に関与すること（必要に応じて、公開買付者との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び自ら公開買付者と交渉を行うことを含む。）、

本諮問事項に関する検討及び判断を行うに際し、必要に応じ、自らの財務若しくは法務等に関するアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担する。）、又は当社の財務若しくは法務等に関するアドバイザーを指名し若しくは承認（事後承認を含む。）すること、並びに必要に応じ、当社の役職員その他本特別委員会が必要と認める者から本諮問事項の検討及び判断に必要な情報を受領することについて権限を付与すること等を決議しております。

本特別委員会の設置等に係る当社取締役会の決議については、当社の取締役7名のうち、公開買付者の役職員を兼任する役員又は過去これらの役職員であった役員である赤水宏次氏、川原章氏及び中西敦也氏は、本取引が公開買付者と当社の少数株主の皆様間に構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、その審議及び決議に参加しておらず、これらの取締役を除く当社取締役4名にて審議の上、その全員一致により決議を行いました。また、当該審議及び決議に参加していないこれらの取締役は、当社と公開買付者との間における本取引の交渉にも、当社の立場として関与しておりません。

なお、本特別委員会の委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定金額のみとしており、本公開買付けの開始や本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

（ ）検討の経緯

本特別委員会は、2023年3月1日から2023年5月11日までの間に合計12回、計約15時間にわたって開催され、報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。具体的な検討の経緯は以下のとおりです。

まず、本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるS M B C日興証券並びに当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、公開買付者及び当社の関連当事者には該当しないこと、及び本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していないこと、その他本取引における独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認しております。

さらに、本特別委員会は、下記「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり当社が社内に構築した本取引の検討体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認の上、承認をしております。その上で、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所から聴取した意見を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。また、本特別委員会は、当社が作成した本事業計画について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認し、承認しております。

本特別委員会は、当社から、本取引の目的や意義、当社事業に対する影響等について説明を受け、これらの点に関する質疑応答を実施しました。また、本特別委員会は、公開買付者に対して質問事項を提示し、公開買付者から、本取引の目的・意義、当社の事業課題に対する公開買付者の見解、本取引が当社に与える影響に関する公開買付者の見解、本取引後の経営方針、本取引の手続・条件等についてインタビュー形式により質疑応答を実施しております。

加えて、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載のとおり、S M B C日興証券は本事業計画を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、S M B C日興証券が実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定内容及び重要な前提条件について説明を受けるとともに、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。

また、本特別委員会は、当社の公開買付者との交渉について、随時、当社及びS M B C日興証券から受けた報告、森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言、並びにS M B C日興証券から受けた財務的見地からの助言も踏まえて審議・検討を行い、当社の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べ、また、公開買付者と直接の交渉を行いました。具体的には、本特別委員会は、公開買付者からの本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する提案を当社が受領次第、当社から報告を受け、S M B C日興証券による公開買付者との交渉方針等についての分析・意見を踏まえて検討を行いました。その上で、本特別委員会は、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について公開買付者と直接交渉を行う等により、本取引に係る取引条件に関する交渉過程に実質的に関与しました。その結果、当社は、2023年5月11日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり4,700円とすることを含む提案を受け、本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である4,020円から4,700円にまで、16.92%（小数点以下第三位を四捨五入）引き上げております。

さらに、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所から、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係るプレスリリースのドラフトの内容について説明を受け、適切な情報開示がなされる予定であることを確認しております。

() 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、本諮問事項について慎重に検討・協議を重ねた結果、2023年5月11日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しております。

(a) 答申内容

- ア 当社取締役会は、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議するべきであると考えます。
- イ 当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議することは、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。また、本公開買付けが成立した後における公開買付者による当社の完全子会社化の決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

(b) 答申理由

- ア 以下の点より、本取引は企業価値の向上に資するかという観点から合理性を有するものと判断する。
- ・上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」及び「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「() 当社の意思決定の内容」に記載された、当社が属する化学品専門商社の業界の状況、当社の現状・課題（公開買付者との親子上場に関する点を含む。）、本取引により生じうるシナジー等に係る公開買付者及び当社の認識等について、いずれも不合理な点は認められないこと。
 - ・上記に加えて、本特別委員会が実施した当社及び公開買付者との間の質疑応答を踏まえれば、以下のとおりと認められること。
 - (ア) 当社における事業のうち、(a)電子材料分野については、本取引を進めることによって、将来予想される電子材料の需給逼迫の事態に備えた抜本的かつ効果的な施策を講じることが可能となり、カントリーリスクを踏まえた電子材料の調達先の多様化や調達増を図ることができるものと考えられ、(b)化学品分野については、中長期的に当該分野に係る事業の方向性を検討するというスタンスが窺われ、かかるスタンスが不合理であるとは認められず、(c)衛生材料分野については、今後とも成長性が見込める分野として、本取引により公開買付者による組織人事面、品質管理面でのサポートの強化が期待できると考えられること。
 - (イ) 公開買付者グループの商品の販売面について、本取引を進めることにより、当社の販売ネットワークを活かした販売体制の改善等によってさらに商流の強化・拡大が期待されると考えられること。
 - (ウ) 公開買付者において、当社の商社ならではの新規事業の発想の豊かさや新規顧客獲得に向けたフットワークなどに期待していることが窺われ、本取引によって当社が強みとする新規事業開発力はさらに強化される可能性が高いと考えられること。
 - (エ) 本取引により当社が上場廃止となることで生じうるデメリット（主に当社グループ役員への影響等）については、本取引後も当社は上場会社である公開買付者の子会社であることに変わりはないこと等から、その影響は限定的であると考えられ、具体的なデメリットが生じる可能性が高いとは認められないこと。
- イ 以下の点を総合的に考慮すると、本公開買付価格は妥当であり、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の取引条件の妥当性が確保されていると判断する。
- ・本株式価値算定書における当社株式価値の算定方法及びその内容（DCF法において用いられた本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等を含む。）に不合理な点は見当たらないところ、本公開買付価格は、本株式価値算定書に記載の当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果（3,157円～3,381円）のレンジの上限を上回るとともに、類似上場会社比較法に基づく算定結果（2,711円～5,545円）及びDCF法に基づく算定結果（4,221円～7,498円）の範囲内であること。加えて、本公開買付価格は、当社の上場来高値（3,625円）を1,075円（29.66%（小数点以下第三位を四捨五入））上回る価格であること。
 - ・本公開買付価格の当社株式の市場価格に対するプレミアムの水準は、同種の案件のプレミアムの中央値に照らしても、遜色ない合理的な水準と認められること。
 - ・本公開買付価格は、当社の2023年3月31日現在の1株当たり連結自己資本の額5,282円（1円未満四捨五入）から11.02%（小数点以下第三位を四捨五入）下回っているが、連結自己資本の金額は将来の収益性を反映するものではなく、継続企業である当社の株式価値の検討において重視することは合理的でないと考えられること、また、本公開買付価格と当社が清算を実施した場合に当社の株主に対して分配することができる金額との比較に関する当社の説明（当該説明の内容について

は、上記「(2)本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「()当社の意思決定の内容」をご参照ください。)に不合理な点はないことから、1株当たり連結自己資本の額を下回ることを理由に、本公開買付け価格の妥当性が損なわれるものとはいえないと考えられること。

- ・本特別委員会は、本公開買付け価格を妥当な水準にまで高めるために、公開買付者との間で独立当事者間の取引における交渉と同視できる交渉を複数回にわたり実施し、かかる交渉の結果として、本公開買付け価格が公開買付者の当初提示額(4,020円)よりも680円(16.92%(小数点以下第三位を四捨五入))引き上げられた価格で決定されたこと
- ・公開買付者は、本公開買付けにより公開買付者が当社株式の全て(公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除く。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、本スクイズアウト手続を予定しているところ、本スクイズアウト手続により少数株主に交付される金銭は、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同額となることと予定されており、したがって、本スクイズアウト手続における少数株主に交付される金銭の金額も妥当といえること。

ウ 以下の点より、当社の少数株主の利益を図る観点から、本取引の手続には公正性が認められると判断する。

- ・公開買付者は、本公開買付け価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、三菱UFJ銀行財務開発室を選任しているところ、当該判断に不合理な点は見受けられないこと。
- ・当社において独立した本特別委員会が設置され、有効に機能したものと認められること。
- ・当社は、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、法的助言を受けていること。また、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、かかる選任を承認していること。
- ・当社は、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、SMB C日興証券を選任し、2023年5月11日付で本株式価値算定書を取得していること。また、本特別委員会は、SMB C日興証券の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、かかる選任を承認していること。当社及び本特別委員会は、本取引において独立した第三者算定機関からいわゆるフェアネス・オピニオンを取得していないが、本取引においては、他に十分な公正性担保措置が講じられており、また、本特別委員会としては、本公開買付け価格は妥当な価格であると判断しているところ、実務上、信頼性の高い第三者算定機関からフェアネス・オピニオンを取得する場合には相当に高額のコストがかかり、それを取得した場合に当社の財務状況に与える影響が小さくないことも勘案すれば、フェアネス・オピニオンを取得しないという判断も不合理ではないと考えられること。
- ・当社の社内に構築した本取引の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に関する当社の役職員の範囲及びその職務を含む。)に関し、本特別委員会が、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて承認していること。
- ・本取引に関して利益相反のおそれがある取締役が、本取引に関する当社取締役会における審議及び決議に参加せず、また、当社の立場における本取引の交渉過程にも関与していないこと。
- ・公開買付者及び当社は、当社が公開買付者以外の買収提案者(以下「対抗的買収提案者」といいます。)と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと。また、公開買付者は、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、比較的長期間である43営業日としていること。
- ・本取引においては、上記公開買付期間の設定と併せて、上記のように対抗的な買付け等の機会を確保していることにより、いわゆる間接的なマーケット・チェックが行われており、公正性担保措置として評価できること。なお、本取引においては、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェックが行われていないが、本件では、公正性担保措置としては充実した措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされると評価できること、公開買付け価格以上の価格での対抗提案がなされた場合であっても、約64%の所有割合を占める公開買付者が、当社株式を売却しない可能性も相応にあると考えられることを踏まえれば、いわゆる積極的なマーケット・チェックを行っていないことも、本取引の公正性が否定されるものではないと考えられること。
- ・本取引においては、株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会が確保されることにより、強圧性が生じないように配慮されていること。
- ・公開買付者は、本公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する下限の設定を行っていないが、当社株式1,160,000株(所有割合:63.99%)を所有しているため、マジョリ

ティ・オブ・マイノリティに相当する下限を設定すると、下限が約82%と相当程度高くなるため公開買付けの成否が不安定なものとなり、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性もあり、また、本公開買付けの価格水準が妥当であること、本件では充実した公正性担保措置が取られ、公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされていると評価できることを踏まえれば、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を行っていかなくとも、本取引の公正性が否定されるものではないと考えられること。

- ・公開買付者及び当社により予定されている情報の開示は、当社の株主の適切な判断に資する充実したものであると評価できること。

当社における独立した法律事務所からの助言の取得

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、森・濱田松本法律事務所から本取引において手続の公正性を確保するために講ずるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及びその過程その他の意思決定にあたっての留意点等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、森・濱田松本法律事務所は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。本取引に係る森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本公開買付けの開始や本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。また、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、森・濱田松本法律事務所の本取引に係る独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてSMB C日興証券を選任し、SMB C日興証券から当社株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言及び補助を受けるとともに、2023年5月11日付で本株式価値算定書を取得しております。

なお、SMB C日興証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会において、SMB C日興証券の本取引に係る独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

当社における独立した検討体制の構築

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。

具体的には、当社は、2023年2月15日、公開買付者から非公開化提案書を受領し、2023年2月16日、公開買付者に対して、当社の非公開化に向けて検討を継続して行う旨の回答を行ったことを契機として、2023年2月中旬、森・濱田松本法律事務所の助言も踏まえ、公開買付者から独立した当社の取締役3名及び従業員2名をはじめとした検討、交渉及び判断を行う体制を構築しました。当社では、本特別委員会とともに、当該体制により、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程、及び当社株式の価値評価の基礎となる本事業計画の作成過程に関与しております。なお、当該体制については、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、当社以外の公開買付者グループ各社の役職員を兼任・兼務する又は過去これらの役職員であった当社の役職員は含まれておらず、本書提出日に至るまでかかる取扱いを継続しております。

また、これらの取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制（本取引の検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性の観点から問題がないことについては森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性及び公正性の観点から問題がないことについて、本特別委員会から承認を得ております。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、森・濱田松本法律事務所から受けた法的助言、SMB C日興証券から受けた財務的見地からの助言及び本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に検討・協議いたしました。

その結果、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本取引によって実現可能と考えるシナジーとして、当社の商圏の拡大や当社グループが製造する製品に係る原価の低減効果及び開発力を向上させること等が期待されるところ、かかるシナジーは当社経営課題への対応策と考える施策とも整合的であるため、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、当社株式価値算定書における算定結果、本公開買付価格の市場株価に対するプレミアム及び支配株主による上場子会社の非公開化を前提とした公開買付けの事例のうち公開買付けが成立した事例におけるプレミアムの水準との比較、本公開買付価格の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の実施、並びに本特別委員会による本取引に係る取引条件に関する交渉過程への実質的な関与及び答申の内容を踏まえ、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2023年5月12日開催の取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役の全員一致で、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。また、当該取締役会に出席した監査役3名（うち社外監査役2名）の全員が、当該決議につき異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役7名のうち、赤水宏次氏、川原章氏は過去に公開買付者の役職員であった者であり、中西敦也氏は、現に公開買付者の取締役を兼務していることから、利益相反のおそれを回避する観点より、上記取締役会の審議及び決議には参加しておらず、当社の立場において本取引に関する検討並びに公開買付者との協議及び交渉に参加しておりません。

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

公開買付者は、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、()本公開買付けの決済の完了後速やかに、公開買付者が本公開買付けの成立により取得する株式数に応じて、当社株式の全て（公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）の株式売渡請求をすること又は株式併合及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む本臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、当社の株主の皆様に対して、株式買取請求権又は価格決定請求権が確保されない手法は採用しないこと、()本株式売渡請求又は本株式併合をする際に、当社の株主の皆様に対価として交付される金銭は本公開買付価格に当該各株主（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるように算定されること

を明らかとしていることから、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保し、これをもって強圧性が生じないように配慮しているとのことです。

また、公開買付期間について、公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間は20営業日であるところ、公開買付期間を43営業日としているとのことです。公開買付期間を比較的長期にすることにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適切な判断機会を確保しているとのことです。

- (7) 本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。

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

| 氏名 | 役職名 | 所有株式数(株) | 議決権の数(個) |
|-------|-------|----------|----------|
| 赤水 宏次 | 代表取締役 | 11,200 | 112 |
| 川原 章 | 常務取締役 | 5,900 | 59 |
| 山田 賢治 | 常務取締役 | 2,900 | 29 |
| 岡本 竜也 | 取締役 | 5,800 | 58 |
| 北内 孝弥 | 取締役 | 3,200 | 32 |
| 中西 敦也 | 取締役 | 600 | 6 |
| 上田 憲 | 取締役 | - | - |
| 辻 幸裕 | 常勤監査役 | 1,400 | 14 |
| 鶴田 敏郎 | 監査役 | - | - |
| 平井 文彦 | 監査役 | - | - |
| 計 | | 31,000 | 310 |

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

(注2) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(小数点以下切捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

(注3) 取締役上田憲は社外取締役であります。

(注4) 監査役鶴田敏郎及び平井文彦は社外監査役であります。

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】

該当事項はありません。

7【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以上