

## 【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】	2023年2月6日
【報告者の名称】	株式会社T & K TOKA
【報告者の所在地】	埼玉県入間郡三芳町大字竹間沢283番地1 (上記は登記上の本店所在地であり、実際の業務は下記の場所で行っております。)
【最寄りの連絡場所】	東京都板橋区本町34番8号
【電話番号】	03(3963)0511(代表)
【事務連絡者氏名】	取締役管理統括本部統括副本部長 関根 秀明
【縦覧に供する場所】	株式会社T & K TOKA 名古屋支店 (愛知県小牧市小木東2丁目22番地) 株式会社T & K TOKA 大阪支店 (大阪府東大阪市高井田中1丁目4番10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「当社」とは、株式会社T & K TOKAをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、Hikari Acquisition株式会社、ニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド(Nippon Active Value Fund PLC)及びマイケル・ワン・サウザンド・ナイン・ハンドレッド・トゥエンティ・ファイブ・エルエルシー(Michael 1925 LLC)をいいます。

(注3) 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4) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注5) 本書中の記載において、日数又は日時に記載がある場合は、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6) 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7) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

## 1 【意見表明報告書の訂正報告書の提出事由】

2023年1月17日付で提出した意見表明報告書につきまして、記載事項の一部に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10第8項において準用する法27条の8第2項の規定に基づき、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
- (1) 本公開買付けに関する意見の内容
  - (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由
  - (3) 上場廃止となる見込み及びその事由
  - (4) 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)
  - (5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

## 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。

### 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

(訂正前)

当社は、公開買付者により2023年1月10日に開始された当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)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。

(訂正後)

当社は、本日開催の当社取締役会において、公開買付者により2023年1月10日に開始された当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)に対して反対することを決議いたしました。したがって、株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された株主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っ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及び理由

(訂正前)

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評価・検討しているところであり、本日開催の取締役会において、取締役全員の一致により、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、当社に対して何ら情報提供や協議の機会を提供することなく、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、本公開買付けに対する当社の意見を表明することに向けて、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、公開買付者が2023年1月10日に提出した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。)に記載された内容を含め、現時点までに当社が入手することができた情報のみでは、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な経営方針、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に対する影響、本公開買付けにおける買付け等の価格の根拠、並びに、本公開買付けの是非及びその諸条件について評価・検討する上で重要であると考えられる多くの事項の詳細が明確ではないと考えております。

そのため、当社取締役会は、本公開買付けの是非及びその諸条件等に関し、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化の観点から、慎重に評価・検討を行った上で、本公開買付けに対する当社の意見を形成するために、引き続き本公開買付け及び公開買付者に関する情報の収集に努めるべきであると考えております。

そこで、当社は、法に基づく意見表明報告書における公開買付者に対する質問の制度を用いて本公開買付け及び公開買付者に関する正確な情報収集を早期に実施すべきであると判断し、本日、当社取締役会において、添付別紙1に記載された内容を公開買付者に対する質問として記載した意見表明報告書(以下「本意見表明報告書」といいます。)を提出することを決議いたしました。一方で、本公開買付けの是非及びその諸条件等については引き続き慎重に評価・検討をする必要があること、また、当社が2023年1月11日付で公表した「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任について」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、当社及び公開買付者からの独立性を有する当社の独立社外取締役のみから構成される独立委員会を設置しているところ、現時点においては本公開買付けに関する独立委員会の最終的な判断が示されていないことから、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することを決議いたしました。

公開買付者は、法第27条の10第11項及び令第13条の2第2項に従い、本意見表明報告書の写しの送付を受けた日から5営業日以内に、下記「7 公開買付者に対する質問」及び添付別紙1に記載の質問に対して、法第27条の10第11項に規定される対質問回答報告書を提出することが予定されております。当社は、公開買付者から、かかる対質問回答報告書が提出され次第、速やかにその内容を精査し、本公開買付届出書その他公開買付者が開示したその他の情報と併せて慎重に評価・検討を行います。そして、かかる評価・検討に加え、上記の独立委員会の勧告又は意見も得た上、それらの内容を踏まえ、本公開買付けに対する当社の賛否の意見を最終的に決定し、表明する予定です。

(訂正後)

#### 本公開買付けに関する意見の根拠

公開買付者は、2023年1月10日付で本公開買付けを開始することを公表しました。本公開買付けは、当社に対して何ら情報提供や協議の機会を提供することなく、一方的に開始されたものです。

また、公開買付者が2023年1月10日に提出した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。)に記載された内容を含め、2023年1月17日時点までに当社が入手することができた情報のみでは、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な経営方針、当社の企業価値ひいては株主共同の利益に対する影響、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。)の根拠、並びに、本公開買付けの是非及びその諸条件について評価・検討する上で重要であると考えられる多くの事項の詳細が明確ではありませんでした。

そのため、当社取締役会は、本公開買付けの是非及びその諸条件等に関し、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化の観点から、慎重に評価・検討を行った上で、本公開買付けに対する当社の意見を形成するために、引き続き本公開買付け及び公開買付者に関する情報の収集に努めるべきであると考えました。

そこで、当社は、法に基づく意見表明報告書における公開買付者に対する質問の制度を用いて本公開買付け及び公開買付者に関する正確な情報収集を早期に実施すべきであると判断し、2023年1月17日、当社取締役会において、添付別紙1に記載された内容を公開買付者に対する質問として記載した意見表明報告書を提出することを決議いたしました。一方で、本公開買付けの是非及びその諸条件等については引き続き慎重に評価・検討をする必要があること、また、当社が2023年1月11日付で公表した「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任について」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、当社及び公開買付者からの独立性を有する当社の独立社外取締役のみから構成される独立委員会を設置しております。当社は、独立委員会に対し、本諮問事項(下記「(5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「独立委員会の設置及び答申」に定義いたします。以下同じです。)を諮問しているところ、2023年1月17日時点においては本公開買付けに関する独立委員会の最終的な判断が示されていないことから、同日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することを決議いたしました。

その後、上記の当社の質問を受けて、公開買付者は、2023年1月24日付で、対質問回答報告書(以下「本対質問回答報告書」といいます。)を関東財務局長に提出し、当社は、本対質問回答報告書並びに当社が収集した本公開買付け及び公開買付者に関する情報を基に、公開買付者の提案を詳細に評価・検討いたしました。

なお、当社は、本公開買付けの評価・検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、当社及び公開買付者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、その法的助言を受けております。

また、独立委員会は、当社のリーガル・アドバイザーとは別に、独自に岩田合同法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任しております。独立委員会は2023年1月11日、同月13日、同月16日、同月26日、2月1日及び本日に開催されており、( )1月11日には、本諮問事項についての審議を開始した上で、岩田合同法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任し、( )同月13日には、当社が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対する質問を提出することに関して審議を行い、( )同月16日には、当社が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対する質問を提出することに関して審議・答申を行い、( )同月26日、2月1日には、公開買付者から提出された本対質問回答報告書等を踏まえた上で、本諮問事項の審議を実施しております。

そして、独立委員会は、本日、当社取締役会に対し、独立委員会の全員一致の意見として、本公開買付けに関して、当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である旨の答申を行いました。この答申を受けて、本日開催の当社取締役会において、当社の取締役11名のうち、岩本信徹氏を除く10名の賛成により、本公開買付けに反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

なお、当社が独立役員として株式会社東京証券取引所に届け出ております5名の社外取締役(大高健司氏、野口郷司氏、英公一氏、木村英明氏及び葉山彩蘭氏)はいずれも、当社が本公開買付けに反対の意見を表明することに賛成しております。また、岩本信徹氏は、ダルトン・アドバイザー株式会社(本公開買付け届出書によれば、RSMが日本における投資先調査に関する委託契約を締結している日本法に基づき設立された株式会社であり、RSMと役員を共有しているダルトン・インベストメンツ・エルエルシー(Dalton Investments LLC。以下「ダルトンLLC」といいます。)の完全子会社とのことです。以下「ダルトンジャパン」といいます。)の推薦を受け、2022年6月から当社の社外取締役として受け入れているものです。

#### 本公開買付けに関する意見の理由

本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を有することになります(下記( ))。当社は、当社の企業価値の源泉に根差した2022年5月24日付で策定した第二期中期経営計画「With You toward2024」(2023年3月期～2025年3月期)(以下「本中期経営計画」といいます。)を遂行することこそが当社の企業価値向上に資すると考えております(下記( ))、公開買付者が本公開買付け後における当社の経営方針を一切示さず、当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せずに、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことを本公開買付けの目的にしていると考えられること等を踏まえれば、本公開買付けが成立し、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いと考えております(下記( ))。また、本公開買付けは強圧的な手法によりなされるものであり、株主の意思を軽視するものであると考えております(下記( ))。

当社は、以上の理由から、本公開買付けに対して反対いたします。その判断の具体的な内容については、以下のとおりです。

( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること

本公開買付届出書によれば、本公開買付届出書提出日現在において、公開買付者のうちニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド(Nippon Active Value Fund PLC。以下「NAVF」といいます。)は、当社株式を523,000株(所有割合：2.31%)所有しており、公開買付者のうちマイケル・ワン・サウザンド・ナイン・ハンドレッド・トゥエンティ・ファイブ・エルエルシー(Michael 1925 LLC。以下「Michael 1925」といいます。)は、当社株式を157,200株(所有割合：0.70%)所有しているとのことです。また、ダルトンLLCは、当社株式を4,358,436株(所有割合：19.27%)所有しているとのことであり、公開買付者及びダルトンLLC(以下「公開買付者グループ」といいます。)は、当社株式を合計5,038,636株(所有割合：22.28%)所有しているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおける買付予定数の下限を4,007,064株(所有割合：17.72%)、上限を4,911,564株(所有割合：21.72%)に設定しているため、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループの所有割合は下限でも40.00%、上限では44.00%となります。公開買付者が本公開買付届出書で言及しており、当社が2022年6月24日に提出した臨時報告書に記載された、同日開催の当社第80回定時株主総会における決議事項に対する賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数を合計することで算出される議決権行使数が最多であった第1号乃至第3号及び第5号議案に対する議決権行使数174,851個を、当社が2022年6月24日に提出した第80期有価証券報告書に記載された2022年3月31日時点の総株主の議決権(225,432個)で除することで算出される議決権行使率が77.56%であることを踏まえると、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループは実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有する蓋然性が極めて高く、それは実質的に当社の経営支配権を取得することを意味します。

この点、公開買付者は、本公開買付届出書において、「過半の役員派遣を前提とした経営権の取得を企図していると対外的にみなされる可能性があり、公開買付者としてはそのような意図はな」い(本公開買付届出書5頁)、「現時点において、本公開買付けの成立後に対象者の経営権を取得する意図はな」い(同13頁)とし、また、本対質問回答報告書においても、「公開買付者グループはエンゲージメント活動を行う株主の立場であり、対象者の経営権の取得や経営への関与は予定しておりません」(本対質問回答報告書別紙5頁、8頁、14頁、19~22頁等)、公開買付者グループの所有割合が高まることにより対象者における緊張感が高まるという状況の変化は「『経営権の取得』と異な」り、「公開買付者グループは、キャピタルアロケーション改善のためのエンゲージメント活動を行うものの、具体的な施策は対象者経営陣が発案・主導するものである」ため、「その所有割合に基づき、公開買付者グループの考えるキャピタルアロケーション改善策を強要することは一切企図しておりません」(本対質問回答報告書別紙24頁)と回答しています。

しかしながら、その一方で、公開買付者は、上記のとおり、実質的に過半の議決権を有することになる水準の買付予定数の下限をあえて設定し、その理由についても、「株主総会において過半の議決権を有する状況に近くなり、エンゲージメント活動における相当の影響力を有し、対象者経営陣における経営の緊張感を高め、キャピタルアロケーションの改善の実現可能性を高めることができる」（本公開買付届出書5頁）、「もし下限を設定せず、例として公開買付者グループの所有割合が30%程度となった場合には、本公開買付けの目的は達成されません」（本対質問回答報告書別紙15頁）と説明しています。そもそも、公開買付者の言うように、単にエンゲージメント活動を促進する目的であれば、当社株主総会において実質的に過半の議決権を有するに至るほど多数の当社株式を取得する必要はありません。当社の株主構成を踏まえれば、公開買付者グループの現状の所有割合(22.28%)を前提としても十分に強い経営への影響力があるところ、所有割合が例えば30%程度まで増加すればさらに強い影響力を有することになるため、公開買付者が主張するエンゲージメント活動の促進は図られることとなります。それにもかかわらず、所有割合にして30%程度を取得するだけでは目的が達成されないと述べていることからすれば、公開買付者が期待する当社経営陣の「緊張感」が高まるという状況の変化とは、当社経営陣が、公開買付者グループの意に沿わない施策を行おうとしたとしても、公開買付者グループのより強い影響力のもと自重せざるを得ない状況が確保されることを意味していると理解するほかありません。そして、公開買付者が企図する「そのような緊張感を与えることのできる影響力」（本対質問回答報告書別紙24頁）とは、端的に、公開買付者グループが直接的又は間接的に当社の経営に介入し当社経営陣の施策を阻止することや変更等させることが可能となるに足りる所有割合の確保を指すものと考えられます。とすれば、公開買付者が上記のような買付予定数の下限を設定した真の目的は、詰まるところ、公開買付者グループが自ら実質的に過半の議決権を有することで、当社の全役員の選任や剰余金の配当の決定等を公開買付者グループのみによって左右できる状況を作出した上で、これを利用し「エンゲージメント活動」の名の下に直接又は間接に圧力をかけることにより、当社経営陣に対して委縮効果を及ぼし、公開買付者グループの意に沿う形で当社の経営を行わせることにあると言わざるを得ず、これはまさしく、実質的な当社の経営支配権の取得にほかなりません。

公開買付者は、「公開買付者グループの考えるキャピタルアロケーション改善策を強要することは一切企図しておりません」と述べ、当社の「経営権」を取得する意図を頑なに否定していますが、上記のような「緊張感」及び「影響力」を背景とした当社への働きかけは必然的に強制力を帯び、まさに「公開買付者グループの考えるキャピタルアロケーション改善策を強要する」ことに等しいと言えます。

なお、公開買付者は、「公開買付者グループが考える『経営権の取得』の意味は、過半の役員派遣を行い、経営の主導権を取得すること」であると説明していますが(本対質問回答報告書別紙24頁)、これは、「過半の役員派遣」という外形のみに着目させ、直接的又は間接的な圧力を背景とした経営の支配という、公開買付者の真の目的から目をそらさせるための詭弁にすぎません。公開買付者は「派遣」の意味を明らかにしていませんが、上記のとおり、公開買付者グループの一存によって全役員の選任が決定可能な状況にあるのであれば、公開買付者が意図する「派遣」の意義が何であれ、過半の役員「派遣」の有無によって「経営権の取得」が区別されるという公開買付者の説明が意味を持たないことは明らかです。

( )本中期経営計画を遂行することこそが当社の企業価値向上に資すること

上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を有することになりますが、当社といたしましては、以下のとおり、当社の企業価値の源泉に対する深い理解に根差して策定した本中期経営計画を、透明性・客観性が担保されたガバナンス体制のもとで、実効的に遂行していくことこそが、当社の企業価値向上ひいては株主共同の利益に資するものと考えております。

A 当社の企業価値の源泉

当社は1947年に印刷インキメーカーとして創業し、製品群を印刷インキから精密分散品や機能性樹脂に展開しております。「Technology & Kindness」の言葉に表されるように、創業時から「使いやすいでいいもの」を提供していこう」という「まごころ」を企業理念として大切にしてきました。かかる理念は75年経った今も当社のDNA・企業文化として息づいており、100年後も変わらず、また変えてはいけないとの思いを強く持っております。

当社が独立系のインキメーカーとして、特にUVインキでは国内トップシェアを誇るなど、現在の地位を築き、国内外で多くのお客様から支持を受けているのは、こういった企業理念のもと、独自の技術で付加価値の高い製品を提案し、きめ細かいサービスで顧客満足を高めてきたからこそであると考えています。また、これらは、不断の研究開発により磨かれた技術力、専門性の高い人材により支えられ、実現できているものと考えています。

したがって、当社の企業価値の源泉は、「1. 企業理念と当該理念が浸透して形成された企業文化」、「2. 付加価値の高い製品を提案できる独自の技術力」、「3. きめ細かいサービス力」、「4. それを支える専門性の高い人材」、「5. それらに基づいて構築された顧客との信頼関係及び国内外におけるブランド価値」にあり、これらの当社の企業価値の源泉に対する深い理解が、取引先、顧客、従業員等の当社を取り巻く多数のステークホルダーとの良好な関係性を維持しながら当社の経営を行っていく上で必須のものであると考えています。また、かかる理解に基づいてこそ、当社の企業価値の源泉を実効的に伸長させる取組みを行うことが可能となり、そのような取組みの継続的な実行こそが当社の企業価値の向上には不可欠であると考えています。

B 本中期経営計画の要点

当社は、環境・社会価値と経済価値の両立を目指すESG経営を軸として、2030年に目指す姿とその実現に向けた重要課題からバックカスティングし、2022年5月24日付で本中期経営計画を策定いたしました。当社は、本中期経営計画を“収益力回復と質的成長への基盤整備”と位置付け、目指す方向性として「1. 収益力改善の重視」及び「2. 注力する製品群と地域の明確化」を掲げています。具体的な事業戦略としては、UVインキ、機能性材料の各製品群へ経営資源を集中配分し、その他の製品群については合理化の徹底又は撤退を実施してまいります。また、「製品+サービス」組合せ価値提供モデルの構築により収益力強化を図っていきます。加えて、本格的な世界進出と新領域開拓に向け、国内・海外(地域別)事業戦略の再構築と実施と環境対応製品(省エネ・バイオマス化等)の拡充を図ってまいります。

株主還元に関しては、将来の事業展開に備えた財務体質の強化を図るとともに、安定的な配当を業績に応じて行うことを基本方針とし、中長期的な連結配当性向の目標を前中期経営計画(「With You toward 2020」)における30%から50%へと引き上げました。また、自己株式取得については、十分なリスク対応力を確保した上で、今後の事業展開に要する内部留保を確保できると認められた場合には、機動的な自己株式の取得を実施する方針です。

キャッシュアロケーションについては、既存事業で創出した営業キャッシュフローを設備・開発投資やM&Aなどへ優先的に振り向け、配当も安定的に行う方針です。具体的には、キャッシュインとして3年間の営業キャッシュフロー120億円に加え、余剰資金(非事業資産の有効活用)と有利子負債を想定し、これらを原資として、キャッシュアウトとしては、80億円の成長投資(M&Aを含めた戦略的投資に15億円、成長に向けた設備投資に50億円、研究開発投資に15億円)に加え、株主還元として40億円の配当及び機動的な自己株式取得の実施を想定しています。

### C 本中期経営計画推進のためのガバナンス体制

当社は、コーポレート・ガバナンスの整備・拡充に向けて、監査等委員会設置会社制度を採用するとともに、コーポレート・ガバナンスの柱である取締役の指名・報酬の決定についての透明性・客観性を高めることを目的に、委員の過半数を独立社外取締役とする指名委員会及び報酬委員会を設置しています。

当社の取締役会は、当社の企業価値向上に向けた経営戦略に照らし、業務執行取締役に必要な経験と専門性、社外取締役に期待される監督とガバナンスに関連する経験と専門性を特定した上で、取締役会全体において、知識、経験、能力のバランス、スキルセットの多様性を確保しており、本中期経営計画を踏まえ、スキルマトリックスの見直しを行うとともに独立社外取締役の増員を行いました。その結果、現在の当社の取締役会構成は、社内取締役5名、社外取締役6名(社外取締役比率は54%)となっています。

また、2022年度の実効性評価の結果を踏まえ、強化方針として取り上げられたテーマ、株主(投資家)との対話内容等も勘案し、取締役会に求められる構成やスキルセットの見直しを随時行っております。その結果、印刷インキ業界における激しい経営環境の変化に迅速かつ的確に対応し、持続的な成長につなげるため、執行役員制度の導入、取締役会のスリム化、業績連動報酬の交付要件の見直し(達成率から達成することへの変更)を検討しています。

また、2022年6月、取締役会及び経営・執行会議の議論の質を向上させるため、当事業活動における気候関連リスクと収益機会に係る監督機能の強化を目的とした「サステナビリティ委員会」、及びM&A戦略を含めた投資決定に係る監督・審査機能の強化を目的とした「投資委員会」を設立しています。特に投資委員会は、取締役会及び経営・執行会議における議論の質を向上させるべく、資本収益性・資本コストを意識し、投資案件を事前に確認・協議しています。投資委員会は設立後3回開催されており、今後も、適切な地域・事業に経営資源を配分し、事業ポートフォリオの最適化、事業再編を継続的に検討し、投資委員会を通じた財務ガバナンスの強化を図ってまいります。



#### D 現時点における本中期経営計画推進の成果

本中期経営計画で掲げている「1.収益力改善の重視」に関する施策として、社内における収益に対する意識を改めて徹底させています。具体的には、昨今の世界情勢に起因した原材料及びエネルギーコスト等の高騰への対応として、印刷インキ事業、機能性材料事業における値上げ交渉を迅速に開始し、お客様からの理解を得ながら収益改善に努めております。また、「2.注力する製品群と地域の明確化」を図るべく、注力製品群を、UVインキと機能性材料に定め、事業ポートフォリオの集中と選択に取り組むとともに、注力地域を、既にTOKAブランドが定着しているベトナム及びフィリピン、並びに、それぞれ日本の約4倍及び約3倍のUVインキ市場規模がありながら当社製品の市場開拓が進んでいない欧州及び米国に定め、ベトナム及びフィリピンにおけるUVインキのシェア拡大に向けた活動を開始するとともに、欧州及び米国においても、本格的な販路拡大を図っております。2023年3月期においてはDAYブランケット(2022年8月)、金属(コーティング及び艶ニス)インキ(2022年9月)、グラビア及びフレキシオンキ(2023年1月)の事業譲渡や撤退を決議し、UVインキ及びEBインキ並びに機能性材料への経営資源の集中を図っております。セグメント開示についても、これまでの印刷インキの単一セグメントから、UVインキを含む「印刷インキ」と「機能性材料」の2つのセグメントに設定しなおし、開示についても見直しを図る予定です。

キャッシュフローについては、“収益力回復と質的成長への基盤整備”という本中期経営計画の位置付けを踏まえ、「長期利益の最大化」と「短期利益の最適化」を図り、その利益のサイクルを通じた企業価値の向上に取り組んでおります。2022年度においては、資本効率向上によるキャッシュの創出に向け、その実効性のある運用のために、部門長レベルの資本コストへの意識の浸透に努めています。また、成長領域に資金を振り向けていくために、政策保有株式の売却のほか、ノンコア資産の現金化も積極的に進めていく予定です。なお、政策保有株式については、原則ゼロを目指しており、取締役会において保有の合理性を検証した上で、本中期経営計画期間中に、12銘柄、約8億円分を売却する予定です。

これらの施策によって創出したキャッシュフローや利益は、以下の成長投資及び株主還元を活用してまいります。

成長投資については、主に、2030年をターゲットとして、世界的に環境・安全面で改善の余地を残している軟包装印刷分野において従来の「溶剤型インキ」から「EBインキ」への転換を実現させるための設備投資(テスト機導入)や、研究開発投資を予定・実施しております。また、戦略的投資として、UVインキの進化及び環境対応製品の拡充を加速し、持続的な成長を実現する手段として、投資案件の発掘に取り組んでおります。なお、タイミングを捉えた戦略的投資の実行のため、過去の教訓を踏まえ、上記「C 本中期経営計画推進のためのガバナンス体制」に記載の投資委員会による審議を行っております。

株主還元については、本中期経営計画で示しているとおり、配当に40億円及び機動的な自己株式取得を、本中期経営計画期間中に実施していきます。

以上のとおり、当社といたしましては、当社の企業価値の源泉に対する深い理解に根差して策定した本中期経営計画を、透明性・客観性が担保されたガバナンス体制のもとで、実効的に遂行していくことこそが、当社の企業価値向上ひいては株主共同の利益に資するものと考えております。

( )本公開買付けが成立した場合、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いこと

A 公開買付者は当社の経営方針を一切示すことなく、「キャピタルアロケーションの改善」のみを主張しており、結局のところ、それは当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことのみを意図するものに過ぎないこと

上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること」のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有するに至り、実質的に当社の経営支配権を取得することになります。そのような会社の経営支配権を取得する株主は、株主自身が直接的に会社の経営を行うか、かかる経営支配権を背景として、直接的又は間接的に圧力をかけることにより、会社の経営陣に自らの意に沿う形で経営を行わせるかにかかわらず、会社の経営に重大な影響を与え、ひいては当該株主以外の少数株主の利益にも重大な影響を与えることは明らかであり、そのような株主は、経営支配権の取得に際して、その他の株主が、経営支配権の取得に対して賛同すべきか否かを適切に判断できるよう、自らが考える会社の経営方針を具体的に示す必要があると考えます。しかしながら、公開買付者は、本公開買付けの成立により実質的に過半の議決権を有することになるにもかかわらず、本公開買付けに際して、当社の経営権を取得するものではない旨の強弁を繰り返し、そのような誤った前提に立って、本公開買付け後の経営方針については「本公開買付け後、対象者のキャピタルアロケーションを改善するためのエンゲージメント活動として、対象者経営陣との更なる対話を重ねる予定」(本公開買付け届出書13頁、本対質問回答報告書別紙24頁)とするのみで、キャピタルアロケーションの改善という抽象的な方針以上の具体的な方針を何ら示しておりません。本対質問回答報告書別紙20頁における、「対象者の今後の経営方針、事業計画、財務計画、資本計画、投資計画、資本政策、配当政策等については、対象者経営陣の考え方を、今後のエンゲージメント活動にて是非伺いたし」との回答も、公開買付者が何らの経営方針を持たないことを自認するものであって、株主の皆様をはじめ多数のステークホルダーを抱える上場会社たる当社の経営支配権を実質的に取得するに至る者の回答として、あまりに無責任なものと言わざるを得ません。

さらに言えば、公開買付者は当社の経営方針を一切示さないばかりか、ほぼ唯一の方針であり、本公開買付け後に「エンゲージメント活動」による実現を目指すことを明言している「キャピタルアロケーションの改善」についてさえ、その具体的内容を何ら提示していません。すなわち、公開買付者は、当社における「キャピタルアロケーションの問題点」として、本公開買付け届出書8～9頁記載の(a)乃至(e)の事項を挙げた上、「(a)に関しては販売価格や原価・在庫のコントロール、(b)に対しては需要や市場予測に応じた設備投資計画の策定、(c)に対してはM&A実施時のデューデリジェンス及びその後の資金投下計画の徹底、(d)に対しては設備投資の実施決定前の資本効率(投下資金回収期間)の検証、(e)に対しては過去の業績から妥当な業績・設備投資計画の策定といった改善案を期待」していたとすると留まり、一般的かつ極めて抽象的な課題に言及しているにとどまります。当社は、これらの指摘を受けて公開買付者の考える施策について質問を行いました。公開買付者は、「キャピタルアロケーションの改善における具体的な数値基準や配分策は対象者経営陣が自発的に検討し実行するもの」と述べるだけで、具体策を示すことはそもそも想定すらしていないことがうかがわれます(本対質問回答報告書別紙20～21頁)。もし、実質的に当社の経営支配権を取得する公開買付者が真に当社の「キャピタルアロケーションの問題点」を認識し、その改善を図る意思があるのであれば、問題点に即した形で公開買付者の考える具体策を示し、当社の判断ひいては株主の皆様による本公開買付けに応募すべきか否かの判断材料として情報提供すべきですが、この回答内容を踏まえれば、公開買付者においてはそもそも具体策を持ち合わせていないと判断せざるを得ません。結局のところ、公開買付者が指摘する当社における「キャピタルアロケーションの問題」(本公開買付け届出書8～9頁記載の(a)乃至(e)の各事項)についても、当社の過去の経営成績・投資内容を結果論で批判するものに過ぎないと言わざるを得ないのであって、公開買付者のほぼ唯一の方針であるとも言えるべき「キャピタルアロケーションの改善」でさえ、その具体的内容が伴わないものであることが明らかになったと言えます。

以上のような公開買付者の主張・姿勢も、株主の皆様をはじめ多数のステークホルダーを抱える上場会社たる当社の経営支配権を実質的に取得するに至る者の回答としてあまりに無責任であるというだけではなく、当社の経営に混乱をもたらし、企業価値の毀損につながるおそれがあると言わざるを得ません。

上記のとおり、公開買付者が実質的に当社の経営支配権の取得するに至る公開買付けを実施しながら当社の経営方針を一切示さないこと、またほぼ唯一の方針ともいえるべき「キャピタルアロケーションの改善」でさえ具体的な内容を伴わないものであることに加え、以下の及びの事実にも鑑みれば、公開買付者が形骸的な「キャピタルアロケーションの改善」の主張に固執しつつ、本公開買付けを開始した真の目的は、当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず、当社の保有するキャッシュを最大限引き出すことにあると考えられます。

すなわち、RSMは、当社に対し、本公開買付けの開始に先立つ2022年9月12日付で、当社をMBOにより非公開化する提案(以下「本MBO提案」といいます。)を行っていたところ、RSMは、同日付の書簡において、「MBOにより流動性が向上し、コミットメントしていない株主にも退出の機会を提供することで、既存株主の価値向上にもつながります...貴社の株式の30%以上既に合理的なリターンを求める外国投資家の手に渡っていることを忘れてはいけません」とMBOを通じて外国投資家(公開買付者グループはこれに該当します。)に対して売却機会を提供することを要求しつつ、肝心のMBOについては、RSMが紹介するプライベート・エクイティ・ファンドと当社の経営陣によって実行されることを示唆し、MBOを行うことが当社の企業価値の向上に資するのではなく、単に公開買付者グループとしてMBOの機会に当社株式を売却してリターンを得ることに関心があるのではないかと受け止めざるを得ない説明を行っていました。なお、当社は、MBOにおいて想定している買付主体や公開買付者グループのMBOによる非公開化後の当社株式の保有方針について、RSMに対し繰り返し質問を行いましたが、これまでRSMからは明確な回答が得られておりません。加えて、本対質問回答報告書によれば、「スポンサー候補に打診するにあたっては、少なくともまず対象者経営陣がMBOを主導する意欲を有していることを確認する必要があります。」「RSMは、対象者経営陣が本MBO提案に関しエンゲージすることを希望しておらず、主導する意欲も有していないと考え、スポンサーへの打診を行うことができなかったという事情があります。」(本対質問回答報告書別紙9～10頁)とあり、公開買付者は、RSMが当社に本MBO提案を行うにあたり、スポンサーへの具体的な打診を行うこともなく、MBOを行う際の買付価格として1株当たり1,300円という価格を提示していたことを明らかにしており、MBOが当社の企業価値が向上するかという観点は一切考慮しない、価格ありきで自らが保有する当社株式の売却を目的としたMBOの提案であったとの疑念を持たざるを得ません。

また、当社は、従前から継続してダルトンジャパンとの対話を行っていましたが、ダルトンジャパンの推薦を受け、2019年6月から2022年6月までの間、ダルトンジャパンの役職員である磯貝厚太氏を当社の取締役として受け入れていました。しかし、ダルトンジャパンの推薦を受けて取締役に就任した磯貝氏(以下「ダルトン推薦取締役」といいます。)も、当社取締役会等において事業戦略に関する意見を述べることは少なく、自己株式取得の余地・メリットに焦点を当てた発言を行っていました。ダルトン推薦取締役が取締役に在任中に当社取締役会に発議した唯一の議案は、当社資産の売却とそれを原資とした自己株式取得に関する討議でした。このようなダルトン推薦取締役の言動からも、公開買付者グループが当社をして株主還元を行わせ、当社の保有するキャッシュを最大限引き出すことに固執していることは明らかです。

なお、公開買付者グループが過去に行った投資実績・投資活動が、専ら上場会社の株式を取得した上で、当該会社に対して、各社を取り巻く経営環境や経営方針を顧みることなく画一的な自己株式取得等の株主還元を迫るものであると疑われること(詳細は下記「E 公開買付者グループにおける他の投資実績・提案実績が画一的な自己株式取得等の株主還元を迫るものであったとすれば、本公開買付けについても、当社の企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことを目的とするものであると考えられること」をご参照ください。)からしても、公開買付者グループの行動原理は一貫していると考えられ、本MBO提案や本公開買付けに際して、当社グループの経営方針等については特段の関心を示さないこととも整合的であると考えられます。さらに言えば、公開買付者は、上記のとおり、当社における「キャピタルアロケーションの問題」として、本公開買付届出書8～9頁記載の(a)乃至(e)の事項を挙げた上、専ら当社が過去に行った投資活動を批判していますが、公開買付者は、「キャピタルアロケーション」、すなわち資本の配分を改善せよとの指摘をしながら、どのように資本を配分すべきであったか(どのような投資をすべきであったか)については何らの対案も示していません。これも、公開買付者グループの関心が、当社に株主還元の原資を確保させるため、それ以外の目的でのキャッシュアウトを抑制することに向けられていることの1つの表れと考えます。

以上のとおり、公開買付者は、当社の経営方針について、キャピタルアロケーションの改善という抽象的な方針以上の具体的な方針を何ら示さず、その「キャピタルアロケーションの改善」についてすら具体策を示していないこと、及び、本MBO提案や従前のダルトン推薦取締役の言動も、要するに当社株式の売却機会と株主還元を要求し、当社が保有するキャッシュを自らが獲得することを企図していたものと考えられ、それが公開買付者グループの過去における投資実績・提案実績とも整合すること等からすれば、むしろ本公開買付けは、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した上で、当社の中長期的な企業価値への影響を考慮せず、当社からキャッシュを最大限引き出すことを目的とした施策の実行を当社経営陣に事実上強制することを企図したものであることは明らかです。とすれば、本公開買付けが成立し、このような公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合、当社の中長期的な成長のための投資を行うことができなくなり、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いと言わざるを得ません。

B 公開買付者グループは、当社が営む事業に関する運営経験や知識・ノウハウに加えて、当社の企業価値の源泉に対する理解を欠いており、本中期経営計画に基づく当社の企業価値向上を阻害する可能性が高いこと

上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有することになり、実質的に当社の経営支配権を取得することになります。そして上記「A 公開買付者は当社の経営方針を一切示すことなく、『キャピタルアロケーションの改善』のみを主張しており、結局のところ、それは当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことのみを意図するものに過ぎないこと」に記載のとおり、公開買付者は、本公開買付けによる株式の所有割合の増加を背景として、当社経営陣に「キャピタルアロケーションの改善」を求める「エンゲージメント活動」を行うとも述べていますが、公開買付者が実質的に当社の経営支配権を取得した上でかかる「エンゲージメント活動」を行うことは、当社の全役員の選任や剰余金の配当の決定等を公開買付者グループのみによって左右できる状況を作出した上で、これを利用し「エンゲージメント活動」の名の下に直接的又は間接的に圧力をかけることにより、当社経営陣に対して委縮効果を及ぼし、公開買付者グループの意に沿う形で当社の経営を行わせることを意味します。

したがって、公開買付者グループ及びその構成員において当社の事業に関する運営経験やノウハウを有しているか、当社の企業価値の源泉に対して十分な理解を有しているか等は、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合に当社の企業価値が毀損されるか、あるいは維持・向上するかを判断する上で極めて重要な点であると考えられます。そのため、当社は、これらについて公開買付者に質問を行いました。

この点、本対質問回答報告書別紙8頁によれば、公開買付者グループは、当社が営む事業を「自ら運営する経験」はないとのことです。また、公開買付者グループは、本公開買付届出書及び本対質問回答報告書において、当社の経営権の取得や経営への関与は予定していない旨繰り返すのみであって、自らの運営経験や知識・ノウハウの不足を第三者の協力により補う等の具体的な対応策も一切示されていません。

さらに、以下のとおり、公開買付者グループによる当社の企業価値や当社を取り巻く経営環境、これまでの経営施策に関する理解は誤っていると言わざるを得ません。

第1に、本対質問回答報告書別紙18～19頁によれば、公開買付者グループは、当社の企業価値の源泉は、「長年に渡り培ってきた分散技術」であると考えているとのことです。確かに、当社は、高い分散技術を有していると自負しておりますが、当社の企業価値の源泉は、上記「( )本中期経営計画を遂行することこそが当社の企業価値向上に資すること」の「A 当社の企業価値の源泉」に記載のとおり、「1. 企業理念と当該理念が浸透して形成された企業文化」、「2. 付加価値の高い製品を提案できる独自の技術力」、「3. きめ細かいサービス力」、「4. それらを支える専門性の高い人材」、「5. それらに基づいて構築された顧客との信頼関係及び国内外におけるブランド価値」にあると考えています。当社のUVインキの現在の地歩は、UVインキの黎明期から連綿と受け継がれてきた成功と失敗の膨大な積み重ねによる暗黙知を含む、当社の人的資源と一体となったノウハウ・技術力を基盤として、その上に世界の有力サプライヤーとの間で長期間かけて育まれたパートナーシップ、日本を含むアジアにおける強力な事業基盤とブランド力、「Kindness」企業文化による顧客との緊密な関係、が揃うことによって実現されています。そのため、公開買付者グループが指摘しているのは当社の企業価値の源泉の一部分にすぎず、当社の企業価値の源泉に関する理解を欠いているものと考えられます。

第2に、本公開買付届出書によれば、公開買付者グループは、「(a)長期にわたって利益率が低迷しているにもかかわらず、価格改定や不採算品目の縮減などの対応・計画へのコミットメントが限定的であり、そもそも原価管理体制が不十分である懸念がぬぐえない」と指摘しています。当社としては、各事業年度の利益率については機を捉えた先行投資や原材料価格の高騰等、個々に異なった要因があると考えています。加えて、価格改定や不採算品目の縮減については従前より取り組んでおり、本中期経営計画においても特に強調している事項であるため、公開買付者グループは本中期経営計画についても十分に理解していないと考えられます。当社は、今後も収益に対する社内の意識改革を積極的に進め、価格改定や不採算品目の縮減、さらには不採算事業からの撤退等も実行することで、計画へのコミットメントを強めています。

第3に、本公開買付届出書によれば、公開買付者グループは、「(b)国内印刷インキ市場の縮小トレンドが明らかなか中、拠点分散を掲げ、滋賀に新工場建設を決議し、当該工場への当初想定投資額は約60億円であったところ、想定を大幅に上回る、総額100億円の大型設備投資を2014年3月期から数年にかけて滋賀の新工場に対し行ってきており、結果として、需要に対して過剰な設備を保有することにより、稼働率・収益悪化に至っている」と指摘しています。公開買付者の指摘は、当社が主力としているUVインキ製品が印刷インキの分類の中でも「その他」に分類されるニッチ商品であることを無視して「国内印刷インキ市場」全体の市場トレンドを論じていることに加え、その「国内印刷インキ市場」のトレンド評価においても、印刷インキだけでなく塗料(印刷インキの4倍以上の数量規模を有します。)も含む形で「塗料及び印刷インキの年間生産量」の推移に依拠しているという2つの誤謬に基づくものです。滋賀事業所建設の投資判断時点において、UVインキに関する市場分析レポートからもUVインキ市場が拡大傾向にあることは明らかでした。加えて、滋賀事業所建設は、BCP(事業継続計画)の観点から、複数の工場拠点をもち、特定の自然災害等が発生した際にその損害を最小限にとどめながら事業の継続性を担保するという意味でも必要な投資でした。また、公開買付者は、当社が意図せず当初の想定よりも多額の投資をせざるを得なくなったかのように述べていますが、当社第72期有価証券報告書に記載の投資額約60億円は、第1期及び第2期の工事額を示すものであって、公開買付者が指摘する各決算資料に記載された投資額の合計約100億円との差額は、その後の事業所拡充に向け、意図して追加的に企画した第3期工事によるものであり、当初の想定を上回ったものではありません。このように、公開買付者が、当社製品の市場における位置づけも、当社主力事業のマーケットトレンドも理解しないばかりか、当社の事業実績・設備投資計画等に対しても誤った分析・指摘をしていること自体、公開買付者グループに当社事業を経営するに足る知見・ノウハウ・実績のいずれも全くないことの証左にほかなりません。上記「( )本中期経営計画を遂行することこそが当社の企業価値向上に資すること」の「D 現時点における本中期経営計画推進の成果」に記載のとおり、当社は、UVインキ事業を引き続き注力製品群と位置づけ、既にTOKAブランドが定着しているベトナム、フィリピンにおけるシェア拡大に向けた活動を開始するとともに、それぞれ日本の約4倍及び約3倍のUVインキ市場規模がありながら当社製品の市場開拓が進んでいない欧州及び米国においても、本格的な販路拡大を図っています。

第4に、本公開買付届出書によれば、公開買付者グループは、「(c)2017年12月に、赤字を計上していたオランダ企業である、Van Son社を約10億円を投じて買収したものの、全額損失となったことに加え、Van Son社関連の関係会社貸付金についても2021年3月末時点で約20億円を回収不能見込みと計上するに至った」と指摘しています。当社としては、日本の約4倍の市場規模を持つ欧州のUVインキ市場に進出するために、European Printing Ink Association(EuPIA)に加盟するVan Son社を買収しました。買収前には約4億円だった当社の欧州向けUVインキの売上高は2021年には約18億円まで増加し、当社の欧州での知名度の向上、及びEuPIA規格の取得ノウハウも進みました。結果的には、急拡大したコロナ禍による平版インキの市場縮小により止む無く清算に至りましたが、Van Son社清算後のUVインキの拡販に必要なノウハウ・商圏等の無形の資産は当社に継承され、当社の事業の拡大・成長に繋がっています。具体的には、当社は、Van Son社買収を通じて獲得した、欧州における知名度、EuPIA規格の取得ノウハウ、世界で先行する化学物質に対する欧州の規制に関する情報を活かすとともに、Van Son社から引き継いだUVインキの商圏を最大限活用し、欧州市場でのさらなるプレゼンス拡大を図っています。

第5に、本公開買付届出書によれば、公開買付者グループは、「(d)2018年3月に設立された子会社である浙江迪克東華精細化工有限公司への総額約30億円の設備投資においても、対象者経営陣からの直近のヒアリングによれば、投資回収に20年という長期間を要すると説明している」と指摘しています。公開買付者が指摘する投資回収期間の長期化は、投資判断時には予期しがたい事象が複数重畳的に発生したことの結果であって、資本効率の検証を怠った投資であるとの決めつけは、そもそも不確実性を有するビジネスの現実に対する理解を欠いているものと思料いたします。当社は、浙江迪克東華精細化工有限公司は、当初は2020年からの本格稼働を目指していましたが、予期せぬ中国の建築規程の変更により設計変更を余儀なくされ、全ての設備導入を初期に行うことが必要となったことに加え、現地での天候不順やCOVID-19による工場建設の中断等の予期しがたい事象により、初期投資設備の倍増及び稼働開始の2.5年遅延が生じ、結果としてDCF法による回収期間が長期となりました。当社は、中国現地に根差した事業展開を創業以来志向しており、他社が中国に加工工場に進出する中、当社は中国で地産地消を目指す日本の顔料分散液メーカーとしては唯一無二の存在となっています。その強みを生かし、ディスプレイ市場の本格的な需要回復と当社工場の本格稼働により、売上・利益の拡大を図ってまいります。

最後に、本公開買付届出書によれば、公開買付者グループは、「(e)対象者中期経営計画リリースに記載された2025年3月期の営業利益の目標額は30億円(2022年3月期の営業利益2.28億円の約13倍)、当該利益を含めた営業キャッシュフローを基にした2023年3月期乃至2025年3月期の期間における投資予定額は80億円を見込むところ、過去の対象者の業績推移からして実現可能性に疑問が生じる利益水準となり、投資計画の妥当性についても疑問が生じる」と指摘しています。2025年3月期の営業利益の目標額は、本中期経営計画策定時点において合理的に見積ったものであり、それをベースとした投資計画も妥当なものであると考えています。なお、当時当社の社外取締役であったダルトンジャパンの磯貝厚太氏は、本中期経営計画の承認に係る取締役会において、当該議案に賛成しています。今後、当社は、年度末には取締役会にて本中期経営計画の進捗状況について検証を行い、状況に応じて追加施策等を検討していく予定です。当社は、本中期経営計画において、目指す方向性を「1.収益力改善の重視」と定め、これを「2.注力する製品群と地域の明確化」を通じて実現することを明確に示しており、これらの実現に不退転の決意で臨んでいます。

以上のとおり、公開買付者が「キャピタルアロケーションの問題」として挙げる本公開買付届出書8～9頁記載の(a)乃至(e)の事項は、いずれも当社の過去の経営成績・投資内容について誤った認識に基づき又は結果論で批判するものにすぎません。本公開買付けの成立により実質的に当社の経営支配権を取得した公開買付者グループが、そのような事実誤認や結果論による批判を繰り返すようであれば、当社の経営に対して萎縮効果が生じ、ひいては企業価値向上に向けた積極果敢な経営判断に支障が生じることもまた明らかです。

なお、公開買付者は、「対象者の事業運営は対象者経営陣が遂行するものであ」ること等を理由に、当社の事業を自ら運営する経験や本公開買付けが成立した場合に当社の経営に関与する意向を有しないことをもって、本公開買付けが当社の企業価値を毀損する可能性があることとの理由とされるべきではないと述べています(本対質問回答報告書別紙5頁、8頁、21頁、22頁)。また、本MBO提案に際して、当社はRSMに対し、同様に、当社の経営に関する方針や事業を運営するノウハウに関する質問を行いました。それに対しては具体的な回答は一切なく、公開買付者グループは、かかる当社の対応が「儀式的」であったことから、本MBO提案を撤回したとしています。しかしながら、上記のとおり、公開買付者グループ(あるいは本MBO提案については公開買付者グループが紹介するプライベート・エクイティ・ファンド等)が実質的に当社の経営支配権を取得するかどうかという局面において、そのような当社の経営支配権を取得せんとする者が有する経営方針や知識・ノウハウ等が極めて重要であることは論を俟たないのであり、本MBO提案及び本公開買付けに際して、日々の業務執行や経営施策の遂行に不断に取り組みつつ、公開買付者グループに対しそれらを粘り強く確認することを試みた当社経営陣の対応に何らの非はなく、「儀式的」であるなどと非難されるべきいわれもありません。

さらに、上記「( )本公開買付けが成立した場合、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いこと」のとおり、公開買付者グループの真の目的は、当社の中長期的な企業価値の向上の観点では考慮せず、当社からキャッシュを最大限引き出すことにあると考えられます。したがって、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合、当社の中長期的な企業価値向上のための設備投資等の必要性を理解せず、その原資を株主還元を用いるよう求めてくる可能性が否定できません。

すなわち、上記「( )本中期経営計画を遂行することこそが当社の企業価値向上に資すること」のとおり、当社は、本中期経営計画を策定し、その実現に向けて各種の施策を行っております。本中期経営計画においては、例えば、次世代UVインキ及びEBインキへの開発投資といった当社の中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資等が予定されており、戦略的投資についても不断に検討を行っています。当社の企業価値の源泉である「2.付加価値の高い製品を提案できる独自の技術力」を維持、向上させ、当社の中長期的な企業価値を向上させるために、本中期経営計画に従って積極的な投資を継続することは極めて重要です。しかるに、当社からキャッシュを最大限引き出すことを目的とし、かつ、当社の事業についての理解を欠く公開買付者グループが実質的に経営支配権を取得し、その企図する「キャピタルアロケーションの改善」、すなわち当社の保有するキャッシュの株主への最大限の還元を求める場合、当社の中長期的な企業価値向上のために用いるべきキャッシュが流出し、本中期経営計画の実行が阻害されることが懸念されます。

以上のとおり、公開買付者グループは当社が営む事業に関する運営経験や理解・ノウハウに加えて、当社の企業価値の源泉や当社を取り巻く経営環境に対する理解を欠いており、そのような者が実質的に当社の経営支配権を取得すれば、当社の企業価値向上に向けた「キャピタルアロケーションの改善」など望めないことはもちろんのこと、当社経営陣の経営判断に対する萎縮効果を背景に、本中期経営計画の遂行が阻害され、当社の企業価値の源泉を理解しない施策の実行が求められるといった事態が想定されます。このような状況下では、当社の企業価値ひいては株主共同の利益が毀損される可能性は高いと言わざるを得ません。



C 公開買付者グループは、公開買付者グループと少数株主の皆様との間における利益相反回避に関する方針を一切示していないこと

上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること」に記載のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有することになり、実質的に当社の経営支配権を取得することになります。また、上記「B 公開買付者グループは、当社が営む事業に関する運営経験や知識・ノウハウに加えて、当社の企業価値の源泉に対する理解を欠いており、本中期経営計画に基づく当社の企業価値向上を阻害する可能性が高いこと」に記載のとおり、公開買付者グループは、株主還元によるキャッシュの獲得を通じて自らの利益を最大化することを目的とした施策を、当社経営陣に事実上強制することを企図していることが明らかであり、短期的に多額の株主還元を実施しようとするおそれが否定できません。そのため、本公開買付けにおいては、中長期的な視点で当社に投資する当社の少数株主の皆様と公開買付者グループとで企図する投資のタイムホライズンが一致せず、利害が相反することが想定されます。

そのため、当社は、公開買付者グループと少数株主の皆様との間で利害が相反する場面に対処するための方針又は措置に関する考え方について具体的な説明を求めました。この点について、公開買付者は、そのような場面が生じた場合には、少数株主の利益を損ねないように真摯に対応すると回答するのみで、具体的にどのように方策をもって対応するのかについては一切回答しませんでした(本対質問回答報告書別紙25頁)。公開買付者は、実質的に経営支配権を取得した者が上場会社を運営していく上で極めて重要な課題である、実質的な支配力を持つ株主(支配的な株主)と少数株主の皆様との利益相反の問題やそれに関連する少数株主保護の必要性について認識しながら、かかる問題に対処するための具体的な方針や方策については意図的に明言を避けていると解さざるを得ません。したがって、かかる公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した場合であって、現に当社の少数株主の皆様との間に利益相反が生じた場合に、少数株主の皆様が利益が害される可能性が否定できません。

D 法令遵守姿勢に疑義のある公開買付者グループのもとでは当社のコンプライアンス経営に懸念があること

大量保有報告書の提出者は、株券等保有割合が百分の一以上増加し又は減少した場合その他の大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合には、その日から5営業日以内に、当該変更に係る事項に関する変更報告書を提出しなければならず(法第27条の25第1項)、変更報告書を提出しない者若しくは重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者は、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科するものとされています(法第197条の2第5号、第6号)。

この点、NAVF、Michael 1925及びダルトンLLCの提出に係る2022年9月15日付変更報告書No.16(以下「本変更報告書No.16」といいます。)は、報告義務発生日である2022年7月15日(NAVF、Michael 1925及びダルトンLLCの提出に係る同年9月26日付訂正報告書において、報告義務発生日が、同年7月20日から、同月15日に訂正されました。)から提出期限を大幅に徒過した同年9月15日付で提出されています。また、NAVF、Michael 1925及びダルトンLLCの提出に係る2022年9月15日付変更報告書No.17(以下「本変更報告書No.17」といいます。)は、報告義務発生日である2022年7月25日(NAVF、Michael 1925及びダルトンLLCの提出に係る同年9月26日付訂正報告書において、報告義務発生日が同年8月18日よりさらに1カ月近くも前の同年7月25日に訂正されました。)から提出期限を大幅に徒過した同年9月15日付で提出されています。

さらに、本変更報告書No.17においては、NAVF及びダルトンLLCの保有目的及び重要提案行為等に関する記載において、当社との対話や当社に対する重要提案行為等の可能性に言及されている一方で、Michael 1925の保有目的及び重要提案行為等に関しては、保有目的において「純投資」との記載があるのみで、重要提案行為等は「該当なし」と記載されていました。本公開買付届出書によれば、Michael 1925は、2021年8月上旬にNAVFとの間で当社株式の共同取得に関する合意を行い、2022年6月上旬には、特定の投資案件についてのエンゲージメント活動の影響力の向上を図ることを目的として、ダルトンLLC、NAVF及びMichael 1925の間で当社株式を含む日本上場会社の株式の共同取得について合意したとのことです。また、本公開買付届出書によれば、ダルトンLLCは、同じく2022年6月上旬に、RSMとの間で当社の経営におけるキャピタルアロケーションの問題改善に向けたエンゲージメント活動を共にすることについて合意したとのことです。とすれば、上記「A 公開買付者は当社の経営方針を一切示すことなく、『キャピタルアロケーションの改善』のみを主張しており、結局のところ、それは当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことのみを意図するものに過ぎないこと」に記載のとおり、公開買付者グループは、当社に対して、2022年9月12日付で本MBO提案を行った上、当社との対話の中で様々な要求をしており、それ以前あるいはその最中の2022年6月上旬にこれらの合意を行っていることからすれば、少なくとも本変更報告書No.17提出日時点において、Michael 1925においても重要提案行為等を行うことが既に企図されていたものと考えられます。それにもかかわらず、本変更報告書No.17には、重要提案行為等について「該当なし」と記載されているため、本変更報告書No.17は本来記載すべき重要提案行為等に関する事項を欠いていた疑いがあります。

公開買付者は、本変更報告書No.16及び本変更報告書No.17が、法定の提出期限を大幅に徒過して提出された点について、「当時それぞれの保有状況の共有が不十分であったことに起因したものである」と説明し、本変更報告書No.17の重要提案行為等に関する記載が存在しなかった点については、本変更報告書No.17提出日時点において、「Michael 1925は、NAVFの投資先の一部に投資することを予定しており、自らが主体的に重要提案行為等を行うことは想定しておりませんでした」と説明していますが(本対質問回答報告書別紙6～7頁)、上記の経緯からすれば、公開買付者のかかる説明は首肯し難いと言わざるを得ません。また、当社は、このような変更報告書の度重なる提出期限の徒過及び記載すべき事項の欠落の疑いが生じたことを受けて、公開買付者グループにおける大量保有報告制度その他の規制遵守に対する認識及び方針、これらの法令遵守に係る管理体制、並びに、かかる法令等の違反に関する再発防止策の方針についても具体的な説明を求めましたが、公開買付者は「その後、改善を行っております。」(本対質問回答報告書別紙7頁)と回答するのみで、何ら具体的な説明を行いませんでした。

上記のとおり、公開買付者グループは、変更報告書の提出を遅延していたことに加え、本変更報告書No.17における重要提案行為等に関する事項を欠いていた場合には、当社の主要株主であり、かつ、当社のその他の関係会社に該当する株主らによる当社株式の更なる買増しの事実や当社に対する対応方針という株価に重大な影響を与え、投資判断に重要な情報を一般投資家に適時に開示せず、株価に織り込ませない中で、市場取引を通じて当社株式を買い集めていたことになり、その姿勢は公正性に悖るものと言わざるを得ません。

以上からすれば、公開買付者グループの法令遵守姿勢には疑義があり、上場会社として多くのステークホルダーが存在する当社の経営支配権を実質的に取得する者としての適格性に疑いがあると言わざるを得ず、かかる公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することにより当社のコンプライアンス経営に懸念が生じ、これにより当社の企業価値ひいては株主共同の利益が毀損される懸念があると考えられます。

E 公開買付者グループにおける他の投資実績・提案実績が画一的な自己株式取得等の株主還元を迫るものであったとすれば、本公開買付けについても、当社の企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことを目的とするものであると考えられること

公開買付者グループのうちNAVFは、下表のとおり、2022年3月及び同年6月に開催された、日本電計株式会社、荏原実業株式会社、日本精化株式会社等の投資先12社の株主総会において株主提案を行いました。経営環境や経営方針は各社異なるはずであるにもかかわらず、NAVFが行った株主提案は、いずれの投資先に対しても画一的に「発行済株式総数の約10%分の自己株式取得」を求めるものでした。また、公開買付者グループのうちダルトンLLCも、下表のとおり、株式会社鶴見製作所に対して、2022年6月開催の定時株主総会において、DALTON KIZUNA (MASTER) FUND LP(ダルトン・キズナ(マスター)ファンド・エルピー)名義で、NAVFと同様の内容で株主提案を行っています。

このように、公開買付者グループの過去における投資実績・提案実績は、本来多種多様であるはずの投資先を取り巻く経営環境や経営方針を考慮することなく、画一的に大規模な株主還元を迫るものであったと疑われます。このことに加えて、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を有することになるにもかかわらず、公開買付者グループが、当社の企業価値の源泉や当社を取り巻く経営環境、本中期経営計画その他これまでの経営施策に関する理解を欠き、本公開買付け後の当社の経営方針を一切示さないことも併せ考えると、本公開買付けも、かかる投資活動の一環であり、当社を取り巻く経営環境や経営方針にかかわらず、株主還元を引き出し、当社からキャッシュを最大限引き出そうとするものであることが疑われます。

したがって、本公開買付けは、かかる目的の実現手段として、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した上で、当社からキャッシュを最大限引き出すことを目的とした施策の実行を当社経営陣に事実上強制することを企図したものであることが疑われます。

2022年3月開催の株主総会における株主提案

対象企業名	提案株主	内容
荏原実業株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額の改定の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
		取締役1名選任の件(RSM社長水落氏)
千代田インテグレ株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額の承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)

2022年6月開催の株主総会における株主提案

対象企業名	提案株主	内容
第一建設工業株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
株式会社バイタル ケーエスケー・ホールディングス	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
日本電計株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
石原ケミカル株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
ソーダニッカ株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
株式会社ヒラノテック シード	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
コニシ株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
日本精化株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
三共生興株式会社	NAVF	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額承認の件
		自己株式取得の件(発行済株式総数の約10%)
株式会社鶴見製作所	ダルトンLLC	自己株式取得の件(発行済株式総数の7.27%)

( )本公開買付けは強い強圧性を有し、株主の意思を軽視するものであること

本公開買付届出書によれば、本公開買付けには買付予定数の上限が定められており、その買付数は最大で4,911,564株(所有割合：21.72%)にとどまることから、この上限を超える数の株式については、買付けが行われずにあん分比例の方式により決済が行われることとなります。したがって、本公開買付けは、応募された全ての株式について本公開買付価格による売却の機会が保証されているわけではなく、当社の株主のうち、一定数の方は、必ず本公開買付け後も当社の株主であり続けることとなります。

また、上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになること」のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有することになり、実質的に当社の経営支配権を取得することとなります。

このような本公開買付けにおいては、当社の株主が、公開買付者グループの下では当社の企業価値が毀損されると考える場合又は(本公開買付け後の経営方針等の情報が不十分であること等により、企業価値が毀損されるか否かを判断できないため)当社の企業価値が毀損されるおそれが否定できないと考える場合において、そのような会社に少数株主としてとどまることにより、企業価値が毀損され、保有する株式の価値も減少してしまうことを甘受するよりは、たとえ公開買付けの条件に不満があっても公開買付けに応募することで、保有株式を現金化し、会社から退出することにインセンティブを持つこととなります。そのため、本公開買付けは、公開買付者グループの下では当社の企業価値が毀損されると考える等して、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することに反対する株主ほど、かえって公開買付けに応募する強い動機を持つことになるものです。このように、当社は、本公開買付けには構造的な強圧性が存すると考えております。

特に、上記のとおり、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは、実質的に当社の経営支配権を取得することになるところ、上記「( )本公開買付けが成立した場合、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いこと」の「A 公開買付者は当社の経営方針を一切示すことなく、『キャピタルアロケーションの改善』のみを主張しており、結局のところ、それは当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず、当社が保有するキャッシュを最大限引き出すことのみを意図するものに過ぎないこと」に記載のとおり、公開買付者は、当社の経営方針について、キャピタルアロケーションの改善という抽象的な方針以上の具体的な方針を何ら示さず、その「キャピタルアロケーションの改善」についてすら具体策を示していないこと、及び、本MBO提案や従前のダルトン推薦取締役の言動も、要するに当社株式の売却機会と短期的に多額の株主還元を要求し、当社が保有するキャッシュを自らが獲得することを企図していたものと考えられること等からすれば、むしろ本公開買付けは、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した上で、当社の企業価値の維持・向上という観点は無視した上で、当社からキャッシュを最大限引き出すことを目的とした施策の実行を当社経営陣に事実上強制することを企図したものであると評価せざるを得ません。また、そのような施策の実行を当社が事実上強制された場合には、当社の将来の成長において必要不可欠な投資の中止を余儀なくされ、中長期的な収益性の確保が困難な状況に陥ることや、当社にとって重要なステークホルダーである従業員や取引先の離反が生じるおそれもあることから、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する現実的な可能性が高いと言わざるを得ません。

公開買付けの強圧性についてはその程度に差異があり得るとされているところ、このように実質的に経営支配権を取得しながら、具体的な経営方針を一切示さず、当社の中長期的な企業価値の向上という観点を考慮せず短期的な多額の株主還元を事実上強制することをにおわす本公開買付けは、強い強圧性を有するものと考えております。そして、そのような強い強圧性を有する本公開買付けを開始したこと自体が、公開買付者グループが当社株主の意思及び利益を顧みず、自らの利益を優先する者であることの証左にほかなりません。

この点、公開買付者は、「公開買付者グループが考える『経営権の取得』の意味は、過半の役員派遣を行い、経営の主導権を取得すること」(本対質問回答報告書別紙23頁)であるとした上で、「公開買付者グループはエンゲージメント活動を行う株主の立場であり、対象者の経営権の取得や経営への関与は予定していない」ことを理由に、本公開買付けには「『公開買付者が経営権を取得した場合には企業価値が毀損すると考える株主が、公開買付けへの応募を余儀なくされる』という観点の強圧性は生じない」と主張しています(本対質問回答報告書別紙14頁)。しかし、上記「( )本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得することになるところ」に記載のとおり、公開買付者が意図する「派遣」の意義が何であれ、過半の役員「派遣」の有無によって「経営権の取得」が区別されるという公開買付者の説明は意味を持ちません。本公開買付けの成立により、公開買付者グループは実質的に当社の経営支配権を取得するのであり、公開買付者グループが、これにより、当社からキャッシュを最大限引き出すことを目的とした施策の実行を当社経営陣に事実上強制することを企図していることは明らかです。したがって、本公開買付けが成立した場合には、当社の企業価値ひいては株主共同の利益が毀損される現実的な可能性が認められるのであって、そのように考える株主が本公開買付けへの応募を余儀なくされる点で、本公開買付けが強い強圧性を有することは明白です。

なお、本公開買付けが強い強圧性を有することを踏まえれば、いわゆる買収防衛策を導入することにより、当社の株主の皆様における本公開買付けに係る判断を行うために必要な情報と時間を確保した上で、強圧性の存在しない状況で株主の皆様の意思を確認するための臨時株主総会(以下「株主意思確認総会」といいます。)を招集し、株主意思確認総会において株主の皆様のご承認を得た上で、本公開買付けに対して対抗措置を講じていくべきであるという考え方もあり得ます。そのため、当社取締役会は、買収防衛策の導入の是非についても慎重に検討いたしました。もっとも、買収防衛策を導入・発動した場合には、株主意思確認総会の開催や、対抗措置の発動後に公開買付者グループから提起されることが予想される裁判手続のために、当社の多くの経営資源やコストを割く必要があり、解決に要する期間も長期化することが見込まれること等を踏まえると、本中期経営計画の確実な実行を通じた当社の企業価値ひいては株主共同の利益向上という、本来、当社経営陣が注力すべき施策に集中することがかえってできなくなってしまうことが懸念されました。そこで、当社経営陣としては、本公開買付けに下限が設定されていることも踏まえ、買収防衛策の導入によるのではなく、公開買付者に対する質問等を通じて本公開買付け及び公開買付者グループに関する情報を収集し、これを精査することによって当社としての反対意見を株主の皆様に適切に提示し、本公開買付けに応募するか否かに関する判断に必要な十分な情報を株主の皆様に提供することにより、株主の皆様が本公開買付けに応募しないように努め、本公開買付けが不成立となるよう行動することが当社の企業価値ひいては株主共同の利益の維持又は向上の観点で最適であると判断し、買収防衛策を導入しておりません(但し、かかる判断は現時点の事実関係に基づくものであり、今後、状況の変化等を受けて変更される可能性があります。)

### (3) 上場廃止となる見込み及びその事由

(訂正前)

当社株式は、本日現在、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。)プライム市場に上場されております。

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、直ちに当社株式の上場廃止を企図するものではなく、買付予定数の上限を4,911,564株(所有割合(注1):21.72%)に設定の上、本公開買付けを実施し、本公開買付け後、公開買付者グループ(注2)が所有する当社株式の数の合計は、最大で9,950,200株(所有割合:44.00%)となる予定であることから、当社株式は本公開買付成立後も、引き続き東京証券取引所プライム市場における上場が維持される見込みとのことです。

(注1) 本公開買付届出書によれば、「所有割合」とは、当社が2022年11月14日に提出した第81期第2四半期報告書に記載された2022年9月30日現在の発行済株式の総数である22,664,240株から同日現在において当社が所有する自己株式数(但し、同日現在の当社取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除きます。))に対する株式報酬制度として株式交付信託が保有する当社株式234,600株を除きます。)(50,214株)を控除した22,614,026株に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。以下同じです。)をいうものとされています(以下、所有割合の記載について同じです。)

(注2) 本公開買付届出書によれば、「公開買付者グループ」とは、公開買付者及びその特別関係者であるダルトン・インベストメンツ・エルエルシー(Dalton Investments LLC)(以下、「ダルトンLLC」といいます。)をいうとのことです。本公開買付届出書によれば、ダルトンLLCは、本公開買付届出書提出日現在において、当社株式を4,358,436株(所有割合:19.27%)を所有しており、公開買付者グループは、当社株式を合計5,038,636株(所有割合:22.28%)所有しているとのことです。

(訂正後)

当社株式は、本日現在、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。)プライム市場に上場されております。

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、直ちに当社株式の上場廃止を企図するものではなく、買付予定数の上限を4,911,564株(所有割合:21.72%)に設定の上、本公開買付けを実施し、本公開買付け後、公開買付者グループ(注)が所有する当社株式の数の合計は、最大で9,950,200株(所有割合:44.00%)となる予定であることから、当社株式は本公開買付成立後も、引き続き東京証券取引所プライム市場における上場が維持される見込みとのことです。

(注) 本公開買付届出書によれば、ダルトンLLCは、本公開買付届出書提出日現在において、当社株式を4,358,436株(所有割合:19.27%)所有しており、公開買付者グループは、当社株式を合計5,038,636株(所有割合:22.28%)所有しているとのことです。

(4) 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)

(訂正前)

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、本公開買付け成立後に、当社株式を追加取得する予定はないとのことです。

もともと、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、当社は、現時点では、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する具体的な当社の経営方針等の事項の詳細が明確ではないと考えております。本公開買付届出書に記載のとおり、Rising Sun Management Ltd.(以下「RSM」といいます。)

(注)は、2022年9月12日付の書簡において、当社を非公開化する旨の提案を行っており(但し、RSMは、同年11月4日付の書簡において同提案を撤回しています。)、かかる経緯からすれば、本公開買付けの結果次第では、今後、公開買付者グループが当社株式につき追加取得を行うことや、公開買付者グループから二段階買収に向けた動きがとられる可能性も完全には否定できません。そのため、当社は、今後、本公開買付届出書の内容に加えて公開買付者から提出される対質問回答報告書の内容や公開買付者が開示したその他の情報、及び、本公開買付けの結果を踏まえつつ、外部アドバイザーの助言・協力を受ける等した上で、対応について慎重に検討する予定です。

(注) 本公開買付届出書によれば、RSMは、公開買付者のうちニッポン・アクティブ・バリュー・ファンド(Nippon Active Value Fund PLC)及びマイケル・ワン・サウザンド・ナイン・ハンドレッド・トゥエンティ・ファイブ・エルエルシー(Michael 1925 LLC)に対して投資助言を行っており、公開買付者のうちHikari Acquisition株式会社の100%親会社であるとのことです。

(訂正後)

本公開買付届出書及び本対質問回答報告書によれば、公開買付者は、本公開買付け成立後に、当社株式を追加取得する予定はないとのことです。

(5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

(訂正前)

独立委員会の設置及び勧告

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、当社及び公開買付者からの独立性を有する当社の独立社外取締役のみによって構成される独立委員会を設置しております(独立委員会委員の氏名及び略歴については、別紙2をご参照ください。)。当社取締役会は、独立委員会から、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し、さらに慎重に評価・検討を行うべく、下記「7 公開買付者に対する質問」及び添付別紙1に記載の各事項について公開買付者に対して質問を提示し、当該質問に対する公開買付者の回答を受領した後に、それを踏まえて当社の賛否の意見を最終的に決定し、表明する予定とすることは、本公開買付けへの対応として適当である旨の勧告を受領しております。

(訂正後)

独立委員会の設置及び答申

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けに関する意見の根拠」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けに係る当社の意見を表明するにあたり、当社取締役会の意思決定過程における恣意性のおそれを排除し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、2023年1月11日付で、当社及び公開買付者からの独立性を有する当社の独立社外取締役のみによって構成される独立委員会を設置するとともに(独立委員会委員の氏名及び略歴については、別紙2をご参照ください。)、同日、当社取締役会は、以下の事項(以下「本諮問事項」といいます。)を独立委員会に諮問いたしました。

- (a) 当社が公開買付者グループに対して提供を要請する情報の十分性及び適切性等について、検討及び評価すること。
- (b) 公開買付者グループが提供する情報の十分性等について、調査・検討及び評価すること。
- (c) 本公開買付けに対して当社取締役会が表明すべきと判断する意見の内容について、意見、答申又は勧告を行うこと。
- (d) 以上のほか、本公開買付けに関する事項のうち、当社取締役会が当委員会に追加的に諮問する事項及び当委員会が当社取締役会に意見、答申又は勧告すべきと考える事項について、調査、検討、評価、意見、答申、又は勧告を行うこと。

独立委員会は2023年1月11日、同月13日、同月16日、同月26日、2月1日及び本日に開催されており、( )1月11日には、本諮問事項についての審議を開始した上で、岩田合同法律事務所をリーガル・アドバイザーとして選任し、( )同月13日には、当社が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対して質問を提出することに関して審議を行い、( )同月16日には、当社が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対して質問を提出することに関して審議・答申を行い、( )同月26日、2月1日には、公開買付者から提出された本対質問回答報告書等を踏まえた上で、本諮問事項の審議を実施しております。

そして、独立委員会は、本日、当社取締役会に対し、独立委員会の全員一致の意見として、本公開買付けに関して、当社が本公開買付けに対して反対意見を表明することは適当である旨の答申を行いました。

かかる答申の概要は以下のとおりです。



( )本公開買付けの成立により公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得すると考えられること

公開買付者は、本公開買付けにおける買付予定数につき、公開買付者グループの所有割合が下限でも40.00%、上限では44.00%となるような水準を設定しており、当社の定時株主総会における議決権行使率を踏まえると、本公開買付けが成立した場合には、公開買付者グループは、実質的に当社の株主総会において過半の議決権を有する蓋然性が極めて高く、それは本公開買付けの成立により公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得することを意味するといえる。

公開買付者は、本公開買付けの目的は経営支配権の取得ではなく更なるエンゲージメント活動の実施であるなどと述べるが、本公開買付届出書及び本対質問回答報告書の内容を合理的に解釈すれば、その真の目的は、「エンゲージメント活動」の名の下に直接的又は間接的に影響力を行使することで、当社経営陣をして、公開買付者グループの意に沿うように当社の経営を行わせることにありと評価せざるを得ず、これは実質的に当社の経営支配権の取得に当たるものと評価できる。

( )当社における企業価値向上の取組みが当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化に資すると考えられること

本中期経営計画は、当社取締役会による企業価値の源泉に対する深い理解を前提に、当社の課題及び当社の強みを深度をもって分析した上で策定されたものであって、当社における近時の経営環境等を踏まえた上で、具体的な事業戦略を進めようとするものであり、財務・資本政策についても、財務体質の強化を図りつつ、必要な投資活動と安定的な配当の両立を企図するものといえる。そうすると、当社の事業についての経験・知識が豊富で当社の企業価値の源泉を十分に理解している当社経営陣が本中期経営計画を遂行し、当社の企業価値の源泉を最大限に活用することこそが、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化に資するものと評価できる。

また、当社が本中期経営計画を推進するためには透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を可能とする適切なガバナンス体制を構築しておく必要があるところ、当社においては、本中期経営計画を推進するために必要なガバナンス体制が適切に構築されていると評価できる。

さらに、実際にも本中期経営計画はその計画に沿って着実に推進されているものと評価でき、上記ガバナンス体制のもと、今後も更に推進されていくことが期待できる。

したがって、既に構築されている適切なガバナンス体制のもと、当社の事業についての経験・知識が豊富で当社の企業価値の源泉を十分に理解している当社経営陣が引き続き当社の経営を担うことにより本中期経営計画を推進し、当社の企業価値の源泉を最大限に活用することが、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の最大化に資するものと認められる。

( )本公開買付けの成立(公開買付者グループによる実質的な経営支配権の取得)により当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いと考えられること

公開買付者グループは、上記( )のとおり本公開買付けの成立により当社の経営支配権を実質的に取得するにもかかわらず、具体的な経営方針を何ら示していない。これに加え、本MBO提案や従前のダルトンジャパン推薦取締役の言動等は、概要、当社株式の売却機会と株主還元を要求するものであったといえること、公開買付者グループが他の投資先に対し画一的な株主還元を迫る行為を繰り返していること等と疑われること等を踏まえると、本公開買付けは、公開買付者グループが実質的に当社の経営支配権を取得した上で、自らのキャッシュ・利益の最大化を目的とした施策の実行を当社経営陣に事実上強制することを企図したものであることがうかがわれる。そうすると、本公開買付けが成立した場合、当社のキャッシュがむやみに引き出され、当社の中長期的な成長のための投資を行うことが困難になると考えられる。

次に、公開買付者グループは、当社が営む事業の運営経験を有しておらず、また、自らの経験や知識等の不足を補うための具体策も示していない。また、公開買付者は、当社の企業価値や経営施策等に関する理解を誤っている。したがって、公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得したとしても、当社の企業価値向上に向けた「キャピタルアロケーションの改善」は望めない上、当社の事業に対する理解を欠く公開買付者グループによる「エンゲージメント活動」が行われれば、本中期経営計画の実行が阻害され、また、当社の企業価値の源泉を理解しない施策の実行が求められるといった事態が容易に想定される。

また、公開買付者グループはキャッシュの獲得を目的としていることがうかがわれるところ、本公開買付けが成立した場合、公開買付者グループは、短期的な多額の株主還元策の実行を当社経営陣に事実上強制しようとするおそれが否定できず、中長期的な視点で当社に投資する当社の少数株主と公開買付者グループとの間で利害が相反することが想定される。そうであるにもかかわらず、公開買付者グループは、少数株主との間の利益相反回避に関する方針を示しておらず、公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得した場合に少数株主の利益が害される可能性が否定できない。

さらに、公開買付者は、一部の変更報告書について提出期限を徒過しており、また、本来記載すべき事項を欠いていた疑いがあるところ、投資判断に重要な情報を株価に織り込ませずに市場取引を通じて当社株式を買い集めている点で公正性に悖り、また、その法令遵守姿勢には疑義があると言わざるを得ない。そうすると、公開買付者グループは、上場会社として多くのステークホルダーが存在する当社の実質的な経営支配権を取得する者としての適格性に疑いがあると言わざるを得ず、公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得することにより当社のコンプライアンス経営に懸念が生じると考えられる。

以上に鑑みると、本公開買付けが成立し、公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得することにより、当社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損する可能性が高いと考えられる。

( ) 本公開買付けが強い強圧性を有し、株主の意思を軽視するものと考えられること

本公開買付けには買付予定数の上限が定められており、本公開買付けが応募された全ての株式について本公開買付価格による売却の機会を保障するものではないことや、上記( )のとおり本公開買付けが成立した場合には公開買付者グループが当社の経営支配権を実質的に取得することになると考えられることを踏まえると、本公開買付けは構造的な強圧性を有すると評価でき、また、上記( )のとおり本公開買付けが当社の株主共同の利益等を毀損する現実的な可能性が高いこと等に鑑みると、その強圧性の程度は強いと考えられる。

なお、買収防衛策の導入・発動は、当社の多くの経営資源等を要し、却って株主共同の利益向上に支障を生じさせ得ること等を踏まえると、当社経営陣が本公開買付けに対して買収防衛策を導入しなかったことについても、特段不合理な点は認められない。

( ) 公開買付価格について

本公開買付けが強い強圧性を有することからすると、本公開買付価格の妥当性如何にかかわらず、本公開買付けが当社株主の意思を軽視した不適切なものであるとの評価は変わらない。

( ) 結論

以上を踏まえると、当社の企業価値ひいては株主共同の利益の維持及び向上のため、当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは、適当であると思料する。

## 外部アドバイザーの選任

(訂正前)

当社は、本公開買付けの評価・検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、当社及び公開買付者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、その法的助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。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、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

(訂正後)

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「本公開買付けに関する意見の根拠」に記載のとおり、当社は、本公開買付けの評価・検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、当社及び公開買付者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、その法的助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。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、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有していません。

以上