

【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】 2022年11月11日

【報告者の名称】 株式会社ササクラ

【報告者の所在地】 大阪市西淀川区御幣島六丁目7番5号
(同所は登記上の本店所在地であり、実際の業務は「最寄りの連絡場所」で行っております。)

【最寄りの連絡場所】 大阪市西淀川区竹島四丁目7番32号

【電話番号】 06(6473)2131(代表)

【事務連絡者氏名】 執行役員 総務部長 中野 朋宏

【縦覧に供する場所】 株式会社ササクラ
(大阪市西淀川区竹島四丁目7番32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、株式会社ササクラをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社笹興をいいます。
- (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「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (注5) 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「本公開買付け」とは、本書提出に係る公開買付けをいいます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社笹興
所在地 大阪市福島区海老江五丁目2番2号

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、2022年11月10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、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。

なお、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おります。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本項の記載のうち、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の普通株式(以下「当社株式」といいます。)1,825,415株(所有割合(注):59.60%)を所有する当社の親会社及び主要株主である筆頭株主です。この度、公開買付者は、当社株式の全て(ただし、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、当社株式を非公開化するための一連の取引(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としたとのことです。

(注) 「所有割合」とは、当社が2022年11月10日に公表した「2023年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第2四半期決算短信」といいます。)に記載された2022年9月30日現在の発行済株式総数(3,113,800株)から、当社第2四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(51,024株)を控除した株式数(3,062,776株、以下「本基準株式数」といいます。)に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、所有割合の記載について同じとします。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2022年11月10日付で、()公開買付者の代表取締役社長であり当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏(所有株式数:2,705株(当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式38株(小数点以下を切捨て)及び当社の取締役として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式2,431株を含みます。)、所有割合:0.09%)、()公開買付者の取締役であり当社の代表取締役副社長である笹倉慎太郎氏(所有株式数:6,935株(当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式94株(小数点以下を切捨て)及び当社の取締役として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式1,841株を含みます。)、所有割合:0.23%)、()笹倉敏彦氏の配偶者である笹倉初美氏(所有株式数:13,200株、所有割合:0.43%)、及び()その他笹倉敏彦氏の親族20名(所有株式数の合計:149,445株、所有割合:4.88%、以下、笹倉敏彦氏、笹倉慎太郎氏、笹倉初美氏及びその他笹倉敏彦氏の親族20名を総称して「応募合意株主」といいます。)との間で、応募合意株主が所有する当社株式(ただし、笹倉敏彦氏及び笹倉慎太郎氏が当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式、同氏らが当社の取締役として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式、及び応募合意株主が所有する単元未満の当社株式を除きます。)の全て(応募合意の対象となる所有株式数の合計:167,800株、所有割合の合計:5.48%、以下「応募合意株式」といいます。)について本公開買付けに応募する旨を口頭でそれぞれ合意したとのことです。これらの合意の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を216,385株(所有割合：7.06%)と設定しており、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。)の数の合計が買付予定数の下限(216,385株)に満たない場合には、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、上記のとおり、公開買付者は、当社株式の全て(ただし、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。)を取得することにより、当社株式を非公開化することを企図しているため、買付予定数の上限は設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(216,385株)以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限(216,385株)については、本基準株式数(3,062,776株)に係る議決権の数である30,627個に3分の2を乗じた数(20,418個)に当社の単元株式数(100株)を乗じた株式数(2,041,800株)から、公開買付者が所有する当社株式の数(1,825,415株)を控除した株式数(216,385株)としているとのことです。これは、本取引において、当社株式を非公開化することを目的としており、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「会社法」といいます。)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、本取引の実施を確実に遂行すべく、本公開買付け後に公開買付者が当社の総株主の総議決権数の3分の2以上を所有することで、当該要件を満たすことができるように設定したものであるとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て(ただし、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、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、当社の株主を公開買付者のみとし、当社株式を非公開化するための一連の手続(以下「本スクイーズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

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、株式会社みずほ銀行(以下「みずほ銀行」といいます。)からの5,500百万円を限度とした借入れ(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、並びに本公開買付け後の経営方針

() 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

当社は、1949年2月に船舶用機器の製造販売を目的として株式会社笹倉機械製作所として設立され、1992年10月、現在の商号である株式会社ササクラに変更しました。また、当社株式については、1994年12月に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。)市場第二部に上場し、2013年7月、大阪証券取引所と東京証券取引所の市場統合に伴い、東京証券取引所市場第二部に移行した後、2022年4月、東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所市場第二部から東京証券取引所スタンダード市場へ移行しました。

本書提出日現在、当社並びにその連結子会社6社及び非連結子会社1社(以下、総称して「当社グループ」といいます。)は、船舶用機器の製造販売を行う「船舶用機器事業」、陸上用機器の製造販売を行う「陸上用機器事業」、水処理装置の製造販売を行う「水処理装置事業」、消音冷熱装置の製造販売を行う「消音冷熱装置事業」、並びに、賃貸借事業等の事業を行う「その他」の事業活動を展開しており、各事業の概要は次のとおりです。

(a) 船舶用機器事業

船舶用の海水淡水化装置、熱交換器、汚水処理装置、油水分離器及びLNG船用超低温バタフライ弁(注1)等の製造販売を行っております。

(注1) 「超低温バタフライ弁」とは、主にLNG(液化天然ガス)受入れ基地に納入されるもので、約-160度になるLNGの流れをその開閉により調整する、LNG配管の間に設置する弁です。

(b) 陸上用機器事業

空冷式熱交換器(注2)、超低温バタフライ弁(陸上用)及びヒートパイプ式冷却ロール(注3)等の製造販売を行っております。

(注2) 「空冷式熱交換器」とは、大気を冷却媒体として蒸気を冷却(凝縮)する熱交換器であり、石油コンビナート、ごみ焼却プラント及びバイオマス発電プラントに使用されております。

(注3) 「冷却ロール」とは、ロールの内部に冷却水を循環させることでロール表面の温度を管理し、フィルム等の基材を冷却する役割を持つロールであり、当社のヒートパイプ式冷却ロールは、冷却水がロールの外筒に直接接触しない構造であり、内部に封入された作動液の蒸発・凝縮現象を利用しフィルム等を冷却する特長があります。

(c) 水処理装置事業

陸上用海水淡水化装置、逆浸透水処理装置(注4)及び蒸発濃縮装置(注5)等の製造販売を行っております。

(注4) 「逆浸透水処理装置」とは、水は通すが塩分は通さないという特殊な性質を持つ膜に高圧ポンプで海水に圧力を加えて膜を通して真水だけを取り出す装置です。

(注5) 「蒸発濃縮装置」とは、食品、電池、液晶、半導体等に係る工場廃液について、熱のエネルギーを用いて蒸発・凝縮させることで減容化し、又はそれに加えて廃液中の有価物を回収する装置です。

(d) 消音冷熱装置事業

騒音防止装置、氷蓄熱システム用機器(注6)及び水冷媒放射空調システム(注7)等の製造販売を行っております。

(注6) 「氷蓄熱システム」とは、水槽に氷をつくり冷媒を冷やすことで冷房として利用できる空調システムです。

(注7) 「水冷媒放射空調システム」とは、天井面に設置した放射パネルを冷却・加熱し、空気を介さず直接人体との熱交換により冷暖房を行う空調システムです。

(e) その他

駐車場経営等の賃貸借事業等を行っております。

当社グループは、事業を通じて社会に貢献すべく堅実に発展を続け、技術向上志向と開拓精神を基に、船舶用機器・空冷式熱交換器・環境保全機器等について、グローバルな視点から研究開発を推進しております。また、当社グループは、「社業を通じて社会の進歩に貢献する。」を社是に掲げ、「水を造り、熱を活かし、音を究め、よりよい環境をつくるササクラ。」を経営理念として、当社設立以来の経験によって蓄積した設計、製作、建設、品質管理に関する技術ノウハウを活かして、一層の技術革新に努め、時代の要請に対応する新製品開発を目指しております。

また、当社は、2019年5月、中長期的な経営戦略として、2019年度(2019年4月1日～2020年3月31日)を初年度とし2021年度(2021年4月1日～2022年3月31日)を最終年度とする3ヶ年の中期経営計画「Productivity Innovation-21」(以下「当社中期経営計画」といいます。)を公表しました。そして、当社は、当社中期経営計画の策定時に一つの前提としていた水処理装置における中国現地法人の体制強化を通じた海外事業の拡大や製品販売から排水処理量に基づく従量課金制度への移行といったビジネスモデルの転換が、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により人的交流が制限されたことから、計画どおりに実行できない状況が続いていることに鑑み、2021年5月、中期経営計画の対象期間を2022年度(2022年4月1日～2023年3月31日)までに延長する旨を公表しました。当社中期経営計画において、経営方針として「CS(顧客満足度)の向上」掲げ、最終年度である2022年度における売上高営業利益率5%の達成を経営目標に設定しております。そして、当該経営目標達成のための重点施策として、(a)生産能力の増強と業務効率の向上、(b)現有市場の拡大と収益力の強化及び(c)ビジネスモデルの変革と新製品・新市場の展開を実行しております。

当社グループは、それぞれの重点施策に関して、具体的に以下の取組みを推進しております。

(a) 生産能力の増強と業務効率の向上

限られた人材、設備での生産性向上を図るため、生産ラインの自動化設備、並びに製造日程管理システムの導入等の諸施策を実行しております。

(b) 現有市場の拡大と収益力の強化

新型コロナウイルス感染症拡大により、ビジネス活動に想定を超える制約を受けておりますが、製品の付加価値・競争力を高める取組みを継続する一方、アフターサービスを通じてお客さまとの関係性を高め、現有市場の拡大と収益力強化に努めております。

(c) ビジネスモデルの変革と新製品・新市場の展開

お客さまのカーボンニュートラル実現に貢献できる技術の開発に努めており、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)(以下「NEDO」といいます。)事業の「液体水素バルブ」や「海水及び廃かん水を用いた有価物併産CO₂固定化」に取り組んでおります。

当社グループは、当社中期経営計画の一環として、2021年度(2021年4月1日~2022年3月31日)においては、限界利益率の向上に向けた内作化や外注加工費の減少、既存製品の競争力強化や新製品の開発・拡販に注力した結果、連結売上高営業利益率は約5.4%となりました。当社グループとしては、2022年度(2022年4月1日~2023年3月31日)においては、上記重点施策を着実に遂行するとともに、世界的に新型コロナウイルス感染症の影響による経済活動の規制や人の移動の制限が緩和されつつあることから、顧客との対面での面談の機会を増加させることで、研究設備や納入された装置の見学などリモート環境では難しい営業方法を通じて、顧客の当社グループ製品への理解を促進し、顧客需要の取込みに取り組んでおります。

一方、公開買付者は、当社グループの事業環境の先行きは、今後も、新型コロナウイルス感染症の感染拡大による中国市場における販売停滞、世界的な原材料価格の上昇や半導体の供給不足による製造コストの増加、カーボンニュートラルの推進による石油関連の陸上用機器の販売へのマイナス効果等、世界情勢の変動等の影響により、一層不透明さが増して行くものと予想しているとのことです。当社グループは、蒸発濃縮装置に関するアフターサービスの拡販や、水冷媒放射空調システムの普及等に向けたPR活動等を行い、装置の売り切りを基本とする従前のビジネスモデルの変革による収益力強化を企図しているものの、公開買付者としては、現時点において、当該活動の成果が十分に業績に反映されておらず、将来の成長への布石は十分ではないと考えているとのことです。具体的には、2021年度の当社の連結売上高営業利益率は約5.4%となっておりますが、これは消音機器の製造販売を行っている連結子会社における好採算案件の獲得による一過性のものであると考えていることによるとのことです。

このような状況の下、2022年7月中旬、公開買付者は、当社グループの置かれている新型コロナウイルス感染症の感染拡大による販売停滞及び世界的な原材料価格の上昇や半導体の供給不足による製造コストの増加といった不透明な事業環境に対応するためには、新型コロナウイルス感染症やロシアのウクライナ軍事侵攻等に代表されるような不測の事態等、予測困難な事業環境の変化に柔軟に対応することのできる組織を構築することが必要であり、中・長期的な視点で当社グループの組織構造の改革を推進していくことが不可欠であると考えているに至ったとのことです。具体的には、事業環境の変化に柔軟に対応することのできる組織を構築するために、以下の施策を実施することを検討しているとのことです。

(a) 業務フローの変革による業務の効率化

公開買付者としては、当社グループの業務フローは、必ずしも当社グループ全体にとっての最適なフローとなっており、効率化が十分でない点が存在するため、余分なコストが生じていると考えているとのことです。主に設計・調達における業務の効率化を実現することで、製造コストを削減することを考えているとのことです。具体的には、営業、設計、調達等の各業務は緊密に関連し合っているにもかかわらず、基本的に情報のアップデートは部署単位で行われており、各部署で蓄積された情報を一元化したデータとして構築することが十分にできていないため、各部署間の情報伝達が非効率に行われていると考えているとのことです。当該非効率性を排除するため、各部署で蓄積された業務関連情報を担当部署外からも把握可能な一覧性のあるシステムの整備を行うことを考えているとのことです。

(b) 新たな販路の確立による事業の拡大

未開拓の販路への進出により事業を拡大し、事業環境の変動に柔軟に対応できる事業体制を確立するため、主に以下の施策を考えているとのことです。

第一に、当社グループの船舶用機器事業における主力製品である船舶用造水装置について、国内外における販路拡大のための生産体制の整備を図るとのことです。国内に関しては、今後、自動運航により船舶運航の省人化が進むと考えているとのことです。省人化運航における需要に対応するため、船舶運航中に水不足による問題が発生する前に、船舶用造水装置が自動的に操舵室に注意喚起を行うシステムを開発し、製品に導入することを考えているとのことです。国外に関しては、2017年以降において造船竣工量一位である中国(注8)でのシェア拡大が重要と考えているとのことです。当社グループは、従前、中国では主に日本船主発注船向けの製品販売に注力されていましたが、中国造船所で竣工される日本船主「以外の」発注船向けの製品販売を積極的に行うために、生産体制の変更を考えているとのことです。

(注8) 出典：日本造船工業会「造船関係資料」(2022年3月)

第二に、カーボンニュートラルに資する技術の研究開発体制の強化を図るとのことです。当社グループは、これまで、カーボンニュートラルに資する技術の研究開発に携わっており、現在は、NEDOの援助を受けつつ、CO₂の固定化及び水素に関する技術の開発に努めているものの、公開買付者としては、カーボンニュートラルの分野は競争が激化しているため、当社グループの研究開発体制を更に強化していく必要があると考えているとのことです。また、公開買付者は、エネルギー貯蔵技術としての水素への期待が高まっていると考えており、当社グループの有する超低温バタフライ弁の技術を応用し、水素運搬の分野において確固たる地位を確立できれば、大きな市場を開拓することに繋がると考えているとのことです。

第三に、消音冷熱装置事業における水冷媒放射空調システムの販売促進に努めるとのことです。水を冷媒とする放射空調システムは、室内に温度調節用のファンがないため、静音かつ温度ムラが生じにくいというメリットがあり、欧州では普及しているシステムであるものの、国内では普及が進んでいないと考えているとのことです。公開買付者は、導入時に高度な空調負荷計算が必要となることが、国内における普及が進まない主な原因であると考えており、高度な空調負荷計算を一定程度自動化できるシステムの開発を進めることで、水冷媒放射空調システムの販売を促進することを考えているとのことです。

第四に、水処理装置事業における蒸発濃縮装置の販売促進に努めるとのことです。公開買付者は、蒸発濃縮装置を使用して廃液を濃縮する場合、ヒートポンプを活用することで蒸気を使用する方法と比してCO₂排出量を約10分の1以下に留めることができるため、カーボンニュートラルが推進される事業環境において、蒸発濃縮装置は売上向上の可能性を有していると考えているとのことです。具体的な販売促進策としては、(ア)環境規制の強化が見込まれる地域(例えば、環境規制の強化が既に始まっている中国等)とそのタイミングを予測し、需要増加に対応できる体制を整備すること、及び(イ)エンドユーザーが販売先であることが少なくない点を踏まえた、装置の売り切り以外の方法でのサービスの提供(例えば、従量課金方式による販売等)の企画等を考えているとのことです。

(c) サステナビリティの強化

当社のステークホルダーの関心ごとのバランスを考慮し、満足度を向上させる経営を行うため、いわゆるサステナビリティの更なる強化を図るとのことです。

具体的には、CSR報告書(注9)の発行をはじめとする広報活動の拡張に努めます。当社はB to B(注10)の企業であり、これまでは業界向けでない広報活動が不足していたと考えているとのことですが、CSR報告書の開示等により、例えば、カーボンニュートラルにかかる目標の達成状況等をインターネットにより検索できる状態とすることで、当社グループの経営に関する情報収集が容易となり、ステークホルダーの満足度の向上が期待できると考えているとのことです。

また、経営の評価を示す損益計算書と、損益の結果である貸借対照表とのバランスを意識した経営指標の導入に努めるとのことです。具体的には、いわゆるキャッシュコンバージョンサイクル(受注から、調達、製造、輸送、据付、試運転、代金回収までの期間を示す指標)を数値目標化することで、スピードアップすべきポイントを可視化することを考えているとのことです。

(注9) 「CSR報告書」とは、当該報告書の公表企業の環境問題及び社内問題に対する取組みをまとめ、ステークホルダーに周知するための報告書をいいます。

(注10) 「B to B」とは、Business to Businessの略語で、企業が企業に対してモノやサービスを提供するビジネスモデルをいいます。

一方で、公開買付者は、上記の各施策の実施により事業構造の改革を推進していくにあたっては、業務効率化のためのシステムや組織の構築、販路の拡大、研究開発等に経営資源を短期集中的に投下する必要があり、先行投資が発生することから、一時的に収益及びキャッシュ・フローが悪化する可能性が否定できず、短期的には当社グループの業績や財務状況に大きな影響を与えるリスクがあり、当社が上場を維持したまま各施策を実施した場合には、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性があると考えているとのことです。また、当社は、1994年12月の大阪証券取引所市場第二部への上場以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用の向上等、上場会社として様々なメリットを享受してきましたが、当社は、近年はブランド力や社会的な信用も事業活動を通じて維持・獲得される部分がより大きくなっていることから、上場を維持する必要性や上場を維持することにより享受できるメリットは相対的に低下している状況になっていると公開買付者は考えているとのことです。さらに、当社は、当社株式を上場した1994年以降、資本市場からの資金調達を行っておらず、昨今の間接金融における良好な資金調達環境に鑑みても、当面は当社における資本市場からの資金調達の必要性は高くないと考えられることから、当社の資金調達面に関する上場維持のメリットも限定的と公開買付者は考えているとのことです。

上記の事情を勘案し、公開買付者は、2022年7月中旬、当社の株主の皆様が発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつ、中・長期的な視点で当社グループの組織構造の改革を推進する経営体制を構築することができるという点で、当社を非公開化することが当社の企業価値向上のために最も有効な手段であると考えているに至ったとのことです。

また、2022年7月中旬、公開買付者は、当社の非公開化にあたっては、第三者ではなく、当社グループの事業内容を熟知している当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏が代表取締役を務め、かつ、当社の代表取締役副社長であり当社の経営企画プロジェクトの議長も務める笹倉慎太郎氏が取締役を務める公開買付者自身がマネジメント・バイアウト(MBO)を実施し、当社の所有と経営を一体化させた上で上記施策を迅速かつ果敢に実行していくことが当社にとって最善であると考えているに至ったとのことです。

そこで、公開買付者は、2022年8月15日、当社へ本取引を行うことを提案する旨の提案書(以下「本提案書」といいます。)を提出するとともに、本取引の実施に向けた協議・交渉の申入れを行いました。その後、公開買付者は、2022年8月22日、当社から、特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の委員の構成及び具体的な活動内容等については、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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)を設置し、本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨の連絡を受けました。これを受け、公開買付者は、2022年10月上旬、公開買付価格及び本取引の諸条件等について更に具体的な検討を始め、直近5年間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最高値が2,998円であったことから、本公開買付けに対する応募の見通しを勘案し、2022年10月4日に、当社に対して、公開買付価格を3,000円とする旨の初回の価格提案を行いました。なお、当該提案価格は2022年10月3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2,572円に対して16.64%(小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じです。)、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値2,581円(円未満を四捨五入。以下、終値単純平均値において同じです。)に対して16.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値2,561円に対して17.14%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値2,485円に対して20.72%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

その後、公開買付者は、当社から、2022年10月7日、当該提案価格は、当社の事業計画から想定される将来キャッシュ・フローに基づき、当社が選任した第三者算定機関である株式会社KPMGFAS(以下「KPMGFAS」といいます。)が試算したディスカウント・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による当社株式の株式価値に照らし、当社株式の本源的価値を十分に反映した価格ではなく、過去の本公開買付けの類似事例のプレミアム水準と比較しても低廉であるとして、少数株主保護の観点から、提案内容の再検討の要請を書面にて受けました。公開買付者は、かかる要請を受けて検討の上、2022年10月18日に、2019年6月28日以降に公表された43件のマネジメント・バイアウト(MBO)事例における平均的なプレミアム水準(公表日の前営業日を基準日として、基準日、基準日までの過去1ヶ月間、同過去3ヶ月間及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアム率の平均値(43.80%、46.30%、51.51%及び52.80%))も踏まえ、本公開買付価格を3,800円とする旨の価格提案書を提出いたしました。なお、当該提案価格は2022年10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2,600円に対して46.15%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値2,589円に対して46.77%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値2,582円に対して47.17%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値2,502円に対して51.88%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。また、公開買付者は、当社との交渉と並行して、2022年10月中旬、応募合意株主に対し、本取引を実施した場合の応募合意株式の本公開買付けへの応募の可否について打診したところ、それぞれが本公開買付けへの応募に前向きであることを確認したとのことです。

さらに、公開買付者は、当社から、2022年10月21日、当該提案価格は、当社の事業計画から想定される将来キャッシュ・フローに基づき、当社が選任した第三者算定機関であるKPMGFASが試算したDCF法による当社株式の株式価値に照らし、依然として当社株式の本源的価値を十分に反映した価格ではないとして、少数株主保護の観点から、提案内容の再検討の要請を書面にて受けました。公開買付者は、かかる要請を受けて検討の上、2022年11月1日に、前回提案後の市場株価の動向、当社からの上記要請を勘案して、最終提案として公開買付価格を4,100円とする旨の価格提案書を提出しました。なお、当該提案価格は2022年10月31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2,638円に対して55.42%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値2,619円に対して56.55%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値2,597円に対して57.87%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値2,524円に対して62.44%のプレミアムをそれぞれ加えた価格となっております。

これに対し、公開買付者は、当社から、2022年11月2日、少数株主の皆様の利益を最大限追求する観点から、更なる増額の検討の要請を受けました。その後、公開買付者は、当社に対し、2022年11月8日、本公開買付価格を4,100円とする2022年11月1日の提案価格について、上記のとおり十分なプレミアムを加えた価格であると考えており、公開買付者として最大限の提案であるとして改めて当該提案価格を示しました。これに対し、当社は、2022年11月8日、本特別委員会の意見及び第三者算定機関であるKPMGFASから取得した当社の株式価値算定の内容を踏まえ、総合的に勘案した結果、本公開買付価格である4,100円及び本公開買付けに係るその他の諸条件は、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」に記載の理由から、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及び条件であり、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したため、当該提案を承諾し、本公開買付価格を4,100円とすることに合意するとの回答をしました。

これらの協議・交渉を重ねた上で、公開買付者は、2022年11月10日、本取引の一環として、本公開買付価格を4,100円として本公開買付けを実施することを決議し、同日、応募合意株主との間で、応募合意株式について本公開買付けに応募する旨を口頭でそれぞれ合意したとのことです。

なお、公開買付者は、当社の事業及び財務状況の分析結果、当社株式の過去の株価推移に係る分析結果、2019年6月28日以降に公表されたマネジメント・バイアウト(MBO)事例における平均的なプレミアム水準並びに本公開買付けに対する応募の見通しを総合的に勘案し、かつ、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定しており、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していません。

()本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏及び当社の代表取締役副社長である笹倉慎太郎氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しており、上記「()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」に記載の経営施策を推進する予定であるとのことです。

なお、公開買付者は、本書提出日現在において、当社のその他の取締役及び監査役との間で、本取引後の役員就任や処遇について何ら合意しておらず、当社の役員構成を含む経営体制については、本公開買付けの成立後、当社と協議しながら決定していく予定であるとのことです。

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

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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「()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」に記載のとおり、当社は、2022年8月15日に公開買付者から本取引に関する協議・交渉の申入れを受けるとともに、本提案書の提出を受けたため、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」に記載のとおり、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、KPMG FAS、リーガル・アドバイザーとしての北浜法律事務所から受けた本取引に関する意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定に関する留意点等についての法的助言を踏まえ、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の構築を開始しました。なお、当社は、2022年8月22日開催の取締役会において、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KPMG FAS、リーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所をそれぞれ選任することを正式に承認しております。

更に、当社は、本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、構造的な利益相反の問題が存在することを踏まえ、当社の意思決定に慎重を期し、当社取締役会の意思決定における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすることが当社の少数株主にとって不利益なものでないかどうかについての意見を取得することを目的として、2022年8月22日開催の当社取締役会において、本取引を検討するための本特別委員会を設置する旨を決議し、公開買付者に対して本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨を連絡しました。本特別委員会は、2022年8月31日に、公開買付者、エスケイホールディングス及び応募合意株主(以下総称して「公開買付関連当事者」といいます。)並びに当社からの独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、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KPMG FASの選任、並びにリーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所の選任をそれぞれ承認しました。

上記体制の下、当社は、本提案書に記載された本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、また、本特別委員会との間で事前に交渉方針を相談・検討するとともに、公開買付価格を含む本取引の条件に関する提案金額や提案理由に関する意見や指示を受ける等、交渉上重要な局面における本特別委員会による意見、指示、要請を受け、また、KPMG FAS及び北浜法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で上記「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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「()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」に記載のとおり、協議・検討を重ねてきました。

具体的には、当社は、2022年8月15日に公開買付者から本提案書を受領するとともに、本取引の実施に関する協議・交渉の申入れを受け、2022年8月22日に、公開買付者に対して、本取引の提案を検討するための特別委員会を設置し、本取引の実施に向けた協議・交渉に応じる旨を連絡した後、公開買付者より、2022年10月4日に、公開買付価格を1株当たり3,000円とする旨の価格提案書を受領しました。当該提案に対して、2022年10月7日に、当社は当該提案価格が、当社の事業計画から想定される将来キャッシュ・フローに基づき、当社が選任した第三者算定機関であるKPMGFASが試算したDCF法による当社株式の株式価値に照らして低廉に留まること、及び、当該提案価格の当社株式の株価に対するプレミアム水準が、2019年6月28日以降に公表され、公開買付けが成立している38件のマネジメント・バイアウト(MBO)事例(ただし、買収対象会社が債務超過である案件を除きます。)におけるプレミアム(公表日の前営業日の終値に対して38.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して40.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.96%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して45.07%)と比しても不十分であることから、提案価格は合理的な水準と判断できないとして、少数株主保護の観点から提案内容の再検討を要請しました。その後、当社は、2022年10月18日に、2019年6月28日以降に公表されたマネジメント・バイアウト(MBO)事例における平均的なプレミアム水準も踏まえ、公開買付価格を1株当たり3,800円とする旨の価格提案書を公開買付者より受領したものの、2022年10月21日に、当該提案価格は、当社の事業計画から想定される将来キャッシュ・フローに基づき、当社が選任した第三者算定機関であるKPMGFASが試算したDCF法による当社株式の株式価値に照らし、依然として当社株式の本源的価値を十分に反映した価格ではないとして、少数株主保護の観点から、提案内容の再検討を再度書面にて要請しました。かかる要請を行った後、当社は、2022年11月1日に、公開買付者から、前回提案後の市場株価の動向、当社からの上記要請を勘案して、最終提案として、公開買付価格を1株当たり4,100円とする旨の価格提案書を受領しました。

これを受け、当社は、2022年11月2日、少数株主の皆様の利益を最大限追求する観点から、更なる増額の検討を要請しました。その後、当社は、公開買付者から、2022年11月8日、本公開買付価格を4,100円とする上記提案価格について、上記のとおり十分なプレミアムを加えた価格であると考えており、公開買付者として最大限の提案であるとして改めて当該提案価格を示されました。

これに対し、当社は、KPMGFASによる株式価値算定の内容を踏まえ、総合的に勘案した結果、本公開買付価格である4,100円及び本公開買付けに係るその他の諸条件は、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及び条件であり、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したため、当該提案を承諾し、本公開買付価格を4,100円とすることに合意するとの回答をしました。

更に、当社は、リーガル・アドバイザーである北浜法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2022年11月10日付で答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けました。(本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。)。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーである北浜法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるKPMGFASから取得した当社の株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)の内容を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下の点等を踏まえると、本取引が当社グループの企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

()昨今の新型コロナウイルス感染症やロシアのウクライナ軍事侵攻のような予測困難な事態に対し機動的な経営判断を行うという観点に加え、世界的なインフレ進行によるグローバルベースでの金融引締め政策による景気の後退懸念、米国金利上昇を引き金とする急激な円安進行、軟調な日本株式市場等、当社単独でコントロールし得ないマクロ環境のスピーディな変化に対しても柔軟に対応できる組織・体制の構築が必要であると考えられること。

- ()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、並びに本公開買付け後の経営方針」の「()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」に記載の公開買付者が本取引後に検討している各施策についても、慎重に検討を行った結果、(a)業務フローの変革による業務の効率化については、2020年9月に発足させた次世代情報基盤構築委員会(Infrastructure For Next Generation, 略称 I N G委員会)を中心に検討を進めているところであり、かかる施策をより一層推進することは重要であり、(b)近年の技術革新、世界的な環境問題への意識向上など、当社を取り巻く事業環境が変化中、従来の事業セグメントの延長線上だけでは、当社も永続的に事業を運営していくことは難しく、変化する事業環境の中で当社が生き残っていくための更に踏み込んだ施策として、新たな販路確立が不可欠であり、(c)世界的なSDGsに対する意識の高まりを受け、当社としても、今後事業を継続する上で、サステナビリティの強化に関わる社会的要請に応えていく使命があると考えられること。
- ()一方、上記各施策による事業構造の改革を推進するにあたっては、業務効率化のためのシステムや組織の構築、販路の拡大、研究開発等に経営資源を短期集中的に投下する必要があり、積極的かつ十分な先行投資が必要となると考えているところ、かかる投資による効果の実現するまでには時間がかかる可能性があることをも考慮すると、短期的には当社グループの業績や財務状況の悪化をもたらすリスクがあり、当社が上場を維持したまま各施策を実施した場合には、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価が下落し、株式価値を毀損する可能性があると考えられること。
- ()このような状況下において、当社としても、当社の株主に対して発生する可能性のある上記の悪影響を回避しつつ、中・長期的な視点で当社グループの組織構造の改革を推進する経営体制を構築することが必要であり、また、当社グループの経営に長年携わり、その事業内容を最も熟知している笹倉敏彦氏及び笹倉慎太郎氏が継続して経営にあたるのが、機動的かつ柔軟な経営判断を行い、上記施策の実効性を高める観点から有用であることから、公開買付者によるマネジメント・バイアウト(MB)の手法により当社株式を非公開化することが必要であると考えられること。
- ()一般に、株式の非公開化に伴って、知名度の向上による優れた人材の確保や社会的な信用の向上、資本市場からの資金調達を行うといったメリットを以後享受できなくなることが挙げられるものの、当社は、近年ブランド力や社会的な信用も事業活動を通じて維持・獲得される部分がより大きくなっており、また、当社株式を上場した1994年以降、資本市場からの資金調達を行っておらず、昨今の間接金融における良好な資金調達環境に鑑みても、当面は当社における資本市場からの資金調達の必要性は高くないと考えられることから、当社の資金調達面に関する上場廃止の影響は限定的と考えられること。

また、当社は、以下の点等から、本公開買付価格(1株当たり4,100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。

- ()当該価格が、当社において、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」に記載の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で、本特別委員会の関与の下、公開買付者との間で十分な交渉を重ねた結果、合意された価格であること。
- ()当該価格が、下記「(3)算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載の本株式価値算定書におけるK P M G F A Sによる市場株価法及びD C F法に基づく当社株式の価値算定結果のレンジの上限値をいずれも上回っていること。

()当該価格が、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2022年11月9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2,600円に対して57.69%、2022年11月9日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,627円(小数点以下を四捨五入しております。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)に対して56.07%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値2,601円に対して57.63%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値2,534円に対して61.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であって、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された、公開買付けが成立したマネジメント・バイアウト(MBO)事例38件(ただし、買収対象会社が債務超過である案件を除きます。)のプレミアムの平均値(公表日の前営業日の株価に対して38.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して40.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.96%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して45.07%)に照らしても遜色なく、合理的な水準と認められること。

()当該価格は、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「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」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、妥当であると認められると判断されていること。

なお、本公開買付け価格は、当社の2022年9月30日現在の簿価純資産額である22,091百万円から非支配株主持分72百万円を控除した22,019百万円を本基準株式数(3,062,776株)で割ることにより算出した1株当たり純資産額である7,189円を約43%下回っているものの、受注型ビジネスにおける特殊性の高い仕掛品(2022年9月30日時点、5,678百万円)、原材料(2022年9月30日時点、652百万円)、並びに工場・機械装置及び研究設備(2022年9月30日時点、1,672百万円)をはじめとした流動性の低い事業用資産が多く含まれていることに加え、債権回収期間において回収条件(納入した機械・設備・装置による淡水生産量が基準値を上回ること)が付与されているサウジアラビアの売上債権(2022年9月30日時点、5,082百万円)の早期回収に伴う費用・損失、工場の閉鎖に伴う除去コストや清算に伴う従業員の割増退職金等、相当な追加コストの発生等を考慮すると、資産売却等に伴い生じる具体的な金額等の試算までは行っていないものの、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、上記の仕掛品、原材料、工場・機械装置、研究設備、サウジアラビアの売掛債権の合計額13,085百万円は当社の簿価純資産の約59%を占めることから、相当程度毀損することが考えられます。また、純資産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企業価値の算定において重視することは合理的ではないと考えております。

こうした判断の下、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、本公開買付け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、2022年11月10日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議しております。

当社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」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

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け価格に対する意思決定の公正性を担保するために、当社及び公開買付関連当事者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KPMG FASを選任し、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、2022年11月9日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、KPMG FASは当社及び公開買付関連当事者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、当社は、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」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、KPMG FASから本公開買付け価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

算定の概要

KPMGFASは、複数の株式価値分析手法の中から当社株式の株式価値の分析にあたって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、当社株式の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、当社の将来の事業活動の状況を評価に適切に反映するためにDCF法を用いて当社株式の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2022年11月9日付でKPMGFASより本株式価値算定書を取得しました。なお、KPMGFASは、当社株式の価値評価の算定手法として、当社が船舶用機器事業、陸上用機器事業、水処理装置事業、消音冷熱装置事業という異なる複数の事業を展開しており、事業内容の観点から当社の株式価値を比準算定できるほど類似している上場会社が見当たらなかったことから、類似会社比較法は採用しておりません。また、当社が継続企業としてその事業を継続していくことを企図していることから、純資産法は採用しておりません。なお、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」に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、当社は、KPMGFAS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)を取得しておりません。

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：2,534円から2,627円

DCF法：3,863円から4,061円

市場株価法においては、2022年11月9日を基準日として、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終値2,600円、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値2,627円、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値2,601円、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値2,534円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を2,534円から2,627円までと算定しております。

なお、当社は2022年8月4日に業績予想の下方修正を行っているところ、その翌日の2022年8月5日からの株価推移については、業績予想の下方修正とそれ以外の要因に切り分けることが難しく、業績予想の下方修正後から本公開買付けの公表日まで約3ヶ月経過しており、当社の株価に業績予想の修正の影響が織り込まれていることに鑑み、上記市場株価法の分析結果が妥当であると判断しております。

DCF法では、当社が作成した2023年3月期から2026年3月期までの4期分の事業計画(以下「当社事業計画」といいます。)における収益や投資計画、当社の2023年3月期第1四半期における財務情報、及び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2四半期以降に生み出す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1株当たりの株式価値の範囲を3,863円から4,061円と算定しております。割引率は9.9%~10.9%を使用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用し、永久成長率を-0.5%から+0.5%として算定しております。

KPMGFASがDCF法に基づく算定の前提とした当社事業計画の具体的な数値は以下のとおりです。以下の財務予測には大幅な増減益を見込んでいませんが、2024年3月期においては、サウジアラビア向け海水淡水化プラントに係る売掛金の回収及び台湾向けプラントの納品により在庫水準が低下することを予定していることから、一時的にフリー・キャッシュ・フローが増加することを見込んでおり、2025年3月期においては、本社空調設備の老朽化に伴う改修投資を予定していることから、一時的にフリー・キャッシュ・フローが減少することを見込んでおります。

また、本取引実行により実現することが期待される各種施策の効果については、現時点で収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、以下の財務予測においては加味しておりません。

(単位：百万円)

	2023年3月期 (9ヶ月)	2024年3月期	2025年3月期	2026年3月期
売上高	8,291	10,700	10,900	11,200
営業利益	315	395	360	405
E B I T D A	441	615	631	688
フリー・キャッシュ・フロー	6	6,627	902	232

K P M G F A Sは、当社株式の株式価値の算定に際して、当社から受けた情報、ヒアリングにより聴取した情報、一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、採用したそれらの資料及び情報が全て正確かつ完全なものであること、かつ、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を与える可能性がある事実でK P M G F A Sに対して未開示の事実はないことを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、K P M G F A Sは、当社及びその子会社の資産又は負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)について個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者算定機関への評価、鑑定又は査定の依頼も行っておりません。K P M G F A Sによる当社株式の株式価値の算定は、2022年11月9日までの情報及び経済条件等を反映したものであり、K P M G F A SがD C F法による評価に使用した当社の事業計画については、当社の経営陣により当該基準日時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。ただし、K P M G F A Sは、算定の基礎とした当社事業計画について、複数回、当社と質疑応答を行い、その作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに不合理な点がないかという限りにおいて、当社事業計画の合理性を確認しております。

(4) 上場廃止となる見込み及びその理由

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、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続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は上場廃止基準に該当しない場合でも、本公開買付けが成立後に、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)」に記載の本スクイズアウト手続が実行された場合には東京証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。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はできません。

(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、本公開買付けにより、当社株式の全て(ただし、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、本公開買付けの成立後、以下の方法により、当社株式の全て(ただし、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。)を取得することを目的として本スクイズアウト手続を実施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により、公開買付者が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、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、当社の株主(ただし、当社及び公開買付者を除きます。)の全員(以下「売渡株主」といいます。)に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。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売渡株主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、当社に対し株式売渡請求の承認を求める予定とのことです。当社がその取締役会の決議により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、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主の全員からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対し、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、当社プレスリリースによれば、当社の取締役会は、公開買付者より株式売渡請求がなされた場合には、かかる株式売渡請求を承認する予定です。

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その他関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(ただし、当社及び公開買付者を除きます。)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います。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

本公開買付けの成立後、公開買付者が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、会社法第180条に基づき、当社株式の併合を行うこと(以下「株式併合」といいます。)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、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。なお、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。また、本書提出日現在においては、本臨時株主総会の開催日は、2023年3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株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、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。株式併合により株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、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、当該端数は切り捨てられます。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等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の皆様(当社及び公開買付者を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該株主の皆様が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、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対して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、公開買付者は、当社に対して、公開買付者が当社株式の全て(ただし、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(当社及び公開買付者を除きます。)の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するよう要請す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。

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、株式併合により株式の数に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って、当社の株主の皆様(当社及び公開買付者を除きます。)は、当社に対してその所有する株式のうち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、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(当社及び公開買付者を除きます。)の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ですので、株式併合に反対する当社の株主の皆様(当社及び公開買付者を除きます。)は、上記申立てを行うことができることになる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の株式売渡請求及び株式併合の各手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)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、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、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を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の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様において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

当社及び公開買付者は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト(MB)のための本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施しております。

なお、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1,825,415株(所有割合：59.60%)を所有しているため、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当社の少数株主の皆様へ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は設定していないとのことです。もっとも、当社及び公開買付者において、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として、以下の措置を実施していることから、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ます。

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

当社における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からの株式価値算定書の取得

当社は、上記「(2) 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、当社及び公開買付関連当事者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KPMGFASを選任し、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、2022年11月9日付で本株式価値算定書を取得しております。本株式価値算定書の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」をご参照ください。

なお、KPMGFASは、当社及び公開買付関連当事者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、KPMGFASは、本取引の成否にかかわらず、KPMGFAS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のサービスに対する固定額の報酬を受領する予定です。

当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言

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、当社及び公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任し、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、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等に関する助言を含む法的助言を受けております。

なお、北浜法律事務所は、当社及び公開買付関連当事者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。また、北浜法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず時間単位の報酬のみとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

()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、2022年8月22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。本特別委員会の設置に先立ち、当社は、同年8月15日に公開買付者から本取引の実施に向けた検討・協議を開始したい旨の通知を受けた後、直ちに、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、北浜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、公開買付者から上記通知を受けた旨、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、北浜法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補となる当社の独立社外取締役及び独立社外監査役の独立性及び適格性等についても確認を行いました。その上で、当社は、北浜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、当社の独立社外取締役である藤澤武史氏(関西学院大学商学部教授)及び三宅孝典氏(関西大学工学部教授)並びに独立社外監査役である川村真文氏(弁護士、シンブル法律事務所)及び山田和民氏(公認会計士・税理士、山田和民公認会計士税理士事務所)の4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、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。また、本特別委員会の各委員の報酬は、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、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。)

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、2022年8月22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、()本取引の目的の合理性(本取引は当社の企業価値の向上に資するかを含む。)に関する事項、()本取引の取引条件の妥当性(本取引の実施方法や対価の種類等の妥当性を含む。)に関する事項、()本取引の公正性の観点に関する事項(いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を含む。)、()上記()乃至()を踏まえ、本取引(本取引における公開買付けに係る意見表明の内容を含む。)が少数株主に不利益でないか(以下()乃至()の事項を総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、()当社取締役会は、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、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引について妥当でないと判断した場合には本取引に賛同しないこと、並びに()本特別委員会に対して、(a)当社が本取引の取引条件等について公開買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与する権限(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。)、(b)適切な判断を確保するために、当社のファイナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関、リーガル・アドバイザー等の外部専門家(以下「アドバイザー等」という。)を指名・承認(事後承認を含む。)する権限及び必要に応じて、当社の費用負担で独自のアドバイザー等を選任する権限(なお、本特別委員会は、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができるものとする。)、(c)当社の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に、本特別委員会への出席、書面による回答その他適宜の方法により、本取引の検討及び判断に必要な情報について説明・提供を求める権限を付与することを決議しております。

() 検討の経緯

本特別委員会は2022年8月31日から2022年11月9日まで合計8回、計12時間にわたって開催されたほか、各会日間においても電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項に係る協議及び検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、当社のリーガル・アドバイザーである北浜法律事務所並びに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KPMG FAS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、その選任を承認し、本特別委員会も必要に応じてその専門的助言を受けることができることを確認しております。

また、本特別委員会は、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、北浜法律事務所から受けた法的助言を踏まえ、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。

さらに、本特別委員会は、KPMG FASから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、当社事業計画について、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、また、公開買付者に対して質問事項を提示し、公開買付者から、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式及び書面により質疑応答を実施しております。

加えて、本特別委員会は、上記「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載のとおり、KPMG FASは、当社事業計画を前提として当社株式の株式価値の算定を実施しておりますが、本特別委員会は、KPMG FASから、株式価値の算定結果とともに、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選択した理由、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、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、当社が、2022年10月4日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり3,000円とする提案を受領して以降、本特別委員会は、KPMG FASによる当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者との交渉方針等を含めた財務的な助言及び北浜法律事務所からの本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言等を踏まえ、公開買付者との間で、当社のファイナンシャル・アドバイザーを通じて、継続的に協議・交渉を行ってまいりました。具体的には、本特別委員会は、2022年10月4日に公開買付者から公開買付価格を3,000円とする提案を受けて以降、2022年10月18日に本公開買付価格を1株当たり3,800円とする旨の提案を受領した旨、2022年11月1日に本公開買付価格を1株当たり4,100円とする旨の提案を受領した旨それぞれ報告を受け、KPMG FASから対応方針及び公開買付者との交渉方針等についての意見を聴取した上で、KPMG FASから受けた財務の見地からの助言及び北浜法律事務所から受けた法的見地からの助言を踏まえて検討を行いました。その上で、本特別委員会は当社に対し、これらのいずれに際しても、公開買付者に対し本公開買付価格の再検討を要請することに異議がない旨の意見を述べるとともに、当社として本取引の意義・目的を達するために公開買付者との間で協議すべき事項について意見を述べる等、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の条件に関する協議・交渉過程の全般において関与いたしました。その結果、当社は、同年11月8日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり4,100円とすることを含む最終提案を受け、同日付で本公開買付価格を1株当たり4,100円とすることを含む合意に至っております。

さらに、本特別委員会は、複数回、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係る当社プレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、並びに公開買付者が提出予定の本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの内容について説明を受け、各当事者が、それぞれのリーガル・アドバイザーの助言を得て適切な開示を行う予定であることを確認しております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に検討及び協議を重ねた結果、委員全員一致の決議により、2022年11月10日に、当社取締役会に対し、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

() 判断内容

(a) 答申内容

- ア 本取引は当社の企業価値向上に資すると認められ、本取引の目的は合理的であると考えます。
- イ 本取引の実施方法や公開買付価格及び対価の種類の実当性を含む本取引の条件は実当であると考えます。
- ウ 本取引に至る交渉過程等においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に係る手続は公正であると考えます。
- エ 上記ア乃至ウその他の事項を踏まえ、本取引(当社の取締役会が、()本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定すること、及び()本公開買付け後に当社株式を非公開化するための一連の手続を実施することを決定することを含む。)は当社の少数株主にとって不利益ではないと考える。

(b) 答申理由

ア 本取引の目的の合理性

以下の点より、本取引の目的の合理性が認められる(本取引が当社の企業価値の向上に資する)ものと考えます。

- ・ 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、並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、公開買付者は、当社グループの置かれている新型コロナウイルス感染症の感染拡大による販売停滞及び世界的な原材料価格の上昇や半導体の供給不足による製造コストの増加といった不透明な事業環境に対応するためには、新型コロナウイルス感染症やロシアのウクライナ軍事侵攻等に代表されるような不測の事態等、予測困難な事業環境の変化に柔軟に対応することのできる組織を構築することが必要であり、中・長期的な視点で当社グループの組織構造の改革を推進していくことが不可欠であると考えており、具体的には、事業環境の変化に柔軟に対応することのできる組織を構築するために、(a)業務フローの変革による業務の効率化、(b)新たな販路の確立による事業の拡大、(c)サステナビリティの強化といった施策を実施することを検討しており、当社を非公開化することが当社の企業価値向上のために最も有効な手段であると考えている。

- ・ また、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、当社としても、昨今の新型コロナウイルス感染症やロシアのウクライナ軍事侵攻のような予測困難な事態にも機動的な経営判断ができ、また、世界的なインフレ進行によるグローバルペースでの金融引締め政策による景気の後退懸念、米国金利上昇を引き金とする急激な円安進行、軟調な日本株市場等、当社単独でコントロールし得ないマクロ環境のスピーディな変化に対しても柔軟に対応できる弾力性が高い組織・体制の構築が必要であり、上記各施策が重要かつ必要であること等について、公開買付者と同様の認識を有している。
- ・ 公開買付者及び当社は、これらの判断の前提となる公開買付者及び当社グループを取り巻く事業環境の状況・変化についての認識を共有しており、本特別委員会としても同様の認識を有している。そして、かかる事業環境の状況・変化を踏まえると、公開買付者及び当社は、当社の少数株主に発生する可能性がある株価の下落による株式価値の毀損を回避しつつ、中・長期的な視点で当社グループの組織構造の改革を推進する経営体制を構築することの急務を重視し、それゆえ、当社を非公開化することこそ、当社の企業価値向上に最も資するものと判断しているのが現状であり、この点に関して、公開買付者及び当社の上記説明に不合理な点は認められない。
- ・ また、一般的には、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用の向上等が上場会社として享受するメリットであると考えられるところ、公開買付者及び当社は、近年はブランド力や社会的な信用も事業活動を通じて維持・獲得される部分がより大きくなっていることから、上場を維持する必要性や上場を維持することにより享受できるメリットは相対的に低下している状況になっていると考えているとのことである。更に、当社の非公開化を行った場合、資本市場からの資金調達を行うことができなくなるが、公開買付者及び当社は、当社が上場以降資本市場からの資金調達を行っておらず、昨今の間接金融における良好な資金調達環境に鑑み、当面は当社における資本市場からの資金調達の必要性は高くはないと考えているとのことである。公開買付者及び当社の上記説明にも不合理な点は認められない。

イ 本取引の取引条件の妥当性

以下の点より、本取引の条件(本公開買付価格を含む)の公正性(本取引の実施方法や対価の種類)の妥当性が確保されているものとする。

- ・ 当社は、取引条件の決定に至る過程において、本特別委員会の意見や助言を受けながら、公開買付者からの独立性及び専門性に問題のないKPMG FASを通じて、公開買付者との間で、少数株主の利益を勘案した上で公開買付価格について再検討を何度も促していること、その結果、当初の提案より、2回に亘り、総額1,100円の価格上げを引き出していること等からすると、真摯に協議・交渉を行っているといえる。このため、本特別委員会としては、本取引の条件に関する交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、企業価値を高めつつ少数株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確保できていたものとする。
- ・ 当社は、公開買付者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選任したKPMG FASから本株式価値算定書を取得している。本特別委員会は、KPMG FASに対して、評価手法として市場株価法及びDCF法を選定した理由、市場株価法における市場株価・出来高についての分析、DCF法における算定の基礎となる当社の事業計画、当該事業計画を基礎とした財務予測、継続価値の算定方法、割引率の算定根拠、非事業資産の算定内容等に関する質疑応答を行った上で検討した結果、これらについて一般的な評価実務に照らして不合理な点は認められなかった。したがって、本株式価値算定書による当社の株式価値評価額は不合理なものではないと判断される。なお、当社は、2022年8月4日付で業績予想の下方修正を公表しているところ、当該業績予想の修正及び開示については当社において合理的な方法及び手順で策定されたものであり、当該業績予想の修正及び開示の内容及びタイミングについて当社が意図的に当社株式の市場株価を下げる意図で策定及び公表したものである等の事実を窺わせる事情は認められないことから、本公開買付価格の妥当性・公正性が損なわれるものではないと考えられる。
- ・ 当社において第三者算定機関から取得した株式価値算定書を前提に、当社と公開買付者との間で合意された本公開買付価格は、本株式価値算定書による市場株価法及びDCF法に基づく算定結果のレンジの上限値をいずれも上回るものとなっている。

- ・ 本公開買付価格(4,100円)は、当社株式の2022年11月9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2,600円に対し57.69%、2022年11月9日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値2,627円に対して56.07%、直近3ヶ月間の終値単純平均値2,601円に対して57.63%、直近6ヶ月間の終値単純平均値2,534円に対して61.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であって、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された、公開買付けが成立したMBO事例38件(ただし、買収対象会社が債務超過である案件を除く。)のプレミアムの平均値(公表日の前営業日の株価に対して38.79%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値に対して40.93%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値に対して44.96%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値に対して45.07%)に照らしても遜色なく、合理的な水準と認められる。
- ・ 本公開買付価格は、当社の2022年9月末時点の簿価純資産額を基礎として算出した1株当たり純資産額を下回っているが、当社は事業継続を前提としており株主もそれを前提に投資を行ってきたものであることから、その企業価値の算定において純資産額を基準とすることは合理的ではない。また、受注型ビジネスにおける特殊性の高い仕掛品(2022年9月30日時点、5,678百万円)、原材料(2022年9月30日時点、652百万円)、並びに工場・機械装置、及び研究設備(2022年9月30日時点、1,672百万円)をはじめとした流動性の低い事業用資産が多く含まれていることに加え、債権回収期間において回収条件(納入した機械・設備・装置による淡水生産量が基準値を上回ること)が付与されているサウジアラビアの売上債権(2022年9月30日時点、5,082百万円)の早期回収に伴う費用・損失、工場の閉鎖に伴う除去コストや清算に伴う従業員の割増退職金等、相当な追加コストの発生等を考慮すると、資産売却等に伴い生じる具体的な金額等の試算までは行っていないものの、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度の毀損が現実的なものとして想定される上記の仕掛品、原材料、工場・機械装置、研究設備、サウジアラビアの売掛債権の合計額13,085百万円は当社の簿価純資産の約59%を占めることから、相当程度毀損することが考えられるとのことであり、かかる説明に不合理な点は認められない。
- ・ 本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところで、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格に株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定される予定である旨が、本プレスリリース等で明示される予定である。本公開買付けの後に実施される予定の本スクイズアウト手続について、株式売渡請求(本公開買付の成立により公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となった場合)又は株式併合(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)の方法が想定されており、いずれも会社法上、少数株主に対する情報開示の手続が整備され、株式売買価格決定の手続又は株式買取請求の手続等の株主保護の手続が用意されているものであって、一般的に受け入れられているものであり、少数株主に対して過大な不利益を課す方法であるとはいえない。そうすると、当社の少数株主にとり、本公開買付けに応募しなくとも、本公開買付けに応募した場合と等しい経済的価値が保障されると考えられ、本公開買付けに応募するよう不当な圧力が課されることにはならないと認められ、本公開買付け後の本スクイズアウト手続の合理性も認められる。
- ・ 以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

ウ 本取引の手續の公正性

以下の点より、本取引の手續の公正性(本取引において講じられる公正性担保措置の妥当性を含む)が確保されているものとする。

- ・ ()当社は、2022年8月15日に公開買付者から本取引の実施に向けた検討・協議を開始したい旨の通知を受けた後、直ちに、本特別委員会の設置に関する検討を開始し、同年8月22日に本特別委員会を設置し、同年8月31日に第1回特別委員会を開催するに至っており、かかる経緯に鑑みれば、当社は公開買付者からの提案を受けた7日後に本特別委員会を設置しており、当社は速やかに本取引に係る特別委員会を設置したものと評価できること、()当社は、北浜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独立性及び適格性について確認を行った上、本特別委員会の委員を選定し、また、本特別委員会の各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としており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していないこと、()当社取締役会の決議によって、本特別委員会には、当社が本取引の取引条件等について公開買付者との間で行う交渉の過程に実質的に関与する権限(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。)、当社のファイナンシャル・アドバイザー、第三者算定機関、リーガル・アドバイザー等の外部専門家(アドバイザー等)を指名・承認(事後承認を含む。)する権限、必要に応じて独自のアドバイザー等を選任する権限、及び当社の取締役、従業員その他本特別委員会が必要と認める者に、本特別委員会への出席、書面による回答その他適宜の方法により、本取引の検討及び判断に必要な情報について説明・提供を求める権限が付与され、その上で、本特別委員会は、当社において、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KPMG FASを、リーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任することをそれぞれ承認し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築したところ、本特別委員会は、各委員会の席上で、公開買付者との交渉を担当するKPMG FASとの間で、交渉についての方針を確認し、交渉状況の報告を受け、本公開買付価格の協議及び交渉の重要な局面で、公開買付者に対して価格の再検討を促すこと等を含め、意見を述べ、指示や要請を行ったことを考慮すると、取引条件に関する交渉過程に影響を与えうる状況が確保されていたと評価できること、()第1回特別委員会において、当社のリーガル・アドバイザーである北浜法律事務所並びに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KPMG FAS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、その選任を承認し、本特別委員会も必要に応じてその専門的助言を受けることができることを確認しており、本取引においては、本特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる専門家が選任されていること、()本特別委員会の各委員は、各委員会の席上で、随時、本諮問事項を検討・判断する上で必要と考えられる情報の提供を依頼し、質問等を行ったことから、本特別委員会が当社の少数株主に代わって重要な情報を入手し、本諮問事項を検討・判断する状況が確保されていたことから、本特別委員会の実効性を高める工夫が積極的に講じられていたものと評価できる。
- ・ 本特別委員会は、北浜法律事務所の助言を踏まえ、当社が社内において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む。)に、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認・承認している。
- ・ 本公開買付けに係る当社取締役会決議においては、当社の取締役6名のうち、当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏及び当社の代表取締役副社長である笹倉慎太郎氏は、それぞれ、公開買付者の代表取締役及び取締役であることから、本取引に関して構造的な利益相反関係が認められるため、本取引の公正性を担保する観点から、笹倉敏彦氏及び笹倉慎太郎氏を除く4名の取締役において審議する予定であり、その他、手續の公正性に疑義を与える事実関係は認められない。

- ・ 当社は、公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任し、本取引に関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の本取引に関する意思決定にあたっての留意点について法的助言を得たほか、当社の企業価値向上の観点から、本取引の取引条件の妥当性及び本取引の一連の手の公正性といった点について慎重に検討及び協議を行っており、また、公開買付者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KPMG FASを選任し、財務的見地から助言を受けるとともに、同社から本株式価値算定書を取得しており、外部専門家の独立した専門的助言等を得ている。
- ・ 当社及び公開買付者は、当社が、当社株式について公開買付者以外の者(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、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いるといえる。
- ・ 公開買付者は、()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く。)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臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しているとのことであり、当社の株主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、()株式売渡請求又は株式併合をする際に、当社の株主に対価として交付される金銭は本公開買付け価格に当該各株主(当社及び公開買付者を除く。)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。また、本公開買付けに関しては、本公開買付けにおける買付等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)が法令に定められた最短期間(20営業日)よりも長期である31営業日に設定される予定であることから、対抗的な買付けの機会が確保されており、本公開買付けの公正性の担保に配慮されている。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・チェックが実施されていないものの、公正なM&Aの在り方に関する指針においても、積極的なマーケット・チェックについては、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理の観点等の実務上の問題も指摘されており、常に実施することが望ましい措置とまではされていない。本取引においても、積極的なマーケット・チェックに関しては、情報管理の観点等から実務上その実施は必ずしも容易とはいえ、公開買付者が当社の親会社であることに鑑みると実効的な手段とはいえないし、他方で間接的なマーケット・チェックが採用されていることに鑑み、積極的なマーケット・チェックを実施しなくとも特段、本取引の公正性が阻害されることはないと考えられる。
- ・ 本公開買付けにおいては、少数株主、すなわち公開買付者と重要な利害関係を共通にしない株主が所有する株式の過半数の応募を下限とする、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されない予定であるが、公開買付者が、本書提出日現在、当社株式1,825,415株(所有割合:59.60%)を所有しているため、本公開買付けにおいて、「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利益に資さない可能性もあることに加え、本取引においては、上記のような公正性担保措置が講じられていることから、本公開買付けにおける手の公正性を損なうものではないと考えられる。

- ・ 公正なM & Aの在り方に関する指針に従い、特別委員会に関する情報、株式価値算定書に関する情報、M & Aを実施するに至ったプロセス等に関する情報、当該時期にM & Aを行うことを選択した背景・目的等に関する情報、当社の取締役等が当該M & Aに関して有する利害関係の具体的な内容に関する情報、当該取締役等の取引条件の形成過程への関与の有無・態様に関する情報、当社と公開買付者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報、他の買収方法や対抗提案の検討の有無に関する情報、M&Aへの賛否等を決定する取締役会決議において反対した取締役がいる場合には、その氏名及び反対の理由に関する情報が、本プレスリリースにおいて本答申書の記載と同程度以上の内容で開示される予定である。
- ・ 以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引においては適切な公正性担保措置が講じられており、本取引に至る交渉過程等の手続は公正であると判断するに至った。

エ 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

上記アないしウその他の事項を考慮すると、当社の取締役会が、(i)本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決定すること、及び()本公開買付け後に非公開化取引を実施することを決定することを含め、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものでないと判断する。

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、2022年8月15日に公開買付者から本取引に関する協議・交渉の申入れを受けた時以降、本取引に係る検討、交渉及び判断の過程に、公開買付者の代表取締役社長である笹倉敏彦氏及び公開買付者の取締役である笹倉慎太郎氏を関与させないこととした上で、公開買付関連当事者から独立した当社の取締役2名、執行役員1名の総勢3名からなる検討体制を構築し、本特別委員会とともに、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当社事業計画の作成過程に専属的に関与しており、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。

以上の取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制(本取引の検討、交渉及び判断に關与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。)は北浜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、本特別委員会の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

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、北浜法律事務所から受けた法的助言、K P M G F A Sから受けた財務的見地からの助言並びに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、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、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」に記載の理由から、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及び条件であり、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し、2022年11月10日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(当社取締役6名のうち、笹倉敏彦氏及び笹倉慎太郎氏を除く塩見裕氏、吉居泰敏氏、藤澤武史氏及び三宅孝典氏の4名)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、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。なお、上記取締役会には当社の監査役の全員(宮下博之氏、川村真文氏及び山田和民氏の3名)が出席し、いずれも上記決議を行うことについて異議のない旨の意見を述べております。

なお、当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏は公開買付者の代表取締役社長、当社の代表取締役副社長である笹倉慎太郎氏は公開買付者の取締役であり、いずれも本公開買付け後も継続して当社の経営に当たることを予定していることから、本取引における構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除し、本取引の公正性を担保する観点より、それぞれ、上記2022年11月10日開催の取締役会を含む当社取締役会におけるこれまでの本取引に関する全ての議案において、その審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、31営業日に設定しているとのことです。このように公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者(以下「対抗的買収提案者」といいます。)にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、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、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意を行っておらず、このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本公開買付けに際して、公開買付者は、2022年11月10日付で、応募合意株主である、()公開買付者の代表取締役社長であり当社の代表取締役社長である笹倉敏彦氏(所有株式数：2,705株(当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式38株(小数点以下を切捨て)及び当社の取締役として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式2,431株を含みます。所有割合：0.09%)、()公開買付者の取締役であり当社の代表取締役副社長である笹倉慎太郎氏(所有株式数：6,935株(当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式94株(小数点以下を切捨て)及び当社の取締役として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式1,841株を含みます。)、所有割合：0.23%)、()笹倉敏彦氏の配偶者である笹倉初美氏(所有株式数：13,200株、所有割合：0.43%)、及び()その他笹倉敏彦氏の親族20名(所有株式数の合計：149,445株、所有割合：4.88%)との間で、応募合意株主が所有する応募合意株式167,800株(所有割合：5.48%)について本公開買付けに応募する旨をそれぞれ口頭で合意しております。なお、当該合意についての前提条件は存在しません。

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)
笹 倉 敏 彦	取締役社長(代表取締役)	2,705	27
笹 倉 慎太郎	取締役副社長(代表取締役)	6,935	69
塩 見 裕	常務取締役 研究開発部 管掌	3,372	33
吉 居 泰 敏	取締役	2,301	23
藤 澤 武 史	取締役		
三 宅 孝 典	取締役		
宮 下 博 之	監査役(常勤)	200	2
川 村 真 文	監査役	604	6
山 田 和 民	監査役	513	5
計		16,630	165

(注1) 役名、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には、それぞれ当社の株式累積投資を通じて間接的に所有する当社株式数(小数点以下切捨て)及び当社の取締役(ただし、社外取締役を除きます。)として割り当てられた譲渡制限付株式報酬として所有する当社株式数並びにそれらに係る議決権の数を含めております。

(注3) 取締役のうち、藤澤武史及び三宅孝典は、社外取締役です。

(注4) 監査役のうち、川村真文及び山田和民は、社外監査役です。

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