

【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】	2020年12月24日
【報告者の名称】	日本フォームサービス株式会社
【報告者の所在地】	東京都江東区亀戸四丁目36番14号
【最寄りの連絡場所】	東京都江東区亀戸四丁目36番14号
【電話番号】	03(3636)0011(代表)
【事務連絡者氏名】	取締役 土肥 健一
【縦覧に供する場所】	日本フォームサービス株式会社 (東京都江東区亀戸四丁目36番14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、日本フォームサービス株式会社をいい、「公開買付者」とはNFS株式会社をいいます。
- (注2) 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3) 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4) 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、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。)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 NFS株式会社

所在地 東京都江東区亀戸六丁目25番1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) 意見の内容

当社は、2020年12月23日開催の取締役会において、下記「(2) 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こと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) 意見の根拠及び理由

本項「(2) 意見の根拠及び理由」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、本公開買付けの手法により、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。)の開設する市場である東京証券取引所JASDAQ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。)の取得及び所有等を目的として、2020年11月12日付けで設立された株式会社であり、当社の経営企画室室長であり、本日現在において、当社の支配株主(親会社を除く。)及び主要株主である筆頭株主の山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有し、かつ、代表取締役を務めているとのことです。

今般、公開買付者は、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。以下、他の取扱いを定めていない限り同じです。)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。なお、山下宗吾氏は、本取引後、当社の取締役に就任の上、当社の経営に関与することを予定しているとのことです。公開買付者は、当社の経営企画室室長であり、かつ、当社の支配株主(親会社を除く。)及び主要株主である筆頭株主の山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有し、かつ、代表取締役を務めている会社ですが、山下宗吾氏は、本日時点において、当社の取締役ではないことから、本取引は、経済産業省により策定された「公正なM&Aの在り方に関する指針」(2019年6月28日)における、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注1)には必ずしも該当しませんが、後記のとおり、山下宗吾氏は当社株式を266,008株(所有割合(注2):66.80%)所有していることから、本取引は、支配株主による従属会社の買収として、公正性担保措置が求められる取引類型に該当すると考えているとのことです。

(注1) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社の役員である取引、又は公開買付者が当社の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって当社の役員と利益を共通にする者である取引をいいます。

(注2) 「所有割合」とは、当社が2020年11月13日に公表した「2020年9月期 決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「本決算短信」といいます。)に記載された2020年9月30日現在の発行済株式総数(402,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(3,787株)を控除した株式数(398,213株)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、本日現在において、当社株式を所有しておりませんが、公開買付者の発行済株式の全てを所有し、かつその代表取締役を務める山下宗吾氏は、当社株式を266,008株(所有割合:66.80%)所有しております。なお、公開買付者は、2020年12月23日、山下宗吾氏との間で、山下宗吾氏が所有する当社株式の全て(所有株式数:266,008株、所有割合:66.80%、以下「不応募対象株式」といいます。)について、本公開買付けに応募しない旨及び本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会(下記「(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)」に定義します。以下同じです。)において本スクイズアウト手続(下記「(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)」に定義します。以下同じです。)に関連する各議案に賛成する旨を合意しているとのことです。

なお、当該合意の概要については、下記「(7)公開買付者と当社の株主・取締役等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、当社株式の全てを取得することを目的としているため、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、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)やその他の買付予定数の下限を設定していませんが、これは、当社の株主の皆様に対して広く当社株式の売却機会を提供することができなくなることを避けるためとのことです。下記「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ア)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」に記載のとおり、当社は、2019年8月8日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定され、本日において、特設注意市場銘柄の指定の解除には至っておらず、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来後速やかに内部管理体制確認書の再提出を行わなければなりません。このまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社株式の流動性が失われ、当社株主の利益は大きく損なわれることとなります。このような状況において、下記「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ア)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」に記載のとおり、当社は、2019年8月8日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定されているところ、山下宗吾氏は、当社においてこのまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、当社株式の流動性が失われ、当社の株主の利益は大きく損なわれることを懸念し、それよりは、山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化する方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考えに至り、本公開買付けを実施することとしたとのことです。このような本公開買付け実施の理由に鑑みれば、公開買付けに下限を設定して本公開買付けの成立を不安定なものとするのは、かえって少数株主の利益の保護には資さないと考えられることから、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設定しておらず、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。)の全部の買付け等を行うとのことです。また、公開買付者は、当社株式を非公開化することを目的としているため、本公開買付けにより当社株式の全て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「(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)」に記載の本スクイズアウト手続を実施することにより、当社の株主を公開買付者及び山下宗吾氏のみとすることを予定しているとのことです。また、公開買付者は、本スクイズアウト手続実行後に、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うことを予定しているとのことです。その結果、公開買付者が所有する当社株式については、当社における自己株式として扱われることとなり、最終的には、山下宗吾氏が当社が発行する全ての株式(当社が所有する自己株式を除く。)を所有することとなります。かかる手続に関する具体的な日程等の詳細については未定であるとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、株式会社りそな銀行(以下「りそな銀行」といいます。)からの借入れ(以下「本件買収ローン」といいます。)により賄うことを予定しているとのことです。本件買収ローンについては、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けの決済の開始日の前営業日までに、りそな銀行から総額14.2億円を上限とした融資を受けることを予定しているとのことです。なお、本件買収ローンにおいては、本公開買付けの決済の開始日後、公開買付者が本公開買付け及び本スクイーズアウト手続により取得し所有することとなる当社株式その他公開買付者の一定の資産等に対して担保が設定されること、本スクイーズアウト手続により当社の株主が公開買付者及び山下宗吾氏のみとなった後は、当社の一定の資産について担保が設定されること及び当社が連帯保証することが予定されているとのことです。本件買収ローンに係る融資条件の詳細は、りそな銀行と別途協議の上、本件買収ローンに係る融資契約において定めることとされているとのことです。本件買収ローンに係る融資契約では、本公開買付けに係る公開買付け届出書の添付書類である融資証明書に記載されている貸出実行条件及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件が規定される予定とのことです。

本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針
(ア) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程

当社は、1956年10月、オフィス事務の合理化に対するコンサルティング及び事務機器等の製造・販売を行うことを目的として設立された株式会社です。その後、同事業を中心に事業展開を行い、1992年7月及び1994年10月には米国人と業務提携を行い、シルバー産業用機器(起立補助機能付電動椅子：本日現在仕入れ先を変更し介護事業部にて販売継続)やモニコンラック(集中監視用モニターラック：本日現在販売中止)等の製品について、海外への販売展開も実現してまいりました。その後、2003年6月には、アーム関連製品の製造工場として、フォービステクノ株式会社、及び2013年11月には、大型液晶ディスプレイや太陽光等を中心とした再生エネルギー関連製品の総合設備工事を事業とする、フォービスリンク株式会社を設立いたしました。また、当社は介護事業を営んでおり、1999年10月には介護事業部を新設し介護事業に参入いたしました。居宅事業所として1999年12月にはフォーブスライフ江東、2000年2月にはフォーブスライフ西葛西を開設し、2004年7月には東京都江戸川区松江にグループホーム及びデイサービス施設の完成によりグループホーム「英」をオープンし、事業展開しております。

なお、当社株式は、資金調達力の増大、財務体質の強化及び人材の活性化と優秀な人材の確保等を目的として1997年7月に日本証券業協会に株式を店頭登録及び2004年12月に株式会社ジャスダック証券取引所(以下「ジャスダック証券取引所」といいます。)に株式を上場し、2010年4月に行われたジャスダック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。)の合併に伴い、大阪証券取引所(JASDAQ市場)に上場し、同年10月に大阪証券取引所(新JASDAQ市場)に上場し、2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、現在は東京証券取引所JASDAQスタンダード市場に上場しております。

当社グループは、本日現在、当社及び連結子会社2社(フォービステクノ株式会社、フォービスリンク株式会社)によって構成されております。(以下、総称して「当社グループ」といいます。)は、函物及び機械設備関連事業、AV関連製品の製造事業、再生エネルギー関連製品の設計・施工・メンテナンス及び電気工事業並びに介護関連事業を営んでおります。当社の主たる事業である函物及び機械設備関連事業は、AV関連製品、サーバーラック、キャビネット製品、環境・エネルギー製品、セキュリティ製品及び地震・災害対策製品の製造販売並びにこれらに付帯する業務を主な内容として扱っており、主力製造拠点である千葉工場で製造した製品やフォービステクノ株式会社等から仕入れた製品等を国内の民間企業に販売しております。また、フォービスリンク株式会社は、大型液晶ディスプレイや太陽光等を中心とした再生エネルギー関連製品の総合設備工事を請け負っております。介護関連事業については、東京都江戸川区及び東京都杉並区において認知症対応型共同生活介護(グループホーム)を営んでいる他、在宅介護サービスとして、東京都内の4拠点において地域包括支援センターを受託しております。

当社の業績について、2015年9月期から2018年9月期にかけて、製造事業については、当社主力製品である19インチラックの需要減少やFIT改正法に伴い再生可能エネルギー関連製品の需要減少、介護事業については有資格者の人材確保ができなかったことや訪問看護の事業譲渡などにより、売上計画が未達となる時期が続いておりました。また、製造事業については、原価低減の一環として標準部品の統一化を図るために設備導入に注力しておりましたが、受注分の自社製品取り込みが計画どおりにいかず、売上だけでなく利益面においても厳しい経営環境が続いておりました。しかしながら、2019年9月期より、「東京2020オリンピック」に関連し、公共施設や商業施設に対して工事を絡めたAV関連製品の受注増加や、太陽光発電事業においても顧客側における自家消費を目的とした投資案件が増加したことを受け、売上高は堅調に回復する傾向にありました。また、コスト面に関して生産ラインの見直しによる製造製品の標準化を図ったことによる効果が徐々に表れ、2020年9月期においても、新型コロナウイルス感染症の世界的流行とそれを受けて「東京2020オリンピック」が延期されたことでグループ全体に影響が発生したものの、5Gの基地局増設や、リモートワークの増加により、通信設備の投資を行う企業からの受注依頼が増加しております。2018年9月期以降、業績は少しずつ改善傾向に変わってきており、2019年9月期から2020年9月期においては、2期連続で経常利益を計上しております。

このように、当社の経営状況は徐々に改善の傾向が見られた一方、2019年6月21日付け「第三者委員会の報告書全文開示に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、第三者委員会の調査により、当社においては不適切な会計処理が行われていたことが明らかになりました。その後、当社は、2019年8月7日付け「特設注意市場銘柄の指定及び上場契約違約金の徴求に関するお知らせ」にて公表しておりますとおり、東京証券取引所より2019年8月8日付けで特設注意市場銘柄に指定されました。これにより、当社は東京証券取引所より、当社における会社機関の機能不全の状況及びそうした中で当社の前代表取締役社長である山下岳英氏の指示による組織的な不正を長期間にわたって行っていたことが指摘されており、当社の内部管理体制等の改善が求められておりました。さらに、当該期間内(本日においては、2021年2月8日まで)に内部管理体制等について改善がなされなかったと日本取引所自主規制法人が認める場合(改善の見込みがなくなると日本取引所自主規制法人が認める場合に限る)には、当社の上場が廃止されることとなります。その後、当社は、2019年12月26日付け「「改善計画・状況報告書」の公表について」にて公表しておりますとおり、改善計画・状況報告書を取りまとめて開示し、取締役会及び監査役会の正常化、内部監査体制の構築、コンプライアンス研修の継続実施や内部通報制度の整備等に取り組み、適宜、日本取引所自主規制法人に報告を行っておりました。

そのような中、2020年2月中旬に、当社の創業者である山下孝行氏の孫であり、かつ当社の当時第2位の大株主であり、当社の経営企画室室長である山下宗吾氏は、当社より、上記の改善計画に記載した各改善策の進捗状況について2020年2月中旬に実施された当社と日本取引所自主規制法人との話し合いの内容を踏まえた限りでは、当社における組織的な不正に関与した当社の元代表取締役社長(山下岳英氏)の当社への影響力の排除については、山下岳英氏の当社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識していることを知らされたとのことです。これを受け、山下宗吾氏は、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準に低減させることが、内部管理体制等の一部の改善に繋がると判断し、2020年2月中旬から同年4月中旬まで、山下岳英氏との間で、同氏所有の当社株式の全部又は一部を第三者に譲渡させ、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準にするべく協議を行ったとのことです。しかし、山下岳英氏は、当社の取締役としての地位及び権限は失ったものの、株主の権利として、引続き当社の株式に係る価値(中長期的な株式の値上がり益や剰余金配当請求権)は享受したいとの意向を示し、同年4月中旬の時点では、当社株式の一部であっても譲渡には応じないとの意思を明らかにしたとのことです。そのため、山下宗吾氏は、2020年4月中旬、山下岳英氏との協議を中止し、山下岳英氏を当社株主に残したままでも内部管理体制の改善等を実現する方法は無いが、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を当社に伝えました。(なお、山下宗吾氏がかかる協議を中止した後も、当社においては、山下岳英氏に対し、同氏が所有する当社株式の全部または一部を第三者に譲渡すること等による影響力排除に向けた働きかけを継続していました。)また、山下宗吾氏は、同時期に、当社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について当社と協議をしましたが、不祥事を起こした企業の第三者割当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び当社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当て増資の候補先を探すといった具体的な検討には至りませんでした。

その後、山下宗吾氏は、当社が日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進める中、当社から適宜かかる話合いの内容の報告を受け2020年7月上旬、当社の代表取締役社長である齋藤太誉氏から、山下岳英氏を当社株主に残したまま当社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を伝えました。山下宗吾氏は、当社のかかる認識及び山下岳英氏が当社株式をその一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している現状を踏まえると、日本取引所自主規制法人が求めていると当社が認識している山下岳英氏の当社への影響力の排除については根本的な解決に至らないことから、特設注意市場銘柄の指定解除の目途が立たないとの認識を強く抱いたとのことです。そして、2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、山下岳英氏が所有する当社株式の譲渡の意向は同時点で確認できていなかったものの、東京証券取引所から当社の上場が廃止された場合には、当社の取引先との関係に甚大な悪影響が生じることを懸念し、それよりは山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化の方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であるとの考えから、当社を非公開化したい方針を山下岳英氏に伝えたところ、同氏からかかる方針については反対はありませんでした。2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、このような山下岳英氏の反応を踏まえ、山下岳英氏に対して、同氏が所有する当社株式の譲渡を働きかけ続けることとし、山下岳英氏との間で、当社株式の譲渡に関する協議を再開しました。そして2020年7月上旬に山下宗吾氏は仮に、山下岳英氏が当社株式の譲渡に合意しない場合は、山下岳英氏を当社株主として残したまま当社を非公開化することも選択肢の一つとした上で、当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至り、かかる考えに基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始することとし、かかる決断後直ちにその旨を当社の代表取締役社長である齋藤太誉氏に口頭で伝えました。このように、山下宗吾氏が非公開化を決断した理由は、上記のとおり、当社は、2019年8月8日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定されており、このまま指定解除に至らない場合には、当社株式は上場廃止となり、当社の取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、当社株式の流動性が失われ、当社の株主の利益が大きく損なわれることを懸念し、それよりは、山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化の方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考えたとのことです。また、山下宗吾氏が、市場株価にプレミアムを加えた価格で他の株主の皆様から株式を取得する公開買付けを実施する手法を経る二段階の手続により非公開化を行った場合には、他の株主の皆様にも、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来前に株式の売却機会を与えることが可能となるため、山下宗吾氏は、上場会社である当社の創業者の孫として、他の当社の株主の皆様への責任を果たすためには、本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであると考えに至ったとのことです。なお、2020年7月上旬のこの決断の際に、公開買付けを行わず、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180条に基づき、当社株式の併合を行うことにより、当社の非公開化を行う手法については、当社に公正性担保措置が講じられず少数株主の保護にならないと判断し、検討対象の手法から外したとのことです。

他方、当社は、2020年2月中旬には、改善計画の中心である、当社の元代表取締役社長(山下岳英氏)の当社への影響力の排除については、改善計画に記載した各改善策の進捗状況について行われた当社と日本取引所自主規制法人との話し合いの内容を踏まえた限りでは、山下岳英氏の当社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識したため、山下宗吾氏にその旨を伝えました。そして、当社は、2020年2月中旬以降、当社の株主の皆様が発生する可能性のあるリスクを回避することが最重要事項と考え、今後、当社として改善策を引き続き推し進めたとしても、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止となった場合、当社の株主の皆様の利益を大きく損なう可能性があるものと認識しております。

2020年4月中旬、当社は、山下宗吾氏から、山下岳英氏との当社株式の譲渡についての協議状況を報告され、山下岳英氏は、当社株式の一部についてであっても譲渡には応じないとの意思を明らかにしたことを伝えられました。併せて、山下宗吾氏から、同氏を当社株主に残したままでも内部管理体制の改善等を実現する方法は無いのか、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を伝えられました。その後、当社は、2020年4月中旬、当社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について山下宗吾氏と協議をしましたが、不祥事を起こした企業の第三者割り当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び当社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すといった具体的な検討には同時点に至りませんでした。2020年4月中旬以降、2020年7月上旬まで当社は日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進め、山下宗吾氏に対し、適宜かかる話し合いの内容を報告しました。そして、2020年7月上旬、当社は、引続き山下岳英氏が当社の筆頭株主としての地位を維持し、当社株式の一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している限りは、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないと判断し、当社の代表取締役社長である齋藤太誉氏は、同時期に、山下宗吾氏に対し、山下岳英氏を当社株主に残したまま当社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を伝えたとのことです。そうしたところ、その面談において、齋藤太誉氏は、山下宗吾氏から、2020年7月上旬に当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至ったため、かかる考えに基づき当社を公開買付けの手法により非公開化するための検討を開始する旨を口頭にて伝えられたとのこと。これを受け、齋藤太誉氏は、2020年8月中旬に、他の役員と協議を行いました。具体的には、当社の株主の皆様の利益、本公開買付け後の経営体制とコンプライアンス・ガバナンス体制の維持・強化、上場廃止に伴う従業員への心理的影響、取引先との継続取引への影響及び本公開買付けの実行可能性について議論を行いました。その結果、当社は、2020年8月下旬には、改善策を引き続き推し進めたとしても、山下岳英氏の持株比率が筆頭株主の地位ではない水準に低減しない場合、すなわち山下岳英氏が当社株式の一部であっても第三者へ譲渡しない場合には、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないとの判断から結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止に至る可能性が高いと考え、当社の株主の皆様の利益を大きく損なうことを避けるべく、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過する2021年2月8日を公開買付け期間の末日として当社を非公開化することを目的とした公開買付けを実施することにより、当社の株主の皆様に、公開買付け期間の末日までに当社株式の売却の機会を提供することが最善の選択肢の一つであるとの考えに至りました。そして、当社は、2020年7月上旬に山下宗吾氏から検討を開始したと伝えられた公開買付けの手法による非公開化を提案された場合の準備を、2020年8月下旬に開始しました。なお、当社は、2020年8月下旬に、かかる準備当社においても開始した旨を山下宗吾氏に口頭にて伝えました。当社における準備とは、具体的には、当社にて公開買付けの実施に際するアドバイザーの選定(ファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザー)及び本取引について諮問することを目的とした特別委員会の委員候補者の選定、並びに本件買収ローンの貸付人となる事が想定されていたりそな銀行との質疑応答への対応(りそな銀行は、本件買収ローンの提供の可否を検討するにあたり、当社の経営・財務状況についての情報を求めたため、当社はこれに協力しました。)であります。その後、当社においては、2020年9月下旬に、山下宗吾氏より、りそな銀行より本件買収ローンを提供される確度が高まったと口頭で伝えられたため、この時点において、公開買付けの手法による非公開化の実現性が高まったと判断しました。

山下宗吾氏は、当社に対し、当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始したことを伝えた2020年7月上旬以降、りそな銀行から本件買収ローンを受けるべく、りそな銀行と協議を開始したとのことです。かかる協議では、りそな銀行の理解を得るべく、主に本公開買付けの目的や当社の経営状況を説明したとのことです。また、山下宗吾氏は、2020年8月下旬に、当社から、当社においても、公開買付けの手法による非公開化を提案された場合の準備を開始した旨を伝えられました。その後、山下宗吾氏は、2020年9月下旬に、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する法人(公開買付者)を借入人としてりそな銀行より本件買収ローン(同時点で具体的な金額は確定しておりませんが、本件買収ローン金額の最大額は、2020年9月下旬時点で山下宗吾氏が所有する当社株式(111,888株)を除いた全ての当社株式の買付けを前提とした金額です。)を提供される確度が高くなったと判断したことから、同時期に、その旨を当社に口頭で伝えました。また、2020年9月23日付けで、山下宗吾氏は、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループ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田証券株式会社(以下「三田証券」といいます。)を選任したとのことです。そして、山下宗吾氏は、2020年9月23日より、三田証券の助言を受けながら、山下岳英氏の所有株式の譲渡の時期、譲渡の手法(有償又は無償)、山下宗吾氏が直接又は間接に当社株式を100%所有するための手法及び本公開買付け終了後の組織再編に関して具体的な検討を開始したとのことです。

そのような中、山下宗吾氏は、2020年9月下旬に、同氏が所有する当社株式の譲渡対象となる株式数、譲渡の時期及び譲渡の手法(有償又は無償)について山下岳英氏との間で協議を進める中で、山下岳英氏より、以下の条件が満たされる場合は、同氏が所有する当社株式の全てを山下宗吾氏に有償(2020年9月下旬頃の当社株式の時価)で売却する余地があるとの意向を受けたとのことです。かかる意向を受け、山下宗吾氏は、山下岳英氏より同氏が所有する当社株式を譲り受けた上で本公開買付けを実施する方針としたとのことです。

- () 山下宗吾氏が同氏の株式売却の相手方であること。
- () 山下宗吾氏が当社の非公開化後において、直接又は間接に当社株式を100%所有すること。
- () 山下宗吾氏が当社の取締役役に就任し経営を担うこと。

2020年10月上旬には、山下宗吾氏は、当社株式の非公開化を行った場合のデメリットに関しても検証したとのことです。山下宗吾氏は、当社株式を非公開化した場合、当社は、将来的には資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、当社の知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の維持といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなる可能性があると考えたとのことですが、当面の間は、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は高くないと判断したとのことです。また、山下宗吾氏は、当社グループの社会的な信用力等については、上場会社であること自体よりも事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きくなってきていることから、かかるデメリットを踏まえても当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであると判断したとのことです。

その後、2020年10月上旬に、山下宗吾氏は、三田証券の助言を受け、本取引に係るスキームについて、以下の方針としたとのことです。

- () 最終的には、本スクイズアウト手続実行後の組織再編をもって、当社を、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する法人の完全子会社とした上で上場廃止をすることを目的として、公開買付けの手法による当社株式の取得を行うこと。
- () 山下宗吾氏が所有する当社株式については、本件買収ローンで借り入れる金額を可能な限り低減させるとの観点から、本公開買付けへの応募は行わないこと。

- () 2020年9月下旬の時点で、山下岳英氏は当社株式を山下宗吾氏に有償で譲渡する余地があるとの意向を希望して示していたこと、及び山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有する法人ではなく、山下宗吾氏個人が当社株式を譲り受けるほうが、山下宗吾氏にとって税務上の観点から望ましいことを踏まえ、山下岳英氏が所有する当社株式については、本公開買付けに応募はさせず、山下宗吾氏が直接譲り受けるスキームを優先して検討する。また、譲渡の対象となる当社株式の数及び株式譲渡の時期については、引続き山下岳英氏の意向も踏まえた上で検討をすること。
- () 本スクイーズアウト手続については、本公開買付け後、山下宗吾氏及び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%以上となり、山下宗吾氏が会社法第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(公開買付者及び当社を除きます。)の全員に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求する手法(以下「売渡請求権スキーム」という。)もあり得るところ、山下宗吾氏が本スクイーズアウト手続に係る資金を借入れる意向は無いことを踏まえ、具体的な検討対象の手法からは外し、今後当社と協議の上決定すること。
- () 本スクイーズアウト手続後の組織再編については、(a)山下宗吾氏が所有する当社株式と、山下宗吾氏が100%出資により設立する予定の公開買付者が発行する株式を株式交換した上で、公開買付者が当社株式の全てを所有するに至り、公開買付者及び当社の双方が存続する場合、(b)公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行う場合(その結果、山下宗吾氏が吸収合併存続会社が発行する株式の全てを所有する)(c)公開買付者を吸収合併存続会社、当社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を行う場合(その結果、山下宗吾氏が吸収合併存続会社が発行する株式の全てを所有する)が想定されるところ、(b)及び(c)を選択した場合は、公開買付者及び当社の合併後の存続会社の会計上の自己資本比率が本日時点の当社の自己資本比率より減少することから、当社の取引先への信用力が低下することを踏まえ、(a)のスキームを優先的に検討しつつ、今後当社と協議の上決定すること。

そして、山下宗吾氏は、2020年10月7日に、当社の取締役会に対して、本取引に関する意向表明書(以下「本意向表明書」といいます。)を提出しました。本意向表明書において、以下の内容を当社に提案しました。

- () 最終的には、本スクイーズアウト手続実行後の組織再編をもって、当社を、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する法人の完全子会社とした上で上場廃止をすることを目的として、公開買付けの手法による当社株式の取得を行うこと。
- () 山下岳英氏は、公開買付けに応募するのではなく、所有する当社株式の全てを山下宗吾氏に譲渡することを予定しているが、この予定は今後変更する可能性もあること。
- () 本公開買付けの買付主体は、りそな銀行との本件買収ローンの条件において、りそな銀行より、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する法人となることが条件とされ、かつ他の資金調達手段も無かったことから、本公開買付けの買付主体は公開買付者となること。
- () 上記「本公開買付けの概要」に記載の理由により、本公開買付けの買付予定の株式の数に、上限を設定しないこと、また下限の設定の有無及び設定した場合の買付予定の株式数は今後確定次第、改めて提案すること。
- () 公開買付価格については、本意向表明書提出時点では決定しておらず、一定のプレミアムを加算した買付価格を予定しており、今後確定次第改めて提案すること。
- () 本公開買付けの開始日は2020年12月中旬頃を目途としていること。
- () 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。)は30営業日を想定していること。
- () 当社の経営陣及び従業員が一丸となって取り組んでいる内部管理体制の強化に関しては、山下宗吾氏も最重要課題として取り組んでいくこと。

そして、2020年10月7日以降、2020年11月11日までは山下宗吾氏が、同年11月12日以後は公開買付者が、本取引の実行の是非及び本公開買付けに係る買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)を含めた本取引の諸条件等について、当社との間において具体的な協議及び交渉を開始し、複数回にわたって協議及び交渉を行いました。

(本取引の実行の是非に関する具体的な協議及び交渉)

山下宗吾氏は、2020年10月14日付けで、本特別委員会より、本意向表明書に対する質問事項(本取引及び本公開買付けの概要に関する質問並びに本取引後の山下宗吾氏の当社への関与の方針に関する質問が記載されたもの)を書面で受領しました。山下宗吾氏は、当該書面にて、当社より以下の質問事項を受けました。

- () 山下宗吾氏が非公開化の検討を開始した時期について
- () 本公開買付けにおいて、山下宗吾氏が100%出資する買付者が、当社の発行済株式の全てを取得されないスキームとなる場合が想定される背景について
- () 山下岳英氏が本公開買付けに応募されない場合が想定される理由について
- () 本公開買付け終了後、山下宗吾氏の当社への関与の方針について
- () 山下岳英氏が所有する当社株式の山下宗吾氏への譲渡の手法(無償譲渡又は有償譲渡)について
- () 山下岳英氏が所有する当社株式の譲渡について、書面で行われるか否かについて
- () 上場廃止後に山下岳英氏が当社の経営トップに返り咲くようなことは想定していないかについて
- () 本公開買付価格に関して、山下宗吾氏が想定するプレミアムの水準について
- () 本公開買付価格の当社側への提示時期について

これを受け、山下宗吾氏は、2020年10月23日付けで、当社に対して書面で以下のとおりの内容を回答いたしました。なお、下記()乃至()については、2020年10月中旬、山下宗吾氏が100%出資により設立する予定の公開買付者が本件買収ローンで借り入れる金額を可能な限り低減させるとの観点から、山下岳英氏が所有する当社株式については、山下宗吾氏が100%出資する公開買付者ではなく、山下宗吾氏が無償譲渡又は有償譲渡の手法で取得する方が税務上望ましいストラクチャーだと判断したことを踏まえて回答いたしました。

- () 山下宗吾氏が非公開化の検討を開始した時期は、2020年7月上旬頃であること。
- () 山下岳英氏の所有株式については、山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有する法人ではなく、山下宗吾氏個人が無償又は有償で譲り受けたほうが、山下宗吾氏にとって、税務上の観点から望ましいと判断したため。また山下岳英氏の意向も踏まえ、このような予定としていたこと。
- () 上記()への回答と同様の理由からであること。すなわち、山下岳英氏の所有株式については、山下宗吾氏がその発行済株式の全てを所有する法人ではなく、山下宗吾氏個人が無償又は有償で譲り受けたほうが、山下宗吾氏にとって、税務上の観点から望ましいと判断したため。また山下岳英氏の意向も踏まえ、このような予定としていたこと。
- () 本公開買付け終了後、山下宗吾氏は、当社の取締役役に就任した上で、当社の経営を担う意思があること。
- () 山下岳英氏が所有する当社株式の山下宗吾氏への譲渡の手法(有償か無償譲渡かの別、及び時期)は、同時点では確定しておらず、山下岳英氏との間で今後も協議を継続すること。
- () 山下岳英氏が所有する当社株式の譲渡は、書面にて行う予定であること。
- () 山下岳英氏が当社の経営トップに返り咲くようなことは想定していないこと。
- () 本公開買付価格の設定に際して、山下宗吾氏が想定するプレミアムの水準については、下記「(本取引の実行の是非に関する具体的な協議及び交渉)」に記載のとおり、2020年10月15日付けで、山下宗吾氏が当社に対して提出した書面をもって提示したこと。
- () 本公開買付価格の当社側への提示については本日の前営業日に最終的に確定した金額を提示する事。想定するプレミアム水準や価格の目安について変更がある場合は、意向表明書をもって提示すること。

その後、山下宗吾氏は、2020年11月6日に、本特別委員会の委員と面談を行い、本取引の目的及び山下岳英氏との交渉の状況について説明した上で、当社との間で、本意向表明書の内容について協議しました。この協議において、山下宗吾氏は、本公開買付け後の当社への関与の方針及び内部管理体制の強化・コーポレートガバナンス体制の強化についての考えについて、以下のとおり説明しました。

- () 非公開化後、山下宗吾氏は、当社の取締役役に就任をした上で、当社の経営に関与していくことを企図していること。山下宗吾氏は、当社の経営企画室室長として特設注意市場銘柄指定以降の内部管理体制の構築、予算編成、中長期計画の策定、社内規定の改定に尽力しており、非公開化後は当社の取締役として経営に関与することにより、引続き、当社の内部管理体制の強化に尽力していきたいと考えていること。
- () 本取引終了後、当社株式は上場廃止となるが、特設注意市場銘柄に指定されてから今日まで取り組んできた内部管理体制の強化、コーポレートガバナンス体制の強化については、山下宗吾氏は、当社の上場有無にかかわらず、多くの取引会社様や従業員から信頼され続ける企業であるためには、何よりも優先して取り組んでいく必要があると考えており、継続して推進していく必要があると考えていること。特に先般発生した不正会計については、二度と起こさないような組織作りを行っていくことが経営基盤を構築する上でも必要不可欠であると考えていること。

2020年11月6日に実施したこの面談において、山下宗吾氏は、上記記載事項のうち、()乃至()、()に記載の条件のうち本公開買付けの買付予定の株式の数に、上限を設定しない旨の条件及び()乃至()の条件について当社に説明し、当社は一定の理解をしました。また、本意向表明書の()に記載の条件(すなわち、本公開買付けの買付予定の株式の数の下限については、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)やその他の買付予定数の下限を設定していないこと)に関して、山下宗吾氏から、上記「本公開買付けの概要」に記載したとおり、公開買付けに下限を設定して本公開買付けの成立を不安定なものとするのは、かえって少数株主の利益の保護には資さないと考えたためであることを当社に説明したところ、当社からは、本公開買付けの買付予定の株式の数に下限を設定しない場合は、当該事由を踏まえた上で、公開買付け価格については当社の市場株価に対し十分なプレミアムを設定してほしい旨の要請をおこないました。なお、この際、プレミアムについて具体的な数値の目安の提示はしておりません。

さらに、この面談において、山下宗吾氏は、本意向表明書には記載の無い事項として、山下宗吾氏が所有する当社株式については、本件買収ローンで借り入れる金額を可能な限り低減させるとの観点から、本公開買付けへの応募は行わない方針であることを説明しました。また、山下宗吾氏は、本スクイズアウト手続後の組織再編については、同時期に、改めて各手法のメリット及びデメリットを慎重に検討した上で決定すべきとの考えに至り、この面談において、次のとおり現時点の方針を伝えました。すなわち、本スクイズアウト後、公開買付者及び当社を合併させるスキームと両社を存続させるスキームが存在するところ、仮に合併させるスキームを選択した場合には、合併後の存続会社の会計上の自己資本比率が本日時点の当社の自己資本比率より減少することから、当社の取引先への信用力が低下する影響があり得るため、公開買付者及び当社が存続するスキーム、すなわち、公開買付者を株式交換完全親会社とし、当社が株式交換完全子会社とする株式交換を行うことにより、公開買付者が当社株式の全てを所有するスキームの方が、両社を合併させるスキームと比較して、相対的に望ましいのではないかと同時にこの考えを、当社に伝えました。また、この面談において、当該論点については、引続き各手法のメリット及びデメリットの検討を行い、改めて当社と協議の上最終的に決定することになりました。

その後、公開買付者は本取引のスキームについて検討を進める中で、2020年11月中旬に、三田証券の助言を受け、税務上の効果や本取引の実行可能性について検証をし、本取引に係るスキームについて検討をした結果、以下の方針といたしました。

- () 本スクイーズアウト手続実行後の組織再編については、公開買付者と当社を合併させた場合、合併後の存続会社の会計上の自己資本比率は、本日時点の当社の自己資本比率より減少するが、本公開買付けに係る公開買付価格の水準を前提に計算すると、かかる自己資本比率の減少率は限定的だと推測される。そして、非公開化後には、合併後の存続会社が、中長期的にはその事業運営により利益を計上し、自己資本比率も上昇していくという見込みも踏まえ、合併による自己資本比率の減少により当社の取引先への信用力が低下する可能性は大きくはないと考えられる。他方で、仮に公開買付者が法人として存続し、りそな銀行が公開買付者と当社の2社と取引を継続することとなった場合、りそな銀行の手続や法人の管理コストが二重にかかるというデメリットを鑑みると、公開買付者と当社を合併して一法人にすることが合理的であり、かつ、当社を存続会社とすることで、当社の許認可手続の維持と当社の取引先との契約関係の維持も可能であることも踏まえ、本スクイーズアウト手続実行後に、公開買付者及び当社が存続するスキーム(すなわち、株式交換により当社を公開買付者の完全子会社とするスキーム)ではなく、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うスキーム(すなわち、当社を山下宗吾氏の完全子会社とするスキーム)に、2020年11月中旬の三田証券との面談をもって、方針を変更した。
- () 山下岳英氏が所有する当社株式を山下宗吾氏が取得するための資金は、公開買付者が本件買収ローンの一部としてりそな銀行から借り入れた上で山下宗吾氏に貸し付ける必要があるところ、本件買収ローンの金額を低くするために、山下岳英氏が所有する当社株式は、有償ではなく無償で譲り受けることが望ましい。また、本公開買付けの実施前に山下宗吾氏と山下岳英氏が当社株式の譲渡について合意し、本公開買付けの開始前に、山下岳英氏が所有する当社株式の譲渡の実行まで完了させることで、本取引の実行の可能性が高まると考えられることから、山下岳英氏が所有する当社株式の山下宗吾氏への譲渡は、本公開買付けの開始前に実行することが望ましい。そのため、2020年11月中旬以降、山下宗吾氏は、山下岳英氏に対して、本公開買付け前に当社株式を無償で譲渡するように働きかける方針とする(なお、山下岳英氏との当社株式の交渉の詳細については、下記「(山下宗吾氏及び山下岳英氏間における当社株式の交渉の経緯)」をご参照ください。)
- () 本スクイーズアウト手続について、本売渡請求権スキームは、山下宗吾氏が本スクイーズアウト手続に係る資金を借入れる意向は無いため、具体的な検討対象の手法から外す。

その後、公開買付者は、2020年11月26日に、本スクイーズアウト手続実行後の組織再編について、当社との面談をもって協議しました。この協議において、公開買付者は、上記()のとおりの方針から、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行う意向について、当社に説明し一定の理解をしました。さらに、本スクイーズアウト手続についても、この協議において、上記()のとおりの方針から、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の全員に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求する手法もあり得るところ、本売渡請求権スキームは、具体的な検討対象の手法から外しましたが、かかる方針についても当社に説明し一定の理解をしました。

(本公開買付価格を含む本取引の諸条件等における協議及び交渉について)

山下宗吾氏は、2020年10月15日付けで、当社に対して、本公開買付価格及び買付予定の株式の数に関して以下の内容を書面にて提案しました。

- () 本公開買付価格は、同時点の当社株価の時価に対して約15%程度のプレミアムを設定することを想定していること(2020年10月14日付けの終値、1ヶ月平均、3ヶ月平均、6ヶ月平均を参考とした場合、1株あたり3,335円)
- () 上記「本公開買付けの概要」に記載の理由により、本公開買付けの買付予定の株式の数に、下限を設定しないこと。

これに対し、2020年10月下旬、当社から、当社において事業計画の策定に時間を要しているため、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。)による当社株式の算定結果が未だ確認できないことから、当社の本公開買付価格に関する見解を伝えるのには一定の時間を要する旨を伝えられました。山下宗吾氏は、同時期に、このような事情及び本公開買付価格については本公開買付けの公表日の時期に近い時点における当社の株価水準を踏まえて判断することが適当であると考え、この時点において公開買付者が本公開買付けの開始日として予定していた2020年12月上旬頃に改めて当社に対し書面にて公開買付価格について提案を行う方針としたとのことです。

その後、当社が、2020年11月13日に「当社株式の特設注意市場銘柄の継続に関するお知らせ」にて公表しましたとおり、当社は、東京証券取引所から、当社においては一定の取組みが行われているものの、以下のとおり内部管理体制に関して更なる取組みを必要とする状況が存在しており、これらの改善に向けた取組みの進捗等についてなお確認する必要があると判断され、2020年11月13日、当社株式について特設注意市場銘柄指定を継続する旨の通知を受けました。

- () 改善計画の中心である、当社の当時の支配株主であった元代表取締役社長(山下岳英氏)による影響力の排除について、根本的な解決に至っていないこと。
- () 不適切な会計処理に中心的に関与していた者が、依然として同社の事業運営の中核を担っていること。
- () 社内規程の整備を行ったものの、運用において不備が認められること。
- () 子会社における内部監査が十分に実施できていないこと。

そのため、当社においては、引続き日本取引所自主規制法人による内部管理体制等の審査が行われ、2021年2月8日以後に、当社から提出される内部管理体制確認書の内容等を確認し、内部管理体制等について改善がなされなかったと認められる場合は、当社株式は上場廃止になるとの認識に至りました。

公開買付者は、上述のとおり当社から2020年11月13日付けで開示された上記のプレスリリース(「当社株式の特設注意市場銘柄の継続に関するお知らせ」)の時点でも特設注意市場銘柄の指定が継続し、2021年2月8日以後、当社株式が上場廃止となる可能性が従前より高まったことを踏まえると、当該時点以降の当社株式の株価水準は、内部管理体制に関して更なる取組みを必要とする当社における当社株式の客観的な価値を反映したものであると考え、2020年11月下旬、本公開買付価格は、直近の株価水準を重視して設定することが合理的であると判断したとのことです。

そして、再度当社に対して公開買付価格を提案するべく、2020年11月下旬以降、公開買付者は、当社株式の直近の株価推移に加え、ファイナンシャル・アドバイザーである三田証券の助言、当社の事業及び財務の状況、本公開買付けに対する応募数の見通し並びに本公開買付けが支配株主である山下宗吾氏の従属会社の買収として公正性担保措置が求められる取引類型に該当することを踏まえ、過去の本公開買付けと同種と考えられる発行者以外の者による株式の公開買付けの事例(2018年以降に実施されたMBO案件)において買付け等の価格決定の際に付されたプレミアム水準等を勘案し、本公開買付価格について検討を続けたとのことです。

その後、公開買付者は、最新の株価を基準に再度本公開買付価格を当社に提案し、当社の見解を確認したいと考えたことから、2020年12月2日付けで、当社に対し、同時点の当社株価に対して15%以上のプレミアムを設定することを想定している旨(2020年11月30日付けの終値、1ヶ月平均、3ヶ月平均、6ヶ月平均を参考とした場合、1株あたり2,750円)の再提案を書面により行いました。プレミアム15%以上という水準は、上記のMBO案件の事例におけるプレミアム水準(約34%～約39%)よりも低いプレミアム水準ですが、公開買付者は、当社において特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来前に、当社の株主の皆様へ当社株式の売却機会を与えることを目的として本公開買付けを行うことから、同時点では必ずしも当該事例に近い高いプレミアムを設定する必然性が低いと考えていた点を踏まえ、また、今後当社との複数回の協議が見込まれる中で、公開買付価格の引上げを想定していた点をも鑑み、このような提案を行ったとのことです。当社は、当該再提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、エイチ・エス証券株式会社(以下「エイチ・エス証券」といいます。)からの助言等も踏まえて慎重に検討を行いました。その後、2020年12月5日付けで、当社は、公開買付者に対し、本公開買付けに買付予定数の下限の設定が予定されていないため、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)に係る公正性担保措置が講じられないことを踏まえると、公開買付者の提案した公開買付価格より十分なプレミアムを設定するべきとの説明を行い、本公開買付価格の再検討の要請を行いました。公開買付者は、当社からの要請を踏まえ、三田証券からの助言等を勘案した上で、2020年12月8日付けで当社に対し、本公開買付けに買付予定数の下限の設定が予定されていない理由及びDCF法による算定結果が2,604円から3,025円であること等を説明した上で、本公開買付価格を1株あたり2,980円とする旨を書面にて再提案をしました。当該提案に対し、当社は、公開買付者に対し、2020年12月8日付けで、公開買付価格のプレミアムの設定については6ヶ月平均株価(2020年12月7日を基準とした場合、1株あたり2,592円)を重視していること、及び当社の直近1年間(2020年12月7日を基準とした場合)のPBRが0.30倍から0.66倍の範囲内にて推移しているところ、PBRが1倍を下回る水準の企業に対する公開買付けにおける過去事例を検討すると、公開買付けの対象となる上場企業のPBRが1倍を超える公開買付け事例と比べて高水準のプレミアムが付されているとの考えから、2018年以降に行われたMBO案件のうち、MBO案件公表日の前営業日の株価がPBR1倍割れの事例を参考に、当該事例の6ヶ月平均株価に対する平均的なプレミアム水準(41.59%)を加味した公開買付価格として1株あたり3,670円を提示し、本公開買付価格の再検討の要請を行いました。公開買付者は、当社からの再要請を踏まえ、三田証券からの助言等を勘案した上で、2020年12月9日付けで、当社に対し、本公開買付価格の決定にあたり、直近1ヶ月平均株価を参考価格として重視した理由(当社は、2020年11月13日付けで当社が「当社株式の特設注意市場銘柄の継続に関するお知らせ」とのプレスリリースを公表したことにより当社株価が下落したことから、直近1ヶ月平均株価ではなく直近6ヶ月平均株価を重視したと公開買付者は認識したが、同プレスリリースにより下落した株価は当社株式の客観的な価値を反映したものであり、これを基準として本公開買付価格を設定することが合理的であると考え、上場会社におけるMBO・非公開化事案や組織再編事案に伴う株式の公正な価格が争点となった株価算定事件では、多くの裁判例において、直近の1ヶ月平均株価をもって株式の客観的価値と判断していること)等を説明した上で、本公開買付価格を1株あたり3,000円とする旨を書面にて再提案を行いました。当該提案に対し、2020年12月10日付けで、当社より直近6ヶ月間における当社の株主の価格帯別売買高を踏まえた上で個人投資家の利益に配慮した価格を検討してほしい等の説明をし(公開買付価格を1株あたり3,200円と想定した場合、直近6ヶ月間の当社の株主の価格帯別売買高の最高値(3,165円)を超えるため、当社の全個人株主の利益に配慮している、との説明を行いました。)、本公開買付価格の再検討の要請を行いました。公開買付者は、当社からの再要請を踏まえ、三田証券からの助言等を勘案した上で、2020年12月10日付けで、当社に対し、本公開買付価格の決定にあたり直近1ヶ月平均株価を参考価格として重視した理由等を再度説明した上で、当社が開示した価格帯別売買高の情報を踏まえ、本公開買付価格を1株あたり3,000円から3,100円に引き上げる旨を書面にて再提案しました。なお、公開買付者は、その後、2020年12月14日付けで三田証券に対して、当社の将来の事業活動やキャッシュフローを基礎として算定するDCF法による当社株式の株式価値の算定の要請を行い、三田証券より2020年12月15日を基準日として、2020年12月15日付けで当社株式の1株あたりの株式価値の算定結果(1株あたり、2,761円～3,186円)を取得いたしました。本公開買付価格である3,100円は当該DCF法による算定結果のレンジの範囲の中で高い価格水準であることから、本公開買付価格の変更は行いませんでした。さらに、公開買付者は、2020年12月18日付けでも、三田証券に対して、同様にDCF法による当社株式の株式価値の算定の要請を行い、三田証券より2020年12月18日を基準日として、2020年12月18日付けで当社株式の1株あたりの株式価値の算定結果(1株あたり、2,755円～3,177円)を取得いたしました。引き続き本公開買付価格である3,100円は当該DCF法による算定結果のレンジの範囲の中で高い価格水準であることから、本公開買付価格の変更は行いませんでした。その後、当社は、2020年12月22日付けでエ

イチ・エス証券から取得した株式価値算定書(以下「当社株式価値算定書」といいます。)の内容も踏まえて、慎重に検討を行いました。そして、2020年12月22日、公開買付者は、当社より、本公開買付価格を3,100円とすることを承諾する旨の連絡を受け、また、2020年12月23日、取締役会において、本公開買付けへ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の決議が得られたことから、公開買付者は、本取引の一環として本公開買付けを行うことを決定したとのことです。なお、公開買付者は、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日を公開買付期間の末日として本公開買付けを実施することを目標として検討及び準備を進めていたものの、公開買付けの開始が遅れた一方で、当社は、公正性担保措置として公開買付期間を30営業日確保する必要があると判断したことから、公開買付者は、公開買付期間の末日を、2021年2月8日ではなく同月10日として、本公開買付けを行うこととしました。なお、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日までに本公開買付けを終了することができない場合に、日本取引所自主規制法人が、当社についてどのような判断を下すかについては、当社は把握できていません。

(山下宗吾氏及び山下岳英氏間における当社株式の交渉の経緯)

本公開買付けの実施に際しては、山下宗吾氏は、父である山下岳英氏が所有する当社株式の全て(154,120株(所有割合:38.69%))について、譲渡を受けるべく山下岳英氏と交渉を重ねた結果、2020年12月16日付けで、山下岳英氏より、公開買付者をして、2020年12月24日までに本公開買付けを開始させることを譲渡実行後の山下宗吾氏の義務として、2020年12月16日付けで山下岳英氏及び山下宗吾氏間で締結の贈与契約書(以下「本件贈与契約書」といいます。)により、山下岳英氏が所有する当社株式154,120株(所有割合:38.69%)を無償で譲り受けており(なお、本件贈与契約書の定めにより、山下宗吾氏がかかる義務を履行しなかった場合には、本件贈与契約書による契約は解除され、山下宗吾氏は、2020年12月31日までに、無償で譲り受けた当社株式の全てを山下岳英氏に返還する義務を負います。)、本日現在の山下宗吾氏の所有株式は266,008株(所有割合:66.80%)となります。なお、山下宗吾氏と山下岳英氏の取引の経緯は以下のとおりです。

- () 2020年2月中旬以降、山下宗吾氏は、山下岳英氏所有の当社株式を第三者に譲渡させるべく山下岳英氏と協議を開始しましたが、山下岳英氏は、当社の取締役としての地位及び権限は失ったものの、株主の権利として、当社株式に係る価値(株式の値上がり益や剰余金配当請求権)は享受したいとの意向を示し、当社株式の一部であっても、譲渡には応じないとの意思を明らかにしました。
- () 2020年4月中旬、山下岳英氏が引続き売却の意向が無いことから、協議を中止しました。
- () 2020年7月上旬、山下宗吾氏は、山下岳英氏に対し、当社を非公開化したい方針を山下岳英氏に伝えたところ、同氏からかかる方針については反対はありませんでした。そこで、山下宗吾氏は、公開買付けの手法による非公開化の検討を開始することとし、同時に、山下岳英氏に対する株式の譲渡の働きかけを再開しました。
- () 2020年9月下旬、山下宗吾氏は、山下岳英氏より、(a)山下宗吾氏が株式売却の相手方であること、(b)山下宗吾氏が当社株式を当社の非公開化後において、直接又は間接に100%所有すること、(c)山下宗吾氏が当社の取締役に就任し経営を担うこと、という条件が満たされる場合は、山下岳英氏が所有する当社株式の全てを本公開買付け開始前に山下宗吾氏に有償(2020年9月下旬頃の当社株式の時価)で売却する余地がある旨の意向を確認しました。
- () 2020年11月中旬、山下岳英氏が所有する全ての当社株式154,120株(所有割合:38.69%)について、山下宗吾氏に有償譲渡(2020年11月中旬頃の当社株式の時価から10%程度のディスカウント)をする方向で山下岳英氏から内諾を得ました。

- () 2020年11月下旬、山下宗吾氏は、山下岳英氏と当社株式の譲渡の具体的な方法について協議を複数回行い、山下宗吾氏は公開買付者が負う有利子負債額を軽減させたいという意向の下、公開買付者の当社株式の買付け等に要する資金を抑制する観点から、山下岳英氏が所有する当社株式は、無償で譲り受けた旨、並びに実行の時期について、本公開買付け前に無償譲渡を履行することで、本取引の実行可能性を高めたい旨を山下岳英氏に伝えました。そのような中、山下岳英氏より、2020年11月13日付けで当社が「当社株式の特設注意市場銘柄の継続に関するお知らせ」とのプレスリリースを公表したことを要因として、当社株式の株価がその後大きく下落したという認識に至り、当社の元代表取締役としての責任をより強く実感しているとの見解を2020年11月下旬に受けました。そして、同時期に、山下宗吾氏は、山下岳英氏から、公開買付者の当社株式の買付け等に要する資金を抑制したいという強い希望に理解を示された上で、公開買付けへの応募ではなく、本公開買付け開始前に無償譲渡の手法により山下宗吾氏が無償で譲り受けることについて、山下岳英氏から内諾を得ました。
- () 2020年12月16日付けで、本件贈与契約書に基づき、山下宗吾氏は、山下岳英氏より、公開買付者をして、2020年12月24日までに本公開買付けを開始させることを譲渡実行後の山下宗吾氏の義務として、山下岳英氏が所有する当社株式154,120株(所有割合：38.69%)を無償で譲り受けました。なお、本件贈与契約書の定めにより、山下宗吾氏がかかる義務を履行しなかった場合には、本件贈与契約書による契約は解除され、山下宗吾氏は、2020年12月31日までに、無償で譲り受けた当社株式の全てを山下岳英氏に返還する義務を負います、本件贈与契約書は解除されます。)かかる合意は、書面により行われました。なお、山下宗吾氏が、山下岳英氏との間で、かかる無償譲渡以外の事項について、合意をした事項はありません。また、山下岳英氏が、公開買付者、山下宗吾氏、及び当社を含む第三者からかかる無償譲渡の対価として受領するものはなく、何らかの便益を受けることもございません。

(山下宗吾氏による当社株式の取得及び所有株式数の経緯)

山下宗吾氏は、本日現在で当社株式を266,008株(所有割合：66.80%)所有しておりますが、当該所有株式数に至る当社株式の取得及び所有株式数の経緯は、以下のとおりです。

- () 2004年12月の当社株式の上場前の時点から36,160株を所有しておりました。
- () 2008年11月27日付けで、山下孝行氏から、1,082,000株を、取引所市場外取引にて無償で譲り受けております(同時点の所有株数の合計は1,118,160株(所有割合：27.81%)。)
- () 2018年4月1日まで(日付につきましては、本届出書提出日時点で公開買付者及び当社が所有する資料等で確認できておりません。)に、山下孝行氏から720株を、取引所市場外取引にて無償で譲り受けております(同時点の所有株数の合計は1,118,880株(所有割合：28.10%)。)
- () 2018年4月1日付けで効力が発生した10株につき1株の株式併合により、所有株式は111,888株(所有割合：28.10%)となりました。
- () 2020年12月16日、本件贈与契約書に基づき、山下岳英氏より、公開買付者をして、2020年12月24日までに本公開買付けを開始させることを譲渡実行後の山下宗吾氏の義務として、山下岳英氏が所有する当社株式154,120株(所有割合：38.69%)を無償で譲り受けました(同日付けの山下岳英氏との合意に関して、無償譲渡以外に合意をした事項は何らございません。なお、本件贈与契約書の定めにより、山下宗吾氏がかかる義務を履行しなかった場合には、山下宗吾氏は、2020年12月31日までに、無償で譲り受けた当社株式の全てを山下岳英氏に返還する義務を負い本件贈与契約書は解除されます)。その結果、当社株式を266,008株(所有割合：66.80%)所有するに至りました。

(イ) 本公開買付け後の経営方針

公開買付者の持分を所有する、当社の経営企画室室長である山下宗吾氏は、本スクイズアウト手続終了後に、当社の取締役役に就任した上で、今後経営に参与していきませんが、山下宗吾氏が取締役役に就任することを除き、現状の経営体制は維持し引き続きコンプライアンス及びガバナンス体制は強化していく予定です。その詳細については、本公開買付け成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

また、公開買付者は、本スクイズアウト手続実行後に、公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うことを予定しており、その結果、公開買付者が所有する当社株式については、当社における自己株式として扱われることとなり、最終的には、山下宗吾氏が当社が発行する全ての株式(当社が所有する自己株式を除く。)を所有することとなります。かかる手続に関する具体的な日程等の詳細については未定とのことです。

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

当社の代表取締役社長である齋藤太誉氏は、2020年7月上旬、山下宗吾氏より、東京証券取引所から当社の上場が廃止された場合には、取引先との関係に甚大な悪影響が生じるおそれがあるところ、それよりは山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて当社を非公開化の方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、当社の他の株主にも当社株式の売却機会を与えることができるため適切であるとの考えの下、当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至ったため、かかる考えに基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始することを口頭で伝えられました。齋藤太誉氏は、山下宗吾氏からのかかる知らせを受け、2020年8月中旬、他の役員と公開買付けの手法による非公開化について協議を行いました。具体的には、当社の株主の皆様利益、本公開買付け後の経営体制とコンプライアンス・ガバナンス体制の維持・強化、上場廃止に伴う従業員への心理的影響、取引先との継続取引への影響及び本公開買付けの実行可能性について議論を行いました。その結果、当社は、2020年8月下旬には、改善策を引き続き推し進めたとしても、山下岳英氏の持株比率が筆頭株主の地位ではない水準に低減しない場合、すなわち山下岳英氏が当社株式の一部であっても第三者へ譲渡しない場合には、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないとの判断から、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止に至る可能性が高いと考え、当社の株主の皆様利益を大きく損なうことを避けるべく、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日まで当社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの考えに至りました。そして、当社は、2020年7月上旬に山下宗吾氏から検討を開始したと伝えられた公開買付けの手法による非公開化を提案された場合の準備を2020年8月下旬に開始しました。なお、当社は、2020年8月下旬に、公開買付けの手法による非公開化に関する提案を受けた場合の準備を当社においても開始した旨を山下宗吾氏に口頭にて伝えました。当社における準備とは、具体的には、当社にて公開買付けの実施に際するアドバイザーの選定(ファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザー)及び本取引について諮問することを目的とした特別委員会の委員候補者の選定、並びに本件買収ローンの貸付人となることが想定されていたりそな銀行との質疑応答の対応(りそな銀行は、本件買収ローンの提供の可否を検討するにあたり、当社の経営・財務状況についての情報を求めたため、当社はこれに協力しました。)であります。その後、当社においては、2020年9月下旬に、山下宗吾氏より、りそな銀行より本件買収ローンを提供される確度が高まったとの伝達を口頭で受けたため、この時点において、公開買付けの手法による非公開化の実現性が高まったと判断しました。

その後、当社は、2020年10月7日、山下宗吾氏より本意向表明書を受領したことを受け、本意向表明書において示された公開買付けの手法による当社株式の取得を含む公開買付けによる当社の完全子会社化について検討するにあたり、下記「(6) 本公開買付け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、本公開買付け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、2020年10月12日付けでファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてエイチ・エス証券を、リーガル・アドバイザーとして柴田・鈴木・中田法律事務所を、それぞれ選任するとともに、本取引の提案を検討するための特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の詳細については、下記「(6) 本公開買付け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意見(答申書)の入手」をご参照ください。)を2020年10月12日に設置しました。

その後、当社は、本意向表明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、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、要請等を踏まえた上で、エイチ・エス証券及び柴田・鈴木・中田法律事務所の助言を受けながら、公開買付け者との間で複数回に亘る協議・交渉を重ねてまいりました。

すなわち、当社は、本意向表明書において、本公開買付けの買付主体は、山下宗吾氏が新設し、その発行済株式の全てを所有する公開買付け者となる旨、本公開買付けの買付予定の株式の数に、上限及び下限を設定しない旨、公開買付け価格については、一定のプレミアムを加算した買付け価格を予定しており、今後確定次第改めて提案する旨の提案を公開買付け者より受けました。

本意向表明書を受けて、当社の本特別委員会は、2020年10月14日付けで、山下宗吾氏に対し、本意向表明書に対する質問事項(本取引及び本公開買付けの概要に関する質問並びに本取引後の経営方針に関する質問が記載されたもの)を書面で送付し、2020年10月23日付けで、これに対する回答を書面で受領しました。

また、本特別委員会は、2020年11月6日に、山下宗吾氏と面談し、山下宗吾氏から、本取引の目的、山下岳英氏との交渉の状況、本公開買付け後の当社への関与の方針及び内部管理体制の強化・コーポレートガバナンス体制の強化についての考えについて説明を受けました。また、この面談において、当社の特別委員会は、山下宗吾氏に対し、本公開買付けの買付け予定の株式の数に下限を設定しない場合は、当該事由を踏まえた上で、公開買付け価格については当社の市場株価に対し十分なプレミアムを設定してほしい旨を要請しました。

当社は、2020年11月26日、公開買付け者と面談し、本スクイズアウト手続実行後の組織再編について、当社と協議しました。この協議において、当社は、公開買付け者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行う方針及び本スクイズアウト手続について説明を受けました。

他方、本公開買付価格については、当社は、山下宗吾氏より、2020年10月15日付けで、本公開買付価格を、同時点の当社株価の時価に対して約15%程度のプレミアムを設定することを想定している(2020年10月14日付けの終値、1ヶ月平均、3ヶ月平均、6ヶ月平均を参考とした場合、1株あたり3,335円)旨の提案を受けました。これに対し、当社は、当社において事業計画の策定に時間を要しているため、DCF法による当社株式の算定結果が未だ確認できないことから、当社の本公開買付価格に関する見解を伝えるのには一定の時間を要する旨を山下宗吾氏に伝えました。山下宗吾氏は、当社に対し、公開買付者が本公開買付けの開始日として予定している2020年12月上旬頃に改めて当社に対し書面にて公開買付価格について提案を行う旨を伝えました。当社は、公開買付者より、2020年12月2日付けで、その後の株価動向を踏まえた上で最新の株価を基準で再度本公開買付価格を再検討したとして、同時点の当社株価の時価に対して15%以上のプレミアムを設定することを想定している旨(2020年11月30日の終値、1ヶ月平均、3ヶ月平均、6ヶ月平均を参考とした場合、1株あたり2,750円)の提案を受けました。当社は、当該再提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、エイチ・エス証券からの助言等も踏まえて慎重に検討を行いました。その後、当社は、本特別委員会により事前に確認された交渉方針を踏まえた上で、2020年12月5日に、公開買付者に対し、本公開買付けに買付予定数の下限の設定が予定されていないため、「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(majority of minority)に係る公正性担保措置が講じられないことを踏まえると、公開買付者の提案した公開買付価格より十分なプレミアムを設定すべきとの説明を公開買付者に行い、本公開買付価格の再検討を要請しました。その後、当社は、2020年12月8日に、公開買付者より、本公開買付けに買付予定数の下限の設定が予定されていない理由及びDCF法による算定結果が2,604円から3,025円であること等の説明を受けた上で、本公開買付価格を1株あたり2,980円とする旨を書面にて受けました。これを受けて、当社は、本特別委員会より事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、要請等を踏まえた上で、エイチ・エス証券の助言を受けながら、本公開買付価格について、2020年12月8日に、公開買付価格のプレミアムについては6ヶ月平均株価(2020年12月7日を基準とした場合、2,592円)を重視していること、また、当社の直近1年間(2020年12月7日を基準とした場合)のPBRが0.30倍から0.66倍の範囲内にて推移しているところ、PBRが1倍を下回る水準の企業に対する公開買付けにおける過去事例を検討すると、公開買付けの対象となる上場企業のPBRが1倍を超える公開買付け事例と比べて高水準のプレミアムが付されているとの考えから、2018年以降に行われたMBO案件のうち、MBO案件公表日前日にPBR1倍割れの事例を参考に、当該事例の6ヶ月平均株価に対する平均的なプレミアム水準(約41.59%)を加味した買付価格として1株あたり3,670円を公開買付者に提示した上で、本公開買付価格の再検討を要請しました。当社は、2020年12月9日に、公開買付者より、本公開買付価格の決定にあたり直近1ヶ月平均株価を参考価格として重視した理由(当社は、2020年11月13日付けで当社が「当社株式の特設注意市場銘柄の継続に関するお知らせ」とのプレスリリースを公表したことにより当社株価が下落したことから、直近1ヶ月平均株価ではなく直近6ヶ月平均株価を重視したと公開買付者は認識したが、同プレスリリースにより下落した株価は当社株式の客観的な価値を反映したものであり、これを基準として本公開買付価格を設定することが合理的であると考え、上場会社におけるMBO・非公開化事案や組織再編事案に伴う株式の公正な価格が争点となった株価算定事件では、多くの裁判例において、直近の1ヶ月平均株価をもって株式の客観的価値と判断していること)等の説明を受けた上で、本公開買付価格を1株あたり3,000円とする旨を書面にて受けました。その後、当社は、本特別委員会より事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、要請等を踏まえた上で、エイチ・エス証券の助言を受けながら、本公開買付価格について、2020年12月9日に、直近6ヶ月間における当社株価の価格帯別売買高を踏まえた上で個人投資家の利益に配慮した価格を検討すべき等の説明(公開買付価格を1株あたり3,200円と想定した場合、直近6ヶ月間の当社株主の価格帯別売買高の最高値(3,165円)を超えるため、当社の全個人株主の利益に配慮している、との説明)を公開買付者に行い、本公開買付価格の再検討を要請しました。当社は、2020年12月10日に、公開買付者より、当社が開示した価格帯別売買高の情報を踏まえ、本公開買付価格を1株あたり3,100円とする旨を書面にて受けました。当社は、当該再提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、2020年12月22日付けでエイチ・エス証券から取得した当社株式価値算定書の内容も踏まえて慎重に検討を行ってまいりました。このように、当社は、公開買付者との間で、継続的に本公開買付価格の交渉を行いました。

また、当社は、リーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所から、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2020年12月23日付けで答申書(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意見(答申書)の入手」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柴田・鈴木・中田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エイチ・エス証券から取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引における本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか、本取引が当社の株主の皆様に対して不利益を生じさせるような内容にならないか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

当社において、上記「本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程、並びに本公開買付け後の経営方針」の「(ア) 公開買付者が本公開買付けを実施するに至った背景、理由及び意思決定の過程」に記載した事情を熟考した結果、改善計画に記載した各改善策の進捗状況について行われた当社と日本取引所自主規制法人との話し合いの内容を踏まえた限りでは、当社株式が特設注意市場銘柄の指定解除に向けて改善を果たすには、山下岳英氏の影響力の排除の実現が不可欠と考えており、これが実現に至らず当社株式が上場廃止となった場合には、当社株式の流動性が失われ、当社の株主の利益は大きく損なわれることとなる可能性があることを踏まえ、上場廃止によって当社の株主の皆様の投下資本の回収が困難になる等の株主の皆様が生じる不利益を回避することを重要な課題と捉え、また、今後当社株式が東京証券取引所の上場廃止基準に抵触する可能性を拭えぬまま不安定な状況で経営を行っていく状況の解消を直ちに実現する必要があることを認識したうえで、本公開買付価格による本公開買付けによって当社グループを非公開化することが、当社の株主の皆様にとっても最良の選択となるとの判断に至りました。また、当社においては、本取引の検討にあたっては特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来前に早急な対応を行う必要があったことから、本取引以外の手法による非公開化については、具体的な検討には至っておりません。なお、当社株式の非公開化を行った場合、当社は、資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、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といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなります。しかしながら、当面の間、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は高くないこと、当社グループの社会的な信用力については、事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きくなってきていると考え、以上を踏まえ、当社取締役会は、2020年12月23日、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが当社の株主の皆様にとって資するものと判断いたしました。

また、本公開買付価格(3,100円)が、(a)下記「(3) 算定に関する事項」の「 算定の概要」に記載されているエイチ・エス証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、 市場株価平均法及び類似会社比較法に基づく算定結果の範囲を上回っており、かつ、DCF法による算定結果のレンジの範囲内にあること、(b)本公開買付けの公表日の前営業日である2020年12月22日の東京証券取引所JASDAQスタンダード市場における当社株式の終値2,010円に対して54.23%(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。)、2020年12月22日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,037円(小数点以下を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。)に対して52.18%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,329円に対して33.10%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値2,480円に対して25.00%のプレミアムが加算されており、本取引が、支配株主である山下宗吾氏の従属会社の買収として、公正性担保措置が求められる取引類型に該当するとの考えの下で、近時のMBO事例を参照し、かかるMBO事例におけるプレミアムと比較して遜色のない水準のプレミアムが付されていると考えられること並びに、直近6ヶ月間の当社株主の価格帯別売買高を踏まえた場合、価格帯別売買高が3,100円以下となる売買高は、当該期間の価格帯別売買高の100%(取引成立価格基準)を占めていることから、当社の個人株主の利益に配慮していること、(c)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解消するための措置が採られていること、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、(d)上記利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者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、(e)本特別委員会が、事前に交渉方針を確認するとともに、適時にその状況の報告を受け、交渉上重要な局面において意見、要請等を行った上で、本公開買付価格について妥当である旨の意見を述べていること、(f)当社の2020年9月30日現在の1株あたり純資産額である4,962.47円を下回っているものの、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損する可能性もあることに加え、純資産額は会社の清算価値を示すものであり、当社株式の株式価値の算定にあたっては、当社が継続企業であることを前提とすべきであり、1株あたり純資産額のみをもって本公開買付価格の妥当性を判断すべきではないと考えられること等を踏まえ、当社取締役会は、()本公開買付を含む本取引により当社グループの企業価値が向上すると見込まれるとともに、()本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、株主の皆様に対して、合理的な株券等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。

以上より、当社は2020年12月23日開催の取締役会において、当社株主の皆様の不利益を回避するということを第一に考え、本公開買付けへの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の決議をいたしました。当社取締役会としては、賛同の意見を表明いたしますが、本取引が不成立になる可能性が排除できない以上、諸施策についての改善に向けた取組みを継続していく考えであるとともに、特設注意市場銘柄の指定解除について取り組んで参る所存です。

(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、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関として、エイチ・エス証券に当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、エイチ・エス証券は、当社及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るエイチ・エス証券の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

算定の概要

エイチ・エス証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式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、当株式が、東京証券取引所JASDAQスタンダード市場に上場していることから市場株価平均法を、比較可能な類似会社が複数存在し、類似会社比較法による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社はエイチ・エス証券から2020年12月22日に当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、エイチ・エス証券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。フェアネス・オピニオンを取得していない理由としては、フェアネス・オピニオンは、一般的に情報優位にある経営者や大株主が情報の非対称性を利用して、一般株主からフェアバリュー(適正価格)以下で対象会社株式を取得することを防止する機能となるものでありますが、本件に関しては上場廃止となる恐れがある中で株主保護の観点から創業者によって行われるTOBであり、通常のMBO等とは異なる特殊事情があるため、別途フェアネス・オピニオンを取得するのではなく、第三者評価機関から提出される株価算定書に基づき現状の市場株価に一定のプレミアムを付与することで対応可能と判断いたしました。

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

市場株価平均法	2,010円から2,480円
類似会社比較法	2,264円から3,046円
DCF法	3,036円から3,993円

市場株価平均法では、基準日を2020年12月22日として、東京証券取引所JASDAQスタンダード市場における当社株式の基準日終値(2,010円)、直近1ヶ月間(2020年11月24日から2020年12月22日まで)の終値の単純平均値(2,037円)、直近3ヶ月間(2020年9月23日から2020年12月22日まで)の終値の単純平均値(2,329円)、直近6ヶ月間(2020年6月23日から2020年12月22日まで)の終値の単純平均値(2,480円)を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を2,010円から2,480円までと算定しております。

類似会社比較法では、事業内容及び規模等を総合的に勘案し、当社と比較的類似性があると判断される類似上場会社として、株式会社稲葉製作所、株式会社研創及び日本アイ・エス・ケイ株式会社を選定した上で、PERマルチプル及びPBRマルチプルをベースに算定し、当社株式の1株当たりの価値の範囲を2,264円から3,046円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した当社の2021年9月期から2025年9月期までの事業計画に基づく収益予測等を踏まえ、当社が2021年9月期以降、将来において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分析し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を3,036円から3,993円までと算定しております。割引率は加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)とし、3.04%~3.64%を採用しております。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%として分析しております。

エイチ・エス証券が、DCF法の算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測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る事業年度は含まれておりません。なお、本取引の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、反映しておりません。

(単位：百万円)

	2021年 9月期	2022年 9月期	2023年 9月期	2024年 9月期	2025年 9月期
売上高	3,010	3,100	3,200	3,300	3,400
営業利益	83	88	91	95	99
EBITDA	184	191	189	189	188
フリー・キャッシュ・フロー	127	129	125	125	124

エイチ・エス証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものである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、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っており、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現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。但し、エイチ・エス証券は、算定の基礎とした当社の事業計画について、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観点から、当社の事業計画の合理性を確認しております。また、エイチ・エス証券の算定は、2020年12月22日までの上記情報を反映したものであります。

(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)

公開買付者は、上記「(2) 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並びに当社が所有する自己株式及び不応募予定株式を除きます。)を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社に対し、以下の一連のスクイズアウト手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)の実行を要請することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、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180条に基づき、当社株式の併合を行うこと(以下「本株式併合」といいます。)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。)の開催を当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者及び山下宗吾氏は、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。

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により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(公開買付者及び当社を除きます。)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よう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、本日現在において未定とのことです。公開買付者は、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。)を公開買付者及び山下宗吾氏のみが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(公開買付者、山下宗吾氏及び当社を除きます。)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当社に対して要請する予定とのことです。

上記手続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って、当社の株主の皆様は、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会社法上定められています。なお、上記価格決定の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、本公開買付け後の公開買付者の株券等所有割合並びに公開買付者及び山下宗吾氏以外の当社の株主の皆様のご当社の株式の所有状況等によっては、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、山下宗吾氏の全部又は一部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とのことであり、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一になるよう算定される予定とのことです。

公開買付者は、本臨時株主総会について、2021年3月中旬頃を目途に開催するよう当社に要請する予定とのことです。具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と当社にて協議の上、決定次第、速やかに公表する予定としております。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のご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務専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(5) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、東京証券取引所JASDAQスタンダード市場に上場されておりますが、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おらず、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、本公開買付けの完了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、上記「(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)」に記載の本スクイーズアウト手続が実行された場合には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JASDAQスタンダード市場において取引することはできません。

(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

公開買付者及び当社は、本公開買付けが支配株主である山下宗吾氏とその発行済株式の全てを所有するNFS株式会社による当社株式に対する公開買付けであることから、支配株主との重要な取引に該当し、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付け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、以下の措置を実施いたしました。

なお、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)やその他の買付予定数の下限は設定されていません。これは、本日現在、山下宗吾氏は、当社株式を266,008株(所有割合:66.80%)所有していることから、公開買付者及び山下宗吾氏からすると、本公開買付けを行わずに本スクイーズアウト手続により当社株式を非公開化することも選択肢となり得ますが、山下宗吾氏は、当社株式の非公開化を進めるにあたっては、株主総会決議のみによる一段階のスクイーズアウト手続ではなく、市場株価にプレミアムを加えた価格で他の株主の皆様から株式を取得する公開買付けの手法を経る二段階の手続によること、上場会社である当社の創業者の孫として、他の株主の皆様への責任を果たすために望ましいと考えるに至り、本公開買付けを実施することとしたという経緯からは、公開買付けに下限を設定して本公開買付けの成立を不安定なものとするとは、かえって当社の株主の皆様のご利益を大きく損なう可能性があると考えたとのことです。また、マジョリティ・オブ・マイノリティやその他の買付予定数の下限が設定されたことで本公開買付けが成立しない場合、当社は上場廃止となる可能性が高いと考えております。その結果、スクイーズアウトが行われないうち、少数株主は投下資本回収の機会を失うことになる可能性が高くなると思われ得ます。このような結果となることは、少数株主保護の観点からは好ましいものとは言えず、本公開買付けの成立の可能性を高めることこそが少数株主保護に資するものと考えたためとのことです。これに加え、公開買付者は、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、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。また、本特別委員会は、本答申書において、他の公正性担保措置が十分に講じられていると解されること等に鑑みると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことのみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられると判断しているとのことであり、当社としても同様に判断をしています。

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。

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、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループ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田証券に対して、当社の株式価値の算定を依頼し、株式価値算定書を取得したとのことです。

なお、三田証券は、山下宗吾氏、公開買付者及び当社グループの関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。

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

当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引に関する当社取締役会における意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関として、エイチ・エス証券に当社株式の株式価値の算定を依頼し、2020年12月22日に当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、エイチ・エス証券は、当社及び公開買付者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おりません。

また、本特別委員会において、エイチ・エス証券の独立性に問題がないことが確認されております。エイチ・エス証券の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、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。

当社株式価値算定書の概要は、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。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の過程における公正性及び適正性を確保するために、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柴田・鈴木・中田法律事務所を選任し、同事務所から、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ております。柴田・鈴木・中田法律事務所は、当社及び公開買付者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おりません。

また、本特別委員会においても、柴田・鈴木・中田法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。柴田・鈴木・中田法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、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意見(答申書)の入手

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程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ことを目的として、2020年10月8日開催の当社取締役会において、当社及び公開買付者から独立した委員によって構成される本特別委員会(本特別委員会の委員としては、当社の社外取締役である高野茂氏及び社外監査役である井上明子氏並びに外部の有識者である中田貴夫氏(公認会計士 中田公認会計士事務所)を選定しております。また、当社は、当初からこの3名を本特別委員会の委員として選定しており、本特別委員会の委員を変更した事実はありません。)を設置することを決議いたしました。

そして、当社は、同日の取締役会決議において、本特別委員会に対し、()本取引の目的の正当性・合理性、()本取引における手続の公正性、()本取引の取引条件(本公開買付価格を含みます。)の公正性等、()上記()~()の観点から、本公開買付けに対して賛同する旨及び応募を推奨する旨の意見表明の決定を含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないか(以下「本諮問事項」といいます。)について諮問し、本諮問事項についての答申書を当社取締役会に提出することを委嘱いたしました。加えて、当社は、本特別委員会の設置に際し、当社と買付者の間での公正な交渉状況を確保するべく、当社が買付者との間で行う交渉過程に関与すること、本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言すること、当社の役員から本公開買付けの検討及び判断に必要な情報を取得すること、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、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、本特別委員会が、本取引の条件が妥当でないとは判断した場合には、当社取締役会は本取引を承認しないこととするを同日の取締役会において併せて決議しております。

本特別委員会は、2020年10月13日より2020年12月9日まで合計6回開催され、本諮問事項について、慎重に検討及び協議を行った結果、2020年12月23日に、大要以下の内容の答申書を当社取締役会に対して提出いたしました。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本公開買付けを含む本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

第1．答申

()本取引の目的の正当性・合理性、()本取引における手続の公正性、()本取引の取引条件(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」という。)を含む。)の公正性等の観点を総合考慮した結果、本公開買付けに対して賛同し、応募を推奨する旨の意見表明の決定を含む本取引は、貴社少数株主にとって不利益なものとはいえないと考える。

第2．答申の理由(答申にあたり考慮した要素)

当委員会が上記の答申を行うにあたり考慮した主要な要素は以下のとおりである。

1．本取引の目的の正当性・合理性

当委員会が貴社及び公開買付者から説明を受けた、大要以下のような本取引の必要性・背景事情及び本取引のメリットからすれば、本取引は貴社の少数株主保護に資するものであり、本取引の目的は正当性、合理性を有するものである。

2019年6月21日付け「第三者委員会の報告書全文開示に関するお知らせ」にて公表されたとおり、貴社において不適切な会計処理が行われた疑いについて、第三者委員会の調査により、不適切な会計処理の事実が存在していたことが明らかになっている。その後、貴社は、2019年8月7日付け「特設注意市場銘柄の指定及び上場契約違約金の徴求に関するお知らせ」にて公表されたとおり、東京証券取引所より2019年8月8日付けで特設注意市場銘柄に指定されている。これにより、貴社は東京証券取引所より、貴社における会社機関の機能不全の状況、及びそうした中で貴社の前代表取締役社長である山下岳英氏による組織的な不正を長期間にわたって行っていたことが指摘されており、貴社の内部管理体制等の改善が求められている。さらに、当該指定後の改善期間内(本日においては、2021年2月8日まで)に内部管理体制等について改善がなされなかったと日本取引所自主規制法人が認める場合(改善の見込みがなくなったと日本取引所自主規制法人が認める場合に限る)には、貴社の上場が廃止されることになる。

そのような中、2020年2月中旬に、貴社の創業者である山下孝行氏の孫であり、かつ貴社の当時第2位の大株主であり、貴社の経営企画室室長である山下宗吾氏は、貴社より、上記の改善計画に記載した各改善策の進捗状況について2020年2月中旬に実施された貴社と日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、貴社における組織的な不正に関与した貴社の元代表取締役社長(山下岳英氏)の貴社への影響力の排除については、山下岳英氏の貴社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかという認識である旨を聞いている。これを受け、山下宗吾氏は、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準に低減させることが、内部管理体制等の一部の改善に繋がると判断し、2020年2月中旬から同年4月中旬まで、山下岳英氏との間で、同氏保有の貴社株式の全部又は一部を第三者に譲渡させ、山下岳英氏の持株比率を筆頭株主ではない水準にするべく協議を行った。しかし、山下岳英氏は、貴社の取締役としての地位及び権限は失ったものの、株主の権利として、引続き貴社の株式に係る価値(中長期的な株式の値上がり益や剰余金配当請求権)は享受したいとの意向を示し、同年4月中旬の時点では、貴社株式の一部についてであっても譲渡には応じないとの意思を明らかにした。そのため、山下宗吾氏は、2020年4月中旬、山下岳英氏との協議を中止し、当該協議状況及び山下岳英氏を貴社株主に残したままでも内部管理体制の改善等を実現する方法は無いか、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を貴社に伝えた。(なお、山下宗吾氏がかかるといった協議を中止した後も、貴社においては、山下岳英氏に対し、同氏が所有する貴社株式の全部または一部を第三者に譲渡すること等による影響力排除に向けた働きかけを継続していました。)また、山下宗吾氏は、同時期に貴社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について貴社と協議をしたが、不祥事を起こした企業の第三者割当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び貴社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当増資の候補先を探すとといった具体的な検討には至らなかった。

その後、山下宗吾氏は、貴社が日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進める中、貴社から適宜かかる話合いの内容の報告を受け、2020年7月上旬、貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏から、山下岳英氏を貴社株主に残したまま貴社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を伝えられた。山下宗吾氏は、貴社のかかる認識及び山下岳英氏が貴社株式をその一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している現状を踏まえると、日本取引所自主規制法人が求めていると貴社が認識している山下岳英氏の貴社への影響力の排除については根本的な解決に至らないことから、特設注意市場銘柄の指定解除の目的が立たないとの認識を強く抱いた。そして、2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、山下岳英氏が所有する貴社株式の譲渡の意向は同時点で確認できていなかったものの、東京証券取引所から貴社の上場が廃止された場合には、貴社の取引先との関係に甚大な悪影響が生じることを懸念し、それよりは山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて貴社を非公開化の方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、貴社の他の株主にも貴社株式の売却機会を与えることができるため適切であるとの考えから、貴社を非公開化したい方針を山下岳英氏に伝えたと、同氏からかかる方針について反対はなかった。2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、このような山下岳英氏の反応を踏まえ、山下岳英氏に対して、同氏が所有する当社株式の譲渡を働きかけ続けることとし、山下岳英氏との間で、貴社株式の譲渡に関する協議を再開しました。そして、2020年7月上旬に、山下宗吾氏は、仮に、山下岳英氏が貴社株式の譲渡に合意しない場合は、山下岳英氏を貴社株主として残したまま貴社を非公開化することも選択肢の一つとした上で、貴社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至り、かかる考えに基づき公開買付けの手法による非公開化の検討を開始することとし、かかる決断後直ちにその旨を貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏に口頭で伝えた。

このように、山下宗吾氏が非公開化を決断した理由は、上記のとおり、貴社は、2019年8月8日付けで東京証券取引所より特設注意市場銘柄に指定されており、このまま指定解除に至らない場合には、貴社株式は上場廃止となり、貴社取引先との関係に甚大な悪影響が生じるほか、貴社株式の流動性が失われ、貴社の株主の利益が大きく損なわれることを懸念し、それよりは、山下宗吾氏が自ら又は自己が支配する会社を通じて貴社を非公開化の方がかかる悪影響が生じることを防止できる上、貴社の他の株主にも貴社株式の売却機会を与えることができるため適切であると考えた。また、山下宗吾氏が、市場株価にプレミアムを加えた価格で他の株主の皆様から株式を取得する公開買付けを実施する手法を経る二段階の手続により非公開化を行った場合には、他の株主に、特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来前に株式の売却機会を与えることが可能となるため、山下宗吾氏は、上場会社である貴社の創業者の孫として、他の貴社の株主の皆様への責任を果たすためには、本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであると考えに至った。なお、2020年7月上旬のこの決断の際に、公開買付けを行わず、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含む。)第180条に基づき、貴社株式の併合を行うことにより、貴社の非公開化を行う手法については、貴社に公正性担保措置が講じられず少数株主の保護にならないと判断し、検討対象の手法から外した。

他方、貴社は、2020年2月中旬には、改善計画の中心である、貴社の元代表取締役社長(山下岳英氏)の貴社への影響力の排除については、改善計画に記載した各改善策の進捗状況について行われた、貴社が日本取引所自主規制法人との話合いの内容を踏まえた限りでは、山下岳英氏の貴社の筆頭株主の地位が維持される限り、根本的な解決に至ったとは言えないのではないかと認識したため、山下宗吾氏にその旨を伝えた。そして、貴社は、2020年2月中旬以降、貴社の株主の皆様が発生する可能性のあるリスクを回避することが最重要事項と考え、今後、貴社として改善策を引き続き推し進めたとしても、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止となった場合、貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があるものと認識していた。

2020年4月中旬、貴社は、山下宗吾氏から、山下岳英氏との貴社株式の譲渡についての協議状況を報告され、山下岳英氏は、貴社株式の一部についてであっても譲渡には応じないとの意思を明らかにしたことを伝えられた。併せて、山下宗吾氏から、同氏を貴社株主に残したままでも内部管理体制の改善等を実現する方法は無いが、日本取引所自主規制法人と相談してほしい旨を伝えられた。その後、貴社は、2020年4月中旬、貴社側で実施できる対策として、大規模な希薄化を伴うエクイティ・ファイナンスにより、山下岳英氏の持株比率を低減するという選択肢について山下宗吾氏と協議をしたが、不祥事を起こした企業の第三者割当て第三者割り当てによる増資案は、対金融機関を含め実現の可能性が低いこと及び貴社に具体的な資金使途が無いことから、第三者割当て増資の候補先を探すとといった具体的な検討には同時点で至らなかった。2020年4月中旬以降、2020年7月上旬まで貴社は日本取引所自主規制法人との間で内部管理体制の改善等に関する相談を進め、山下宗吾氏に対し、適宜かかる話し合いの内容を報告した。そして、2020年7月上旬、貴社は、引続き山下岳英氏が貴社の筆頭株主としての地位を維持し、貴社株式の一部についても第三者へ譲渡することを強く拒否している限りは、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないと判断した。その後、2020年7月上旬、貴社の代表取締役社長である齋藤太誉氏は、同時期に、山下宗吾氏に対し、山下岳英氏を貴社株主に残したまま貴社の内部管理体制の改善等を実現する方法は存在しないと考えられる旨を山下宗吾氏に伝えた。そうしたところ、その面談において、齋藤太誉氏は、山下宗吾氏から、貴社を非公開化することが最善の選択肢の一つであるとの決断に至ったため、かかる考えに基づき貴社を公開買付けの手法により非公開化するための検討を開始する旨を口頭にて伝えられた。これを受け、齋藤太誉氏は、2020年8月中旬に、他の役員と協議を行った。具体的には、貴社の株主の皆様利益、本公開買付け後の経営体制とコンプライアンス・ガバナンス体制の維持・強化、上場廃止に伴う従業員への心理的影響、取引先との継続取引への影響及び本公開買付けの実行可能性について議論を行った。その結果、貴社は、2020年8月下旬には、改善策を引き続き推し進めたとしても、山下岳英氏の持株比率が筆頭株主の地位ではない水準に低減しない場合、すなわち山下岳英氏が貴社株式の一部であっても第三者へ譲渡しない場合には、日本取引所自主規制法人が求める内部管理体制等の一部の改善は実現できないとの判断から、結果として特設注意市場銘柄の指定解除に至らず上場廃止に至る可能性が高いと考え、貴社の株主に特設注意市場銘柄への指定日から1年6ヶ月を経過した日である2021年2月8日の到来前に株式の売却機会を与えるべく本公開買付けを実施することが最善の選択肢の一つであるとの考えに至った。

貴社株式の非公開化を行った場合のデメリットとして、貴社が、将来的には資本市場からエクイティ・ファイナンスによる資金調達を行うことができなくなり、また、貴社の知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用力の維持といったこれまで上場会社として享受してきたメリットを享受できなくなる可能性があるが、当面の間は、エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は高いこと、また、貴社グループの社会的な信用力の維持等については、上場会社であること自体よりも事業活動を通じて獲得・維持されている部分が大きくなってきていることから、かかるデメリットを踏まえても貴社を非公開化することが最善の選択肢であると判断した。

2. 本取引における手続の公正性

本取引の交渉過程等の手続について、貴社は、以下のとおり、公正性及び適正性を担保するために必要かつ相当な対応をしているものとする。

- (1) 本公開買付価格につき、当委員会会議での審議・検討内容を尊重した上で、本公開買付価格がより高いものとなるよう公開買付者との協議を行ったこと。
- (2) 公開買付者から提示された本公開買付価格を検討し、本公開買付けに対する意見を決定するにあたり、貴社及び公開買付者から独立した第三者算定機関であるエイチ・エス証券に貴社の株式価値の算定を依頼し、2020年12月22日付けで株式価値算定書(以下「貴社株式価値算定書」という。)を取得したこと。
- (3) 本取引に関する意思決定過程の恣意性を排除し、貴社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、当委員会を設置し、諮問を行ったこと。
- (4) 貴社及び公開買付者から独立した貴社のリーガル・アドバイザーである柴田・鈴木・中田法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けを含む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受けていること(具体的には、本取引に関する意思決定を行うためには本取引が少数株主にとって不利益ではないと判断できることが必要であり、その主な判断要素としては、目的の正当性・合理性、手続の公正性、取引条件の公正性が挙げられること、本取引に係る条件交渉における留意点等について説明を受けていること。)
- (5) 貴社の職員のうち、公開買付者の役員を兼務している山下宗吾氏は、貴社取締役会における本取引の検討に関する議題の審議には(事実上の参加を含め)一切参加しておらず、また、本取引の意見表明に関する2020年12月23日開催予定の取締役会における審議及び決議にも(事実上の参加を含め)一切参加しない予定であり、貴社の立場において本取引の検討、本取引に係る公開買付者との協議・交渉に一切参加していないこと。
- (6) 貴社株主に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、貴社株式について公開買付者以外の者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを意図して、本公開買付けにおける買付け等の期間を、法令に定められた最短期間である20営業日より長い30営業日に設定していること。また、貴社と公開買付者とは、貴社が公開買付者以外の対抗的買収提案者と接触することを制限するような合意は行っていないこと。
- (7) 貴社は前述のとおり現在特設注意市場銘柄に指定されており、上場廃止となる可能性が高いため、本公開買付けが成立しない場合には上場廃止によって貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があるところ、買付予定数の下限を設定して本公開買付けの成立を不安定なものとするのは、かえって貴社の株主の利益を大きく損なう可能性があることを理由に、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティやその他の買付予定数の下限を設定していないことについても一定の合理性が認められると思料されること。
- (8) 本スクイズアウト手続のスキームとして、株式併合が予定されており、反対する株主に対して価格決定の申立てを行う機会が保障されていること。

3. 本取引の取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性

(1) 本公開買付価格

本公開買付価格である3,100円は、以下の理由から不公正な価格とは言えないものとする。

エイチ・エス証券による貴社株式価値算定書においては、貴社の1株当たりの株式価値を、市場株価平均法では2,010円～2,480円、類似会社比較法では2,264円～3,046円、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析では3,036円～3,993円、と算定しており、この株式価値の算定につき、エイチ・エス証券が特別委員会に行った説明において、特に不合理な点は認められなかったこと。

エイチ・エス証券が貴社株式価値を算定するにあたり前提とした貴社事業計画(2021年9月期から2025年9月期までの5年間)その他各種の変数等について、本公開買付価格が不合理に低く算定されるような前提を置いているなどの不合理な点は認められなかったこと。

本公開買付価格は、2020年12月22日の東京証券取引所JASDAQスタンダード市場における貴社株式の終値2,010円に対して54.23%、2020年12月22日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値2,037円に対して52.18%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値2,329円に対して33.10%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値2,480円に対して25.00%のプレミアムが加算されており、本取引が、支配株主である、近時のMBO事例を参照しかかるMBO事例におけるプレミアムと比較して不合理に低い水準とは考えられないこと並びに今回の公開買付価格3,100円は、2020年12月22日以前6ヶ月間の貴社株主の価格帯別売買高の100%(取引成立価格基準)を占めていることから、貴社の個人株主の利益に配慮しているものと考えられること本公開買付価格を決定するにあたっては、利益相反を解消するための措置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た上で、貴社と公開買付者が独立した当事者として、協議及び交渉を重ねた上で決定されていること。

本公開買付価格は、貴社の2020年9月30日現在の1株当たり純資産額である4,962.47円を下回っているものの、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損する可能性もあることに加え、貴社株式の株式価値の算定にあたっては、貴社が継続企業であることを前提とすべきであり、1株当たり純資産額のみをもって本公開買付価格の公正性を判断すべきではないと考えられること。

(2) 本スクイーズアウト手続において少数株主に交付される金額

本公開買付けにおいて貴社株式の全てを取得できなかった場合に実施することが予定されている本スクイーズアウト手続においては、少数株主に交付されることになる金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が保有していた貴社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定されることが予定されていることから、当該金銭の額については、本公開買付価格と同様の考え方により、公正性が担保された額であると考えられる。

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監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、エイチ・エス証券より取得した当社株式価値算定書、柴田・鈴木・中田法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討いたしました。

その結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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、当社取締役会は、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非公開化することが、株主の皆様に対して、合理的な株券等の売却の機会を提供するものであると判断し、本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(取締役3名全員)の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、かつ、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ことを決議いたしました。また、上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、いずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

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、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。)を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しております。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様对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価格の適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、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おりません。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・取締役等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

上記「(2) 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、本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、山下宗吾氏が所有する当社株式の全て(所有株式数：266,008株、所有割合：66.80%)について、本公開買付けに応募しない旨及び本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨を合意しているとのことです。また、公開買付者は、本スクイズアウト手続実行後に公開買付者を吸収合併消滅会社、当社を吸収合併存続会社とする吸収合併を行うことを予定しておりますが、その具体的な日程等の詳細については未定です。

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	役名	職名	所有株式数(数)	議決権の数(個)
齋藤 太誉	代表取締役社長	-	600	6
土肥 健一	取締役	-	-	-
高野 茂	取締役	-	-	-
花岡 淳文	監査役	-	400	4
瀨山 剛	監査役	-	500	5
井上 明子	監査役	-	-	-
計	-	-	1,500	15

(注1) 役名、職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役高野茂氏は社外取締役です。

(注3) 監査役瀨山剛氏及び井上明子氏は社外監査役です。

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。