

株式の併合に関する事前開示書類

(会社法第 182 条の 2 第 1 項及び会社法施行規則第 33 条の 9 に定める書面)

2023 年 4 月 17 日

兼松サステック株式会社

2023年4月17日

東京都中央区日本橋浜町三丁目3番2号
兼松サステック株式会社
代表取締役社長 小泉 浩一

株式の併合に関する事前開示事項

当社は、2023年3月31日開催の取締役会において、2023年5月2日開催予定の当社臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）に係る議案を付議することを決議いたしました。

本株式併合に関し、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182条の2第1項及び会社法施行規則（平成18年法務省令第12号。その後の改正を含みます。）第33条の9に定める事項は下記のとおりです。

記

1. 会社法第180条第2項各号に掲げる事項

(1) 併合の割合

当社株式460,400株を1株に併合いたします。

(2) 株式の併合がその効力を生ずる日（以下「効力発生日」といいます。）

2023年6月1日

(3) 効力発生日における発行可能株式総数

36株

2. 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項

本株式併合における併合の割合は、当社株式について、460,400株を1株に併合するものです。当社は、下記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合は、当社の株主を兼松株式会社（以下「公開買付者」といいます。）のみとすることを目的として行われるものであり、同記載の経緯を経て本取引（下記「(1) 株式併合を行う理由」において定義します。）の一環として行われた公開買付者による当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）が成立したこと、及び以下の各事項から、本株式併合における併合の割合は相当であると判断しております。

(1) 株式併合を行う理由

当社が2023年1月27日に公表した「支配株主である兼松株式会社による当社株式に対する公開買付けに係る賛同の意見表明及び応募推奨に関するお知らせ」（同年2月24日付の「(変更) 支配株主である兼松株式会社による当社株式に対する公開買付けに係る賛同の意見表明

及び応募推奨に関するお知らせ」の一部変更に関するお知らせ」による変更を含みます。以下「本意見表明プレスリリース」といいます。)においてお知らせいたしましたとおり、公開買付者は、当社株式の全て(但し、公開買付者の所有する当社株式及び当社の所有する自己株式を除きます。以下同じです。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、2023年1月30日から2023年3月13日までを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。)として、本公開買付けを実施しました。

そして、当社が2023年3月14日に公表した「支配株主である兼松株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果及び主要株主の異動に関するお知らせ」においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けの結果、公開買付者は、本公開買付けの決済の開始日である2023年3月20日付で、本公開買付けに応募された当社株式1,532,292株を取得し、その結果、公開買付者は、当社株式3,724,492株(所有割合(注):89.87%)を所有するに至りました。

(注)「所有割合」とは、当社が2023年1月27日に公表した「2023年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第3四半期決算短信」といいます。)に記載された2022年12月31日現在の発行済株式総数(4,149,200株)から、当社第3四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(4,700株)を控除した株式数(4,144,500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。

本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、当社は、2022年10月26日付で公開買付者から提案書の提出を受けることで本取引の検討を開始したい旨の意向を受領するとともに、本取引の意義・目的について、両社の資本関係をより強固なものとし、さらに緊密な事業上の連携を実現することで、両社の企業価値の最大化及び持続的な成長を実現することを企図している旨の説明を受けた後、公開買付者が当社の支配株主(親会社)であり、本取引が構造的な利益相反の問題を内包すること等に鑑み、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を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保するために、2022年11月11日開催の当社取締役会決議により、本取引に関して公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてみずほ証券株式会社(以下「みずほ証券」といいます。)を、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてシティニューワ法律事務所をそれぞれ選任するとともに、公開買付者及び当社から独立した、外部の有識者を含む委員(当社の社外取締役(監査等委員)兼独立役員である小林邦聡氏(弁護士)、当社の社外取締役(監査等委員)兼独立役員である岡村憲一郎氏(公認会計士)、及び外部の有識者である須田雅秋氏(公認会計士、須田公認会計士事務所)の3名)によって構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(2)親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③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、本取引に係る提案を検討するための体制を構築いたしました。その上で、当社は、2022年11月11日、公開買付者に対し、今後、公開買付者から公開買付価格等の具体的な条件が提示された際には、本特別委員会での審議やこれを踏まえた当社の取締役会の議論を通じて、意見表明を行うことを検討したい旨を

書面で回答いたしました。

上記の体制のもと、当社は、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、公開買付者から受けた当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）の提案内容を適時に本特別委員会に共有し、当社の少数株主の利益に配慮する観点から、当社としての交渉方針に係る本特別委員会からの意見、指示、要請等に基づいた上で、みずほ証券及びシティニューワ法律事務所の助言を受けながら、以下のとおり、公開買付者との間で、2023年1月下旬まで複数回に亘る協議・交渉を行いました。

具体的には、当社は、2022年12月1日に、本特別委員会を通じて公開買付者に対するインタビューを実施し、本取引を提案するに至った検討過程、本取引後に想定している施策の内容、本取引によって見込まれるメリット・デメリットその他の影響の内容及び程度、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について説明を受け、質疑応答を行いました。その上で、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するか否かについては並行的に検討を進めることとしつつ、2022年12月下旬から、本公開買付価格について公開買付者との協議・交渉を開始いたしました。本公開買付価格については、当社は、公開買付者より、2022年12月27日に、本公開買付価格を2,065円とする旨の初回の提案を受けたものの、みずほ証券による当社株式の株式価値の試算結果や、親会社による上場子会社の非公開化を目的とした他の公開買付けの事例におけるプレミアム割合の水準等を踏まえ、可能な限り当社の少数株主の利益に配慮する観点からは、当該提案価格で応諾するのではなく、より高い金額を要請することが適切であると判断し、2023年1月5日、公開買付者に対し、本公開買付価格の増額を要請いたしました。その後、当社は、公開買付者より、同月10日に、本公開買付価格を2,150円とする2回目の提案を受けたものの、上記と同様の理由から、再度、より高い金額を要請することが適切であると判断し、同月12日、公開買付者に対し、近年の親会社による上場子会社の非公開化事例における市場株価に対するプレミアム割合（なお、当社においては、他の親会社による上場子会社の非公開化事例における公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム割合を考慮いたしました。）の平均水準が概ね40%を超過している旨を提示した上で本公開買付価格の更なる増額を要請いたしました。その後、当社は、公開買付者より、同月16日に、本公開買付価格を2,200円とする3回目の提案を受けたものの、可能な限り当社の少数株主の利益に配慮するために再度交渉を継続することが望ましいと判断し、同月17日、公開買付者に対し、本公開買付価格を2,300円とする旨の対案を提示いたしました。その後、当社は、公開買付者より、同月25日に、本公開買付価格を2,250円とする4回目の提案を受け、みずほ証券による当社株式の算定結果や市場株価に対するプレミアム割合等を踏まえて総合的に検討した結果、同月26日、公開買付者に対し、最終的な意思決定は2023年1月27日に開催される当社取締役会での決議によることを前提として、当該提案を応諾し、本公開買付価格を2,250円とすることに内諾する旨を回答いたしました。

さらに、当社は、リーガル・アドバイザーであるシティニューワ法律事務所から、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2023年1月26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（本答申書の概要については、下記「(2)親会社等がある

場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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シティニューワ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みずほ証券から 2023 年 1 月 26 日付で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 2023 年 1 月 27 日開催の当社取締役会において、以下の点等を踏まえると、本取引を通じて当社株式を非公開化し、公開買付者の完全子会社となることが、当社グループの企業価値の向上に資するものであるとの判断に至りました。

まず、当社を取り巻く事業環境については、世界的な金融引締めが進む中での金融資本市場の変動による円安や、ウクライナ情勢の長期化等による世界的な原材料価格の上昇の影響を受けて原価率の上昇に直面していると同時に、国内においては新設住宅着工戸数の減少に伴い、当社の主な事業分野である住宅関連業界の市場規模が縮小傾向にあるなど、依然先行きが不透明な状況が継続する見込みと考えております。当社は、このような事業環境のもと、2022 年 4 月に、2023 年 3 月期から 2025 年 3 月期を対象とする中期経営計画を策定し、最終年度である 2025 年 3 月期の数値目標を売上高 170 億円、経常利益 15 億円、当期純利益 10 億円とした上で、以下を重点施策として、安定的な収益確保の実現を目指して推進してまいりました。

<重点施策>

- I. ジオテック事業（地盤改良）では住宅分野のシェア拡大並びに非住宅分野への一層の営業強化を、木材・住建事業（木材防腐、防蟻加工）では公共建築物等への販売強化並びに木材利用促進を、CCTV システム事業（セキュリティ機器販売及び設置工事）では顧客ニーズに応じたサービス開発に務めております。各事業で既存商権を維持・拡大しつつ、新技術の収益化を追求し、収益基盤の一層の強化に取り組んでおります。
- II. 新技術・工法の研究開発、投資に予算を配分しております。ジオテック事業では、新たな地盤改良工法の開発や蓄積された地盤データの有効活用並びに管理システムの開発・外販による収益化、木材・住建事業では木材の防腐・防蟻処理では環境にやさしい工法や薬剤の開発並びに非住宅関連の新規事業展開、CCTV システム事業では監視カメラで AI を取り入れた新たなソリューションの提供など、技術開発や設備投資と同時に事業投資にも積極的に取り組んでおります。
- III. 当社はこれまでも環境や人材を意識した経営を実践してまいりましたが、あらためてサステナビリティを経営の中心に据えることを明確にいたしました。これにより環境保全に一層貢献するほか、企業価値向上の根幹を担う人材育成やガバナンス強化、ステークホルダーとの対話を重視した経営を推進しております。

しかしながら、中期経営計画の初年度である 2023 年 3 月期においては、国内における住宅ローン金利の上昇、北米住宅市場及び国内における新設住宅着工戸数の減少による市場環境の悪化に加え、当社事業全般における為替相場の円安影響による資材価格の上昇が重なり、足元

では、上記の中期経営計画の策定時点で当社が想定していた以上に利益が圧迫されることとなりました。その結果、当社は、2022年4月27日に上記の中期経営計画の策定と併せて公表した2023年3月期の第2四半期に係る連結業績予想について、営業利益につき31.0%減少となることなどを含む業績予想の修正を、2022年10月17日付で公表するに至っております。当社としては、このような厳しい事業環境は今後も継続していくことが見込まれる中、当社グループが事業環境に柔軟に対応し、持続的に企業価値を向上させていくためには、既存事業でのシェアの拡大を図ると同時に周辺事業の開拓及び進出を促進し、当社グループとしての競争力を高めていくことが不可欠であると考えていたところ、2023年1月27日、本取引を通じて当社が公開買付者の完全子会社となることで、公開買付者グループとの連携を一層強化させ、かつ、中長期的な視点での経営戦略の実行を推進できる経営体制を構築することによって、以下のシナジーを期待することができ、当社グループの企業価値の向上に資すると考えるに至りました。

(i) 公開買付者グループとの連携強化による事業拡大の推進

当社が公開買付者の完全子会社となり、当社と公開買付者の利害を完全に一致させることによって、当社に少数株主が存在することに起因する、公開買付者が当社に対して積極的な経営資源の投入をしても公開買付者への利益貢献が限定的になるといった問題や、当社が上場企業として独立した事業運営を行っていることから、当社と公開買付者間で営業上の内部情報の共有化に一定の限界があるといった問題が解消されることで、公開買付者において、当社に対する支援に制約を課すことなく、より積極的な経営資源の投入が可能になると同時に、当社において、公開買付者グループが保有する営業上の内部情報を積極的に活用することができるようになって考えております。これにより、当社においては、当社グループ単体と比較して、投資規模の拡大や人材面でのサポートの積極化によって既存事業及び周辺事業に係る経営基盤の強化が一層期待できるようになるほか、公開買付者の商社機能をはじめとする、公開買付者に蓄積されたネットワークを活用することにより、当社の事業全般における国内及び海外を含めた販路の拡大並びに既存事業及び周辺事業に係るビジネスパートナーとの提携その他のM&A等が促進され、当社グループとしての競争力の向上が一層期待できるようになると考えております。

(ii) 公開買付者グループが一体となった迅速かつ柔軟性の高い意思決定の実現

当社が公開買付者の上場子会社である現状においては、当社の意思決定に際しては、当社の少数株主の利益に配慮するべく慎重な判断が求められるところ、本取引を通じて、公開買付者の完全子会社となることで、公開買付者と当社の利害を完全に一致させることができる結果、当社を含む公開買付者グループにおいて、公開買付者グループとしての利益最大化のための迅速かつ柔軟な意思決定が可能になると考えております。これにより、当社においては、上記(i)のシナジーを実現していくにあたり、株式市場からの評価を踏まえた短期的な利益の追求を重視せざるを得ない現状の経営体制から脱却し、より中長期的な視点からの施策に迅速かつ柔軟に取り組んでいくことができるようになって考えております。

(iii) 上場維持コストの負担軽減

当社が公開買付者の完全子会社となり、当社株式が上場廃止となることで、監査費用のほ

か、株主総会の運営に関する費用や株主名簿管理人への事務委託に関する費用等の固定的なコストを削減することが可能となります。また、当社が公開買付者グループの上場子会社として上場維持するための体制や業務負担は、近年の新市場区分における上場維持基準への適合対応及び改訂されたコーポレートガバナンス・コード等に対応するために、年々増大しておりますが、当社が公開買付者の完全子会社となり、当社株式が上場廃止となることで、これらのコスト及び業務負担を軽減できると考えております。

なお、上場廃止に伴うデメリットとしては、資本市場から資金調達を行うことができなくなるもののほか、知名度や社会的信用の向上といった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ことが一般的に挙げられますが、上記のとおり本取引の実施後においては公開買付者からの支援の積極化が期待でき、また、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）プライム市場に株式を上場する公開買付者グループの一員であり続けることから、上場廃止後も当社における社会的な信用面に特段の懸念はないと想定され、当社株式の上場廃止によるデメリットは限定的と考えております。

また、当社は、2023年1月27日開催の当社取締役会において、下記「(4) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載の理由から、本公開買付価格（2,250円）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、当社の株主の皆様に対して、合理的な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。

以上より、当社は、2023年1月27日開催の取締役会において、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いたしました。当該取締役会における決議の方法につきましては、下記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」の「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員である者を含む。）の承認」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得することができず、かつ、当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかったことから、当社は、公開買付者からの要請を受け、2023年3月31日開催の取締役会において、当社の株主を公開買付者のみとするために、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として本株式併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

なお、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

- (2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項
- 本株式併合は、本公開買付けの成立後における、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。）として行われるものであるところ、公開買付者及び当社は、当社が公開買付者の連結子会社であるため、本公開買付けを含む本取引が支配株主との重要な取引等に該当し、また、公開買付者と当社の公開買付者以外の株主との間で構造的な利益相反関係があることに鑑み、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、以下の措置を実施いたしました。

なお、公開買付者は、2023年1月27日現在、当社株式2,192,200株（所有割合：52.89%）を所有していたため、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おりませんでした。公開買付者及び当社において、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の実施状況に照らせば、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性は確保されていると評価でき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、本取引の条件の公正性が否定されるものではないと考えられる旨判断しており、当社としても同様に判断しております。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置に関する記述は、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

① 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、本公開買付け価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。）に対して、当社の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券のグループ企業である株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）は、公開買付者の株主たる地位を有しているほか、公開買付者に対して通常の銀行取引の一環として融資取引を行っておりますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券によれば、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券と、株主及び貸付人の地位を有する三菱UFJ銀行との間、及び両社それぞれの社内においてNeed to Knowの原則（注）が徹底され、公開買付者に関する情報について厳格に管理する体制が弊害防止措置として講じられていることから、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、三菱UFJ銀行の判断に影響を受けることなくファイナンシャル・アドバイザーとしての役務を提供しており、三菱UFJ銀行の株主及び貸付人の地位とは独立した立場で当社の株式価値の算定を行っているとのことです。公開買付者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行との間、及び両社それぞれの社内における情報管理において厳格な情報管理体制が構築されていること、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が過去の同種取引の第三者算定機関としての実績を有していること等を踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任したとのことです。

(注) Need to Know の原則とは、情報は業務上の必要性がある場合に限り、業務上の目的の範囲内で利用及び提供するという原理原則のことをいいます。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、市場株価分析、類似企業比較分析及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析（以下「DCF分析」といいます。）の各手法を用いて当社の株式価値評価分析を行い、公開買付者は三菱UFJモルガン・スタンレー証券から2023年1月26日付で株式価値算定書（以下「買付者株式価値算定書」といいます。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価分析	: 1,569円から1,598円
類似企業比較分析	: 1,482円から2,055円
DCF分析	: 2,065円から2,638円

市場株価分析では、基準日を2023年1月26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（1,598円）、直近1ヶ月間（2022年12月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値（1,579円）、直近3ヶ月間（2022年10月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値（1,569円）及び直近6ヶ月間（2022年7月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値（1,597円）を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,569円から1,598円までと分析しているとのことです。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を手掛ける上場企業の市場株価と収益等を示す財務指標との比較を通じて、当社の株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,482円から2,055円までと分析しているとのことです。

DCF分析では、当社が作成した当社の2023年3月期から2027年3月期までの事業計画、当社に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した公開買付者による2023年3月期第4四半期以降の当社の将来の収益予想や投資計画に関する財務予測に基づき、当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割引くことにより当社の株式価値を分析し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を2,065円から2,638円までと分析しているとのことです。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析に用いた財務予測においては、対前年度比較において大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことです。2025年3月期においては、木材・住建事業において、木材保存の新薬に対応する設備の更新に関して約5億円の設備投資が見込まれていることから、同事業年度のフリー・キャッシュ・フローについては、前年度から約5億円の減少を見込んでおり、他方、2026年3月期以降は、2025年3月期ほどの設備投資額は見込まれていないため、フリー・キャッシュ・フローは再び従来の水準に戻ることが見込まれているとのことです。また、本取引により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見

積もることが困難であるため、当該財務予測には加味していないとのことです。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、公開買付者及び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いないとのことです。また、当社及びその関係会社の資産及び負債（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・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っていないとのことです。加えて、当社の財務予測に関する情報については、公開買付者及び当社による2023年1月26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いるとのことです。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定は、2023年1月26日までの上記情報を反映したもののことです。

公開買付者は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から取得した買付者株式価値算定書記載の各手法の算定結果に加え、当社に対して2022年11月上旬から2022年12月下旬まで実施したデュエリジェンスの結果、当社の企業価値に特段の重大な影響を及ぼす事項が発見されなかったこと、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、及び本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、かつ、当社との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に2023年1月27日開催の取締役会において本公開買付け価格を1株当たり2,250円とすることを決定したとのことです。

なお、本公開買付け価格である1株当たり2,250円は、公開買付者による本公開買付けの公表日の前営業日である2023年1月26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1,598円に対して40.80%、過去1ヶ月間（2022年12月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値1,579円に対して42.50%、過去3ヶ月間（2022年10月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値1,569円に対して43.40%、過去6ヶ月間（2022年7月27日から2023年1月26日まで）の終値の単純平均値1,597円に対して40.89%のプレミアム（小数点以下第三位を四捨五入しております。以下、プレミアムの計算において同じです。）を加えた価格となるとのことです。

また、本公開買付け価格である1株当たり2,250円は、本公開買付けの公表日である2023年1月27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1,590円に対して41.51%のプレミアムを加えた価格となるとのことです。

② 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、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公正性及び適正性を担保するため、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとしてシティニューワ法律事務所を選任し、本公開買付けを含む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関する法的助言を受けております。

シティニューワ法律事務所は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本取引に係るシティニューワ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。また、本特別委員会は、2022年11月11日開催の第1回の会合において、シティニューワ法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、当社のリーガル・アドバイザーとして選任することを承認しております。

③ 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

当社は、2022年10月26日、公開買付者から本取引に係る意向表明を受け、公開買付者が当社の支配株主（親会社）であり、本取引が構造的な利益相反の問題を内包すること等に鑑み、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を排除し、公正性、透明性及び客観性を担保するために、2022年11月11日開催の当社取締役会決議により、公開買付者及び当社から独立した、外部の有識者を含む委員（当社の社外取締役（監査等委員）兼独立役員である小林邦聡氏（弁護士）、当社の社外取締役（監査等委員）兼独立役員である岡村憲一郎氏（公認会計士）、及び M&A 業務に従事する専門家として、上場会社の非公開化事例における特別委員会の委員経験も豊富な外部の有識者である須田雅秋氏（公認会計士、須田公認会計士事務所）の3名）によって構成される本特別委員会を設置しました。当社は、当初から上記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。また、本特別委員会の委員の互選により、当社の社外取締役（監査等委員）兼独立役員である小林邦聡氏が本特別委員会の委員長に就任しております。なお、本特別委員会の委員の報酬は、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。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、（i）本取引の目的の正当性・合理性（本取引による当社の企業価値の向上を含む。）、（ii）本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性、（iii）本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性、（iv）本取引（本公開買付けに対して賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を含む。）が当社の少数株主にとって不利益なものではないか、（v）上記（i）から（iv）を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非（以下、（i）から（v）を総称して「本諮問事項」といいます。）について諮問し、これらの点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しました。

また、当社は、上記取締役会決議において、本公開買付けに対する意見表明の内容を審議する当社取締役会においては、本特別委員会の設置の趣旨に鑑み、本諮問事項に対する本特別委員会の答申内容を最大限尊重するものとし、本特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には、当社取締役会は、本公開買付けに賛同しないこととする旨を決議しております。併せて、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対して、（a）本特別委員会が自ら公開買付者と交渉を行うことができる権限のほか、公開買付者との交渉を当社の社内者やアドバイザー等が行う場合でも、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができる権限、（b）必要に応じて本特別委員会独自の外部アドバイザー等を選任する権限（この場合の費用は当社が負担するものとしております。）のほか、当社が選任す

る外部アドバイザー等について指名又は承認（事後承認を含む。）する権限、さらに、（c）答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社の役員及び従業員並びに外部アドバイザー等に対して求めることができる権限をそれぞれ付与しております。上記（b）の権限付与を受けて、本特別委員会は、2022年11月11日に開催された第1回の会合において、当社が選任する外部アドバイザー等について、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認した上で、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みずほ証券を、リーガル・アドバイザーとしてシティニューワ法律事務所をそれぞれ選任することを承認いたしました。

本特別委員会は、2022年11月11日から2023年1月26日までに、会合を合計9回開催したほか、会合外においても電子メール等を通じて、意見表明や情報交換、情報収集等を行い、必要に応じて随時協議を行う等して、本諮問事項に関し、慎重に検討を行いました。具体的には、本特別委員会は、当社から、当社の事業内容・業績推移、主要な経営課題、本取引により当社の事業に対して想定されるメリット・デメリット、本取引の条件の検討の際に基礎とされる当社の事業計画の内容及び策定手続等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、公開買付者から、本取引を提案するに至った検討過程、本取引後に想定している施策の内容、本取引によって見込まれるメリット・デメリットその他の影響の内容及び程度、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、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みずほ証券から、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、その算定過程に関して質疑応答を行った上で、当該算定結果の合理性について検討いたしました。以上の検討に際して、本特別委員会は、当社のリーガル・アドバイザーであるシティニューワ法律事務所から、特別委員会の意義・役割等を含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置の内容について適宜助言を受けております。

そして、本特別委員会は、当社から、当社と公開買付者との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、当社に対して計3回にわたり、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を意見し、当社が当該意見に従って公開買付者と交渉を行ったことにより、公開買付者との交渉過程に実質的に関与いたしました。

本特別委員会は、以上の経緯のもと、本諮問事項について慎重に審議及び検討を重ねた結果、2023年1月26日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

（a）答申内容

- （i）本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられる。
- （ii）本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられる。
- （iii）本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられる。
- （iv）本取引（本公開買付けに対して賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手続に係る決定を

含む。)は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられる。

- (v) 上記(i)から(iv)を踏まえると、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは、いずれも相当であると考えられる。

(b) 答申理由

- (i) 本取引の目的の正当性・合理性(本取引による当社の企業価値の向上を含む。)

以下の点を総合的に考慮すると、本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられる。

- ・当社によれば、当社を取り巻く事業環境については、世界的な金融引締めが進む中での金融資本市場の変動による円安や、ウクライナ情勢の長期化等による世界的な原材料価格の上昇の影響を受けて原価率の上昇に直面していると同時に、国内においては新設住宅着工戸数の減少に伴い、当社の主な事業分野である住宅関連業界の市場規模が縮小傾向にあるなど、依然先行きが不透明な状況が継続する見込みとのことである。このような中、当社は、2022年4月に、2023年3月期から2025年3月期を対象とする中期経営計画を策定し、安定的な収益確保の実現を推進してきたが、初年度である2023年3月期においては、国内における住宅ローン金利の上昇、北米住宅市場及び国内における新設住宅着工戸数の減少による市場環境の悪化に加え、当社事業全般における為替相場の円安影響による資材価格の上昇が重なり、足元では、上記の中期経営計画の策定時点で当社が想定していた以上に利益が圧迫される状況になったとのことである。当社によれば、このような厳しい事業環境は今後も継続していくことが見込まれる中、当社グループが事業環境に柔軟に対応し、持続的に企業価値を向上させていくためには、これまでの取組みを一層推進させ、既存事業でのシェアの拡大を図ると同時に周辺事業の開拓及び進出を促進し、当社グループとしての競争力を高めていくことが不可欠であるとのことである。以上の事業環境及び経営課題に係る説明内容については、当社及び公開買付者からのインタビューの内容や、その他の一般的な公開情報を踏まえると、特段不合理な点はないと認められる。
- ・当社によれば、本取引によって当社が公開買付者の完全子会社となることで、①公開買付者グループとの連携が強化され、投資規模の拡大や人材面でのサポートの積極化によって既存事業及び周辺事業に係る経営基盤の強化が一層期待できるようになるほか、公開買付者に蓄積されたネットワークを利活用することにより、当社の事業全般における国内及び海外を含めた販路の拡大並びに既存事業及び周辺事業に係るビジネスパートナーとの提携その他のM&A等が促進され、当社グループとしての競争力の向上が一層期待できるようになること、②公開買付者と当社の利害を完全に一致させることができる結果、当社においては、上記①のシナジーを実現していくにあたり、株式市場からの評価を踏まえた短期的な利益の追求を重視せざるを得ない現状の経営体制から脱却し、より中長期的な視点からの施策に迅速かつ柔軟に取り組んでいくことができるようになること、③上場維持コストの負担軽減といった各シナジーが期待できるとのことである。この点、公開買付者と当社は、その主たる業態が異なっていることから、当社の経営課題については、あくまでも当社の経営努力を通じて解決され

るべきものであると考えられる一方で、上記の各シナジー効果に係る説明内容については、本特別委員会としても十分首肯できるものである。これらの事情を踏まえると、本取引後もこれまでの当社グループの経営方針を主軸に置いた上で、当社グループと公開買付者グループとの更なる連携の強化を実現することにより、当社グループの経営課題の解決が一層促進されることが期待できると考えられ、この点において、本取引の実施が当社グループの企業価値の向上に資するとの当社の判断には一定の合理性があると思料する。

- ・本取引により当社株式が上場廃止となることに伴い想定され得るデメリットについて、当社及び公開買付者に対するインタビュー等を通じて検討した結果、当社の取引先に対する影響、今後の資金調達への影響、コンプライアンス体制への影響、今後の人材採用への影響、既存従業員への影響など、いずれにおいてもその影響は限定的と考えられ、本取引によって期待されるメリットを上回るデメリットが生じる具体的な可能性は、特段認められない。

(ii) 本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性

以下の点を総合的に考慮すると、本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられる。

- ・本公開買付価格は、みずほ証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っており、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格であり、かつ、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格である。この点、みずほ証券から受けた当該算定結果に係る説明を踏まえると、算定手法の選択や各算定手法による具体的な算定過程に特段不合理な点は見当たらない。なお、DCF法の算定の基礎とされた当社の事業計画については、当社によれば、上記（i）に記載の足元における事業環境を踏まえて検討した結果、策定に至ったものであって、当該事業計画の策定過程において公開買付者の関与はないとのことであり、その他当社の独立性に疑念を生じさせる事情は特段見当たらない。また、当該事業計画は、当社が2022年4月27日に公表した中期経営計画の数値目標よりも下振れる計画値となっているが、①当社が本取引の意向表明を受ける前の2022年10月17日に、2023年3月期の第2四半期に係る業績予想の下方修正を公表していることも踏まえると、足元の事業環境に関する当社の説明内容には特段不合理な点は認められないこと、②当社において、本取引の存在を前提に恣意的に計画値を設定したという事情は見受けられないこと、③具体的な計画値としても、売上高と営業利益の双方について計画期間を通じて改善が見込まれていること等を総合的に考慮すると、当該事業計画の内容について、当社の少数株主の利益の観点から不合理な点は認められない。以上より、みずほ証券による当社株式の株式価値の算定結果には一定の合理性があると考えられるところ、本公開買付価格は、当該算定結果に照らして合理的な水準にあると考えられる。
- ・親会社による上場子会社の非公開化に向けた公開買付けの事例においては、プレミアム割合の平均値が概ね40%の水準であることと比較すると、本公開買付価格に付され

たプレミアムは、他社事例との比較においても遜色のない水準にあると考えられる。

- ・本公開買付けにおいては、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限の設定は予定されていないが、経済産業省が2019年6月28日付で公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」においても、既を買取者の保有する買収対象会社の株式の割合が高い場合においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することにより、企業価値の向上に資するM&Aの成立を阻害してしまうおそれ等があるとの懸念もあり、常に当該条件を設定することが望ましいとまでいうことは困難であるとされている。本特別委員会としては、公開買付者における当社株式の所有割合を踏まえると、上記の懸念が相当程度当てはまると考えられること、仮に同条件を設定すると、かえって本公開買付けに応募した少数株主の利益を害する可能性があること、さらに、他の公正性担保措置の実施状況に照らせば、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性は確保されていると評価できること等を総合的に考慮すると、本公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていなくとも、本取引の条件の公正性が否定されるものではないと思料する。
- ・本スクイーズアウト手続としては、株式売渡請求又は株式併合が予定されているところ、いずれの場合でも、法令上、本公開買付けに応募しなかった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ている。また、公開買付者によれば、本スクイーズアウト手続は、本公開買付けの決済の完了後速やかに進めていく予定とのことであり、さらに、①株式売渡請求の場合は、公開買付者が、1株当たりの対価として、各株主に対し本公開買付価格と同額の金銭を交付すること、②株式併合の場合は、併合の結果生じた端数の合計数に相当する当社株式の売却価格について、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことが予定されている。以上のとおり、本取引においては、いわゆる強圧性の問題に対応すべく、本公開買付けに応募しなかった少数株主の利益に配慮がなされているといえ、本スクイーズアウト手続に係る条件には、一定の合理性があると考えられる。
- ・下記(iii)のとおり、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられるところ、本公開買付価格を含む本取引の条件は、かかる公正な手続を経た上で決定されたものであることが認められる。

(iii) 本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続の公正性

以下の点を総合的に考慮すると、本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手続には公正性が確保されていると考えられる。

- ・当社は、本取引の検討にあたり、当社の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、公正性担保措置の一環として本特別委員会を設置している。本特別委員会は、本公開買付価格の具体的な交渉に入るより以前に設置されており、各委員の独立性を疑うべき事由は認められない。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本特別委員会に対し、①本特別委員会が自ら公開買付者と交渉を行うことができる権限のほか、公開買付者との交渉を当社の社内者やアドバ

イザー等が行う場合でも、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができる権限、②必要に応じて本特別委員会独自の外部アドバイザー等を選任する権限（この場合の費用は当社が負担するものとされている。）のほか、当社が選任する外部アドバイザー等について指名又は承認（事後承認を含む。）する権限、③答申を行うにあたって必要となる一切の情報の収集を当社の役員及び従業員並びに外部アドバイザー等に対して求めることができる権限をそれぞれ付与している。これを受けて、本特別委員会は、当社が選任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、並びにリーガル・アドバイザーにつき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、それぞれを当社のアドバイザー等として承認した。さらに、当社取締役会は、本特別委員会の設置を決議するに際し、本公開買付けに対する意見表明の内容を審議する取締役会においては、本特別委員会の答申内容を最大限尊重するものとし、本特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には、本公開買付けに賛同しないこととする旨を決議しており、特別委員会の判断内容の実効性の確保に配慮がなされている。以上のとおり、特別委員会としての実効性を高めるための実務上の措置が採られた上で、本特別委員会は、企業価値の向上及び少数株主の利益を図る立場から、本取引の是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討・判断を行った。

- 当社は、本取引に係る意思決定の公正性を担保するために、独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券から当社株式価値算定書を取得しているほか、独立したリーガル・アドバイザーであるシティニューワ法律事務所から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関する法的助言を受けている。なお、当社は、みずほ証券から、いわゆるフェアネス・オピニオンまでは取得していないが、我が国においては、フェアネス・オピニオンの公正性担保措置としての有効性は事案により一様ではないと解されている中、本取引の検討過程に照らした結果、本取引の是非を検討するために、フェアネス・オピニオンの取得が必須であると考えべき事情までは認められず、これを取扱しなくとも、本取引に係る交渉過程及び意思決定過程に至る手続の公正性が否定されるものではないと思料する。
- 本特別委員会は、公開買付者との本公開買付価格に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、交渉の方針等について協議を行い、当社に意見する等して、その交渉過程に実質的に関与しており、かかる交渉過程に関して、当社の少数株主の利益に配慮すべき観点から特段不合理な点は見当たらない。
- 当社の取締役9名のうち1名が公開買付者の執行役員を兼任しており、また、3名が公開買付者の出身者であるところ、当社は、利益相反の疑義を回避する観点から、上記の計4名の取締役は、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議に参加しないことが予定されている。また、当該4名は、本取引に関し、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも参加していないとのことである。その他、本取引に係る協議、検討及び交渉の過程で、公開買付者からの独立性に疑義がある者が当社の意思決定に不当な影響を与えたことを推認させる事実は認め

られない。

- ・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の 20 営業日より長期の 30 営業日に設定することにより、当社の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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の公正性を担保することを企図しているとのことである。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等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っていないとのことであり、上記公開買付期間の設定と併せて、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いるとのことである。
- ・本取引に係るプレスリリースにおいては、本特別委員会に関する情報、当社株式の株式価値の算定結果の内容に関する情報、本取引を実施するに至った背景・目的等に関する情報、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等について、それぞれ一定の開示が予定されており、当社の株主による取引条件の妥当性等についての判断のために相当な情報が開示される予定であることが認められる。

(iv) 本取引（本公開買付けに対して賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手續に係る決定を含む。）が当社の少数株主にとって不利益なものではないか

以上のとおり、(i) 本取引は当社の企業価値の向上に資するものといえ、その目的は正当であり、かつ合理性があると考えられ、(ii) 本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられ、(iii) 本取引に係る交渉過程及び意思決定に至る手續には公正性が確保されていると考えられる。そして、上記の検討事項以外の点において、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考えるべき特段の事情は認められないため、本取引（本公開買付けに対して賛同意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること、その他当社による本取引の手續に係る決定を含む。）は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられる。

(v) 上記 (i) から (iv) を踏まえ、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非

上記 (i) から (iv) を踏まえると、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、及び当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは、いずれも相当であると考えられる。

④ 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者及び当社から独立した

ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるみずほ証券に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2023年1月26日付で当社株式価値算定書を取得いたしました。

みずほ証券は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、みずほ証券のグループ企業である株式会社みずほ銀行（以下「みずほ銀行」といいます。）は当社及び公開買付者に対して通常の銀行取引の一環として融資取引等を実施しており、また、公開買付者の株主であります。本公開買付けに関し利益相反に係る重要な利害関係を有しておりません。みずほ証券は金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）第36条第2項及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含みます。）第70条の4の適用法令に従い、みずほ証券とみずほ銀行との間の情報隔壁措置等の適切な利益相反管理体制を構築し、かつ実施しており、みずほ銀行の貸付人及び株主の地位とは独立した立場で当社の株式価値算定を行っております。当社は、みずほ証券の算定機関としての実績に加え、みずほ証券とみずほ銀行との間において適切な弊害防止措置が講じられていること等を鑑み、本取引におけるファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として職務を行うにあたり十分な独立性が確保されており、当社がみずほ証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと判断しております。また、本取引に係るみずほ証券の報酬は、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。また、本特別委員会は、2022年11月11日開催の第1回の会合において、みずほ証券の独立性及び専門性に特段の問題がないことを確認した上で、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任することを承認しております。

みずほ証券は、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もと、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、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場していることから市場株価基準法を、当社と比較的類似する事業を営む上場会社が複数存在し、類似企業との比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較法を、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法をそれぞれ算定方法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行いました。なお、当社は、公開買付者及び当社において、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を実施しており、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ことから、みずほ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）は取得していません。

みずほ証券によれば、上記の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。

市場株価基準法	: 1,569円から1,598円
類似企業比較法	: 1,802円から2,489円
DCF法	: 1,880円から3,730円

市場株価基準法では、本公開買付けに対する意見表明に係る当社取締役会決議日の前営業

日である2023年1月26日を算定基準日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値1,598円、直近1ヶ月間の終値単純平均値1,579円、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,569円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値1,597円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,569円から1,598円までと算定しております。

類似企業比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場会社として、株式会社土木管理総合試験所、太洋基礎工業株式会社、株式会社シー・エス・ランバー、株式会社山大、高千穂交易株式会社及び株式会社セキアを選定した上で、市場株価や収益性等を示す財務諸表との比較を通じて当社株式の株式価値を計算し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,802円から2,489円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した2023年3月期から2027年3月期までの5期分の事業計画における財務予測、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3四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、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,880円から3,730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とし、5.9%~6.9%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては、永久成長法及びEXITマルチプル法を採用し、永久成長法では永久成長率を-0.5%~0.5%、EXITマルチプル法では企業価値に対するEBITDAの倍率を3.0倍~5.0倍としております。

上記事業計画の策定経緯につきましては、当社は、上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、国内における住宅ローン金利の上昇、北米住宅市場及び国内における新設住宅着工戸数の減少による市場環境の悪化に加え、当社事業全般における為替相場の円安影響による資材価格の上昇が重なり、2023年3月期において、当社が当初想定していた以上に利益が圧迫されることとなったことを受け、足元における事業環境を踏まえて検討した結果、2022年12月上旬に事業計画の大枠を決定した上で、2023年1月下旬までにかけて計画数値の詳細を検討及び検証して策定に至りました。その結果、当社が2022年4月27日に公表した中期経営計画における2025年3月期の数値目標に変更が生じておりますが、詳細につきましては、2023年1月27日付で当社が別途公表した「中期経営計画における計画値の見直しに関するお知らせ」をご参照ください。なお、当社は、2022年10月26日付で公開買付者から本取引に係る意向表明を受けておりますが、当該事業計画は、本取引を前提として策定されたものではなく、また、具体的な計画数値の設定過程において公開買付者による関与はありません。

みずほ証券がDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。当該財務予測には、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が、2025年3月期においては、木材・住建事業において、木材保存の新薬に対応する設備の更新に関して約5億円の設備投資が見込まれていることから、同事業年度のフリー・キャッシュ・フローについては、前年度から515百万円の減少を見込んでおり、他方、2026年3月期以降は、2025年3月期ほどの設備投資額は見込まれていないため、フリー・キャッシュ・フローは再び従来の水準に戻ることが見込まれております。また、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は困難であるため、当該財務予測には加味されておらず、これを算定の基礎としたみずほ証券による算定にも盛り込まれておりません。なお、当該財務予測については、本特別委員会

が、その内容及び作成経緯等について当社との間で質疑応答を行い、当社の少数株主の利益に照らして不合理な点がないことを確認しております。

(単位：百万円)

	2023年 3月期 (6ヶ月)	2024年 3月期	2025年 3月期	2026年 3月期	2027年 3月期
売上高	8,134	14,982	15,790	16,555	17,234
営業利益	423	915	983	1,014	1,065
EBITDA	647	1,285	1,436	1,439	1,478
フリー・キャッシュ・フロー	221	788	273	770	800

みずほ証券は、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・査定を行っておらず、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。みずほ証券の算定は、2023年1月26日までの上記情報を反映したものであります。

⑤ 当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員である者を含む。）の承認

当社は、みずほ証券から取得した当社株式価値算定書、シティニューワ法律事務所からの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協議及び検討を行いました。その結果、当社は、上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本取引によって当社が公開買付け者の完全子会社となることで、公開買付け者グループとの連携が強化され、投資規模の拡大や人材面でのサポートの積極化によって既存事業及び周辺事業に係る経営基盤の強化が一層期待できるようになるほか、公開買付け者に蓄積されたネットワークを利活用することにより、当社の事業全般における国内及び海外を含めた販路の拡大並びに既存事業及び周辺事業に係るビジネスパートナーとの提携その他の M&A 等が促進され、当社グループとしての競争力の向上が一層期待できるようになるなどのシナジーが見込まれると考えたことから、本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値の向上が見込まれるとともに、本公開買付け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、当社の株主の皆様に対して合理的な株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2023年1月27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取締役（小泉浩一氏、酒井泰治氏、原田雅弘氏及び金子猛氏を除く5名）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、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、当社の取締役9名のうち、原田雅弘氏は公開買付け者の執行役員を兼任しており、ま

た、小泉浩一氏、酒井泰治氏及び金子猛氏の3名は公開買付者の出身者であるため、利益相反の疑義を回避する観点から、上記の計4名の取締役は、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議に参加しておらず、また、本取引に関し、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。

そして、上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本公開買付けが成立いたしました。公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全てを取得することができず、かつ、当社の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかったことから、当社は、公開買付者からの要請を受け、2023年3月31日開催の取締役会において、当社の株主を公開買付者のみとするために、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として本株式併合を実施することとし、本株式併合に係る議案を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。なお、当該取締役会決議についても、利益相反の疑義を回避する観点から、当社の取締役9名のうち、原田雅弘氏、小泉浩一氏、酒井泰治氏及び金子猛氏の4名は審議及び決議に参加しておりません。

⑥ 当社における独立した検討体制の構築

当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討及び交渉を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2022年10月26日付で公開買付者から本取引に係る意向表明を受けて以降、利益相反の疑義を回避する観点から、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及び当社内部における検討過程において、公開買付者の役職員を兼務し又は公開買付者の出身者である取締役を関与させないこととし、公開買付者の役職員を兼務せず、かつ、公開買付者の出身者でもない取締役3名及び従業員4名の計7名による社内検討体制を構築いたしました。なお、当社においては、公開買付者からの従業員の出向受入れはございません。このような体制のもとで、当社は、みずほ証券がDCF法の算定の基礎とした2023年3月期から2027年3月期までの5期分の事業計画を策定しており、当該事業計画の具体的な計画数値の設定過程において公開買付者による関与はありません。

以上の取扱いを含めて、当社における本取引の検討体制に独立性及び公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会における確認を受けております。

⑦ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としているとのことです。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期間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しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格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は一切行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定と併せて、対抗的な買付け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。

(3) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理（端数処理）の方法に関する事項

- ① 会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者以外の株主の皆様が所有する当社株式の数は、1株に満たない端数となる予定です。

本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数（会社法第235条第1項の規定により、その合計数に1株に満たない端数がある場合にあっては、当該端数は切り捨てられます。）に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その端数に応じて、その売却により得られた代金を株主の皆様へ交付いたします。当該売却について、当社は、本株式併合が、本取引の一環として、当社の株主を公開買付者のみとすることを目的とするものであること、また、当社株式が2023年5月30日をもって上場廃止となる予定であり、市場価格のない株式となることから、競売によって買受人が現れる可能性は低いと考えらえることに鑑み、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、公開買付者に売却することを予定しております。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合は、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である2,250円を乗じた金額に相当する金銭を各株主の皆様へ交付できるような価格に設定する予定です。

- ② 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者の氏名又は名称
兼松株式会社

- ③ 売却に係る株式を買い取る者となると見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の取得に要する資金を、公開買付者の現預金により賄うことを予定しているとのことです。

当社は、公開買付者が2023年1月30日に提出した公開買付届出書（2023年2月24日に提出された公開買付届出書の訂正届出書による訂正を含みます。）及び同書に添付された公開買付者の預金の残高証明書を確認することによって、公開買付者における資金確保の方法を確認しております。また、公開買付者によれば、本公開買付けの開始以降、公開買付者の財務状況に著しい変動を生じさせる事由など、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識していないとのことです。したがって、当社は、公開買付者による本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法は相当であると判断しております。

- ④ 売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2023年7月上旬を目処に、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株

に満たない端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2023年8月上旬を目処に当社株式を公開買付者へ売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2023年9月上旬を目処に、当該代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要する期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株に満たない端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却により得られた代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

- (4) 端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項
端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額は、上記「(3) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理（端数処理）の方法に関する事項」に記載のとおり、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である2,250円を乗じた金額となる予定です。

当社は、以下の点等を踏まえると、本公開買付価格（2,250円）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、当社の株主の皆様に対して、合理的な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。

- (i) 本公開買付価格が、上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」の「④ 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載されているみずほ証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価基準法に基づく算定結果のレンジの上限値を上回っており、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格であり、かつ、類似企業比較法に基づく算定結果のレンジの範囲内の価格であること。
- (ii) 本公開買付価格が、本公開買付けの公表日の前営業日である2023年1月26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1,598円に対して40.80%、2023年1月26日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値1,579円に対して42.50%、直近3ヶ月間の終値単純平均値1,569円に対して43.40%、直近6ヶ月間の終値単純平均値1,597円に対して40.89%のプレミアムがそれぞれ加えられた価格であり、他社の類似取引事例におけるプレミアム割合の平均値（注）と比較すると、遜色ないプレミアム水準にあると考えられること。

（注）当社は、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2022年12月31日までに公表され、かつ、成立した親会社による上場子会社の完全子会社化事例48件におけるプレミアム割合を参照しており、これらの事例における公表日前営業日の終値、並びに直近1ヶ月間、直近3ヶ月間及び直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムの平均値は、順に40.39%、43.32%、42.72%、40.12%です。

- (iii) 上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」に記載の利益相反を回避するための措置が採られていること等、当

社の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。

- (iv) 本公開買付価格が、上記利益相反を回避するための措置が採られた上で、当社と公開買付者との間で真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であること。
- (v) 本特別委員会が、当社から適時に交渉状況の報告を受け、当社の交渉方針に関して意見、指示、要請等を行うこと等により、取引条件に係る交渉過程に実質的に関与した上で、上記「(2) 親会社等がある場合における当該親会社等以外の株主の利益を害さないように留意した事項」の「③ 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、本答申書において、本公開買付価格を含む本取引の条件には公正性が確保されていると考えられる旨の意見が示されていること。

また、当社は、2023年1月27日開催の取締役会において、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た後、2023年3月31日開催の取締役会における決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認いたしました。

以上より、当社は、端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

3. 当社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象

(1) 本公開買付け

上記「2. 会社法第180条第2項第1号及び第3号に掲げる事項についての定め相当性に関する事項」の「(1) 株式併合を行う理由」に記載のとおり、公開買付者は、2023年1月30日から2023年3月13日までを公開買付期間とする本公開買付けを行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である2023年3月20日をもって、当社株式3,724,492株（所有割合：89.87%）を所有するに至りました。

(2) 自己株式の消却

当社は、2023年3月31日開催の取締役会において、2023年5月31日付で当社の自己株式4,802株（2023年3月20日現在の当社が所有する自己株式の全部に相当します。）を消却することを決議いたしました。なお、当該自己株式の消却は、本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決されることを条件としており、消却後の当社の発行済株式総数は4,144,398株となります。

以上