



2019年11月1日

各 位

上場会社名 株式会社フジコー
[銘柄名：FUJIKOH]
(コード番号：2405 東証 第二部)
本店所在地 東京都台東区駒形二丁目7番5号
代 表 者 代表取締役社長 小林 直人
問 合 せ 先 執行役員管理部長 佐藤 陵枝
電 話 番 号 03 - 3841 - 5431
U R L <http://www.fujikoh-net.co.jp/>

MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ

当社は、2019年11月1日開催の取締役会において、以下のとおり、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注）の一環として行われる株式会社HOP（以下「公開買付者」といいます。）による当社の発行済普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に賛同の意見を表明し、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ので、お知らせいたします。

なお、当該取締役会決議は、本公開買付け及びその後の一連の手続により当社株式が上場廃止となる予定であることを前提として行われたものです。

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

記

1. 公開買付者の概要

(1) 名 称	株式会社HOP	
(2) 所 在 地	千葉県白井市折立 32 番地の 7	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役 小林直人	
(4) 事 業 内 容	株式保有による事業活動の支配管理	
(5) 資 本 金	500,000 円	
(6) 設 立 年 月 日	2019年9月30日	
(7) 大株主及び持株比率 (2019年10月31日 現在)	小林 直人（以下「小林直人氏」といいます。）	100%

(8) 当社と公開買付者の関係	
資 本 関 係	公開買付者と当社の間には、記載すべき資本関係はありません。なお、公開買付者の代表取締役である小林直人氏は、当社株式を合計 370,000 株（所有割合 8.55%）所有しております。
人 的 関 係	当社の代表取締役社長である小林直人氏が、公開買付者の代表取締役を兼務しております。
取 引 関 係	該当事項はありません。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	公開買付者は、当社の代表取締役社長である小林直人氏が議決権の全部を所有しており、当社の関連当事者に該当します。

(注) 「所有割合」とは、当社が本日公表した「2020 年 6 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第 1 四半期決算短信」といいます。)に記載された 2019 年 9 月 30 日現在の発行済株式総数(4,541,000 株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(213,623 株)を控除した株式数(4,327,377 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。

2. 買付け等の価格

普通株式 1 株につき、金 600 円（以下「本公開買付価格」といいます。）

3. 本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、本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。

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「④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認」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「(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。

(ア) 本公開買付けの概要

公開買付者は、本公開買付けによる当社株式の取得及び所有等を目的として、2019 年 9 月 30 日付で設立された株式会社であり、当社の代表取締役社長である小林直人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、なお、本日現在、公開買付者は当社株式を所有していないとのことです。

今般、公開買付者は、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。）市場第二部に上場している当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び以下に定義する不応募株式を除きます。）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。なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、小林直人氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを、小林直人氏の兄弟であり当社の取締役である上竹智久氏は、本取引後も継続して当社又は当社の子会社の取締役としてその経営にあたることを、それぞれ予定しているとのことです。また、本取引の完了後、当社及び公開買付者間で、当社を株式交換完全子会社、公開買付者を株式交換完全親会社とする株式交換（以下「本株式交換」といいます。）を行う予定とのことであり、これにより、上竹智久氏を含む不応募株主（以下に定義します。）が公開買付者の株主となる予定とのことです（本公開買付け後の経営方針の詳細につきましては、下記「（イ）本公開買付けを実施するに至った背景、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「② 本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。）。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、小林直人氏（所有株式数：370,000株、所有割合：8.55%）、小林直人氏の配偶者である小林美子氏（所有株式数：316,300株、所有割合：7.31%）、上竹智久氏（所有株式数：202,000株、所有割合：4.67%）及び上竹智久氏の配偶者である上竹智子氏（所有株式数：100,000株、所有割合：2.31%）（以下、小林直人氏、小林美子氏、上竹智久氏及び上竹智子氏を総称して「不応募株主」といいます。）との間で、2019年11月1日付で、それぞれが所有する当社株式の全て（所有株式数の合計：988,300株、所有割合の合計：22.84%、以下「不応募株式」といいます。）について、本公開買付けに応募しないことを合意しているとのことです。当該合意の詳細につきましては、下記「4. 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、買付予定数の下限を1,896,700株（所有割合：43.83%）としており、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に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である1,896,700株は、当社第1四半期決算短信に記載された2019年9月30日現在の当社の発行済株式総数（4,541,000株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（213,623株）を控除した株式数（4,327,377株）の3分の

2に相当する株式数に1単元(100株)未満に係る数を切り上げた株式数(2,885,000株)から不応募株式数(988,300株)を控除した株式数(1,896,700株)としているとのことです。また、買付予定数の下限である1,896,700株(所有割合:43.83%)は、当社第1四半期決算短信に記載された2019年9月30日現在の当社の発行済株式総数(4,541,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(213,623株)及び不応募株式数(988,300株)を控除した株式数(3,339,077株)の過半数に相当する株式数(1,669,539株、所有割合:38.58%)。これは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の皆様が所有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数にあたります。)を上回るものとなるとのことです。これにより、当社の少数株主の皆様の意思を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。一方、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及び不応募株式を除きます。)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おりますので、本公開買付けにおいては、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限(1,896,700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。

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、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。)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「(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)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者及び不応募株主のみとするための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施すること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4,100百万円を上限とした借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)及びみずほ証券プリンシパルインベストメント株式会社による公開買付者の優先株式の引受けによる700百万円を上限とした出資(以下「本優先株出資」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、本公開買付けに係る決済の開始日の2営業日前までに本優先株出資を、それぞれ受けることを予定しているとのことです。本銀行融資に係る融資条件の詳細は、みずほ銀行と別途協議の上、本銀行融資に係る融資契約において定めることとされておりますが、本銀行融資に係る融資契約では、公開買付者が本公開買付けにより取得する当社株式が担保に供されること、及び下記「(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) 」に記載の本スクイーズアウト手続を通じて当社の株主が公開買付者及び不応募株主のみとなった後は、本銀行融資に関して、当社を公開買付者の連帯保証人とし、かつ、当社の一定の資産等が担保に供されることが予定されているとのことです。

(イ) 本公開買付けを実施するに至った背景、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

① 本公開買付けの背景等

当社は、1972年2月に創業者である桑原光雄氏が東京都台東区にて主に家屋害虫の駆除工事を行う事業として創業し、1974年2月に設立された株式会社です。その後、1988年10月の白井事業所の新設、2000年9月の白井再資源堆肥化センターの新設、2001年6月の株式会社フジコー相模原の完全子会社化（その後、2007年1月に、同社を吸収合併消滅会社とする吸収合併を実施）及び有限会社白井遊楽ファームの子会社化の実施等を通じて、組織の拡大を進め、2004年7月にはいわゆる「産廃」を処理する産業廃棄物処分事業者として、初めて株式を東京証券取引所マザーズ市場（以下「マザーズ市場」といいます。）に上場し、その後、2015年11月には、東京証券取引所の市場選択の制度により東京証券取引所市場第二部に株式を上場しております。

当社グループ（当社及び子会社5社（連結子会社4社、非連結子会社1社）の合計6社の総称をいいます。以下同じです。）は、社会的に意義のある事業活動を行うことを旨として、『住まいと環境を守る』という経営理念のもと、廃棄物処理事業者としてバイオマス（生物資源）のリサイクル及びエネルギー活用を主とした事業活動等を展開しております。

当社グループのこれまでの事業展開としては、まず当社が創業事業としてキクイムシやダニ、ゴキブリ等の家屋害虫駆除事業からスタートし、住宅の白蟻予防工事の請負を通じて、ハウスメーカー及び住宅建売会社等との取引拡大により、その後の事業基盤を構築いたしました。そして、当社は、白蟻予防工事を主とした害虫駆除工事の施工を目的とした営業所を、神奈川県、埼玉県及び千葉県に開設し、首都圏エリアの施工を実施しておりました。当社はその後、白蟻予防工事の受注拡大等を目的として、1974年に家屋の解体工事の施工を開始いたしました。当時の家屋解体工事は、手作業が主となり、家屋の土台や柱に白蟻被害が発生している事例が多数確認できたため、新築時には白蟻予防工事の施工が必要であることを、営業活動を通じてハウスメーカー等に対して訴求し、次第に新築時に白蟻予防工事を行うことが一般化するに至りました。その後、家屋の解体工事から発生する建設系廃棄物の処理を請け負うために、1991年には廃棄物処理事業に進

出し、白蟻予防工事及び解体工事（以下、これらを合わせて「白蟻解体工事」と総称します。）並びに建設系廃棄物処理（建設系リサイクル事業）の3点を主力サービスとして、ハウスメーカー及び分譲住宅販売会社等に対して営業活動を拡大してまいりました。その後、2000年7月に廃棄物処理事業の顧客拡大と取扱廃棄物の多様化による事業の安定化を目的として、それまでの住宅関連取引先とは全く異なる取引先であります食品工場、スーパー、社員食堂等の事業者に向けた食品系リサイクル事業を開始し、一般廃棄物処分業の許可を取得いたしました。さらに、建設系リサイクル事業の一環として、2007年11月に家屋解体工事から生じる建設系廃棄物の主要排出品目であります、木くずを活用したバイオマス発電事業を開始いたしました。近年では、2016年6月に岩手県二戸郡一戸町において、森林木材を活用した森林発電事業を開始するとともに、発電事業の一環として発電施設近隣の小中学校、工場、一般家庭等に向けた電力小売も開始し、現在の体制に至っております。このように、当社は、その事業を白蟻予防工事からスタートし、バイオマス発電事業を含む建設系リサイクル事業、食品系リサイクル事業及び森林発電事業へと事業領域を拡大し、外部環境の影響を受けにくい事業体制の構築に努めてまいりました。以上を踏まえると、当社グループの事業セグメントは以下のとおりであり、廃棄物や未使用資源をエネルギーに変え、バイオマスと環境リサイクルを主軸として、循環型社会の構築を推進することを基本方針としております。

（Ⅰ）建設系リサイクル事業

当社の主たる事業地域である首都圏近郊の廃棄物処理会社、ハウスメーカー、工場、倉庫及びショッピングセンター等からの委託を受け、木くず、紙くず、廃プラスチック類等の、産業廃棄物及び一般廃棄物の焼却、破碎、リサイクル処理を行っております。また、当社では、自社の発電施設を用いて、受け入れた木くず等のバイオマスを原料とした発電を行うことを通して、従来型の、化石燃料を使用する発電時に発生する温室効果ガスの削減を推進し、自然エネルギーとして付加価値の高い電力の製造及び販売を行っております。あわせて、小規模ながら、住宅、アパートなどの新築、改築時に発生する廃棄物を発生場所から処理施設まで運搬する収集運搬業務を行っております。

（Ⅱ）食品系リサイクル事業

食品関連事業者等からの委託を受け、リサイクルが可能な食品循環資源である残飯等の動植物性残さ等の産業廃棄物及び一般廃棄物を、発酵分解による堆肥化、発酵による液状飼料へのリサイクル処理を行うことにより飼料を製造し、当該飼料を関東圏の養豚農家へ販売しております。また、かかる再生堆肥の品質向上を

目的として、実際の農地での堆肥の品質確認（効果測定）のための栽培試験及び農作物の生産販売を、株式会社遊楽ファーム（当社の非連結子会社）にて行っております。

（Ⅲ）森林発電事業

未利用木材、製材所から発生する製材くず等を購入し、当社グループで保有する燃料化工場（株式会社一戸森林資源）で、破砕、粒度並びに水分調整を行い、発電用の燃料チップを製造した上で、当該燃料チップをエネルギー源として、当社グループで保有する発電施設（株式会社一戸フォレストパワー）で、自然エネルギー電力の発電を行います。発生した電力は、当社グループのP P S（御所野縄文パワー株式会社及び御所野縄文電力株式会社）等を通じて、地元の小中学校、公共施設、事業会社、一般家庭へ電力供給を行っております。

（Ⅳ）白蟻解体工事（白蟻防除・家屋解体工事）

建築関連事業者等からの依頼により、住宅及びアパート等の解体工事、白蟻予防工事の見積調査及び施工を主として行っております。あわせて、リフォーム会社からの依頼により、既存住宅の白蟻防除工事、家屋害虫の駆除工事等を行っております。

一方、当社を取り巻く事業環境については、上記「（Ⅰ）建設系リサイクル事業」においては、当社を含め廃棄物処理事業者（全国の産業廃棄物収集運搬事業者及び産業廃棄物処分事業者）の多くが建設現場から排出される建設系廃棄物を主に取り扱っており、建設系廃棄物は、他の種類の廃棄物と比較して、発生数量が圧倒的に多いため、新規参入が比較的容易であると認識しております。また、大半の廃棄物処理事業者が同じような建設系廃棄物を対象とした事業に注力しているため、建設不動産業界が不況となったいわゆるリーマンショック時等においては、発生する建設系廃棄物量の減少に伴う極度の価格競争が発生する等、景気動向に左右され易い不安定な要素も含んでおります。当社が主として事業を展開している首都圏における産業廃棄物処理市場は、2020年開催予定の東京オリンピック及び東京都中心地区の再開発事業等により旺盛な需要が継続するとともに、2017年12月頃より、日本から海外に輸出されていた廃プラスチック類について、輸入国が大幅な輸入規制を実施したため、国内に多くの廃プラスチック類が滞留するなど、需要過多の状況が継続しております。かかる状況下、当社の処理施設においても廃棄物の搬入要望が多く、焼却施設においては処理可能な数量以上の需要過多の状況が継続し、受入制限を実施している状況であります。また、外注処理単価の高騰や外注委託先の受入制限等により、当社の受入数量をより絞らざ

るを得ない厳しい事業環境でもあります。さらに、受入廃棄物に占める高カロリ一廃棄物である廃プラスチック類の含有割合が増加しているため、処理数量が減少傾向（注1）で推移しております。

（注1）廃棄物の焼却能力は対象廃棄物のkgやトン数といった重量で許可を取得し、運転管理を行っておりますが、実際には対象廃棄物の総熱量が処理可能数量となるため、廃プラスチック類の含有量が多くなれば熱量が高くなるため、結果として処理数量が減少します。

以上のような事情から、当社グループの第45期通期（自2017年7月1日至2018年6月30日）及び第46期第1四半期（自2018年7月1日至2018年9月30日）においては、建設系リサイクル事業セグメントの営業利益が減少（第45期通期は前期比△6.8%、第46期第1四半期は前年同期比△49.2%）してまいりました。その後、2018年11月から取引先との交渉により一部取引先と受入処理単価の値上げ交渉を実施し、2019年1月から全ての取引先に対して受入処理単価の値上げを実施した結果、第46期第2四半期（自2018年10月1日至2018年12月31日）から第46期第3四半期（自2019年1月1日至2019年3月31日）にかけて収益は改善傾向で推移し、最終的に当社グループの第46期通期（自2018年7月1日至2019年6月30日）においては、建設系リサイクル事業セグメントの営業利益が前期比88.7%増加となり一時的な改善傾向は見られるものの、同業他社と比較した場合、当社の受入処理単価の設定が高くなっていることから、この水準が継続するか否かは見通せず、第46期第4四半期（自2019年4月1日至2019年6月30日）においては、建設系リサイクル事業セグメントの営業利益が減少（前年同期比△20.8%）に転じているなど、引き続き予断を許さない状況が続いております。

上記「（Ⅱ）食品系リサイクル事業」においては、近年は、大手の養豚農家が自社で飼料を製造し肥育する形態が拡大した結果、食品循環資源の需要が増加し、処分業務の受託に係る受入平均単価が下落傾向で推移しており、加えて飼料化に適した食品循環資源として小麦粉を使用した麺類、パン生地等の獲得競争も発生し、野菜や果物と比較すると一段と厳しい状況となっております。当社は廃棄物処分事業者として食品循環資源の受入、加工、販売を行っており、受入時に受領する処分受託に係る受入単価を、予め当社で策定する計画単価の水準に維持できない場合、リサイクルによって製造した飼料の販売売上によっては上記値下がり分を賄うことができず、最終的な事業利益の計上が困難な事業構造となっております。一方の養豚農家は配合飼料を購入して肥育する事業構造のため、上記のように飼料を自社製造する場合には、食品循環資源を配合飼料の代替品と考えることもでき、食品循環資源を多少の有価で仕入れたとしても採算が成り立つという

全く異なった収益構造を持つため、かかる養豚農家における飼料の自社製造の拡大傾向は今後も継続すると考えられ、現状の市場環境においては、極めて厳しい収益性になっております。

上記「(Ⅲ) 森林発電事業」においては、2016年6月の営業運転開始から今日まで発電施設は計画通り順調に稼働を継続し、電力小売につきましても販売数量が増加傾向で推移しておりました。発電施設の燃料調達につきましても、稼働前の計画策定時はその大半を原木で賄う想定でございましたが、調達予定先からの要望により製材工場の背板及び端材、加工された燃料チップ並びに国有林の入札等により必要量の調達に努めております。現状は若干の不足はございますが、地域の方々の様々な協力により、稼働に必要な木材は確保することができております。しかしながら、木材の購入平均価格は上昇傾向で推移しており、また発電電力の販売単価につきましても、2021年3月までは固定価格買取制度の変更に伴う激変緩和措置により、固定価格買取制度で定められた金額にプレミアムが付加された単価で民間事業者の販売しておりますが、2021年4月以降はプレミアムが無くなるため収益性の低下が見込まれます。電力小売につきましては、近年、一般送配電事業者を含めた電力小売事業者間の価格競争が激化しております。その結果、2019年4月以降は既存販売先においてより価格の安い電力供給業者への切り替えが継続しており、当社グループにおいても大口販売先の大部分について販売契約を失っております。

以上のような事業環境の下、当社は、建設系リサイクル事業において、各施設の点検作業の効率化による施設を稼働させることができない期間の短縮、及び廃棄物の性状に応じた受入処理単価の設定に注力し、安定的な受入数量の確保と安定稼働及び外注委託先の開拓による受入数量の最適化を推進しております。また、食品系リサイクル事業においては、液状化飼料の栄養価を含めた品質を高め、養豚農家との連携を深めることにより販売数量の拡大を目指しております。森林発電事業では、バイオマス燃料である木材の安定調達を図るため、地域関係者の方々との連携を深めるとともに、価格及び数量等の市場動向の把握に努め、安定調達を目的として、取引先とのより緊密な関係の構築を目指しております。

公開買付者の代表取締役である小林直人氏は、当社が掲げる上記の取組みは、中長期的に見れば現状維持又は低位ながら相応の成長が見込まれるものの、当社の主要セグメントである建設系リサイクル事業は外部環境による大きな影響を受ける事業構造であり、自らが市場の創造や付加価値の創出等を行う製品製造業等とは異なっており、何らかの理由で排出者側が廃棄物を発生させない限り、需要が生まれにくい産業であると考えているとのことです。現状の首都圏における建設系廃棄物処理に関する事業環境は、上記のとおり、東京オリンピックの開催に加え、東京都中心地区の再開発工事等により需要過多の状況ではある一方で、中長

期的には少子高齢化の進展や持続的な人口減少という環境下では、住宅着工戸数の減少等、建設系廃棄物の発生数量の大きな伸びは期待できず、現状の事業形態では持続的な成長と飛躍は難しいと考えているとのことです。また、仮に、世界的な経済情勢の急激な変動により、リーマンショック時のような建設不動産業界の不況が一時的であっても発生した場合は、現状の事業形態では、上記のとおり他の業種に比して外部環境の変化の影響を受けやすいことから、当社の業績は急速に悪化し、企業価値が毀損される可能性も否定できず、当社株式の株価に悪影響を及ぼす等の不利益を当社の株主の皆様にごおそれがあるものとするに至ったとのことです。

そのため、公開買付者の代表取締役である小林直人氏としては、安定的かつ継続的に当社の企業価値を向上させるためには、(i) 外部環境の影響を受けにくい事業形態への変革、(ii) 新規事業・新規設備への投資、(iii) これらを実現するための中長期的な視点に立った上で機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築し、当社が一丸となって事業の拡大と経営基盤の強化を推進することが必要であるとするに至ったとのことであり、2019年3月下旬より、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法により、当社株式を非公開化することについて具体的な検討を開始したとのことです。

公開買付者は、本取引により、当社を非公開化し、迅速な意思決定及びそれに基づく機動的な事業の再構築を可能とする経営体制を構築し、短期的な利益確保を重視する既存の戦略を推進するのではなく、中長期的な企業価値向上の観点から、それを阻害するあらゆる要因を検証し直し、新たな戦略を採用・推進することが必要と考えているとのことです。すなわち、既存の事業基盤を安定的な成長の原資とする一方で、適切にリスクをコントロールしながら事業形態の変革や新規設備・新規事業への投資にも積極的に着手し、過去5年間において平均して3.8%という低位にとどまっている利益率の改善、及び既存設備のスクラップアンドビルド(注2)といった大幅な改革により、既存事業の価値向上を目的とした周辺事業の新規取組みとして、具体的には主に次のような施策を実施することにより、当社の新たな収益基盤の確立を図ることを考えているとのことです。

(注2) スクラップアンドビルドとは、工場設備や組織などで採算や効率の悪い部門を整理し、新たな部門を設けることをいいます。

(i) 周辺事業である新たな取扱品目の追加

公開買付者は、不動産建設は、嗜好品とは異なり、一定の底固い需要は見込まれることから、建設系廃棄物処理もそれに連動して一定の需要は見込まれるものの、今後の少子高齢化の進展や持続的な人口減少という環境下では、建設系廃棄物の処理事業は大きな伸びは期待できないと考えているとのことです。そのよう

な予測の下、現在は取り扱っていない廃油等の液状廃棄物及び金属製品、さらには将来的な需要が見込まれる太陽光発電パネルのリサイクル等、取扱廃棄物の品目の拡大に必要な設備の設置許可及び処分業許可を取得することにより、従来とは異なる取引先の拡大を図り、建設系リサイクル事業において、上記のような少子高齢化・人口減少等による需要減少という外部環境の変化に適時対応することが可能であると考えているとのことです。公開買付者としては、かかる施策は、上記のような新たな処理機械及び施設の設置並びに新たな処理ノウハウの習得といった先行投資が必要となる反面、これまで取引関係のない新規取引先の開拓が必要となり、人材の投入等の営業体制の構築を含む先行投資に見合うだけの収益を早期に回収できるか否かは定かではないと考えているとのことです。取扱廃棄物の多様化及び取引先業種の多様化は、中長期的な収益確保にとって極めて重要であり、かかる新規取組みへのスピード感ある事業展開が必要であると考えているとのことです。

(ii) 廃棄物収集運搬事業への本格参入

当社は、建設系リサイクル事業においては、現在、廃棄物処分業を主として行っており、廃棄物収集運搬事業の実施はごく一部にとどまっております。他方で、一般的な廃棄物処理事業会社は、自社で収集運搬を行うとともに、他社の廃棄物の受入れも行うという形態で事業運営しております。公開買付者としては、廃棄物収集運搬事業は単に収集運搬業務による収益を得るというだけでなく、その点に加えて排出事業者への営業活動という側面も強く有しており、業界の需要動向等についてより多くの情報収集も可能となると考えているとのことです。また、公開買付者としては、上記のように、廃棄物の供給過多（処理需要過多）という現下の状況においては、廃棄物処理価格等の決定に際して廃棄物収集運搬事業者が主導権を掌握していると認識しており、この点でも、廃棄物収集運搬事業をも行う方が事業運営上有利になると考えているとのことです。当社において、廃棄物処理事業を継続しつつ新たに廃棄物収集運搬事業を本格化させる場合、現在の取引先との調整に加え、車両の購入、運転手の新規採用等の先行投資が発生し、短期的には当社の業績や利益に大きな影響を与えることとなり、営業を含めた必要な人材採用・育成、新たな営業ルートの開拓といった、経営資源の投入が必要となりますが、公開買付者としては、当社の中長期的な企業価値を向上させるためには、廃棄物収集運搬事業を廃棄物処分事業と一体的に行うことにより、廃棄物処理事業として蓄積したノウハウを活用し、上記のような積極的効果が得られ、より安定した事業体制の構築が可能になると考えているとのことです。

(iii) 新しい領域への進出

上記（ii）における廃棄物収集運搬事業とともに、当社の廃棄物処理事業での知見、ノウハウを活かした廃棄物の管理業務への進出により、総合的な廃棄物処理事業者としての事業展開が可能になると考えているとのことです。建設系廃棄物の排出事業者である建設会社、ハウスメーカー及び建築関連事業者は、自社で廃棄物の管理を行っている会社が大半であります。また、外食産業、ホームセンター及び物販小売店等においては、廃棄物の取扱いに関するノウハウを有する会社に対して、自社で排出した廃棄物の収集方法並びに収集運搬委託先及び処分委託先の選択、さらに処理方法の選択等の廃棄物管理に関する総合的なアドバイスを求めるというケースも多数存在しております。かかる廃棄物管理に関するアドバイス等の業務の受注により、上記（ii）と同様に排出事業者と密接な関係を構築し、より多くの情報収集も可能となります。当該取組みにおいては、これまで当社において行ってきた廃棄物処分等とは異なった知見・ノウハウを有する人的資源が必要となりますので、そのための採用活動の強化に伴う採用費用及びその後の人件費の負担が増加するとともに、採用した新規社員を、取引先に信頼と安心感を持っていただける人材へと育成するためには相応の教育期間が必要となります。そのため、費用負担が先行し新たな事業として利益計上が見込めるまでの期間が予測できない部分もあります。しかしながら、上記のような廃棄物の管理ノウハウを有しない排出事業者に対して、廃棄物の管理ノウハウを提供し、廃棄物の収集運搬及び処分を一連のものとして総合的に取り扱い、最適な保管・処理手順を組み立てることで、これまでこれら排出業者が抱えていた、廃棄物に関する様々な問題の解決と費用負担の適正化につながることから、かかる管理業務は潜在的な需要が見込まれるため、公開買付者としては、新規事業として重要な選択肢として考えているとのことです。

（iv）焼却発電施設の新設

当社は、現在、焼却施設を2基、発電併用焼却施設を1基、子会社において廃棄物処理機能を併有しない発電施設を1基保有しており、これらの焼却施設は設置後、15年から17年が経過しております。焼却施設での処理可能な廃棄物の数量は、上記のとおり、近時の受入廃棄物の高カロリー化により従前の60～70%に低下しております。上記のような廃棄物を活用した発電事業は、今後の循環型経済社会に向けて、大きな需要が見込まれ、近年は、排出事業者においても、単に廃棄物の適正処分を行えるか否かという観点だけでなく、処分過程で廃棄物に対してどのような処理を行うのか、具体的には処分過程における温室効果ガスの排出数量等はどの程度かという観点からも、処分事業者を選択するケースも見られるようになってきており、廃棄物を活用した発電の重要性はますます増大しております。かかる状況下、公開買付者は、上記の既存施設は日々の点検活動及び定

期的な修繕工事を行っているものの、経年劣化による施設の老朽化は日々進行しており、今後さらに廃棄物処理事業を取り巻く環境が大きく変動していく可能性もある中で、既存設備が排出業者を含む社会のニーズに適合できなくなるおそれもあると考えているとのことです。施設の新設には、設置許可取得が必要であるところ、当該設置許可取得は確実に約束されたものではなく、取得に要する期間も予測しきれない側面があり、取得できる場合でも、許可取得に5年前後、建設に2年前後の期間を要するため、営業運転開始までの長期間にわたる多額の先行投資が必要となりますが、公開買付者としては、上記のとおり、当社の今後の安定的かつ社会全体の動向に適応した事業拡大を目指すには、大型の最新焼却発電施設を新設し充実した廃棄物処理体制を構築することは当社の成長にとって必要であると考えているとのことです。

(v) 処理施設保有会社との資本提携等

当社は、従前から、主力事業である建設系リサイクル事業において、処理施設設置の許可取得に長期の時間を要するため、既に処理施設を保有する事業会社をM&Aにより子会社化する等して取得することを検討しておりますが、売手候補者との価格交渉が折り合わなかったり、また、上場会社としての会計処理において多額ののれんの償却や減損処理が必要となり得るなど短期的な損益の大幅な変動や追加的な調達資金が必要となり得るなどの事情から未だ実施するに至っておりません。公開買付者としては、今後の着実な成長に向け、当社内の事業見直しによる効率化によって利益率の改善を図るだけでなく、同業者との業務提携を含め、資本提携及び事業買収も模索し、持続的な成長体制の構築が必要であると考えているとのことです。上記のような一時的な収益の落ち込みなどが見込まれることによる株価の下落及びそれによる株主の皆様への影響を考慮すると、上場会社としてかかる事業買収等を行うことは容易でないと考えているとのことです。

公開買付者は、上記のとおり、当社の現在の建設系リサイクル事業は、外部環境の影響を受けやすい事業形態であることから、現状の収益基盤を礎としながら、上記の各施策を着実に実施し、廃棄物処理事業者として多様な収益基盤を確立することが、当社の中長期的かつ安定的な高収益企業となるために不可欠であると考えているとのことです。また、新規分野において、スピード感ある事業展開を実現するためには機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築することが望ましいと考えているとのことです。

さらに、上記の施策にある新規事業への投資は、(i) 当社の従来のビジネスモデルと異なる要素を含むものであること、(ii) 現在の当社の財務状況及び企業規模に鑑み相応に多額の投資が必要となるものであること、及び(iii) これら

の投資については短期間でその効果をもたらされるとは限らず、計画したとおりに収益に寄与しない可能性があること等を踏まえると、当社の今後の収益性には不確実性も伴うことになるため、短期的には、利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化及び有利子負債の増加等による財務状況の悪化を招来するリスクがあります。公開買付者としては、当社が株式市場への上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、当社の株主の皆様に対して多大なる悪影響を与えてしまうおそれがあり、他方、上記のとおり当社の置かれている事業環境を踏まえると、早急に抜本的な対応策を実施することが必要となる状況であり、上記のような株主の皆様へのリスクを最小限に抑えるために、かかる施策を縮小し、又は先延ばしにすることは、当社の中長期的な競争力・収益力を弱めることにつながる可能性があると考えているとのことです。

また、公開買付者は、当社における株式の上場を維持するために必要な費用（有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に要する費用等）は増加していることから、株式の上場を維持するために必要なコストが当社の経営上のさらなる負担となる可能性があると考えているとのことです。公開買付者としては、当社は、2004年のマザーズ市場への株式上場以来、社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等、上場企業として様々なメリットを享受してきており、非公開化によりこれらのメリットに影響が生じる可能性があると考えられるものの、現状の事業活動を継続するために必要な資金は確保できている現在の財務状況及び現下の間接金融における低金利環境等に鑑みると、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の実現性は見込まれず、上記のような上場維持コストの上昇を踏まえると、今後も継続して当社株式の上場を維持することに意義を見出しにくい状況にあると考えているとのことです。

上記のような事情を勘案し、公開買付者の代表取締役である小林直人氏は、当社が上記各施策を実施するにあたっては、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により当社を非公開化することが、当社の株主の皆様に対して発生するおそれがある上記悪影響を回避し、かつ中長期的な視点から抜本的かつ機動的な経営戦略を迅速かつ果敢に実践するために最も有効な手段であるという結論に至り、2019年8月下旬、当社に、本取引の実施に向けた協議・交渉の申し入れを行ったとのことです。その後、公開買付者は、本公開買付価格を含む本取引の諸条件等の検討を進め、2019年9月30日に本公開買付価格を1株当たり545円とする当社のマネジメント・バイアウト（MBO）を正式に提案する旨の提案書（以下「本提案書」といいます。）を提出しました。

そして、本提案書の提出後、公開買付者は、下記「（ウ）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、当社から、2019年10月

11日に本公開買付価格の再検討の要請を受け、本公開買付価格の再検討を行い、2019年10月29日に当社に対して本公開買付価格を1株当たり600円とする旨の再提案を行うなど、公開買付者は、当社との間で、複数回に亘り協議・交渉を続けてまいりました。かかる協議・交渉の結果を踏まえ、公開買付者は、2019年11月1日、本取引の一環として、本公開買付価格を600円として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

なお、公開買付者は、財務情報等の客観的な資料及び過去に行われたMBO事例におけるプレミアム率を参考にし、当社株式の株式価値に関する諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議・交渉を経て本公開買付価格を決定したとのことであり、第三者算定機関からの株式価値算定書は取得していないとのことです。

② 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、小林直人氏は、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役社長として経営にあたることを、また上竹智久氏は、本取引後も継続して当社又は当社の子会社の取締役としてその経営にあたることを、それぞれ予定しており、上記「① 本公開買付けの背景等」に記載の経営を推進する予定とのことです。また、本スクイーズアウト手続の完了後、本株式交換を行う予定とのことであり、これにより、上竹智久氏を含む不応募株主が公開買付者の株主となる予定とのことです。

なお、公開買付者と当社その他の取締役との間では、本公開買付け後の役員就任について何らの合意も行っておらず、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、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とのことです。

(ウ) 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

当社は、2019年8月下旬に公開買付者の代表取締役である小林直人氏から本公開買付けを含む本取引に関する上記協議・交渉の申入れを受け、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、2019年9月17日付で、フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として山田コンサルティンググループ株式会社（以下「山田コンサル」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任するとともに、同日付で、本取引の提案を検討するための特別委員会（当該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「③ 当社における独立した特別委員会の設置」をご参照ください。以下「本特別委員会」といいます。)を設置し、本取引に関する提案を検討するための体制を整備いたしました。

その後、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、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、指示、要請等に基づいたうえで、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、公開買付者との間で複数回に亘る協議・検討を重ねてまいりました。

また、本公開買付価格については、当社は、2019年9月30日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり545円とする旨の提案を受けた後、山田コンサルから、当社株式の株式価値に係る試算結果の報告を受け、当該報告内容及び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、2019年10月11日に、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後も当社は、本特別委員会に対して適時に交渉状況の報告を行い、交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいたうえで、山田コンサルの助言を受けながら、本公開買付価格について、公開買付者との間で、複数回に亘り協議・交渉を行い、その結果、公開買付者からは、2019年10月29日に、本公開買付価格を1株当たり600円とする旨の再提案を受けました。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、山田コンサルからさらに意見等を聴取するとともに、2019年10月31日付で山田コンサル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。その結果、当該価格は、市場価格から見れば、本公開買付けの公表日の前営業日である2019年10月31日の終値550円に対するプレミアム率は9.09%（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。）と、他のMBO事例と比べて必ずしも高い水準にあるとは言い難いと評価される可能性はあり得るものの、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値483円（小数点以下四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。）に対して24.22%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値462円に対して29.87%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値474円に対して26.58%のプレミアムが加算されており、相応のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記で述べる山田コンサルによるディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」といいます。）の算定結果のレンジの範囲内にあり、合理性を有することから、妥当な価格であると判断いたしました。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ってまいりました。

また、当社は、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、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2019年10月31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「③当社における独立した特別委員会の設置」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アンダーソン・毛利・友常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山田コンサル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、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、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等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

上記「（イ）本公開買付けを実施するに至った背景、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「①本公開買付けの背景等」に記載のとおり、当社の建設系リサイクル事業は、建設不動産業界の景気動向に依存するなど外部環境の影響を受けやすい業態です。また、2017年12月頃より、日本から海外に輸出されていた廃プラスチック類について、輸入国が大幅な輸入規制を実施したため、国内に多くの廃プラスチック類が滞留し、受入廃棄物に占める高カロリー廃棄物である廃プラスチック類の含有割合が増加いたしました。その結果、焼却施設における処理数量が減少傾向で推移するとともに、廃プラスチック類の燃え殻処分に伴う処分委託費用が増加し、当社の営業利益が大幅に減少いたしました。直近では、受入処理単価の値上げ等を実施した結果、短期的には収益が改善傾向で推移しているものの、この水準を維持することができるかは不透明な状況にあります。また、食品系リサイクル事業においては、養豚農家における飼料の自社製造の拡大に伴う食品循環資源の需要の増加及び食品循環資源の獲得競争により、処分業務の受託に係る受入平均単価の下落が生じ、現状の市場環境において極めて厳しい収益性となっております。そして、森林発電事業においては、燃料となる木材の調達価格は上昇傾向で推移しており、また発電電力の販売単価も2021年4月以降はプレミアムが無くなるため収益の低下が見込まれることに加え、近年の電力小売事業者間の価格競争の激化により、大口販売先の大部分について販売契約を失っている状況にあります。

このような事業環境を踏まえ、当社では、各事業において様々な施策に取り組んでまいりました。しかしながら、当社の主要セグメントである建設系リサイクル事業は、上記のとおり外部環境の影響を受けやすい事業構造であり、現状の首

都圏における建設系廃棄物処理に関する事業環境は、需要過多の状況であるものの、中長期的には、少子高齢化の進展や持続的な人口減少による住宅着工戸数の減少等、建設系廃棄物の発生数量の大きな伸びは期待できず、また、経済情勢の急激な変動による不動産建設業界の不況の結果、当社の業績が急速に悪化する可能性があるなど、現状の事業形態では持続的な成長と飛躍は難しいと考えております。そのため、当社としても、短期的な利益確保を重視する既存の戦略を推進するのではなく、中長期的な企業価値向上の観点から、それを阻害するあらゆる要因を検証しなおし、新たな戦略を採用・推進することが必要と考えております。

そして、公開買付者は、協議・交渉の過程において、上記「(イ) 本公開買付けを実施するに至った背景、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「① 本公開買付けの背景等」に記載のとおり、当社について、(i) 外部環境の影響を受けにくい事業形態への変革、(ii) 新規事業・新規設備への投資、(iii) これらを実現するための中長期的な視点に立った上で機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築し、当社が一丸となって事業の拡大と経営基盤の強化を推進することが必要であること、その具体的な施策として、(i) 周辺事業である新たな取扱品目の追加、(ii) 廃棄物収集運搬事業への本格参入、(iii) 新しい領域への進出、(iv) 焼却発電施設の新設、(v) 処理施設保有会社との資本提携等の取組みが考えられることを、当社に対して伝達し、当社といたしましても、それらの施策は、当社の中長期的かつ安定的な高収益企業となるために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、かかる取組みは、当社の今後の収益性に不確実性を伴い、短期的には、利益水準の低下、キャッシュ・フローの悪化及び有利子負債の増加等による財務状況の悪化を招来するリスクがあります。そのため、当社が上場を維持したままこれらの各施策を実行した場合には、当社の株主の皆様に対して多大なる悪影響を与えてしまう可能性は否定できません。他方で、上記のとおり、当社の置かれている事業環境を踏まえ、早急に抜本的な対応策を実施することが必要であると考えております。

このような状況下において、当社としては、当社の株主の皆様に対して発生する可能性がある上記の悪影響を回避しつつ、抜本的かつ機動的な経営戦略を実践し中長期的な視点から当社の企業価値を向上させるためには、マネジメント・バイアウト(MBO)の手法により当社を非公開化するとともに、所有と経営を一定の範囲で一致させ、公開買付者、取締役、従業員が一丸となって各施策に迅速かつ果敢に取り組むことができる経営体制を構築することが必要であると考えております。加えて、株式の非公開化を行った場合には、増加を続けていた上場維持コストを削減することができ、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能

になると考えております。

なお、当社が株式の非公開化を行った場合には、資本市場からのエクイティ・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、上場会社として当社が享受してきた社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、当社の現在の財務状況や昨今の間接金融における低金利環境等に鑑みると、当面はエクイティ・ファイナンスの活用による大規模な資金調達の必要性は見込まれず、近時の上場維持コストの上昇を踏まえ、今後も継続して株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあります。加えて、当社の社会的な信用力及び知名度の向上による優れた人材の確保及び取引先の拡大等も事業活動を通じて獲得される部分がより大きくなっており、株式の上場を維持する必要性は相対的に減少していると考えております。したがって、当社取締役会は、株式の非公開化のメリットは、そのデメリットを上回ると判断いたしました。

以上を踏まえ、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、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

また、本公開買付価格（600円）が、（a）下記「（3）算定に関する事項」に記載されている山田コンサルによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果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2019年10月31日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値550円に対して9.09%、2019年10月31日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値483円に対して24.22%、過去3ヶ月間の終値単純平均値462円に対して29.87%、過去6ヶ月間の終値単純平均値474円に対して26.58%のプレミアムが加算されており、相当なプレミアムが付されていると考えられること、（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等、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、（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、指示、要請等を行ったうえで、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等を踏まえ、当社取締役会は、本取引について、（i）本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、（ii）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（小林直人氏及び上竹智久氏を除き、監査等委員である独立社外取締役3名を含む取締役4名）の全員一致で、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。

なお、当社の代表取締役社長である小林直人氏は、公開買付者の唯一の株主であり、公開買付者の代表取締役を兼任していること及び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いることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、当該取締役会における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。

また、当社の取締役である上竹智久氏は、小林直人氏の兄弟であり、本取引後も継続して当社又は当社の子会社の取締役としてその経営にあたることを予定しており、また、本株式交換により、公開買付者の株主となることが予定されていることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における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。

（3）算定に関する事項

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である山田コンサルに対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、山田コンサルは、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。山田コンサルは、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、当社株式が東京証券取引所市場第二部に上場していることから市場株価平均法を、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、当社は山田コンサルから2019年10月31日に当社株式の株式価値に関する株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）を取得いたしました。なお、当社は、山田コンサル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）を取得しておりません。

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	462 円から 550 円
D C F 法	431 円から 623 円

市場株価平均法では、基準日を 2019 年 10 月 31 日として、東京証券取引所市場第二部における当社株式の基準日終値（550 円）、直近 1 ヶ月間（2019 年 10 月 1 日から 2019 年 10 月 31 日まで）の終値の単純平均値（483 円（小数点以下四捨五入。以下、終値の単純平均値について同じです。））、直近 3 ヶ月間（2019 年 8 月 1 日から 2019 年 10 月 31 日まで）の終値の単純平均値（462 円）、直近 6 ヶ月間（2019 年 5 月 7 日から 2019 年 10 月 31 日まで）の終値の単純平均値（474 円）を基に、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲は、462 円から 550 円までと算定しております。

D C F 法では、当社が作成した当社の 2020 年 6 月期から 2022 年 6 月期までの事業計画における収益や投資計画、当社の 2020 年 6 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 2020 年 6 月期第 1 四半期以降において創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を評価し、当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 431 円から 623 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、5.27%～6.45%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。

山田コンサルが、D C F 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。当該財務予測は、大幅な増減益は見込んでおりません。また、当該財務予測は、本取引の実施を前提としたものではなく、上記「（2）（イ）本公開買付けを実施するに至った背景、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」に記載の本取引後の具体的な施策及びその効果を含んだものではありません。

（単位：百万円）

	2020 年 6 月期 (9 ヶ月)	2021 年 6 月期	2022 年 6 月期
売上高	2,897	4,037	3,976
営業利益	268	386	331
E B I T D A	547	714	606
フリー・ キャッシュ・フロー	415	469	412

山田コンサルは、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。ただし、山田コンサルは、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。山田コンサルの算定は、2019年9月30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）（ア）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、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。）を取得することができなかつた場合には、本公開買付けの成立後、当社に対し、以下の方法による本スクイーズアウト手続を行うよう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「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。）の開催を当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者及び不応募株主は、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に対して、会社法第235条及び第234条第2項乃至第5項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つた当社の各株主（公開買付者、不応募株主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ですが、公開買付者は当社の発行済株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び不応募株式を除きます。）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（公開買付者、不応募株主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（注）。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。

（注）本公開買付けの結果、不応募株主のうち1名以上の所有株式数と同数以上の当社株式を所有する株主が存在し、又は株式併合の効力発生時点でかかる株主が生じることが見込まれる場合は、かかる株主が本取引後も当社の株主として残存することのないよう、かかる株主と同数以下の当社株式を所有する不応募株主の所有する当社株式の数も1株に満たない端数となるような併合の割合とする予定とのことです。

上記の手續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、株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数の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。

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。

上記の手續については、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及び公開買付者以外の当社の株主の当社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るとのことです。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各株主（公開買付者、不応募株主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。

上記の本臨時株主総会を開催する場合、2020年2月頃を目処に開催されるよう当社に要請する予定とのことです。具体的な手續及びその実施時期等については、当社と協議の上、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手續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。

(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、東京証券取引所市場第二部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になります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所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、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（MBO）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、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。

① 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、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、山田コンサルに当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、山田コンサルは、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。

本特別委員会は、当社取締役会が選任した第三者算定機関につき、独立性及び専門性に問題がないことから、当社の第三者算定機関として承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第一回の本特別委員会において確認しております。

当該株式価値算定書の概要は、上記「(3) 算定に関する事項」をご参照ください。

② 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アンダーソン・毛利・友常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。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

本特別委員会は、当社取締役会が選任したリーガル・アドバイザーにつき、独立性及び専門性に問題がないことから、当社のリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを、第一回の本特別委員会において確認しております。

③ 当社における独立した特別委員会の設置

当社は、本公開買付けにおける意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定の過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、2019年9月17日付の取締役会決議（小林直人氏及び上竹智久氏を除き、監査等委員である独立社外取締役3名を含む取締役4名の全員一致によります。）に基づき、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、当社の社外取締役兼独立役員であり監査等委員でもある今村行夫氏、若狭博義氏及び千田喜之氏、並びに外部の有識者である高橋明人氏（弁護士 高橋・片山法律事務所）及び長谷川臣介氏（長谷川公認会計士事務所代表、公認会計士）を選定しております。また、当社は、当初からこの5氏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。）を設置しました。なお、本特別委員会の互選により、当社の社外取締役兼独立役員であり監査等委員会委員長でもある今村行夫氏を本特別委員会の委員長として選定しております。

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、（a）本公開買付けを含む本取引（当社株式の全てを取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とした取引）の目的が合理的と認められるか（本取引が当社の企業価値の向上に資するかという点を含みます。）、（b）本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されているか、（c）本取引の条件の妥当性が確保されているか、（d）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及び（e）当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、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、を諮問し（以

下（a）乃至（e）の事項を「本諮問事項」といいます。））、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2019年9月17日に委嘱しました。また、併せて、当社は、本取引に関する当社取締役会の意思決定は、上記委嘱に基づく本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとすることを決議いたしました。

本特別委員会は、2019年9月18日より同年10月30日まで合計7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いました。具体的には、まず、第1回の本特別委員会において、当社が選任した第三者算定機関及びリーガル・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から、それぞれを当社の第三者算定機関及びリーガル・アドバイザーとして承認し、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認するとともに、公開買付者との交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社の第三者算定機関である山田コンサルが当社の窓口として行うこととしつつ、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うことなどにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することができることを確認しております。その上で、当社から、事業環境、事業計画、経営課題、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、本取引により生じるメリット等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。また、公開買付者からは、本取引を提案するに至った経緯及び理由、本取引の目的、本取引によって見込まれるメリット、本取引後の当社グループ及び当社の経営方針、本取引の諸条件等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、当社から、公開買付者と当社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、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、上記「（ウ）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」に記載のとおり交渉が行われ、公開買付者から600円という最終的な提案を受けるに至るまで、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当社に意見するなどして、公開買付者との交渉過程に関与しております。さらに、山田コンサルから当社株式の株式価値の算定方法及び結果に関する説明を受けるほか（なお、山田コンサルは、株式価値の算定の基礎とされ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、それらに照らし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、本特別委員会は、当社との間で事業計画に関する質疑応答を行ったほか、山田コンサルから事業計画に係る説明を受けるなどして、自ら当社の事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし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。））、アンダーソン・毛利・

友常法律事務所から本取引において利益相反を軽減又は防止するために取られている措置及び本取引に関する説明を受け、それぞれ、質疑応答を行うとともに、当社からは本取引の諸条件の交渉経緯及び決定過程等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、山田コンサル及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所と議論を重ね、本諮問事項について協議・検討を行いました。

本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2019年10月31日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出しました。

(i) 上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「(イ) 本公開買付けを実施するに至った背景、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」及び「(ウ) 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」に記載の本取引の目的及び必要性・背景事情、並びに本公開買付けを経て行われる本取引のメリットについて、当社の現在の事業内容及び経営状況を前提とした具体的なものであり、当社の属する業界及び市場の環境として一般に説明されている内容とも整合すると考えられ、また、当社における将来の競争力強化に向けて現実的なものであると考えられる。また、当社と公開買付者との間で、当社の属する市場環境や将来における動向予想等も踏まえて本取引の必要性及びメリットの検討を行っていると言え、上記の当社の今後の事業見通し及び成長見通し並びに本取引後に実施を検討している施策等について、当社の事業内容及び経営状況を前提とした上で、公開買付者の経営方針をも踏まえたものと言え、いずれも不合理なものとは認められないことから、本公開買付けを含む本取引の目的は合理的であり、当社の企業価値向上に資するものとする。

(ii) 当社は本取引への対応を検討するに当たり、当社における検討及び意思決定の過程に対する公開買付者の影響を排除するべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立した本特別委員会を設置しており、本特別委員会の委員の過半数となる3名は当社の社外取締役（監査等委員）であり、残る2名は外部の専門家である公認会計士及び弁護士であり、本特別委員会の委員長を当社の社外取締役（監査等委員）が務めている。当社は、本取引への対応を検討するに当たり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式の株式価値の算定を、当社及び公開買付者のいずれからも独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である山田コンサルへ依頼した上で、所定の株式価値算定書を取得しており、また山田コンサルの上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認している。また、本取引に関する法的助言を得るべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立したリーガル・アドバイザーとして、アンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任してお

り、同事務所の上記独立性に関し本特別委員会においても必要な説明を受けた上で当該独立性を確認している。本取引は、当社の代表取締役が代表者に就任している公開買付者との間で実施されるものであることから、構造的かつ典型的な利益相反性が生じる可能性があるところ、当社においては、上記の体制のもと、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から公開買付者に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請してきたと言え、当社と公開買付者との間の協議及び交渉の方針に関して、当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーである山田コンサルから本特別委員会に対して交渉方針等の説明が行われた上で、本特別委員会において確認が行われた当該交渉方針の下に公開買付者との交渉が進められ、当社と公開買付者との間の協議及び交渉の具体的な状況についても、適時に本特別委員会への報告が行われてきており、かつ特に本公開買付価格に関する交渉の重要な局面においては、当該報告の内容を踏まえ本特別委員会から当社及び当社のフィナンシャル・アドバイザーに対して意見を述べるとともに、必要と考えられる指示及び要請等を行うなど、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の交渉過程に本特別委員会が実質的に関与可能な体制が確保されている。その上で、条件の妥当性及び公正性並びに現実性といった事情について、当社において全般的な検証を重ねた上で、公開買付者との複数回に及ぶ協議を経て本公開買付価格に関して、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められ、その後、最終的に当社及び公開買付者間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格となった。さらに、いわゆる二段階買収等に関しても、早期かつ詳細な開示及び説明により、当社株主の適切な判断機会の確保に努めていると言え、その他公開買付者及び当社が作成し開示する予定の各開示書類において、当社株主（とりわけ少数株主）が本公開買付けを含む本取引の各条件の妥当性等を判断するために必要かつ相当と考えられる情報が開示される予定となっている。そして、利害関係を有する当社取締役について、当社における本取引の検討に加わっておらず、今後開催される本取引に関する取締役会の審議及び決議にも参加しない予定であることなど、意思決定過程における恣意性の排除に努めていると言える。なお、本公開買付けにおける買付け予定数の下限は、「発行済株式総数（自己株式を除く。）の3分の2に相当する株式数から不応募株式を控除した株式数」とされているところ、これはいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティを上回るものとなるため、かかる対応について特段不合理な点は見当たらないと言え、また、本公開買付けにおいて、その公開買付期間（下記「⑥ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保」に定義します。）は30営業日と法令上の最短期間である20営業日よりも長期の期間が

設定される予定であり、また当社は公開買付者との間で、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いわゆる取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者と接触することを制限するような内容の合意を行っていないこと等から、いわゆるマーケット・チェックの観点において特段不合理な状況には無いものと考えられる。なお、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言えず、従って本件においてもそのような対応が行われていないことのみをもって、マーケット・チェックの点で不合理な状況が生じるものでは無いと考えられる。本取引においては、当社株式の非公開化のために、いわゆる二段階買収の手続が予定されている（現状、本公開買付けの結果次第で、株式併合の手続によることが予定されている）が、株式併合に関連する一般株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、所定の条件のもと、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち一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おり、かかる申立てが行われた場合の価格の決定は、最終的には裁判所が判断することとなり、当社の一般株主においては、当該手続を通じて経済的な利益の確保を図ることが可能とされている。以上のとおり、本スクイーズアウト手続の条件の公正性の担保に向けた客観的状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、公正な手続を通じた当社株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられることから、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されているものとする。

（iii）当社において、本取引の条件、とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確保するために、その検討及び判断に際して、当社株式の株式価値の算定のための独立の第三者算定機関を選任し、当該第三者算定機関から株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としており、当該第三者算定機関作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると考えられ、上記算定の内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられる。また当該算定の前提となっている当社の事業計画の内容に関する当社及び第三者算定機関から本特別委員会に対する説明を踏まえ、本特別委員会においても、当社の事業計画の作成経緯及び当社の現状を把握した上で、それらに照らし不合理な点がないかという観点から事業計画の合理性を確認しており、結論として当該事業計画を合理的なものであると考えている。これらを踏まえ、当該第三者算定機関作成の株式価値算定書について、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられる。また、当該株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリ

ット、当社の今後の事業への影響といった事情等を全般的に考慮した上で、本公開買付価格の検討を行ってきたと言え、経験豊富なフィナンシャル・アドバイザー（第三者算定機関）を起用し、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を実施したと言え、当社取締役会において最終的に決議を予定している本公開買付価格について、市場価格から見れば、本公開買付けの公表日の前営業日である2019年10月31日の終値550円に対するプレミアム率は9.09%と、他のMBO事例と比べて必ずしも高い水準にあるとは言い難いと評価される可能性はあり得るものの、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値483円に対して24.22%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値462円に対して29.87%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値474円に対して26.58%のプレミアムが加算されており、相応のプレミアムが付された価格であると言える。これらの当社における対応は、本公開買付けを含む本取引の条件とりわけ本公開買付価格の公正性・妥当性を確保し、またこれらに関する当社の判断及び意思決定について、その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性を有するものと考えられる。さらに、当社からの説明によれば、本スクイーズアウト手続の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定する予定であって、この点、本スクイーズアウト手続は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続として行われることが予定されているもの（いわゆる二段階買収としての手続）であり、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることは合理的と考えられる。以上のことから、本取引の条件の妥当性が確保されているものとする。

(iv) 上記(i)乃至(iii)を踏まえ、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

(v) 上記(i)乃至(iv)のとおりであることを踏まえると、当社取締役会が現時点において、本公開買付けに関し賛同の意見を表明すること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すること並びに当社取締役会が本取引に関する決議を行うことはいずれも相当であり、かつ当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認

当社は、山田コンサルより取得した当社株式価値算定書、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について慎重に検討しました。

その結果、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「(ウ)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、本取引について、(i)本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上す

ると見込まれるとともに、(ii) 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、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、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（小林直人氏及び上竹智久氏を除く取締役4名）の全員一致で、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。

なお、当社の取締役のうち、代表取締役社長である小林直人氏は公開買付者の唯一の株主であり、公開買付者の取締役を兼任していること及び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いることから、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、当該取締役会における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。

また、当社の取締役である上竹智久氏は、小林直人氏の兄弟であり、本取引後も継続して当社又は当社の子会社の取締役としてその経営にあたることを予定しており、また、本株式交換により、公開買付者の株主となることが予定されていることを踏まえ、利益相反を回避する観点から、当該取締役会における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。

⑤ マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority) を上回る買付予定数の下限の設定

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 1,896,700 株（所有割合：43.83%）としており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限に満たない場合には、公開買付者は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。なお、買付予定数の下限である 1,896,700 株は、当社第1四半期決算短信に記載された 2019 年 9 月 30 日現在の当社の発行済株式総数（4,541,000 株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（213,623 株）を控除した株式数（4,327,377 株）の 3 分の 2 に相当する株式数に 1 単元（100 株）未満に係る数を切り上げた株式数（2,885,000 株）から不応募株式数（988,300 株）を控除した株式数（1,896,700 株）としているとのことです。また、買付予定数の下限である 1,896,700 株（所有割合：43.83%）は、当社第1四半期決算短信に記載された 2019 年 9 月 30 日現在の当社の発行済株式総数（4,541,000 株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（213,623 株）及び不応募株式数（988,300 株）を控除した株式数（3,339,077 株）の過半数に相当する株式数（1,669,539 株、所有割合：38.58%。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所

有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ (majority of minority)」に相当する数にあたります。)を上回るものとなります。これにより、当社の少数株主の皆様を重視して、公開買付者の利害関係者以外の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしているとのことです。

⑥ 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 営業日に設定しているとのことです。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。

なお、本特別委員会は、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（本件取引の公表前における入札手続等を含みます。）については、情報管理の観点等から実務上の問題があることを踏まえ、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するために実施された各種措置の内容、その他本取引における具体的な状況に鑑みて、これ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旨、第4回の本特別委員会において判断しております。

4. 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

本公開買付けに際して、公開買付者は、不応募株主である小林直人氏（所有株式数：370,000株、所有割合：8.55%）、小林美子氏（所有株式数：316,300株、所有割合：7.31%）、上竹智久氏（所有株式数：202,000株、所有割合：4.67%）及び上竹智子氏（所有株式数：100,000株、所有割合：2.31%）との間で、不応募株主が所有する不応募株式（所有株式数の合計：988,300株、所有割合の合計：22.84%）について、本公開買付けに応募しないことを合意しているとのことです。なお、当該合意についての前提条件は存在しないとのことです。

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。

9. 今後の見通し

上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 意見の根拠及び理由」の「(イ) 本公開買付けを実施するに至った背景、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」、「(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）」及び「(5) 上場廃止となる見込み及びその事由」をご参照ください。

10. その他

当社は、本日の取締役会において、2019年8月6日に公表した2020年6月期の配当予想を修正し、本公開買付けが成立することを条件に、2020年6月期の中間・期末配当を実施しないことを決議しております。詳細については、当社が本日公表した「2020年6月期配当予想の修正（無配）のお知らせ」をご参照ください。

以上

(参考) 2019年11月1日付「株式会社フジコー株式（証券コード 2405）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」（別添）

2019年11月1日

各 位

会 社 名 株 式 会 社 H O P
本店所在地 千葉県白井市折立 32 番地の 7
代 表 者 代表取締役 小林 直人

株式会社フジコー株式（証券コード 2405）に対する 公開買付けの開始に関するお知らせ

株式会社HOP（以下「公開買付者」といいます。）は、2019年11月1日、株式会社フジコー（証券コード 2405、株式会社東京証券取引所市場第二部上場、以下「対象者」といいます。）の普通株式（以下「対象者株式」といいます。）を金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）による公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）により取得することを決定いたしましたので、お知らせいたします。

公開買付者は、本公開買付けによる対象者株式の取得及び所有等を目的として、2019年9月30日付で設立された株式会社であり、対象者の代表取締役社長である小林直人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おります。なお、本日現在、公開買付者は対象者株式を所有していません。

今般、公開買付者は、対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式及び以下に定義する不応募株式を除きます。）を取得し、対象者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いたしました。なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注1）に該当し、小林直人氏は、本取引後も継続して対象者の経営にあたることを、小林直人氏の兄弟であり対象者の取締役である上竹智久氏は、本取引後も継続して対象者又は対象者の子会社の取締役としてその経営にあたることを、それぞれ予定しております。また、本取引の完了後、対象者及び公開買付者間で、対象者を株式交換完全子会社、公開買付者を株式交換完全親会社とする株式交換を行う予定であり、これにより、上竹智久氏を含む不応募株主（以下に定義します。）が公開買付者の株主となる予定です（本公開買付け後の経営方針の詳細につきましては、公開買付者が2019年11月5日に提出する公開買付け届出書（以下「本公開買付け届出書」といいます。）の「第1 公開買付け要項」の「3 買付け等の目的」の「(2) 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「③ 本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。).

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、小林直人氏（所有株式数：370,000株、所有割合（注2）：8.55%）、小林直人氏の配偶者である小林美子氏（所有株式数：316,300株、所有割合：7.31%）、上竹智久氏（所有株式数：202,000株、所有割合：4.67%）及び上竹智久氏の配偶者である上竹智子氏（所有株式数：100,000株、所有割合：2.31%）（以下、小林直人氏、小林美子氏、上竹智久氏及び上竹智子氏を総称して「不応募株主」といいます。）との間で、2019年11月1日付で、それぞれが所有する対象者株式の全て（所有株式数の合計：988,300株、所有割合の合計：22.84%、以下「不応募株式」といいます。）について、本公開買付けに応募しないことを合意しております。

（注1）「マネジメント・バイアウト（MBO）」とは、公開買付者が対象者の役員である取引、又は公開買付者が対象者の役員の依頼に基づき公開買付けを行う者であって対象者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、対象者が2019年11月1日に公表した「2019年6月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」に記載された2019年9月30日現在の発行済株式総数（4,541,000株）から、同日現在の対象者が所有する自己株式数（213,623株）を控除した株式数（4,327,377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。

本公開買付けの概要は以下のとおりです。

(1) 対象者の名称

株式会社フジコー

(2) 買付け等を行う株券等の種類

普通株式

(3) 買付け等の期間

2019年11月5日（火曜日）から2019年12月16日（月曜日）まで（30営業日）

(4) 買付け等の価格

普通株式1株につき金600円

(5) 買付予定の株券等の数

買付予定数	買付予定数の下限	買付予定数の上限
3,339,077（株）	1,896,700（株）	—（株）

(6) 決済の開始日

2019年12月23日（月曜日）

(7) 公開買付代理人

みずほ証券株式会社 東京都千代田区大手町一丁目5番1号

なお、本公開買付けの具体的内容は、本公開買付届出書をご参照ください。

以上