



2021年5月28日

各 位

会社名 株式会社ニッパンレンタル
代表者名 代表取締役社長 社長執行役員 石塚 春彦
(JASDAQ・コード 4669)
問合せ先
役職・氏名 専務取締役 専務執行役員 経営管理部長
町田 典久
電 話 027-243-7711

株式併合、単元株式数の定め廃止及び定款一部変更 に関するお知らせ

当社は、2021年5月28日開催の取締役会において、下記のとおり、株式併合、単元株式数の定め廃止及び定款一部変更について、2021年6月28日開催予定の当社の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）に付議する旨の決議をいたしましたので、お知らせいたします。

なお、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）は、上記手続の過程において、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。）の有価証券上場規程に定める上場廃止基準に該当することとなります。これにより、当社株式は、2021年6月28日から2021年7月27日まで整理銘柄に指定された後、2021年7月28日に上場廃止となる見込みです。上場廃止後は、東京証券取引所の開設するJASDAQスタンダード市場（以下「JASDAQ市場」といいます。）において取引することはできませんので、ご留意くださいますようお願いいたします。

記

I 株式の併合について

1. 株式併合の目的及び理由

2021年3月11日付当社プレスリリース「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「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、株式会社赤城（以下「公開買付者」といいます。）は、2021年3月11日に、JASDAQ市場に上場している当社の発行済普通株式（以下「当社株式」といいます。）の全て（ただし、当社が所有する自己株式並びに株式会社高柳キャピタル（以下「高柳キャピタル」といいます。）、石塚春彦氏及び石塚幸司氏（以下、高柳キャピタル、石塚春彦氏及び石塚幸司氏を総称して「不応募株主」といいます。

す。)が所有する当社株式の全て(以下「不応募株式」といいます。)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
ます。)の一環として当社株式に対する公開買付け(以下「本公開買付け」とい
ます。)を実施することを決定しております。

そして、2021年4月23日付当社プレスリリース「株式会社赤城による当社株式に
対する公開買付けの結果並びに親会社及び主要株主である筆頭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、公開買付者は、2021年3月12日か
ら2021年4月22日まで本公開買付けを行い、その結果、2021年4月30日(本公開
買付けの決済の開始日)をもって、当社株式1,520,095株(議決権所有割合：
66.97%)を保有するに至りました。

(注)「議決権所有割合」は、当社が2021年2月15日に公表した「2020年12月
期 決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社決算短信」といいます。)に
記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数(2,280,756
株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(11,015株)を控除した株
式数(2,269,741株)に係る議決権の数(22,697個)を分母として計算し、
小数点以下第三位を四捨五入しております。

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、2021
年1月29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かつ株主である
石塚春彦氏が、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。

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、当社及びその連結
子会社1社(以下、総称して「当社グループ」といいます。)の主たる需要先である
建設業界を取り巻く事業環境は、人手不足に伴う労務費の高騰、資材費の高止まり・
高騰が継続しているほか、現在は東京オリンピック開催に向けた関連建築需要が活発
であるところ、東京オリンピック以降の建築需要の減退や、景気悪化を懸念した民間
建設投資意欲の低迷、中長期的には将来的な人口減少等を背景に公共投資の減少等も
予見され、同業他社との競争が激化する等厳しい状況となることが予想されます。更
に、中国経済のさらなる成長により、現在競合ではない中国企業の日本への進出によ
る競争激化につきましても懸念される状況です。また、当面は新型コロナウイルス感
染症の感染拡大の影響による景気の悪化が続いており、先行きは不透明な状況にあ
ると認識しております。

以上のような事業環境の下、当社グループは、中長期的な経営戦略として、「成長
基盤の構築」をテーマとした第6次中期経営計画(2019年度～2021年度)を策定
し、以下の重点施策の実践に取り組み、長期的に成長性のある安定した基盤を持った
企業を目指しております。

(i) 成長戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・営業エリアの拡大 ・維持管理・更新工事向け機械の増進 ・新技術機械への取組み強化
(ii) 構造改革	<ul style="list-style-type: none"> ・店舗規模及びネットワークの再構築 ・地域特性に適した店舗づくり ・レンタルに付帯する収益確保
(iii) 環境改善	<ul style="list-style-type: none"> ・人材の確保と労働環境の充実 ・情報利用環境の見直し

このような状況下、石塚春彦氏は、2020年9月上旬、当社の第7次中期経営計画（2022年度～2024年度）を策定する中で、今後の中長期的な企業価値向上策について検討を開始し、2020年10月上旬、今後同業他社とのさらなる競争激化が予見される事業環境に耐えうる事業基盤を構築するためには、早期により抜本的かつ積極的な事業構造の改革を実行することが必要であるとの認識を持つに至ったとのことです。当社グループが掲げる上記の取組みは、一定の成果を得られており、成長基盤の構築が徐々に進行しつつあるものの、石塚春彦氏としては、当社グループは短期的な収益の悪化やそれに伴う株価の下落等の悪影響の回避を意識するあまり、利益水準が赤字にならない範囲での施策にとどめ、インフラの維持管理・更新工事向けの大規模な設備投資や一時的な利益の悪化を伴う施策を避ける保守的な戦略を取ってきており、上場会社においては、四半期ごとに業績開示が義務付けられている中、顧客に対して受託責任を負う機関投資家を含む幅広い株主から、中長期的な企業価値向上に加えて短期的な利益確保を求められる側面もあるところ、その要求に応えながらこれらの事業構造の改革に取り組むことには限界があると考えているとのことです。そのため、短期的な収益や株価動向にとらわれることなく、一定の事業リスクを伴う当社グループの事業構造の抜本的な改革を実施できる経営体制を構築し、事業構造の改革の具体策として、(i) 高収益店舗への転換、(ii) 取扱機械の改革及び (iii) 財務体質の強化の施策を実施する必要があるとの認識を持つに至ったとのことです。

石塚春彦氏は、上記の各施策を実施することについて、多額の初期投資や継続的な投資によるキャッシュ・フローの悪化により、短期的には当社グループの財務状況や業績に大きな影響を与えるリスクがあることに加え、期待される収益を生むかどうかは不明確であり、資本市場から十分な評価が得られない可能性があるため、当社株式の上場を維持し、上記の各施策を実施した場合、当社株式の株価の下落が生じ、当社の株主の皆様に対して不利益を与える可能性があると考えているとのことです。他方、当社グループの置かれている事業環境を踏まえると、早急に上記 (i) 乃至 (iii) の抜本的な施策を実施することが必要となる状況であり、かつ、当該施策の実施にあたっては、その短期的な効果にとらわれず、中長期的な視点から抜本的かつ機

動的な意思決定を迅速かつ果敢に実践することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があると考えているとのことです。

また、石塚春彦氏は、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）が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。石塚春彦氏としては、当社は、1997年4月に株式を日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録して以来、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が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。

上記の事情を勘案し、石塚春彦氏は、2020年11月上旬、当社の少数株主の皆様が発生する可能性がある株価の下落等の悪影響を回避しつつ、当社が中長期的に競争力・収益力を高めるために上記の各施策を柔軟かつ機動的に推進するためには、当社株式を非公開化することが有効であり、かつ、当社の少数株主の皆様が市場株価に一定のプレミアムを付した金額で合理的な株式の売却の機会を提供することが可能になると考えるに至ったとのことです。また、当社株式を非公開化するにあたっては、当社が地元企業との長きにわたる信頼関係を構築することにより事業を行っていることから、第三者ではなく、2011年3月から当社の代表取締役社長を務め、当社グループの各事業及び体制を熟知し、地元企業との信頼関係を構築している石塚春彦氏自身がマネジメント・バイアウト（MBO）を実施し、上記施策を迅速かつ果敢に実行していくことが、当社にとって最善であると考えに至り、2020年11月下旬、当社に、当社のマネジメント・バイアウト（MBO）の実施に向けた初期的な協議・交渉の申し入れを行ったとのことです。

そして、当社は、2020年11月下旬に、石塚春彦氏から本公開買付けを含む本取引に関する協議・交渉の申し入れを受け、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付け価格」といいます。）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12月16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TMI総合法律事務所をそれぞれ選任するとともに、同日付で、本取引を検討するための当社の諮問機関として特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を、本特別委員会の委

員の構成及び具体的な活動内容等については、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭等の額の根拠等」の「(3) 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「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)を設置し、本取引に係る協議・交渉を行う体制を構築いたしました。

上記体制の下、当社は、本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本公開買付価格を含む本取引の諸条件について、本特別委員会からの交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づいた上で、山田コンサル及びTMI総合法律事務所の助言を受けながら、2020年12月上旬より公開買付者との間で、複数回にわたる協議・検討を重ねました。

また、本公開買付価格については、当社は、2021年1月29日に、公開買付者から本公開買付価格を1株当たり920円とする旨の提案を受けた後、山田コンサルから受けた当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえた上で、2021年2月3日に、公開買付者に対して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、要請等に基づいた上で、山田コンサル及びTMI総合法律事務所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、複数回にわたり協議・交渉を行いました。具体的には、当社は、公開買付者より、2021年2月10日に本公開買付価格を980円とする旨の提案を、同年2月17日に本公開買付価格を1,000円とする旨の提案を、同年3月1日にはあらためて本公開買付価格を1,030円とする旨の提案をそれぞれ受けましたが、これらに対し、当社は、さらなる少数株主の利益への配慮の見地から、本公開買付価格の一段の見直しを要請いたしました。以上の交渉を踏まえて、当社は公開買付者より、2021年3月5日に本公開買付価格を1,050円とする提案を受けました。当社は、当該提案について、その妥当性を本特別委員会に確認するほか、山田コンサル及びTMI総合法律事務所から更に意見等を聴取するとともに、2021年3月10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相応のプレミアムが付されていると評価でき、また、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭等の額の根拠等」の「(3) 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「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」に記載の山田コンサルによる市場株価法による算定結果の上限値を超え、また、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。）及び類似会社比較法による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きまし

た。

また、当社は、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から、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、2021年3月5日の公開買付者の最終提案を受け、本特別委員会から2021年3月10日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました（本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭等の額の根拠等」の「(3) 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「③ 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。）。その上で、当社は、2021年3月11日開催の取締役会において、リーガル・アドバイザーであるTMI総合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2021年3月10日付で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。

その結果、当社は、上記の当社グループを取り巻く厳しい事業環境に加え、中長期的な企業価値向上に加えて短期的な利益確保を求める幅広い株主からの要求に応えながら事業構造の改革に取り組むことには限界があるため、当社としても、上記の

(i) 高収益店舗への転換、(ii) 取扱機械の改革及び(iii) 財務体質の強化の各施策は当社の中長期的な企業価値向上のために積極的に推進していくべき施策であり、短期的な収益や株価動向にとらわれることなくこれらの施策を実施し、一定の事業リスクを伴う当社グループの事業構造の抜本的な改革を行う必要があるとの認識に至りました。具体的には、上記の各施策のうち、(i) 高収益店舗への転換の観点から、地方都市部への人口集中を見据えた、人材及び機械等の経営資源の集約を目的とした営業拠点の再編を進めることを、(ii) 取扱機械の改革の観点から、保有機械構成における維持管理・更新工事向けの建設機械や先進技術搭載機械、社会環境対策機械等の次世代機械の比率を向上させて収益力強化を図るとともに、機械種別に応じた最適な更新年数の調整を実施することを、(iii) 財務体質の強化の観点から、上記(i)及び(ii)の施策を具体化するための計画立案においてキャッシュ・フローの増強を最重要視し、それを実践することで強固な財務体質の構築をすることを、それぞれ行っていきたいと考えております。

上記の各施策を行うことによって、短期的には当社グループの財務状況や業績が悪化する可能性があり、かつ当社グループの事業規模に対応した取組みとして資本市場から十分な評価が得られず株価の下落を招く可能性があることから、当社株式の上場を維持したままで当社グループが上記の各施策を実行した場合、当社の株主の皆様の

利益を損なう可能性は否定できません。

他方で、当社株式の上場を維持し、収益性の向上や規模拡大を重視した経営を継続した場合には、事業環境の急激な変化への対応が遅れ、収益性の悪化や建設機械の保有過多によるコスト増加等によって業績悪化を招き、資本市場から十分な評価を得ることができず、当社株式の株価に悪影響を及ぼす等の不利益を当社の株主の皆様と与える可能性があると考えております。

このような状況において、当社としては、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しつつ、抜本的かつ機動的な施策を実施し、中長期的な視点から当社グループの企業価値を向上させるためには、本取引により当社株式を非公開化することで上記の各施策を迅速に推進させることができる経営体制を構築することが必要であるとと考えております。また、石塚春彦氏が当社グループの事業内容を熟知していることを踏まえれば、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、石塚春彦氏が当社グループの経営と支配の双方を担うことには十分な合理性があると考えております。また、当社は、公開買付者から、本取引後において、石塚春彦氏は当社の代表取締役社長として継続して当社の経営にあたることを企図していること、石塚幸司氏については、本取引後の当社の経営に関与することは予定していないものの、当社の創業者であり現在も会長として当社グループにおける取引先との関係維持・拡大の支援等を受けていることや、石塚春彦氏が本取引の具体的な検討を開始した2020年11月上旬において、本取引後における公開買付者の経営方針を支持する意向を有していること、高柳キャピタルについては、石塚春彦氏の資産管理会社であることから、不応募株主が継続して当社の株主になるよう、公開買付者は、不応募株主との間で、不応募株主が所有する不応募株式について本公開買付けに応募しない旨をそれぞれ合意している旨の説明を受け、不応募株主が継続して当社の株主になることにつき特段不合理な点は見出せないと考えております。加えて、当社株式の非公開化により、当社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）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であるとと考えております。なお、当社株式の非公開化により、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すが、現状の事業活動を継続するために必要な資金が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必要性は見込まれず、上記の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必要性は相対的に減少していると考えております。

また、本公開買付価格（1,050円）が、(a)下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭等の額の根拠等」の「(3) 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「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」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、市場株価法による算定結果の上限値を超え、また、DCF法及び類似会社比較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2021年3月10日のJASDAQ市場における当社株式の終値917円に対して14.50%（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とします。）、2021年3月10日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値859円（円未満を四捨五入。以下、終値の単純平均値の計算において同じとします。）に対して22.24%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値783円に対して34.10%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値839円に対して25.15%のプレミアムが加算されていることに加え、同過去6ヶ月間の終値の最高値1,046円（2020年10月6日の終値）を超えていること及び過去3年間に実施されたマネジメント・バイアウト（MBO）事例におけるプレミアム水準を検討した結果、過去1ヶ月間、過去3ヶ月間、過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムは、他のマネジメント・バイアウト（MBO）事例と比べて遜色のない水準にあり、合理的なプレミアムが付されていると考えられること、(c)下記「3. 株式併合に係る端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭等の額の根拠等」の「(3) 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」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、当社と公開買付者との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)本公開買付価格である1,050円は、公開買付者との協議・交渉の過程において、当社が2021年2月12日に提示した1,180円には届かない価格ではあるものの、1,180円という価格は、公開買付者との協議・交渉を少数株主に有利となるよう進めるために、最終的に妥結できると考えられた価格を敢えて大きく上回る価格で提示した側面があり、1,050円という価格自体は(a)から(d)に記載した理由から妥当であると考えられること、(f)本特別委員会が、当社から、公開買付者との間の協議・交渉について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等を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付価格並びに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、合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

以上より、当社は2021年3月11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（石塚春彦氏を除き、監査等委員である取締役を含む取締役5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。

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（ただし、当社が所有する自己株式並びに不応募株式を除きます。）を取得することができなかつたことから、当社は、公開買付者の要請を受け、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、2021年5月28日開催の取締役会において、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、当社の株主を公開買付者及び高柳キャピタルのみとし、当社株式を非公開化するために、下記「2. 株式併合の要旨」に記載のとおり、当社株式189,121株を1株に併合する株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）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、公開買付者及び高柳キャピタル以外の株主の皆様の保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. 株式併合の要旨

(1) 株式併合の日程

① 臨時株主総会基準日公告日	2021年4月30日（金）
② 臨時株主総会基準日	2021年5月17日（月）
③ 取締役会決議日	2021年5月28日（金）
④ 臨時株主総会開催日	2021年6月28日（月）（予定）
⑤ 整理銘柄指定日	2021年6月28日（月）（予定）
⑥ 最終売買日	2021年7月27日（火）（予定）
⑦ 上場廃止日	2021年7月28日（水）（予定）
⑧ 本株式併合の効力発生日	2021年7月30日（金）（予定）

(2) 株式併合の内容

- ① 併合する株式の種類
普通株式
- ② 併合比率
当社株式189,121株を1株に併合いたします。
- ③ 減少する発行済株式総数
2,269,445株
- ④ 効力発生前における発行済株式総数
2,269,457株

(注) 効力発生前における発行済株式総数は、当社決算短信に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数(2,280,756株)から、当社が2021年5月28日開催の取締役会において決議した、2021年7月29日付で消却する予定の2021年5月25日現在当社が所有する自己株式数(11,299株)を除いた株式数です。

- ⑤ 効力発生後における発行済株式総数
12株
- ⑥ 効力発生日における発行可能株式総数
48株
- ⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額

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、公開買付者及び高柳キャピタル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(合計数に1株に満たない端数がある場合にあつては、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します。当該売却について、当社は、当社株式が2021年7月28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ほとんど期待できないこと、本株式併合が、当社の株主を公開買付者及び高柳キャピタルのみとし、当社株式を非公開化するために行われるものであり、かかる目的との関係では公開買付者が端数相当株式の買受人となるのが整合的であること、及び当社において自己株式数を増加させる必要も存しないことなどを踏まえて、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1,050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。

3. 株式併合に係る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の根拠等

(1) 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の根拠及び理由

- ① 親会社等がある場合に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
公開買付者及び当社は、本取引がマネジメント・バイアウト(MBO)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に加え、本公開買付けの結果、公開買付者が当社の親会社に該当することが予想されていたことから、当社は、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、本公開買付け及び本株式併合を含む本取引の公正性を担保するため、下記「(3) 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」に記載の各措置を実施いたしました。

② 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法に関する事項

(i) 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

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につきましては、上記「2. 株式併合の要旨」の「(2) 株式併合の内容」の「⑦ 1株未満の端数が生じる場合の処理の方法並びに当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額」をご参照ください。

(ii) 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
株式会社赤城（公開買付者）

(iii) 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いのための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

意見表明プレスリリースに記載のとおり、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。）及び株式会社群馬銀行（以下「群馬銀行」といいます。）からの借入れ、並びにみずほアフターコロナ事業承継アシストファンド投資事業有限責任組合（以下「みずほアフターコロナ事業承継アシストファンド」といいます。）による公開買付者のA種優先株式の引受けに係る出資により賄うことを予定しているところ、当社は、みずほ銀行からの借入れに関する融資証明書、群馬銀行からの借入れに関する融資証明書及びみずほアフターコロナ事業承継アシストファンドからの出資に関する出資証明書を確認することによって、公開買付者の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、その設立以降、上記の借入れ及び出資によるもの以外に、公開買付者の資産及び負債に大きな変動を生じさせる事由は発生しておらず、今後も、端数相当株式の売却に係る代金の支払いに支障を及ぼす事象の発生は見込まれていないとのことでした。したがって、公開買付者が端数相当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。

(iv) 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2021年8月中旬を目処に、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、端数相当株式の売却について裁判所の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ますが、過去の同種の申立てに係る許可決定までの期間に鑑み、上記申立てから概ね2週間ないし3週間以内に当該許可を得られるものと見込んでおります。当社は、当該裁判所の許可を得て、2021年8月下旬を目途に公開買付者に売却し、その後、当該売却により得られた代金を株主の皆様へ迅速かつ円滑に交付するための準備を行った上で、同年9月中旬を目途に株主の皆様へ端数相当株式の売却代金を交付することを見込んでおります。

当社は、スクイーズアウト手続として行われる株式併合の他社事例における裁判所の許可の取得及び当該売却に係る代金を交付するために要する期間、当社のために当該売却に係る代金の交付を行う当社の株主名簿管理人との協議、並びに公開買付者による当該売却に係る代金の支払のための資金の準備状況及び確保手段を踏まえて、上記のとおり、それぞれの時期に、端数相当株式の売却が行われる見込みがあり、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見込みがあるものと判断いたしました。

(v) 端数処理により株主に交付され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

当社は、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1,050円を乗じた金額に相当する金銭を、各株主の皆様へ交付することを予定しております。

また、本公開買付価格(1,050円)は、(a)下記「(3)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「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」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、市場株価法による算定結果の上限値を超え、また、DCF法及び類似会社比較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2021年3月10日のJASDAQ市場における当社株式の終値917円に対して14.50%、2021年3月10日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値859円に対して22.24%、同過去3ヶ月間の終値の単純平均値783円に対して34.10%、同過去6ヶ月間の終値の単純平均値839円に対して25.15%のプレミアムが加算されていることに加え、同過去6ヶ月間の終値の最高値1,046円(2020年10月6日の終値)を超えているこ

と及び過去3年間に実施されたマネジメント・バイアウト（MBO）事例におけるプレミアム水準を検討した結果、過去1ヶ月間、過去3ヶ月間、過去6ヶ月間の終値の単純平均値に対するプレミアムは、他のマネジメント・バイアウト（MBO）事例と比べて遜色のない水準にあり、合理的なプレミアムが付されていると考えられること、(c)下記「(3) 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」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、当社と公開買付者との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)本公開買付価格である1,050円は、公開買付者との協議・交渉の過程において、当社が2021年2月12日に提示した1,180円には届かない価格ではあるものの、1,180円という価格は、公開買付者との協議・交渉を少数株主に有利となるよう進めるために、最終的に妥結できると考えられた価格を取って大きく上回る価格で提示した側面があり、1,050円という価格自体は(a)から(d)に記載した理由から妥当であると考えられること、(f)本特別委員会が、当社から、公開買付者との間の協議・交渉について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等を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付価格並びに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、合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

また、当社は、2021年3月11日開催の取締役会において、本公開買付けへ賛同する旨の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議をした後、2021年5月28日に至るまでの当社の業況を踏まえ、本取引に関する諸条件について改めて慎重に検討した結果、2021年5月28日開催の取締役会において、本取引に関する判断を変更する要因はないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理の方法及び端数処理により株主の皆様に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 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

(i) 本公開買付け

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者は、2021年3月12日から2021年4月22日まで本公開買付けを行い、その結果、2021年4月30日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、当社株式1,520,095株（所

有割合：66.97%)を保有するに至りました。

(ii) 自己株式の消却

当社は、2021年5月28日開催の取締役会において、2021年7月29日付で当社の自己株式11,299株(2021年5月25日時点の当社の自己株式の全部)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、本株式併合に関す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、2,269,457株となります。

(2) 上場廃止となる見込み

① 上場廃止

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、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、本株式併合を実施し、当社の株主を公開買付者及び高柳キャピタルのみとする予定です。その結果、当社株式は、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続きを経て上場廃止となる予定です。

日程といたしましては、2021年6月28日から2021年7月27日まで整理銘柄に指定された後、2021年7月28日に上場廃止となる見込みです。上場廃止後は、当社株式をJASDAQ市場において取引することはできません。

② 上場廃止を目的とする理由

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、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したためであります。

③ 少数株主への影響及びそれに対する考え方

下記「(3) 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「③ 当社における独立した特別委員会の設置」に記載のとおり、当社は、2021年3月10日付で、本特別委員会より、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではない旨を内容とする答申書を入手しております。

(3) 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

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

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社、公開買付者及び不応募に関する契約の当事者(以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。

す。)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、2021年3月10日に当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、山田コンサルは、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有しておりません。なお、本取引に係る山田コンサルの報酬は、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に支払われる成功報酬は含まれておりません。

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JASDAQ市場に上場していることから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の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、当社は山田コンサルから2021年3月10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、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。

当社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。

市場株価法	783円から917円
DCF法	526円から1,400円
類似会社比較法	992円から1,307円

市場株価法では、基準日を2021年3月10日として、JASDAQ市場における当社株式の基準日終値（917円）、直近1ヶ月間（2021年2月11日から2021年3月10日まで）の終値の単純平均値（859円）、直近3ヶ月間（2020年12月11日から2021年3月10日まで）の終値の単純平均値（783円）、直近6ヶ月間（2020年9月11日から2021年3月10日まで）の終値の単純平均値（839円）を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を783円から917円までと算定しております。

次に、DCF法では、当社が作成した当社の2021年12月期から2023年12月期までの事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2021年12月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526円から1,400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、5.03%～6.15%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、永久成長率は0%を採用しております。

山田コンサルが、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。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、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12月期	2022年12月期	2023年12月期
売上高	8,434	8,554	8,683
営業利益	506	588	683
E B I T D A	2,326	2,391	2,479
フリー・ キャッシュ・フロー	116	425	428

最後に、類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場企業として、西尾レントオール株式会社、株式会社ワキタ、サコス株式会社及び株式会社前田製作所を選定した上で、事業価値に対するE B I T D Aの倍率（EV/EBITDA倍率）を用いて、当社株式の株式価値を算定し、その1株当たりの株式価値の範囲を992円から1,307円までと算定しております。

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。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。また、山田コンサルの算定は、2021年3月10日までの上記情報を反映したものであります。

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、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてTMI 総合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、TMI 総合法律事務所は、公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付け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1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及び答申書の取得

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、当社における本取引の検討において構造的な利益相反状態が生じ得ること等に鑑み、2020年12月16日開催の当社取締役会において、本取引に係る当社の意思決定に慎重を期し、当社の取締役会の意思決定における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保するとともに、当社取締役会において本取引を行う旨の決定をすることが当社の少数株主にとって不利益なものであるかどうかについての意見を取得することを目的として、当社及び公開買付者から独立した者により構成される本特別委員会を設置し、須田睿一氏（当社社外取締役）及び眞子敏幸氏（当社の独立役員である社外取締役）に委員を委任するとともに、他の委員については、両氏に一任することを決議いたしました。その後、両氏は、横山友之氏（公認会計士、横山経営会計事務所代表）及び榎木智浩氏（弁護士、OMM法律事務所）を選任し、本特別委員会は4名によって構成されることになりました（なお、本特別委員会の委員は、設置当初から変更しておらず、また、委員の互選により、本特別委員会の委員長として須田睿一氏を選定しております。また、本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、本取引の成否及び本答申書の内容にかかわらず、固定額の報酬が支払われるものとされております。）。当社は、当社が本公開買付けを含む本取引について検討するにあたって、2020年12月16日に、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的の合理性、(b)本取引の取引条件の妥当性、(c)本取引の手続の公正性、(d)上記を踏まえ、本取引（本公開買付けに係る意見表明の内容を含む。）が当社の少数株主にとって不利益であるか否か及び(e)上記を踏まえた本取引の是非（以下、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に提出することを委

囑いたしました。また、併せて、当社は、2020年12月16日開催の当社取締役会において、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、本特別委員会が本取引の条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は本公開買付けに賛同しないものとすることを決議しました。

なお、当社取締役会は、本取引に関する決定を行うに際して、本特別委員会の意見を最大限尊重し、本特別委員会が本取引の条件について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を併せて決議しております。

また、当社取締役会は、本特別委員会に対し、(i)本取引に係る調査を行うことができる権限、(ii)当社に対し、(a)本特別委員会としての提案その他の意見又は質問を石塚春彦氏に伝達すること、並びに(b)本特別委員会自ら石塚春彦氏と協議・交渉する機会の設定を要望する権限、(iii)当社の費用で、本特別委員会独自の弁護士、算定機関、公認会計士その他のアドバイザーを選任することができる権限等を与えることを決定しております。

本特別委員会は、2020年12月22日より2021年3月10日までの間に合計8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、当社から、事業環境、事業計画、経営課題、本取引の必要性等について説明を受け、質疑応答を行いました。また、公開買付者ないし石塚春彦氏から、本取引を提案するに至った経緯、本取引の目的及び意義、本取引により生じる効果、本取引後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。更に、山田コンサルより、当社株式の株式価値の算定方法及び結果、直近のマーケット情報等に関する説明を受けるとともに、TMI 総合法律事務所より、本特別委員会設置の意義、本特別委員会における諮問事項、本取引の公正性を担保するために採られている措置等に関する説明を受け、それぞれ質疑応答を行いました。

本特別委員会は、このような経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2021年3月10日に、当社取締役会に対し、大要、以下の内容の答申書を提出いたしました。

(i) 本取引の目的の合理性

本取引の目的及び本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容等について、公開買付者から、概要、以下の通り説明を受けた。公開買付者は、当社グループの主たる需要先である建設業界を取り巻く事業環境は、人手不足に伴う労務費の高騰、資材費の高止まり・高騰が継続しているほか、景気悪化を懸念した民間建設投資意欲の低迷や、中長期的には将来的な人口減少等を背景に公共投資の減少等も予見され、同業他社との競争が激化する等厳しい状況となることを予想している。また、公開買付者は、当面は新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による景気の悪化が続いており、当社グループの先行きは不透明な状況にあ

ると考えている。上記のような事業環境の下、当社グループは、(a) 成長戦略として、営業エリアの拡大、維持管理・更新工事向け機械の増進及び新技術機械への取組み強化、(b) 構造改革として、店舗規模及びネットワークの再構築、地域特性に適した店舗づくり及びレンタルに付帯する収益確保を、(c) 環境改善として、人材の確保と労働環境の充実及び情報利用環境の見直しを行っている。当社グループの上記取組みは、一定の成果を得られており、成長基盤の構築が徐々に進行しつつあるものの、公開買付者としては、当社グループは短期的な収益の悪化やそれに伴う株価の下落等の悪影響の回避を意識するあまり、利益水準が赤字にならない範囲での施策にとどめ、大規模な設備投資や一時的な利益の悪化を伴う施策を避ける保守的な戦略を取ってきており、上場会社においては、四半期ごとに業績開示が義務付けられている中、顧客に対して受託責任を負う機関投資家を含む幅広い株主から、中長期的な企業価値向上に加えて短期的な利益確保を求められる側面もあるところ、その要求に応えながらこれらの事業構造の改革に取り組むことには限界があると考えている。そのため、短期的な収益や株価動向にとらわれることなく、一定の事業リスクを伴う当社グループの事業構造の抜本的な改革を実施できる経営体制を構築し、事業構造の改革の具体策として、高収益店舗への転換、取扱機械の改革、財務体質の強化の施策を実施する必要があると考えている。公開買付者は、上記の各施策を実施することについて、多額の初期投資や継続的な投資によるキャッシュ・フローの悪化により、短期的には当社グループの財務状況や業績に大きな影響を与えるリスクがあることに加え、期待される収益を生むかどうかは不明確であり、資本市場から十分な評価が得られない可能性があるため、当社株式の上場を維持し、上記の各施策を実施した場合、当社株式の株価の下落が生じ、当社の株主に対して不利益を与える可能性があると考えている。他方、公開買付者としては、当社グループの置かれている事業環境を踏まえると、早急に上記各施策を実施することが必要となる状況であり、かつ、当該施策の実施にあたっては、その短期的な効果にとらわれず、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実践することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があると考えている。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。公開買付者としては、当社は、1997年4月に株式を日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録して以来、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が確

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。公開買付者は、本公開買付けを含む本件取引に要する一部の資金を、株式会社みずほ銀行及び株式会社群馬銀行からの借入れ（以下「本銀行融資」という。）により賄うことを予定しているところ、本銀行融資の内容としては、本件取引後における当社の事業運営及び経営戦略に支障を与えない範囲での返済内容、担保提供及びコベナンツ条項の設定を予定している。当社が想定している事業構造の改革、すなわち、高収益店舗への転換、取扱機械の改革、財務体質の強化の施策が実現すれば、中長期的に当社の企業価値の向上が期待できる。この点について、公開買付者は、当社グループの置かれている事業環境を踏まえると、早急に上記各施策を実施することが必要であり、かつ、当該施策の実施にあたっては、その短期的な効果にとらわれず、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を迅速かつ果敢に実践することが必要であるとともに、そのような意思決定を可能とする経営体制を構築する必要があるという認識を有しているところ、かかる公開買付者の認識に不合理な点は認められない。そして、本件取引の実施により、当社を非公開化することが企図されているところ、これが実現されれば、中長期的な視点から抜本的かつ機動的な意思決定を可能とする経営体制を構築することが可能であると考えられる。また、当社の上場を維持するために必要なコスト削減のメリットを見込むことも合理的であり、上記の非公開化に伴うデメリットとして懸念されている点について、公開買付者が検討している対応や見通しについても、特段不合理な点は見当たらない。なお、本件取引の実施により、当社は最終的に本銀行融資を負担することになるが、本銀行融資の内容としては、本件取引後における当社の事業運営及び経営戦略に支障を与えない範囲での返済内容、担保提供及びコベナンツ条項の設定が予定されていることからすれば、本件取引が当社の企業価値の向上に資することを企図するものであるという結論を覆すほどのものではない。以上のような点を踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引は当社の企業価値の向上に資することを企図するものであると認められ、本取引の目的は合理的であると判断するに至った。

(ii) 本取引の取引条件の妥当性

(a) 当社が、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であり、本件取引に特別の利害関係を有しない山田コンサルから取得した本株式価値算定書によれば、当社株式の1株当たりの株式価値は、市場株価法で783円～917円、DCF法で526円から1,400円、類似会社比較法で992円から1,307円とされていること、山田コンサルから、株式価値算定について詳細な説明を受けて検討したが、山田コ

ンサルによる株式価値算定に特に不合理な点は認められなかったこと、(b)当社は、本公開買付価格を含む本取引の対価について、その交渉の経緯について本特別委員会に対し適宜情報共有しつつ、本特別委員会からの助言も受けながら、公開買付者との間で継続的に交渉を行っていること、(c)本公開買付けに応募しなかった株主は、本公開買付けの後に実施される予定の株式併合の手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該手続において交付される金銭の額については、本公開買付価格と同一となるよう算定される予定とのことであり、かかる予定については、本公開買付けについての公開買付者が提出する公開買付届出書において記載され、本公開買付け後の手続において交付される対価が不明確であることによつて、本公開買付けの応募に強圧性が生じることを回避していることを踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引の取引条件は妥当であると判断するに至った。

(iii) 本取引の手続の公正性

(a)当社は、本特別委員会を設置していること、(b)当社は、公開買付者及び当社からの独立性が認められる山田コンサル(フィナンシャル・アドバイザー)及びTMI総合法律事務所(リーガル・アドバイザー)から助言等を受けながら、本取引の是非等について慎重に検討していること、(c)公開買付者からの本公開買付価格の提示に対し、少数株主の利益保護の観点から、当社から独立した第三者算定機関である山田コンサルから受けた当社株式の株式価値に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえた上で、当社の企業価値の向上という観点も踏まえつつ本公開買付価格を引き上げるための実質的な協議・交渉を継続的に行っていること、(d)石塚春彦氏は、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、本取引について特別の利害関係を有する可能性のある者として、当社の立場において本取引に係る協議、検討及び交渉の過程に関与していないこと、(e)本公開買付けにおいては、公開買付者は、株式併合の手続を企図しているため買付予定数の下限を1,150,650株(所有割合:50.70%)と設定しており、当社決算短信に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数(2,280,756株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(11,015株)及び不応募株式数(362,550株)を控除した株式数(1,907,191株)の過半数に相当する株式数(953,596株、所有割合:42.01%)。これは、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数にあたる。)を上回るところ、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」という。)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しているため、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」条件が設定されていること、(f)MBOについては、2019年6月28日、経済産業省によって、「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「公正M&A指針」という。)が公表されてい

るところ、本取引においては、本特別委員会の設置、公開買付者から意向の表明があった後、速やかに本特別委員会の設置について取締役会決議を行っていること、山田コンサル及びTMI 総合法律事務所という外部専門家の専門的助言を受けていること、公開買付者から意向の表明があった後、速やかに上記の外部専門家を選任していること、山田コンサルから株式価値算定書を取得していること、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定していること、一般株主に対して、本公開買付けへの応募の強圧性が生じないような情報開示を行う予定であること、間接的なマーケット・チェックとして、本公開買付けにおける買付け等の期間（以下「公開買付け期間」といいます。）を30営業日確保するとともに、対抗提案者と接触することを禁じる合意等をしていないことという点において、公正M&A指針を尊重していることを踏まえ、本特別委員会において、慎重に協議及び検討をした結果、本取引の手続は公正であると判断するに至った。

(iv) 本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと認められるか

上記(i)乃至(iii)その他の事項を前提に、本特別委員会において、慎重に協議及び検討した結果、本取引は当社の少数株主にとって不利益ではないと判断するに至った。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員（監査等委員である取締役を含む。）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、TMI 総合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を受け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した結果、上記「1. 株式併合を行う理由」に記載のとおり、2021年3月11日開催の取締役会（取締役合計6名のうち、石塚春彦氏を除く5名にて開催）において、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役合計6名のうち、石塚春彦氏を除き、監査等委員である取締役を含む取締役5名（町田典久氏、山本和広氏、岩松廣行氏、須田睿一氏及び眞子敏幸氏））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石塚春彦氏は、公開買付者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・交渉にも一切参加しておりません。

更に、当社は、2021年5月28日開催の取締役会において、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、当社の株主を公開買付者及び

高柳キャピタルのみとし、当社株式を非公開化するために、審議及び決議に参加した当社の取締役（石塚春彦氏を除く取締役5名）の全員一致で、本株式併合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、当社の取締役のうち、代表取締役社長である石塚春彦氏は、公開買付者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・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1,150,650株（所有割合：50.70%）と設定しており、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（1,150,650株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないこととしておりました。なお、買付予定数の下限である1,150,650株（所有割合：50.70%）は、当社決算短信に記載された2020年12月31日現在の当社の発行済株式総数（2,280,756株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（11,015株）及び不応募株式数（362,550株）を控除した株式数（1,907,191株）の過半数に相当する株式数（953,596株、所有割合：42.01%。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。）を上回るものにしたとのことです。これにより、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様の過半数の賛同が得られない場合には、当社の少数株主の皆様の意思を重視して、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしたとのことです。

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、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しております。このように公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）にも対抗的な買付け等を行う機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意を行っておりません。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。

4. 今後の見通し

上記「3. 株式併合に係る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の根拠等」の「(2) 上場廃止となる見込み」の「① 上場廃止」に記載のとおり、本株式併合の実施に伴い、当社株式は上場廃止となる予定です。

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当し、石塚春彦氏は、本取引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予定しており、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載の経営を推進する予定とのことです。なお、公開買付者と当社のその他の取締役との間では、本取引後の役員就任について何らの合意も行っておりませんが、公開買付者は、本取引終了後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、本取引の終了後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

5. 支配株主との取引等に関する事項

本日現在、公開買付者は当社の親会社に該当するため、本株式併合に係る取引は、支配株主との取引等に該当いたします。

(1) 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針との適合状況

当社は、コーポレート・ガバナンス報告書において、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」は定めておりませんが、支配株主との取引等を行う際には、必要に応じて弁護士や第三者機関等の助言を得るなど、その取引内容及び条件の公正性を担保するための措置を講ずるとともに、取締役会において慎重に審議の上決定することとし、少数株主の利益を害することのないように適切な対応を行うことを方針としております。

本株式併合を行うに際しても、上記「3. 株式併合に係る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の根拠等」「(3) 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」に記載のとおり、当社の取締役会は、山田コンサルが作成した2021年3月10日付当社株式価値算定書、リーガル・アドバイザーであるTMI総合法律事務所から得られた本取引の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関する法的助言、本特別委員会から提出された答申書及び当社における利害関係を有しない取締役全員(監査等委員である取締役を含む。)の承認その他の関連資料を踏まえ、慎重に協議及び検討しており、当社としては、少数株主の利益を害することの無いように適切な対応を行っており、上記方針に適合しているものと判断しております。

(2) 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に関する事項

上記「3. 株式併合に係る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の根拠等」の「(3) 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」をご参照ください。

(3) 少数株主にとって不利益ではないことに関する、支配株主と利害関係のない者から入手した意見の概要

当社は、2021年3月10日付で、本特別委員会より、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではない旨を内容とする答申書を入手しております。詳細は、上記「3. 株式併合に係る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の根拠等」の「(3) 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「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。

II. 単元株式数の定めの廃止について

1. 廃止の理由

本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は12株となり、単元株式数を定める必要がなくなるためです。

2. 廃止予定日

2021年7月30日（金）

3. 廃止の条件

本臨時株主総会において、本株式併合に係る議案及び単元株式数の定めの廃止に係る定款一部変更に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

III. 定款一部変更について

1. 定款変更の目的

- (1) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、会社法第182条第2項の定めに従って、当社株式の発行可能株式総数は48株に減少することとなります。かかる点を明確にするために、本株式併合の効力が発生することを条件として、定款第6条（発行可能株式総数）を変更するものであります。
- (2) 本株式併合に係る議案が原案どおり承認可決され、本株式併合の効力が発生した場合には、当社の発行済株式総数は12株となり、単元株式数を定める必要がなくなります。そこで、本株式併合の効力が発生することを条件として、現在1単元100株とな

っている当社株式の単元株式数の定めを廃止するため、定款第8条（単元株式数）及び第9条（単元未満株式についての権利）の全文を削除し、当該変更に伴う条数の繰り上げを行うものであります。

2. 定款変更の内容

変更の内容は、次のとおりであります。

（下線部は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
<p>（発行可能株式総数）</p> <p>第6条 当社の発行可能株式総数は、<u>6,750</u>千株とする。</p> <p style="text-align: center;">（略）</p> <p>（<u>単元株式数</u>）</p> <p>第8条 当社の単元株式数は、<u>100株</u>とする。</p> <p>（<u>単元未満株式についての権利</u>）</p> <p>第9条 当社の株主は、その有する単元未満株式について、次に掲げる権利以外の権利を行使することができない。</p> <p style="margin-left: 2em;">（1）<u>会社法第189条第2項各号に掲げる権利</u></p> <p style="margin-left: 2em;">（2）<u>会社法第166条第1項の規定による請求をする権利</u></p> <p style="margin-left: 2em;">（3）<u>株主の有する株式数に応じて募集株式の割当および募集新株予約権の割当てを受ける権利</u></p> <p>第10条～第35条 （略）</p>	<p>（発行可能株式総数）</p> <p>第6条 当社の発行可能株式総数は、<u>48株</u>とする。</p> <p style="text-align: center;">（略）</p> <p>（削除）</p> <p>（削除）</p> <p>第8条～第33条 （略）</p>

3. 定款変更の日程

2021年7月30日（金）（予定）

4. 定款変更の条件

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、本株式併合の効力が発生することを条件といたします。

以 上