



2025 年 4 月 9 日

各 位

会 社 名 川本産業株式会社
代 表 者 名 代表取締役社長執行役員 福井 誠
(コード：3604、東証スタンダード市場)
問 合 せ 先 常務取締役執行役員経営企画・管理統括 吉田 康晃
(TEL. 06-6943-8951)

エア・ウォーター株式会社による当社株式に係る株式売渡請求を行うことの決定、当該株式売渡請求に係る承認及び当社株式の上場廃止に関するお知らせ

2025 年 4 月 4 日付「支配株主であるエア・ウォーター株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」にてお知らせしましたとおり、エア・ウォーター株式会社（以下「エア・ウォーター」といいます。）は、2025 年 2 月 10 日から 2025 年 4 月 3 日まで当社の普通株式（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。）を行い、その結果、本公開買付けの決済の開始日である 2025 年 4 月 9 日をもって、当社株式 5,370,284 株（所有割合（注 1）：92.66%）を所有するに至り、当社の会社法（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。）に定める特別支配株主（以下「特別支配株主」といいます。）となりました。

エア・ウォーターは、本公開買付けの成立により、当社の総株主の議決権の 90%以上を所有するに至ったことから、当社が 2025 年 2 月 7 日付で公表した「支配株主であるエア・ウォーター株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）の「3. 本公開買付に関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得し、当社をエア・ウォーター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、会社法第 179 条第 1 項に基づき、当社の株主（ただし、エア・ウォーター及び当社を除きます。以下「本売渡株主」といいます。）の全員に対し、その所有する当社株式（以下「本売渡株式」といいます。）の全部をエア・ウォーターに売り渡すことの請求（以下「本株式売渡請求」といいます。）を行うことを本日決定したとのことです。

当社は、本日付でエア・ウォーターより本株式売渡請求に係る通知を受領し、本日付の会社法第 370 条による決議（取締役会の決議に代わる書面決議）により、本株式売渡請求を承認する旨決議をいたしましたので、以下のとおりお知らせいたします。

また、本株式売渡請求の承認により、当社株式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。）の上場廃止基準に該当することとなり、本日から 2025 年 5 月 13 日まで整

理銘柄に指定された後、2025 年 5 月 14 日をもって上場廃止となる見込みです。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできなくなりますので、併せてお知らせいたします。

(注 1)「所有割合」とは、当社が 2025 年 2 月 7 日に公表した「2025 年 3 月期 第 3 四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載された 2024 年 12 月 31 日現在の発行済株式総数 (6,000,000 株) から、同日現在の当社が所有する自己株式数 (204,480 株) を控除した株式数 (5,795,520 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。

1. 本株式売渡請求の概要

(1) 特別支配株主の概要

(1) 名 称	エア・ウォーター株式会社	
(2) 所 在 地	大阪市中央区南船場二丁目 12 番 8 号	
(3) 代表者の役職・氏名	代表取締役会長 豊田 喜久夫	
(4) 事 業 内 容	産業ガス、ケミカル、医療、エネルギー、農業・食品関連等の製品の開発、製造及び販売	
(5) 資 本 金	55,855 百万円 (2024 年 9 月 30 日現在)	
(6) 設 立 年 月 日	1929 年 9 月 24 日	
(7) 大株主及び持株比率 (2024 年 9 月 30 日 現在) (注 2)	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	12.30%
	株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	5.74%
	三井住友信託銀行株式会社	3.46%
	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部)	3.34%
	日本製鉄株式会社	3.01%
	株式会社三井住友銀行	2.73%
	エア・ウォーター取引先持株会	2.58%
	全国共済農業協同組合連合会	2.16%
	株式会社北洋銀行	2.00%
	BNYMSANV AS AGENT/CLIENTS LUX UCITS NON TREATY 1 (常任代理人 株式会社三菱UFJ 銀行)	1.95%
(8) 当社とエア・ウォーターの関係		
資 本 関 係		エア・ウォーターは、本日現在、当社株式 5,370,284 株 (所有割合:92.66%) を所有しております。
人 的 関 係		本日現在、当社の取締役全 9 名のうち監査等委員である取締役の福田健太郎氏がエア・ウォーターの顧問を兼務しております。また、本日現在、当社からエア・ウォーターグループ (注 3) へは 19 名出向しております。
取 引 関 係		当社グループ (注 4) は、エア・ウォーターが導入しているキャッシュ・マネジメント・システムに基づき、エア・ウォーターから資金の借入れを行っているほか、エア・ウォーターグループとの間で、商品の販売及び製造委託等に関する取引を行っています。

関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	エア・ウォーターは当社の親会社であることから、エア・ウォーターと当社は相互に関連当事者に該当します。
--------------------------	--

(注2)「大株主及び持株比率」は、公開買付者が2024年11月7日に提出した第25期第2四半期報告書の「大株主の状況」より引用しております。

(注3)「エア・ウォーターグループ」とは、エア・ウォーター、当社を含む連結子会社174社及び持分法適用会社及びその他関連会社を含む合計261社(2025年3月31日現在)からなる企業グループをいいます。

(注4)「当社グループ」とは、当社及び連結子会社4社の計5社(本日現在)からなる企業グループをいいます。

(2) 売渡請求の日程

売渡請求日	2025年4月9日(水曜日)
当社取締役会決議日	2025年4月9日(水曜日)
売買最終日	2025年5月13日(火曜日)
上場廃止日	2025年5月14日(水曜日)
取得日	2025年5月16日(金曜日)

(3) 売渡対価

普通株式1株につき、金1,200円

2. 本株式売渡請求の内容

当社は、本日付でエア・ウォーターから、以下の内容で本株式売渡請求を行う旨の通知を受領いたしました。

(1) 株式売渡請求をしない特別支配株主完全子法人(会社法第179条の2第1項第1号)

該当事項はありません。

(2) 本売渡株主に対して本売渡株式の対価として交付する金銭の額及びその割当てに関する事項(会社法第179条の2第1項第2号及び第3号)

エア・ウォーターは、本売渡株主に対し、本売渡株式の対価(以下「本株式売渡対価」といいます。)として、その有する普通株式1株につき1,200円の割合をもって金銭を割当交付いたします。

(3) 新株予約権売渡請求に関する事項(会社法第179条の2第1項第4号)

該当事項はありません。

- (4) 特別支配株主が本売渡株式を取得する日（以下「取得日」といいます。）（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 5 号）

2025 年 5 月 16 日

- (5) 本株式売渡対価の支払のための資金を確保する方法（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 6 号、会社法施行規則第 33 条の 5 第 1 項第 1 号）

エア・ウォーターは、本株式売渡請求により生じる端数の合計額に相当する当社株式の取得に要する資金を、エア・ウォーターの現預金により賄うことを想定しているところ、当社は、エア・ウォーターが、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として提出した、エア・ウォーターの預金の残高証明書を確認することによって、エア・ウォーターの資金確保の方法を確認しております。また、エア・ウォーターによれば、本公開買付けの開始以降、エア・ウォーターの財務状況に著しい変動を生じさせる事由等、本株式売渡請求の結果生じる 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可能性のある事象は発生しておらず、今後発生する可能性も認識しておりません。

- (6) 本株式売渡請求に係る取引条件（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 6 号、会社法施行規則第 33 条の 5 第 1 項第 2 号）

本株式売渡対価は、取得日以降合理的な期間内に、取得日の前日の最終の当社の株主名簿に記載又は記録された本売渡株主の住所又は本売渡株主が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとします。

ただし、当該方法により本株式売渡対価の交付ができなかった本売渡株主については、当社の本店所在地にて当社が指定した方法により（エア・ウォーターが指定したその他の場所及び方法があるときは、当該場所及び方法により）、本株式売渡対価を交付するものとします。

3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等

(1) 承認に関する判断の根拠及び理由

本株式売渡請求は、本取引の一環として行われるものであり、本株式売渡対価は、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「本公開買付価格」といいます。）と同一の価格に設定されております。当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、以下の過程及び理由により、2025 年 2 月 7 日開催の当社取締役会において、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ことを決議いたしました。

なお、上記当社取締役会における決議の方法については、下記「(4) 本取引の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「⑤ 当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認」に記載の方法により決議されております。

(i) 検討体制の構築の経緯

当社は、本意見表明プレスリリース「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「④ 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「(i) 検討体制の構築の経緯」に記載のとおり、当社は、2024 年 9 月上旬に、エア・ウォーターから本取引に関する意向の表明を受けました。

これを受けて、当社は、エア・ウォーターは当社株式の所有割合が 50.10%に達する当社の支配株主であり、エア・ウォーターが当社を連結子会社としていること等により、本取引におけるエア・ウォーターと他の当社の株主との構造的な利益相反及び情報の非対称性の問題が存在すること等に鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、下記「(4) 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、2024 年 9 月 9 日開催の当社取締役会の決議により、本取引の提案を検討するための特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）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。具体的には、下記「(4) 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特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、当社は、エア・ウォーター及び当社から独立した委員として、当社の独立社外取締役兼監査等委員である親泊伸明氏及び小玉稔氏を選任したほか、当社の社外取締役兼監査等委員である小寺美帆氏については、エア・ウォーターのリーガル・アドバイザーである大江橋法律事務所に所属していることを考慮して委員には選任しないこととし、より独立性が高く、弁護士としての高度な専門性と企業法務に関する豊富な知見を有する外部有識者である矢倉昌子氏（弁護士、アスカ法律事務所）を選任したうえ、本特別委員会に対し、(i) 本取引の目的の正当性及び合理性（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、(ii) 本公開買付けにおける公開買付価格を含む本取引の取引条件の妥当性、(iii) 本取引に係る手続の公正性、(iv) 本取引についての決定（本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決定することを含む。）が当社の少数株主に不利益なものでないか、及び、(v) 本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して公開買付けへの応募を推奨することが相当であるか否かを諮問しました（本特別委員会における検討の経緯及び判断内容等については、下記「(4) 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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。）。

また、当社は、本取引の公正性を担保するための更なる措置として、2024 年 9 月中旬から 10 月上旬にかけて、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社（以下「デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして弁護士法人御堂筋法律事務所（以下「御堂筋法律事務所」といいます。）をそれぞれ選任しました。

さらに、当社は、下記「（４）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「⑤当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、エア・ウォーターから独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行うべく、当社グループ（当社及び連結子会社 4 社の計 5 社（2025 年 2 月 7 日時点）からなる企業グループをいいます。以下同じとします。）を除くエア・ウォーターグループ（エア・ウォーター、当社を含む連結子会社 174 社及び持分法適用会社及びその他関連会社を含む合計 264 社（2025 年 2 月 7 日時点）からなる企業グループをいいます。以下同じとします。）各社の役員を兼務していない役員（福井誠氏、吉田康晃氏、内海博明氏、吉村真信氏及び藤本和精氏）及び一部の従業員のみについて本取引に関する検討（当社株式の価値算定の基礎となる事業計画の作成を含みます。）並びにエア・ウォーターとの協議及び交渉を行う検討体制を当社の社内に構築するとともに、かかる検討体制に独立性・公正性の観点から問題がないことについて本特別委員会の承認を受けております。

加えて、下記「（４）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「⑥当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認」に記載のとおり、当社取締役のうち、エア・ウォーターの顧問を兼務する福田健太郎氏及びエア・ウォーターのリーガル・アドバイザーである大江橋法律事務所に所属する小寺美帆氏は、本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加しておりません。

（ii）検討・交渉の経緯

その後、当社は、当該検討を踏まえ、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、要請等に基づいた上で、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー及び御堂筋法律事務所の助言を受けながら、本公開買付けの実行の是非に関してエア・ウォーターとの間で複数回に亘る協議・交渉を行いました。

また、本公開買付価格については、当社は、2024 年 12 月 26 日にエア・ウォーターから本公開買付価格 1 株当たり 900 円（2024 年 12 月 26 日の前営業日である 2024 年 12 月 25 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 788 円（小数点以下を四捨五入。終値の単純平均値の計算について以下同じとします。））に対して 14.21%のプレミアム（小数点以下第三位を四捨五入。プレミアム率の計算において以下同様とします。）とする第 1 回提案を受領した後、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる助言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、同日に、エア・ウ

ーターに対して、当該提案価格は当社の本源的価値を反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準から乖離しているとして、提案内容の再検討を要請いたしました。その後、当社は、2025年1月14日にエア・ウォーターから本公開買付価格を1株当たり1,057円（2025年1月14日の前営業日である2025年1月10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977円に対し、8.19%のプレミアム）とする旨の第2回提案を受領した後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2025年1月16日に、エア・ウォーターに対して、当該提案価格は依然として当社の本源的価値を反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準から乖離しているとして、提案内容の再検討を要請いたしました。その後、当社は、2025年1月23日にエア・ウォーターから本公開買付価格を1株当たり1,100円（2025年1月23日の前営業日である2025年1月22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860円に対し、27.91%のプレミアム）とする旨の第3回提案を受領した後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2025年1月24日に、エア・ウォーターに対して、当該提案価格は依然として当社の本源的価値を反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準から乖離しているとして、提案内容の再検討を要請いたしました。その後、当社は、2025年1月28日にエア・ウォーターから本公開買付価格を1株当たり1,150円（2025年1月28日の前営業日である2025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901円に対し、27.64%のプレミアム）とする旨の第4回提案を受領した後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、同日に、エア・ウォーターに対して、2024年12月までの当社の業績の状況が2024年5月8日付で公表した連結業績予想を上回る情勢であり、通期業績予想修正が見込まれること等を勘案すると、当該提案価格は依然として当社の本源的価値を十分に反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準から乖離しているとして、提案内容の再検討を要請いたしました。その後、当社は、2025年2月3日にエア・ウォーターから本公開買付価格を1株当たり1,190円（2025年2月3日の前営業日である2025年1月31日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値869円に対し、36.94%のプレミアム）とする旨の第5回提案を受領した後、本特別委員会の意見を踏まえた上で、2025年2月4日に、エア・ウォーターに対して、2024年12月までの当社の業績の状況が2024年5月8日付で公表した連結業績予想を上回る情勢であり、通期業績予想修正が見込まれること等を勘案すると、当該提案価格は依然として当社の本源的価値を十分に反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準に達していないとして、本公開買付価格を1株当たり1,300円とすることを要請いたしました。その後、当社は、2025年2月5日にエア・ウォーターから本公開買付価格を1株当たり1,200円（2025年2月5日の前営業日である2025年2月4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859円に対し、39.70%のプレミアム）とする旨の第6回提案を受領した後、本特別委員会の意見を踏まえ

た上で、同日に、エア・ウォーターに対して、2024 年 12 月までの当社の業績の状況が 2024 年 5 月 8 日付で公表した連結業績予想を上回る情勢であり、通期業績予想修正が見込まれること等を勘案すると、当該提案価格は依然として当社の本源的価値を十分に反映しておらず、また、少数株主の利益確保の観点から当社及び本特別委員会が想定している価格水準に達していないとして、本公開買付価格を 1 株当たり 1,250 円とすることを要請いたしました。そして、当社は、2025 年 2 月 6 日にエア・ウォーターから、価格の引き上げを行わず、提示可能な最大限の価格として本公開買付価格を 1 株当たり 1,200 円（2025 年 2 月 6 日の前営業日である 2025 年 2 月 5 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 868 円に対し、38.25%のプレミアム）とする旨の最終提案を受領いたしました。

当社は、エア・ウォーターによる最終提案を受けて、慎重に協議及び検討を行った上で、2025 年 2 月 6 日に、エア・ウォーターに対して、最終的な意思決定は本特別委員会の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなされるという前提の下、本公開買付価格を 1,200 円とする旨の最終提案を受諾する旨を回答し、本公開買付価格を 1,200 円とすることで合意に至りました。

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、随時、当社や当社のアドバイザーから報告を受け、適宜、確認・承認を行ってきております。具体的には、まず、当社がエア・ウォーターに対して提示し、また、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが当社株式の価値算定において基礎とする当社の事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について本特別委員会の確認を受け、その承認を受けております。また、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、エア・ウォーターとの交渉にあたって、事前に本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、エア・ウォーターから本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、エア・ウォーターとの交渉方針等について本特別委員会から意見、指示、要請等を受け、これに従って対応を行っております。

そして、当社は、2025 年 2 月 6 日付で、本特別委員会から、①本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本公開買付けの目的は正当性及び合理性を有するものと認められる旨、②本取引の取引条件は妥当であると認められる旨、③本取引に係る手続は公正であると認められる旨、④本取引についての決定（本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決定することを含む。）は当社の少数株主にとって不利益ではないと認められる旨、及び、⑤本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することが相当であると認められる旨の答申内容を含む答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けております（本答申書の概要については、下記「（４）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特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。).

(iii) 判断内容

以上の経緯の下で、当社は、リーガル・アドバイザーである御堂筋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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本公開買付けにより当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付けにおける本公開買付価格を含む本公開買付け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、当社としても、以下のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至りました。

当社には、「メディカル事業」(国内外の医療機関や施設向けに、衛生材料・医療用品・感染管理製品・介護用品等の製造販売及び仕入販売を行う事業)、及び「コンシューマ事業」(国内の企業及び一般消費者、産業・工業向けに、衛生材料・医療用品・介護用品・育児用品・安全衛生保護具等の製造販売及び仕入販売を行う事業)がありますが、当社グループが属する医療衛生材料業界は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、感染管理製品をはじめとした医療消耗品の市場は拡大したものの、新型コロナウイルス感染症の収束によりその需要は減少しており、当社のメディカル事業の売上は新型コロナウイルス感染症の5類感染症への分類前後で約12.3%減少しました。

また、当業界は、政府による医療費適正化(医療費削減)に向けた取組みの流れの中にあり、原材料価格やエネルギーコストの高騰、円安に起因する輸入品価格の上昇、物流業界の働き方改革に伴う物流費の高騰等も相まって、衛生材料を含む医療消耗品は、引き続き価格競争に晒されております。

こうした環境の下、当社グループの更なる企業価値向上のためには、メディカル事業における以下の経営課題を克服することに加えて、コンシューマ事業の更なる強化と成長を図り、より付加価値の高い商品を顧客に提供していくための投資や、商品の企画・開発力を向上させることが必要であると認識しており、この点において、エア・ウォーターとの連携効果が期待できるものの、利益相反等の観点で十分な投資が実現しておらず、ノウハウや情報共有や効率的な役割分担ができていないため、協業効果が限定的となっていることは課題の一つであると認識しています。

その結果、当社は、上記に記載の当社グループを取り巻く経営環境を踏まえ、本取引を通じて当社株式が非公開化し、エア・ウォーターと当社の少数株主との間の構造的な利益相反関係を解消し、エア・ウォーターによる当社グループへの更なる経営資源の投入を可能とすることで、機動的かつ着実な経営施策の実行を通じて、以下のシナジー創出を見込むことができ、当社の更なる企業価値向上に資するとの結論に至りました。

(a) メディカル事業の再構築

(ア) 当社のメディカル事業の経営課題

近時、政府主導での医療費削減や、上記の様々なコストの高騰等の影響により、医療消耗品等に関して、価格の安価性が重視される市場環境へ変わってきているため、当社のメディカル事業は、利益を確保しづらい事業構造になってきており、当社が創業以来全国の医療機関に対して築いてきた広範な顧客基盤及び営業基盤を活かして高品質の医療消耗品等を販売するという、当社の競争優位性を発揮しづらい状況となってきました。そのような中、当社製品の製造拠点である大阪工場は、設備の旧式化・老朽化が著しく、製造ライン・製造機械を刷新し、利益率の高い商品を重点的に製造する等、抜本的な再構築を必要とします。しかしながら、これらの施策を効果的に実施するには、少なくとも短期的には当社グループ全体の業績を著しく押し下げる水準の資本投下が必要であるところ、当社単独では資本投下には限度があり、抜本的な収益構造の改革に踏み切ることが困難な状況にあります。

また、メディカル事業における収益性改善のためには、現行商品のみならず更なる高付加価値を備えた商品の開発・販売を推し進めることも必要であるところ、昨今の人材難の影響もあり、当社単独のリソースでは、そのような高付加価値品の開発を効果的に行うことも困難な状況と言わざるを得ません。

(イ) メディカル事業再構築のために必要となる施策・見込まれるシナジー

A) 製造体制の再構築等

大阪工場の製造ラインを刷新して製造効率を上昇させ、利益率の低い製品（コモディティ製品等）の製造を製造コストが低価である当社の海外拠点等に移管し、大阪工場ではエア・ウォーターグループの製品を含め、利益率の高い製品の製造に注力する等して、エア・ウォーターグループと当社が協働し、製造製品の選択と集中を行い、メディカル事業の利益率の向上を図っていくことが期待されます。

具体的には、現在、エア・ウォーターグループが外部事業者に外注しているエア・ウォーターグループの製品について、当社に対する大阪工場での製造委託に切り替える等の方法により、製造能力を効率的に活用し、当社を含むエア・ウォーターグループ全体としての売上・収益の拡大を実現することが期待されます。加えて、当社の完全子会社化後は、エア・ウォーターグループ全体として、大阪工場の最適な活用方法を模索することになるため、想定される製造ラインの刷新、再築・改修等の大阪工場に関する設備投資についても、現時点で具体的な投資計画は決まっていないものの、エア・ウォーターグループ全体における必要費としての投資判断がなされることが期待されます。さらに、現時点において、具体的な予定はないものの、製造体制の変更により人的リソースの再配分の必要性が生じる場合は、当社グループのみならず、エア・ウォーターグループ全体における人材交流施策を活用するこ

とにより、人材の適正配置が可能になるものと考えております。

B) 新商品（高付加価値製品）の開発に向けた開発リソースの提供

当社は、完全子会社化により、エア・ウォーター及びエア・ウォーターグループの開発リソースにつき、人材派遣や共同プロジェクト等の方法により提供を受け、また、エア・ウォーターグループが有する商品開発のノウハウ及び情報の提供を受けることが可能となり、メディカル事業における高付加価値製品の開発の製品企画力・開発力を増強し、売上及び利益率を向上させていくことができると考えております。例えば、エア・ウォーターグループが保有する、多数の開発担当職員が所属する研究開発拠点である「ヘルスケア開発センター」に蓄積されている医療機器事業で培われた様々な開発の技術・ノウハウを活用することが可能になると考えております。

(b) コンシューマ事業の更なる強化・成長

(ア) 当社のコンシューマ事業の経営課題

当社のコンシューマ事業の更なる強化・成長を考えた場合、既存の商品ラインナップあるいはその延長線上にある商品のみならず、様々な取引先に汎用的に販売可能な自社ブランド製品等の開発・販売を進め、既存の商流をさらに活用して販売数を増加させることや、特に今後の成長分野と見込まれる介護関連用品等において、新たな商品を投入するとともに、更なる販売先を確保して販売の裾野を拡げることが必要であると考えられます。

しかしながら、当社単独では、開発リソースが非常に限られており、自社ブランド商品等の開発に向けた十分な活動は行えていない状況にあります。また、同じく介護関連用品についても、現状では製品開発や販路拡大に対して十分なリソースを投下できていない状況にあります。

(イ) コンシューマ事業の更なる強化・成長のために必要となる施策・見込まれるシナジー

エア・ウォーターグループが属する事業分野において、上記ヘルスケア開発センター等においてエア・ウォーターの有する開発リソース（技術、ノウハウ、情報等）を活用することにより、当社にとっては新たな分野での魅力的な自社ブランド商品を開発することが可能となり、コンシューマ事業の競争優位性の更なる向上につながると考えております。また、エア・ウォーターグループは、食品分野等、当社グループが持たない多くの商品ラインナップを有しており、このようなエア・ウォーターグループの商品と当社の商流を掛け合わせることで、更なる販売の増加を実現できるものと見込まれます。

また、介護食品を含む介護関連用品については、完全子会社化後、エア・ウォーターグループの地域事業会社を中心とした営業部門及び上記ヘルスケア開発センターを中

心とした開発部門とも協働することにより、介護従事者等から介護関連用品のニーズを適切に汲み取り、エア・ウォーターと当社との共同により商品開発を実現したうえで、当社ブランド商品として製造を行い、当社の既存顧客基盤を活用して効果的に販売していくことも見込まれます。

(c) 倉庫・物流機能の強化

以上のような事業セグメント別のシナジーのほか、近年、物流業界の働き方改革に伴う物流費の高騰傾向にあり、メディカル事業とコンシューマ事業のいずれにおいても、その影響を受けて売上原価や販売費及び一般管理費が増大し、収益が圧迫されている状況にあります。

本公開買付けによる完全子会社化により、構造的な利益相反関係が解消され、エア・ウォーターグループと当社とで、双方が保有する倉庫・物流拠点を活用し、倉庫・物流機能を補完し合うことで効率的な物流網を構築することができ、物流コストを削減することが可能となるため、エア・ウォーターグループ及び当社の利益率の向上等にも資するとともに、顧客への迅速な配送を行える等といったより高いサービスの実現に資すると考えております。

(d) 上場コストの削減

加えて、当社株式の上場廃止により、コーポレートガバナンス・コード等への対応を含めた近時の上場維持に係る業務負担や、有価証券報告書等の継続的な情報開示、監査、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に代表される上場維持に要する費用の削減が見込まれるうえ、株主総会対応、IR 対応等の業務削減による人的リソースの活用ができる等、更なる事業成長への経営資源集中を図ることが可能になると考えております。

なお、本公開買付けに伴う上場廃止による一般的なデメリットとして、上場会社としてのブランド、認知度、信用力の低下等の懸念もあるものの、当社は、当社が上場する以前より、長年に亘って高い信用力とブランド力を構築してきており、また、上場廃止後も、上場会社であるエア・ウォーターのグループ会社として、エア・ウォーターの信用力や知名度向上等を楽しむことができることも踏まえれば、信用力の低下等のデメリットは仮にあるにしても限定的と考えております。

また、上場会社というステータスを失うことにより、一時的には、優秀な従業員等、離職率の上昇や人材採用の不安定化等の懸念もありますが、上記のとおり、上場廃止後も、上場会社であるエア・ウォーターのグループ会社としてその知名度、信用力等に与ることが可能であるうえ、エア・ウォーターによると、本公開買付け後、人的リソースの再配分の必要性が生じる場合は、当社グループのみならず、エア・ウォーターグループ全体における人材交

流施策を行う可能性があることから、従業員の能力強化やキャリアプランの多様化によるモチベーションの向上にも繋がるとも考えられ、人事政策に係るデメリットについても限定的と考えております。

その他、本公開買付けによる具体的なデメリットは特に想定されておりません。

以上を踏まえ、当社取締役会は、本公開買付けは、事業上の経営課題の下、当社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、以下の点を総合考慮した結果、本公開買付価格である1株あたり1,200円は、当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格での合理的な諸条件により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。

- (ア) 当社において、下記「(4) 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、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で、当社及びエア・ウォーターから独立した本特別委員会の実質的な関与の下、エア・ウォーターとの間で真摯に交渉を重ねた上で合意された価格であること。
- (イ) 当社における独立した本特別委員会から取得した本答申書において、下記「(4) 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特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本公開買付価格を含む本取引の取引条件の妥当性は確保されていると判断されていること。
- (ウ) 本公開買付価格は、下記「(4) 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「②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」に記載されているデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーによる当社株式に係る株式価値算定結果のうち、市場株価法による算定結果のレンジの上限を超えており、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。）による算定結果のレンジの範囲内であり、かつ、当該レンジの中央値（DCF法による算定の基礎となる割引率及び永久成長率について、その感応度分析において用いた数値の中央値を使用して算出された当社株式の1株当たりの株式価値）を上回る水準であること。
- (エ) 本公開買付けの公表日の前営業日である2025年2月6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の881円に対して36.21%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値881円に対して36.21%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値824円に対して45.63%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値804円に対して49.25%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となっているところ、これらの市場株価には、当社が2025年2月7日付で公表した「通期業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の業績予

想の上方修正の影響が反映されていないため、当該プレミアム水準のみを重視して本公開買付価格の是非を判断することはできないものの、少なくとも、当該上方修正の影響が反映されていない市場株価を基準としたプレミアム水準は、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」を公表した2019年6月28日以降に公表され、2025年2月6日までに成立した、親会社による上場子会社の非公開化を企図した公開買付けの事例67件（公表日の前営業日を基準日として、公表日の前営業日の終値に対するプレミアム並びに同日までの過去1ヶ月間、同過去3ヶ月間及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアムの中央値が41.43%、42.99%、39.98%及び37.55%）のプレミアムの中央値と比較すると、本公開買付価格のプレミアム水準は、公表日の前営業日の終値及び同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値との比較においては、上記同種事例におけるプレミアム水準を下回っているものの、その乖離は大きくなく、同過去3ヶ月間の終値単純平均値及び同過去6ヶ月間の終値単純平均値との比較においては、上記同種事例におけるプレミアム水準を上回っていることを踏まえれば、同種事例におけるプレミアム率と同程度の水準にあるものと認められ、相応のプレミアムが付された価格であると評価できること。

（オ） 下記「（４）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」に記載の本公開買付けの公正性を担保するための措置が講じられており、一般株主の利益が確保されていると認められること。

加えて、下記「（４）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「⑦本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保」に記載のとおり、当社は、エア・ウォーターが当社との間で、当社がエア・ウォーター以外の買収提案者（以下「対抗的買収提案者」といいます。）と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、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、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととしていること、及び、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、36営業日としていること等に鑑みれば、本取引に係る本公開買付価格以外の取引条件についても、本公開買付けの公正性の担保に配慮したものであり、妥当なものであると考えております。

なお、本公開買付価格1,200円は、当社の2024年12月31日現在の連結簿価純資産額から算出した1株当たり連結簿価純資産額（1,284円）を約6.5%下回っているものの、簿価純資産額はあくまで理論的な清算価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の株式価値算定において重視することは合理的でないと考えております。また、仮に当社が事業の清算を行う場合、同日現在の当社の連結貸借対照表において総資産に占める流動性の低い資産（商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品、土地建物といった固定資産）の割合が一定程度存在すること、及び、清算に際しては売上債権の早期回収に伴う費用・損失、工場の閉鎖に伴う除去コスト、従業員に対する割増退職金及び海外子会社を

含めた事業清算のための弁護士等の専門家費用等、清算に伴う様々な追加コストの発生が見込まれること等を考慮すると、簿価純資産額と同額で換価されるわけではなく、現実的には相当程度に毀損することが想定されるため（なお、当社としては清算を予定しているわけではなく、当社においては、清算を前提とする見積書の取得までは行っておりません。）、1株当たり連結簿価純資産額が当社株式の公正価値の最低価格になるという考え方は採用し難く、また、事業の清算を前提とした評価手法を重視することは継続企業である当社の株式価値算定において合理的ではないと考えております。

以上より、当社は、2025年2月7日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

なお、上記当社取締役会における決議の方法は、下記「(4) 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「⑥当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認」をご参照ください。

その後、当社は、2025年4月4日、エア・ウォーターより、本公開買付けの結果について、当社株式2,466,684株の応募があり、買付予定数の下限（960,100株）以上となり本公開買付けが成立したことから、応募株式の全てを取得することとなった旨の報告を受けました。その結果、エア・ウォーターは、本公開買付けの決済の開始日である2025年4月9日をもって、当社株式5,370,284株（所有割合：92.66%）を所有するに至り、エア・ウォーターは当社の特別支配株主に該当することとなりました。

このような経緯を経て、当社は、エア・ウォーターより、本日付で、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付に関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、本取引の一環として、本株式売渡請求を行う旨の通知を受領しました。

そして、当社はかかる通知を受け、本株式売渡請求を承認するか否かについて、慎重に協議及び検討を行いました。その結果、当社は、本日付の会社法第370条による決議（取締役会の決議に代わる書面決議）によって、(i) 本株式売渡請求は本取引の一環として行われるものであるところ、当社は、2025年2月7日開催の取締役会において、本取引は当社の企業価値の向上に資すると判断しており、当該判断の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足る特段の事情が見受けられないこと、(ii) 本売渡株式1株につき1,200円という本株式売渡対価は、本公開買付価格と同一の価格に設定されているところ、当該価格は、上記のとおり、下記「(4) 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、本取引の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で本特別委員会の実質的な関与のもとで定められたこと、また、下記「(4) 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「④ 当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した2025年2月6日付本答申書においても、本取引に係る手続の公正性及び本取引の条件の妥当性が確保されているものと認められると判断されている等に鑑みれば、本売渡株主が享受すべき利益が確保された妥当な価格であると考えられること、(iii) エア・ウォーターは、本株式売渡対価の支払のため、エア・ウォーターが保有する現預金を原資として支払うことを予定しており、当社としても、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として提出した、エア・ウォーターの預金の残高証明書により、エア・ウォーターによる資金確保の方法を確認しており、エア・ウォーターによれば、同日以降、本株式売渡対価の支払に影響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あること等から本株式売渡対価の支払いのための資金の準備状況・確保手段は相当であり、本株式売渡対価の交付の見込みはあると考えられること、(iv) 本株式売渡対価の交付までの期間及び支払方法について不合理な点は認められないことから、本株式売渡請求に係る取引条件は相当であると考えられること、(v) 本公開買付けの開始以降本日に至るまで当社の企業価値に重大な変更は生じていないこと等を踏まえ、本株式売渡請求は、本売渡株主の利益に配慮したものであり、本株式売渡請求の条件等は適正であると判断し、エア・ウォーターからの通知のとおり、本株式売渡請求を承認する旨の決議をいたしました。

(2) 算定に関する事項

本株式売渡請求は、本取引の一環として、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであり、本株式売渡対価は本公開買付価格と同一の価格であることから、当社は、本株式売渡請求に係る承認を行うことを決定する際に改めて算定書を取得しておりません。

(3) 上場廃止となる見込み

当社株式は、本日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場されていますが、本株式売渡請求の承認により、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に該当することとなり、本日から2025年5月13日まで整理銘柄に指定された後、2025年5月14日をもって上場廃止となる予定です。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所スタンダード市場において取引することはできません。

(4) 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

本株式売渡請求は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであるところ、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(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、エア・ウ

ウォーターは当社の支配株主（親会社）であることから、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、本公開買付けを含む本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が類型的に存する取引に該当することに鑑み、本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置として、以下の各措置を講じております。

なお、エア・ウォーターは、本意見表明プレスリリースの「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「①本公開買付けの概要」に記載のとおり、2025年2月7日時点で、当社株式2,903,600株（所有割合：50.10%）を所有しているため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）に相当する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、本公開買付けに応募することを希望する少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあると考え、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」（Majority of Minority）に相当する買付予定数の下限を設定していないとのことです。もっとも、エア・ウォーター及び当社において、本公開買付けの公正性を担保し利益相反を回避するための措置として、以下の措置を実施していることから、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。また、本特別委員会は、本答申書において、本件においては、エア・ウォーターが当社株式2,903,600株（所有割合：50.10%）を所有しているため当社の少数株主の持株比率が比較的少ない比率であり、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定した場合、企業価値の向上に資するM&Aを妨害しようとする者が少ない株式取得によってその目的を達することができ、本取引に対する阻害効果を及ぼす懸念が高いこと等から、同条件を設定することは實際上困難と考えられるうえ、他の公正性担保措置が十分に講じられていると解されること等に鑑みると、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていないことは、不合理とはいえない旨判断しており、当社としても同様に判断しております。

また、以下の記載のうち、エア・ウォーターにおいて実施した措置については、エア・ウォーターから受けた説明に基づくものです。

①エア・ウォーター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

エア・ウォーターは、本公開買付け価格を決定するにあたり、エア・ウォーター及び当社から独立した第三者算定機関として、エア・ウォーターのファイナンシャル・アドバイザーであるみかがみ監査法人に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、みかがみ監査法人はエア・ウォーター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。

みかがみ監査法人は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討のうえ、当社が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法及び将来の事業活動を評価に反映するためにDCF法の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、エア・ウォーターはみか

がみ監査法人から 2025 年 2 月 6 日付で株式価値算定書(以下「本買付者側株式価値算定書」という。)を取得したとのことです。なお、エア・ウォーターは、本「(4) 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」に記載された各措置をもって、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えており、みかがみ監査法人から、本公開買付価格の妥当性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

みかがみ監査法人による当社株式の 1 株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりです。

市場株価法	: 804 円～881 円
D C F 法	: 991 円～1,282 円

市場株価法では、本公開買付けの公表日の前営業日である 2025 年 2 月 6 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算定基準日までの直近 1 ヶ月間の終値単純平均値 881 円、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値 824 円及び直近 6 ヶ月間の終値単純平均値 804 円を基に、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 804 円から 881 円までと算定しているとのことです。

D C F 法では、当社から提供された 2025 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの事業計画を、当社の直近までの業績の動向、エア・ウォーターが当社に対して行ったデュー・ディリジェンスの結果、一般に公開された情報及び本取引の実行により想定されるシナジー等の諸要素を考慮し、エア・ウォーターにおいて調整を行った事業計画に基づき、2025 年 3 月期第 4 四半期以降に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企業価値や株式価値を評価し、当社株式 1 株当たりの株式価値の範囲を 991 円から 1,282 円までと算定しているとのことです。

エア・ウォーターは、みかがみ監査法人から取得した本買付者側株式価値算定書の算定結果に加え、エア・ウォーターにおいて実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の市場株価の動向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、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に 2025 年 2 月 7 日開催の取締役会において、本公開買付価格を 1,200 円とすることを決定したとのことです。

本公開買付価格 1,200 円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である 2025 年 2 月 6 日の当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における終値 881 円に対して 36.21% (小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同じです。)、同日までの過去 1 ヶ月間の終値単純平均値 881 円に対して 36.21%、同日までの過去 3 ヶ月間の終値単純平均値 824 円に対して 45.63%、同日までの過去 6 ヶ月間の終値単純平均値 804 円に対して 49.25%のプレミアムをそれぞれ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過程における公正性を担保するために、当社及びエア・ウォーター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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2025年2月6日付で、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、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、当社及びエア・ウォーター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、記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本取引に係るデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対する報酬には、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬の他、本取引の成立等を条件とする成功報酬が含まれておりますが、当社は、報酬の一部を成功報酬とすることには、本取引が不成立となった場合の取引費用を限定することが可能になるという合理性があること及び報酬体系としても同種の取引における一般的な実務慣行であること等を勘案すれば、本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬が含まれていることの一事をもって独立性が否定されるわけではないと判断の上、上記の報酬体系によりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーを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しております。

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて、当社株式の1株当たりの株式価値の算定を行いました。

上記の各方式において算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲は、以下のとおりです。

市場株価法	: 804 円～881 円
DCF 法	: 960 円～1,446 円

市場株価法では、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年2月6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881円、直近1ヶ月間の終値単純平均値881円、直近3ヶ月間の終値単純平均値824円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値804円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を804円～881円と算定しております。

D C F 法では、当社が作成した 2025 年 3 月期から 2031 年 3 月期までの事業計画に基づく財務予測及び投資計画、並びに一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が 2025 年 3 月期第 4 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ております。その際、7.1%～8.1%の割引率を採用しております。また、継続価値の算定については永久成長率法を採用し、0%～1.0%の永久成長率を採用しております。その結果、当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 960 円～1,446 円と算定しております。

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが D C F 法で算定の前提とした当社財務予測の具体的な数値は以下のとおりです。当該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ものの、大幅なフリー・キャッシュ・フローの変動を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2026 年 3 月期においては、大阪工場に係る設備投資の実施により、フリー・キャッシュ・フローの減少を見込んでおります。また、2027 年 3 月期、2028 年 3 月期及び 2029 年 3 月期においては、各期の設備投資が前年度に比して減少することに加え、コンシューマ事業の売上拡大や利益率の高いメディカル事業における製造受託の売上拡大に伴う増益により、フリー・キャッシュ・フローの増加を見込んでおります。

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が困難であるため、当該財務予測には加味しておりません。なお、下記の財務予測は、当社が 2025 年 2 月 7 日付で公表した「通期業績予想の修正に関するお知らせ」に記載の 2025 年 3 月期通期業績予想を考慮しております。

なお、当該財務予測は、下記「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、本特別委員会が、その内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

(単位：百万円)

	2025 年 3 月期 (3 ヶ月)	2026 年 3 月期	2027 年 3 月期	2028 年 3 月期	2029 年 3 月期	2030 年 3 月期	2031 年 3 月期
売上高	7,790	32,259	33,524	34,892	36,371	37,962	39,668
営業利益	129	709	867	995	1,154	1,349	1,568
E B I T D A	204	980	1,165	1,320	1,493	1,688	1,907
フリー・キ ャッシュ・ フロー	985	△90	245	376	668	772	892

(注) デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、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、当社株式の株式価値の算定に重大な影響を及ぼす可能性のある事実でデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーに対して未開示の事実はないことを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。加えて、当社の事業計画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。また、当社及びその関係会社の資産及び負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して独自に評価、鑑定又は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。デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの算定は、2025 年 2 月 6 日までの上記情報を反映したものであります。なお、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーの算定は、当社取締役会が当社株式の株式価値を検討するための参考に資することを唯一の目的としております。

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

(i) 設置等の経緯

上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに関する意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、2024 年 9 月 9 日に開催された臨時取締役会における決議に基づき、本特別委員会を設置し、同決議及び同年 10 月 21 日に開催された臨時取締役会における決議に基づき、エア・ウォーター及び当社から独立した委員として、当社の独立社外取締役兼監査等委員である親泊伸明氏及び小玉稔氏、並びに、外部有識者である矢倉昌子氏（弁護士、アスカ法律事務所）を選任しております。本特別委員会の構成については、本特別委員会の開催の機動性及び意見の集約を円滑に図るという観点から、3 名が望ましいと判断し、当該 3 名の選任にあたっては、経済産業省が 2019 年 6 月 28 日に策定した「公正な M&A の在り方に関する指針」に準拠しています。すなわち、当社の社外取締役は、親泊伸明氏、小玉稔氏及び小寺美帆氏の 3 名であるところ、小寺美帆氏はエア・ウォーターのリーガル・アドバイザーである大江橋法律事務所に所属していることを考慮し、御堂筋法律事務所の助言も参考として、より独立性が高く、弁護士としての高度な専門性と企業法務に関する豊富な知見を有する外部有識者である矢倉昌子氏を本特別委員会の委員として選任しました。以降、本特別委員会の委員は変更されていません。なお、本特別委員会の互選により、当社の社外取締役兼監査等委員である親泊伸明氏を本特別委員会の委員長として選定しております。

そのうえで、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

の目的の正当性及び合理性（本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。）、（ii）本公開買付けにおける公開買付価格を含む本取引の取引条件の妥当性、（iii）本取引に係る手続の公正性、（iv）本取引についての決定（本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決定することを含む。）が当社の少数株主に不利益なものでないか、及び、（v）本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して公開買付けへの応募を推奨することが相当であるか否かを諮問しました（以下（i）ないし（v）の事項を「本諮問事項」といいます。）。また、併せて、当社は、本特別委員会に対して、（a）本公開買付けの取引条件等について買収者と交渉を行う権限及び当社がエア・ウォーターとの間で行う交渉の過程に実質的に関与する権限（必要に応じて、エア・ウォーターとの交渉方針に関して指示又は要請を行うこと及び自らエア・ウォーターと交渉を行うことを含む。）、（b）本公開買付けに関して、必要に応じて、本特別委員会が自らの財務若しくは法務等のアドバイザーを選任し（この場合の費用は当社が負担する。）、又は、当社が選任するアドバイザーを指名若しくは承認（事後承認を含む。）し、専門的助言を求める権限、並びに、（c）当社の役職員その他特別委員会が必要と認める者に対して、本特別委員会への出席、書面による回答その他適宜の方法により、必要な情報の説明・提供を求める権限の各権限を付与しております。さらに、本公開買付け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公開買付け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公開買付けに賛同しないものとすることを決議いたしました。なお、上記のうち 2024 年 9 月 9 日に開催された取締役会においては、当時の取締役 9 名全員により審理及び決議がなされたところ、御堂筋法律事務所の助言も得て、取締役のうち、エア・ウォーターの顧問を兼任している福田健太郎氏、及びエア・ウォーターのリーガル・アドバイザーである大江橋法律事務所に所属している小寺美帆氏については、本公開買付けにおける構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題による影響を受けるおそれを可能な限り排除する観点から、本取引に関する審議及び決議に関与させないことが相当であると判断し、2024 年 10 月 22 日の第 1 回特別委員会の開催前に、これらの 2 名が審議及び決議に参加しない取締役会決議を改めて行うこととし、当該 2 名を除く 7 名の取締役の全員一致により、本特別委員会の設置を追認するとともに、その委員、権限及び判断の取扱い等について改めて決議する旨の取締役会決議（書面決議）を、同月 21 日付で行っております。

なお、本特別委員会の委員のうち、外部専門家である矢倉昌子氏には本特別委員の委員としての報酬を支払っておりますが、当該報酬は、本公開買付けの成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付け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、親泊伸明氏及び小玉稔氏については、社外取締役としての報酬の他に、本特別委員会の委員としての報酬は支払われておりません。

(ii) 検討の経緯

本特別委員会は、2024年10月22日より2025年2月6日までの間に合計15回、約18時間にわたって、開催された他、各会日間においても必要に応じて都度電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項に係る職務を遂行いたしました。具体的には、本特別委員会は、第1回特別委員会において、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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー並びに当社のリーガル・アドバイザーである御堂筋法律事務所について、その独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認のうえ、その選任を承認しております。

さらに、本特別委員会は、第1回特別委員会において、当社が社内に構築した、エア・ウォーターグループ(当社グループを除きます。)各社の役職員を兼務していない役員(福井誠氏、吉田康晃氏、内海博明氏、吉村真信氏及び藤本和精氏)及び一部の従業員のみからなる本取引の検討体制に独立性・公正性の観点から問題がないことを確認のうえ、承認をしております。

そのうえで、本特別委員会は、御堂筋法律事務所から聴取した法的観点からの意見を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

本特別委員会は、エア・ウォーターから、本取引を提案するに至った背景、本取引の意義・目的、本取引実施後の経営体制・経営方針等についての説明を受け、質疑応答を行っております。

また、本特別委員会は、当社から、本取引の意義・目的、本取引が当社の事業に及ぼす影響、本取引実施後の経営体制・経営方針等に関する当社の見解及び関連する情報を聴取するとともに、これらに関する質疑応答を行っております。

加えて、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーから受けた財務的見地からの助言も踏まえつつ、当社の作成した事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等について当社から説明を受け、質疑応答を行ったうえで、これらの合理性を確認し、承認をしております。

そのうえで、「②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」に記載のとおり、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、当社の事業計画の内容を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定の内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行ったうえで、これらの事項について合理性を確認しております。

また、本特別委員会は、当社のエア・ウォーターとの交渉について、随時、当社や当社

のアドバイザーから報告を受け、アドバイザーからの専門的知見に基づく助言も踏まえて審議・検討を行い、当社の交渉方針につき、適宜、必要な意見を述べました。具体的には、本特別委員会は、当社がエア・ウォーターから本公開買付価格の各提案を受領次第、当社より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うえで、当社に対して計6回にわたり、エア・ウォーター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エア・ウォーターと交渉を行ったこと等により、当社とエア・ウォーターとの間の協議・交渉過程に実質的に関与いたしました。

その結果、当社は、2025年2月6日、エア・ウォーターから、本公開買付価格を1株当たり1,200円とすることを含む提案を受け、結果として、本公開買付価格を、エア・ウォーターの当初提示額である900円から1,200円にまで引上げております。さらに、本特別委員会は、御堂筋法律事務所から、複数回、当社が公表予定の本公開買付けに係る本意見表明プレスリリースのドラフトの内容について説明を受け、充実した情報開示がなされる予定であることを確認しております。

(iii) 判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、2025年2月6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ております。

(a) 答申内容

- (ア) 本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本公開買付けの目的は正当性及び合理性を有するものと認められる。
- (イ) 本取引の取引条件は妥当であると認められる。
- (ウ) 本取引に係る手続は公正であると認められる。
- (エ) 本取引についての決定（本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を決定することを含む。以下同じ。）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。
- (オ) 本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することが相当であると認められる。

(b) 答申の理由

- (ア) 本公開買付けの目的の正当性及び合理性（本取引は当社の企業価値向上に資するものであるかどうか）

以下の点から、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本公開買付けの目的は正当性及び合理性を有するものと認められる。

当社からの説明によれば、当社は、当社の業況及び近時の経営課題及びそれらを踏まえた本取引の意義・目的について、概ね以下の認識を有しており、当該認

識に、エア・ウォーターから説明を受けたエア・ウォーターの認識と矛盾する点は見当たらず、特に不合理な点も認められない。

A) 当社の業況及び近時の経営課題

- ・ 当社の事業が属する医療衛生材料業界の需要は減少傾向にあり、また、原材料価格やエネルギーコストの高騰、円安に起因する輸入品価格の上昇、物流業界の働き方改革に伴う物流費の高騰等も相まって、衛生材料を含む医療消耗品は、価格競争に晒されている。
- ・ メディカル事業について、医療消耗品等に係る市場環境の価格の安価性が重視される市場環境への変化等により、当社の競争優位性も発揮しづらい状況となってきた。製造拠点である大阪工場は、設備の旧式化・老朽化が著しく、その稼働継続には多額の費用を投じたメンテナンスが必要であり、将来的には、製造ライン・製造機械を刷新し、利益率の高い商品を重点的に製造する等、抜本的な再構築を必要とするが、当社単独では抜本的な収益構造の改革に踏み切ることが困難な状況にある。
- ・ また、メディカル事業では、現行商品のみならず高付加価値製品の開発・販売を進める必要があるが、当社単独のリソースで効果的な開発を行うことも困難な状況にある。
- ・ コンシューマ事業の更なる成長・強化を考えた場合、今後の成長分野である介護関連用品等を中心に、自社ブランド商品の開発・販売等を積極的に進めていく必要があるところ、当社の開発リソースは非常に限られており、主要売上先の売上拡大を従前どおり維持しながら、当該開発等を積極的に行っていくことは事実上困難な状況にある。

B) 当社がエア・ウォーターの完全子会社となることの意義

本取引により当社がエア・ウォーターの完全子会社となることにより、以下のとおり、メディカル事業の経営課題を克服するとともに、コンシューマ事業の経営課題を解消することが可能となり、その他倉庫物流機能の強化や上場コストの削減も図ることができるとのメリットがある。

- ・ メディカル事業について、大阪工場の製造ラインを刷新して製造効率を上昇させる等、エア・ウォーターと当社が協働し、製造商品の選択と集中を行い、メディカル事業の利益率の向上を図っていくことが期待される。
- ・ また、エア・ウォーターグループ全体として、大阪工場の最適な活用方法を模索することになることから、エア・ウォーターグループが外部事業者に外注しているエア・ウォーターグループの製品について、当社に対する大阪工場での製造委託に切り替えが期待され、想定される製造ラインの刷新、再築・改修等の大阪工場に関する設備投資についても、エア・ウォーターグループ全体における必要費としての投資判断がなされることが期待される。

- ・ さらに、製造体制の変更により人的リソースの再配分の必要性が生じる場合は、当社グループのみならず、エア・ウォーターグループ全体における人材交流施策を活用することにより、人材の適正配置が可能になると考えられる。
- ・ エア・ウォーターグループが有する商品開発のノウハウ及び情報の提供を受けることが可能となり、メディカル事業における高付加価値製品の開発の製品企画力・開発力を増強し、売上及び利益率を向上させていくことができる。
- ・ コンシューマ事業においても、エア・ウォーターの有する開発リソース（技術、ノウハウ、情報等）を活用することにより、当社にとっては新たな分野での魅力的な自社ブランド商品を開発することが可能となり、競争優位性の更なる向上に繋がると考えられる。
- ・ 構造的な利益相反関係が解消され、エア・ウォーターグループと当社とで、双方が保有する倉庫・物流拠点を活用し、倉庫・物流機能を補完し合うことで効率的な物流網を構築することができ、物流コストの削減が可能となり、エア・ウォーターグループ及び当社の利益率の向上等にも資する。
- ・ 上場コストの削減を図ることができる。
- ・ 短期的な資本市場の評価に左右されない中長期的な企業価値向上の観点に立った施策の敢行が可能となり、より一層、当社の企業価値の向上に繋がる提携やシナジーの創出が可能になると考えられる。

C) 本取引によるデメリット

- ・ 本公開買付けに伴う上場廃止による一般的なデメリットとして、上場会社としてのブランド、認知度、信用力の低下等の懸念もあるものの、当社は、当社が上場する以前より、長年に亘って高い信用力とブランド力を構築してきており、また、上場廃止後も、上場会社であるエア・ウォーターのグループ会社として、エア・ウォーターの信用力や知名度向上等を享受することができることも踏まえれば、信用力の低下等のデメリットは仮にあるにしても限定的と考えられる。
- ・ また、上場会社というステータスを失うことにより、一時的には、優秀な従業員等、離職率の上昇や人材採用の不安定化等の懸念もあるが、上記のとおり、上場廃止後も、上場会社であるエア・ウォーターのグループ会社としてその知名度、信用力等に与ることが可能であるうえ、エア・ウォーターによると、本公開買付け後、人的リソースの再配分の必要性が生じる場合は、当社グループのみならず、エア・ウォーターグループ全体における人材交流施策を行う可能性があることから、従業員の能力強化やキャリアプランの多様化によるモチベーションの向上にも繋がるとも考えられ、人事政策に係るデメリットについても限定的と考えられる。

D) 小括

以上を総合的に勘案すると、本取引は、当社の企業価値向上に資するものであると認められ、本取引の目的は正当であり、かつ、合理的である。

(イ) 本取引の取引条件の妥当性

以下の点から、本取引の取引条件は妥当であると認められる。

- ・ 当社は、エア・ウォーターから提示される公開買付価格が適正な当社株式価値を反映したものであるかどうかを分析すべく、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デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーにその算定を依頼している。デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーは、当社株式の価値について、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場しており、市場株価が存在することから市場株価法を採用するとともに、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて算定を行ったところ、エア・ウォーターにより最終的に提案された1株当たり1,200円という本公開買付価格は、2025年2月6日付の当社株式価値の算定結果（DCF法及び市場株価法により計算された当社株式価値のレンジ）と比較しても、市場株価法による算定結果のレンジの上限を超えており、かつ、本取引と同時に公表される2025年3月期の業績予想の上方修正数値を反映させたDCF法による算定結果のレンジの範囲内にあるものと認められる。
- ・ DCF法の算定の前提となる事業計画は、エア・ウォーターと利害関係のない当社の役職員により作成されたものであり、また、当該事業計画に関する情報については、当社が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ものであると考えられ、その他、当社の事業計画の内容について特段不合理な点や恣意的な下方修正が加えられたような事情も窺われない。
- ・ 本公開買付けの公表日の前営業日である2025年2月6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の881円に対して36.21%、過去1ヶ月間（2025年1月7日から2025年2月6日まで）の終値単純平均値881円に対して36.21%、過去3ヶ月間（2024年11月7日から2025年2月6日まで）の終値単純平均値824円に対して45.63%、過去6ヶ月間（2024年8月7日から2025年2月6日まで）の終値単純平均値804円に対して49.25%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となっているところ、直近の当社株式の市場株価には本取引と同時に公表される2025年3月期の業績予想の上方修正数値が織り込まれていないため参考値ではあるものの、2019年6月28日以降に公表され、2025年2月6日までに成立した、親会社による上場子会社

の非公開化を企図した公開買付けの事例 67 件（公表日の前営業日を基準日として、公表日の前営業日の終値に対するプレミアム並びに同日までの過去 1 ヶ月間、同過去 3 ヶ月間及び同過去 6 ヶ月間の終値単純平均値におけるそれぞれのプレミアムの中央値が 41.43%、42.99%、39.98%及び 37.55%）のプレミアムの中央値と比較すると、本公開買付価格のプレミアム率は、公表日の前営業日の市場株価及び直近 1 ヶ月間の平均市場株価との比較においては、上記同種事例におけるプレミアム率の水準を下回っているものの、その乖離は大きくなく、当社の直近 3 ヶ月間及び 6 ヶ月間の平均市場株価との比較においては、上記同種事例におけるプレミアム率の水準を上回っていることを踏まえれば、同種事例におけるプレミアム率と同程度の水準にあるものと認められ、相応のプレミアムが付された価格であると評価できる。

- ・ 本公開買付価格 1,200 円は、当社の 2024 年 12 月 31 日現在の連結簿価純資産額から算出した 1 株当たり連結簿価純資産額（1,284 円）を約 6.5%下回っているが、簿価純資産額はあくまで現時点で企業を清算した場合の理論的な価値を示すものであり、将来の収益性を反映するものではないこと、仮に清算を行う場合には、資産の換価に伴う損失や清算に必要となる種々のコストによって、現実的な清算価値は連結簿価純資産から相当程度割り引かれたものとならざるを得ないことから、本公開買付価格が 1 株当たり連結簿価純資産額を下回ることをもって、本公開買付価格の妥当性が否定されるものではないというべきである。
- ・ 本公開買付価格を巡っては、当社の各アドバイザー及び本特別委員会の実質的な関与の下、エア・ウォーターから提案された公開買付価格についてその都度引上げを求めて交渉を行った結果、エア・ウォーターが当初 900 円と提示していた公開買付価格について、その後 5 度にわたってエア・ウォーターから価格を引き上げた提案がなされ、最終的には 1,200 円まで増加するに至ったという経緯にも鑑みると、本公開買付価格はエア・ウォーターによって一方的に定められたものではなく、本特別委員会が十分な交渉力をもって真摯かつ継続的に交渉を行った結果、エア・ウォーターとしても一定程度妥協して提示されたものといえる。

(ウ) 本取引に係る手続の公正性

以下の点から、本取引に係る手続は公正であると認められる。

- ・ 特別委員会の設置

当社は、本特別委員会を設置しており、その設置時期、委員構成（その独立性及び専門性）、本特別委員会の設置及び委員の選定プロセス、権限の内容、検討の経緯・方法、交渉過程への関与状況等からみても、本特別委員会は、エア・ウォーターの影響が排除されていると認められる。

- ・ 当社取締役会における本特別委員会の判断の取扱い

当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、取締役会における本取引に関する意思決定については、本特別委員会の判断内容を最大限尊重すること、及び本特別委員会が本公開買付けに関する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を定めており、当社取締役会における本取引に関する意思決定にあたって、本特別委員会の意見が適切に反映されるための措置が講じられているものと認められる。
- ・ 当社における独立した検討体制の構築

当社の取締役のうち、エア・ウォーターの役員を兼務する福田健太郎氏、及びエア・ウォーターのリーガル・アドバイザーである大江橋法律事務所 に所属している小寺美帆氏の2名の取締役が関与しないように、①本特別委員会を設置する旨の取締役会決議、②当社が選任した第三者算定機関であるデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーにおける当社の株式価値算定の基礎となる当社の事業計画の作成及び③本取引に関する意思決定を行うこととした。加えて、上記①ないし③の交渉及び意思決定の前提となる本取引に関連する情報の収集その他本取引の進行に関する業務についても、エア・ウォーターとの間で職務の兼務関係等がある者は関与していないこととしている。以上のとおり、当社においては独立した検討体制が構築されている。
- ・ 外部専門家の独立した専門的助言等の取得

当社は、本取引に関する当社取締役会の意思決定の方法及びかかる意思決定に至るまでの各過程について、その適法性及び公正性を確保するため、本特別委員会の承認を得て、当社及びエア・ウォーターから独立したリーガル・アドバイザー及びファイナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関を選任し、それぞれから専門的な助言を受けている。また、ファイナンシャル・アドバイザーからは、株式価値算定書を取得するとともに、エア・ウォーターとの間で本取引の条件に関する交渉を進めるうえで助言を受けた。
- ・ 少数株主に対する適切な情報開示

エア・ウォーターにより提出・公表される公開買付け届出書、意見表明報告書及びプレスリリースによる情報開示は、当社の少数株主が本公開買付けに応じるか否かを適切に判断するために相当と認められる情報が開示されているものと認められる。
- ・ 本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

当社とエア・ウォーターの間では、本公開買付け価格よりも有利な条件で少数株主から当社株式を取得する第三者が出現した場合に、当該第三者

による株式取得を阻害する合意はなされていない。

- ・ 当社の少数株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

本公開買付けでは、36 営業日の公開買付期間が定められており、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するとともに、対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う機会を確保している。また、本公開買付け後の本スクイーズアウト手続における株式の買取価格を本公開買付価格と同一の価格を基準として算定される予定であることが明らかにされており、強圧性が生じないように配慮している。

- ・ マジョリティ・オブ・マイノリティ

本公開買付けにおいて、マジョリティ・オブ・マイノリティが設定されていないことは、本取引に係る手続の公正性に特段の疑義を差し挟む事情とはいえない。

(エ) 本取引についての決定が当社の少数株主にとって不利益なものではないか

上記「(ア)」から「(ウ)」のとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的は正当性及び合理性を有すること、本公開買付価格は当社の少数株主が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本取引の条件の妥当性が確保されていること、及び、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められることから、本特別委員会は、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。

(オ) 本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することが相当であるか否か

以上のとおり、本取引の目的には正当性及び合理性が認められるうえ、本取引の取引条件の妥当性及び本取引に係る手続の公正性はいずれも確保されており、かつ、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ことを踏まえ、本特別委員会は、本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することが相当であると判断する。

④当社における独立した法律事務所からの助言

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御堂筋法律事務所を選任し、同事務所から、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置、本取引の諸手続並びに本取引に係る当社の意思決定の方法及び過程その他の意思決定にあたっての留意点等について、必要な法的助言を受けております。なお、御堂筋法律事務所は、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。

また、本公開買付けに係る御堂筋法律事務所の報酬は、本公開買付けの成否にかかわらず支払われる時間単位の報酬のみであり、本公開買付けの成立を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

⑤当社における独立した検討体制の構築

当社は、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、公開買付者から独立した立場で、本公開買付けに係る検討、交渉及び判断を行う体制（本公開買付けの検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）を当社の社内に構築し、検討を進めてまいりました。具体的には、当社は、2024年10月中旬から、当社と公開買付者との間の本公開買付けに係る取引条件に関する協議・交渉過程、及び当社株式の価値算定の基礎となる当社の財務予測の作成過程においては、構造的な利益相反の問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、公開買付者グループ（当社グループを除きます。）各社の役職員を兼務していない当社の役職員のみから構成される検討体制を構築し、本日に至るまでかかる取扱いを継続しております。また、かかる取扱いを含めて、当社の社内に構築した本公開買付けの検討体制（本公開買付けの検討、交渉及び判断に関与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の確認を得ております。

⑥当社における利害関係を有しない取締役（監査等委員である取締役を含む。）全員の承認

当社は、御堂筋法律事務所から得た法的助言、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーより取得した財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、本答申書の内容、公開買付者との間で実施した複数回にわたる継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて慎重に協議・検討を行った結果、上記「1. 株式併合の目的及び理由」に記載のとおり、2025年2月7日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社株式について本公開買付けに応募することを推奨することを決議しております。上記の当社取締役会においては、当社の取締役9名のうち、福田健太郎氏は公開買付者の顧問を兼任しており、小寺美帆氏は公開買付者のリーガル・アドバイザーを務める大江橋法律事務所に所属していることから、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、当社取締役会における審議及び決議がこれらの問題による影響を受けるおそれを排除する観点から、これらの2氏を除く7名の取締役（監査等委員2名を含む。）において審議のうえ、全員一致により上記の決議を行っております。また、福田健太郎氏及び小寺美帆氏は、本取引が構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題が典型的に存する取引に該当することに鑑み、これらの問題に

よる影響を受けるおそれを排除する観点から、上記取締役会を含む本取引に係る取締役会の審議及び決議には参加しておらず、かつ、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加しておりません。

⑦本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

当社及び公開買付者は、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、対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意は一切行っておらず、対抗的な買付け等の機会を妨げないこととすることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

⑧当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するための措置

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、36 営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を法令に定められた最短期間よりも長期に設定することにより、当社の株主の皆様には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、対抗的買収提案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公正性を担保することを企図しているとのことです。

4. 今後の見通し

本株式売渡請求の実施に伴い、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(3) 上場廃止となる見込み」に記載のとおり、当社株式は 2025 年 5 月 14 日をもって上場廃止となる予定です。

エア・ウォーターは、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③ 本公開買付け後の経営方針」に記載の経営施策を推進する予定とのことです。

5. 支配株主との取引等に関する事項

(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況

公開買付者は当社の支配株主（親会社）であり、本公開買付けに関する意見表明及び本取引は、支配株主との取引に該当します。当社は、2024 年 6 月 28 日に開示したコーポレート・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」として、「当社の支配株主であるエア・ウォーター株式会社との取引条件は、独立第三者間取引と同様に契約条件や市場価格を十分に勘案して合理的に決定する方針であり、本方針を適切に履行することにより、少数株主の利益を害することがないように対応しております。」と示しております。

当社は、本取引に関して、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及

び理由等」の「(4) 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」のとおり、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応し、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を講じており、かかる対応は上記指針に適合しているものと考えております。

(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「(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指針への適合状況」に記載のとおり、本取引は、当社にとって支配株主との取引等に該当することから、当社は、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が必要であると判断し、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(4) 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」に記載の措置を講じることにより、公正性を担保し、利益相反を回避した上で判断しております。

(3) 当該取引等が少数株主にとって不利益なものでないことに関する、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、2025 年 2 月 6 日、本特別委員会から、本取引についての決定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旨、及び、当社は、本公開買付けに関して当社の取締役会が賛同意見を表明し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することが相当であると認められる旨を内容とする本答申書の提出を受けております。

詳細は、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等」の「(4) 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特別委員会からの答申書の取得」の「(iii) 判断内容」をご参照ください。なお、本答申書は、本公開買付けが成立した後における、エア・ウォーターによる当社の非公開化が当社の少数株主にとって不利益ではないことに関する意見も兼ねていることから、当社は、本株式売渡請求の承認に際しては、当該決定が当社の少数株主にとって不利益なものではないことに関する、支配株主と利害関係のない者の意見を改めて取得しておりません。

以上