

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年 6 月17日
【報告者の名称】	中野冷機株式会社
【報告者の所在地】	東京都港区芝浦二丁目15番 4 号
【最寄りの連絡場所】	東京都港区芝浦二丁目15番 4 号
【電話番号】	03-3455-1311
【事務連絡者氏名】	取締役管理部門長 小野 浩一
【縦覧に供する場所】	中野冷機株式会社 (東京都港区芝浦二丁目15番 4 号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号)

- (注 1) 本書中の「当社」とは、中野冷機株式会社をいいます。
- (注 2) 本書中の「公開買付者」とは、エムキャップ十五号株式会社をいいます。
- (注 3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注 4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 5) 本書中の「令」とは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 6) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(平成 2 年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。)をいいます。
- (注 7) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。
- (注 8) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第 1 条第 1 項各号に掲げる日を除いた日をいいます。
- (注 9) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注10) 本書中の「本公開買付け」とは、本書の提出に係る公開買付けをいいます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名 称 エムキャップ十五号株式会社

所在地 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2025年6月16日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

なお、当該取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

本公開買付けに関する意見の根拠及び理由のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、エムキャップ十四号株式会社(以下「エムキャップ十四号」といいます。)がその発行済株式の全てを所有しており、本公開買付けを通じて当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)を所有することを主たる目的として2025年5月16日に設立された株式会社とのことです。なお、エムキャップ十四号は、株式会社丸の内キャピタル(以下「丸の内キャピタル」といいます。)が無限責任組合員として管理・運営する丸の内キャピタル第三号投資事業有限責任組合(以下「丸の内キャピタル3号ファンド」といいます。)がその発行済株式の全てを所有しているとのことです。なお、本書提出日現在、丸の内キャピタル、丸の内キャピタル3号ファンド、エムキャップ十四号及び公開買付者は、当社株式を所有していないとのことです。

丸の内キャピタルは、独立したファンド運営を行いながら、完全親会社である三菱商事株式会社(以下「三菱商事」といいます。)及びそのグループ会社(以下、総称して「三菱商事グループ」といいます。)の信用力・機能・ネットワークを活用し、独自の付加価値を提供するユニークなファンド運営会社であり、具体的には、投資ファンドとして有する過去の投資実績、並びに三菱商事の有する事業ネットワーク・業界知見・ノウハウや三菱商事からの出向者を活用しての事業拡大・成長、海外進出等をサポートするケースもあり、ファンドでありながら事業基盤を活用した事業支援が可能となっているとのことです。エクイティ投資を通じ、事業成長、事業再編、事業承継等の課題に対し具体的な解決策を提供するとともに、投資先企業の長期的な競争力の強化に取り組んでいるとのことです。丸の内キャピタルは、過去に株式会社タカラトミー、株式会社ジョイフル本田、株式会社山本製作所、株式会社成城石井、株式会社エムアイフーズスタイル、株式会社大貴、トライス株式会社、株式会社ピーツ、株式会社サイプレス、株式会社グラニフ、株式会社TOSEI、株式会社三浦屋、株式会社ミスズライフ、株式会社KMCT、Sambo Piping(Thailand) Co.,Ltd.、門司メタルプロダクツ株式会社、株式会社AKOMEYA TOKYO、東亜トレーディング株式会社、日本結晶光学株式会社、株式会社永谷園ホールディングス等への投資実績を有しているとのことです。なお、本書提出日現在、三菱商事は、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。)スタンダード市場に上場している当社株式の全て(但し、当社のその他の関係会社であり筆頭株主であるアイング株式会社(以下「アイング」といいます。)が所有する当社株式(1,662,400株、所有割合(注1) : 33.19%)(以下「本不応募合意株式」といいます。)及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社を非公開化し、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(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を決定したとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2025年5月9日付で公表した「2025年12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2025年3月31日現在の当社の発行済株式総数(5,068,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(58,536株)を控除した株式数(5,009,464株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。 以下、所有割合の計算において同じです。)をいいます。

本取引は、 本公開買付け、 本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けにより当社株式の全て(但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合に、当社の株主を公開買付者及びアイングのみとすることを目的として当社が会社法(平成17年法律第86号。 その後の改正を含みます。 以下「会社法」といいます。)第180条に基づいて行う当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)(2025年10月頃を予定)、 本株式併合の効力発生を条件として、当社が本不応募合意株式を自己株式として取得(以下「本自己株式取得」といいます。)(注2)、のそれぞれの手続により構成され、最終的に公開買付者が当社を完全子会社化することを企図しているとのことです。 なお、2025年3月末時点の当社の現預金並びに当社の事業運営に要する必要現預金の水準及び当社の分配可能額の水準等を勘案し、現時点では、本自己株式取得をするために必要となる資金について、当社の現預金にて充当すること及び当社が本自己株式取得に必要な分配可能額を確保することを目的とした会社法第447条第1項及び第448条第1項に基づく当社の資本金及び資本準備金の額の減少(以下「本減資等」といいます。)(注3)を実施することは予定していないとのことです。 今後の当社の財務状況等の変動により の実施に先立ち、本自己株式取得時点(2025年10月頃を予定)において、本自己株式取得するための資金が不足する場合には、公開買付者は当該資金を確保することを目的として当社に対する貸付けによる資金提供(以下「本資金提供」といいます。)を実施すること、及び当社の分配可能額が不足する場合には、本減資等を実施することを予定しており、本不応募契約(以下に定義します。 以下同じです。)で合意しているとのことです。 また、公開買付者が当社を完全子会社化した後、アイングは、本自己株式取得で得た金銭を原資として、公開買付者へ再出資(以下「本再出資」といいます。)することを予定しているとのことです(注4)。 なお、本再出資後、公開買付者を通じたアイングの間接的な議決権割合は最大49.90%となる予定とのことであり、本株主間契約(下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「 本株主間契約」において定義します。 以下同じです。)で合意しているとのことです。 なお、本株式併合の詳細については、下記「(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)」をご参照ください。

(注2) 本自己株式取得の取得価格(株式併合前の当社株式1株当たり7,666円。 以下「本自己株式取得価格」といいます。)は、()法人税法(昭和40年法律第34号。 その後の改正を含みます。 以下同じです。)に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用される法人であるアイングが本自己株式取得に応じた場合の税引後手取り額として計算される金額が、()仮にアイングが本公開買付けに応募した場合の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(7,900円。 以下「本公開買付け価格」といいます。)の税引後手取り額として計算される金額と同等となるよう設定しているとのことです。

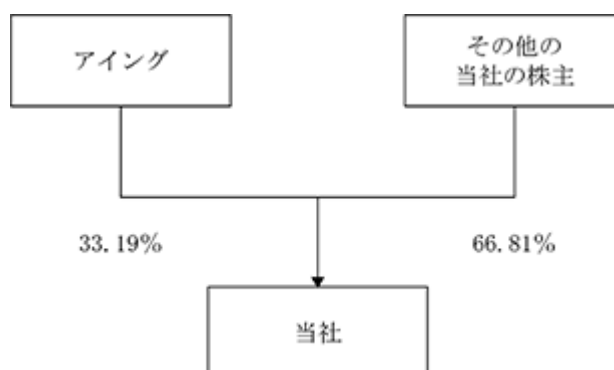
(注3) 本減資等においては、当社の資本金及び資本準備金の額を減少し、その他資本剰余金へ振り替える予定とのことです。

(注4) 本再出資における公開買付者の株式1株当たりの払込価額を決定する前提となる当社株式の評価は、本公開買付け価格と同一の価格(但し、本株式併合を実施する場合、本株式併合における当社株式の併合の割合に基づき形式的な調整を行う予定とのことです。)とし、公開買付者の株式は当該評価額にて発行する予定とのことです。 なお、本再出資は、アイングが本取引後も公開買付者への出資を通じて当社に關与するために実施されるものであり、アイングによる本公開買付けへの応募の可否とは独立して検討されたものであることから、公開買付け価格の均一性規制(法第27条の2第3項)の趣旨に抵触するものではないと考えているとのことです。

現在想定している一連の本取引を図示すると大要以下のとおりとのことです。

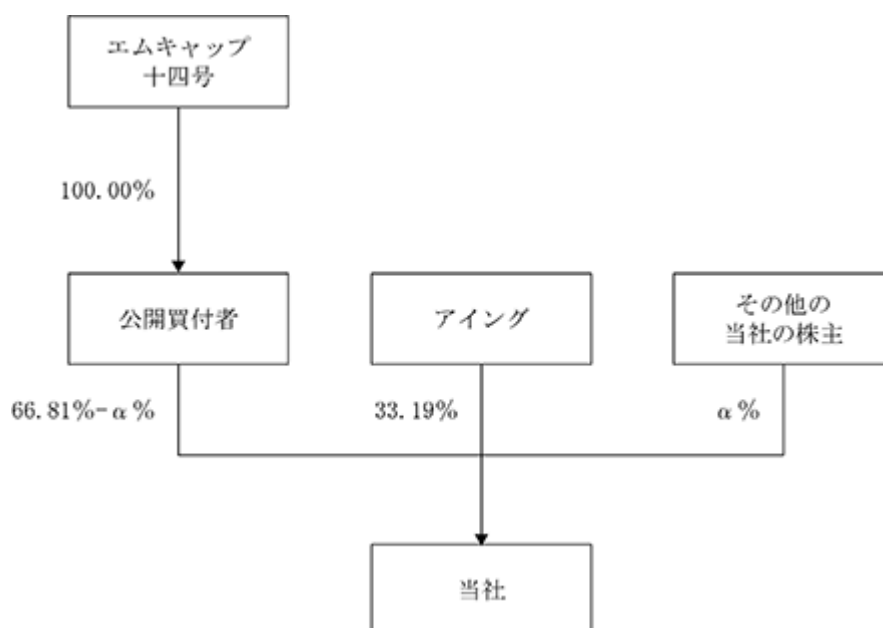
・本公開買付けの実施前

アイングが当社株式1,662,400株(所有割合：33.19%)、その他の株主が3,347,064株(所有割合：66.81%)を所有。



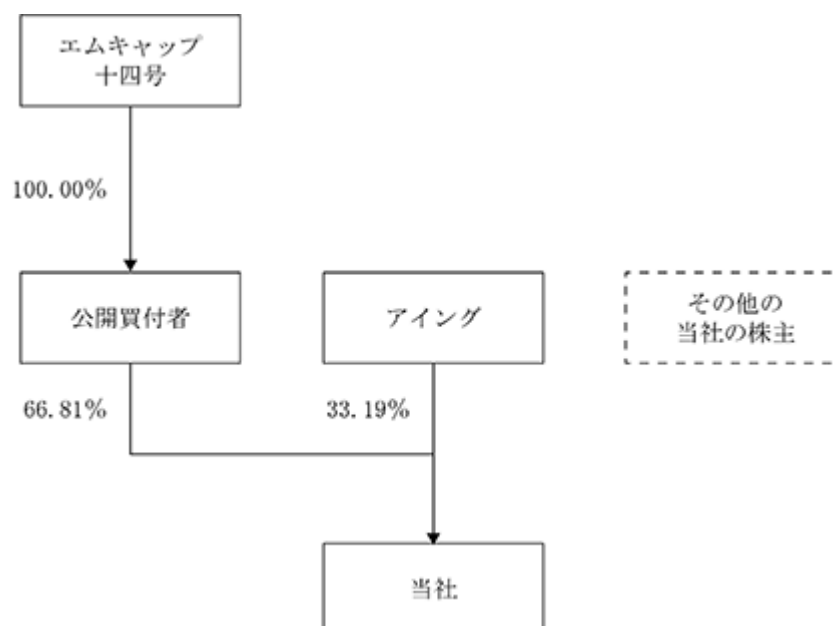
・本公開買付けの実施後(2025年8月頃)

公開買付者が本公開買付けを実施。本公開買付けが成立し、公開買付者は当社株式を1,677,200株(所有割合：33.48%)以上取得。なお、アイングは、本不応募契約に基づき引き続き当社の株主。



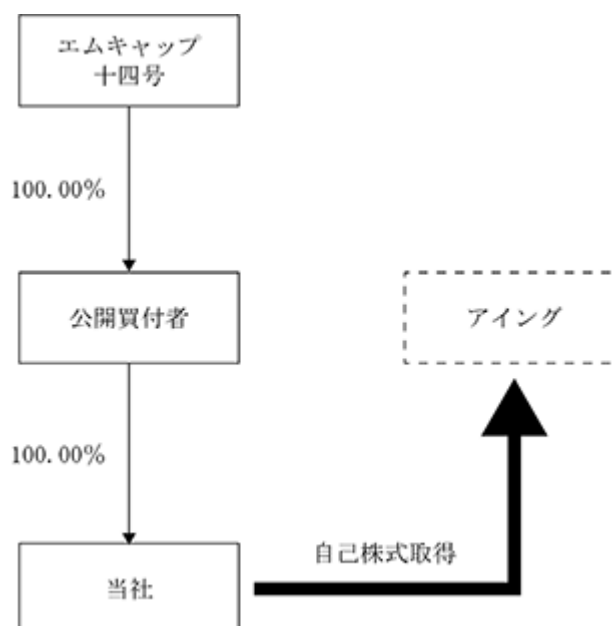
・本株式併合後(2025年10月頃を予定)

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て(但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、当社に対して本株式併合の実行を要請。当社は本株式併合を行い、当社の株主は公開買付者とアイングのみとなり、当社株式は上場廃止となる。



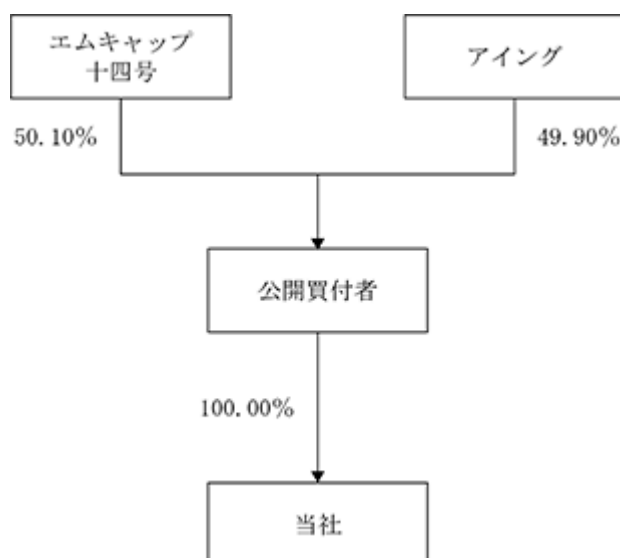
・本自己株式取得後(2025年10月頃を予定)

当社は、アイングが所有する本不応募合意株式の全てを自己株式として取得。



・本再出資後(2025年10月頃を予定)

アイングは、本自己株式取得で得た金銭を原資として、公開買付者へ本再出資を実施。本再出資後、公開買付者を通じたアイングの間接的な議決権割合は最大49.90%となる予定であり、本株主間契約で合意している。



本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、2025年6月16日付で、アイングとの間で、本不応募合意株式の全てについて本公開買付けに応募しないこと、本不応募合意株式の全てを、本自己株式取得を通じて本自己株式取得価格で当社に売却すること、本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会(下記「(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)」に定義します。以下同じです。))において本株式併合の実施に必要な各議案に賛成することを含めた、本取引に係る諸条件に合意し、かかる諸条件について定めた契約(以下「本不応募契約」といいます。)を締結しているとのことです。

なお、本不応募契約の詳細につきましては、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「本不応募契約」をご参照ください。

本公開買付けにおいて、公開買付者は、買付予定数の下限を1,677,200株(所有割合:33.48%)に設定しており、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。)の総数が買付予定数の下限(1,677,200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とのことです。他方で、本公開買付けは当社株式を非公開化し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としておりますので、本公開買付けにおいて買付予定数の上限は設けておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限(1,677,200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。

なお、買付予定数の下限(1,677,200株)は、当社第1四半期決算短信に記載された2025年3月31日現在の当社の発行済株式総数(5,068,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(58,536株)を控除した株式数5,009,464株に係る議決権の数(50,094個)に3分の2を乗じた数(33,396個)から、本不応募合意株式(1,662,400株)に係る議決権の数(16,624個)を控除(注5)した議決権の数(16,772個)に、当社の単元株式数である100株を乗じた数としているとのことです。かかる買付予定数の下限を設定したのは、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て(但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、当社の株主を公開買付者及びアイングのみとすることを目的とした本株式併合の実施を当社に要請する予定であるところ、本株式併合の手続を実施する際には会社法第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が必要とされていることから、本株式併合の手続を確実に遂行すべく、本公開買付け成立後に公開買付者及びアイングが当社の総株主の議決権の数の3分の2以上を所有することとなるようにするためとのことです。

(注5) 本不応募合意株式に係る議決権の数を控除しているのは、公開買付者は、アイングとの間で、本公開買付けに応募しない旨及び本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本株式併合に関連する各議案に賛成する旨の合意を得ているためとのことです。

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。)からの借入れ(以下「本銀行融資」といいます。)及びエムキャップ十四号による公開買付者への出資(以下、本銀行融資と総称し、「本資金調達」といいます。)によって賄うことを予定しており、本公開買付けの成立を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに本資金調達を受けることを予定しているとのことです。なお、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いるとのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

丸の内キャピタルは、日本国内における投資先の選定を行っており、当社の公開情報によれば、当社は高い商品力、高品質な施工・サービスを強みとして、長年に亘り冷凍・冷蔵機器業界において盤石なポジションを確立していると見受けられ、有力な投資候補先として初期的な関心を有していたことから、外部アドバイザーを介して当社のその他の関係会社であり筆頭株主であるアイングとの接点を持つため、2024年9月24日にアイングとの初回の面談を実施し、丸の内キャピタルの概要や過去の投資実績及び投資先企業の企業価値向上に向けた各施策等の紹介を行ったとのことです。初回面談以降、丸の内キャピタルは、当社に対する共同投資を含めたアイングとの間での幅広い協業ストラクチャーを模索していた中、2024年10月28日、丸の内キャピタルからアイングに対して、当社株式の非公開化、並びに当社の独立性を維持したままアイングとのシナジーを実現しつつ、中長期的な視点で当社の企業価値を向上させることを目指すことを前提とした本取引に関する初期的な提案を実施し、それ以降、二社間で当社株式の非公開化を前提とした企業価値向上に向けた成長戦略及び個別具体的な各施策に関して、継続的な協議を行ってきたとのことです。

なお、これより以前の2024年9月26日、アイングは単独で、当社に対して公開買付けを通じ、当社をアイングの連結子会社とすることにに関する初期的な検討レターを提出(以下「2024年9月26日付アイング提案」といいます。)していたとのことであり、その後、アイングと当社との間では、2024年9月26日付アイング提案に至った背景並びに想定される事業上のシナジー及び連結子会社化後の経営方針等について、書面やセッションを通じた意見交換が実施されていたとのことです。

しかしながら、アイングは、丸の内キャピタルとの間での上記の継続的な協議を通じて、丸の内キャピタルが有する過去の豊富な経験や投資実績に基づく経営ノウハウを活用し、アイングとのシナジーも実現した上で、当社に対し今後も更なる成長へのサポートが可能になることで、当社やアイングのみでは成しえない中長期的な当社の企業価値の向上が期待できると考えるとともに、当社が2023年12月22日付「中期経営計画策定に関するお知らせ」にて公表している長期ビジョンの数値目標である2033年の売上高650億円、営業利益65億円の達成の蓋然性を示す明確な戦略・施策自体も不足していると考え、当社の筆頭株主の立場からも、丸の内キャピタルが有する過去の豊富な経験、投資実績や経営ノウハウ及び丸の内キャピタルや三菱商事グループの国内外の幅広いネットワークを含めた外部リソースを活用することが、中期経営計画の着実な達成及び長期ビジョンの達成を含む当社の更なる企業価値の向上に資するという結論に至ったことから、2024年11月19日、当社に対して、2024年9月26日付アイング提案を取り下げる旨を伝えた上で、2024年11月26日、丸の内キャピタル及びアイング(以下、総称して「本共同提案者」といいます。)は共同で、2024年10月28日付の丸の内キャピタルからアイングに対する提案の内容にて、当社に対して当社株式の非公開化に関する初期的な提案を実施したとのことです。これに対して、同日付で、当社より、初期的・簡易的なビジネスデュー・ディリジェンス(以下「初期的ビジネスデュー・ディリジェンス」といいます。)の機会を提供すること及び初期的ビジネスデュー・ディリジェンスの機会を最大限活用し、当社の事業に対する理解を深め、当社企業価値の極大化に向けたシナジーを具体的に検討の上で、当該内容を織り込んだ初期的意向表明書を提出するよう要請を受けたとのことです。

本共同提案者は、当社は高い商品力、高品質な施工・サービスを強みとして、長年に亘り冷凍・冷蔵機器業界において盤石なポジションを確立してきたと考えているとのことです。一方で、当社の売上高構成比の約6割を占める国内の冷凍・冷蔵ショーケース(注1)の市場は、国内の人口減少や高齢化の急速な進展に伴う「胃袋の減少」を踏まえ、コンビニエンスストアやスーパーマーケットの新規出店が一巡している成熟市場であると考えている一方で、競合他社からのシェアの奪取を見据えた製造効率の改善や新商品開発、また、海外市場においては、人口増加や都市化を背景に今後も高い成長可能性を有していることから競合他社の増産や新規参入もあることに鑑みると、今後の収益性の向上やシェア維持・拡大のためには、製造効率改善によるコスト競争力の改善、冷凍・冷蔵ショーケースの成長市場であり、日本チェーンドラッグストア協会資料によれば2023年から2030年までの年平均成長率が6%と見込まれているドラッグストアへの進出を含めた中長期的な販売戦略の不足、海外進出等の一定の課題があると考えているとのことです。また、本共同提案者は売上高構成比の約2割を占める国内の冷凍・冷蔵倉庫(注2)は、冷凍食品需要の拡大等により、今後も大規模冷凍・冷蔵倉庫を中心とした拡大が見込まれる市場環境にあると認識しておりますが、当社としては設計・施工監理の人材不足もあり、今後の成長加速に向けては設計・施工監理を担う人材確保の面で課題を抱えている状況と考えているとのことです。更に、当社事業に係る東南アジアを中心とした海外市場は、Euromonitor Reportsによれば、冷凍・冷蔵ショーケースのエンドユーザーであるスーパーマーケットやコンビニエンスストア市場の今後の年平均成長率が8%以上と予測されており、特にタイ、インドネシア、フィリピン等は中でも高い年平均成長率であることから、今後高い成長可能性を有していると認識している一方で、当社においては、中国事業の不振やベトナムを含めた新規での海外展開の遅れ等が課題となっており、リソースやノウハウも不足していると考えているとのことです。

かかる状況下、本共同提案者は当社の掲げる長期ビジョン実現の実現可能性を高め、かつ、早期での実現を目指すためには本共同提案者との戦略的協業が有効であると考えに至ったとのことです。具体的には、2024年11月26日付で当社より受領した、初期的ビジネスデュー・ディリジェンスを活用し当社企業価値の極大化に向けたシナジーを検討した上での初期的意向表明書の提出要請を踏まえ2024年12月中旬から2025年2月上旬まで実施した初期的ビジネスデュー・ディリジェンス、及び2025年2月下旬から2025年4月下旬まで実施した当社の財務・税務、法務、環境及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスの結果を踏まえて、下記の施策が当社の企業価値向上に有効であると考えており、本共同提案者としては、下記の施策を通じて当社グループ(下記「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」に定義されます。以下同じです。))の更なる事業拡大及び収益性向上を図り、ひいては中長期的な企業価値の最大化に寄与したいと考えているとのことです。下記の施策を推進することで、当社グループが有する潜在力を十分に引き出し、国内外での更なる成長を実現することができると考えているとのことです。

(注1) 「冷凍・冷蔵ショーケース」とは、主に小売業界で使用される商品を陳列する用途の業務用冷蔵ショーケースを指すとのことです。

(注2) 「冷凍・冷蔵倉庫」とは、10 以下で商品を保管する用途の商業用倉庫全般を指すとのことです。

(ア)国内における営業体制・営業力の強化

本共同提案者は、顧客別・店舗別損益実績及び将来損益見込をベースに、営業戦略の高度化並びに明確化を行うことで、当社の収益性の改善余地があると考えているとのことです。顧客毎のアカウント管理及び営業活動の強化に向けては、これまで丸の内キャピタルが全投資先で企業価値向上施策として実行し、蓄積してきたノウハウを活用できると考えとともに、三菱商事グループやアイシング並びに関連会社である当社を除いたアイシングの子会社5社と合わせて計6社から構成されるアイシンググループが資本・事業上の関係を有するコンビニエンスストア、食品スーパー、また、倉庫事業のオーナーとなり得る不動産開発・食品卸売り企業等の顧客紹介も可能であり、収益性の高い顧客への効果的なアプローチに寄与できるものと考えているとのことです。

(イ)生産性向上による生産能力及び収益性の向上

本共同提案者は、今後更なる企業価値の向上を図る観点において、当社結城工場の現状の生産能力では、今後の更なる受注拡大に向けた追加生産を行っていく中で一定の制約があると認識しているため、工程改善、製造管理及び成果管理の精緻化による更なる生産性向上を図ることにより、生産能力及びコスト改善支援による収益性の向上が可能と考えているとのことです。

また、上記(ア)の施策を通じて、高度化された営業戦略を事前に策定することで効果的な生産体制を整備し、販売数量に合わせた生産を行うことが重要であると考えており、丸の内キャピタルが過去の投資実績を通じて蓄積した生産性・収益性向上に向けた各種取り組み施策の中で、当社と協議しながら、提案可能な施策を断続的に提供することにより、生産能力向上による収益拡大及び生産コスト削減による収益性の向上に貢献できる可能性があると考えているとのことです。

(ウ)新規事業の開拓

今後、当社としても、国内の冷凍・冷蔵倉庫の設計において蓄積されてきた電気工事等のノウハウを活用した事業・サービスの多様化を図っていく観点で倉庫・メンテナンス事業の周辺領域において横展開による新規事業の取り組みが必要と認識している一方で、具体的な戦略は決まっておらず、今後新規事業を検討・開拓する際に必要となる人材・ノウハウ獲得も視野に入れたM&Aについては、丸の内キャピタルが国内外の候補先の発掘から、買収実務及び買収後の統合・シナジーの発現までの全てのフェーズにおいて全面的な支援を提供することが可能とのことです。その上でこれまで当社が新領域(一次側電気(注3)・空調換気・給排水設備工事)への事業拡大を展望しながらも、ノウハウを保有する人材の不足等により取り組むことが難しかった領域を、戦略的に補強することが可能であると考えているとのことです。

また、同事業分野における人材確保・機能拡充については、アイングが電気工事士や電気主任技術者等の有資格者を多数有しており、また、資格取得に必要となる人材育成ノウハウを有していることからアイングにおける人材活用や育成面での支援・事業上での協業が検討可能であると考えているとのことです。

(注3) 「一次側電気」とは、電気設備において、電力が供給される側を指すとのことです。

(エ)海外事業の拡大

本共同提案者は、当社の海外売上高の拡大に向けては、既存の中国・ベトナム事業の更なる強化に加え、タイ・インドネシアをはじめとする新たな国への進出が必要であると考えているとのことです。そのために、丸の内キャピタルは現地進出後の事業拡大に向けた戦略立案・進捗の支援、現地生産化に向けてのパートナー模索・バリューチェーンの構築及び新たな国・地域へ参入時の現地販売代理店・協力会社の模索等に向けて、人的支援・M&Aによる複合的な支援が可能と考えているとのことです。

(オ)経営体制強化

本共同提案者は、今後の当社の成長のためには、国内事業の収益性向上・シェア拡大、倉庫・メンテナンス事業の機能拡充・事業拡大及び海外事業の拡大等、全社戦略の具現化と当該戦略に基づいたプロジェクトの推進が必要と認識しているとのことです。丸の内キャピタルは、投資先でのプロジェクトを常駐・半常駐の形でマネジメント・現場にも深く関与しつつサポートしてきた経験を数多く有しており、各施策の立案及び実行については当社と伴走しながら、より高い確度と早い時間軸での施策実現が可能と考えているとのことです。具体的には、丸の内キャピタルより、当社の企業価値向上に資する人員を派遣・参画させ、当該メンバーが常駐・半常駐の形で戦略立案・プロジェクトのサポートを行い、各種施策達成のためのPDCA(注4)サイクルの構築、インセンティブプランの設計を含めた報酬体制の改革等により優秀な人材の採用・育成・リテンションの強化等を図ることで実現確度を高めていくことが可能と考えているとのことです。

(注4) 「PDCA」とは、Plan(計画)・Do(実行)・Check(評価)・Action(改善)を繰り返すことによって、業務を継続的に改善していくサイクル及び手法を指すとのことです。

本共同提案者は、上記の施策を通じて当社の持続的な成長を実現するためには、柔軟かつ迅速な意思決定体制を構築するとともに、中長期的な視点に基づく積極的な経営資源の投入を行うための資本構成の検討が必要であり、その過程においては、中長期的に見れば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、短期的には当社の利益に直接貢献しない可能性があり、更に、上場を維持したままこれらの施策を実施すれば、短期的には資本市場から必ずしも十分な評価を得ることができず、当社の株価にマイナスの影響を及ぼす可能性を否定できないと考えているとのことです。また、当社の事業基盤やブランド力・信用力は既に確立されていること、また当面エクイティ・ファイナンスの活用による資金調達の必要性は見込まれないこと及び当社が長年の事業活動により培ったブランド力・信用力や社会的信用性は上場廃止により失われるものではなく、人材採用へ影響を及ぼす可能性は僅少であることから、上場廃止によるマイナスの影響は無いと考えているとのことです。また、本取引後、当社が、本共同提案者及び三菱商事グループ(以下、総称して「公開買付者グループ」といいます。)やアインググループに実質的に包含されることによるデメリットや非公開化に伴いアイング以外の当社株主との間での資本関係がなくなることによって当社の事業に与えるデメリットについては、特段想定していないとのことです。

上記に加えて、本取引後においては、当社は、丸の内キャピタル及びアイングの2者が公開買付者を通じて当社の株式を間接的に保有する合併会社となるところ、一般に合併会社においては、出資者間にて合意が成立しない場合に合併会社の業務執行が著しく停滞・停止する可能性(いわゆるデッド・ロック)があります。特に、本再出資後、公開買付者を通じたアイングの間接的な議決権割合が最大49.90%となるため、当社の株主総会の特別決議事項についてはデッド・ロックの可能性があると当社は考えておりますところ、本共同提案者によれば、本株主間契約において、株主総会の特別決議事項について合意に至らなかった場合には、両当事者における最高意思決定者の間で誠実に協議する旨の合意がなされており(詳細は下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「 本株主間契約」をご参照ください。)、本共同提案者としては、これによりデッド・ロックの回避の手当てを行っているとは認識しているとのことです。当社としては、この点に関する本共同提案者の認識は、特段不合理であるとまでは考えておりません。

上記背景から、本共同提案者は、2024年12月9日、当社に対する初期的ビジネスデュー・ディリジェンスの機会をいただきたいこと及び初期的ビジネスデュー・ディリジェンスの機会を最大限活用し、当社の事業に対する理解を深め、当社企業価値の極大化に向けたシナジーを具体的に検討の上で、2025年1月末から2月初旬頃を目途として、当該内容を反映した正式な初期的意向表明書を提出する予定であることを記載した書面を提出し、同日、当社より口頭で了承した旨の回答を受領したとのことです。なお、丸の内キャピタルは、公開買付者グループ及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして2024年11月上旬に西村あさひ法律事務所・外国法共同事業を、ファイナンシャル・アドバイザーとして2024年12月上旬にS M B C日興証券株式会社を選任の上、本取引に関する具体的な検討を開始したとのことです。

その後、本共同提案者は、初期的ビジネスデュー・ディリジェンスを通じ、当社事業及び当社を取り巻く市場・競争環境に対する理解を深め、当該時点までの理解を踏まえ、2025年2月6日付で法的拘束力のない初期的意向表明書を提出し、当社の市場株価を前提に一定程度のプレミアムを付した上での本公開買付け及びそれに続く本スクイズアウト手続(下記「(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)」にて定義します。以下同じです。))を通じた当社の完全子会社化について提案し、今後、公開買付価格を含めた最終的な提案をするにあたり、合理的な範囲での当社の財務・税務、法務、環境及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスを実施したい旨、依頼し、同日、当社より、本取引の実施に向けた検討・協議を開始することを了承し、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築する旨の回答を受けたとのことです。

以降、本共同提案者は、2025年2月下旬から4月下旬にかけて当社の財務・税務、法務、環境及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスを実施すると同時に、2025年3月上旬から4月上旬にかけて、複数回に亘り、本共同提案者が当社を完全子会社とした場合に本共同提案者が想定するシナジーや協業によるメリットの享受等についても当社との間で面談を通じた意見交換を行ったとのことです。また、本共同提案者は、2025年2月25日、当社及び本特別委員会(下記「 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」)において定義します。以下同じです。)より本取引の目的・意義、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等に関して書面による質問を受領し、2025年3月6日、本取引の目的・意義、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等に関して書面による回答を提出したとのことです。その後、2025年4月18日、21日及び22日に当社及び本特別委員会との間で、本取引の目的・意義、実施時期、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等についても意見交換を行ったとのことです。

その後、本共同提案者は、2025年4月中旬から5月上旬にかけて、公開買付者の特定を含む本取引のストラクチャーについて再度協議を行い、エムキャップ十四号がその発行済株式の全てを所有するエムキャップ十五号株式会社が公開買付者となること、及びアイングは本公開買付けには応募せず、公開買付者が当社を完全子会社化した後、当社がアイングの所有する本不応募合意株式の全てを本自己株式取得した上で、アイングは、本自己株式取得で得た金銭を原資として、本再出資することを含む本取引のストラクチャー等を確定した上で、2024年12月中旬から2025年2月上旬まで実施した初期的ビジネスデュー・ディリジェンス及び2025年2月下旬から2025年4月下旬まで実施した当社の財務・税務、法務、環境及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスの結果や当社及び本特別委員会との協議等を踏まえ、2025年5月9日に当社に対して、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)、本公開買付けの買付予定数の下限の設定及び本取引のストラクチャー等の本取引に係る主要な条件とともに、当社株式の上場来高値である7,420円(2019年12月2日)を上回る価格であり、当社の少数株主に対する売却機会の提供という観点からも極めて合理性のある水準にあり、当社として株主を含めた市場に対する説明責任を十分に果たすことができる水準として、本公開買付価格を1株当たり7,450円(提案日の前営業日である2025年5月8日終値である5,500円に対して35.45%(小数点以下第三位を四捨五入しております。以下プレミアム計算において同じです。)、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値5,436円(小数点以下を四捨五入しております。以下、終値の単純平均値の計算において同じです。))に対して37.05%、同日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値5,328円に対して39.83%、同日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値5,600円に対して33.04%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案したとのことです(以下「初回提案」といいます。))。

これに対して、2025年5月19日、当社より、当該提案価格は、他の類似案件におけるプレミアム水準を鑑みると、当社及び本特別委員会として少数株主に対して説明を果たす観点、及び少数株主の利益保護の観点から、必ずしも十分な水準ではなく、本公開買付価格の引き上げを要請する旨の回答があり、また、本取引の実行後における投資計画やインセンティブ制度等に対する本共同提案者の方針及び本株主間契約の主要条件等について質問を受領したとのことです。

本共同提案者は、当社からの上記要請を踏まえ、本公開買付価格について再度検討を行い、2025年5月22日、本公開買付価格については、当社及び少数株主へより一層の配慮を差し上げるべく、本共同提案者間で協議を進めており、後日再提案する旨を回答した一方、当社より受領した質問事項については、本取引の実行後における投資計画やインセンティブ制度等に対する本共同提案者の方針や本株主間契約の主要条件及びその他本公開買付けの諸条件等について本公開買付価格に先行して回答を行ったとのことです。その後、2025年5月24日、当社より、改めて過去類似事例と同水準のプレミアムとなるまでの本公開買付価格の再提案を、また、当社より受領した質問事項への回答内容の更なる確認が必要であることを理由として、2025年5月27日に開催予定の本特別委員会へ参加することについて、それぞれ要請を受けたとのことです。その後、2025年5月27日、少数株主に対する売却機会の提供という観点からも極めて合理性のある水準にあり、株主を含めた市場に対する説明責任を十分に果たすことができる水準であり、当社及び少数株主へより一層の配慮を示す価格として、本公開買付価格を1株当たり7,750円(提案日の前営業日である2025年5月26日終値である5,630円に対して37.66%、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値5,564円に対して39.29%、同日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値5,351円に対して44.83%、同日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値5,564円に対して39.29%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案を実施したとのことです(以下「2回目提案」といいます。))。また、同日付で開催された本特別委員会に参加した上で、当社より受領した質問事項への回答内容についての補足説明を行ったとのことです。

その後、2025年5月28日、当社より、2回目提案の価格は、過去の類似事例と比較して依然として低い水準にとどまっており、少数株主をはじめとするステークホルダーへの説明責任を果たす観点からも、過去の類似事例と同等のプレミアム水準となるまで本公開買付価格の引き上げを要請する旨の回答を受領したとのことです。その後、2025年6月5日、本共同提案者としては、当社から受領した上記要請を踏まえて再度真摯に検討を重ねた結果、当社及び少数株主へ最大限の配慮を示す価格として、本公開買付価格を1株当たり7,900円(提案日の前々営業日である2025年6月3日終値である5,540円に対して42.60%、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値5,606円に対して40.92%、同日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値5,373円に対して47.03%、同日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値5,551円に対して42.32%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、提案を行ったとのことです(以下「3回目提案」といいます。)

その後、2025年6月6日、当社より、3回目提案の価格は、当社の企業価値や今後の成長性を概ね反映しているものとは基本的には理解している一方で、少数株主をはじめとする全てのステークホルダーへの説明責任を全うすべき立場として、最終判断にあたっては、少しでも株主利益の最大化を追求する必要があることから、更なる本公開買付価格の引き上げを要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、2025年6月10日、本共同提案者としては、当社から受領した上記要請を踏まえて真摯に検討を重ねた結果、3回目提案の価格は、当社及び少数株主へ最大限の配慮を示す価格として提示したものであることから、本公開買付価格を維持し、1株当たり7,900円(当社及び少数株主へ最大限の配慮を示す価格として、本公開買付価格を1株当たり7,900円(提案日の前々営業日である2025年6月6日終値である5,630円に対して40.32%、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値5,606円に対して40.92%、同日までの直近3ヶ月間の終値の単純平均値5,394円に対して46.46%、同日までの直近6ヶ月間の終値の単純平均値5,539円に対して42.63%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨について、最終提案を実施したとのことです(以下「最終提案」といいます。)

その後、2024年6月11日、当社より、最終提案における本公開買付け価格を受諾する旨の回答を受領したとのことです。

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

当社は、1917年に、故中野留吉氏によって、東京市麻布区(現東京都港区)において、鉄工所としてその事業を開始いたしました。その後、1946年2月に株式会社中野冷凍機製作所として法人に改組され、新型アンモニア式冷凍機やアイスクリーム製造装置の製造・販売を皮切として今日に至るまで、冷凍技術を基にした冷凍ショーケースや冷凍機を世に送り出してまいりました。1980年3月に、現在の商号である中野冷機株式会社に社名変更後、1986年8月に日本証券業協会に当社株式を店頭登録し、2004年12月に株式会社ジャスダック証券取引所(以下「ジャスダック証券取引所」といいます。)に上場し、2010年4月にジャスダック証券取引所及び株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)の統合に伴い、大阪証券取引所JASDAQ市場に上場しました。2013年7月に東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)市場に上場したのち、2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、本書提出日現在においては東京証券取引所スタンダード市場に上場しております。

当社は、本書提出日現在、当社と連結子会社4社(以下「当社グループ」といいます。)で構成されており、食品店舗向けの冷凍・冷蔵ショーケース等の設計、製造、販売に加え、その後のメンテナンスを含め、「食を支えるインフラカンパニー」として一気通貫のソリューションの提供を行っております。

当社グループは、「豊かな食生活を世界へーそして未来へー」という長期ビジョンを掲げ、創業100年で培ってきた冷凍・冷蔵技術をベースとしたお店づくりのノウハウを活かし、省エネを追求した高品質で環境に優しい製品と総合的なサービスで時代の変遷に応じて移ろいゆくお客様のニーズにお応えし、鮮度ビジネス市場の発展と安心・安全で豊かな食生活の実現に貢献してまいりました。次の100年に向けて、「伝統」と「革新」の融合による新しい波・新しい価値を日本のみならず、世界にも届け、更なる豊かさを実現することを使命とし、事業活動を通じて社会に貢献していくことを目指しております。

当社は食品用冷凍・冷蔵機業界において、ノウハウ・顧客との長期に及ぶ信頼関係・メンテナンスの手厚さを基に、長年に亘り事業を展開してまいりました。しかしながら、少子高齢化が進む社会において、国内の食品小売市場の成長は大きく見込めず、食品用冷凍・冷蔵機業界においても国内マーケット縮小という課題があるものと認識しております。また、コロナ禍以降の消費者ニーズの変化・多様化や、コスト高騰に対応した経営効率の向上を狙った国内流通の再編加速、国連による世界人口推計2024年版における東南アジアに関する記述によれば、2040～2050年頃まで人口が増加すると推定され、高い成長性を持つ東南アジアを中心とした海外市場の開拓など、当社を取り巻く環境も大きく変化しつつある一方、人的リソース・当該領域への知見の不足による収益機会の取りこぼしも問題になってきているものと認識しております。

かかる状況において、以下の経緯を経て、当社が掲げる長期ビジョン実現の蓋然性を高め、さらにより早期での長期ビジョン実現に向けては、これまで当社が培ってきた強みとは異なる豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウに裏付けられた強みを持つ本共同提案者との戦略的協業が有効であると判断いたしました。

具体的には、まず、当社は、当社のその他の関係会社であり筆頭株主であるアイングから、2024年9月26日付アイング提案(具体的には、アイングが、当社株式を公開買付けの実施を通じて取得することで、株券等所有割合にして50.10%に相当する株式を所有することとなる提案)を受領いたしました。

当社は、当該提案は、当社とアイングとの間で事前の具体的な協議を経た上でなされたものではなかったことから、当社の顧問の法律事務所であるアンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業(以下「アンダーソン・毛利・友常法律事務所」といいます。)及び当社の主幹事証券会社である大和証券株式会社(以下「大和証券」といいます。)に、当該提案の分析及び対応に関する相談を行いました。当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券から、当該提案は、経済産業省の2023年8月31日付の「企業買収における行動指針」上の真摯な買収提案に該当する旨の考えが述べられたことから、当該提案に対して真摯な検討を行うべく、また、2024年9月26日付アイング提案に係る当社の意思決定に慎重を期し、また、当社取締役会の意思決定過程における恣意性及び利益相反のおそれを排除し、その公正性を担保することを目的として、2024年10月9日付の取締役会決議にて、2024年9月26日付アイング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。)を設置するとともに、当社は、本特別委員会に対して、当社取締役会が2024年9月26日付アイング提案に係る公開買付けに賛同の意見を表明することの是非(以下「本当初諮問事項」といいます。)について諮問いたしました(なお、本特別委員会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」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び意見(答申書)の取得」をご参照ください。)。当社は、2024年10月9日付の当社取締役会決議にて、アイング及び当社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、アイング及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券をそれぞれ選任いたしました。

当社は、上記体制を整備した後、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券の助言を受けながら、2024年9月26日付アイング提案の実行の是非に関して検討を進めておりましたところ、アイングから、2024年11月19日、2024年9月26日付アイング提案を取り下げる旨の連絡を受領しました。その後、当社は、2024年11月26日、本共同提案者から、共同で、本取引に係る初期的な提案を受領し、2025年2月6日、本共同提案者から初期的意向表明書を受領いたしました。

当該初期的意向表明書を受けて、当社は、アイングに対する提案の取下げの経緯や共同提案の経緯(詳細は上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」をご参照ください。)を確認した後の2025年2月7日付の取締役会決議により、(ア)本共同提案者からの提案について検討を開始することを確認するとともに、(イ)本特別委員会に対して、(a)本取引の目的は合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)、(b)本取引に係る取引条件(本公開買付け価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているか、(c)本取引に係る手続の公正性は確保されているか、(d)上記(a)乃至(c)を踏まえ、本取引は当社の少数株主にとって不利益でないと考えられるか、(e)当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非(以下(a)乃至(e)の事項を「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(以下「本答申書」といいます。)を当社に提出することを委嘱いたしました。また、当社は、その際に、本特別委員会の各委員、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券につき、本共同提案者及び本取引からの独立性について確認を行いました。

その後、2025年2月25日、本共同提案者に本取引の目的・意義、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等に関して書面による質問を提出し、2025年3月6日、本取引の目的・意義、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等に関して書面による回答を受領しました。さらに、2025年4月18日、21日及び22日に、当社は、本共同提案者との間で、本取引の目的・意義、実施時期、ストラクチャー、本取引後の当社の経営方針等についても意見交換を行いました。この意見交換においては、当社グループの中長期的な更なる成長及び企業価値向上を実現するための施策として、(ア)新興国市場への展開拡大、(イ)国内主力事業の競争力強化、(ウ)業務提携及びM & Aによる収益機会の拡大、(エ)経営基盤強化を重点的に議論しました。

かかる協議・交渉の結果を踏まえ、当社は、下記のとおり、現在の当社グループの有する経営資源のみでは実現困難な課題に対しても、公開買付者グループが有する豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウを活用することで、当社の中長期的な競争力の確保及び企業価値の向上を見込むことができるとの考えに至りました。

(ア)新興国市場への展開拡大

当社は、少子高齢化により国内市場の成長が大きく見込めない中で、モダントレード(注5)の拡大や冷凍・冷蔵食品の需要拡大により成長を見込むことができる新興国市場へのさらなる進出が必須であると考えております。新興国における事業進出に関しては、既存海外事業を更に拡大しつつ、長年に亘り国内事業で培ってきた当社グループ独自の冷凍冷蔵技術に加え、現地代理店や協力会社ネットワークを構築することで、高い競争優位性の発揮が可能であると考えております。

他方で、上記施策を実施するにあたっては、グローバル・ガバナンスの構築・管理を行う経営管理人材等の人的リソースが必要となるところ、本取引後は、公開買付者グループより、それらの人的リソースの投入が期待できることから、これにより、海外事業の経営管理基盤の強化とグローバルでの稼ぐ力の増強が実現可能になると考えております。

(注5) モダントレードとは、デパート、スーパーマーケット、コンビニエンスストアなど、企業資本によって経営される現代的な小売形態を指します。これらの店舗は、組織化されたチェーンやブランドの一部であり、効率的な物流や標準化されたサービスを提供する点に特徴があります。

(イ)国内主力事業の競争力強化

国内における人口減少トレンドに伴うマーケットの縮小、更にはコロナ禍以降の消費者ニーズの変化・多様化や、コスト高騰に対応した経営効率の向上を狙った小売業の再編が予測される中、顧客リレーションの構築がより難しくなっていると当社は考えております。その中で競争優位性を発揮し続けるためには、新規・既存問わず顧客に対して、多面的なアプローチによるマーケティング活動を実施していくことが重要になってくるものと考えております。

本取引後は、公開買付者グループの独自のネットワークや三菱商事グループのリソースの有効活用、及び国内小売企業との幅広い取引関係を確立しているアイングの実績を通じて、当社がこれまで活動が不十分であったマーケティング活動や部材調達先の最適化を実施することが可能となるものと期待され、さらにアイングからの電気工事士や電気主任技術者等の有資格者の派遣による設備施工能力の拡充等により、当社の国内主力事業の競争力強化が期待できると当社は考えております。

(ウ)業務提携及びM & Aによる収益機会の拡大

当社は当社グループの企業価値向上に資する企業との業務提携やM & Aを機動的に実行することにより、当社グループの収益機会の拡大を図る余地があると考えております。具体的には、国内協力会社の拡充やメンテナンスネットワークの構築によるメンテナンス収益の拡充、新領域(一次側電気・空調換気・給排水設備工事)事業への参画、海外市場において高いプレゼンス・販売力等を持つ企業との業務提携やM & Aによる非連続な収益拡大を実現できる可能性があると考えております。他方で、上記の施策を実施するにあたっては、M & Aプロセスの実行やPMI(注6)の支援を行える人材が必要となることから、本取引後は、公開買付者グループによる人材派遣が見込まれるため、より能動的に業務提携及びM & Aに取り組むことが可能になると考えております。

(注6) 「PMI」とは、Post Merger Integrationの略称であり、当初計画したM & A後の統合効果を最大化するための統合プロセスを指します。

(エ)経営基盤強化

当社は、厳しい事業環境の中での更なる成長に向け、売上拡大に留まらず、経営基盤の強化及び変革が必要であると考えております。具体的には、生産コストの削減に向けた生産性改善や需要変動に迅速に対応するための生産管理能力の強化、更には損益管理の精緻化や管理会計の高度化により、上記(ア)乃至(ウ)のPDCAサイクルやKPI(注7)管理体制を整備することが必要と考えております。当社は、三菱商事グループにおいては、過去の投資案件において、投資先の経営基盤強化に向けた豊富な経験があると考えており、本取引後は、当社の経営基盤強化を加速することが可能になると考えております。

(注7) 「KPI」とは、「Key Performance Indicator」の略称で、業績評価のための管理指標を意味します。

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すが、公開買付者グループと当社の間では、当社の中期的な投資計画を前提とした余剰キャッシュの確保につき調整が進んでおり、当面の間、大規模な資金需要が見込まれないことから、今後も継続して当社株式の上場を維持することの必要性を見出しにくい状況にあります。また、上場株式の非公開化に伴い想定される人材採用の難化や取引先からの信用の低下等のデメリットについては、当社はジャスダック証券取引所時代から通算して、取引所に20年あまりの間上場しており、長年の事業活動により培った採用市場における優位性や社会的信用性は上場廃止により失われるものではなく、公開買付者グループ入りすることで公開買付者グループの知名度・ブランド力等も活用することができることから、今後の人材採用面や顧客取引に対する具体的な悪影響は見込まれず、当社取締役会は、当社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。

さらに、本共同提案者が企図している上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載の(ア)乃至(オ)の施策は、当社の中長期的な更なる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、現在の当社グループの有する経営資源のみでは実現困難な課題に対しても、公開買付者グループが有する豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウを活用することで、当社の中長期的な競争力の確保及び企業価値の向上を見込むことができるとの考えに至りました。しかしながら、上記の施策は、中長期的に見れば大きな成長が見込まれる機会であったとしても、必ずしも早期に当社グループの利益に貢献するものではなく、計画どおりに事業が展開しない事業遂行上の不確定リスクに加え、短期的には当社グループの売上高や収益性が悪化することも想定され、上場を維持したままでこれらの施策を実施すれば、短期的に当社株式の市場価格の下落といったマイナスの影響を及ぼすリスクがあり、当社の株主の皆様に対して多大な悪影響を与えてしまう可能性があるものと考えております。

そのため、当社としても、当社の株主の皆様に対して短期的な悪影響を被ることなく株式を売却できる機会を提供するとともに、当社株式を非公開化することで、短期的な株式市場からの評価にとらわれず、かつ、機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする株主と経営陣が一体となった強固かつ安定した新たな経営体制を構築した上で、公開買付者グループが有する経営資源やノウハウを最大限活用することが、当社の更なる企業価値向上を実現する最良の選択であ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、本公開買付価格について、当社は、次のとおり、本共同提案者との間で継続的に交渉を行いました。

具体的には、2025年5月9日に本共同提案者から本公開買付価格を1株当たり7,450円とする旨の初回提案を受領した後、大和証券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、大和証券の助言を受けながら、2025年5月19日に、本共同提案者に対して、当該提案価格は、当社及び本特別委員会として少数株主に対して説明を果たす観点、及び当社の少数株主の利益保護の観点から、必ずしも十分な水準ではないことを理由として、提案内容の再検討を要請いたしました。また、本取引の実行後における投資計画やインセンティブ制度等に対する本共同提案者の方針及び本株主間契約の主要条件等について質問を提出いたしました。その後、2025年5月22日に本共同提案者から、本公開買付価格は据え置きとしたまま、当該質問書に対する回答を受領した後、2025年5月24日に、本特別委員会は、本共同提案者に対して、価格については過去類似事例のプレミアム水準を踏まえ、必ずしも十分ではないことを理由として提案内容の再検討を、また、当該質問書への回答内容の更なる確認が必要であることを理由として、本共同提案者を2025年5月27日に開催予定の特別委員会へ参加することをそれぞれ要請いたしました。その後、本共同提案者から2025年5月27日に本公開買付価格を1株当たり7,750円とする旨の第2回提案を受領した後、本共同提案者から本特別委員会において当該質問書への回答内容についての補足説明を受けました。2025年5月28日には、本特別委員会は、本共同提案者に対して、過去類似事例のプレミアム水準と比較して依然として低い水準にとどまっていることを理由として、提案価格の再検討を要請いたしました。その後、本共同提案者から2025年6月5日に本公開買付価格を1株当たり7,900円とする旨の第3回提案を受領した後、2025年6月6日には、本特別委員会は、本共同提案者に対して、当社の企業価値や今後の成長性を概ね反映しているものとは基本的には理解している一方で、少数株主をはじめとする全てのステークホルダーへの説明責任を全うすべき立場として、最終判断にあたっては、少しでも株主利益の最大化を追求する必要があることを理由として、更なる本公開買付価格の引き上げを要請いたしました。その後、本共同提案者から、2025年6月10日に本公開買付価格を1株当たり7,900円とする旨の最終提案を受領いたしました。

かかる交渉の結果を踏まえ、2025年6月14日、当社は本共同提案者に対して、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、最終提案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られることから、本公開買付価格を7,900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7,900円とすることについて、本共同提案者との間で合意に至りました。

なお、当社取締役会は、以下の各事情により、本公開買付価格(7,900円)が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。

- (a) 下記「(3) 算定に関する事項」の「算定の概要」に記載されている大和証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法による算定結果の上限を上回っており、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)による算定結果の範囲内であること。

- (b) 本公開買付けの公表日の前営業日である2025年6月13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5,850円に対して35.04%、同日までの過去1ヶ月間(2025年5月14日から同年6月13日まで)の終値の単純平均値5,653円に対して39.75%、同過去3ヶ月間(2025年3月14日から同年6月13日まで)の終値の単純平均値5,447円に対して45.03%、同過去6ヶ月間(2024年12月16日から2025年6月13日まで)の終値の単純平均値5,528円に対して42.91%のプレミアムをそれぞれ加えた金額になっており、本公開買付け価格のプレミアムは、本取引が関連会社による非公開化を目的とした取引であることから、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された親会社による上場子会社に対する非公開化を目的とした公開買付け事例のうち、対象会社が「機械電機製品」を営む事例9件における、公表日の前営業日の終値、過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアム水準(対公表日の前営業日：31.37%、対過去1ヶ月間：39.23%、対3ヶ月：40.16%、対6ヶ月間：42.38%)に照らし合わせて、遜色のない水準にあるものと認められること。
- (c) 当社及び本特別委員会と本共同提案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。また、本特別委員会自身が本共同提案者との交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与した上で、本公開買付け価格について妥当である旨の意見を述べていること。
- (d) 本公開買付け価格その他の本公開買付けの条件は、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び意見(答申書)の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると認められると判断されていること。
- (e) 下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(majority of minority)を充たす下限の設定」に記載のとおり、公開買付け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ていること。
- (f) 下記「(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、本公開買付けに応募しなかった少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本スクイズアウト手続において、最終的に金銭が交付されることになるところ、当該株主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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であり、一般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し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていること。
- (g) 公開買付け期間を法定の最短期間である20営業日より長期の30営業日とすることにより、当社の株主の皆様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、当社株式について公開買付け以外の者(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ていること。

以上より、当社は、2025年6月16日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役(白井俊徳氏を除く取締役7名(山木功氏、渡辺克徳氏、黒木信行氏、小野浩一氏、豆成勝博氏、高木伸行氏、水上洋氏))の全員一致で、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対しては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。上記の当社取締役会には、当社の監査役5名のうち、松本忍氏を除く4名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。なお、かかる当社取締役会決議は、本公開買付け及び本スクイズアウト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。

なお、当社の取締役及び監査役のうち、社外取締役である白井俊徳氏及び社外監査役である松本忍氏は、アイングからの紹介を経て当社の取締役又は監査役に選任されていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、当社の立場において本共同提案者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

当該取締役会における決議の詳細は下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

本公開買付け後の経営方針

本取引後の当社の役員構成を含む新たな経営体制の詳細につきましては、本書提出日現在において、具体的に予定しているものではなく、本公開買付けの成立後、当社の更なる企業価値向上に資する取り組みを協議の上、決定していきたいと考えているとのことです。但し、下記「(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項」の「 本株主間契約」に記載のとおり、本取引後において、本共同提案者は当社の取締役9名を指名・派遣する権利を有するとのことです。本共同提案者によれば、本共同提案者が選任する権利を有する取締役9名のうち、1名又は2名を当社の役職員から指名することを想定しているとのことです。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、本共同提案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、本共同提案者、公開買付者、丸の内キャピタル3号ファンド及びエムキャップ十四号(以下、総称して「公開買付関連当事者」といいます。)並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券に対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2025年6月14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。)を取得しております。なお、当社は、以下に記載のとおり、公開買付者及び当社において、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を実施していることから、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

本取引に係る大和証券に対する報酬には、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ます。当社は、同種の取引における一般的な実務慣行であることを勘案すれば、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をもって独立性が否定されるものではないと判断の上、上記の報酬体系により大和証券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。また、本特別委員会において、大和証券の独立性に問題がないことが確認されております。

算定の概要

大和証券は、複数の算定手法の中から当社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、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を算定手法として用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2025年6月14日付で大和証券より本株式価値算定書を取得いたしました。

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	: 5,447円～5,850円
DCF法	: 6,587円～8,256円

市場株価法では、2025年6月13日を算定基準日として、当社株式の東京証券取引所スタンダード市場における基準日の終値5,850円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値5,653円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値5,447円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値5,528円を基に、当社株式1株当たりの価値の範囲を5,447円～5,850円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した事業計画を基に、2025年12月期から2029年12月期までの5期分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2025年12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、当社が保有する余剰現預金を含む現金同等物等を加算するなど財務上の一定の調整を行って、当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の1株当たりの価値の範囲を6,587円～8,256円までと分析しております。

大和証券がDCF法による分析に用いた当社作成の事業計画には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれておりません。また、フリー・キャッシュ・フローについては、大幅な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12月期においては確度の高い大型の受注を見込み、前期比で営業利益の改善が見込まれることから、フリー・キャッシュ・フローは大幅な増額を見込んでおります。また、2027年12月期、2028年12月期それぞれにおいては各々前期比で設備投資額が減少することで、同様にフリー・キャッシュ・フローは大幅な増額を見込んでおります。

なお、大和証券がDCF法の算定の前提とした当社作成の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。

また、本取引後の具体的な施策及びその効果については、現時点では具体的に見積もることが困難であるため、上記算定には加味しておりません。

(単位：百万円)

項目	2025年 12月期 (9か月) (注)	2026年 12月期	2027年 12月期	2028年 12月期	2029年 12月期
売上高	29,291	40,991	43,080	44,972	46,960
営業利益	2,187	3,541	3,764	3,967	4,260
E B I T D A	2,630	4,217	4,643	4,900	5,205
フリー・キャッシュ・フロー	1,752	334	1,386	2,845	3,062

(注) 1 四半期会計期間以降の2025年4月1日から2025年12月31日までです。上記の財務予測は、当社が2025年5月9日に公表した「2025年12月期第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載の2025年12月期通期連結業績予想を考慮したものであります。

大和証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等をそのまま採用し、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は行っておりません。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。大和証券の算定は、2025年6月13日までの上記情報を反映したものです。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所スタンダード市場に上場していますが、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、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可能性があります。また、本公開買付けの成立時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、下記「(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、公開買付者は、本スクイーズアウト手続を実施することを予定しているとのことであるため、その場合、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ります。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。

(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)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにより、当社株式の全て(但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後、以下の方法により当社の株主を公開買付者とアイングのみとするための本スクイズアウト手続を行うことを企図しているとのことです。

具体的には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第180条に基づき、本株式併合を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を当社に要請する予定とのことです。公開買付者は、当社の企業価値向上の観点から、本臨時株主総会を可能な限り早期に開催することが望ましいと考えており、本公開買付けの決済の開始日以降の近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、公開買付期間中に基準日設定公告を行うことを要請する予定であり、本臨時株主総会の開催時期は、現時点では、2025年9月下旬を予定しているとのことです。当社は、公開買付者からかかる要請を受けた場合には、かかる要請に応じる予定です。なお、公開買付者及びアイングは、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなるとのことです。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当社の株主に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切捨てられます。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になるとのことです。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを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、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者及びアイングのみが当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)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(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)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される予定とのことです。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、所定の条件を満たす場合には、当社の株主(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)は、当社に対し、自己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てを公正な価格で買い取ることを請求することができ、かつ裁判所に対して当社株式の価格の決定の申立てを行うことができるとのことです。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)の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ので、本株式併合に反対する当社の株主は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになるとのことです。

上記手続については、関係法令の改正、施行、当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があるとのことです。但し、その場合であっても、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)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であり、その場合に当該各株主の皆様(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当社の株主の皆様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。

以上の場合における具体的な手続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とのことです。

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(但し、公開買付者及びアイングを除きます。)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各手続における税務上の取扱いについては、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。

(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

本書提出日現在、公開買付者は当社株式を所有しておらず、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することも予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)取引にも該当しません。もっとも、本公開買付けは、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的として行われる本取引の一環として実施されること、また、公開買付者がアイングとの間において、 本不応募合意株式の全てについて本公開買付けに応募しないこと、 本不応募合意株式の全てを、本自己株式取得を通じて本自己株式取得価格で当社に売却すること、 本公開買付けが成立した場合には本臨時株主総会において本株式併合の実施に必要な各議案に賛成すること等を含む本不応募契約を締結していることから、アイングと当社の少数株主の利害が必ずしも一致しない可能性があることに照らし、本公開買付価格の公正性を担保するとともに、本取引に関する当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保し、利益相反を回避すべく公開買付者及び当社は、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を講じております。

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

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、本共同提案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、公開買付関連当事者並びに当社から独立した第三者算定機関として大和証券に、当社株式の株式価値の算定を依頼いたしました。なお、大和証券は、公開買付関連当事者並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、当社は、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。また、本特別委員会において、大和証券の独立性に問題がないことが確認されております。

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。

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並びに当社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、本公開買付けを含む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、公開買付関連当事者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所に対する報酬には、本取引の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。また、本特別委員会において、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の独立性に問題がないことが確認されております。

当社における独立した特別委員会の設置及び意見(答申書)の取得

当社は、2024年10月9日付の取締役会決議に基づき、当社取締役会において、2024年9月26日付アイング提案の是非を審議及び決議するに先立って、2024年9月26日付アイング提案に係る取引における当社の意思決定の恣意性を排除し、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、アイングから独立した、当社社外取締役から成る委員(高木伸行氏(株式会社エラン社外取締役)、豆成勝博氏及び水上洋氏(GMOグローバルサイン・ホールディングス株式会社社外取締役、弁護士)の3名であり、互選により、委員長に高木伸行氏が選任されております。))によって構成される本特別委員会を設置するとともに、当社は、本特別委員会に対して、本当初諮問事項について諮問いたしました。加えて、当社は、2024年11月26日、本共同提案者から本取引に係る初期的な提案を受領し、2025年2月6日に本共同提案者から初期的意向表明書を受領した後、2025年2月7日付の当社取締役会決議により、(ア)本共同提案者からの提案について検討を開始することを確認するとともに、(イ)本特別委員会に対して、本諮問事項について諮問し、本答申書を当社に提出することを委嘱しました。また、当社は、その際に、本特別委員会の各委員、アンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券につき、本共同提案者及び本取引からの独立性について確認を行いました。なお、本特別委員会については、選任から本書提出日に至るまで、委員の構成に変更がなく、また、各委員に対しては、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、固定の報酬を支払うものとしております。

また、本特別委員会への諮問にあたり、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について妥当でないと判断した場合には、本取引を行う旨の意思決定(本公開買付けに関する当社の賛同及び応募推奨を内容とする意見表明を含む。)を行わないこととしています。また、当社は、本共同提案者との間で本取引の取引条件等に関する協議・交渉を行う権限を本特別委員会に付与しております。同時に、本特別委員会に対して、()本特別委員会は、必要と認めるときは、委員長の選定その他の本特別委員会の運営に関する事項を、その過半数の決議により定めることができること、()本特別委員会は、当社の費用負担の下、本取引に係る調査(本取引に係る当社の役員若しくは従業員又は本取引に係る当社のアドバイザーに対し、本諮問事項の検討に必要な事項について質問を行い、説明又は助言を求めることを含む。)を行うことができること、()本特別委員会は、本特別委員会自ら本共同提案者(本取引に係る本共同提案者のアドバイザーを含む。)と協議・交渉することができ、また、その判断により、当社の役職員(利益相反のおそれがないものに限る。)をして、上記協議・交渉に関与させることができること、加えて、本共同提案者との交渉を当社の役職員や当社のアドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券等が行う場合でも、適時にその状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行うこと等により、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えることができること、()本特別委員会において答申に係る意見が全員一致により調わなかった場合は、委員の過半数により承認された結論を本特別委員会の答申内容とするが、かかる答申内容の全部又は一部について異なる意見を有する委員は、自らの意見を答申内容に付記するよう求めることができること、()議事運営上の便宜の観点から、本特別委員会に当社の役員若しくは従業員又は本取引に係る当社のアドバイザーが陪席する場合であっても、本特別委員会は、当該陪席者に対し、適宜、退席を求めることができること、()本特別委員会は、必要と認めるときは、当社の費用負担の下、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、また、本特別委員会は、本取引に係る当社のアドバイザーを指名し、又は変更を求めることができるほか、当社のアドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所及び大和証券に対して必要な指示を行うことができることを決議しております。

そして、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を得つつ、本特別委員会の委員の候補者の独立性及び適格性等についても確認を行い、(ア)本特別委員会の委員の候補者が、アイングからの独立性を有すること、及び2024年9月26日付アイング提案の成否に関して少数株主とは異なる重要な利害関係を有していないことを確認した上で、本特別委員会の委員の選定をし、また、(イ)2024年11月26日に本共同提案者から本取引に係る初期的な提案を受領し、2025年2月6日に本共同提案者から初期的意向表明書を受領した後は、本特別委員会の委員が、本共同提案者及び本取引からの独立性を有することを確認しております。

本特別委員会は、2025年2月17日から2025年6月14日まで合計22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、本特別委員会は、当社から、本取引の提案を受けた経緯、本取引の目的、事業環境、事業計画、経営課題等に関する説明を受け、書面による質疑応答を行い、また、本共同提案者から、本取引を提案するに至った経緯及び理由、本取引の目的、本取引の諸条件等について説明を受け、書面による質疑応答を行いました。加えて、本共同提案者との交渉過程への関与方針として、交渉の窓口は当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券が行うこととしつつ、本特別委員会自身が本共同提案者との交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与しております。さらに、大和証券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ております(なお、大和証券は、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、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的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。)

その後、本特別委員会は、本公開買付価格につき、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり交渉を行い、本共同提案者から7,900円という最終的な提案を受けるに至るまで、本共同提案者との交渉過程に関与いたしました。さらに、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。

なお、本特別委員会は、当社が選任したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券並びにリーガル・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、それぞれを当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーとして承認しております。

これらの内容を踏まえ、本特別委員会は、大和証券及びアンダーソン・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、2025年6月16日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

() 答申内容

1. 本取引の目的は合理的と認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する。)ものとする。
2. 本取引に係る条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性が確保されているものとする。
3. 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。
4. 上記1.乃至3.を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないとする。
5. 現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、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は相当であるとする。

() 答申理由

1. 本取引の目的は合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値向上に資するかを含む。)

(A) 下記の「当社が認識する本取引によるメリット・シナジー」は、下記の「当社の経営課題」に対する解決策と評価することができること、及び当社からのメリット・シナジーに関する説明については不合理と考えられる事項はなく、そのため、本取引を通じて、さらにより早期での長期ビジョン実現を図るという当社の経営判断は合理性があること、(B) 当社は、下記のとおり「本取引によって生じ得るデメリット・ディスシナジー」を検討の上、本取引によって期待されるメリットは、そのデメリットを上回ると判断をしているところ、一般の非公開化案件において通常検討される事項が網羅されており、その検討過程について不合理な点が見当たらないこと、(C) 本共同提案者からの説明によれば、下記のとおり「本取引後の当社の運営に関するデッド・ロック回避のための措置」が講じられており、この点に関する本共同提案者の認識は、特段不合理であるとまでは認められないことから、本取引の目的は合理的と認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する)。

・当社の経営課題

当社は、当社の経営課題として、少子高齢化が進む社会において、国内の食品小売市場の成長は大きく見込めず、食品用冷凍・冷蔵機業界においても国内マーケット縮小という課題があるものと認識している。また、国内流通の再編加速、高い成長性を持つ東南アジアを中心とした海外市場の開拓など、当社を取り巻く環境が大きく変化しつつある一方、人的リソース・当該領域への知見の不足による収益機会の取りこぼしも問題になってきているものと認識している。

・当社が認識する本取引によるメリット・シナジー

(ア)新興国市場への展開拡大

当社は、少子高齢化により国内市場の成長が大きく見込めない中で、モダントレードの拡大や冷凍・冷蔵食品の需要拡大により成長を見込むことができる新興国市場へのさらなる進出が必須であると考えている。当社は、新興国における事業進出に関しては、既存海外事業を更に拡大しつつ、長年に亘り国内事業で培ってきた当社グループ独自の冷凍冷蔵技術に加え、現地代理店や協力会社ネットワークを構築することで、高い競争優位性の発揮が可能であると考えている。他方で、上記施策を実施するにあたっては、グローバル・ガバナンスの構築・管理を行う経営管理人材等の人的リソースが必要となるところ、本取引後は、公開買付者グループより、それらの人的リソースの投入が期待できることから、これにより、海外事業の経営管理基盤の強化とグローバルでの稼ぐ力の増強が実現可能になると考えている。

(イ)国内主力事業の競争力強化

当社は、国内における人口減少トレンドに伴うマーケットの縮小、更にはコロナ禍以降の消費者ニーズの変化・多様化や、コスト高騰に対応した経営効率の向上を狙った小売業の再編が予測される中、顧客リレーションの構築がより難しくなっていると考えている。その中で競争優位性を発揮し続けるためには、新規・既存問わず顧客に対して、多面的なアプローチによるマーケティング活動を実施していくことが重要になってくるものと考えている。

本取引後は、公開買付者グループの独自のネットワークや三菱商事グループのリソースの有効活用、及び国内小売企業との幅広い取引関係を確立しているアイングの実績を通じて、当社がこれまで活動が不十分であったマーケティング活動や部材調達先の最適化を実施することが可能となるものと期待され、さらにアイングからの電気工事士や電気主任技術者等の有資格者の派遣による設備施工業務の拡販等により、当社の国内主力事業の競争力強化が期待できると考えている。

(ウ)業務提携及びM & Aによる収益機会の拡大

当社は、当社グループの企業価値向上に資する企業との業務提携やM & Aを機動的に実行することにより、当社グループの収益機会の拡大を図る余地があると考えている。具体的には、国内協力会社の拡充やメンテナンスネットワークの構築によるメンテナンス収益の拡充、新領域(一次側電気・空調換気・給排水設備工事)事業への参画、海外市場において高いプレゼンス・販売力等を持つ企業との業務提携やM & Aによる非連続な収益拡大を実現できる可能性があると考えている。他方で、上記の施策を実施するにあたっては、M & Aプロセスの実行やP M Iの支援を行える人材が必要となるところ、本取引後は、公開買付者グループによる人材派遣が見込まれるため、より能動的に業務提携及びM & Aに取り組むことが可能になると考えている。

(エ)経営基盤強化

当社は、厳しい事業環境の中での更なる成長に向け、売上拡大に留まらず、経営基盤の強化及び変革が必要であると考えている。具体的には、生産コストの削減に向けた生産性改善や需要変動に迅速に対応するための生産管理能力の強化、更には損益管理の精緻化や管理会計の高度化により、上記(ア)乃至(ウ)のP D C AサイクルやK P I管理体制を整備することが必要と考えている。当社は、丸の内キャピタルにおいては、過去の投資案件において、投資先の経営基盤強化に向けた豊富な経験があると考えており、本取引後は、当社の経営基盤強化を加速することが可能になると考えている。

・本取引によって生じ得るデメリット・ディスシナジー

上記の本取引によるメリット・シナジーに関連して、本共同提案者が企図している(a)国内における営業体制・営業力の強化、(b)生産性向上による生産能力及び収益性の向上、(c)新規事業の開拓、(d)海外事業の拡大、及び(e)経営体制強化の各種施策については、当社は、当社の中長期的な更なる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ると考えており、現在の当社グループの有する経営資源のみでは実現困難な課題に対しても、公開買付者グループが有する豊富な経験、実績、人材、経営ノウハウを活用することで、当社の中長期的な競争力の確保及び企業価値の向上を見込むことができるとの考えに至ったとのことであるが、当該判断についても不合理なところは特段見受けられない。

また、当社は、本取引によって生じ得るデメリット・ディスシナジーに関する当社の考えとして、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るところ、公開買付者グループと当社の間では、当社の中期的な投資計画を前提とした余剰キャッシュの確保につき調整が進んでおり、当面の間、大規模な資金需要が見込まれないことから、今後も継続して当社株式の上場を維持することの必要性を見出しにくい状況にある。また、当社株式の非公開化に伴い想定される人材採用の難化や取引先からの信用の低下等のデメリットについては、当社はジャスダック証券取引所時代から通算して、取引所に20年あまりの間上場しており、長年の事業活動により培った採用市場における優位性や社会的信用性は上場廃止により失われるものではなく、公開買付者グループ入りすることで公開買付者グループの知名度・ブランド力等も活用することができることから、今後の人材採用面や顧客取引に対する具体的な悪影響は見込まれないと考え、本取引によって期待されるメリットは、そのデメリットを上回ると判断をしているところ、一般の非公開化案件において通常検討される事項が網羅されており、その検討過程について不合理な点が見当たらない。

・本取引後の当社の運営に関するデッド・ロック回避のための措置

本共同提案者からの説明によれば、本取引後の当社の運営に関するデッド・ロック回避のための措置が講じられており、当社の業務執行が停滞・停止することを回避する手段が講じられている。すなわち、本特別委員会において、本取引後、当社は本共同提案者からの間接的な出資を受ける合併会社となるところ、一般に合併会社においては、出資者間にて合意が成立しない場合に合併会社の業務執行が著しく停滞・停止する可能性(いわゆるデッド・ロック)があり、特に、本再出資後、公開買付者を通じたアイングの間接的な議決権割合が最大49.90%となるため、当社の株主総会の特別決議事項についてはデッド・ロックの可能性があることから、この点についても検討している。本論点に関する本共同提案者の説明によれば、本株主間契約において、株主総会の特別決議事項について合意に至らなかった場合には、両当事者における最高意思決定者の間で誠実に協議する旨の合意がなされており、本共同提案者としては、これによりデッド・ロックの回避の手当てを行っていることを認識している。本特別委員会としては、この点に関する本共同提案者の認識は、特段不合理であるとまでは考えていない。

2. 本取引に係る取引条件(本公開買付価格を含む。)の公正性・妥当性に関する事項

以下の各事項を考慮した場合、本取引の条件(本公開買付価格を含む。)について不合理であると判断する事情は見当たらず、取引条件の公正性・妥当性が確保されているものとする。

- ・大和証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法による算定結果の上限を上回っており、DCF法による算定結果の範囲内であること。

- ・本公開買付けの公表日の前営業日である2025年6月13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5,850円に対して35.04%、同日までの過去1ヶ月間(2025年5月14日から同年6月13日まで)の終値の単純平均値5,653円に対して39.75%、同過去3ヶ月間(2025年3月14日から同年6月13日まで)の終値の単純平均値5,447円に対して45.03%、同過去6ヶ月間(2024年12月16日から2025年6月13日まで)の終値の単純平均値5,528円に対して42.91%のプレミアムをそれぞれ加えた金額になっており、本公開買付価格のプレミアムは、本取引が関連会社による非公開化を目的とした取引であることから、経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」を公表した2019年6月28日以降に公表された親会社による上場子会社に対する非公開化を目的とした公開買付け事例のうち、対象会社が「機械電機製品」を営む事例9件における、公表日の前営業日の終値、過去1ヶ月間、3ヶ月間及び6ヶ月間の終値単純平均値それぞれに対するプレミアム水準(対公表日の前営業日:31.37%、対過去1ヶ月間:39.23%、対3ヶ月:40.16%、対6ヶ月間:42.38%)に照らし合わせて、遜色のない水準にあるものと認められること。
- ・当社及び本特別委員会と本共同提案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。また、本特別委員会自身が本共同提案者との交渉を行うことにより、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与していること。
- ・公開買付者の利害関係者以外の当社の株主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ていること(マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(majority of minority)を充たす下限の設定)。
- ・本公開買付けに応募しなかった当社の少数株主は、本公開買付けの後に実施される予定の本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、当該株主に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該当社の各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であり、一般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し、これをもって強圧性が生じないように配慮されていること。
- ・公開買付期間を法定の最短期間である20営業日より長期の30営業日とすることにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について公開買付者以外の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こと。
- ・本共同提案者によれば、本自己株式取得の取得価格(株式併合前の当社株式1株当たり7,666円)は、()法人税法に定めるみなし配当の益金不算入規定が適用される法人であるアイングが本自己株式取得に応じた場合の税引後手取り額として計算される金額が、()仮にアイングが本公開買付けに応募した場合の本公開買付価格の税引後手取り額として計算される金額と同等となるよう設定しているとのことであり、本自己株式取得を通じてアイングが一般株主と比較して経済面において優遇されているものではないこと。
- ・本共同提案者によれば、アイングによる本再出資における公開買付者の株式1株当たりの払込価額を決定する前提となる当社株式の評価は、本公開買付価格と同一の価格とし、公開買付者の株式は当該評価額にて発行する予定とのことであり、本再出資を通じてアイングが一般株主と比較して経済面において優遇されているものではないこと。

3. 本取引の手続の公正性に関する事項

以下の各事項を考慮した場合、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。

- ・当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、本共同提案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、公開買付関連当事者並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券に対して、当社株式の価値の算定を依頼し、2025年6月14日付で本株式価値算定書を取得していること。

- ・当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を確保するために、公開買付関連当事者及び当社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、本公開買付けを含む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いること。
- ・当社は、(ア)アイングから2024年9月26日付で、2024年9月26日付アイング提案を受領後、2024年10月9日付の取締役会決議に基づき、2024年9月26日付アイング提案に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、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、アイングから独立した、当社社外取締役からなる委員(高木伸行氏、豆成勝博氏及び水上洋氏の3名)によって構成される本特別委員会を設置し、かつ、(イ)2024年11月19日に、アイングから2024年9月26日付アイング提案を取り下げる旨の連絡を受領後、2025年2月6日、本共同提案者から本取引に係る初期的意向表明書を受領したことを踏まえて、2025年2月7日付の取締役会決議により、本特別委員会を存続させた上で本諮問事項について諮問していること。
- ・当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、2025年2月6日に本共同提案者から法的拘束力のない初期的な意向表明書を受領して以降、公開買付関連当事者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築していたこと。具体的には、本特別委員会の承認を受けた上記体制に基づき、当該検討体制は、すべて公開買付関連当事者から独立性の認められる役職員8名(代表取締役の山木功氏、代表取締役の渡辺克徳氏、黒木信行氏並びに小野浩一氏及び職員4名)のみで構成することとし、本答申書の日付時点に至るまでかかる取扱いを継続していたこと。なお、当社は、2024年9月26日付アイング提案を受領後、アイングから独立した立場で、2024年9月26日付アイング提案に関する取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築していた。
- ・上記に加えて、当社の取締役及び監査役のうち、社外取締役である白井俊徳氏及び社外監査役である松本忍氏は、アイングからの紹介を経て当社の取締役又は監査役に選任されていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、当社の立場において本共同提案者との協議及び交渉にも一切参加していないこと。なお、当社は、2024年9月26日付アイング提案に係る取引の審議との関係でも、アイングから独立した立場で、2024年9月26日付アイング提案に関する取引に係る検討、交渉及び判断を行うべく、社外取締役である白井俊徳氏及び社外監査役である松本忍氏を、当社における審議及び議決、並びに、アイングとの協議及び交渉にも一切参加させていないとのことである。
- ・上記に加えて、当社取締役会においては、当社の取締役8名のうち、白井俊徳氏を除く7名にて、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議を行う予定であること。また、当該議案の審議及び決議を行うに際しては、社外監査役である松本忍氏は関与しない予定であること。
- ・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いないこと。
- ・また、公開買付者は、買付け等の期間として法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定していること。公開買付者によれば、公開買付期間を最短の法定期間より比較的長期に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保するとともに、当社株式について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適正性を担保することを企図していること。
- ・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(本取引の公表前における入札手続等を含む。)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と考えられること。

- ・本公開買付けにおいては、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主の過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けは成立せず、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件(majority of minority)を充たしたものとなっており、当社の株主の意思を重視したものであること。
- ・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、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券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さ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たこと。
- ・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意見を述べるとともに、必要と考えられる要請等を行うなど、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こと。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び協議を経て本公開買付価格に関して、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たこと。
- ・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を行う予定であり、当社株主の適切な判断機会の確保に努めていると言えること。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こと。
- ・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(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、自己の所有する普通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いること。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、かかる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こと。以上より、本株式併合の条件の公正性の担保に向けた客観的な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。

4．本取引は当社の少数株主に不利益でないと考えられるか

上記１．乃至３．までにおいて検討した諸事項を踏まえて、本特別委員会において、本公開買付け及び本株式併合を含む本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考える事情は現時点において特段見当たらず、したがって、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないとする。

5．当社取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明すること及び当社の株主に対して本公開買付けに応募することを推奨することの是非

上記１．乃至４．(すなわち、(a)本取引の目的は合理的と認められる(本取引が当社の企業価値向上に資する)ものと考えられること、(b)本取引の条件(本公開買付価格を含みます。)の妥当性が確保されているものと考えられること、(c)本取引に係る手続の公正性が確保されている(公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされている)ものと考えられること、(d)上記(a)乃至(c)を踏まえて、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものでないと考えられること)等からすると、現時点において、当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、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は相当であるとする。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言、大和証券から受けた財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、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つつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、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・検討をいたしました。

その結果、当社は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「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、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引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し、2025年6月16日開催の取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨を決議いたしました。上記の当社取締役会においては、当社の取締役8名のうち、白井俊徳氏除く7名が審議及び決議に参加し、決議に参加した取締役全員の一致により上記の決議を行っております。なお、上記取締役会には、当社の監査役5名のうち、松本忍氏を除く4名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、かかる当社の取締役会決議は、本公開買付け及び本スクイズアウト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。

加えて、当社の取締役及び監査役のうち、社外取締役である白井俊徳氏及び社外監査役である松本忍氏は、アイシングからの紹介を経て当社の取締役又は監査役に選任されていることから、いずれも本取引において当社と利益相反のおそれがあることを踏まえて、利益相反の疑義を回避する観点から、当社取締役会における本公開買付けへの意見表明に係る議案の審議及び決議には一切参加しておらず、また、本取引に関し、当社の立場において本共同提案者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

当社における独立した検討体制の構築

当社は構造的な利益相反の問題を排除する観点から、2025年2月6日に本共同提案者から法的拘束力のない初期的意向表明書を受領して以降、公開買付関連当事者から独立した立場で、本取引に係る検討、交渉及び判断を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、本特別委員会の承認を受けた上記体制に基づき、当該検討体制は、全て公開買付関連当事者から独立性の認められる役職員8名(代表取締役の山木功氏、代表取締役の渡辺克徳氏、黒木信行氏及び小野浩一氏並びに及び職員4名)のみで構成することとし、本書提出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取引の検討体制、具体的には本取引に係る検討、交渉及び判断に関与する役職員の範囲及びその職務(当社の株式価値の評価の基礎となる事業計画の作成等の高い独立性が求められる職務を含みます。)はアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を踏まえたものであり、独立性の観点から問題がないことについては、本特別委員会の承認を得ております。

他の買付者からの買付機会等を確保するための措置

公開買付者は、当社との間で、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いないとのことです。また、公開買付者は、買付け等の期間として法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことです。このように、公開買付者は、公開買付期間を最短の法定期間より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の是非について適切な判断を行うための期間を提供しつつ、対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することも企図しているとのことです。

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の判断をしているとのことです。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(majority of minority)を充たす下限の設定

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本書提出日現在、公開買付者は当社株式を所有していないところ、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1,677,200株(所有割合：33.48%)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(1,677,200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とのことです。なお、買付予定数の下限である1,677,200株(所有割合：33.48%)は、当社第1四半期決算短信に記載された2025年3月31日現在の当社の発行済株式総数(5,068,000株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(58,536株)及びアイングの所有株式数(1,662,400株)を控除した株式数(3,347,064株)の過半数に相当する株式数(1,673,533株、所有割合：33.41%)を上回っているとのことです。すなわち、公開買付者と利害関係を有しない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本公開買付けは成立せず、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(majority of minority)」を充たしたものとなっており、当社の株主の皆様の意思を重視したものであると考えているとのことです。

なお、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、その公正性を担保するための上記 乃至 の措置を通じて、当社株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとのことです。

(7) 本公開買付けに係る重要な合意に関する事項

本株主間契約

丸の内キャピタル3号ファンド、エムキャップ十四号及びアイングは、2025年6月16日付で、公開買付者及び当社の組織・運営及び株式の取扱い等に関する以下の内容を含む株主間契約(以下「本株主間契約」といいます。)を締結しているとのことです。なお、本株主間契約は、一般条項等の一部の条項を除き、本公開買付けの成立及び本再出資が実行されたことを条件として、その効力が生じることとされているとのことです。

(ア)組織・運営に関する事項

- ・ 当社の機関設計(取締役会、監査役会、会計監査人設置会社)
- ・ 当社の取締役の指名権(員数は9名、エムキャップ十四号が5名指名、アイングが4名指名)
- ・ 当社の代表取締役の指名権(員数は2名、エムキャップ十四号が1名指名、エムキャップ十四号とアイングが共同して1名指名)
- ・ 当社の監査役の指名権(員数は3名、エムキャップ十四号が2名指名、アイングが1名指名)
- ・ 当社の会計監査人の指名権(エムキャップ十四号が1名指名)
- ・ 当社の株主総会における特別決議事項に関する、丸の内キャピタル3号ファンド又はエムキャップ十四号及びアイングの事前承諾(当該事項についてかかる事前承諾が得られない場合には、当事者の最高意思決定者の間で誠実協議)
- ・ 公開買付者の取締役の指名権(員数は1名、エムキャップ十四号が指名)

(イ)株式の取扱いに関する事項

- ・ 本再出資の実行から2年間の、公開買付者の株式の譲渡、担保権の設定又は承継に関する制限
- ・ 本株主間契約違反時のコールオプション

本不応募契約

丸の内キャピタルは、アイングとの間で、2025年6月16日付で、本不応募契約を締結し、アイングは、本不応募合意株式の全てについて本公開買付けに応募しないこと、また、本不応募契約に定める場合のほか、本不応募合意株式の全部又は一部について、譲渡、担保設定その他の処分を行わず、また、当社株式又は当社株式に係る権利の取得を行わないことを合意しているとのことです。

また、本不応募契約において、アイングは、2025年6月16日から本自己株式取得の実行日までの間、公開買付者以外の者との間で、直接又は間接に、本取引と競合、矛盾若しくは抵触する取引について、第三者との合意、合意に向けた申込み、申込みの誘引、承諾、協議、交渉、勧誘又は情報提供を行ってはならないとされているとのことです。

更に、本不応募契約においては、()本公開買付けが成立し、公開買付者が本公開買付けにおいて当社株式の全て(但し、本不応募合意株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合に、公開買付者及びアイングは、当社に対して本株式併合の実施に必要な事項を議案とする株主総会の開催を要請し、当該議案に賛成の議決権を行使すること、()本株式併合の効力発生の後、本自己株式取得を適法に実施するために必要となる分配可能額が当社において不足するときは、本自己株式取得を行うために必要な分配可能額を確保するため、本自己株式取得の実行日までに本資金提供及び本減資等を実施すること、()本株式併合の効力発生の後(本減資等を行う場合は本減資等の効力発生後)、実務上可能な限り速やかに、アイングが、本自己株式取得で得た金銭を原資として、公開買付者へ本再出資することについて合意しているとのことです。

なお、本不応募契約においては、本公開買付けの条件に係る事項及び各当事者による表明保証事項(注)のほか、契約違反時又は表明保証違反時の補償義務、秘密保持義務等の一般条項が定められているとのことです。

(注) 本不応募契約において、()丸の内キャピタルは、 設立及び存続の有効性、 本不応募契約の有効性及び執行可能性、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在、及び 反社会的勢力との取引の不存在について、()アイングは、 設立及び存続の有効性、 本不応募契約の有効性及び執行可能性、 法令等との抵触の不存在、 倒産手続の不存在、 反社会的勢力との取引の不存在、及び その所有する当社株式の適法かつ有効な所有について、それぞれ表明及び保証を行っているとのことです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
山木 功	代表取締役社長 執行役員	691	6
渡辺 克徳	代表取締役専務 執行役員	2,191	21
黒木 信行	常務取締役 執行役員 施工・メンテナンス部門長	176	1
小野 浩一	取締役 執行役員 管理部門長	430	4
豆成 勝博	取締役		
高木 伸行	取締役		
水上 洋	取締役		
白井 俊徳	取締役		
山下 正彦	常勤監査役		
森 秀文	監査役		
杉田 雪絵	監査役		
安田 明代	監査役		
松本 忍	監査役		
計		3,488	32

(注1) 所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役のうち役員向け業績連動型株式報酬制度に係る信託の制度対象者については、各取締役に当社株式が付与される前の段階であることから、当該取締役が所有する株券等に含めておりません。

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。

以 上