

【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10月3日
【報告者の名称】	株式会社ダイセキ環境ソリューション
【報告者の所在地】	名古屋市瑞穂区明前町8番18号
【最寄りの連絡場所】	名古屋市瑞穂区明前町8番18号
【電話番号】	052 - 819 - 5310(代表)
【事務連絡者氏名】	執行役員企画管理本部長 丹羽 利行
【縦覧に供する場所】	株式会社ダイセキ環境ソリューション (名古屋市瑞穂区明前町8番18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) 株式会社名古屋証券取引所 (名古屋市中区栄三丁目8番20号)

(注1) 本書中の「当社」とは、株式会社ダイセキ環境ソリューションをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、株式会社ダイセキをいいます。

(注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切り捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。

(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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注6) 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7) 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8) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準に従い実施されるものです。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 株式会社ダイセキ

所在地 愛知県名古屋港区船見町 1 番地86

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) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、2025年10月2日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する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(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行われております。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

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

本公開買付けの概要

公開買付者は、本書提出日現在、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。)スタンダード市場及び株式会社名古屋証券取引所(以下「名古屋証券取引所」といいます。)プレミアム市場に上場している当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)9,056,640株(所有割合(注1): 53.87%)を所有し、当社を連結子会社としているとのことです。公開買付者は、2025年10月2日開催の取締役会において、当社株式の全て(但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とする取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2025年10月2日に公表した「2026年2月期 第2四半期(中間期)決算短信〔日本基準〕(連結)」(以下「当社第2四半期決算短信」といいます。)に記載された2025年8月31日現在の発行済株式総数(16,827,120株)から、当社第2四半期決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(16,361株)を控除した株式数(16,810,759株。以下「本基準株式数」といいます。)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。

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2,067,500株(所有割合：12.30%)と設定しており、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(2,067,500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することです。一方、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、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としていることから、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(2,067,500株)以上の場合には、応募株券等の全部の買付け等を行うとすることです。なお、買付予定数の下限(2,067,500株)は、本基準株式数(16,810,759株)に係る議決権の数(168,107個)に3分の2を乗じた数(112,072個、小数点以下を切上げ)から、本書提出日現在、公開買付者が所有する当社株式(9,056,640株)に係る議決権の数(90,566個)並びに譲渡制限付株式報酬として当社の取締役(監査等委員である者を除きます。)、執行役員、相談役及び当社の子会社の取締役に付与された当社の譲渡制限付株式(以下「本譲渡制限付株式」といいます。)のうち、当社の代表取締役社長である山本浩也氏が所有する譲渡制限付株式47,700株(所有割合：0.28%)及び当社の代表取締役副社長である鈴木隆治氏が所有する譲渡制限付株式35,400株(所有割合：0.21%)(合計83,100株)に係る議決権の数(831個)を控除した議決権の数(20,675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することです(注1)。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、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているところ、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)」に記載する本株式併合(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)」において定義します。以下同じです。)の процедуру実施する際には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることから、本取引を確実に遂行すべく、本公開買付け成立後に公開買付者が所有する議決権の数及び本譲渡制限付株式のうち当社の取締役が所有する譲渡制限付株式に係る議決権の数の合計が、当社の総株主の議決権の数の3分の2以上となるように設定したものであるとすることです。

(注2) 本譲渡制限付株式には譲渡制限が付されており、本公開買付けに応募することはできませんが、2025年10月2日開催の当社取締役会において、本取引の一環として実施される本公開買付けに賛同の意見を表明することを決議していることから、本譲渡制限付株式を所有する当社の取締役は、本公開買付けが成立した場合には、本スクイズアウト手続(以下に定義します。以下同じです。)として実施される本株式併合の承認に係る当社の株主総会において、本スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成することを見込んでおりますので、買付予定数の下限を考慮するに際して、当社の取締役が所有する譲渡制限付株式に係る議決権の数を控除しているとすることです。

なお、公開買付者は、本書提出日現在、当社株式9,056,640株(所有割合：53.87%)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)」の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の皆様の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の買付予定数の下限は設定していないとありますが、公開買付者及び当社において、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」に記載の措置を講じていることから、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えているとすることです。

公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより、当社株式の全て(但し、公開買付者が所有する当社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、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、公開買付者が当社株式の全て(但し、公開買付者が所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社の株主を公開買付者のみとし、当社を公開買付者の完全子会社とするための一連の手続(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

なお、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及び名古屋証券取引所プレミアム市場に上場しておりますが、下記「(4) 上場廃止となる見込み及びその事由」に記載のとおり、本公開買付けの結果次第では、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があり、また、本公開買付けの成立後に、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)」に記載の本スクイズアウト手続を実施することとなった場合には、所定の手続を経て上場廃止となります。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済等に要する資金を、自己資金により充当することを予定し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

公開買付者は、1958年10月、石油製品の製造・販売を目的とした、株式会社大同石油化学工業として設立され、1984年2月に商号を現在の商号である株式会社ダイセキに変更したとのことです。公開買付者は、1995年7月に発行する株式を日本証券業協会が運営する店頭市場(JASDAQ市場)へ登録し、1999年8月には東京証券取引所及び名古屋証券取引所の市場第二部に上場、2000年8月には東京証券取引所及び名古屋証券取引所の市場第一部に指定替え、2022年4月には東京証券取引所の市場再編に伴い市場第一部からプライム市場へ、名古屋証券取引所の市場再編に伴い市場第一部からプレミアム市場へそれぞれ移行し、現在に至っているとのことです。

公開買付者の企業グループは、本書提出日現在、公開買付者及び当社を含む連結子会社8社の計9社(以下、総称して「公開買付者グループ」といいます。)で構成されており、産業廃棄物のリサイクルを中心とした産業廃棄物中間処理業(注1)を主体としているとのことです。具体的には、産業廃棄物の収集運搬・中間処理、土壌汚染調査・処理、使用済バッテリーの収集運搬・再生利用、鉛の精錬及び非鉄金属原料の販売、タンク洗浄及びタンクに付帯する工事、VOCガス(注2)の回収作業、スラッジ(注3)減量化作業、COW(注4)洗浄機器販売、石油化学製品・商品の製造販売、古紙の販売、一般廃棄物の収集運搬を主な事業の内容としているとのことです。

(注1) 「産業廃棄物中間処理」とは、排出された産業廃棄物を、最終処分(主に埋め立て)を行う前に、破碎・焼却・溶融・脱水・選別等を行って減量化・無害化・リサイクル可能な状態に変化させる工程のことをいいます。

(注2) 「VOCガス」とは、タンク開放時等に放出される大量の揮発性可燃性ガスのことをいいます。

(注3) 「スラッジ」とは、下水処理場や各種工場等で発生する泥状の物質のことをいいます。

(注4) 「COW」とは、大型原油タンク内に堆積している数千トンにも及ぶ原油スラッジをタンク内への危険な入槽作業なしで、少人数で安全かつ短工期で洗浄排出する技術のことをいいます。

公開買付者グループを取り巻く産業廃棄物処理の市場は、近年、廃棄物の処理及び清掃に関する法律の改正により、産業廃棄物処理に係る報告義務が厳格化される等、各種環境規制が強化されている状況にあり、公開買付者は、当該状況に基づき、環境に対する社会的関心が年々高まっているものと認識しているとのことです。また、公益財団法人産業廃棄物処理事業振興財団によると、2025年7月31日現在、全国に117,000社超の産業廃棄物処理業者が存在しており、公開買付者としては、その多くが小規模で産業廃棄物の収集運搬又は処理のみを行っている企業であると認識していますが、上記の環境に対する社会的関心の高まりに伴い、今後は、産業廃棄物の収集運搬及び単なる処理に留まらず産業廃棄物をリサイクルすることで資源循環に貢献する、公開買付者グループを含む企業に処理委託が集約化されていく動きになると考えているとのことです。

こうした市場環境の中、公開買付者グループは、「限られた資源を活かして使う『環境を通じ社会に貢献する環境創造企業』」を存在価値(パーパス)に掲げ、リサイクルを中心とした産業廃棄物中間処理を事業の中心として業容の拡大を図るとともに、ESG(注5)を経営の最重要課題の一つとしてとらえ、「環境」に貢献する企業グループとして、株主の皆様、取引先の皆様をはじめとして社会全体からの信頼と期待に応えられる経営を目指しているとのことです。

(注5) 「ESG」とは、環境(Environment)、社会(Social)・企業統治(Governance)の頭文字を取ったものであり、持続可能な世界の実現のために、企業の長期的成長に重要な観点であるとされています。

公開買付者グループは、製造業における生産工程の技術進歩や新たな機械設備の導入等により、廃棄物の種類が多様化し、また性状がより複雑化する産業廃棄物の適正処理・リサイクル化のニーズに対処するため、技術力の向上、新設備の導入による処理・リサイクル可能品目の拡大、並びに積極的な設備投資と営業展開に注力しているとのことです。また、産業廃棄物中間処理のみにとどまらず、顧客の環境リスク(注6)に対するニーズに応えるため、公開買付者は、特に連結子会社である当社との連携を密にし、土壌汚染調査・処理、環境分析、ゼロ・エミッション(注7)支援等の、企業ごとに抱える環境リスクに対するニーズに合わせた最適なソリューション提案からその支援まで、総合的に対応することができるトータル・プランナーとしての能力を高めることにより、グループとして事業分野の拡大を図っているとのことです。また、連結子会社である株式会社ダイセキMCRでは、鉛のリサイクル事業という従来公開買付者グループが持たなかった金属リサイクルを展開するとともに、連結子会社で大型タンク清掃事業の大手であるシステム機工株式会社では、危険物配管の洗浄事業等大型タンク以外の清掃事業にも注力しているとのことです。こうした施策により、公開買付者グループは「環境創造企業グループ(注8)」として更なる飛躍を目指しているとのことです。

(注6) 「環境リスク」とは、様々な環境要因が人の健康や動植物に悪影響を及ぼす可能性のことをいいます。

(注7) 「ゼロ・エミッション」とは、廃棄物の再利用等を通して、廃棄物を限りなくゼロにしようとする取り組みのことをいいます。

(注8) 「環境創造企業グループ」とは、産業廃棄物中間処理により、廃棄物を限られた資源として再利用し、環境保全と持続可能な社会の実現に貢献することを目指す企業グループのことをいいます。

一方、当社は、1996年11月に公開買付者のエンジニアリング部門を母体として、株式会社ダイセキプラントの商号で設立されました。その後、1999年5月に株式会社ダイセキ環境エンジニアへ、2004年6月に現在の株式会社ダイセキ環境ソリューションへと商号を変更しております。2004年12月には東京証券取引所マザーズ市場へ上場し、2008年2月には東京証券取引所市場第一部に市場変更、名古屋証券取引所市場第一部に上場、2022年4月には東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い市場第一部からプライム市場へ、名古屋証券取引所の市場再編に伴い市場第一部からプレミアム市場へそれぞれ移行し、2023年10月より東京証券取引所スタンダード市場に移行しております。また、当社の事業グループは、本書提出日現在、当社及び連結子会社4社(株式会社グリーンアローズ中部、株式会社グリーンアローズ九州、株式会社杉本商事及び有限会社杉本紙業。以下、総称して「当社グループ」といいます。)により構成されております。

当社グループは、汚染土壌の調査・対策事業、及び資源リサイクル事業を主な事業内容としております。汚染土壌の調査・対策事業においては、汚染土壌の調査から対策までを一貫して手掛ける土壌汚染対策のワンストップソリューションを特徴としております。資源リサイクル事業においては、廃石膏ボード(注9)リサイクル、PCB廃棄物処理事業(注10)、バイオディーゼル燃料(BDF)製造(注11)事業等を手掛けており、2023年4月には廃プラスチック・古紙リサイクル・一般廃棄物処理事業等を営む株式会社杉本商事及びその子会社の有限会社杉本紙業を子会社化するなど、事業領域の拡大を進めております。

当社が事業を展開する環境関連市場におきましては、環境に関する規制が今後も強化される傾向にあり、様々な解決すべき課題が顕在化する可能性も否定できません。当社は、今後発生する新たな環境問題に対しても、当社グループが既存業務において保有するリサイクル処理のノウハウやコンサルティングスキルを駆使し、多様化する環境問題に対する的確なソリューションを提供することによる事業領域の継続的拡大を目指しております。

(注9) 「廃石膏ボード」とは、壁や天井などに広く使用されている建築材料である石膏ボードが解体工事やリフォームなどで不要になったものをいいます。

(注10) 「PCB」とは、Poly Chlorinated Biphenyl(ポリ塩化ビフェニル)の略称であり、人体への健康被害の恐れから法令によりその取り扱いが規制されているものをいいます。

(注11) 「BDF」とは、Biodiesel Fuelの略称であり、廃食用油等の生物由来の油を原料として作られるディーゼルエンジン用燃料のことをいいます。

公開買付者は、1971年5月に名古屋事業所内に産業廃棄物処理工場を建設し、産業廃棄物中間処理業に本格参入して以来、全国に7事業所を展開し、主に工場・研究施設より排出される廃液・汚泥の中間処理を主業としており、上記のとおり1995年7月に株式を店頭市場(ＪＡＳＤＡＱ市場)へ登録し、産業廃棄物リサイクル専門の事業者として初の公開企業となる等、産業廃棄物処理業界の先駆者として、公開買付者のみならず業界全体の社会的信頼性向上に努めてきたと自負しているとのことです。今後も環境負荷を抑えながらリサイクルに関する技術力とノウハウの向上に挑み、その強みを世の中に広く役立てられる企業となるべく、「限られた資源を活かして使う『環境を通じ社会に貢献する環境創造企業』」という存在価値(パーパス)の実現に向け、2018年6月に公表した長期経営計画「VISION2030」において、2030年度に連結売上高1,500億円(2025年2月期の連結売上高は673億円)、連結営業利益250億円(2025年2月期の連結営業利益は143億円)の達成を目標としており、それを達成する基本戦略の一つに「『環境』『リサイクル』をキーワードとするM&A」を掲げ、2026年度までの中期計画で、M&Aを含め260億円(2025年2月期までの実績は44億円)の成長投資を予定しているとのことです。

一方で、公開買付者は、長期経営計画「VISION2030」の策定時から現在にかけて、持続可能性が強く要請される社会情勢へと変化していると考えているとのことです。それに伴い、公開買付者グループの事業環境は、これまでのように廃棄物を「処理する」ことに留まらず、「資源として再生し、資源循環する」ことに変化してきていると考えているとのことです。また、当社が公開買付者の連結子会社でありながらも、上場企業であることから、公開買付者と当社の少数株主との間に潜在的な利益相反構造、すなわち、当社において増加する利益の一部が当社の少数株主に帰属することで、必ずしも公開買付者が投じた資本を含めたりソースに見合った利益が公開買付者に帰属せず、他方、当社による公開買付者への協力により当社の少数株主の皆様へ帰属すべき利益が公開買付者に帰属することで当社の少数株主の皆様の利益が害されるという構造が存在することにより、グループ全体の経営資源(顧客基盤・資金・人材等)の相互活用への制約が存在すると考えているとのことです。公開買付者は、上記の事業環境下において、このような制約があるグループ体制の枠組みの中では、更なるビジネスの拡大は見通しづらい状況にあり、グループ一体となった価値創造に取り組んでいくには一定の限界があると考えているとのことです。

このような状況の下、公開買付者は、2025年5月中旬、今後、公開買付者グループとして、更なる企業価値の向上を図っていくためには、グループの全体最適の観点から当社を含むグループ全体の経営資源(顧客基盤・資金・人材等)をこれまで以上に最適配分しながら、スピード感を持ち、企業価値向上に向けた以下の(ア)乃至(ウ)に記載の各施策に取り組んでいく必要があると考えているとのことです。また、公開買付者は、上記の潜在的な利益相反構造による制約を廃し、機動的な経営体制のもとで迅速な意思決定を行っていくことにより、以下の(ア)乃至(ウ)に記載のシナジーを実現していくことを想定しているとのことです。

(ア)公開買付者及び当社における顧客基盤の相互共有による事業基盤の強化

公開買付者は、産業廃棄物を収集・運搬、中間処理、リサイクル・再資源化を通じて環境保全・環境創造といったプラスの価値を生み出すビジネスモデルを強みとしていると考えており、これまでに製造業を中心に、全国各地の6,000を超える大規模工場及び顧客との取引基盤を築いてきたとのことです。一方で、これまでは公開買付者と当社がそれぞれ独立した営業活動を行ってきており、また、公開買付者及び当社との間で、顧客基盤を相互に活用しながら協働を推進するにあたっては、上記のとおり、公開買付者と当社の少数株主との間の潜在的な利益相反構造による一定の制約が存在しているところ、本取引による当社株式の非公開化後は、公開買付者グループ一体となった顧客基盤の相互活用による事業基盤の強化を推し進めることがこれまで以上に可能となり、当社が単独で接点を持ちづらい工場等の紹介をはじめ、公開買付者の取引先工場をターゲットとして既存の産業廃棄物処理に留まらず、当社の有する汚染土壌の調査・処理や廃石膏ボードリサイクル事業の新工場での顧客紹介連携並びに新規事業として進めている廃プラスチック類の再資源化事業の顧客及び出荷先の紹介連携を行うことが可能になると考えているとのことです。

(イ)グループ一体経営によるM & Aを含めた新規事業への取り組み加速

公開買付者グループにおいて、これまで相互に上場会社であり、独立性の観点から、経営資源の相互活用により一定の制約があった当社との連携を強化し、グループ一体経営を深化することにより、公開買付者及び当社との間で新規事業推進についての更なるノウハウの共有及び市場・技術・顧客の経営資源の相互活用がこれまで以上に推進されることが期待されるということです。その結果、両社が中長期的な視点から成長戦略を共有し、当社が進めている廃石膏ボードリサイクル事業における新工場での廃石膏ボードの排出元や建設事業者の紹介連携や当社が新規事業として進めている廃プラスチック類の再資源化事業における顧客及び出荷先の紹介連携の強化に加え、事業シナジーの創出が期待される他分野における新規事業を検討し、協働することも可能になると考えているということです。また、M & Aに関しては、公開買付者グループの資金調達力を始めとするリソースを公開買付者から当社へ提供することやM & Aに関するノウハウを相互に活用し、成長に繋がる事業基盤を有する企業を買収することにより、より効率的かつ迅速な成長を公開買付者グループとして実現することが可能になると考えているということです。

(ウ)親子上場解消による利益相反の回避と公開買付者グループ全体の利益最大化

上記のとおり、当社は、本書提出日現在、公開買付者の連結子会社でありながらも、上場企業であるために、公開買付者と当社の少数株主との間に潜在的な利益相反構造が存在しているということです。公開買付者は、本取引によって当該利益相反構造が解消されることにより、利益最大化のための公開買付者グループ内の連携が可能になると考えているということです。また、当社において、近年のコーポレート・ガバナンスコード等に対応するために、上場を維持するための体制や業務に係る負担(株主総会の開催・運営、監査、株主名簿管理人への事務委託に要する費用、有価証券報告書等の継続的な情報開示等)は年々増大しておりますが、公開買付者は、本取引により当社株式を非公開化することによって、これらのコスト及び業務を軽減することが可能になると考えているということです。

なお、本取引が成立した場合、当社株式の上場が廃止されることとなりますが、上場廃止に伴うデメリットとして、一般的には、資本市場から資金調達を行うことができなくなることや、取引先を含む外部からの社会的信用の獲得、知名度の維持といった上場会社であることによるメリットを享受できなくなることが挙げられるということです。しかしながら、公開買付者は、資金調達において、公開買付者グループは金融機関からの借入に加え、株式市場からのエクイティ調達の可能性の検討も含め多様な資金調達手法を通じた調達コスト・リスクの低減に努めていることに加え、グループファイナンスを利用した、公開買付者から当社への貸付も可能であることから資金調達に関する影響はないと考えているということです。また、既に当社は取引先と十分な信頼関係を構築しており、上場廃止を理由に既存の取引関係が剥落する可能性は極めて限定的と考えられ、当社においてこれまでの事業運営により積み重ねられてきた社会的信用や知名度は、上場廃止により失われるのではなく、むしろ当社が公開買付者の完全子会社となることで維持・向上し、更なる企業価値の向上が期待されと考えているということです。なお、本取引により、当社においては公開買付者以外の当社株主との資本関係がなくなりますが、公開買付者としては、それによる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いうことです。

上記の背景、目的、企業価値向上策により期待するシナジー効果を念頭に、公開買付者は2025年5月下旬より、当社及び公開買付者グループのより一層の企業価値向上を実現するために、当社株式を非公開化し、当社を完全子会社化することによって、当社と公開買付者の利害をこれまで以上に高い水準で一致させ、経営資源を迅速かつ柔軟に相互活用できる体制を整えることが最善であるとの見立てに基づき、当社株式の非公開化に関する初期的な検討を開始したということです。

その後、公開買付者は、2025年6月6日、当社に対し、本取引の背景及び目的、想定されるシナジー、本取引の想定ストラクチャー及びスケジュール、並びに、今後、公開買付価格を含めた提案を行うにあたり、当社の財務・税務、法務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を記載した法的拘束力のない初期的意向表明書(以下「意向表明書」といいます。)を提出したとのことです。そして、公開買付者は、2025年6月12日、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関及びファイナンシャル・アドバイザーとしてS M B C日興証券株式会社(以下「S M B C日興証券」といいます。)を、2025年6月26日、公開買付者及び当社から独立した法務アドバイザーとしてシティユー・ワ法律事務所を、2025年7月8日、公開買付者及び当社から独立した財務・税務アドバイザーとして株式会社A G S F A Sをそれぞれ選任したとのことです。その後、公開買付者は、2025年7月7日、当社より、意向表明書に関し、2025年7月4日の当社取締役会における報告検討を踏まえ、意向表明書に記載の提案を公開買付者による当社株式に対する真摯な買収提案と認め、当社として真摯な検討を進める方針であり、今後の検討プロセスにおいては社外取締役で構成された独立性を有する特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)において主体的に検討する旨、及びファイナンシャル・アドバイザーとして株式会社ブルー・タス・コンサルティング(以下「ブルー・タス・コンサルティング」といいます。)を選任した旨の連絡を、書面により、また、当社の財務・税務、法務及びビジネスに対するデュー・ディリジェンスに応じる旨の連絡を、口頭により、それぞれ受領したとのことです。その後、公開買付者は、2025年7月下旬から同年9月上旬まで、本取引の実現可能性の精査を目的として当社に対するデュー・ディリジェンスを実施するとともに、並行して、当社の事業、財務及び将来計画に関する多面的かつ総合的な分析を基に、当社及び本特別委員会との間で、本取引の意義・目的や、本取引によって創出が見込まれるシナジー効果、本取引後の経営体制・事業方針等について複数回にわたり協議を実施したとのことです。

具体的には、公開買付者は、2025年7月15日、本特別委員会より、本取引を実施する目的・理由等、本取引実施後の経営方針及び本取引の手続・条件等について書面で質問を受けたことから、2025年7月24日、本特別委員会に対して、当該質問事項について書面で回答したとのことです。その後、公開買付者は、2025年7月30日、本特別委員会より、本取引の目的・理由等、本取引実施後の経営方針及び本取引の手続・条件等に関して書面により追加質問を受けた上、書面による回答及び本特別委員会の場における説明を要請されたとのことです。公開買付者は、2025年8月4日、本特別委員会に対して、当該質問事項について書面で回答し、2025年8月5日開催の本特別委員会において、本取引の意義及び目的、並びに本取引実施後の経営方針に関する説明を行い、これに対する質疑応答を行うとともに、本取引の意義・目的に関する協議を行ったとのことです。さらに、公開買付者は、2025年8月22日、本特別委員会より、本取引実施後の経営体制、本取引によるシナジー、及び本取引実施後の当社の従業員の処遇等に関して書面による追加質問を受けたことから、2025年8月28日に、本特別委員会に対して、当該追加質問事項について書面で回答したとのことです。

これらのデュー・ディリジェンスの結果や当社及び本特別委員会との間の協議等を踏まえ、公開買付者は、2025年8月29日、当社及び本特別委員会に対して、本取引における想定シナジー、スケジュール、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、当社株式の直近の市場株価推移、当社の財務状況及び経営成績、デュー・ディリジェンスの結果等を総合的に勘案し、当社の2026年2月期の期末配当を行わないことを前提として、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。)を1,475円(提案日の前営業日である2025年8月28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である1,218円に対して21.10%(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1,223円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。))に対して20.61%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,162円に対して26.94%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して28.93%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月2日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は当社株主にとって十分なものとはいえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、公開買付者は、2025年9月11日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を1,575円(提案日の前営業日である2025年9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である1,225円に対して28.57%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,218円に対して29.31%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,181円に対して33.36%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,143円に対して37.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月12日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は当社株主にとって十分なものとは到底いえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、公開買付者は、2025年9月18日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を1,655円(提案日の前営業日である2025年9月17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である1,203円に対して37.57%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,218円に対して35.88%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,190円に対して39.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して44.67%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月19日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は当社株主にとって十分なものとは到底いえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、公開買付者は、2025年9月22日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を1,720円(提案日の前営業日である2025年9月19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である1,185円に対して45.15%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,214円に対して41.68%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,193円に対して44.17%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して50.35%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月24日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は依然として当社が考える価格目線と乖離しており、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、公開買付者は、2025年9月25日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を1,770円(提案日の前営業日である2025年9月24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である1,193円に対して48.37%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,210円に対して46.28%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,196円に対して47.99%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して54.72%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月26日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は前向きな検討に値する価格水準に近づいているものの、当社株主にとって十分とは言えないとして、本公開買付価格を1,870円へ引き上げるよう要請する旨の回答を受領したとのことです。

その後、公開買付者は、2025年9月29日、当社及び本特別委員会に対して、本公開買付価格を1,850円(提案日の前営業日である2025年9月26日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値である1,196円に対して54.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,206円に対して53.40%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,197円に対して54.55%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して61.71%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とする旨の提案を行ったとのことです。

これに対して、公開買付者は、2025年9月30日、当社及び本特別委員会より、当該提案価格は当社が本公開買付けに賛同し、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にあたり妥当な価格であると判断し、当社としての最終的な意思決定は2025年10月2日開催予定の当社取締役会での決議によるものの、本公開買付けに応諾する方針である旨の回答を受領したとのことです。

これらの経緯を経て、公開買付者は、2025年10月2日開催の取締役会において、本公開買付価格を1,850円とし、本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者は、本書提出日現在、本公開買付け成立後の当社の経営方針(経営体制・取締役会の構成)については、役員派遣の有無その他人事に関する事項を含め、当社と合意・決定している事項はなく、本公開買付けの成立後に公開買付者と当社の間で誠実に協議しながら決定していく予定ですが、公開買付者としては、当社へ非常勤監査役1名を派遣することを想定しているとのことです。また、本公開買付け成立後の経営方針について、公開買付者は、当社の企業価値向上のための経営戦略の具体的な施策として、主に上記「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」に記載の各シナジーを実現する施策を講じることを考えており、具体的な内容及び方法については、公開買付者と当社の間で誠実に協議をしながら決定していく予定であるとのことです。公開買付者は、本取引後も当社の従業員の雇用を維持し、また、処遇改善に努めること(雇用条件を不利益に変更しないことや人員削減を行わないことを含む。)を基本方針としているとのことです。

当社における意思決定の過程及び理由

()検討体制の構築の経緯

当社は、公開買付者から、2025年6月6日に本取引の実現に向けて具体的な検討を開始したい旨の意向表明書を受領しました。これを受けて、当社は、本取引の検討並びに公開買付者との本取引に係る協議及び交渉を行うにあたり、公開買付者は、当社株式の所有割合が53.87%に達する当社の支配株主(親会社)であり、本公開買付けを含む本取引がMBO等に該当し、また、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在する取引に該当することに鑑み、これらの問題に対応し、本取引の公正性を担保するため、2025年7月上旬に公開買付者及び当社グループから独立した法務アドバイザーとして弁護士法人森・濱田松本法律事務所(以下「森・濱田松本法律事務所」といいます。))を、公開買付者及び当社グループ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ブルータス・コンサルティングをそれぞれ選任いたしました。そして、当社は、本取引の公正性を担保するため、森・濱田松本法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の一般株主の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。具体的には、当社は、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、2025年7月4日開催の取締役会決議により、公開買付者及び本取引からの独立性を有する、花村美晴氏(当社独立社外取締役、花村美晴公認会計士事務所所長)、堀部隆司氏(当社独立社外取締役、株式会社東伸サービス顧問)及び小林啓介氏(当社独立社外取締役、株式会社ヤガミ代表取締役社長)の3名から構成される特別委員会(本特別委員会の検討の経緯及び判断内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得」をご参照ください。))を設置し、本特別委員会に対し、() (a) 当社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、(b) 当社の一般株主の皆様の利益を図る観点から、取引条件の公正性及び手続の公正性(本取引のために講じられた公正性担保措置の内容を含む。))について検討・判断した上で、当社取締役会において本取引を実施することの是非(本公開買付けについて当社取締役会が賛同すべきか否か、及び、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べきか否かを含む。))について検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、並びに、() 当社取締役会における本取引についての決定が、当社の一般株主の皆様にとって公正なものであるかについて検討し、当社取締役会に意見を述べること(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。なお、2025年7月7日に東京証券取引所が公表した「MBOや支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」が本取引に適用されることを踏まえ、本諮問事項の一部を修正しております。))を諮問いたしました(本特別委員会の権限並びに検討の経緯及び判断内容については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「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ブルータス・コンサルティング並びに当社の法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所について、公開買付者、当社グループ及び本取引からの独立性、並びに専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

さらに、当社は、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「当社における独立した検討体制の構築」に記載のとおり、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討を行うための体制(本取引に係る検討に關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。具体的には、当社は、2025年6月6日に公開買付者より意向表明書を受領して以降、2025年7月4日開催の取締役会決議により、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。)を行う本特別委員会の事務局を設置し、そのメンバーは公開買付者の役職員を兼職しておらず、かつ過去に公開買付者の役職員としての地位を有していたことのない当社の役職員により構成され、公開買付者の従業員としての勤務経験を有する当社の代表取締役である山本浩也氏は、本取引と利害関係を有する可能性があると考えられるため、本取引に関する協議・交渉には一切参加しないこととするものとし、かかる取扱いを継続しております。

() 検討・交渉の経緯

その上で、当社は、ブルータス・コンサルティングから当社株式の価値算定結果に関する報告、公開買付者との交渉方針に関する助言その他の財務的見地からの助言を受けるとともに、森・濱田松本法律事務所から本取引における手続の公正性を確保するための対応についての助言その他の法的助言を受け、これらを踏まえ、本特別委員会の意見の内容を最大限尊重しながら、本取引の是非及び取引条件の公正性について慎重に協議及び検討を行ってまいりました。

また、公開買付者から2025年6月6日に本取引に関する意向表明書を受領し、2025年7月4日開催の取締役会決議により本特別委員会を設置して以降、本特別委員会は、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。

具体的には、本特別委員会は、2025年6月6日に公開買付者より本取引に関する意向表明書を受領したことを踏まえて、本特別委員会における検討・協議を進め、2025年7月15日に公開買付者に対して本取引を実施する目的・理由等、本取引実施後の経営方針及び本取引の手続・条件等に関して書面による質問をしたところ、2025年7月24日に、公開買付者から当該質問事項について書面による回答を受けました。当該回答を受け、2025年7月30日に、本特別委員会は、本取引の検討を深めるべく、公開買付者に対して、本取引の目的・理由等、本取引実施後の経営方針及び本取引の手続・条件等に関して書面により追加質問をした上、書面による回答及び本特別委員会の場における説明を要請いたしました。本特別委員会は、2025年8月4日に、公開買付者から当該追加質問事項について書面による回答を受け、その後の2025年8月5日開催の本特別委員会において、公開買付者から本取引の意義及び目的、並びに本取引実施後の経営方針に関する説明を受け、これに対する質疑応答を行うとともに、本取引の意義・目的に関する協議を行いました。さらに、当該回答及び協議の内容を踏まえて、本特別委員会は、本取引の検討をさらに深めるべく、2025年8月22日に公開買付者に対し本取引実施後の経営体制、本取引によるシナジー、及び本取引実施後の当社の従業員の処遇等に関して書面による追加質問をしたところ、2025年8月28日に、公開買付者から当該追加質問事項について書面による回答を受けました。

上記の検討と並行して、本特別委員会は、本公開買付価格を含む本取引の諸条件についても、公開買付者との間で継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。具体的には、当社及び本特別委員会は、公開買付者から、当社株式の直近の市場株価推移、当社の財務状況及び経営成績、並びに公開買付者が当社に対して実施したデュー・ディリジェンスの結果を総合的に勘案し、2025年8月29日、本公開買付けにおける本公開買付価格を1,475円(提案日の前営業日時点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株価終値1,218円に対して21.10%のプレミアム、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,223円に対して20.61%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,162円に対して26.94%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して28.93%のプレミアムをそれぞれ加えた金額です。)とすることを含む提案(以下「第1回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、2025年9月2日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第1回提案における本公開買付価格(1,475円)は、当社の株主の皆様にとって十分なものとは到底いえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、公開買付者に対して、提案内容の再検討を要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月11日、当社及び本特別委員会は、公開買付者から本公開買付けにおける本公開買付価格を1,575円(提案日の前営業日である2025年9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である1,225円に対して28.57%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,218円に対して29.31%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,181円に対して33.36%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,143円に対して37.80%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とすることを含む提案(以下「第2回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、同月12日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第2回提案における本公開買付価格(1,575円)は、当社の株主の皆様にとって十分なものとは到底いえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、公開買付者に対して、提案内容の再検討を要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月18日、当社及び本特別委員会は、公開買付者から本公開買付けにおける本公開買付価格を1,655円(提案日の前営業日である2025年9月17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である1,203円に対して37.57%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,218円に対して35.88%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,190円に対して39.08%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して44.67%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とすることを含む提案(以下「第3回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、同月19日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第3回提案における本公開買付価格(1,655円)は、当社の株主の皆様にとって十分なものとは到底いえず、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、公開買付者に対して、提案内容の再検討を要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月22日、当社及び本特別委員会は、公開買付者から本公開買付けにおける本公開買付価格を1,720円(提案日の前営業日である2025年9月19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である1,185円に対して45.15%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,214円に対して41.68%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,193円に対して44.17%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して50.35%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とすることを含む提案(以下「第4回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、同月24日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第4回提案に係る価格は、依然として当社が考える価格目線と乖離しており、本公開買付けに賛同及び応募推奨の意見を出すことは困難であるとして、公開買付者に対して、提案内容の再検討を要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月25日、当社及び本特別委員会は、公開買付者から本公開買付けにおける本公開買付価格を1,770円(提案日の前営業日である2025年9月24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である1,193円に対して48.37%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,210円に対して46.28%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,196円に対して47.99%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して54.72%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とすることを含む提案(以下「第5回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、同月26日、本特別委員会は、公開買付者に対して、第5回提案に係る価格は、当社の長期的な市場株価動向、類似事例における平均的なプレミアム水準及び事業計画を踏まえた株式の本源的価値との関係等を総合的に勘案し、なお当社株主にとって十分とはいえないとして、公開買付者に対して、本公開買付価格を1,870円に引き上げることを要請いたしました。

かかる要請を受けて、同月29日、当社及び本特別委員会は、公開買付者から本公開買付けにおける本公開買付価格を1,850円(提案日の前営業日である2025年9月26日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値である1,196円に対して54.68%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,206円に対して53.40%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,197円に対して54.55%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,144円に対して61.71%のプレミアムをそれぞれ加えた価格です。)とすることを含む提案(以下「第6回提案」といいます。)を受領いたしました。これに対し、本特別委員会は、公開買付者に対して、当社としての本取引に対する最終的な意思決定は2025年10月2日に開催予定の取締役会での決議によることを前提として、第6回提案に係る価格は、当社が本取引に賛同し、株主に応募を推奨するにあたり妥当な価格であり、これに応諾する旨の回答をいたしました。

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との意見交換を行い、適宜、確認・承認を行ってきました。具体的には、まず、当社が公開買付者に対して提示し、また、ブルータス・コンサルティング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、事前に本特別委員会の確認を経て、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ブルータス・コンサルティングは、公開買付者との交渉にあたっては、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、公開買付者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、公開買付者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10月2日付で、本特別委員会から、本諮問事項に対する答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けております(本答申書の内容については、別添1をご参照ください。)

()判断内容

以上の経緯の下、当社は、2025年10月2日開催の当社取締役会において、森・濱田松本法律事務所から受けた本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けを含む本取引に関する意思決定にあたっての留意点についての法的助言、ブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言、ブルータス・コンサルティングより提出を受けた2025年10月1日付の当社株式の株式価値に関する算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)の内容を踏まえつつ、本特別委員会から取得した本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本公開買付価格を含む本取引における諸条件は公正なものであるか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、以下の観点から、本取引は当社の企業価値向上に資するものであるとの結論に至りました。

まず、グループ連携の深化による土壌コンサルティング事業の拡大が挙げられます。本取引により、公開買付者が有する全国6,000以上の製造業を中心とした広範な顧客基盤と、当社が持つ土壌汚染対策における高度な専門性を本格的に融合させることが可能となります。これまで公開買付者との連携は、公開買付者と当社の少数株主との間の潜在的な利益相反構造による制約により限定的でありましたが、本取引後は、そのような制約がなくなり、当社が単独で接点を持ちづらい公開買付者の顧客の当社に対する紹介の増加や、当該顧客への営業体制の整備が見込まれ、工場の土地の形質変更といった重要な事業機会に際し、当社の強みであるコンサルティング提案をグループ一体となって推進することが可能となります。これにより、当社の主力事業である土壌関連事業の安定的な成長を実現し得ると考えております。これらの点は、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」に記載の公開買付者が想定する本取引のシナジーの(ア)と合致するものと認識しております。

加えて、戦略的な投資機会の拡充を期待することができます。本取引により、上場維持に係るコストを成長投資へ充てることが可能となることに加え、公開買付者グループの高い信用力を背景としたグループファイナンスを活用することで、有利な条件での機動的な資金調達が可能となります。これにより確保された経営資源を、当社事業の更なる拡大に向け、次世代のリサイクル技術開発や新たな設備投資に重点的に充当し、当社の事業領域とシナジーが見込まれる分野への戦略的なM & Aについても、グループの総合力を活用しながら、これまで以上に積極的に展開することができるものと考えております。これらの点は、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」に記載の公開買付者が想定する本取引のシナジーの(イ)及び(ウ)と合致するものと認識しております。

また、当社は、本取引に伴い想定されるリスクについても慎重に検討いたしました。最大の懸念事項は、両社の企業文化の違いが、当社の強みである迅速な意思決定と機動的な事業展開に影響を及ぼす可能性でありました。この点については、公開買付者と慎重に協議を重ね、公開買付者が当社の独立性を尊重し、これまで当社が培ってきたスピード感のあるガバナンス体制を維持するという、公開買付者が想定している具体的な経営体制についての十分な説明を受けたことにより、当該リスクは限定的であると判断しております。その他、一般的に想定される社会的信用の低下や人材確保への影響についても、公開買付者から、当社の従業員に対する労働条件の不利益変更を行わないこと、今後当社の従業員の更なる処遇改善や、保健師によるメンタルケアの取り組み等を検討することについて十分な説明を受けたことにより、その影響は限定的なものであると判断しております。資金調達面においても、当社独自のエクイティ・ファイナンスは困難となりますが、一方でグループファイナンスを含む間接金融調達がより活用可能となることから、同様に影響は限定的であると認識しております。なお、本取引により、当社においては公開買付者以外の当社株主との資本関係がなくなります。が、当社としては、それによる当社の事業に与えるデメリットについては、特段想定しておりません。

以上より、当社取締役会は、2025年10月2日、本公開買付けを含む本取引により当社株式を非上場化することが、当社グループの企業価値の向上に資するものであると判断いたしました。

なお、一般に、株式の非公開化に伴うデメリットとしては、上場会社としての知名度・ブランド力低下による、取引先その他ステークホルダーへの影響や従業員のモチベーション低下が挙げられます。しかしながら、公開買付者は上場会社であり高い社会的信用及び認知度を有していることから、当社株式が本取引を通じて非公開化されることが、当社の社会的信用や社員のモチベーションに悪影響を与える可能性は低いと考えております。また、公開買付者としては、当社の経営体制等については、当社との間で協議していく方針であること等を踏まえ、当社としては、当社株式が本取引を通じて非公開化されることは、当社グループの取引先、従業員、その他のステークホルダーにおいて受け入れられると考えており、本取引の実行後においても特段のディスシナジーは発生しないと認識しております。

また、当社は、以下(a)乃至(c)の点等から、本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は公正であり、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格及び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。

(a)本公開買付価格が、本株式価値算定書における市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大幅に上回り、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」といいます。)の算定結果のレンジの上限に近い価格であること。

(b) 本公開買付価格は、本公開買付けの公表日の前営業日である2025年10月1日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,157円に対して59.90%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,199円に対して54.30%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,197円に対して54.55%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,145円に対して61.57%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であるところ、かかるプレミアム水準は、経済産業省が策定した「公正なM & Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降、2025年6月30日までに公表された、MBO及び親会社による上場会社への買収の事例(但し、不成立となった事例を除く。)158件(プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日の終値に対して44.57%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して46.92%、直近3ヶ月の終値単純平均値に対して47.96%、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して47.06%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日の終値に対して42.13%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.62%、直近3ヶ月の終値単純平均値に対して43.78%、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対して44.32%である。以下「類似事例プレミアム水準」という。)と比較すると、類似事例プレミアム水準を全ての期間において上回っていること。

(c) 下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、当社において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実施された上で、当社及び本特別委員会が公開買付者との間で複数回にわたり公開買付価格の価格交渉を行い、かかる交渉の結果として、最終的な本公開買付価格(1株当たり1,850円)が、公開買付者による当初提案に係る価格(1株当たり1,475円)よりも1株当たり375円(当初提案に係る価格の25.42%)引き上げられた価格で合意に至ったこと。

以上より、当社は、2025年10月2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「(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(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。

(3) 算定に関する事項

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

() 算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるSMB C日興証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年10月1日付で買付者株式価値算定書を取得したとのことです。

なお、SMB C日興証券は公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。また、公開買付者は、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」に記載の諸要素を総合的に考慮し、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、SMB C日興証券から本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

SMB C日興証券による当社の株式価値の算定結果の詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

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

() 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、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2025年10月1日付の本株式価値算定書を取得いたしました。

なお、ブルータス・コンサルティングは、公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して独立性を有しております。

また、当社は、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」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、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)は取得しておりません。

なお、ブルータス・コンサルティングに対する報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の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。

()算定の概要

ブルータス・コンサルティングは、複数の算定手法の中から当社株式の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及び名古屋証券取引所プレミアム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、当社と比較可能な上場会社が複数存在し、類似会社比較による当社株式の株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、当社業績の内容や予想等を評価に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値算定を行いました。

上記各手法に基づ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	: 1,145円～1,199円
類似会社比較法	: 1,166円～1,295円
DCF法	: 1,583円～1,894円

市場株価法では、算定基準日を2025年10月1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の終値1,157円、同日までの直近1ヶ月間の終値の単純平均値1,199円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値1,197円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値1,145円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,145円から1,199円までと算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社として、TREホールディングス株式会社、大栄環境株式会社、いであ株式会社、株式会社ミダックホールディングス、株式会社エンバイオ・ホールディングスを選定した上で、企業価値に対するEBITDA及びEBITDAの倍率を用いて算定を行い、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,166円から1,295円までと算定しております。

DCF法では、当社から提供された2026年2月期から2031年2月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2026年2月期第3四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り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1,583円から1,894円までと算定しております。なお、割引率は加重平均資本コストとし、7.3%～8.4%を採用しており、継続価値の算定にあたっては永久成長率法を採用しております。永久成長率は理論上想定される長期的な経済環境等を踏まえ0%とし、継続価値を33,363百万円～38,482百万円と算定しております。また、非事業用資産として、主に評価基準日時点における余剰資金及び運用目的の資産を加算しております。

ブルータス・コンサルティングが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。なお、当社作成の事業計画においては、大幅なキャッシュフローの増減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、2028年2月期において、静岡事業所における廃プラスチック類リサイクル事業の大規模投資が見込まれ、その影響により、2028年2月期のフリー・キャッシュ・フローは2027年2月期と比較して大幅な減少となることが見込まれております。また、2029年2月期以降において、大規模な修繕や設備投資が見込まれていないことから、2029年2月期のフリー・キャッシュ・フローは2028年2月期のフリー・キャッシュ・フローと比較して、大幅な増加となることが見込まれております。また、本取引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、上記算定には加味しておりません。

(単位：百万円)

	2026年 2月期 (6ヶ月)	2027年 2月期	2028年 2月期	2029年 2月期	2030年 2月期	2031年 2月期
売上高	9,541	21,252	22,867	24,208	25,872	27,229
営業利益	1,180	2,959	3,324	3,493	4,267	4,747
EBITDA	1,860	4,258	4,569	5,244	5,696	6,164
フリー・キャッシュ・フロー	919	1,508	622	3,401	3,558	3,932

なお、本事業計画は、2025年4月8日の当社決算資料で公表済みの中期経営計画(以下「本中期経営計画」といいます。)を基に、2025年7月時点で、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的としてより詳細化し、合理的に見積もられる範囲で後発事象を織り込んで作成しております。本中期経営計画は公開買付者が2018年6月に公表した長期経営計画「VISION2030」の最終年度にあたる2031年2月期までを期間として設定しております。本事業計画の作成にあたって、その基となる本中期経営計画の作成にあたっては、公開買付者の従業員としての勤務経験を有する当社の代表取締役である山本浩也氏が関与しておりますが、上記2025年7月以降の、本事業計画策定のプロセスにおいては、同氏及び公開買付者は関与しておりません。

ブルータス・コンサルティングは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(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。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による算定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。但し、ブルータス・コンサルティングは、算定の基礎とした当社の本事業計画について、当社との間で質疑応答を行いその内容を確認しております。

(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及び名古屋証券取引所プレミア市場に上場されておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所及び名古屋証券取引所の定める上場廃止基準に従い、当社株式は所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、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)」に記載の本スクイズアウト手続が実施された場合には、東京証券取引所及び名古屋証券取引所の上場廃止基準に該当し、当社株式は所定の手続を経て上場廃止となります。なお、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及び名古屋証券取引所プレミア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) 本公開買付けに関する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、公開買付者が所有する当社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のみとすることを目的とした本スクイ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す。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の総数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定に基づき、当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)の全員(以下「売渡株主」といいます。)に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「株式売渡請求」といいます。)する予定であるとのことです。株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定であるとのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求める予定であるとのことです。当社がその取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、売渡株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主からその所有する当社株式の全部を取得するとのことです。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各売渡株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定であるとのことです。

また、本譲渡制限付株式については、その割当契約書において、譲渡制限期間中に、当社株式を対象とする株式売渡請求に関する事項が当社の取締役会で承認された場合(但し、売渡株式の取得日(以下「スクイズアウト効力発生日(売渡請求)」)といいます。)が譲渡制限期間の満了の前に到来するときに限ります。)には、本譲渡制限付株式については、スクイズアウト効力発生日(売渡請求)の前営業日の直前時をもって、これに係る譲渡制限を解除するとされているとのことです。そのため、本譲渡制限付株式は、スクイズアウト効力発生日(売渡請求)の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除される想定であることから、本譲渡制限付株式の全てを株式売渡請求の対象とする予定であるとのことです。

なお、当社は、公開買付者より株式売渡請求をしようとする旨及び会社法第179条の2第1項各号の事項について通知を受けた場合には、当社取締役会において、公開買付者による株式売渡請求を承認する予定です。

株式売渡請求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、会社法第179条の8その他の関係法令の定めに従って、売渡株主は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

株式の併合

本公開買付けの成立後、公開買付者が当社の総株主の議決権の数の90%以上を所有するに至らなかった場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき、当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)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。)を2026年1月下旬を目途に開催することを当社に要請する予定であるとのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定であるとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案が承認された場合には、本株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主の皆様は、本臨時株主総会において承認され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ります。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、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、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となります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該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となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定であるとのことです。また、本株式併合の割合は、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しなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定であるとのことです。

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って、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様(公開買付者及び当社を除きます。)は、当社に対してその所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記申立てがなされた場合の当社株式の買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものではありません。

また、本譲渡制限付株式については、その割当契約書において、譲渡制限期間中に、当社株式を対象とする株式併合(当該株式併合により付与当社の有する本譲渡制限付株式が1株に満たない端数のみとなる場合に限ります。)に関する事項が当社の株主総会で承認された場合(但し、株式併合の効力発生日(以下「スクイズアウト効力発生日(株式併合)」)といいます。))が譲渡制限期間の満了の前に到来するときに限ります。))には、本譲渡制限付株式については、スクイズアウト効力発生日(株式併合)の前営業日の直前時をもって、これに係る譲渡制限を解除するとされております。そのため、本譲渡制限付株式は、スクイズアウト効力発生日(株式併合)の前営業日の直前時をもって譲渡制限が解除される想定であることから、本譲渡制限付株式の全てを本株式併合の対象とする予定であるとのことです。

上記及びの各手続については、関係法令の改正、施行及び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しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除きます。)に対しては、最終的に金銭を交付する方法を採用する予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数に乗じた価格と同一になるよう算定する予定であるとのことです。

以上の各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、公開買付者及び当社との間で協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が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

当社は、公開買付者の子会社であり、本公開買付けを含む本取引がMBO等に該当し、また、本公開買付けを含む本取引が公開買付者と当社の少数株主との間に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、これらの問題に対応し、本公開買付け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等については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

また、公開買付者は、上記「(2) 本公開買付けに関する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、当社株式9,056,640株(所有割合:53.87%)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)」の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考え、本公開買付けにおいて、「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の買付予定数の下限は設定していないとのことです。もっとも、公開買付者及び当社において以下の措置が講じられていることから、公開買付者及び当社としては、当社の一般株主の皆様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、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のみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられる旨判断しており、当社としても同様に判断しています。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立した第三者算定機関として、公開買付者のファイナンシャル・アドバイザーであるＳＭＢＣ日興証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、2025年10月1日付で買付者株式価値算定書を取得したとのことです。

なお、ＳＭＢＣ日興証券は公開買付者及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有していないとのことです。また、公開買付者は、公開買付者及び当社において、本「(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」に記載の措置を実施し、当社の株主の利益には十分な配慮がなされていると考えていることから、ＳＭＢＣ日興証券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)は取得していないとのことです。

ＳＭＢＣ日興証券は、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上、当社が東京証券取引所スタンダード市場及び名古屋証券取引所プレミア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、類似上場会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似上場会社比較法を、また、将来の事業活動を評価に反映するためにＤＣＦ法をそれぞれ算定手法として採用し、当社株式の株式価値の算定を行いました。ＳＭＢＣ日興証券による当社株式の1株当たり株式価値の算定結果は以下のとおりとのことです。

市場株価法	: 1,145円～1,199円
類似上場会社比較法	: 934円～1,334円
ＤＣＦ法	: 1,392円～2,146円

市場株価法では、算定基準日を2025年10月1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過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,199円、過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,197円及び過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,145円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を1,145円から1,199円までと算定しているとのことです。

類似上場会社比較法では、当社と類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性を示す財務指標との比較を通じて、当社株式の株式価値を評価し、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を934円から1,334円までと算定しているとのことです。

ＤＣＦ法では、当社から提供された2026年2月期から2031年2月期までの事業計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2026年2月期第2四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り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1,392円から2,146円までと算定しているとのことです。当社の将来の財務予測においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度は含まれていないとのことですが、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2028年2月期において、設備投資の増加を見込んでいることに加え、前年度の一過性要因による運転資本減少に伴うフリー・キャッシュ・フローの増加の影響が解消されることから、フリー・キャッシュ・フローの減少を見込んでいるとのことです。また、2028年2月期と比較して2029年2月期は設備投資の減少を見込んでいることから、フリー・キャッシュ・フローの増加を見込んでいるとのことです。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、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、反映されていないとのことです。

公開買付者は、ＳＭＢＣ日興証券から取得した買付者株式価値算定書の算定結果に加え、公開買付者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10月2日開催の取締役会において、本公開買付価格を1,850円とすることを決定したとのことです。

本公開買付価格1,850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10月1日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,157円に対して59.90%、同日までの過去1ヶ月間の終値の単純平均値1,199円に対して54.30%、同日までの過去3ヶ月間の終値の単純平均値1,197円に対して54.55%、同日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値1,145円に対して61.57%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。

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

上記「(3) 算定に関する事項」の「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、当社は、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、公開買付者及び当社グループ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ブルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2025年10月1日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。ブルータス・コンサルティングは、公開買付者及び当社グループ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独立性を有しており、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。

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

()設置等の経緯

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、2025年7月4日に開催された取締役会における決議により、本特別委員会を設置するとともに、本特別委員会に対し、本諮問事項を諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、()当社取締役会は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して本取引に関する意思決定を行うこととすること、及び()本特別委員会が本取引の取引条件が公正でないと判断した場合には、当社取締役会は当該取引条件による本取引の承認をしないこととすることを決議するとともに、本特別委員会に対し、()本取引の相手方との間で取引条件等についての交渉に実質的に関与すること(必要に応じて、相手方との交渉方針に関して指示又は要請を行うこと、及び、自ら相手方と交渉を行うことを含む。)を行うこと、()本諮問事項に関する答申を行うに当たり、必要に応じ、自らの財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー(以下「アドバイザー等」と総称する。)を選任又は指名すること(この場合の費用は当社が負担する。)、又は当社のアドバイザー等を指名し、若しくは承認(事後承認を含む。)すること(なお、本特別委員会は、当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができる。)、()本特別委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求めること、()当社グループの役職員から本取引に関する検討及び判断に合理的に必要な情報を受領すること、及び()その他本取引に関する検討及び判断に際して必要と本特別委員会が認める事項について権限を付与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、当社が公開買付者の子会社であり、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、当社の取締役5名のうち、公開買付者の従業員としての勤務経験を有する当社の代表取締役である山本浩也氏を除く4名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。また、山本浩也氏は、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。

なお、本特別委員会の各委員の報酬は、答申内容にかかわらず支給される固定金額のみとしており、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、本特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー又はリーガル・アドバイザーは選任しておりません。

()検討の経緯

本特別委員会は、2025年7月7日より2025年10月1日までの間に合計14回開催されたほか、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、公開買付者から、本取引を提案するに至った経緯、本取引の目的、本取引の諸条件等について説明を受け、質疑応答を行い、また、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、事業計画等に関する説明を受け、質疑応答を行いました。

また、本特別委員会は、公開買付者に対して提示する事業計画及びブルーパス・コンサルティングが当社の株式価値の算定において基礎とする事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認及び承認を行いました。

その上で、本特別委員会は、当社の法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所から、その独立性及び専門性に鑑み、本取引における公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置の内容その他本取引に関する事項全般について法的見地からの助言を受けています。さらに、本特別委員会は、当社のファイナンシャル・アドバイザーであるブルーパス・コンサルティングの独立性及び専門性に鑑み、当社の依頼により、当社のファイナンシャル・アドバイザーである同社から財務的見地からの助言を受け、公開買付者からより高い価格を引き出すための交渉方針について審議・検討しました。また、本特別委員会は、当社が公開買付者から本公開買付価格に関する提案を受領する都度、適時に報告を受け、当社の依頼により森・濱田松本法律事務所及びブルーパス・コンサルティングからの助言を受け、当社に対して複数回にわたり、公開買付者に対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を意見し、公開買付者に対する交渉方針を審議・検討すること等により、公開買付者との間の本公開買付価格に関する協議・交渉に実質的に関与しました。

その結果、当社は、2025年9月29日、公開買付者から、本公開買付価格を1,850円とすることを含む提案を受け、最終的に、本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である1,475円から1,850円にまで引き上げております。

さらに、本特別委員会は、森・濱田松本法律事務所から、当社が公表予定の本公開買付けに係る本書のドラフトの内容について説明を受け必要かつ十分な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。

()判断内容

本特別委員会は、以上の経緯の下で、森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言、ブルーパス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言、ブルーパス・コンサルティングから2025年10月1日付で提出を受けた本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、本諮問事項について慎重に協議・検討を重ねた結果、同日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、以下の内容の本答申書を提出いたしました。本特別委員会の答申内容及び答申の理由については、本答申書をご参照ください。

(A) 答申の内容

- (a) 当社取締役会が本公開買付けについて賛同意見を表明し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことは妥当であり、本取引を実施することは妥当であると認められる。
- (b) 当社取締役会における本取引についてのかかる決定は、当社の一般株主にとって公正なものであると認められる。

(B) 答申の理由

(a) 本取引の是非

ア 当社グループの事業環境

- ・ 上記「(2) 本公開買付けに関する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」に記載の当社が認識する当社グループの事業環境については、本特別委員会としても同様の認識であり、客観的事実に明らかに反している点はなく、本特別委員会として異論はない。

イ 本取引により想定されるシナジー

- ・ 本取引により想定されるシナジーについて、上記「(2) 本公開買付けに関する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」に記載の公開買付者の想定と、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載の当社の想定は、主要な点において合致しており、相互に矛盾した点や客観的事実に明らかに反した点はない。また、当社の想定シナジーの内容について、当社経営陣に対するインタビュー等を実施したが、その説明内容と矛盾する点はなく、不合理な点もない。
- ・ したがって、本取引は、上記のシナジーを享受できるものであり、当社の企業価値の向上に資すると思われる。

ウ 本取引により想定されるデメリット

- ・ 本取引により想定されるデメリットについての、上記「(2) 本公開買付けに関する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」に記載の公開買付者の認識と、上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載の当社の認識は、主要な点において合致しており、相互に矛盾した点や明らかに客観的事実に反した点はない。また、当社が想定しているデメリットは上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、限定的であると考えられる。
- ・ 加えて、本特別委員会が実施した書面による質疑応答及びインタビューにおける公開買付者の回答によれば、公開買付者としては、公開買付者及び当社の社風の違いを理解しており、グループ内における多様性を強みと捉えているとのことであり、また、本取引後の経営方針として、当社の従業員の処遇改善に努めること(従業員の雇用条件の不利益変更を行わないこと、従業員の希望に反する転勤を伴う異動を行わないこと、人員削減を行わないこと、公開買付者の社員持株会への加入を推進することを含む。)や、非常勤監査役1名の派遣を検討している以外には役員派遣等による経営体制の変更を行わないこと等を想定しているとのことである。なお、公開買付者によれば、譲渡制限付株式報酬として当社の取締役(監査等委員である者を除く。)、執行役員、相談役及び当社の子会社に付与された当社の譲渡制限付株式(以下「本譲渡制限付株式」という。)に関し、今後当社とも協議の上、本譲渡制限付株式の付与対象者が本来享受すべき経済的利益を実質的に損なわないように配慮する予定とのことであり、この点からも当社の完全子会社化に伴うデメリットは限定的であると考えられる。
- ・ 以上を踏まえると、本取引により当社の企業価値向上に対する重大な支障となる事情は生じないものと考えられる。

エ 小括

- ・ 以上より、当社は、本取引を通じて公開買付者の完全子会社化を行うことにより、一定のシナジーを享受できると考えられ、他方で、本取引によるデメリットは限定的であり、享受できるシナジーを上回るデメリットが存在するものとは認められない。
- ・ したがって、本取引は、当社の企業価値向上に資するものであると考えられる。

(b) 取引条件の公正性

ア 公開買付者との協議・交渉の過程

- ・ 上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」のとおり、本特別委員会は、2025年8月29日に公開買付者から第1回提案を受領して以降、ブルータス・コンサルティングから受けた財務的見地からの助言並びに森・濱田松本法律事務所から受けた法的見地からの助言も踏まえて継続して取引条件の審議・検討を行い、公開買付者との間で真摯に協議・交渉を行った。

- ・ 本公開買付価格に係る公開買付者との協議・交渉は、ブルータス・コンサルティングによる株式価値算定の内容も踏まえて、当社の企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件で本取引が行われることを目指して行われたものであり、かかる方針に基づく本特別委員会による協議・交渉の結果、当社は、2025年9月29日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり1,850円とすることを含む提案を受けており、最終的に本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である1,475円から1,850円にまで引き上げている。

イ 株式価値算定内容及びその前提とした財務予測・前提条件等の合理性

(ア)本事業計画の合理性

- ・ 本事業計画は、本中期経営計画を修正する形で、2025年7月時点で、本取引の取引条件の妥当性を検討することを目的としてより詳細化し、合理的に見積もられる範囲で後発事象を織り込んで作成されたものである。具体的には、本事業計画は、本中期経営計画の策定時点では考慮されていなかった後発事象その他見直しが必要な事象(長期大型案件の受注や、今後実績化が見込まれる特殊商品の拡販、事業所の新設予定等)の影響を加味するとともに、客観的な裏付けに基づく外部環境要因(業界成長率、市場環境データ等)及び内的要因(当社固有の材料)を踏まえ、本更新版中期経営計画が採用する成長率の妥当性の検証・修正することにより作成されている。また、本事業計画の内容は、本取引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、本取引の実施を前提としないスタンドアローン・ベースのものである。また、当社の将来の財務予測においては、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が、フリー・キャッシュ・フローの大幅な増減を見込んでいる事業年度が含まれている。具体的には、2028年2月期において、静岡事業所における廃プラスチック類リサイクル事業の大規模投資が見込まれ、その影響により、2028年2月期のフリー・キャッシュ・フローは2027年2月期と比較して大幅な減少となることが見込まれている。また、2029年2月期以降において、大規模な修繕や設備投資が見込まれていないことから、2029年2月期のフリー・キャッシュ・フローは2028年2月期のフリー・キャッシュ・フローと比較して、大幅な増加となることが見込まれている。
- ・ 本事業計画に係る当社からの説明及び質疑応答を踏まえると、本事業計画の内容や重要な前提条件に不合理な点は認められない。
- ・ また、本事業計画の作成は、当社における独立した検討体制の下で行われたものであり、公開買付者又はその関係者(公開買付者の出身者を含む。)が作成に関与し、又は影響を及ぼした事実は窺われない。また、当社は、公開買付者との交渉において、本事業計画の内容について公開買付者に一定の説明を行っているが、公開買付者の指示により、又はその意を汲んで、作成又は修正が行われたという事実も窺われない。
- ・ したがって、本事業計画の作成の手續に不公正な点も認められない。

(イ)株式価値算定内容及び合理性

- ・ 本特別委員会は、ブルータス・コンサルティングから、ブルータス・コンサルティング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内容及び重要な前提条件について説明を受け、質疑応答を行い、2025年10月1日付で、本株式価値算定書(その内容は、上記「(3) 算定に関する事項」の「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」のとおり)の提出を受けた。
- ・ 市場株価法による算定においては、当社の市場株価を直近終値及び一定期間の終値の平均値を分析することにより当社の株式価値が算定されているところ、かかる算定の方法は、上場株式の評価手法として最も客観性が高く、本取引と類似の取引において一般的に用いられるものである。また、採用する算定期間についても一般的に用いられるものである上、当社において、かかる期間に市場株価の調整が必要となるような重要事象は発生していない。以上より、市場株価法による算定の内容に不合理な点は認められない。

- ・ 類似会社比較法による算定においては、当社と類似する上場会社として、T R Eホールディングス株式会社、大栄環境株式会社、いであ株式会社、株式会社ミダックホールディングス、株式会社エンバイオ・ホールディングスが選定されているところ、かかる選定は、株式会社ユーザベースが運営するスピード経済情報リサーチにおいて「廃棄物処理」及び「環境調査」の業界に属する上場企業25社の中から、事業規模及び事業内容に関する当社の見解も聴取の上で選定されており、選定の方法に不合理な点は認められない。また、ブルータス・コンサルティングは、比較指標として、企業価値に対するE B I T A及びE B I T D Aの倍率を用いているところ、かかる指標は、類似会社比較の分析において一般的に用いられるものである。以上より、類似会社比較法による算定の内容に不合理な点は認められない。
- ・ D C F法による算定においては、算定方法として永久成長率法が用いられているところ、かかる算定方法、永久成長率、余剰現預金の取扱い等については、ブルータス・コンサルティングが第三者算定機関としての専門的見地から検討・算出したものであり、これらの数値の算出根拠及び算定方法等について特に不合理な点は認められない。
- ・ そして、ブルータス・コンサルティングによる株式価値算定の前提となる本事業計画の内容及や重要な前提条件についても、上記(ア)に記載のとおり合理性が認められる。
- ・ 以上より、本株式価値算定書における算定方法及び算定根拠は合理的であり、本株式価値算定書の内容は合理的であると認められる。

ウ 過去の市場株価・同種案件に対するプレミアム水準の妥当性

- ・ 本公開買付価格1,850円は、本書提出日の前営業日である2025年10月1日の東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の終値1,157円に対して59.90%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,199円に対して54.30%、同日までの過去3ヶ月間の終値単純平均値1,197円に対して54.55%、同日までの過去6ヶ月間の終値単純平均値1,145円に対して61.57%のプレミアムをそれぞれ加えた価格である。
- ・ 本公開買付価格のプレミアム水準は、経済産業省が策定した「公正なM & Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降、2025年6月30日までに公表された、M B O及び親会社による上場会社への買収の事例(但し、不成立となった事例を除く。)158件(プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日の終値に対して44.57%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して46.92%、直近3ヶ月の終値単純平均値に対して47.96%、直近6か月間の終値単純平均値に対して47.06%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日の終値に対して42.13%、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対して43.62%、直近3ヶ月の終値単純平均値に対して43.78%、直近6か月間の終値単純平均値に対して44.32%である。以下「類似事例プレミアム水準」という。)と比較すると、類似事例プレミアム水準をすべての期間において上回っている。

エ 買収の方法及び買収対価の種類の公正性

- ・ 当社は、公開買付者から、現金を対価とする、本公開買付け及びその後の株式等売渡請求又は株式併合を用いたスクイーズアウト手続の方法による二段階買収の提案を受けている。
- ・ 一段階目として公開買付けを行い、二段階目として株式売渡請求又は株式併合によるスクイーズアウト手続を行うという方法は、非公開化の取引においては一般的に採用されている方法であり、本スクイーズアウト手続において、本公開買付けに応募しなかった当社株主(公開買付者及び当社を除く。)に対して、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定することが予定されているほか、当該対価の額に不満のある当社株主は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことが可能である。また、本スクイーズアウト手続においては、本譲渡制限付株式も対象となるところ、公開買付者は、今後当社とも協議の上、本譲渡制限付株式の付与対象者が本来享受すべき経済的利益を実質的に損なわないように配慮する予定とのことである。よって、本取引の方法に不公正な点は認められない。
- ・ また、買収対価の種類について、そもそも金銭は、流動性が高く投資回収の方法として妥当であるため、対価を金銭とすること自体が一般株主の不利益となる理由はない。よって、本取引における買収対価の種類に不公正な点は認められない。

- ・ 以上より、買収の方法及び買収対価の種類は公正であると認められる。

オ 小括

- ・ 以上のとおり、当社の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ブルータス・コンサルティング作成の本株式価値算定書の内容は合理的であるところ、()本公開買付価格は、本株式価値算定書における市場株価法及び類似会社比較法に基づく算定結果のレンジの上限を大幅に上回り、かつ、DCF法の算定結果のレンジの上限に近い価格であること、()本公開買付価格のプレミアム水準は、類似事例プレミアム水準をすべての期間において上回っていること、及び、()当社において、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実施された上で、当社及び本特別委員会が公開買付者との間で複数回にわたり公開買付価格の価格交渉を行い、かかる交渉の結果として、最終的な本公開買付価格(1,850円)が、公開買付者による第1回提案に係る価格(1,475円)よりも375円(当初提案に係る価格の25.42%)引き上げられた価格で合意に至ったことを総合的に勘案すれば、本公開買付価格は公正な価格であると認められ、また、買収の方法及び買収対価の種類は公正であると認められることからすれば、本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引条件は公正であると考えられる。

(c) 手続の公正性

本特別委員会は、以下の理由から、本取引の公正性を担保するための手続が十分に講じられており、手続は公正であると考える。

- (ア)当社における独立した本特別委員会が設置され、本特別委員会は、本取引の取引条件に関する交渉について事前に方針を確認し、ファイナンシャル・アドバイザーであるブルータス・コンサルティングから適時に交渉状況の報告を受け、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、本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保しており、その結果、当社は、2025年9月29日、公開買付者から、本公開買付価格を1株当たり1,850円とすることを含む提案を受け、最終的に本公開買付価格を、公開買付者の当初提示額である1,475円から1,850円にまで引き上げる等の役割を果たしていること。
- (イ)当社は、公開買付者から提示された本公開買付価格に関する意思決定の公正性を担保するために、公開買付者、当社グループ及び本取引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ブルータス・コンサルティングに対して、当社の株式価値の算定を依頼し、2025年10月1日付で、本株式価値算定書を取得していること。
- (ウ)当社は、公開買付者、当社グループ及び本取引から独立した法務アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、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関する法的助言を受けていること。
- (エ)当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討を行う体制を当社の社内に構築しており、かかる検討体制について、本特別委員会から、独立性・公正性の観点から問題がないことについて承認を得ていること。また、本取引について当社内で検討、交渉及び判断を行うにあたり、公開買付者の従業員としての勤務経験を有する当社の代表取締役である山本浩也氏は、本取引と利害関係を有する可能性があると考えられるため、本取引に関する協議・交渉には一切参加しないこととしていること。また、当社は、2025年10月2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旨を決議する予定であるところ、かかる当社取締役会においても、当社の取締役5名のうち、山本浩也氏を除く取締役4名において審議及び決議がなされる予定であること。

- (オ)当社及び公開買付者は、当社が公開買付者以外の買収提案者(以下「対抗的買収提案者」という。)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を一切行っておらず、また、公開買付法定の最短期間より長期に設定し、対抗買収提案者が対抗的な買付け等を行う機会を確保することにより、期間を公開買付けの公正性の担保に配慮がなされている。なお、本取引においては、積極的なマーケット・チェックは実施されていないが、公開買付者が保有する当社株式の所有割合は53.95%であること、また、本特別委員会による公開買付者に対するインタビューにおいて、公開買付者として本取引による当社の完全子会社化は不可欠であると考えている旨が明確に回答されたことから、仮に非常に魅力的な対抗提案がなされた場合であっても公開買付者が売却に応じる可能性は極めて低いものと認められ、さらに、本取引のスキームにおいて、公開買付者が当社を一旦は買収するものの、その後、その全部又は一部の売却を予定しているといった事情は存在しないことから、本特別委員会として、本取引にあたって積極的なマーケット・チェックをすべき特段の例外的事情は存在しないものと判断した。以上より、本公開買付けにおいては、対抗的買収提案者にも対抗的な買付け等を行う合理的な機会が確保されているものと認められること。
- (カ)公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、当社株主が本取引の是非や本公開買付価格の公正性について熟慮し、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が提供されていると認められること。
- (キ)本スクイズアウト手続として、株式売渡請求又は株式併合を実施することが予定されており、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できない手法は採用されていない。また、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及び当社を除く。)に対しては、本スクイズアウト手続においては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該当社の株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該当社の株主が所有していた当社株式の数乗じた価格と同一になるよう算定される予定であること。
- (ク)本公開買付けにおいては、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」に相当する買付予定数の下限は設定されていないところ、公開買付者によれば、公開買付者は当社株式9,056,640株(所有割合:53.95%)を直接所有しており、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」の買付予定数の下限を設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する当社の少数株主の利益に資さない可能性もあるものと考えたとのことであり、かかる理由には一定の合理性が認められることに加え、上記のとおり、他の公正性担保措置が十分に講じられており、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のみをもって、適切な公正性担保措置が講じられていないと評価されるものではないと考えられること。

(d) 結論

上記(a)記載のとおり、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を行うことは妥当であると考えられ、上記(b)記載のとおり、本取引の買収対価の水準、買収の方法及び買収対価の種類その他の取引条件は公正であると考えられ、上記(c)記載のとおり、本取引の手続は公正であると考えられる。

以上の理由により、当社取締役会が本公開買付けについて賛同意見を表明し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決議を行うことは妥当であり、本取引を実施することは妥当であると認められ、また、当社取締役会における本取引についてのかかる決定は、当社の一般株主にとって公正なものであると認められるため、上記(A)のとおり答申するものである。

当社における独立した法律事務所からの助言

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者及び当社グループから独立した法務アドバイザーとして森・濱田松本法律事務所を選任し、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関する法的助言を受けております。

また、上記「 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、本特別委員会において、森・濱田松本法律事務所の独立性及び専門性・実績等に問題がないことを確認の上、その選任の承認を受けております。

なお、森・濱田松本法律事務所は、公開買付者及び当社グループ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。森・濱田松本法律事務所の報酬は、本取引の成否にかかわらず、稼働時間に時間単価を乗じて算出するものとされており、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

当社における独立した検討体制の構築

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は、公開買付者から独立した立場で、本取引に係る検討を行う体制を当社の社内に構築いたしました。具体的には、当社は、2025年6月6日に、公開買付者より意向表明書を受領して以降、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。)を行う本特別委員会の事務局を設置しているところ、そのメンバーは公開買付者の役職員を兼職しておらず、かつ過去に公開買付者の役職員としての地位を有していたことのない当社の従業員により構成されるものとし、かかる取扱いを継続しております。

これらの取扱いを含めて、当社の検討体制(本取引に係る検討、交渉及び判断に関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・公正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。

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、森・濱田松本法律事務所から得た法的助言、プルータス・コンサルティングから得た財務的見地からの助言、本株式価値算定書の内容、本特別委員会から入手した本答申書、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並びに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公正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「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「 当社における意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2025年10月2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旨を決議しております。

上記の当社取締役会においては、当社が公開買付者の子会社であり、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、当社の取締役5名のうち、公開買付者での従業員としての勤務経験を有する当社の代表取締役である山本浩也氏を除く4名の取締役において審議の上、全員一致により上記の決議を行っております。また、山本浩也氏は、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。

取引保護条項の不存在

当社及び公開買付者は、当社が公開買付者以外の買収提案者(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、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。

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等

公開買付者は、法令に定められた公開買付けに係る買付け等の最短期間が20営業日であるところ、本公開買付けにおける買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)を30営業日に設定しているとのことです。このように、公開買付期間を法定の最短期間より長期に設定することにより、当社の株主の皆様が本取引の是非や本公開買付価格の妥当性について熟慮し、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。

(7) 公開買付者と当社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

該当事項はありません。

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)
山本 浩也	代表取締役社長	181,840	1,818
鈴木 隆治	代表取締役副社長	49,360	493
花村 美晴	社外取締役(監査等委員)		
堀部 隆司	社外取締役(監査等委員)		
小林 啓介	社外取締役(監査等委員)		

(注1) 役職名、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) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社の持株会を通じた所有株式数(小数点以下を切捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めておりません。

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