【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】	2023年 8 月 9 日
【報告者の名称】	ロックペイント株式会社
【報告者の所在地】	大阪市西淀川区姫島 3 丁目 1 番47号
【最寄りの連絡場所】	大阪市西淀川区姫島 3 丁目 1 番47号
【電話番号】	06-6473-1551
【事務連絡者氏名】	総務担当取締役 池谷 裕司
【縦覧に供する場所】	ロックペイント株式会社 (大阪市西淀川区姫島 3 丁目 1 番47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、ロックペイント株式会社をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、辻商事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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

(注6) 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意味します。

(注7) 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 辻商事株式会社

所在地 大阪市西淀川区姫島三丁目1番47号

(注) 辻商事株式会社の「辻」の文字について、システム上の制約から二点しんじょうで表記していますが、同社の商号における正式な表記は一点しんじょうとなります。

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、2023年8月8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、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。

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「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び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) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本「(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、本書提出日現在において、辻不動産株式会社（以下「辻不動産」といいます。）が、その発行済株式の全てを所有する株式会社であり、当社が発行する普通株式（以下「当社株式」といいます。）の取得及び保有を主たる目的として、2023年6月29日に設立され、当社の代表取締役社長である内海東吾氏が代表取締役を務める会社とのことです。なお、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のことです。

辻不動産は、本書提出日現在において、不動産及び有価証券の保有、管理及び運用を主たる事業の内容として、主として当社株式を所有する当社の創業家一族の資産管理会社とのことであり、創業家一族の1人である辻潤氏（なお、同氏の「辻」の文字について、システム上の制約から二点しんじょうで表記していますが、同氏の氏名における正式な表記は一点しんじょうとなります。）が代表取締役社長を務め、辻潤氏、内海東吾氏及びその他の創業家一族がその発行済株式の全てを所有しているとのことです。また、辻不動産は、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。）スタンダード市場へ上場している当社株式7,860,950株（所有割合（注1）：40.90%）を所有しており、当社の主要株主、かつ、筆頭株主であるとのことです。また、内海東吾氏は、本書提出日現在、当社株式293,400株（所有割合：1.53%）及び辻不動産株式1,249株（辻不動産の本書提出日現在の発行済株式総数（48,000株）に対する割合：2.60%。なお、同日現在、辻不動産は自己株式を所有しておりません。）を所有しているとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2023年8月8日に公表した「2024年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下「第1四半期決算短信」といいます。）に記載された2023年6月30日現在の当社の発行済株式総数（22,000,000株）から、同日現在の当社が所有する自己株式数（2,781,420株）を控除した株式数（19,218,580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しております。以下、所有割合の計算において同じです。）をいいます。

今般、公開買付者は、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式（以下に定義します。）を除きます。）を取得し、当社株式を非公開化するための取引（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にしたとのことです。

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）（注2）に該当し、内海東吾氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。本書提出日現在、公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間には、本公開買付け後の役員就任や処遇について合意はなく、本公開買付け成立後の当社の役員構成を含む経営体制については本公開買付け成立後、当社と協議しながら決定していく予定とのことです。

(注2) マネジメント・バイアウト（MBO）とは、公開買付者が対象者の役員との合意に基づき公開買付けを行うものであって対象者の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、当社の株主である内海東吾氏（所有株式数：293,400株、所有割合：1.53%）、辻不動産（所有株式数：7,860,950株、所有割合：40.90%）、ケミコ株式会社（以下「ケミコ」といいます。）（注3）（所有株式数：2,065,846株、所有割合：10.75%）、ロック商事株式会社（以下「ロック商事」といいます。）（注4）（所有株式数：700,420株、所有割合：3.64%）及びピーアイエー株式

会社（以下「ピーアイエー」といいます。）（注5）（所有株式数：306,000株、所有割合：1.59%）（以下、内海東吾氏、辻不動産、ケミコ、ロック商事及びピーアイエーを総称して、「本不応募合意株主」といいます。）との間で、2023年8月8日付で、本不応募合意株主それぞれが所有する当社株式の全て（合計：11,226,616株、所有割合：58.42%。以下「本不応募合意株式」といいます。）を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（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。）において本スクイズアウト手続（以下に定義します。以下同じです。）に関連する各議案に賛成する旨を書面で合意しているとのことです。また、本スクイズアウト手続として行われる当社株式の株式併合（以下「本株式併合」といいます。）の効力発生前に公開買付者の要請があった場合には、他の本不応募合意株主との間で当社株式についての消費貸借契約を締結して本貸株取引（以下に定義します。）を行う旨、並びに本公開買付け後に、迅速な意思決定による大胆な企業改革を実行し得る当社の経営体制及び組織体制の構築へ協力する旨も書面で合意しているとのことです（これらの合意を総称して、以下「本不応募合意」といいます。）。本不応募合意の詳細につきましては、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意」をご参照ください。これにより、本公開買付けが成立した場合、当社の株主は、（ ）下記買付予定数の下限に相当する当社株式1,585,900株（所有割合：8.25%）以上を所有する公開買付者、（ ）本不応募合意株主（所有割合：58.42%）及び（ ）本公開買付けに応募しなかった当社の株主（ただし、公開買付者及び本不応募合意株主を除きます。）となる予定とのことです。そして、本公開買付け成立後に実施を予定している本スクイズアウト手続により、（ ）公開買付者及び（ ）本不応募合意株主のみが当社の株主となることを予定しているとのことです。

また、本公開買付けの実施にあたり、公開買付者は、当社の創業家一族かつ辻不動産の取締役である当社の株主（辻潤氏（所有株式数：110,000株、所有割合：0.57%）、辻幸二氏（なお、同氏の「辻」の文字について、システム上の制約から二点しんじょうで表記していますが、同氏の氏名における正式な表記は一点しんじょうとなります。）（所有株式数：127,000株、所有割合：0.66%）、名出草苑子氏（所有株式数：292,400株、所有割合：1.52%）、松井朋子氏（所有株式数：282,400株、所有割合：1.47%）、水谷小枝子氏（所有株式数：84,000株、所有割合：0.44%）及び内海玲子氏（所有株式数：575,500株、所有割合：2.99%））（以下、総称して「本応募合意株主」といいます。）との間で、2023年8月8日までに、それぞれが所有する当社株式の全て（合計：1,471,300株、所有割合：7.66%）を本公開買付けに応募する旨を口頭で合意（以下「本応募合意」といいます。）しているとのことです。本応募合意の詳細につきましては、下記「(7)本公開買付けに関する重要な合意」をご参照ください。

- (注3) ケミコは、有価証券の管理保管及び運用業務を行う株式会社であり、内海東吾氏が代表取締役社長を務め、その発行済株式は、全て、（ ）当社の創業家一族が直接全ての株式を所有する株式会社、又は、（ ）当社の創業家一族が直接若しくは間接に過半数の株式を所有する株式会社により所有されているとのことです。
- (注4) ロック商事は、塗料販売、車両塗装や建築塗装で使用する塗装用具・副資材・工具等の供給、及び、損害保険代理業務を行う総合卸商社であり、その発行済株式の過半数は、当社の創業家一族により直接又は間接に所有されているとのことです。
- (注5) ピーアイエーは、塗装用器具の製造販売事業を営む事業会社であり、内海東吾氏が代表取締役社長を務め、その発行済株式は、全て、内海東吾氏の親族が直接株式を所有する株式会社により所有されているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいて1,585,900株（所有割合：8.25%）を買付予定数の下限として設定しており、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。）の数の合計が買付予定数の下限（1,585,900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。一方、本公開買付けは当社株式を非公開化することを目的としているため、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おらず、応募株券等の数の合計が買付予定数の下限（1,585,900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（1,585,900株）は、本基準株式数（19,218,580株）に係る議決権数（192,185個）に3分の2を乗じた数（128,124個）（小数点以下を切り上げしております。）より、各不応募合意株主が所有する各本不応募合意株式に係る議決権数の合計（112,265個）を控除した議決権数（15,859個）に、当社の単元株式数である100株を乗じた株式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、本取引においては当社株式を非公開化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）」に記載の本株式併合の手続を実施する際には、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ていることを踏まえ、本取引を確実に実施できるように設定したものであるとのことです。なお、本不応募合意株式については、本不応募合意株主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スクイズアウト手続に関連する各議案に賛成する旨の合意が成立しているため、上記の議決権数の算定において控除されているとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとするための一連の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。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。）を実施する予定とのことです。

本スクイーズアウト手続として行われる本株式併合の効力発生日において、公開買付者及び本不応募合意株主以外に、公開買付者及び本不応募合意株主がそれぞれ所有する当社株式の数のうち最も少ない数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在することを可及的に避け、本スクイーズアウト手続の安定性を高めるため、本不応募合意株主は、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、公開買付者の要請があった場合には、他の本不応募合意株主との間で当社株式についての消費貸借契約を締結し、貸主となる本不応募合意株主の所有する当社株式の一部を借り受ける（以下「本貸株取引」といいます。）可能性があるとのことです。具体的には、（ ）本不応募合意株主のうち所有割合が相対的に低い株主が、本貸株取引における借主となることで所有割合を高めること、又は（ ）本不応募合意株主のうち所有割合が相対的に低い株主が、本貸株取引における貸主となり、所有する当社株式の全てを他の本不応募合意株主へ貸し出すこと、並びに、本貸株取引における借主が、貸主に対して、本株式併合の効力発生後、本貸株取引を解消し、当該借り受けた当社株式の全てを返還することを通じて、各本不応募合意株主が本スクイーズアウト手続後も当社株式を継続して保有することを実現する予定とのことです。なお、本貸株取引が実行される場合には、借主となる本不応募合意株主が、本株式併合後に、借り受けた当社株式と同等の価値の当社株式を返還できるようにするため、公開買付者は、当社に対して、公開買付者の別途指定する基準日及び割合をもって、当社株式の分割を行うことを要請する予定とのことです。本書提出日現在において詳細は未定とのことです。

なお、貸株料等の条件は未定ですが、独立当事者間で同様の貸株取引が実施される場合に設定されうる取引条件と同水準の取引条件を設定する予定とのことです。仮に貸株料が有償となった場合でも、本貸株取引は、貸株料等の条件を定める各株式貸借契約を締結する日以前1年以上継続して法第27条の2第7項第1号に定める形式的特別関係者の関係にある者との間で行われることが想定されているため、法第27条の2第1項但書に定める「適用除外買付け等」に該当することになるとのことです。本不応募合意株主のうち、内海東吾氏及び辻不動産、内海東吾氏及びケミコ、内海東吾氏及びロック商事、内海東吾氏及びピーアイエー、並びにケミコ及びピーアイエーは、それぞれ貸株料等の条件を定める各株式貸借契約を締結する日以前1年以上継続して形式的特別関係者の関係にある見込みであるため、本貸株取引を実施する可能性があるとのことです。なお、公開買付者と各本不応募合意株主との間では、形式的特別関係者の関係は存在しないため、本貸株取引は実施されないとのことです。また、本公開買付け終了後の当社の株主の状況に応じて、上記の形式的特別関係者の関係にある各本不応募合意株主のうち、複数の株主の間で本貸株取引を実施する可能性があるとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）からの借入れ（以下「本ローン」といいます。）及び辻不動産からの借入れ（以下「本親会社ローン」といいます。）により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けに係る決済の開始日の前営業日までに、本ローン及び本親会社ローンに係る借入れを行うことを予定しているとのことです。本ローンに関する融資条件の詳細については、三菱UFJ銀行と別途協議の上、本ローン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。また、本ローンに係る融資契約では、公開買付者が本取引により取得する当社株式等が担保に供される予定とのことです。また、本親会社ローンに関する融資条件の詳細については、辻不動産と別途協議の上、本親会社ローン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、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

（ ）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、理由及び意思決定の過程

当社は、創業者である辻巖氏（なお、同氏の「辻」の文字について、システム上の制約から二点しんじょうで表記していますが、同氏の氏名における正式な表記は一点しんじょうとなります。）が1931年9月に個人でラッカー性塗料の製造を開始し、1952年4月に大阪市西淀川区において塗料の製造販売を目的に株式会社ロック塗料製造所として設立された会社であり、その後1955年7月に現在の社名であるロックペイント株式会社に商号を変更いたしました。また、当社は、1963年4月に大阪証券取引所市場第二部に株式を上場いたしました。その後、2013年7月に行われた東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所市場第二部への上場を経て、現在は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後、東京証券取引所スタンダード市場に上場しております。なお、当社は、2023年5月26日に「上場維持基準の適合に向けた計画書」（以下本計画書）といいますが、その後、2023年8月8日開催の当社取締役会において、上場廃止を前提とした本公開買付けに賛同する旨の意見を決議したことから、本公開買付けが成立することを条件として、本計画書を撤回することをあわせて決議しております。

本書提出日現在、当社のグループは、当社、連結子会社1社、持分法適用関連会社1社及び持分法非適用関連会社1社（以下、総称して「当社グループ」といいます。）で構成されており、主に車両用・建築用・工業用・家庭用塗料の製造販売を行っております。

当社グループは、創業以来、そのルーツであるラッカー性塗料をベースに信頼と実績を積み重ね、国内の自動車補修塗料業界において、市場シェアの上位を占めており、業界を牽引するリーディングカンパニーとして、お客様からの要望に応えるべく研究開発に努めながら、以下のとおり、さまざまな商品やサービス等の“モノづくり”に日々研鑽しております。

（ア）車両用塗料分野

自動車補修塗料業界の作業者の安心・安全な労働環境の創出と、地球環境負荷低減化に貢献するため、環境対応と生産性向上を両立した環境配慮型塗料と水性塗料シリーズの製造販売を行っております。

また、今後、労働人口・熟練作業員の減少化という課題解決に資するために、測色計等のデバイスとインターネット環境を活用した調色作業支援システムや補助ツールを提案することで、新たな付加価値を生み出し、お客様とともに未来の姿を創造していく方針です。

（イ）建築用塗料分野

建物をより長く資産として活用する“ストック型志向”のニーズに応えるための建物外壁の美粧性と長期維持を実現する高耐久性塗料、室内温度の上昇を抑制する高日射反射率塗料、有害物質を含有しない鉛・クロムフリー塗料、揮発性有機化合物を含まない水性塗料等の製造販売を行っております。

また、今後は、改修・リニューアル市場に重点を置き、建物塗替診断やカラープランニング等の組み合わせによる塗替需要喚起の提案型営業活動を基軸とし、人と環境にやさしい塗料を追求していくことで、後世に残る建物づくりに貢献する方針です。

（ウ）工業用塗料分野

主に工場ラインで使用される熱硬化型塗料や、環境負荷低減化の意識の高まりを背景とした粉体塗料等、“モノづくり”を担う幅広い産業分野からの多彩な要望に応え続ける工業用塗料の製造販売を行っております。

今後は、低温硬化性、薄膜化、高隠蔽性等の機能を付与した製品を拡充し、サステナブルな“モノづくり”環境を支援していく方針です。また、食品の保存期間を長くするレトルトパッケージをはじめ、太陽光発電のバックシート、リチウムイオン電池等の産業分野で使用される環境配慮型ラミネート用接着剤の研究開発、製造販売を進めることで、変化するニーズに果敢に挑戦する方針です。

（エ）家庭用塗料分野

上記(ア)乃至(ウ)の業務用塗料の分野で培った技術ノウハウを活用し、安心・安全に配慮した家庭用塗料の製造販売を行っております。かかる家庭用塗料の提供によって、屋内外の壁や屋根等の塗装部位、鉄部・木部・コンクリート・モルタル等の素材に対し、お客様自身で最適な塗料と色を選び、建物の長寿命化と美粧性を追求してもらえると考えております。また、「自分だけの快適空間創造」「家族で分かち合う喜び」というDIYの楽しさを提供するため、ホームセンターへの拡販にも努めております。

当社グループは、「高品質な商品とサービスの提供により新たな価値を創造する」、「人と環境との調和を図り、社会の持続的な発展に貢献する」ことを経営理念として掲げ、地球環境を守るために、最重要課題として温室効果ガス（以下「GHG」といいます。）の排出削減に取り組んでおります。実際に、当社は、2030年度までのGHG排出量の削減目標について、2022年11月に、日本の塗料メーカーとしては初めて、SBT（注1）の認定国際機関である「SBTイニシアチブ」から認定を取得しております。具体的には、当社は、2030年度までに、2020年度比で、自社製造プロセスにおける燃料使用に伴う直接排出及び自社工場外からの電力購入における間接排出の総量を42%削減すること、購入した製品・サービスに伴う排出及び販売した製品の廃棄に伴う排出の総量を25%削減すること、さらに販売した製品の加工に伴う排出の総量を25%削減することを目標に掲げております。

当社グループは、以上のとおりサプライチェーン全体で環境負荷を低減させる製品開発を行う一方で、ダイバーシティ&インクルージョン推進室を創設し、次世代を担う多様な人材の活躍を進める等、サステナブル経営の推進により企業価値の向上に努めております。

（注1）「SBT」とは、Science Based Targets（科学的根拠に基づいた排出削減目標）の略称で、パリ協定が定める水準と整合した、5～10年先を目標年として企業が設定する、GHG排出削減目標のことをいいます。

一方で、現在、国内の塗料市場では、人口の減少等を背景に、主要な需要先である自動車関連業と建築関連業からの需要が減少しております。今後も、かかる人口の減少等に加えて、自動車生産台数や建築投資が減少することが想定されていることから、国内の市場規模は中長期的に縮小していくことが見込まれており、限られた市場の中でシェアの確保を目的とした価格競争が一層激化すると当社は予想しております。

すなわち、塗料市場の中でも、当社グループは、自動車補修用塗料を主力製品としておりますが、同市場は自動車業界の影響を強く受けており、足元では、半導体不足等の影響により新車販売が低調であったことに加えて、中長期的には人口の減少やカーシェアリングの普及による自動車の保有台数の減少、衝突安全装置の普及や自動運転装置の開発・標準化による継続的な交通事故件数の減少を背景として、国内における自動車補修用塗料の市場規模も縮小していくことが予想されています。建築業界におきましても、都市部や首都圏を中心とした再開発の需要が見込まれる一方で、足元では、民間企業の設備投資の鈍化により需要の本格的な回復には至らないと予想されており、中長期的には住宅着工件数の減少から、住宅投資は引き続き縮小していくことが見込まれております。また、工業塗料分野における溶剤型塗料は、原料となる樹脂の価格高騰やVOC（注2）の排出規制等を背景に近年販売量が停滞しており、一方VOCフリーである粉体塗料は、将来的な需要増が見込まれるものの、塗料市場全体に占める割合が低位であり、量的な拡大は限定的と想定されています。

また、コロナ禍からの経済回復に伴う世界的な需給ひっ迫や、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰により、塗料の主要原材料である石油化学製品価格の高止まり、加えて容器代等の材料費、物流コスト、人件費の上昇等、製造コストが収益を圧迫する厳しい事業環境が続くと当社は予想しております。

さらに、塗料業界は、環境関連法（大気汚染防止法、水質汚濁防止法、土壤汚染防止法）や特定化学物質障害予防規則・有機溶剤中毒予防規則・労働安全衛生規則・特定化学物質の環境への排出量の把握等及び管理の改善の促進に関する法律等さまざまな法的規制の適用を受けており、今後の法改正や法規制強化のあり方次第では、生産・研究施設の改善又は製品設計・開発に多大な投資を必要とし、当社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性があることと認識しています。

（注2）「VOC」とは、揮発性有機化合物（Volatile Organic Compounds）の略称で、溶剤系塗料、印刷インキ、接着剤、洗浄剤、ガソリン、シンナー等に含まれるトルエン、キシレン等が挙げられます。

このような事業環境の下、当社の代表取締役社長である内海東吾氏は、当社グループの置かれている国内市場の縮小による競争の激化、世界的な原材料価格の上昇や製造コストの増加、環境関連法等の規制強化の可能性といった課題に対し、当社が従来の施策や各年度の戦略を遂行するだけでなく、新たな施策の実行が必要であると考えようになったとのことです。しかしながら、それらの施策を実行するためには、相応の時間と先行投資を要し、短期的には既存株主の当社の業績に対する期待に沿えなくなる可能性があることを危惧していたとのことです。また、内海東吾氏は、東京証券取引所における市場区分の見直しに関し、現状の株主構成を踏まえると、このままでは新市場区分である東京証券取引所スタンダード市場の上場維持基準に抵触し、将来的に当社の上場維持が困難となるおそれがあると認識していたとのことです。

内海東吾氏は、このような当社グループのおかれている経営環境を踏まえて今後の事業戦略や資本政策について考える中で、当社グループが中長期的に更なる発展を遂げ、十分なキャッシュ・フローを創出し続けるためには、新たな施策を積極的かつ機動的に検討・実行できる経営体制の構築と、足元の業績や株価だけを追求するのではなく、当社グループの中長期的な企業価値向上を図ることが重要であると考えようになったとのことです。具体的には、下記（ ）乃至（ ）の各施策を実行することを通じて当社グループの企業価値を向上させることを考えているとのことです。

（ ）環境対応先進企業への転身による企業価値の向上

塗料製造は、石油化学製品を主原料として使用し、熱硬化による塗膜形成の過程でGHGを多く排出することから、環境への強い対応が求められる産業です。その中で、当社グループは、上記のSBTイニシアチブにより認定された2030年度までのGHG排出量の削減目標の達成に向けて、塗料のハイソリッド化、水性化に加え、塗膜性能の向上、被塗物の長寿命化等の技術革新により、環境負荷を低減させる製品の開発に注力しています。同時に、回収した製品を資源とするリサイクル利用や使用した原料の再生利用を進めること、バイオマス原料の使用率を高めること、並びに容器の入れ目の増量や再利用を進めること等を通じて、サーキュラーエコノミーの実現を企図しています。

内海東吾氏としては、2030年度に向けたGHG削減目標を達成するためには、以上の施策に加えて、製品開発人員の拡充、研究開発への投資、環境配慮型製品の開発投資等を従来以上に迅速かつ大胆に行う必要があると考えているとのことです。他方で、バイオマス原料・リサイクル原料の価格が需要拡大により上昇する可能性があることや、環境保護に対する社会の意識がさらに高まり、環境配慮型の新製品が需要家に受け入れられ業績に寄与するまでには、相応の期間を要することが見込まれると考えているとのことです。また、従来品をGHG削減対応の新製品に置き換える期間においては、一時的な販売量の減少に伴う収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性があるとも考えているとのことです。

しかしながら、内海東吾氏は、環境に配慮した製品の開発・販売を拡大させることで、塗料業界における環境対応リーディングカンパニーとしての確固たる地位を築くことが、中長期的には競争力を高め、販売拡大と利益の増加にも貢献し、ひいては企業価値の向上に繋がると考えているとのことです。

() 製造効率・販売効率の見直しによる収益力改善

当社グループは、創業から90年以上経過していることもあり、工場の製造設備や倉庫等の老朽化が進んでおります。今後、環境配慮型製品の需要増加が見込まれる中、内海東吾氏としては、最適なプロダクトミックスの実現のためには、安全、効率的かつ製造・販売連携による機動的な生産体制の構築が必要であり、老朽化した設備や製造棟の大規模な改修投資等の実施が必要不可欠であると考えているとのことです。具体的には、環境配慮型製品を中心とする新製品の製造や高付加価値製品への集中化によるプロダクトミックスの入れ替えに伴う最新設備の導入に加えて、IT化・DX化による事業変革のため、社内向けの最新のネットワークの導入や、取引先とのネットワーク網の高度化に資するシステム投資が必要不可欠であると考えているとのことです。

一方で、内海東吾氏は、現在の厳しい事業環境下で当社グループの収益力強化を目的としたこれらの各種施策を実施するためには多額の先行投資を要する一方で、その施策の実施及びその後の効果の発現には中長期的な時間を要する可能性があることから、これらの施策の実施は一時的には収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性があると考えているとのことです。

しかしながら、内海東吾氏は、当社グループが将来的にも成長を続けるためには、現行の製造・販売体制から、新製品の開発・販売、IoTの活用を含めたシステムチックな生産設備と工場運営、販売網構築等を可能とする体制へのスピーディーなシフトが必要不可欠であると認識しているとのことです。

() 成長する海外市場への展開

当社グループの塗料事業は、国内向け販売が大半を占めていますが、塗料の主力製品である自動車補修用塗料の国内需要は、人口や新車販売台数の減少等を理由に今後は減少傾向にあると想定しております。そのため、将来的な販売拡大のためには、成長する海外市場における需要増を捕捉できる体制の構築が必要不可欠であると考えております。実際に、当社は、レトルト食品や日用品に使用される軟包材用接着剤のアジア市場での需要拡大を狙い、インドネシアで接着剤の製造・販売を行う子会社として、2011年5月に、PT.ROCK PAINT INDONESIAを操業させました。また、海外市場の中でも中間所得者人口の増加が見込まれ、新車・中古車販売台数も伸長を続けるであろうインド市場に注目し、同市場において製造販売を行う合併会社として、2018年9月に、BERGER ROCK PAINTS LIMITEDを設立いたしました。

しかしながら、内海東吾氏としては、中長期的な成長が見込まれる海外市場に今後一層の攻勢をかけるためには、現在の製造販売体制では不十分であり、自動車補修用塗料や接着剤の分野における新規投資による販路や製造能力の拡大等により、製造販売体制をさらに強化していく必要があると考えているとのことです。加えて、進出国内での販売に留まらず、周辺新興国への輸出を拡大していくためには、今後市場調査や販売ルート拡大等、相応のコストを要することが想定されていると考えているとのことです。

内海東吾氏としては、以上のような海外市場における事業拡大のための先行投資は、一時的には収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性はあるものの、中長期的な観点では、グローバル展開による販売及び収益の増加、地域分散による事業環境の変動リスクの平準化等のメリットが得られるものと考えているとのことです。

() ダイバーシティ&インクルージョンの推進による人的資源の発掘

内海東吾氏は、日本の労働人口の減少は、国内の産業全体に差し迫る重大な問題であり、企業における優秀な人材の確保は今後ますます困難になるとの危機感を有しているとのことです。また、現在の厳しい事業環境の下で中長期的な成長を実現するためには、上記施策の実行を含む企業改革を実現できる優秀な人材の確保が必要であり、従来以上に当社グループのビジョンと魅力を内外に広める必要があると考えているとのことです。具体的には、当社グループが塗料業界において、環境対応のリーディングカンパニーとして、環境配慮型製品の開発・製造・販売に積極的に取り組んでいることを訴求していく必要があると考えているとのことです。

加えて、当社グループにおいて、次世代に受け入れられる商品開発とグローバルな市場開拓を実現するためには、ダイバーシティ&インクルージョンの推進による多様な人材の活用が重要であると考えており、女性や外国人、高齢者の社員が活躍できる魅力的で働きやすい環境を構築することで、多様な人材の確保が実現可能となると考えているとのことです。かかる人材投資こそが企業の持続的な成長の基盤となるものであり、当社グループの中長期的な企業価値向上には必要不可欠であると考えているとのことです。

以上のとおり、上記()乃至()の各施策を推進することで、内海東吾氏は、当社グループの中長期的な企業価値向上を見込むことができる一方で、かかる施策は多額の先行投資が必要となり、また、当該施策は業績に寄与するまでには相応の時間を要することが見込まれるため、一時的には収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性があると考えようになったとのことです。

他方で、上場企業である以上、短期的な業績に対してもコミットメントが求められる中、上記各施策実行の過程で中長期的な成長を優先する意思決定を行った結果、資本市場から十分な評価が得られず、当社株式の株価の下落が生じ、既存株主の利益を損なう可能性もあるため、当社が上場を維持したままでこれらの施策を実施することは困難ではないかと考えるようになったとのことです。

また、上記のとおり、内海東吾氏は、今般の東京証券取引所の市場区分の見直しにおいて、新市場区分である東京証券取引所スタンダード市場の上場維持基準として、流通株式比率25.0%以上の基準が設けられている中、当社の株主構成を踏まえると、2023年3月31日時点における当社の流通株式比率が当該基準を下回ることが見込まれ、直ちに上場廃止となるわけではないものの、将来的に当社の上場維持が困難となるおそれがあると認識していたとのことです。したがって、内海東吾氏は、当社の少数株主が所有する当社株式の上場廃止に伴う不利益が生じることを回避しつつ当社株式の売却機会を提供するために、本取引を行うことが、当社の少数株主にとっても望ましい選択肢となる可能性があると考えたとのことです。

これに加えて、内海東吾氏としては、当社は1963年に大阪証券取引所市場第二部に株式上場して以来、知名度の向上による優れた人材の確保、社会的な信用の向上等、上場メリットを享受してきた一方で、1974年以降資本市場からの資金調達を行っておらず、また、当社が保有する現預金の水準や、金融機関より当座貸越枠を確保し、効率的な運転資金の調達を行ってきた実績等を踏まえると、事業活動に必要な資金は自己資金及び金融機関からの借入れによって確保することが可能であり、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当面見込まれていないこと、さらには、一定のブランド力やお取引先様に対する信用力は既に確保できていること等から、当社が上場を維持する必要性やメリットが低下している状況であると考えたとのことです。

また、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的開示に要する費用、監査法人への報酬や証券代行費用等、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストは増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないことから、当社株式の上場を維持することの意義を見出しにくい状況にあるとの考えに至ったとのことです。

内海東吾氏は、2022年10月初旬、当社の主要株主かつ筆頭株主である辻不動産の代表取締役社長である辻潤氏及び同社取締役である辻幸二氏に対して上記の考えについて説明し、大枠の合意を得たことを踏まえて、当社グループの成長戦略を考える上で、戦略遂行のための手段の選択肢のひとつとして、当社株式の非公開化についての検討を開始したとのことです。その中で、内海東吾氏は、当社グループの事業戦略や各施策の実施に一定の時間を要する可能性が高い点、事業環境の変化及び市場での競争激化により各施策を迅速に実施する必要がある点、非公開化の実現可能性、非公開化に伴う事業面・財務面、各ステークホルダーへの影響等について慎重に検討を重ねた結果、短期的な利益にとらわれずに、中長期的かつ持続的に当社グループの企業価値を向上させるためには、当社株式を可能な限り早期に非公開化することが、上記の各施策を機動的に実践するために最も有効な手段であり、さらには、市場株価に一定のプレミアムを付した金額で株式の売却機会を提供することも可能になることから、当社の株主にとっても望ましい手段であるとの結論に至ったとのことです。

また、内海東吾氏は、2022年10月初旬以降、辻潤氏及び辻幸二氏に対して定期的に当社株式の非公開化の検討状況を共有し、意見交換を重ねたとのことです。その中で、内海東吾氏は、当社の少数株主に対して、

企業改革の実行に伴い発生しうる負担を回避すると同時に、上記の各施策を中長期的な視点から一貫性をもって実践し、当社が厳しい経営環境において持続的な成長を続ける企業へ変革するためには、マネジメント・バイアウト（MBO）の手法により、今後のビジョンを共有する内海東吾氏を含む当社の創業家一族が当社の発行済株式の全てを取得し当社株式を非公開化した上で、創業家一族であり当社の現代表取締役社長として、当社の経営について最も深く理解をしている内海東吾氏が継続して経営を行うことが最も有効な手段であるという結論に至ったとのことです。そして、当社の創業家一族の資産管理会社である辻不動産の傘下に公開買付者を設立し、内海東吾氏が代表取締役に就任の上、本公開買付けを含む本取引の実施主体とするとともに、当社の創業家一族又は当社の創業家一族が直接若しくは間接に株式を所有している株式会社である本不応募合意株主についても、当社の非公開化後、引き続き当社の株主として残る手法を採用することとしたとのことです。そして、2023年2月下旬、辻潤氏及び辻幸二氏、並びに、両者を介して他の創業家一族からも、辻不動産及び公開買付者として本取引の検討を進めることにつき合意を得るに至ったとのことです。なお、辻不動産以外の本不応募合意株主に対しては、当該時点において具体的な打診はしていないとのことです。

内海東吾氏及び辻不動産は、本取引に関してさらに検討を進めるにあたり、2023年3月中旬、外部のファイナンシャル・アドバイザーとして三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社を、外部のリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所をそれぞれ選任したとのことです。また、2023年3月23日、内海東吾氏及び辻不動産は、当社に意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）を提示したとのことです。

その後、内海東吾氏及び辻不動産は、2023年5月中旬から同年6月下旬にかけて、当社に対するデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。

そして、公開買付者は、本公開買付けにおける当社株式1株当たりの買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を含む本取引の諸条件等の検討を進めた結果、2023年7月3日、2023年6月30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702円に対して70.94%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、株価に対するプレミアム率の計算において同じです。）、過去1ヶ月間の終値の単純平均値709円（小数点以下を四捨五入。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69.25%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値707円に対して69.73%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値701円に対して71.18%のプレミアムが付与されていること、当該プレミアム水準は、経済産業省が公表した「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日以降に成立したMBO事例におけるプレミアムの平均値約40～50%を上回ること、及び、過去15年間ににおける当社株式の終値の最高値1,201円と同等の水準であることを確認の上、本公開買付価格を1,200円とする初回提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年7月5日、当社より、提案された本公開買付価格が、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び少数株主のうち特に当社株式を長期間保有している株主の皆様との関係では、利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、2023年7月13日、2023年7月12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780円に対して66.67%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値716円に対して81.56%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値712円に対して82.58%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値704円に対して84.66%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,300円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年7月14日、当社より、提案された本公開買付価格が、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び少数株主のうち特に当社株式を長期間保有している株主の皆様との関係では、利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、2023年7月19日、2023年7月18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919円に対して49.51%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値735円に対して86.94%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値718円に対して91.36%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値707円に対して94.34%のプレミアムが付与されていること、並びに、当社株式の過去25年間ににおける市場株価の最高値1,374円と同額であることを確認の上、本公開買付価格を1,374円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年7月20日、当社より、提案された本公開買付価格が、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、2023年7月25日、2023年7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795円に対して76.10%、過去1ヶ月間の終値の単純平均値757円に対して84.94%、過去3ヶ月間の終値の単純平均値726円に対して92.84%、過去6ヶ月間の終値の単純平均値711円に対して96.91%のプレミアムが付与されていること、当社株式の過去25年間ににおける市場株価の最高値1,374円を上回ること、並びに、当社株式の過去25年間ににおける出来高加重平均価格741円に対して88.93%のプレミアムが付与されていることを確認の上、本公開買付価格を1,400円とする旨の再提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年7月26日、当社より、提案された本公開買付価格が、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないことを理由に、本公開買付価格の再検討の要請を受けたため、2023年8月1日、本公開買付価格を1,415円とする旨の最終提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年8月2日、当社より、提案された本公開買付価格が、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が必ずしも十分に反映された水準とはいえないことを理由

に、より安定的な取引の実現に向けて、本公開買付価格の再検討を要請する旨の回答を受けたものの、2023年8月3日、最終提案における本公開買付価格は、公開買付者として提案可能な最大限の価格であり、これ以上の価格の引上げには応じられないとして、改めて本公開買付価格を最終提案における本公開買付価格と同額の1,415円とする旨の提案を行ったとのことです。その後、公開買付者は、2023年8月4日、当社より、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」に定義します。以下同じです。）の意見も踏まえて検討した結果、公開買付者の提案を応諾する旨の回答を受け、本公開買付価格を1,415円とすることで当社との間で実質的な合意に至ったとのことです。

かかる当社及び本特別委員会との協議・交渉の結果を踏まえ、公開買付者は、本不応募合意株主との間で本不応募合意を、本応募合意株主との間で本応募合意を行った上で、最終的に2023年8月8日に本公開買付価格を1,415円とし、本取引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。

（ ）本公開買付け後の経営方針

本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、内海東吾氏は、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役社長として当社の経営にあたることを予定しており、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、理由及び意思決定の過程」に記載の経営施策を推進する予定とのことです。なお、本取引後も当社の現在の経営体制を維持することを基本方針としているとのことです。公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間には、本公開買付け成立後の役員就任や処遇について合意はないとのことです。公開買付者及び内海東吾氏は、当社の非公開後、今後のビジョンを共有する株主体制への移行により、迅速な意思決定による大胆な企業改革を実行し、当社の企業価値向上を実現することを目指しており、かかる実現に向けた具体的な経営体制及び組織体制について、本公開買付け成立後、当社及び本不応募合意株主と協議しながら、検討・決定していく予定とのことです。

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

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、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、当社は、2023年3月23日に、内海東吾氏及び辻不動産から本意向表明書の提出を受けたため、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付者、内海東吾氏及び辻不動産を含む本不応募合意株主並びに当社（以下「公開買付関連当事者」と総称します。）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株式会社ブルータス・コンサルティング（以下「ブルータス」といいます。）を、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・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。）をそれぞれ選任し、公開買付関連当事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少数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しました。なお、当社は、2023年4月25日付の取締役会において、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてブルータスを、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所をそれぞれ選任することを正式に承認しております。

さらに、当社は、本取引がマネジメント・バイアウト（MBO）に該当し、構造的な利益相反の問題が存在するため、本取引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、2023年4月25日付の当社取締役会において、特別委員会（以下「本特別委員会」といいます。）を設置する旨を決議いたしました。本特別委員会は、2023年5月17日に、辻不動産、内海東吾氏及び当社からの独立性並びに専門性に問題がないことを確認の上、当社がファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてブルータスを、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任することをそれぞれ承認いたしました。また、本特別委員会は、本不応募合意株主となる株主が判明した以降、ブルータス及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所が、本不応募合意株主からの独立性に問題がないことについても確認をしております。

また、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、本特別委員会は、当社が社内構築した本取引の検討体制（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を含みます。）について、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認いたしました。

上記体制の下、当社は、本公開買付価格を含む本取引の条件等に関する交渉方針について意見や指示を受ける等公開買付者との交渉上重要な局面において本特別委員会より意見、指示及び要請を受けるとともに、ブルータス及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を受けながら、本意向表明書に記載された本取引の目的を含む本公開買付けの概要、本取引が当社グループに与える影響、本取引後の経営方針の内容や足元の株価動向を踏まえ、公開買付者との間で上記「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、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」に記載のとおり、協議・検討を重ねてきました。

具体的には、当社は、公開買付者から、2023年7月3日、本公開買付価格を1株当たり1,200円とする旨の提案を受けた後、本特別委員会からの意見、及び、ブルータスとの議論を踏まえ、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び少数株主のうち特に当社株式を長期間保有している株主の皆様との関係では、利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、2023年7月5日、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。また、当社は、公開買付者から、2023年7月13日、本公開買付価格を1株当たり1,300円とする旨の提案を受けた後、本特別委員会からの意見、及び、ブルータスとの議論を踏まえ、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないこと及び少数株主のうち特に当社株式を長期間保有している株主の皆様との関係では、利益保護の観点から妥当なプレミアムの水準とはいえないことを理由に、2023年7月14日、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。さらに、当社は、公開買付者から、2023年7月19日、本公開買付価格を1株当たり1,374円とする旨の提案を受けた後、本特別委員会からの意見、及び、ブルータスとの議論を踏まえ、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないことを理由に、2023年7月20日、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。これを受け、当社は、公開買付者から、2023年7月25日、本公開買付価格を1株当たり1,400円とする旨の提案を受けた後、本特別委員会からの意見、及び、ブルータスとの議論を踏まえ、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が適切に反映された水準とはいえないことを理由に、2023年7月26日、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。その後、当社は、公開買付者から、2023年8月1日、本公開買付価格を1株当たり1,415円とする旨の最終提案を受けた後、本特別委員会からの意見、及び、ブルータスとの議論を踏まえ、1株当たり1,415円という価格については、応諾可能な水準であるとも考えられるものの、少数株主の利益の最大化を図る観点から、引き続き、当社の事業計画を踏まえた本源的価値が必ずしも十分に反映された水準とはいえないことを理由に、2023年8月2日、本公開買付価格の再検討を要請いたしました。そして、当社は、2023年8月3日、公開買付者から、最終提案における本公開買付価格は、公開買付者として提案可能な最大限の価格であり、これ以上の価格の引上げには応じられないとして、改めて本公開買付価格を最終提案における本公開買付価格と同額の1株当たり1,415円とする旨の提案を受けたことから、本特別委員会の意見も踏まえて検討した結果、2023年8月4日、これを応諾する旨の回答をいたしました。

さらに、当社は、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本取引に関する諸手続を含む当社取締役会の意思決定の方法及び過程その他の留意点について、必要な法的助言を受けるとともに、本特別委員会から2023年8月7日付で答申書（以下「本答申書」といいます。）の提出を受けました。（本答申書の概要及び本特別委員会の具体的な活動内容等については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「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。）。その上で、当社は、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言及び第三者算定機関であるブルータスから取得した当社の株式価値算定書（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と、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものであると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、以下の点等を踏まえると、本取引が当社グループの企業価値向上に資するものであると考えるに至りました。

当社は、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、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「()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、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、現在の国内塗料市場は、人口の減少等を背景に、主要な需要先である自動車関連業と建築関連業からの需要が減少し、今後もかかる人口の減少等に加えて自動車生産台数や建築投資が減少することが想定されることから、国内の市場規模は中長期的に縮小していくことが見込まれ、限られた市場の中でシェアの確保を目的とした価格競争が一層激化すると予想しております。

一方で、工業塗料分野における溶剤型塗料は、原料となる樹脂の価格高騰やVOCの排出規制等を背景に近年販売量が停滞している中、VOCフリーである粉体塗料は将来的な需要増が見込まれるものの、塗料市場全体に占める割合が低位であり、量的な拡大は限定的と想定しています。また、コロナ禍からの経済回復に伴う世界的な需給ひっ迫や、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰により、塗料の主要原材料である石油化学製品価格の高止まり、加えて容器代等の材料費、物流コスト、人件費の上昇等、製造コストが収益を圧迫する厳しい事業環境が続くと予想しております。さらに、塗料業界は、環境関連法（大気汚染防止法、水質汚濁防止法、土壌汚染防止法）や特定化学物質障害予防規則・有機溶剤中毒予防規則・労働安全衛生規則・特定化学物質の環境への排出量の把握等及び管理の改善の促進に関する法律等さまざまな法的規制の適用を受けており、今後の法改正や法規制強化のあり方次第では、生産・研究施設の改善又は製品設計・開発に多大な投資を必要とし、当社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性があるとも認識しております。

当社としては、かかる事業環境を踏まえ、当社グループが中長期的に更なる発展を遂げ、十分なキャッシュ・フローを創出し続けるためには、新たな施策を積極的かつ機動的に検討・実行できる経営体制の構築と、足元の業績や株価だけを追求するのではなく、当社グループの中長期的な企業価値向上を図ることが重要であると考えます。なお、本計画書公表時点では、本計画書に記載のとおり、東京証券取引所スタンダード市場における上場

維持は、当社が投資対象として十分な株式の流動性とガバナンス水準を備えた会社であることを示すために重要であると認識しておりましたが、他方、上記の問題意識自体は有しておりました。

具体的には、当社は、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、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針」の「()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、理由及び意思決定の過程」に記載のとおり、以下()乃至()の施策を実行することが、将来の企業価値の向上に必要であると考えております。

()環境対応先進企業への転身の加速：

当社の塗料及び接着剤の製造は、石油化学製品を主原料として使用し、GHGを多く排出することから、環境への対応を強く求められる産業です。そのような中、上記のSBTイニシアチブより認定された2030年でのGHG排出量の削減目標達成に向けて、塗料のハイソリッド化、水性化に加え、塗膜性能の向上等の技術革新により、環境負荷を低減させる製品の開発を今後加速させる必要があると考えております。しかしながら、環境配慮型の新製品が従来製品より高価になるであろうことや、需要家における従来品との切り替えに相応の時間を要する可能性もあることから、その過程では、一時的に販売量の減少やキャッシュ・フローの悪化が生じることが考えられます。環境対応先進企業として広く認知され、将来の企業価値を向上させるために、足元の業績や株価だけにとらわれることなく、本取引により、これらの施策を迅速な判断の下、大胆に実行することが可能になると考えております。

()製造効率・販売効率の改善による収益力強化：

当社は創業から90年以上が経過しているため、工場の製造設備、倉庫や事務所等の建造物の老朽化が進んでいます。今後、環境配慮型製品の開発を加速させるとともに、安全、効率のかつ、製造・販売が一体となった機動的な生産体制を構築するためには、製造設備の新設と老朽化した設備の改修等に積極的な投資を実施する必要があります。それには、最新設備の導入に加えて、製品や原料のリサイクルを可能とする設備、さらにはITやDXを駆使したシステム投資も必要不可欠であると考えております。これらの投資の効果が現れるのには一定の時間を要する可能性があり、その間に一時的な収益及びキャッシュ・フローの悪化を招くことも考えられますが、本取引による新しい体制下では、長期的な成長のためのこれら投資判断を迅速かつ大胆に実行することができるかと期待します。

()成長する海外市場への展開：

当社の塗料事業は、国内向け販売が大半を占めており、主力製品である自動車補修用塗料の国内市場は、人口や新車販売台数の減少、自動運転等の技術革新による接触事故の減少等により、縮小傾向にあると想定しています。このような状況下、当社はインド市場の需要増を捕捉するため、2018年にインド第二位の塗料製造会社であるBERGER PAINT社と合併で、BERGER ROCK PAINTS LIMITEDを設立しました。今後は、インドでの販売ネットワークの増強や、周辺国へ販売を展開するため、同合併会社への増資も含めた投資を検討してまいります。また、食品包材など生活消費財の素材として使用される軟包材用接着剤の製造販売子会社であるPT.ROCK PAINT INDONESIAは、2011年の設立以来、順調にその販売を伸ばしてきましたが、今後も高いIGDP成長率が見込めるインドネシア及び東南アジアの需要増に備えるため、設備の拡充や人員の増強を行う必要があります。本取引により、これら海外展開の加速ための投資をより大胆かつ迅速に実行することが可能になると考えております。

()ダイバーシティ&インクルージョンの推進による人的資源の増強：

日本の少子高齢化による労働人口の減少は、将来の国内産業の成長を阻害する可能性のある重大な問題であり、企業による人材の確保についても今後ますます困難になると想定しています。当社においても、持続的な成長に資する優秀人材の確保、そしてそのために魅力的で働きやすい環境の整備や人事制度の改善等を進める必要があると考えております。また、性別や年齢、国籍を問わない多様な人材の受け入れは、革新的な成長のために必要不可欠とも考えており、これらに向けて創設したダイバーシティ&インクルージョン推進室において、種々具体的施策の検討を開始しました。本取引の実現により、これら施策の実行のための人材投資に向けて、迅速かつ大胆な判断が従来以上に可能となると認識しております。

かかる施策の実現は、中長期的に見れば当社の大きな成長及び収益の拡大につながるものの、他方で、各施策の推進段階において、短期的な収益に直結しない可能性があり、上場会社の施策としては資本市場から十分な評価が得られない場合には、当社の株価の下落を招き、当社既存株主の期待に沿えないおそれがあります。したがって、当社が上場を維持したままでこれらの施策を迅速に実施することは困難ではないかと考えております。

また、今般の東京証券取引所の市場区分の見直しにおいて、新市場区分であるスタンダード市場の上場維持基準として、流通株式比率25.0%以上の基準が設けられている中、2023年3月31日現在における当社の流通株式比率が16.4%であることを踏まえると、直ちに上場廃止となるわけではないものの、当該基準への抵触により、将

来的に当社の上場維持が困難となるおそれがあると認識しております。したがって、当社の少数株主が所有する当社株式の上場廃止に伴う不利益が生じることを回避しつつ当社株式の売却機会を提供するために、本取引を行うことが、当社の少数株主にとっても望ましい選択肢となる可能性があると考えております。

加えて、金融機関との間で良好な関係を築けており、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当面見込まれていないこと、一定のブランド力やお取引先様に対する信用力は既に確保できていること等から、当社が上場を維持する必要性やメリットが低下している状況であると考えております。

さらに、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的開示に要する費用、監査法人への報酬や証券代行費用等、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的成本は増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないと考えております。

なお、当社は塗料業界における大手企業として、すでに相当程度の知名度を有していること、また、非公開化後には環境対応先進企業への転身、海外市場への更なる展開、ダイバーシティ&インクルージョンの推進等により、企業価値を高めていくことをアピールすることで、優秀人材の確保は可能であると考えておりますので、非公開化による、人材確保への影響によるデメリットは限定的であると考えております。

以上のことから、当社は、本取引によるメリットは、デメリットを上回ると判断いたしました。

また、当社は、以下の点等から、本公開買付価格（1株当たり1,415円）は当社の少数株主の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

- () 本公開買付価格が、当社において、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」に記載の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置が十分に講じられた上で、本特別委員会の関与の下、公開買付者との間で十分な交渉を重ねた結果、合意された価格であること。

- () 本公開買付価格が、本株式価値算定書におけるブルータスによる当社株式の価値算定結果のうち、市場株価基準方式及び類似会社比較方式の各レンジの上限値を超え、かつ、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」という。）のレンジに収まる水準となっていること。なお、当社は、2023年5月9日付で「業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、2023年3月期の業績予想を下方修正しておりますが、ブルータスによる当社株式の価値算定結果の前提となる事業計画の策定にあたっては、ブルータスが複数回当社に対するインタビューを行いその内容を分析及び検討しており、また、本特別委員会も、ブルータスから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、当社の事業計画について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等（内海東吾氏及び高山朗氏が当該事業計画の作成に関与していないことを含みます。）について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認しており、事業計画の作成過程及び内容に不合理な点はないものと考えております。

() 本公開買付価格が、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2023年8月7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843円に対して67.85%、同日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値813円に対して74.05%、同直近3ヶ月間の終値単純平均値742円に対して90.70%、同直近6ヶ月間の終値単純平均値722円に対して95.98%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であって、過去の同種案件におけるプレミアム水準(注)に照らしても遜色なく、合理的な水準と認められること。

(注) 過去の同種案件におけるプレミアム水準は、2019年6月28日以降2023年5月31日までに公表されたMBO案件等(全101件)のプレミアム率の平均値が以下のとおりであり、それを参照しています。

公表日の直前営業日の終値に対して、41.62%

公表日の直近1ヶ月間の終値単純平均に対して、44.14%

公表日の直近3ヶ月間の終値単純平均に対して、46.55%

公表日の直近6ヶ月間の終値単純平均に対して、47.10%

() 本公開買付価格は、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、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当であると判断されていること。

なお、本公開買付価格は、当社の2023年3月31日現在の簿価純資産額である40,853百万円を自己株式控除後の発行済株式数(19,218,580株)で割ることにより算出した1株当たり純資産額である2,125円を下回っているものの、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、石油化学製品を原材料とする当社製品の製造工場における土壌汚染の調査・除染費用等の清算に伴う追加コストの発生、また、製造工場、本社及び営業所の各建屋等に汎用性が乏しい状況等を考慮すると相当程度の毀損が見込まれます(具体的には、当社の貸借対照表(2023年3月31日現在)上、土地7,753百万円、建物及び構築物(純額)7,596百万円等に相当程度の毀損が見込まれます。)。そのため、1株当たり簿価純資産額が当社株式の公正価値の最低価格となるという考え方は採用し難いと考えられます(なお、当社においては、清算を前提とする見積書の取得までは行っておらず、また、本公開買付価格が、具体的な検討を経て概算された想定清算コスト等を勘案して算出される、想定した清算価値を上回っていることの確認までは行っておりません。)。また、純資産額は将来の収益性を反映するものではないため、継続企業である当社の企業価値の算定において重視することは合理的ではないと考えております。こうした判断の下、当社は、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妥当なものであると判断し、2023年8月8日開催の当社取締役会において、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、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。

(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、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の公正性を担保するために、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であるブルータスに対し、当社株式価値の算定を依頼し、2023年8月7日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。なお、ブルータスは当社並びに公開買付関連当事者の関連当事者には該当せず、本公開買付け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。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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置を実施していることから、ブルータスから本公開買付価格の公正性に関する意見(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。なお、本取引に係るブルータスに対する報酬には、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。

算定の概要

ブルータスは、当社株式の価値算定にあたり必要となる情報を収集・検討するため、当社の経営陣から事業の現状及び将来の見通し等の情報を取得して説明を受け、それらの情報を踏まえて、当社株式の価値算定を行っています。ブルータスは本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提の下、当社株式について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所スタンダード市場に上場してい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、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させるためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社はブルータスから2023年8月7日に本株式価値算定書を取得しました。

本株式価値算定書によると、上記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 : 722円から843円
類似会社比較法 : 944円から1,108円
DCF法 : 1,253円から1,799円

市場株価法では基準日を2023年8月7日として、東京証券取引所スタンダード市場における当社株式の基準日終値843円、直近1ヶ月の終値の単純平均値813円、直近3ヶ月の終値の単純平均値742円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値722円を基に、当社株式1株当たりの株式価値の範囲を722円から843円と算定しております。

次に、類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む類似上場企業として大日本塗料株式会社、菊水化学工業株式会社、ナトコ株式会社、神東塗料株式会社、アトミクス株式会社、川上塗料株式会社、エスケー化研株式会社及びイサム塗料株式会社を選定した上で、事業価値に対するEBITマルチプル及びEBITDAマルチプルを用いて、当社株式の株式価値を算定し、その1株当たりの株式価値の範囲を944円から1,108円と算定しております。

DCF法では、当社が作成した2024年3月期から2027年3月期までの財務予測、直近までの業績の動向に基づき、当社が生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を1,253円から1,799円と算定しております。なお、割引率は加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)とし、6.36%~7.54%を採用しております。また、継続価値の算定にあたっては、永久成長率法及び倍率法を採用しております。永久成長率は0%とし、倍率はEBITマルチプル及びEBITDAマルチプルを採用し、EBITマルチプルは5.91倍、EBITDAマルチプルは3.87倍として算定しております。

ブルータスが、DCF法の算定の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。当該財務予測において、大幅な増減益は見込んでおりません(なお、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が、かかる変動は取扱高の増加等に伴う運転資本の変動及び2026年3月期の工場の新設等による影響を含む設備投資額の変動によるものです)。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、上場関連費用の削減効果を除き、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、当該財務予測には加味しておりません。

(単位: 百万円)

	2024年3月期 (9ヶ月)	2025年3月期	2026年3月期	2027年3月期
売上高	21,228	30,002	31,052	32,386
営業利益	810	1,306	1,429	1,673
EBITDA	1,878	2,797	3,014	3,365
フリー・キャッシュ・フロー	116	289	1,105	376

ブルータスは、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、当社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えて当社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣による現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。ただし、ブルータスは、算定の基礎とした当社の事業計画について、複数回のインタビューを行いその内容を分析及び検討しております。また、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、特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。

(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されておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の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、公開買付者は、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す。当該手続が実施された場合には、東京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ります。なお、上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所において取引することはできません。

(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、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、以下の方法により、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）の取得を目的とした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す。

具体的には、本公開買付けの成立後、公開買付者は、会社法第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。）を開催することを当社に要請する予定であり、公開買付者及び本不応募合意株主は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。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後、それと近接する日が本臨時株主総会の基準日となるように、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。）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日は、2023年11月中旬～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。

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、当該端数は切り捨てられます。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却することによって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該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、公開買付者及び本不応募合意株主のみが当社株式の全て（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（公開買付者、本不応募合意株主及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定される予定とのことです。なお、下記「(7) 本公開買付けに関する重要な合意」に記載したとおり、本株式併合の効力発生日において、公開買付者及び本不応募合意株主以外に、これらの株主がそれぞれ所有する当社株式の数のうち最も少ない数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在することを可及的に避け、本スクイーズアウト手続の安定性を高めるため、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、各本不応募合意株主は、公開買付者の要請があった場合には、他の本不応募合意株主との間で本貸株取引を実施する可能性があるとのことです。本株式併合がなされた場合であって、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、本公開買付けに応募されなかった当社の株主は、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の決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められております。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となります。また、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。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、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。ただし、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されなかった当社の株主（公開買付者、本不応募合意株主及び当社を除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、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予定とのことです。

以上の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務専門家にご確認ください。

(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

公開買付者及び当社は、本公開買付けがいわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)に該当する本取引の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付けの公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。なお、公開買付者は、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、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置として、以下の乃至の措置を実施していることから、当社の少数株主の利益には十分な配慮がなされていると考えております。また、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、当社は、2023年4月25日付け取締役会における決議により本特別委員会を設置いたしました。本特別委員会の設置に先立ち、当社は、2023年3月23日に内海東吾氏及び辻不動産から本意向表明書を受領して以降、内海東吾氏及び辻不動産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を構築するため、当社の独立社外取締役と独立社外監査役の全員に対して、内海東吾氏及び辻不動産から本意向表明書を受領した旨、並びに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ため、本取引に係る検討・交渉等を行うにあたっては、本特別委員会の設置をはじめとする本取引に係る取引条件の公正性を担保するための措置を十分に講じる必要がある旨等を説明いたしました。また、当社は、並行して、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となる当社の独立社外役員の独立性及び適格性等についても確認を行いました。その上で、当社は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所の助言を得て、本特別委員会全体としての知識・経験・能力のバランスを確保しつつ適正な規模をもって本特別委員会を構成するべく、当社の独立社外取締役である中村香氏(弁護士、ひなた総合法律事務所)及び当社の独立社外監査役である関根洋次郎氏並びに本取引と類似の取引に関する専門性を補完する観点から、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から候補者として紹介のあった、外部専門家である後藤高志氏(弁護士、潮見坂総合法律事務所)及び橋本卓也氏(公認会計士、株式会社エスネットワークス)の4名を本特別委員会の委員の候補として選定いたしました(なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更しておりません。また、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、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用しておりません。)。その上で、当社は、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、2023年4月25日付の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、本公開買付けを含む本取引の目的が合理的と認められるか(本取引が当社の企業価値の向上に資するかという点を含む。)、本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されているか、本取引の条件の妥当性が確保されているか、本取引に関する決定(本公開買付けに関する意見表明の決定を含む。)が当社の少数株主にとって不利益なものでないか及び当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することの是非(以下乃至の事項を総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問いたしました。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本取引に関する当社取締役会の意思決定は、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行われるものとし、特に本特別委員会が本取引に関する取引条件を妥当でないと判断したときには、当社取締役会は当該取引条件による本取引に賛同しないものとする、並びに本特別委員会に対し、(b)当社と買付者との公正な交渉状況を確保するべく、本特別委員会が自ら公開買付者と交渉を行うこと、又は公開買付者との交渉を当社のアドバイザー等が行う場合でも、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、当社が公開買付者との間で本取引の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与すること、(c)本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言すること、(d)当社のファイナンシャ

ル・アドバイザー若しくはリーガル・アドバイザーを承認（事後承認を含む。）した上で、本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、当該アドバイザーから専門的助言を受けること、又は、独自のファイナンシャル・アドバイザー若しくはリーガル・アドバイザーを選任した上で当該アドバイザーから専門的助言を受けること（この場合の費用は当社が負担する。）、及び(e)本諮問事項に関する答申を行うに際し、必要に応じ、当社の役職員から本取引の検討及び判断に必要な情報を受領することの権限を付与することを決議しております。

() 検討の経緯

本特別委員会は2023年5月17日から2023年8月7日まで合計10回開催されたほか、各会日間においても電子メールを通じて報告・情報共有、審議及び意思決定を行い、本諮問事項に係る協議及び検討を行いました。

具体的には、本特別委員会は、当社のリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所並びに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について、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、その選任を承認し、本特別委員会も必要に応じてその専門的助言を受けることができることを確認しております。

また、本特別委員会は、当社が社内に構築した本取引の検討体制（本取引に係る検討、交渉及び判断に与する当社の役職員の範囲及びその職務を含みます。）に、独立性及び公正性の観点から問題がないことを確認の上、承認しております。その上で、本特別委員会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から受けた法的助言を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

さらに、本特別委員会は、ブルータスから受けた財務的見地からの助言を踏まえつつ、当社の事業計画について、当社からその内容、重要な前提条件及び作成経緯等（内海東吾氏及び高山朗氏が当該事業計画の作成に関与していないことを含みます。）について説明を受けるとともに、これらの事項について合理性を確認し、承認しております。

本特別委員会は、当社に対し質問事項を提示し、当社から、本取引の目的や意義、当社事業に対する影響等についてインタビュー形式及び書面により質疑応答を実施し、また、内海東吾氏に対して質問事項を提示し、内海東吾氏から、本取引の目的及び背景、本取引後の経営方針等についてインタビュー形式及び書面により質疑応答を実施しております。

加えて、上記「(3) 算定に関する事項」に記載のとおり、ブルータスは、当社が作成した事業計画を前提として当社株式の株式価値の算定を実施しておりますが、本特別委員会は、ブルータスから、株式価値の算定結果とともに、当社の株式価値の算定方法、当該算定方法を選択した理由、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るとともに、質疑応答及び審議・検討を行った上で、これらの事項について合理性を確認しております。

また、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、当社が、2023年7月3日に公開買付者から本公開買付価格を1,200円とする提案を受領して以降、本特別委員会は、ブルータスによる当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者との交渉方針等を含めた財務的な助言及びアンダーソン・毛利・友常法律事務所からの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法的助言等を踏まえ、公開買付者との間で、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を通じて、継続的に協議・交渉を行ってまいりました。具体的には、当社は、ブルータスを通じて、公開買付者からの本公開買付価格の提案に対して、複数回にわたり繰り返し価格交渉を実施いたしました。なお、当該協議・交渉にあたっては、本特別委員会は、当社から当該協議・交渉の経緯及び内容等について適時に報告を受け、本特別委員会を通じて方針等を協議し、意見を述べるなどした上で行うなど、本特別委員会が公開買付者との交渉過程に実質的に関与する形で行われました。

さらに、本特別委員会は、当社が公表又は提出予定の本公開買付けに係る当社プレスリリース及び意見表明報告書の各ドラフト、並びに公開買付者が提出予定の本公開買付けに係る公開買付届出書のドラフトの内容についてアンダーソン・毛利・友常法律事務所より説明を受け、公開買付者及び当社が、それぞれのリーガル・アドバイザーの助言を得て適切な開示を行う予定であることを確認しております。

以上の経緯で、本特別委員会は、本諮問事項について慎重に検討及び協議を重ねた結果、委員全員一致の決議により、2023年8月7日に、当社取締役会に対し、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

(ア)本取引は当社の企業価値の向上に資するものであり、本取引の目的は合理的である。(諮問事項との関係)

- ・当社は、1952年4月に設立され、車両用・建築用・工業用・家庭用塗料の製造販売を行う会社である。当社売上高の大半(約94%)は国内販売に依存しており、当社は塗料業界において概ね8位に位置する中堅メーカーである。
- ・過去数事業年度における当社の収益実績を見ると、2021年3月期及び2022年3月期は新型コロナウイルス感染症の影響緩和等に起因する需要回復により業績が一定程度回復した。もっとも直近の2023年3月期は、販売価格の改定効果等により売上高は前期比微増となったものの、直近数年間に発生している継続的な原材料(原油・石油化学製品など)価格の高騰に加えてエネルギー価格の高騰も重なり、製造経費を押し上げる状況が顕著となったことから、2023年3月期の売上原価率は前期77.6%から81.6%まで悪化した。その結果2023年3月期営業利益は前年同期比45.6%の減少となり、経常利益は前年同期比31.9%の減少となっている。
- ・当社は、現在の当社を取り巻く事業環境について、国内市場の縮小による競争の激化、世界的な原材料価格の上昇や製造コストの増加、環境関連法等の規制強化の可能性及び新市場区分であるスタンダード市場の上場維持基準に抵触し、将来的に当社株式の上場維持が困難となるおそれ等の課題があると認識している。
- ・当社は上記課題に対して、サーキュラーエコノミーの実現に向けたサステナブル経営の推進及び環境負荷の少ない高付加価値商品の開発、製造、販売、工場の新設・改修等による生産性向上、値上げによる価格転嫁、原材料費等の原価及び人件費等の販管費の低減、販売体制の強化、海外事業への展開並びに非流通株式の保有株主との対話、自己株式の消却等の株主還元等の施策を講じてきた。もっとも当社は、当該施策の実施状況は現時点で必要十分といえる状況にはないと認識している。当該認識内容は、従前からの当社認識と軌を一にするものであり、当委員会が行った公開買付者に対する書面質問への回答及び質疑応答によれば、当該認識内容について、当社と公開買付者の間に認識の齟齬もない。
- ・当社は、公開買付者が本取引後に実行を要するとして提案する、()環境対応先進企業への転身による企業価値の向上、()製造効率・販売効率の見直しによる収益力改善、()成長する海外市場への展開及び()ダイバーシティ&インクルージョンの推進による人的資源の発掘などの各取り組みは、上述した当社の認識と整合的な施策であって、中長期的な視点から当該施策を含む抜本的かつ機動的な施策を迅速かつ果敢に実行する必要があると判断している。
- ・()国内市場の縮小や環境・サステナビリティに対する意識の高まりに起因する環境配慮型高付加価値製品の需要増加が予測される一方で、既存製品の継続的な値上げは容易でなく主要な原材料価格や製造コストの増加が見込まれる状況において、環境配慮型高付加価値製品の開発・製造販売に注力することで安定的な収益を確保せんとするものであること、()新たな環境配慮型高付加価値製品の開発・製造販売を行うために老朽化設備の改修又は設備の新設を要すること、各設備が環境法令等の遵守に足る安全性を備える必要があること、主要な原材料価格や製造コストの増加をカバーするためには製造・販売面の効率性を向上させる必要があることは、いずれも自明であること、()当社売上高の大半(約94%)が国内販売に依存している一方で国内市場の縮小が予想されているところ、国内市場より成長が期待される海外市場における製造販売を強化する必要があることは理解しうるところであり、既に進出済みの地域からの地理的拡大や地産地消モデルのための製造販売体制を強化することは当社の中長期的な経営方針とも整合的であること、()当社は従前から新たな環境配慮型高付加価値製品の開発・製造販売や海外展開の強化に取り組んでいるものの、これらの施策を従前よりも積極的かつ機動的に実施するに際して、既存人財に加えて多様な人財が必要であることは理解しうるところであることなどを踏まえると、上記の各施策は、前述した当社の経営課題を的確に捉えており、当社の経営方針とも整合的である。また、当社グループの事業内容を熟知している創業家一族の1人である辻潤氏と当社の代表取締役社長である内海東吾氏が本取引実行後も引き続き中心となって当社の経営を担うことを踏まえると、その実現可能性を否定するに足る事情もない。
- ・よって、上記の各施策が当社の中長期的な企業価値向上のために必要な施策であって、中長期的な視点から当該施策を含む抜本的かつ機動的な施策を迅速かつ果敢に実行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の当社の判断内容は、合理的なものとして首肯し得るところである。
- ・他方で、当該施策を現状の資本関係で行うことには、当社グループの中長期的な企業価値向上を見込むことができる一方で、かかる施策には多額の先行投資が必要となり、また、当該施策は業績に寄与するまでに相応の時間を要することが見込まれるため、一時的には収益及びキャッシュ・フローのマイナスを招く可能性があること、短期的な収益に直結しない可能性があり、上場会社の施策としては資本市場から十分な評価が得られない場合には、当社の株価の下落を招き、当社既存株主の期待に沿えないおそれがあること、今般の東京証券取引所の市場区分の見直しにおいて、新市場区分であるスタンダード市場の上場維持基準として、流通株式比率25.0%以上の基準が設けられている中、2023年3月31日現在における当社の流通株式比率が16.4%であることを踏まえると、直ちに上場廃止

となるわけではないものの、当該基準への抵触により、将来的に当社の上場維持が困難となるおそれがあること、近年のコーポレートガバナンス・コードの改訂、資本市場に対する規制の強化等により、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続的開示に要する費用、監査法人への報酬や証券代行費用等、株式上場を維持するために必要な人的・金銭的コストは増加を続けており、これらのコストが当社の経営推進上の大きな負担となる可能性も否定できないといった懸念も存する。

- ・以上のことからすれば、当社を取り巻く外部環境及び内部環境を踏まえると、公開買付者の提案する施策を積極的かつ機動的に実行することが当社の経営課題の克服に繋がり、もって当社の中長期的な企業価値向上に資するものであり、かつ、本取引は、当社の株主に発生する可能性のある悪影響を回避しつつ当社の中長期的な企業価値向上を実現する手段として優れていることから、本取引にメリットがあるとの当社の判断は合理的なものとして首肯しうる。
- ・他方で、本取引のデメリットについても具体的な検討がなされており、その検討内容に特段不合理な点は認められない。その検討結果によれば、少なくとも前述したメリットを明らかに上回るデメリットが本取引によって生じるとは認められない。また、当社の企業価値向上の観点において、本取引に優る有効な代替手段が存在すると認めるに足る事情は見当たらない。
- ・以上のことから、本取引は当社の企業価値の向上に資するものであり、本取引の目的は合理的であると思料する。

(イ) 本公開買付けを含む本取引に係る手続の公正性が確保されている。(諮問事項 との関係)

- ・本取引では、当委員会の設置(当委員会の実効性を高める実務上の工夫の実施を含む。)、独立した外部専門家(ファイナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザー)の早期登用並びに専門的助言及び本株式価値算定書の取得、本取引公表後における買収提案の機会の確保、本取引の検討・交渉・決議における利害関係者の排除、少数株主への情報提供の充実を通じたプロセスの透明性の向上、強圧性の排除といった各種の公正性担保措置が履践されている。
- ・本取引の具体的状況に照らすと、当該公正性担保措置の内容は、()取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保及び()少数株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保といういずれの視点からしても、必要十分な内容・組合せであり、かつ、現実にも実効性をもって運用されたと思料する。
- ・以上の次第であるから、本取引においては、公正な手続を通じて当社の少数株主の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

(ウ) 本取引の条件の妥当性は確保されている。(諮問事項 との関係)

- ・()本取引の条件が形成される過程において、当委員会の設置及び関与を含む公正性担保措置の履践を通じて独立当事者間取引と同視し得る状況が確保されており、現に当事者間で真摯な交渉を経て合意されたこと、()本株式価値算定書は、我が国において多数の実績を有する大手事業者であって、公開買付関連当事者及び当社から独立した第三者算定機関により作成されており、かつ、算定基礎となる財務予測や前提条件(フリー・キャッシュ・フローの算定、割引率、継続価値、事業価値に加減算する非事業用資産及び有利子負債を含む。)等に不合理な点(算定基礎となる財務予測を恣意的に悲観的な収益予測としたことを窺わせる事情を含む。)は見受けられず、その算定方法及び算定結果は合理的なものと認められるところ、本取引における対価は、市場株価基準方式及び類似会社比較方式の各レンジの上限値を超え、かつ、DCF法のレンジに収まる水準となっていること、()同種案件と比較して遜色のないプレミアム水準が確保されていると評価できることを総合的に考慮すれば、当社の少数株主は、本取引において対価の交付を受けることにより、「本取引を行わなくても実現可能な価値」のみならず「想定される本取引による企業価値増加効果」も相当程度享受することを推認させる。
- ・なお、本件取引における対価は当社の2023年3月31日現在の簿価純資産から算出した1株当たり純資産額を下回っている。もっとも、仮に当社が清算する場合にも、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、石油化学製品を原材料とする当社製品の製造工場における土壌汚染の調査・除染費用、製造工場及び本社及び営業所各建屋に汎用性が乏しい状況等を考慮すると相当程度の毀損が見込まれることを前提とした実質的な清算価値の簡易的な試算ロジック及び結果に不合理な点は認められない。また、コスト・アプローチは、専ら企業の静的価値に着目する点で将来収益に直接又は間接的に評価するインカム・アプローチ及びマーケット・アプローチと性格を異にし、継続企業に対する原則的な評価アプローチとしては採用し得ないとの判断に不合理な点は認められない。
- ・また、スキームその他の取引条件についてみても、本取引の方法及び対価は、当社の少数株主にとって不利益ではないため、公正性・妥当性が認められる。
- ・以上の次第であるから、本取引の条件には公正性・妥当性が確保されている。

(エ) 本取引に関する決定（本公開買付けに関する意見表明の決定を含む。）は当社の少数株主にとって不利益なものでない。（諮問事項 との関係）

- ・ 諮問事項 は、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられるかを問うものである。
- ・ もっとも、当委員会としては、諮問事項 から において検討を要請されている事項が、諮問事項 を検討する際の考慮要素になるものとする。
- ・ そして、当委員会の審議の結果、諮問事項 から について、いずれも問題があるとは考えられないことは、上記で詳細に述べてきたとおりである。
- ・ 以上から、当委員会は、本取引は当社の少数株主にとって不利益なものでないと思料する。

(オ) 当社取締役会が本公開買付けに賛同意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することは相当である。（諮問事項 との関係）

- ・ 諮問事項 は、本公開買付けに対して当社の取締役会が賛同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への応募を推奨することの是非を問うものである。
- ・ 当委員会としては、この諮問事項 についても、諮問事項 から において検討を要請されている事項が、諮問事項 を検討する際の考慮要素になるものとする。
- ・ そして、当委員会の審議の結果、諮問事項 から について、いずれも問題があるとは考えられないことは、上記で詳細に述べてきたとおりである。
- ・ 以上から、本取引は当社の企業価値の向上に資するものであり、本取引の目的は合理的であるから、当社の取締役会が賛同の意見を表明すること、及び、本公開買付価格を含む本取引の条件は公正な手続を経て形成された妥当な内容であって本公開買付けは当社株主に合理的な株式の売却機会を提供するものであるから、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旨の決議を行うことは、いずれも相当であると思料する。

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「(2) 本公開買付けに関する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、当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、公開買付関連当事者から独立した第三者算定機関であるプルータスに対して、当社株式価値の算定を依頼し、2023年8月7日付で、本株式価値算定書を取得いたしました。本株式価値算定書の概要については、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の取得

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、当社は、本取引に関し、本公開買付価格の公正性その他本公開買付けを含む本取引の公正性を担保すべく、公開買付関連当事者から独立したリーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任し、同事務所から、本取引に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その過程等に関する助言を含む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。また、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。

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、当社は、構造的な利益相反の問題を排除する観点から、公開買付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、2023年3月23日に内海東吾氏及び辻不動産から本意向表明書を受領して以降、本取引に係る当社の検討、交渉及び判断の過程に、公開買付者の代表取締役である内海東吾氏及び公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助する立場にある高山朗氏を関与させないこととした上で、公開買付者並びに内海東吾氏及び辻不動産を含む本不応募合意株主からの独立性の認められる役職員のみで構成される検討体制を構築し、本特別委員会とともに、当社と公開買付者との間の本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件に関する交渉過程、及び当社株式の価値評価の基礎となる当社の事業計画の作成過程に関与しており、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。

以上の取扱いを含めて、当社の社内に構築した本取引の検討体制（本取引の検討、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。）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、独立性及び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得ております。

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、プルータス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、2023年8月8日開催の当社取締役会において、当社の経営課題の解決及び株主様への利益還元のための提供という観点から、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、本株式価値算定書の算定結果、本公開買付価格のプレミアム水準、公開買付者との交渉過程及び本公開買付価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、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、本公開買付けに応募すること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7名のうち、内海東吾氏及び高山朗氏を除く5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4名全員が出席し、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、()当社の代表取締役社長である内海東吾氏は、公開買付者の代表取締役であり、かつ、辻不動産の株式を保有しており、また、本公開買付け終了後も継続して当社の代表取締役社長として当社の経営にあたることを予定していることから、また、()当社の取締役である高山朗氏は、当社における金融機関との連絡窓口を担当しており、内海東吾氏による本公開買付けの検討に関しても、ファイナンシャル・アドバイザー等との相談を含む支援を行っていた経緯により、本公開買付けの検討状況を把握していたため、本公開買付けに関する内海東吾氏と創業者一族との間の協議を促進し、公開買付者の検討、交渉及び判断に参加若しくは補助していたことから、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、上記の当社取締役会を含む本取引に係る当社取締役会の審議及び決議には一切参加しておらず、かつ、当社の立場において、本取引に係る検討並びに公開買付者との協議及び交渉に一切参加しておりません。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、公開買付期間を、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を法令に定められた最短期間に照らして比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについて適切な判断を行う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公正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者及び当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

(7) 本公開買付けに関する重要な合意

本不応募合意

公開買付者は、本不応募合意株主との間で、2023年8月8日付で本不応募合意を行っているとのことです。本不応募合意の内容は以下のとおりとのことです。

ア 本公開買付けへ応募しないことに関する合意

本不応募合意株主は、本不応募合意株式について本公開買付けに応募しない旨を合意しているとのことです。

イ 当社株式に係る議決権行使に関する合意

公開買付者は、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式及び本不応募合意株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後、当社の株主を公開買付者及び本不応募合意株主のみとすることを目的として、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変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会の開催を当社に要請することを予定しており、不応募合意株主は、本不応募合意株式にかかる議決権の行使として、上記各議案に賛成することを合意しているとのことです。

ウ 貸株に関する合意

本不応募合意株主は、本株式併合の効力発生日において、公開買付者及び本不応募合意株主以外に、これらの株主がそれぞれ所有する当社株式の数のうち最も少ない数以上の当社株式を所有する当社の株主が存在することを可及的に避け、本スクイズアウト手続の安定性を高めるため、本株式併合の効力発生前を効力発生時として、公開買付者の要請があった場合には、他の本不応募合意株主との間で本貸株取引を実行することを合意しているとのことです。なお、貸株料等の条件は未定とのことです。

エ 本公開買付け後の、迅速な意思決定による大胆な企業改革を実行しうる当社の経営体制及び組織体制の構築への協力に関する合意

本不応募合意株主は、公開買付者の要請があった場合には、本株式併合の効力発生後の当社の企業価値向上のための具体的な経営体制及び組織体制について、公開買付者と誠実に協議することを合意しているとのことです。

本応募合意

公開買付者は、本応募合意株主との間で、2023年8月8日までに、それぞれが所有する当社株式の全て（合計：1,471,300株、所有割合：7.66%）を本公開買付けに応募する旨を口頭で合意しているとのことです。なお、本応募合意以外に、公開買付者と本応募合意株主との間で、本公開買付けに関する契約又は合意は存在しないとのことです。また、本公開買付け価格の支払いを除き、本公開買付けに際して、公開買付者から本応募合意株主に対し付与される利益はないとのことです。

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）
内海 東吾	代表取締役社長	293,400	2,934
池谷 裕司	代表取締役専務	2,000	20
高野橋 義則	常務取締役	1,000	10
畑 善之	取締役	1,000	10
高山 朗	取締役	-	-
奥井 敏幸	取締役	-	-
中村 香	取締役	-	-
善 敬一郎	常勤監査役	3,000	30
中川 元	監査役	-	-
小出 啓子	監査役	-	-
関根 洋次郎	監査役	-	-
計		300,400	3,004

（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） 取締役の奥井敏幸氏及び中村香氏は、社外取締役です。

（注3） 監査役の中川元氏、小出啓子氏及び関根洋次郎氏は、社外監査役です。

5【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。

以 上