

【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】	令和元年11月13日
【報告者の名称】	カネヨウ株式会社
【報告者の所在地】	大阪府中央区久太郎町4丁目1番3号
【最寄りの連絡場所】	大阪府中央区久太郎町4丁目1番3号
【電話番号】	06 6243 6500（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役職能担当 保坂 和孝
【縦覧に供する場所】	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、カネヨウ株式会社をいいます。

（注2） 本書中の「公開買付者」とは、兼松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計数の総和と必ずしも一致しません。

（注4） 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。

（注5） 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指すものとします。

（注7） 本書の提出にかかる公開買付け（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を遵守して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 兼松株式会社
所在地 兵庫県神戸市中央区伊藤町119番地

2【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2019年11月12日開催の取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに関し、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、当社の取締役会における決議の方法は、下記「(6) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議のない旨の意見」に記載のとおり、二段階に分けて行われております。

(2) 意見の根拠及び理由

本項の記載のうち、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記載していません。

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。）市場第二部に上場している当社株式432,461株（所有割合：30.83%）を所有する筆頭株主であり、当社を持分法適用会社としておりますが、この度、2019年11月11日開催の公開買付者取締役会の取締役会決議に基づき一任された公開買付者代表取締役社長の谷川薫氏において、2019年11月12日に当社株式の全て（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。以下同じです。）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定したとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、完全子会社化を目的としているため、買付予定数の上限を設定していないとのことです。また、本公開買付けにおいては、下限を設定しておらず、本公開買付けに応募された当社株式の全ての買付け等を行うとのことです。これは、下記「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」に記載のとおり、公開買付者としては当社の完全子会社化を目的としているものの、一方で、当社は、現在、上場廃止基準の猶予期間（2019年8月31日から2020年5月31日。ただし、2019年11月30日までに事業改善報告書（有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める書類）を提出できない場合を除く。）に入っており、公開買付者は、このような状況においては、当社の株主に対してプレミアムを付けて売却する機会を確実に提供することが重要であると考えているためであるとのことです。公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全てを取得できなかった場合には、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）」に記載のとおり、本公開買付けの成立後いかなる場合であっても、当社株式の全てを取得し、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「本スクイーズアウト手続」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。また、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、本スクイーズアウト手続が完了した場合には、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、公開買付者は、株主総会決議において当該スクイーズアウト手続が否決され、本スクイーズアウト手続が完了せず、当社を公開買付者の完全子会社化することができなかった場合であっても、引き続き当社の完全子会社化に向け、第三者割当や市場での買付け等を含めたあらゆる手法を当社とも協議し、合意の上、当社の上場廃止基準の猶予期間末日（2020年5月31日。ただし、2019年11月30日までに事業改善報告書（有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める書類）を提出できない場合を除く。）までに、当社の完全子会社化に向けた施策を講じる予定であるが、現時点で具体的な手法について決定しているものはないとのことです。

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

公開買付者並びに公開買付者の子会社及び関連会社からなる兼松グループ（以下「兼松グループ」といいます。）は、1889年に創業者である兼松房治郎氏が日豪貿易の先駆けとして創業し、時代と共にさまざまな分野に事業領域を拡大してきたとのことです。今日では、兼松グループは国内外のネットワーク、各事業分野で培ってきた、専門性、商取引、情報収集、市場開拓、事業開発・組成、リスクマネジメント、物流等の商社機能を有機的に結合し、電子・デバイスセグメント、食料セグメント、鉄鋼・素材・プラントセグメント及び車両・航空セ

グメントの4つのセグメントからなる幅広い事業領域で、安定的な収益基盤及び財務基盤を武器としたユニークな総合商社像を目指し、多種多様な商品・サービスを提供しているとのことです。また、公開買付者は、本書提出日現在、東京証券取引所市場第一部に上場しているとのことです。

公開買付者は、2018年5月、2019年3月期から2024年3月期までを対象とした中期ビジョン「future135」を策定し、強い事業をさらに伸ばし、安定した収益基盤の事業分野において持続的成長を実現し、効果的な事業投資により規模の拡大や付加価値の獲得を追求しているとのことです。中期ビジョン「future135」においては、兼松グループ全体としての連結経営を強化するとともに、IoT（注1）やAI（注2）等の先進技術を軸とした新規事業の推進と拡大を図り、また、兼松グループ内の各部門や顧客及び取引先との事業提携による事業規模の拡大を進めているとのことです。

（注1）IoT（Internet of Things）とは、モノのインターネット化のことをいいます。

（注2）AI（Artificial Intelligence）とは、人工知能のことをいいます。

一方、当社は、1935年11月に公開買付者の羊毛研究所として創業し、1939年3月に公開買付者から分社して独立した法人となり、1940年代には公開買付者の子会社から外れ持分法適用会社になりました。その後、1951年2月に当社株式を大阪証券取引所（当時）に上場し、2000年10月に現在の商号である「カネヨウ株式会社」に商号変更しました。なお、公開買付者は、持分法適用会社になって以降、当社の株式を取得又は売買等しておらず、当社の株式発行、自己株式取得等を通じた保有割合の変動を除き、保有割合に変動はありません。また、当社株式については、2013年7月の大阪証券取引所と東京証券取引所の市場統合に伴い、東京証券取引所市場第二部に上場することになり、本書提出日現在も、同市場に上場しています。

当社は、創業当初から羊毛を取り扱う事業を営み、その後、兼松グループの他の部門及び顧客や取引先等の事業を吸収すること等により事業範囲を拡大し、現在は、（ ）羽毛原料取引の付加価値化と川下展開を推進し、産業資材・不織布用原料の国内販売を行うライフマテリアル部、（ ）伝統的商品である寝具の販売と紙面通販やTV・ネット通販の活用及び快適・健康をテーマとした商材販売を行う寝装・インテリア部、（ ）中近東や欧米向け衣料生地輸出取引及びグローバルな機能性素材の調達と販売を行う原料・テキスタイル貿易部の主要3部門を中心として次の事業を展開しています。

（ ）ライフマテリアル事業

世界各国にサプライソースを持ち、高品質の原料（羽毛、羊毛、獣毛、合繊等）を国内の取引先へ安定的に提供しております。特に、羽毛原料においては、欧州の生産農家や自治体との連携を強化することでトレーサビリティを確保し、良質且つ安心・安全な羽毛を提供しております。

（ ）寝装・インテリア事業

寝装事業では、世界各国から調達した良質な羽毛原料を用い、信頼のおける国内メーカーで高品質な羽毛布団を製造するとともに、国内外の協力工場では、機能性素材を用いたマットレス等の寝具、枕やガーゼケット等、高品質で安心・安全な寝装品を製造しており、これらの寝装品を中心に消費者の皆様の健康で豊かな生活のサポートを目指した商材の販売を行っております。

インテリア事業では、洗練されたデザインと品質を追求したベルギー製カーペットをはじめ、欧州各国からインテリア製品の輸入を行っております。また、国内メーカーと共同で、抗菌・抗ダニ・抗ウイルス加工のカーペットやラグ等の開発も手掛けております。eコマースを得意とする取引先への販売等、販売チャネルの多様化や、ルームデコレーションへの関心の高まりを受け、伝統的なものからカジュアルなものまで、幅広いアイテムの取扱いを行っております。

（ ）原料・テキスタイル貿易事業

日本から中近東諸国向けに、現地の人々が日常着用している民族衣装用のテキスタイル（トーブ）を輸出し、また東南アジアから中近東諸国向けに同商品の三国間貿易も行っております。

また、欧米諸国の有名アパレルメーカー向けにテキスタイルの輸出を行っており、当社ミラノ店の機能を活かし、取引先が必要とするハイセンスで高品質な商品をJust in timeで提供する体制を整えております。

当社と公開買付者との関係について、上記のとおり、当社は公開買付者の羊毛研究所として創業し、当社は1951年に大阪証券取引所（当時）に上場した後、本書提出日現在まで、当社は公開買付者の持分法適用会社です。また、公開買付者は当社に対して、取締役2名、監査役2名を派遣しています。

このような状況の中、公開買付者は、兼松グループとして中期ビジョン「future135」を実現するために、主要関係会社をはじめとする兼松グループ全体の経営資源を再評価し、各グループ会社の強みや事業機会を分析して、将来の事業規模拡大及び付加価値獲得による収益伸長について、各グループ会社単体及び各グループ会社と公開買付者の事業シナジーも十分に考慮して、検討を進めてきたとのことです。

その取組みの中で、公開買付者は、当社についても上記の検討を実施したとのことです。

公開買付者は、公開買付者の持分法適用会社として当社に役員を派遣してきましたが、公開買付者が1999年に繊維事業から撤退した経緯もあり、経営方針や経営計画に関しては当社の独立性を尊重し、兼松グループとしての一体的な経営は実施してこなかったとのことです。

しかし、その後の20年間で、繊維メーカーは、事業の多角化を積極的に進め、素材の高度化も推進し、衣料品又は寝装品メーカーへの原材料供給を中心とするビジネスから幅広い事業領域のメーカーに素材を提供するサプライヤーへと変貌しました。一例としては、カーボン繊維が航空機や自動車部品の素材として採用されているように、航空機や自動車等の様々な産業・業界との連携を進め、それに伴い、繊維事業を取り巻く事業環境は大きく変化し、また、繊維メーカーの収益構造も変化しました。

このような変化がある事業環境において、当社は、従来の羽毛原料、寝装・インテリア製品、衣料生地取引を中心とした事業にとどまっている状況です。一方で、当社は、長年の伝統的な繊維事業の中で構築した大手から中小規模までの複数の繊維メーカーとの取引関係による多彩なサプライソースという無形資産を有しております。そこで、公開買付者としては、これを新しい事業が萌芽する潜在的なシーズとしてさらに有効活用することにより、変化した繊維事業の環境において、ビジネスを多角化し、より多くの収益機会を獲得することが、当社の将来の事業規模拡大及び付加価値獲得による収益伸長のために適切であると考えているとのことです。

そして、その実現のためには、当社が独立した経営を継続し、既存のポートフォリオを維持するよりも、兼松グループの事業と当社の事業を融合させることにより当社の経営資源を有効に活用し、早期に繊維事業を多角化することが適切であるとの結論に至ったとのことです。

この当社の事業と公開買付者の事業の融合という観点では、主として公開買付者の車両・航空セグメントの経営資源及び海外拠点網・海外販売チャネルを活用して、当社の事業規模を拡大できると考えているとのことです。

公開買付者の車両・航空セグメントは、長年の取引を通じて蓄積された顧客基盤という資産を有しており、業界を代表する顧客及びメーカーとのネットワークを有し、これまでのビジネスを通じて獲得した専門性や豊富な情報量を武器に、顧客への商品提案力や課題解決力を磨き、高い評価を得ているものと自負しているとのことです。公開買付者は、近年は航空宇宙産業と自動車産業との関わりが広がっており、このような変化を捉えて新規事業に結びつけるべく、必要な投資を積極的に行い、並行して新たな事業を創造できる人材の育成にも注力しているとのことです。

かかる車両・航空セグメントの事業成長に伴い、当社の多彩なサプライソースという資産を大いに活用する機会が増加し、公開買付者の車両・航空セグメントにとっても、当社の事業にとっても、次のとおり事業拡大や収益伸長を期待できるとのことです。

- () 当社のサプライソースの保有する先端技術を駆使したハイスpek素材を車両・航空セグメントに展開し、公開買付者の車両・航空セグメントがハイスpek素材において優位性を獲得するとともに、当社の販売網を海外へ拡大する。
- () ESG(注3)の観点がビジネスに浸透し、SDGs(注4)の認知効果も高まりを見せる中、環境配慮型・再生可能素材を親和性の高い車両・航空セグメントに展開することにより、公開買付者の収益機会の増加のみならず、兼松グループとしてESG経営の推進に寄与できる。
 - (注3) 環境(Environment)、社会(Social)及びガバナンス(Governance)の頭文字を取ったものです。
 - (注4) 持続可能な開発目標(SDGs)とは、2015年9月の国連サミットにおいて採択された持続可能で多様性と包摂性のある社会の実現を目的として掲げられた2030年までの国際目標です。
- () 公開買付者の車両・航空セグメントの取引先の中には、当社の合繊原料の販売先でもあるメーカーが多数いるところ、当社が公開買付者の車両・航空セグメントと連携し、当該販売先に対して、合繊原料のみならず、長期的で安定的な収益基盤の確保につながる不織布をベースとする素材を吸音材や内装材として販売することにより、不織布をベースとする素材の販売機会が増大する。

また、車両・航空セグメントの他にも、電子・デバイスセグメントや鉄鋼・素材・プラントセグメントの海外拠点網や海外販売チャネルを活用した取引、及び公開買付者の顧客や取引先との共同製品開発等を実施し、当社の経営資源を最大限に活用することで、当社の既存事業を拡大するとともに、当社の未活用の経営資源の可能性を最大限に引き出すことができ、公開買付者及び当社の収益拡大を期待しているとのことです。

このように当社の事業と公開買付者の事業を融合させる際に、単に提携関係を強化するのみならず、公開買付者の効率的かつ効果的な事業運営や営業のノウハウを当社に最大限に注入するためには、兼松グループ全体の経営資源を当社に再配分し、かつ、海外展開の強化を含めた事業展開について迅速な意思決定が必要となるとのことです。また、公開買付者から独立した経営を継続するよりも、公開買付者の財源を基礎とし、公開買付者が公開買付者の子会社に対して金銭の貸付けを行う金融プーリングシステムを活用し、金利のメリットを得るとともに資金調達の手続を大幅に軽減し、これにより得られた資金を新たな投資に活用することができるようにすることが経営資源の有効活用や費用削減の観点からも効果的であると考えているとのことです。

もっとも、当社株式が引き続き上場している場合には、公開買付者及び当社は、株主の皆様の利益を損なわないよう、短期的な業績確保に一定の比重を置いた経営を行う必要があり、上記の各施策を実行するためには、一定の制約が生じ、公開買付者が現在想定している施策が十分に実行できない可能性があります。

上記の検討を踏まえ、公開買付者は、2019年9月初旬、公開買付者のノウハウを外部に流出させることなく当社に注入するとともに、海外展開の強化を含めた事業展開に関する意思決定の迅速化を図り、かつ兼松グループ

の経営資源を最大限に活用するためには、当社を連結子会社化するととどまらず、公開買付者の完全子会社とすることが最適との判断に至ったとのことです。

なお、本公開買付価格は、当社の2019年9月30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おりますが、公開買付者は、当社株式の時価総額が、2018年12月末時点で10億円未満となり、東京証券取引所の上場廃止基準の猶予期間に入り、その後、2019年6月末時点で上場廃止基準への該当は一旦回避したものの、2019年8月末時点で10億円未満となり、再度上場廃止基準の猶予期間となっていることを考慮すると、当社株式の上場を維持する又は猶予期間内に上場廃止基準への該当性の回避が出来ず上場廃止となるよりも、当社株式にプレミアムを付けて売却する機会を確実に提供することが、当社の株主にとって利益が大きいと判断したとのことです。

以上を総合的に考慮した結果、公開買付者は、2019年9月上旬、当社を公開買付者の完全子会社とすることが、当社の企業価値を一層高めるのに資するとの考えに至ったとのことです。そこで、公開買付者は、2019年9月17日、本公開買付けを含む本取引の実行について当社に協議及び交渉を申し入れ、それ以降、複数回にわたり協議・検討を重ねた上で、2019年10月18日、本公開買付価格を含む本取引の条件等について具体的提案を行いました。その後、公開買付者は、当社との間で、本公開買付価格を含む本取引の条件等について、さらに協議・交渉を重ねました。

かかる協議・交渉の結果を踏まえて、公開買付者は、2019年11月12日、本取引の一環として、本公開買付価格を900円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。

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

一方、当社は、2019年9月17日に公開買付者からの本取引の提案を受けたことを契機として、下記「(6) 買付け等の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第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「当社における独立した法律事務所からの助言」に記載のとおり、本公開買付価格の妥当性及び本取引に係る手続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として株式会社三菱UFJ銀行（以下「三菱UFJ銀行」といいます。）コーポレート情報営業部財務開発室（以下「三菱UFJ銀行財務開発室」といいます。）を、リーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所・外国法共同事業（以下「北浜法律事務所」といいます。）を選任するとともに、第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室に対し、当社株式の株式価値算定書の提出を依頼しました。その後、当社は、公開買付者との間において、公開買付者との連携強化による当社事業の強化や経営の合理化といった両社の企業価値の向上を目的とした諸施策及び本取引の目的、本取引後の経営体制・方針、本取引の諸条件等について、2019年9月下旬以降、複数回にわたり協議・検討を重ねてまいりました。また、当該協議・検討に並行して、リーガル・アドバイザーである北浜法律事務所の法的助言を受け、当社は、本取引に関する提案を検討するために、特別委員会（当該特別委員会の構成及び具体的な活動内容等については、下記「(6) 買付け等の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。）を設置しております。

さらに、当社は、北浜法律事務所から、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等について法的助言を受けるとともに、特別委員会から2019年11月12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（本答申書の概要については、下記「(6) 買付け等の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北浜法律事務所から受けた法的助言並びに第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室から2019年11月11日付で取得した当社株式に係る株式価値算定書（以下「当社株式価値算定書」といいます。）の内容を踏まえた上で、特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関する諸条件について、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本取引における本公開買付価格その他の条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行ってまいりました。

その結果、当社は、本取引が実行された場合には、公開買付者との連携強化が図られることにより、()公開買付者の車両・航空セグメントにおいて、当社のサプライソースが保有する先端技術を駆使したハイスpek素材を公開買付者の顧客基盤に展開することにより、これまで当社単独では取り組むことが困難であった海外での当社の顧客ネットワーク拡大に積極的に取り組むことが可能になる、()公開買付者の車両・航空セグメント以外の電子・デバイスセグメント、食料セグメント、鉄鋼・素材・プラントセグメントを含む公開買付者の幅広い事業領域における海外拠点網・海外販売チャネルを活用し、当社の既存の事業を拡大するとともに、当社の商材調達機能等の経営資源の可能性を余すことなく発揮することで新しいバリューチェーン（注5）の構築を推進する、()公開買付者の財務資源の活用による金融費用削減、兼松グループの研修制度を利用した人材の育成等のグループメリットを享受するなどのシナジーを実現することができると認識しております。このようなシナジー

を実現するためには、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」に記載の繊維産業における事業環境の変化を踏まえると、公開買付者が当社を完全子会社化することにより相互に意思決定の緊密化・迅速化を図ることが、当社の中長期的な企業価値の向上が見込まれる最善の選択であるとの結論に至りました。

(注5) 原材料や部品の調達活動、商品製造や商品加工、出荷配送、マーケティング、顧客への販売、アフターサービスまでの一連の事業活動を個々の工程の集合体ではなく価値の連鎖として捉える考え方をいいます。

また、()本公開買付価格が下記「(3)算定に関する事項」に記載されている三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式に係る株式価値算定結果のうち、市場株価分析に基づく算定結果の上限を上回るものであり、また、DCF分析に基づく算定結果のレンジの中央値を上回るものであること、()本公開買付けの公表日の前営業日である2019年11月11日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の普通取引終値の716円に対して25.70%（小数点以下第三位四捨五入。以下、本項の%の数値において同じ。）、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値702円（小数点以下四捨五入。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28.21%、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値693円に対して29.87%、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値708円に対して27.12%のプレミアムをそれぞれ加えた金額となっていること、()下記「(6)買付け等の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けの公正性を担保するための措置が採られており、少数株主の利益への配慮がなされていると認められること、()上記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採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われ、より具体的には三菱UFJ銀行財務開発室による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や特別委員会との協議、北浜法律事務所から受けた法的助言等を踏まえながら、真摯かつ継続的に協議・交渉が行われた結果として提案された価格であることなどを踏まえ、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妥当であり、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。なお、本公開買付価格は、当社の2019年9月30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おりますが、資産売却等の困難性や清算に伴う相当な追加コストの発生等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損することが見込まれます。当社は、本公開買付価格の検討にあたっては、市場株価分析に加え、当社の将来の事業活動の状況を算定に反映するためのDCF分析による分析結果を勘案して検討した結果、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」のとおり当社株式の上場を維持する又は猶予期間内に上場廃止基準への該当性の回避が出来ず上場廃止となるよりも、当社株式にプレミアムを付けて売却する機会を提供することが、当社の株主にとって利益が大きく、妥当であるものと判断しております。

以上より、当社は、2019年11月12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、上記当社の取締役会における決議の方法は、下記「(6)買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議のない旨の意見」に記載のとおり、二段階に分けて行われております。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者としては、本公開買付け後の当社の経営体制については、現時点で具体的な変更内容は決定していないとのことですが、本取引の完了後に、当社と改めて協議の上決定することを想定しております。公開買付者は上記「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」に記載の施策を講じることを考えており、当社を含む兼松グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、兼松グループが一体となり、更なる企業価値向上に向けて邁進するとのことです。

(3) 算定に関する事項

算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。なお、法人としての三菱UFJ銀行は、当社及び公開買付者の株主たる地位（2019年3月31日現在において、当社の第三位株主（持株比率3.50%）、公開買付者の第八位株主（持株比率1.68%））を有しているほか、当社及び公開買付者に対して融資（2019年3月31日現在における当社の借入額は100百万円、公開買付者の借入額は28,299百万円です。）を行っており、法人としての三菱UFJ銀行は当社及び公開買付者と重要な利害関係を有しているとされているものの（東京証券取引所が作成する会社情報適時開示ガイドブックにおいて、算定機関又はその関係会社から当事会社が投融資を受けている場合には、重要な利害関係を有するものとされています。）、同行は、銀行法第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則第14条の11の3の3等の適用法令に従った法的義務として、行内における情報隔壁措置等、適切な利益相反管理体制を構築し、かつ、実施しており、ファイナンシャル・アドバイザーとしての三菱UFJ銀行財務開発室は、出資及び貸付を行う同行の別部署とは独立した立場から、当社株式の株式価値の分析を行うことができる体制を構築しているものと考えられるので、当社は、当社株式の株式価値の分析にあたっては、三菱UFJ銀行において適切な弊害防止措置が講じられているものと判断し、三菱UFJ銀行財務開発室による過去の同種事案の第三者算定機関としての実績等を踏まえ、三菱UFJ銀行財務開発室を当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関に選定いたしました。

算定の概要

三菱UFJ銀行財務開発室は、複数の株式価値分析手法の中から当社株式の株式価値の分析にあたって採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業の前提の下、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市場第二部に上場しており市場株価が存在することから市場株価分析を、当社の将来の事業活動の状況を評価に適切に反映するためにDCF分析を用いて当社の1株当たりの株式価値の分析を行い、当社は、2019年11月11日付で三菱UFJ銀行財務開発室より当社株式価値算定書を取得しました。なお、三菱UFJ銀行財務開発室は、当社株式の価値評価の算定手法として、事業内容や収益性の当社との類似性における制約に鑑み、類似会社比較分析は採用しておらず、また、当社が継続企業としてその事業を継続していることを企図していることから、純資産法は採用しておりません。当社は、三菱UFJ銀行財務開発室から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

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。

市場株価分析：693円から717円
DCF分析：653円から1,061円

市場株価分析においては、2019年11月8日を基準日として、東京証券取引所市場第二部における当社普通株式の基準日終値717円、直近1ヶ月間の普通取引終値の単純平均値700円、直近3ヶ月間の普通取引終値の単純平均値693円、直近6ヶ月間の普通取引終値の単純平均値708円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を693円から717円までと分析しております。

DCF分析では、当社が作成した2020年3月期から2022年3月期までの事業計画、当社へのマネジメント・インタビュー、直近までの業績の動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した当社の将来の収益予想に基づき、当社が2020年3月期第2四半期以降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計算し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を653円から1,061円までと算定しております。なお、割引率は5.75%から6.25%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、永久成長率を-0.25%から0.25%として算定しております。

三菱UFJ銀行財務開発室がDCF分析の前提とした当社の事業計画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おりません。また、本取引実行により実現することが期待される各種施策の効果については、現時点で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しておりません。

(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、東京証券取引所市場第二部に上場しておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付け等を行う株券等の数に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、東京証券取引所ので定める上場廃止基準に従って、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）」に記載の各手続が完了した場合には、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。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ができなくなります。なお、公開買付者は、本臨時株主総会決議において当該スクイズアウト手続が否決され、本スクイズアウト手続が完了せず、当社を公開買付者の完全子会社化することができなかった場合であっても、引き続き当社の完全子会社化に向け、第三者割当や市場での買付け等を含めたあらゆる手法を当社とも

協議し、合意の上、当社の上場廃止基準の猶予期間末日（2020年5月31日。ただし、2019年11月30日までに事業改善報告書（有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める書類）を提出できない場合を除く。）までに、当社の完全子会社化に向けた施策を講じる予定であるが、現時点で具体的な手法について決定しているものはないとのことです。

また、当社株式は、2019年9月1日付で、2019年8月の月間平均時価総額及び月末時価総額が有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める所要額（10億円）未満となったことから上場廃止に係る猶予期間（2019年9月1日から2020年5月31日まで（9ヶ月間）。ただし、2019年11月30日までに事業改善報告書（有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める書面）を提出しなかった場合には2019年9月1日から2019年11月30日まで（3ヶ月間）。なお、当社は、2019年11月12日付事業改善報告書を提出しており、猶予期間は2020年5月31日までとなる見込みです。）に入っており、当該期間において、毎月の月間平均時価総額及び月末時価総額が10億円以上にならないときは上場廃止となります。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けにおいて公開買付者が当社株式の全て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、当社株式の全ての取得を目的として、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。

株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する当社の議決権の合計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（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じです。）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。以下同じです。）の全員に対し、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当社の株主に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対して株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社が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、当社の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、当社の株主全員からその所有する当社株式の全部を取得します。そして、当該各株主の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、対価その他の条件が上記のとおりであることを条件として、当社取締役会にてかか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、当社の株主の皆様は、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おります。なお、当該申立てがなされた場合の売買価格は、最終的に裁判所が判断することになります。

株式併合

本公開買付けの成立後、公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、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「株式併合」といいます。）を2020年3月末日までに行うこと及び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（以下「本臨時株主総会」といいます。）を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請する予定とのことです。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とのことです。本公開買付け後の公開買付者の所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の3分の2未満となった場合には、本臨時株主総会において当該スクイーズアウト手続が否決される可能性があります。

本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、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。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等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（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各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者

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しなかった当社の株主（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す。

株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした規定として、株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数が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しなかった当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）は、当社に対し、自己の所有する株式のうち1株に満たない端数となるものの全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います。上記のとおり、株式併合においては、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。）の所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、株式併合に反対する当社の株主は、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、価格決定の申立てを行うことができることになる予定です。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は最終的に裁判所が判断することになります。

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、並びに本公開買付け後の公開買付者による当社株式の所有状況又は公開買付者以外の当社の株主の当社株式の所有状況等によっては、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ります。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、本公開買付け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、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。なお、公開買付者は、株主総会決議において当該スクイズアウト手続が否決され、本スクイズアウト手続が完了せず、当社を公開買付者の完全子会社化することができなかった場合であっても、引き続き当社の完全子会社化に向け、第三者割当や市場での買付け等を含めたあらゆる手法を当社とも協議し、合意の上、当社の上場廃止基準の猶予期間末日（2020年5月31日。ただし、2019年11月30日までに事業改善報告書（有価証券上場規程第601条第1項第4号a本文に定める書類）を提出できない場合を除く。）までに、当社の完全子会社化に向けた施策を講じる予定であるが、現時点で具体的な手法について決定しているものはないとのことです。公開買付者は、完全子会社化に向けたいずれの施策の場合でも、市場での買付けの場合を除き、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算定する予定とのことです。

なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記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) 買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

本書提出日現在において、当社は公開買付者の連結子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による従属会社の買収には該当しません。もっとも、()公開買付者は、当社株式を432,461株（所有割合30.83%）所有することにより、当社を持分法適用会社としていること、及び、()当社の取締役が公開買付者の役員を兼任し又は公開買付者の出身者であること等を考慮し、公開買付者及び当社は、買付け等の価格の公正性を担保し利益相反を回避する観点から、以下の措置を実施しております（なお、以下の記載中の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。）。

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、本公開買付け価格の公正性を担保するため、本公開買付け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、ファイナンシャル・アドバイザーである株式会社大和総研（以下「大和総研」といいます。）に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。

なお、大和総研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。

大和総研は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所市場第二部に上場していることから市場株価平均法、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及び将来の事業活動の状況を算定に反映するためにDCF法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、公開買付者は2019年11月11日付けで大和総研から株式価値算定書（以下「公開買付者算定書」といいます。）を取得したとのことです。なお、公開買付者は、大和総研から本公開買付け価格の妥当性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

上記各手法において算定された当社株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価平均法	693円～716円
類似会社比較法	482円～898円
DCF法	690円～981円

市場株価平均法では、2019年11月11日を基準日として、東京証券取引所市場第二部における当社株式の基準日終値716円、直近1ヶ月間の終値単純平均値702円（小数点以下四捨五入。本項において以下終値単純平均値の計算について同じです。）、直近3ヶ月間の終値単純平均値693円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値708円を基に、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を693円から716円までと算定しているとのことです。

類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む上場企業の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて、当社の株式価値を算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を482円から898円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社の2020年3月期から2022年3月期までの3期分の事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、2020年3月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いて当社の企業価値や株式価値を算定し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を690円から981円と算定しているとのことです。なお、DCF法において前提とした事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいないとのことです。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、反映していないとのことです。

公開買付者は、大和総研から取得した公開買付者算定書の算定結果に加え、持分法適用会社の完全子会社化に対する公開買付けの事例において買付け等の価格決定の際に付与されたプレミアムの実例、当社の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2019年11月11日開催の公開買付者取締役会の取締役会決議に基づき一任された公開買付者代表取締役社長の谷川薫氏において、2019年11月12日に本公開買付価格を1株当たり900円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である1株当たり900円は、本公開買付けの公表日の前営業日である2019年11月11日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値716円に対して25.70%（小数点以下第三位を四捨五入。本項において以下プレミアムの数値（%）について同じです。）、2019年10月15日までの直近1ヶ月間の終値単純平均値702円に対して28.21%、2019年8月13日までの直近3ヶ月間の終値単純平均値693円に対して29.87%、2019年5月13日までの直近6ヶ月間の終値単純平均値708円に対して27.12%のプレミアムをそれぞれ加えた価格とのことです。

また、本公開買付価格は、本書提出日の前営業日である2019年11月12日の東京証券取引所市場第二部における当社株式の終値716円に対して25.70%のプレミアムを加えた金額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「算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」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、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJ銀行財務開発室に対して、当社の株式価値の算定を依頼しました。三菱UFJ銀行財務開発室は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、市場株価分析及びDCF分析の各手法を用いて当社株式の株式価値の算定を行い、当社は当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、三菱UFJ銀行財務開発室から本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。また、三菱UFJ銀行財務開発室は、当社及び公開買付者の関連当事者には該当いたしません。

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

当社は、本公開買付けを含む本取引に係る当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、2019年10月1日、当社及び公開買付者から独立性の高い、社外有識者でありM&A取引を含めた企業法務に関する知見が豊富な大川治氏（弁護士、堂島法律事務所）及び岩本文男氏（弁護士、弁護士法人淀屋橋・山上合同）、並びに、社外有識者でありM&A取引及び企業価値評価に関する知見が豊富な三村淳司氏（公認会計士、三村公認会計士・税理士事務所）の3名から構成される特別委員会を設置いたしました。なお、当社の社外取締役である宮部佳也氏は公開買付者の取締役の地位にあり、また、社外監査役である小川荘平氏、石井周二氏はそれぞれ公開買付者の監査役、従業員の地位にあることに鑑み、公開買付者からの独立性を確保するため、特別委員会の委員は、その設置当初から上記3名の社外有識者のみとし、その設置当初から変更しておりません。特別委員会の委員の報酬は、M&Aの成否にかかわらず支払う報酬体系としており、互選により特別委員会の委員長として、大川治氏を選定しております。また、当社は、特別委員会の設置に

際し、特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には本公開買付けに賛同しないことを取締役会においてあらかじめ決定しております。

当社は、特別委員会に対し、()本取引について当社取締役会が賛同するべきか否か、及び、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきか否かを検討し、当社取締役会に勧告を行うこと、()当社取締役会における本取引についての決定が、当社の少数株主にとって不利益なものでないかを検討し、当社取締役会に意見を述べること、また、これらの検討に際しては、当社の企業価値の向上に資するかという観点から、本取引の是非について検討・判断するとともに、当社の一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性及び手続の公正性について検討・判断すること(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。)を諮問し、これらの点についての答申を当社に提出することを囑託いたしました。

特別委員会は、2019年10月9日より同年11月11日までの間に合計6回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を行いました。具体的には、本取引の目的、本取引に至る背景、本取引についての考え方、当社の事業内容、業績・財務状況及び事業計画、本取引によって実現することが見込まれるシナジーの具体的内容並びに本取引に替わる施策の可能性を含めての本取引を前提としない場合の企業継続に関する見通しについて当社から説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行い、また、公開買付者との交渉の各局面においては、当社に対して意見表明や助言を行いました。また、特別委員会は、公開買付者から、本取引の目的、本取引によって実現することが見込まれるシナジーの具体的内容、本取引後の経営方針、本取引の諸条件、本取引以外の施策によるシナジー発揮の可能性についての考え方等について説明を受けるとともに、質疑応答を行いました。さらに、特別委員会は、三菱UFJ銀行財務開発室から、本取引の条件等についての交渉経緯及び当社の株式価値算定についての説明を受けるとともに、北浜法律事務所から、本取引の手続面における公正性を担保するための措置並びに本取引に係る当社の取締役会の意思決定の方法及び過程その他の利益相反を回避するための措置の内容について説明を受け、これらに関しても質疑応答を行っております。

以上の経緯で、特別委員会は、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2019年11月12日、当社取締役会に対し、本諮問事項につき大要以下を内容とする本答申書を提出しております。

() 本取引の目的の正当性・合理性

繊維メーカーが事業多角化・素材の高度化を積極的に推進するなど繊維産業を取り巻く事業環境が大きく変化している一方で、当社の中心的な事業領域は、従来の羽毛原料、寝装・インテリア製品、衣料生地取引にとどまり、また、販売チャネルが限定されている。当社の仕入先である繊維メーカーの有する高度な素材を最大限に活用するためには、当社単独の経営資源では不十分と思われるところ、公開買付者のグローバルなチャネルその他の経営資源を活用することができれば、相応のシナジーを発揮することが見込まれる。そのため、公開買付者と当社が相互に連携できることが必要となり、少なくとも、当社が公開買付者の子会社となる必要があるとする点は十分に理解可能である。

そして、上記の目的を達成するために子会社であるに留まらず、完全子会社化する必要があるかどうか、という点に関し、公開買付者及び当社からは、公開買付者の効率的かつ効果的な事業運営や営業のノウハウを当社に最大限に注入するために、兼松グループ全体の経営資源を当社に再配分し、かつ、海外展開の強化を含めた事業展開について迅速な意思決定が必要であり、それを実現するためには当社が公開買付者の完全子会社となる必要があるとの見解が示されている。また、公開買付者の完全子会社となることで、当社が、公開買付者の金融プーリングシステムを活用し、金利メリットを得るとともに資金調達の手続を軽減し、資金を新たな投資に活用できるようになるとの指摘もある。これらの見解、指摘について、特に不合理な点は認められない。当社を取り巻く経営環境に鑑みれば、現状の経営資源で従前どおりの企業経営を継続した場合、本取引を実施した場合との比較で、中長期的に当社の企業価値がかえって損なわれる可能性もあると考えられる。

なお、本取引を実施することで当社は非上場化されることになり、知名度の向上による優れた人材の確保や社会的な信用力の向上等の一般的な上場メリットが失われる可能性がある。しかし、上記のとおり、公開買付者の完全子会社となることによる信用補完等により、これらのデメリットを低減することが可能であると考えられる。しかも、当社の時価総額は、2018年12月末時点で10億円未満となって東京証券取引所の上場廃止基準の猶予期間に入り、その後、2019年6月末時点で上場廃止基準への該当を一旦回避できたものの、2019年8月末時点で10億円未満となっており、あらためて上場廃止基準の猶予期間に入っている。これらを考慮すると、本取引を通じた非上場化を行うことには、当社にも、その一般株主にとっても利益があるものと考えられる。

以上のとおり、本取引は、当社の企業価値の向上に資するものであり、目的において正当であり、合理性があると判断する。

() 本取引に係る取引条件の公正性・妥当性

- (a) (ア) 当社の第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室は、当社及び公開買付者の株主であり、かつそれぞれに融資を行っているものの、銀行法第13条の3の2第1項及び銀行法施行規則第14条の11の3の3等の適用法令に基づく適切な利益相反管理体制の構築及び実施が義務付けられ、金融庁検査等を通じてその実

効性の確保がなされていると考えられ、出資、融資業務を担当する事業部門と財務開発室の間には実効的な情報隔壁が存在していることが合理的に推認されること等からすると、三菱UFJ銀行財務開発室の独立性に疑義を挟む事情は認められないこと、(イ)当社は、取引条件の決定に至る過程において、M&A等について高度の専門性を有し、独立性を有する北浜法律事務所及び三菱UFJ銀行財務開発室から助言を受けて、かつ、重要な局面においては、当委員会の意見や助言を受けながら、三菱UFJ銀行財務開発室を通じて、公開買付者の選任したファイナンシャル・アドバイザーである大和総研と交渉していること等からすると、本取引の条件に係る交渉過程は、独立した当事者間の交渉と認められる公正なものであり、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合理的な努力が行われる状況を確保できていたものと判断する。

- (b) 三菱UFJ銀行財務開発室の株式価値評価に用いられた評価手法の選定に不合理な点は見受けられない。三菱UFJ銀行財務開発室のDCF分析で採用された事業計画は、当社が単独で策定したものであり、その過程において公開買付者の関係者の関与や、本取引の実現を企図しての意図的な操作等がなされた形跡は確認できず、過度に保守的なものでもない。その他三菱UFJ銀行財務開発室による株式価値算定の内容、その前提とされた財務予測や前提条件等について、不合理な点は認められず、適切と判断する。
- (c) 本公開買付価格(900円)は、三菱UFJ銀行財務開発室のDCF分析による株式価値の範囲内にあり、市場株価分析による上限価格717円に200円弱を上乗せした価格であって、2019年に入ってから当社の株価(700円前後)に30%弱程度のプレミアムを付するもので、同種の他社事例における平均的なプレミアム水準と大きく見劣りのあるものとはいえず、また、本件においては、当社が上場廃止の猶予期間中であること、このまま上場廃止となった場合、当社の一般株主の不利益が大きいことを考慮に入れると、本公開買付価格におけるプレミアムは、一般株主、少数株主にとって不利益とはいえない水準であると判断する。
- (d) 上記「(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)」のとおり本スクイズアウト手続の方法等からすると、当社の一般株主にとり、本公開買付けに応募しなくとも、本公開買付けに応募した場合と等しい経済的価値を保障されると考えられ、本公開買付けに応募するよう不当な圧力が課されることにはならないと認められること、公開買付期間は30営業日とされており、法令に定められた最短期間である20営業日に比較すると相応に長い期間であって、一般株主に十分な判断機会が確保されていると考えられること、公開買付者と当社が、当社において対抗的買収提案者と接触することを禁止する等の取引保護条項を含む合意など、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意をしていないこと、その他少数株主に不利益となる条件が設定されているともいえないこと等を考慮すると、本取引において少数株主に特段の不利益はないものと判断する。

以上のとおり、本公開買付価格を含め、本取引の条件については、妥当性が認められ、取引条件決定の過程についても公正な手続がとられているものと判断する。

- () 本取引に係る手続(交渉過程及び意思決定に至る過程を含む。)の公正性
- (a) 当社は、公開買付者及び当社から独立した三菱UFJ銀行財務開発室及び北浜法律事務所をそれぞれ財務アドバイザー及び法務アドバイザーに選任したうえで、これらのアドバイザーから助言等を受けて本取引の一連の手続の公正性を図るべく慎重な検討をしていること、(b)特別委員会は、特別委員会が取引条件を妥当でないと判断した場合には本公開買付けに賛同しないことを当社取締役会においてあらかじめ決定した上で設置され、買収者との交渉を担当する三菱UFJ銀行財務開発室との間で、交渉についての方針を確認し、交渉状況の報告を受け、本公開買付価格の決定などの重要な局面で、意見を述べたり、指示や要請を行い、その結果、公開買付者から当初の提案よりも公開買付価格を引き上げる提案がなされるなどしていることを考えると、特別委員会が取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与えうる状況が確保されていたと評価でき、当社の公開買付者との交渉過程において、公正性を疑わしめる事情は見当たらないこと、(c)当社は、独立した第三者算定機関である三菱UFJ銀行財務開発室に株式価値の算定を依頼し、提出された株式価値算定書を踏まえて検討をしていること、(d)当社の取締役会における意思決定においても公開買付者との利益相反の疑いを回避し、公正性を担保するための配慮をしていること等を考慮すると、本取引に係る手続には公正性が認められると判断する。
- () 本取引及び本取引に対して賛同意見表明を行うことについての決定が当社の少数株主にとって不利益であるか否か
- 上記()から()を総合考慮すると、本取引は、本公開買付け及びその後予定されている公開買付者による当社の完全子会社化を通じて、取引条件の公正性、妥当性が確保されており、本取引及び本取引に対して賛同意見表明を行うことについての決定が当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。
- () 上記()から()を踏まえ、本公開買付けに対して当社取締役会が賛同意見を表明すること、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

上記()から()を考慮すると、当社取締役会が本公開買付けに対して賛同意見を表明すること、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妥当であると考えます。

当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、リーガル・アドバイザーとして北浜法律事務所を選任し、特別委員会の委員の選定方法、本公開買付け及びその後の一連の対する当社取締役会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に関する法的助言を受けております。なお、北浜法律事務所は、当社及び公開買付者から独立しており、当社及び公開買付者との間に重要な利害関係を有しておりません。

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

当社は、北浜法律事務所から得た法的助言、当社株式価値算定書の内容、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亘る継続的な協議の内容及びその他の関連資料を踏まえ、公開買付者による本公開買付けに関する諸条件の内容について慎重に協議・検討を行った結果、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過程及び理由」に記載のとおり、2019年11月12日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同する旨の意見を表明するとともに、当社株式について本公開買付けに応募することを推奨することを決議しております。

上記の当社取締役会においては、当社の取締役4名のうち、宮部佳也氏については、公開買付者の取締役としての地位を有しているため、利益相反の可能性を排除する観点から、また、保坂和孝氏については、公開買付者の業務に従事していないものの、公開買付者の従業員としての地位を有しているため、利益相反の疑いを回避する観点から、まず、()宮部佳也氏及び保坂和孝氏を除く2名の取締役全員において審議の上、その全員一致で上記の決議を行い、さらに、取締役会の定足数を確保する観点から、()保坂和孝氏を加えた3名の取締役において改めて審議の上、その全員一致で上記の決議を行うという二段階の手続を経ております。

また、上記の当社取締役会に出席した当社の監査役大田幸一氏が上記決議につき異議はない旨の意見を述べております。

なお、当社の監査役である小川莊平氏及び石井周二氏は、公開買付者の役職員の地位にあるため、利益相反の可能性を排除する観点から、上記の取締役会の審議には一切参加しておらず、上記の取締役会の決議に際して意見を述べることを差し控えております。

また、当社の取締役のうち、宮部佳也氏は、利益相反防止の観点から、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。一方、西野幸信氏及び川辺保司氏は、公開買付者の出身者であるものの、過去10年以内に公開買付者又は公開買付者の子会社の役職員であったことはなく、また、保坂和孝氏は、公開買付者の従業員としての地位を有しているものの、当社の管理部門を統括する役員であって、いずれも当社の企業価値向上の観点から本取引の検討・交渉をするにあたって不可欠で代替できない知識及び経験を有していることに鑑み、当社の立場で本取引の協議及び交渉に参加することとしております。ただし、利益相反の可能性を排除する観点から、保坂和孝氏の役割は、社外アドバイザーとの調整・連携等、意思決定の前提となる作業を行うに留めることとしております。

他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、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、比較的長期間である30営業日に設定しているとのことです。公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様は本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保することにより、本公開買付けの公正性を担保することを企図しているとのことです。さらに、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておりません。

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）
西野 幸信	取締役社長	1,270	12
川辺 保司	常務取締役	1,579	15
保坂 和孝	取締役	449	4
宮部 佳也	取締役	-	-
大田 幸一	常勤監査役	932	9
小川 莊平	監査役	-	-
石井 周二	監査役	-	-

（注1） 役職名、所有株式数及び議決権数は本書提出日現在のものです。

（注2） 取締役宮部佳也は、社外取締役であります。

（注3） 監査役小川莊平及び石井周二は社外監査役であります。

（注4） 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社の役員持株会を通じた所有株式数（小数点以下切捨て）及びそれらに係る議決権の数を含めております。

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。