

【表紙】

【提出書類】	臨時報告書
【提出先】	近畿財務局長
【提出日】	2023年10月18日
【会社名】	ロックペイント株式会社
【英訳名】	ROCK PAINT CO.,LTD
【代表者の役職氏名】	代表取締役社長 内海 東吾
【本店の所在の場所】	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
【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東京本社 (東京都江東区南砂2丁目37番2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)

1【提出理由】

当社は、2023年10月18日付の取締役会決議により、当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）の併合（以下「本株式併合」といいます。）を目的とする、2023年11月17日開催予定の臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）を招集することを決定いたしましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第4号の4の規定に基づき、本臨時報告書を提出するものであります。

2【報告内容】

1．本株式併合の目的

2023年8月8日付で公表しました「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（以下「本意見表明プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、辻商事株式会社（なお、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によ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にようとなります。以下「公開買付者」といいます。）は、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式並びに内海東吾氏（所有株式数：293,400株、所有割合（注1）：1.53%）、辻不動産株式会社（以下「辻不動産」といいます。）（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。）（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。）（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。）（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。）の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、2023年8月9日から2023年9月21日までを買付け等の期間として、当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）を実施いたしました。

そして、2023年9月22日付で公表しました「辻商事株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果並びに親会社、その他の関係会社及び主要株主の異動に関するお知らせ」（以下「本公開買付け結果プレスリリース」といいます。）においてお知らせいたしましたとおり、本公開買付けが成立した結果、2023年9月28日（本公開買付けの決済の開始日）をもって、公開買付者は、当社株式7,477,999株（所有割合：38.91%）を所有するに至りました。（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）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。

本意見表明プレスリリースにおいてお知らせいたしましたとおり、当社は、2023年3月23日に、内海東吾氏及び辻不動産から意向表明書（以下「本意向表明書」といいます。）の提出を受けたため、下記「3．会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「（3）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載のとおり、本公開買付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・友常法律事務所外資共同事業（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と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。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て以降、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「3．会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「（3）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「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（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社を総称して「以下同じです。」）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「3.会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「（3）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「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か、本公開買付価格を含む本取引の諸条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、当社は、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、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（注2）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。

（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。

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、当社が2023年5月26日付で公表した「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。）の公表時点では、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、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、温室効果ガス（以下「GHG」といいます。）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、SBT（注3）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。

（注3）「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。

（ ）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、効率的かつ、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、食品包材等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GDP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の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、既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、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(2) 端数処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項」に記載の理由から、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。

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、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。

当該取締役会における決議の方法については、下記「3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠」の「(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「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」をご参照ください。

その後、上記のとおり、本公開買付けが成立いたしました。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を除きます。)を取得できなかったことから、当社は、本意見表明プレスリリースにおいてお知らせしていたとおり、公開買付者からの要請を受け、2023年10月18日開催の取締役会において、本臨時株主総会において株主の皆様のご承認をいただくことを条件として、当社株式を非公開化するために、本株式併合を本臨時株主総会に付議することを決議いたしました。

本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が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。

また、本取引の経緯の詳細につきましては、本意見表明プレスリリース及び公開買付け結果プレスリリースも併せてご参照ください。

なお、2023年9月14日付の「臨時株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」にて公表しましたとおり、当社は、本臨時株主総会において議決権を行使することができる株主を確定するため、2023年9月30日(土曜日)を基準日と定め、同日の最終の株主名簿に記載又は記録された株主をもって、その議決権を行使することができる株主とするべく、2023年9月14日に電子公告を行っております。

2. 本株式併合の割合

当社株式291,146株を1株に併合いたします。

3. 会社法第234条の規定により1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法、当該処理により株主に交付されることが見込まれる金銭の額及び当該額の算定根拠

(1) 1株に満たない端数の処理をすることが見込まれる場合における当該処理の方法に関する事項

・会社法第235条第1項又は同条第2項において準用する同法第234条第2項のいずれの規定による処理を予定しているかの別及びその理由

上記「1. 本株式併合の目的」に記載のとおり、本株式併合により、公開買付者及び本不応募合意株主以外の株主の皆様が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。本株式併合の結果生じる1株未満の端数については、その合計数(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235条第1項の規定により、その合計数に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。に相当する数の株式を、会社法第235条その他の関係法令の規定に従って売却し、その売却により得られた代金を株主の皆様に対して、その端数に応じて交付いたします。当該売却について、当社は、会社法第235条第2項の準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所の許可を得て、当該端数の合計数に相当する当社株式を公開買付者に売却することを予定しています。

この場合の売却額は、上記裁判所の許可が予定どおり得られた場合には、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,415円を乗じた金額に相当する金銭が交付されるような価格に設定することを予定しております。ただし、裁判所の許可が得られない場合や計算上の端数調整が必要な場合においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあります。

・売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者の氏名又は名称
辻商事株式会社

・売却に係る株式を買い取る者となることが見込まれる者が売却に係る代金の支払のための資金を確保する方法及び当該方法の相当性

公開買付者は、本株式併合により生じる端数の合計数に相当する当社株式の取得に係る資金を、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。）により賄うことを予定していたところ、当社は、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類として提出された、三菱UFJ銀行からの2023年8月8日付融資証明書を確認し、その後、公開買付者及び三菱UFJ銀行の間で本ローンに係る金銭消費貸借契約が締結されたことを確認することによって、公開買付者の資金確保の方法を確認しております。また、公開買付者によれば、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払についても、これらの資金から賄うことを予定しており、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払に支障を及ぼす可能性のある事象は発生しておらず、また今後発生する可能性も認識していないとのことです。

したがって、当社は、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却代金の支払のための資金を確保する方法については相当であると判断しております。

・売却する時期及び売却により得られた代金を株主に交付する時期の見込み

当社は、本株式併合の効力発生後、2023年12月下旬を目途に会社法第235条第2項が準用する同法第234条第2項の規定に基づき、裁判所に対して、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式を売却することについて許可を求める申立てを行うことを予定しております。当該許可を得られる時期は裁判所の状況等によって変動し得ますが、当社は、当該裁判所の許可を得て、2024年1月中旬を目途に当社株式を売却し、その後、当該売却によって得られた代金を株主の皆様へ交付するために必要な準備を行った上で、2024年2月下旬を目途に、当該売却代金を株主の皆様へ交付することを見込んでおります。

当社は、本株式併合の効力発生日から売却に係る一連の手續に要すると考えられる期間を考慮し、上記のとおり、それぞれの時期に、本株式併合の結果生じる1株未満の端数の合計数に相当する当社株式の売却が行われ、また、当該売却代金の株主の皆様への交付が行われるものと判断しております。

なお、当該売却代金は、本株式併合の効力発生日の前日である2023年12月14日時点の当社の最終の株主名簿における各株主の皆様に対し、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付する予定です。

（２）端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性に関する事項

端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額につきましては、上記「１．本株式併合の目的」に記載のとおり、株主の皆様が所有する当社株式の数に本公開買付価格と同額である1,415円を乗じた金額となる予定です。

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「（３）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」に記載の本公開買付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、それを参照しております。

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「（３）本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「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りません。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。

以上に加えて、当社は、2023年8月8日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をした後、本臨時株主総会の招集を決議した2023年10月18日付の当社取締役会の決議時点に至るまでに、本公開買付価格の算定の基礎となる諸条件に重大な変更が生じていないことを確認しております。

以上より、当社は、端数処理により株主の皆様へ交付することが見込まれる金銭の額については、相当であると判断しております。

(3) 本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

本株式併合は、本公開買付け後のいわゆる二段階買収の二段階目の手続として行われるものであり、本意見表明プレスリリースの「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(6) 本公開買付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」に記載のとおり、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、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施いたしました。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「1. 本株式併合の目的」に記載のとおり、当社は、2023年4月25日付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へ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類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、上記「1. 本株式併合の目的」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)当社と買付者との間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行う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。))とした上で、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、交渉及び判断に關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、承認をしております。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關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、下記「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、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

拠した理由、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「1. 本株式併合の目的」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、意見を述べる等した上で行う等、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、(i)環境対応先進企業への転身による企業価値の向上、(ii)製造効率・販売効率の見直しによる収益力改善、(iii)成長する海外市場への展開及び(iv)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。
- ・ (i)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、(ii)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、(iii)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、(iv)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られており、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(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によつて表記していますが、同氏の氏名における正式な表記は一点しんによつて表記されます。)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ことと当社の判断内容は、合理的なものと見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、上場会社としての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、(i)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(ii)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観点からしても、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)
- ・ (i)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、(ii)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思われるところ、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、(iii)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はない。(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考ええる。
 - ・ 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はないと思料する。
- (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考ええる。
 - ・ 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

- () 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、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EBITDA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EBITDAマルチプル及びEBITDAマルチプルを採用し、EBITDA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、大幅な変動は見込んでおりませんが、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、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、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。

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「1.本株式併合の目的」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「1.株式併合を行う理由」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、2023年8月8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、ブ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、及び本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議・検討をいたしました。

その結果、当社は、上記「1. 本株式併合の目的」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機会という観点から、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、本公開買付け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け価格の決定プロセス等に照らし、本公開買付け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、(i)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、(ii)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家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は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け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。

4. 本株式併合がその効力を生ずる日 2023年12月15日（予定）

以上