



平成 29 年 4 月 20 日

各 位

会 社 名 三 浦 印 刷 株 式 会 社
代 表 者 名 代 表 取 締 役 社 長 原 知 己
(コード番号 7920 東証第二部)
問 合 せ 先 取 締 役 管 理 部 担 当 森 澤 威
(TEL: 03-3632-1111)

大王製紙株式会社による当社株式に係る株式売渡請求を行うことの決定、 当該株式売渡請求に係る承認及び当社株式の上場廃止に関するお知らせ

平成 29 年 4 月 12 日付「大王製紙株式会社による当社株券等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である筆頭株主の異動等に関するお知らせ」（以下、「平成 29 年 4 月 12 日付プレスリリース」といいます。）にてお知らせいたしましたとおり、大王製紙株式会社（以下、「大王製紙」といいます。）は、平成 29 年 2 月 28 日から平成 29 年 4 月 11 日までを買付け等の期間とする当社の普通株式（以下、「当社株式」といいます。）（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）及び平成 27 年 9 月 30 日開催の当社取締役会の決議に基づき発行された新株予約権（以下、「本新株予約権」といいます。）に対する公開買付け（以下、「本公開買付け」といいます。）を行い、その結果、同社は、本公開買付けの決済の開始日である平成 29 年 4 月 18 日をもって、当社株式 30,850,486 株（当社の総株主の議決権に対する大王製紙の有する当社株式の議決権の割合（以下、「議決権所有割合」といいます（注）。）にして 96.39%（小数点以下第三位を四捨五入））及び本新株予約権 298 個を所有するに至り、当社の会社法（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。）に定める特別支配株主（以下、「特別支配株主」といいます。）となっております。

平成 29 年 4 月 12 日付プレスリリースの「Ⅱ. 親会社、その他の関係会社及び主要株主である筆頭株主の異動について」の「6. 今後の見通し（公開買付者による株式等売渡請求の実施の決定）」に記載のとおり、大王製紙は、当社の株主の全員（但し、当社及び大王製紙を除きます。）（以下、「本売渡株主」といいます。）に対し、その有する当社の株式（以下、「本売渡株式」といいます。）の全部を大王製紙に売り渡すことを請求（以下、「本株式売渡請求」といいます。）することを条件付で決定しておりましたが、当社は、本日付で大王製紙より本株式売渡請求に係る通知を受領いたしました。なお、本日までに本新株予約権が全て失効したことから、大王製紙は、本新株予約権の全部を大王製紙に売り渡すことの請求は行わないとのこととす。

これを受け、当社は、本日開催の当社取締役会において本株式売渡請求を承認する旨の決議を行いましたので、以下のとおりお知らせいたします。

また、本株式売渡請求の承認により、当社株式は株式会社東京証券取引所（以下、「東京証券取引所」といいます。）の上場廃止基準に該当することになり、本日から平成 29 年 5 月 28 日まで整理銘柄に指定された後、同月 29 日をもって上場廃止となる予定です。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はできなくなりますので、併せてお知らせいたします。

(注) 議決権所有割合は、当社が平成 29 年 2 月 10 日に提出した第 72 期第 3 四半期報告書（以下、「当社第 72 期第 3 四半期報告書」といいます。）に記載された平成 28 年 12 月 31 日現在の発行済株式総数（32,048,848 株）から、当社が平成 29 年 2 月 3 日に公表した「平成 29 年 3 月期第 3 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）」（以下、「当社決算短信」といいます。）に記載された平成 28 年 12 月 31 日現在の当社が所有する自己株式数（41,557 株）を控除した株式数（32,007,291 株）に係る議決権数（32,007 個）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入）をいいます。以下、同じです。

1. 本株式売渡請求の概要

(1) 特別支配株主の概要

①	名 称	大王製紙株式会社	
②	所 在 地	愛媛県四国中央市三島紙屋町 2 番 60 号	
③	代表者の役職・氏名	代表取締役社長 佐光正義	
④	事 業 内 容	紙・板紙・パルプ及びその副産物等の製造加工並びに販売	
⑤	資 本 金	39,707 百万円（平成 28 年 12 月 31 日現在）	
⑥	設 立 年 月 日	昭和 18 年 5 月 5 日	
⑦	大株主及び持株比率 （平成 28 年 9 月 30 日現在）	北越紀州製紙株式会社	21.23%
		株式会社伊予銀行（常任代理人 資産管理サー ビス信託銀行株式会社）	4.74%
		株式会社愛媛銀行	4.63%
		大王海運株式会社	3.64%
		愛媛製紙株式会社	3.57%
		井川高雄	3.35%
		カミ商事株式会社	3.15%
		農林中央金庫	2.75%
		特種東海製紙株式会社	2.59%
		日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 （信託口）	2.37%

⑧ 上場会社と特別支配株主との関係	
資 本 関 係	本日現在、大王製紙は、当社株式 30,850,486 株（議決権所有割合 96.39%）を所有しております。
人 的 関 係	本日現在、大王製紙の従業員 2 名及び大王製紙の子会社であるダイオープリンティング株式会社の従業員 1 名が当社に出向しております。
取 引 関 係	大王製紙の子会社である大王紙パルプ販売株式会社及び東京紙パルプ交易株式会社は当社に対し原紙の販売を行っております。
関 連 当 事 者 へ の 該 当 状 況	大王製紙は、当社の親会社であり、当社の関連当事者に該当いたします。

(2) 本株式売渡請求の日程

売渡請求日	平成 29 年 4 月 20 日（木曜日）
当社の取締役会決議日	平成 29 年 4 月 20 日（木曜日）
売買最終日	平成 29 年 5 月 26 日（金曜日）
上場廃止日	平成 29 年 5 月 29 日（月曜日）
取得日	平成 29 年 6 月 1 日（木曜日）

(3) 売渡対価

普通株式 1 株につき、260 円

2. 本株式売渡請求の内容

大王製紙は、当社の特別支配株主として、本売渡株主に対し、本売渡株式の全部を大王製紙に売り渡すことを請求することを決定したとのことであり、当社は、大王製紙より、本日付で本株式売渡請求をする旨の通知を受けました。当該通知の内容は以下のとおりです。

- (1) 特別支配株主完全子法人に対して株式売渡請求をしないこととするときは、その旨及び当該特別支配株主完全子法人の名称（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 1 号）該当事項はありません。
- (2) 本株式売渡請求により本売渡株主に対して本売渡株式の対価として交付する金銭の額及びその割当てに関する事項（会社法第 179 条の 2 第 1 項第 2 号、第 3 号）
大王製紙は、本売渡株主に対し、本売渡株式の対価（以下、「本売渡対価」といいます。）として、その有する本売渡株式 1 株につき 260 円の割合をもって金銭を割当交付いたします。

- (3) 新株予約権売渡請求に関する事項（会社法第179条の2第1項第4号）
該当事項はありません。
- (4) 特別支配株主が本売渡株式を取得する日（以下、「取得日」といいます。）（会社法第179条の2第1項第5号）
平成29年6月1日
- (5) 本売渡対価の支払のための資金を確保する方法（会社法第179条の2第1項第6号、会社法施行規則第33条の5第1項第1号）
大王製紙は、大王製紙の当座預金を原資として、本売渡対価を支払うことを予定しております。
- (6) 本株式売渡請求に係る取引条件（会社法第179条の2第1項第6号、会社法施行規則第33条の5第1項第2号）
本売渡対価は、取得日後合理的な期間内に、取得日の前日における最終の当社の株主名簿に記載又は記録された本売渡株主の住所又は本売渡株主が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとします。但し、当該方法による交付ができなかった場合には、本売渡対価の交付について当社の本社所在地にて当社の指定した方法により（本売渡対価の交付について大王製紙が指定したその他の場所及び方法があるときは、当該場所及び方法により）、本売渡株主に対する本売渡対価を支払うものとします。

3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠及び理由等

(1) 承認に関する判断の根拠及び理由

本株式売渡請求は、東京証券取引所市場第二部に上場している当社株式の全部（但し、当社が所有する自己株式を除きます。）及び本新株予約権の全部を取得し、最終的に当社を大王製紙の完全子会社とすることを目的とした取引（以下、「本取引」といいます。）の一環として行われるものであり、本売渡対価は、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、「本公開買付け価格」といいます。）と同一の価格に設定されています。なお、本新株予約権については、本日までに全て消滅しております。

当社は、平成29年2月27日付「大王製紙株式会社による当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（以下、「本意見表明プレスリリース」といいます。）の「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③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、当社がこれからの経営環境下で生き残るためには、更なる当

社の事業基盤の強化及び収益力の向上が必要であると考え、本公開買付けを通じて、大王製紙グループの傘下に入ることが、大王製紙グループのブランド・拠点・組織等を活用した顧客開拓などの面で当社の事業基盤の拡充を通じた収益力の強化に資するものであり、当社の企業価値向上のための最善の選択肢であるとの判断に至りました。また、この点に加えて、(i)本公開買付価格については、本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4) 算定に関する事項」の「①算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」及び「②算定の概要」に記載されている三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。）による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価分析及び類似企業比較分析に基づく算定結果のレンジを上回るものであり、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析（以下、「DCF分析」といいます。）に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、(ii)本公開買付価格 260 円は、本公開買付けの公表日の前営業日である平成 29 年 2 月 24 日の当社株式の東京証券取引所市場第二部における終値 194 円に対して 34.02%（小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同様に計算しております。）、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 1 ヶ月の終値単純平均値 189 円に対して 37.57%、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 3 ヶ月の終値単純平均値 179 円に対して 45.25%、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 6 ヶ月の終値単純平均値 166 円に対して 56.63%のプレミアムを加えた金額であり、完全子会社化を目的とした発行者以外の者による過去の公開買付けの事例におけるプレミアムの水準と比較して合理的範囲内であると考えられること、(iii)本公開買付けにおける本新株予約権 1 個当たりの買付け等の価格（以下、「本新株予約権買付価格」といいます。）137,000 円は、本公開買付価格と本新株予約権における当社株式 1 株当たりの行使価格との差額に本新株予約権 1 個当たりの目的となる株式数を乗じた金額としており、実質的に本公開買付価格と同等であること、(iv)本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(7) 本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られており、当社の少数株主（大王製紙との間で、その所有する当社株式の全てを本公開買付けに応募する旨の合意を内容とする公開買付応募契約（以下、「応募契約」といいます。）を締結したAG投資事業有限責任組合（以下、「AG」といいます。）、三浦総業株式会社、三浦久司氏及び三浦剛治氏（以下、総称して「応募予定株主」といいます。）を除く当社の株主をいいます。）及び新株予約権者（以下、「少数株主等」といいます。）の利益への配慮がなされていると認められることを踏まえ、当社は、本取引は、当社の株主の皆様及び新株予約権者の皆様にとって妥当であり、少数株主等の利益保護に十分留意されており、本公開買付けは、当社の株主の皆様及び新株予約権者の皆様に対して合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断したことから、平成 29 年 2 月 27 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、当社株式及び本新株予約権について、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議いたしました。

その後、当社は、平成 29 年 4 月 12 日、大王製紙より、本公開買付けの結果、当社株式 30,850,486 株及び本新株予約権 298 個を所有することとなった旨の報告を受けました。この結果、平成 29 年 4 月 18 日付で、大王製紙は、議決権所有割合にして 96.39%の当社株式を所有することになり、大王製紙は、当社の特別支配株主に該当することになりました。

このような経緯を経て、当社は、大王製紙より、本日付で、本意見表明プレスリリースの「3. 当該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、本取引の一環として、会社法第 179 条第 1 項に基づき、本株式売渡請求をする旨の通知を受けました。

そして、当社は、かかる通知を受け、本株式売渡請求を承認するか否かについて、慎重に協議、検討いたしました。

その結果、本日開催の取締役会において、(i)本株式売渡請求は本取引の一環として行われるものであり、本取引を実行し、大王製紙グループの傘下に入ることが、当社の企業価値向上のための最善の選択肢であると考えられること、(ii)本売渡対価は、本公開買付価格と同一の価格であり、下記「(4) 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」に記載のとおり本取引の公正性を担保するための措置が講じられていること等に鑑みれば、本売渡株主の皆様にとって合理的な価格であり、本売渡株主の利益を害することのないよう十分留意されていると考えられること、(iii)大王製紙の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同社の平成 29 年 2 月 24 日現在の預金残高証明書を確認した結果、同社が本売渡対価の支払いのための資金に相当する額の銀行預金を有していること、加えて、大王製紙の平成 28 年 12 月 31 日時点の連結貸借対照表によれば、大王製紙の資産の額は 644,007 百万円、負債の額は 464,075 百万円であり、資産の額が負債の額を上回っており、また、大王製紙によれば、本売渡対価の支払い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は現在認識されていないことから、大王製紙による本売渡対価の交付の見込みがあると考えられること、(iv)本売渡対価は、取得日後合理的な期間内に、取得日の前日における最終の当社の株主名簿に記載又は記録された本売渡株主の住所又は本売渡株主が当社に通知した場所において、当社による配当財産の交付の方法に準じて交付されるものとされ、当該方法による交付ができなかった場合には、本売渡対価の交付について当社の本社所在地にて当社の指定した方法により（本売渡対価の交付について大王製紙が指定したその他の場所及び方法があるときは、当該場所及び方法により）、本売渡株主に対する本売渡対価を支払うものとされているところ、本売渡対価の交付までの期間及び支払方法について不合理な点は認められないことから、本株式売渡請求に係る取引条件は相当であると考えられること等を踏まえ、本株式売渡請求は、本売渡株主の利益に配慮したものであり、本株式売

渡請求の条件等は適正であると判断し、大王製紙からの通知のとおり、本株式売渡請求を承認する旨の決議をいたしました。

なお、当社の取締役のうち、三浦剛治氏は大王製紙との間で応募契約を締結していること、原知己氏は大王製紙との間で応募契約を締結しているAGの無限責任組合員であるアスパラントグループ株式会社（以下、「アスパラント」といいます。）の従業員としての地位を有し、かつ当社の代表取締役社長としての地位を有していることに鑑み、本株式売渡請求に関する当社取締役会の意思決定において利益相反を回避する観点から、当該取締役会における本株式売渡請求の承認に関する審議及び決議には一切参加しておらず、当社の立場において大王製紙との協議及び交渉には参加しておりません。当該取締役会においては、上記の三浦剛治氏及び原知己氏を除く取締役3名により審議の上、その全員一致で、本株式売渡請求を承認する旨の決議を行いました。

(2) 算定に関する事項

本株式売渡請求は、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、本売渡対価は本公開買付け価格と同一価格であることから、当社は、本株式売渡請求に係る承認を行うことを決定する際に改めて算定書を取得しておりません。

(3) 上場廃止となる見込み

当社株式は、本日現在、東京証券取引所市場第二部に上場しておりますが、本株式売渡請求の承認により、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に該当することになり、本日から平成29年5月28日まで整理銘柄に指定された後、同月29日をもって上場廃止となる予定です。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はできなくなります。

(4) 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

本株式売渡請求は、本取引の一環として、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るところ、本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(7)本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、当社及び大王製紙は、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、以下の措置を実施いたしました。

なお、以下の記載のうち、大王製紙において実施した措置については、大王製紙から受けた説明に基づくものです。

① 大王製紙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

(i) 普通株式

大王製紙は、本公開買付価格の公正性を担保することを目的として、本公開買付価格を決定するにあたり、大王製紙及び当社から独立した第三者算定機関である株式会社ブルータス・コンサルティング（以下、「ブルータス・コンサルティング」といいます。）に対し、当社株式の価値の算定を依頼し、平成 29 年 2 月 24 日付で株式価値算定書を取得し、その参考としているとのことです。

ブルータス・コンサルティングは、当社株式の価値を算定するにあたり、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社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法を、また、当社と比較的類似する事業を営む類似上場会社が複数存在し、類似会社比較法による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、更に当社の将来の事業活動の状況を算定に反映させる目的から、将来収益に基づき、将来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くことにより株式価値を算定するディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下、「DCF法」といいます。）を用いて当社株式の価値算定を行ったとのことです。なお、大王製紙は、ブルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得していないとのことです。

ブルータス・コンサルティングから取得した株式価値算定書によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式の価値の範囲は、以下のとおりとのことです。

市場株価法	: 166 円～194 円
類似会社比較法	: 148 円～278 円
DCF法	: 197 円～294 円

市場株価法では、平成 29 年 2 月 24 日を算定基準日（以下、「本基準日」といいます。）として、当社株式の東京証券取引所市場第二部における終値 194 円、直近 1 ヶ月間の終値単純平均値 189 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様です。）、直近 3 ヶ月間の終値単純平均値 179 円及び直近 6 ヶ月間の終値単純平均値 166 円を基に、当社株式の 1 株当たりの株式価値の範囲を 166 円から 194 円までと分析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手掛ける上場会社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 148 円から 278 円までと分析しているとのことです。

DCF法では、平成 29 年 3 月期から平成 31 年 3 月期までの当社の事業計画（なお、当該事業計画には本取引の実行により当社が大王製紙に完全子会社化されることについては含まれていないとのことです。）、直近までの業績の動向、現在及び将来の事業環境並びに

一般に公開された情報等の諸要素を大王製紙において勘案した当社の将来の収益予想を前提として、平成 29 年 3 月期第 3 四半期以降に当社が将来創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の 1 株当たり株式価値の範囲を 197 円から 294 円までと分析しているとのことです。

大王製紙は、プルータス・コンサルティングから取得した株式価値算定書の算定結果に加え、大王製紙において実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社株式の東京証券取引所市場第二部における過去 6 ヶ月間及び直近の市場価格の推移、完全子会社化を目的とした過去の発行者以外の者による株券等の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及び本公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、かつ、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に平成 29 年 2 月 27 日開催の取締役会において、本公開買付価格を 1 株当たり 260 円とすることを決議したとのことです。

本公開買付価格である 1 株当たり 260 円は、本基準日（平成 29 年 2 月 24 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 194 円に対して 34.02%、本基準日までの過去 1 ヶ月間の終値平均値 189 円に対して 37.57%、本基準日までの過去 3 ヶ月間の終値平均値 179 円に対して 45.25%、本基準日までの過去 6 ヶ月間の終値平均値 166 円に対して 56.63% のプレミアムをそれぞれ加えた金額となるとのことです。

（注） プルータス・コンサルティングは、当社の株式価値算定に際して、大王製紙及び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、採用したそれらの資料及び情報等が全て正確かつ完全であること、当社の株式価値算定に重大な影響を与える可能性がある事実でプルータス・コンサルティングに対して未開示の事実はないこと等を前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っていないとのことです。また、当社及びその子会社の資産及び負債（偶発債務を含みます。）について、独自の評価又は鑑定を行っていないことを前提としているとのことです。また、かかる算定において参照した当社の財務見通しについては、大王製紙及び当社により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に準備・作成されたことを前提としているとのことです。

（ii）本新株予約権

本新株予約権は、平成 29 年 2 月 27 日現在において、本新株予約権の目的となる株式 1 株当たりの行使価額が本公開買付価格である 260 円を下回っています。そこで、本新株予約権買付価格は、本公開買付価格である 260 円と本新株予約権の目的となる株式 1 株当たりの行使価額（123 円）との差額である 137 円に、本新株予約権 1 個の目的となる株式の数である 1,000 を乗じた、137,000 円とすることに決定したとのことです。なお、大王製紙は、

本公開買付けにおける本新株予約権買付価格の決定に際し、第三者算定機関からの本新株予約権買付価格に関する算定書等を取得していないとのことです。

② 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社及び大王製紙と何らの利害関係を有しない、独立した第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券を算定機関に選定しました。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社及び大王製紙の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、複数の株式価値評価算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたって採用すべき算定手法を検討した上で、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、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、将来の事業活動の状況に基づく本源的価値評価を反映するためDCF分析をそれぞれ用いて当社株式の株式価値の分析を行い、当社は三菱UFJモルガン・スタンレー証券から平成29年2月24日付で当社株式の株式価値評価に関する株式価値算定書（以下、「当社株式価値算定書」といいます。）を取得しております。なお、当社は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から本公開買付価格の公正性に関する意見（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

上記各手法において分析された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価分析	: 166円から189円
類似企業比較分析	: 168円から227円
DCF分析	: 205円から273円

市場株価分析では、平成29年2月24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直近1ヶ月間の終値単純平均値189円、直近3ヶ月間の終値単純平均値179円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値166円を基に、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を166円から189円までと分析しております。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を営む上場会社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株式の株式価値を評価し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を168円から227円までと分析しております。

DCF分析では、当社の平成29年3月期から平成31年3月期までの事業計画（なお、当該事業計画には本取引の実行により当社が大王製紙に完全子会社化されることについては含まれておりません。）、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前

提とした平成29年3月期以降に当社が将来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戻して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205円から273円と分析しております。なお、DCF分析の前提とした当社とその関係会社の将来の財務予測においては、平成28年8月26日公表の「業績予想の修正および中間配当予想の修正（増配）に関するお知らせ」に記載のとおり、平成29年3月期の利益見通しは、更なる内製化による生産性の向上等により、平成28年3月期の実績と比較して大幅な増益を見込んでおりますが、それ以降の期においては大幅な増減益を見込んでおりません。

(注) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式の株式価値の分析に際し、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、すべ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。加えて、当社とその関係会社の財務予測に関する情報については、当社の経営陣により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。また、当社とその関係会社の資産及び負債（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・査定は行っておらず、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。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析は、平成29年2月24日までの上記情報を反映したものです。

また、本新株予約権については、本新株予約権買付価格を、本公開買付価格と本新株予約権における当社株式1株当たりの行使価格との差額に本新株予約権1個当たりの目的となる株式数を乗じた金額としており、実質的に本公開買付価格と同等であることから、当社は本公開買付けにおける本新株予約権の買付け等への応募を推奨する旨の意見を表明するにあたり、第三者算定機関からの本新株予約権買付価格に関する評価書は取得していません。

③ 当社における外部の法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けに関する当社取締役会の意思決定の過程等における透明性及び公正性を確保するため、外部の法務アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を選任し、同法律事務所から、本公開買付けに関する当社取締役会の意思決定の過程、方法その他の留意点について、法的助言を受けております。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社は、大王製紙からの本公開買付けに関する説明のほか、上記「②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「③当社における外部の法律事務所

所からの助言」に記載のとおり、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から当社株式価値算定書を取得し、また、長島・大野・常松法律事務所からの法的助言を得ながら、大王製紙からの提案を慎重に検討し、大王製紙との協議を重ねるとともに、本公開買付けに関する諸条件について、慎重に協議・検討いたしました。

その結果、当社は、本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「③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、当社がこれからの経営環境下で生き残るためには、更なる当社の事業基盤の強化及び収益力の向上が必要であると考え、本公開買付けを通じて、大王製紙グループの傘下に入ることが、大王製紙グループのブランド・拠点・組織等を活用した顧客開拓などの面で当社の事業基盤の拡充を通じた収益力の強化に資するものであり、当社の企業価値向上のための最善の選択肢であるとの判断に至りました。また、この点に加えて、(i)本公開買付価格については、本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(4) 算定に関する事項」の「①算定機関の名称並びに当社及び公開買付者との関係」及び「②算定の概要」に記載されている三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価分析及び類似企業比較分析に基づく算定結果のレンジを上回るものであり、DCF分析に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、(ii)本公開買付価格 260 円は、本公開買付けの公表日の前営業日である平成 29 年 2 月 24 日の当社株式の東京証券取引所市場第二部における終値 194 円に対して 34.02% (小数点以下第三位を四捨五入。以下、プレミアムの計算において同様に計算しております。)、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 1 ヶ月の終値単純平均値 189 円に対して 37.57%、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 3 ヶ月の終値単純平均値 179 円に対して 45.25%、平成 29 年 2 月 24 日までの直近 6 ヶ月の終値単純平均値 166 円に対して 56.63%のプレミアムを加えた金額であり、完全子会社化を目的とした発行者以外の者による過去の公開買付けの事例におけるプレミアムの水準と比較して合理的範囲内であると考えられること、(iii)本新株予約権買付価格 137,000 円は、本公開買付価格と本新株予約権における当社株式 1 株当たりの行使価格との差額に本新株予約権 1 個当たりの目的となる株式数を乗じた金額としており、実質的に本公開買付価格と同等であること、(iv)本意見表明プレスリリースの「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(7) 本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の利益相反を解消するための措置が採られており、当社の少数株主等の利益への配慮がなされていると認められることを踏まえ、当社は、本取引は、当社の株主の皆様及び新株予約権者の皆様にとって妥当であり、少数株主等の利益保護に十分留意されており、本公開買付けは、当社の株主の皆様及び新株予約権者の皆様に対して合理的な株式売却の機会を提供するものであると判断したことから、平成 29 年 2 月 27 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、当社株式及び本新株予約権について、本公開買付けに応募することを推奨する旨を決議しております。

なお、当社の取締役のうち三浦剛治氏は大王製紙との間で応募契約を締結していること、中村彰利氏は大王製紙との間で応募契約を締結しているAGの無限責任組合員であるアスパラントの代表取締役社長としての地位を有していること、原知己氏はアスパラントの従業員としての地位を有し、かつ当社の代表取締役社長としての地位を有していること、及び申祐一氏はアスパラントの従業員としての地位を有していることに鑑み、利益相反のおそれを回避する観点から、当社においては、まず、(i)上記の三浦剛治氏、中村彰利氏、原知己氏、及び申祐一氏を除く取締役3名により審議の上、その全員一致で決議を行った後、(ii)会社法第369条に定める取締役会の定足数を考慮し、申祐一氏を加えた取締役4名にて改めて審議し、その全員一致で上記意見を表明する旨の決議を行うという二段階の手続を経ております（なお、中村彰利氏及び申祐一氏の2名は、平成29年4月18日付で取締役を辞任しております。）。

また、当該取締役会には当社の監査役3名（常勤監査役1名、社外監査役2名）全員が出席し、いずれも、当社取締役会が本公開買付けに関して上記意見を表明することに異議がない旨の意見を述べております。

⑤ 他の買付者からの買付機会を確保するための措置

当社は、大王製紙との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触することを制限するような内容の合意を行っておりません。

また、大王製紙は、公開買付期間を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、当社の株主の皆様及び新株予約権者の皆様に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保することにより、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。

⑥ マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株式数を超える買付予定数の下限の設定

本公開買付けにおいては、買付予定数の下限を21,542,000株（所有割合：66.67%）（以下、「本下限」といいます。）としており、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。）の合計が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。本下限は、当社第72期第3四半期報告書に記載された平成28年12月31日現在の発行済株式総数（32,048,848株）に、当社が平成28年6月29日に提出した第71期有価証券報告書に記載された平成28年5月31日現在の本新株予約権（315個）から行使された又は失効した新株予約権（平成28年6月1日から平成29年2月27日までに行使された又は失効した新株予約権は10個です。）を差し引いた個数（305個）の目的となる株式数（305,000株）を加算した株式数（32,353,848株）から、当社決算短信に記載された平成28年12月31日現在の当社が所有する自己株式数（41,557株）を控除した株式数（32,312,291株）に係る議決権数（32,312個）に3分の2を乗じた数（21,542

個。なお、小数点以下を切り上げております。)に1,000株を乗じた数としているとのことです。

加えて、本下限は、当社第72期第3四半期報告書に記載された平成28年12月31日現在の発行済株式総数(32,048,848株)から、当社決算短信に記載された平成28年12月31日現在の当社が所有する自己株式数(41,557株)を控除した株式数(32,007,291株)から、応募予定株主が所有する当社株式の数(10,678,783株)を控除した株式数(21,328,508株)の過半数(10,664,255株。これは、大王製紙の非利害関係者が保有する当社株式の数の過半数、すなわち、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する当社株式の数に当たります。)を基礎として、これに応募予定株式の数を加えた株式数(21,343,038株)を超える株式数としているとのことです。

このように、大王製紙は、当社の株主、及び本新株予約権に係る新株予約権者の皆様の意思を尊重しているとのことです。

⑦ 当社による本完全子会社化手続が少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手

本公開買付け後に予定されている、大王製紙が当社株式の全て(但し、当社が所有する自己株式を除きます。)及び本新株予約権の全てを取得するための手続は、当該手続の時点においては大王製紙が支配株主に該当することから、東京証券取引所の企業行動規範に定める「支配株主との重要な取引等」に該当いたします。本公開買付けに関する意見表明は、いわゆる「支配株主との重要な取引等」に該当しませんが、本公開買付け及び本完全子会社化手続が一連の取引であることから、当社は、本公開買付けに関する意見表明の段階で、大王製紙との間に利害関係を有しない当社の社外監査役であり、東京証券取引所に独立役員として届け出ている岩崎和泉氏及び三木康史氏に対し、本取引が当社の少数株主等にとって不利益なものでないか否かについて検討を依頼いたしました。

これを受け、両社外監査役は、当社より、本取引の意義、本取引における交渉過程等の説明を受けるとともに、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が作成した当社株式価値算定書その他本取引に関連する資料の提供を受けた上で、当社との間でこれらの点に関する質疑応答を行いました。

その上で、両社外監査役は、(a)本取引の目的の正当性、(b)本取引に係る交渉過程等の意思決定手続の公正性、(c)本取引により当社の少数株主等に交付される対価の公正性について検討した上で、本取引が少数株主等にとって不利益なものでないか否かについて慎重に検討いたしました。かかる検討の結果、両社外監査役は、(i)本取引により、当社グループ(当社並びにその子会社1社及び関連会社1社をいいます。)及び大王製紙グループの間でシナジー効果が生じることが期待され、本取引は、そのようなシナジー効果による当社及び大王製紙双方の企業価値の向上を目的とするものであること、(ii)当社及び大王製紙から独立したフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの助言等を受け

ながら、本取引に特別の利害関係を有する可能性のある者以外の者により、大王製紙との実質的な協議・交渉が複数回にわたって行われていること、当社の取締役会における本取引の検討及び決議は相当な利益相反の防止措置を採った上で行われることが予定されていること、(iii)本公開買付けにおいて少数株主等に交付される対価の額は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が作成した当社株式価値算定書における、市場株価分析及び類似企業比較分析に基づく算定結果のレンジを上回るものであり、DCF分析に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、本公開買付けに応募しなかった少数株主等に対しては、本完全子会社化手続において、最終的に本公開買付けにおける公開買付価格と同一の額の金銭が交付される予定であること等を踏まえ、平成29年2月27日に、当社に対し、(a)本取引の目的が正当と考えられること、(b)本取引に係る交渉過程等の意思決定手続が公正と考えられること、(c)本取引により当社の少数株主等に交付される対価は公正と考えられること、よって、本取引は少数株主等にとって不利益なものではないと考えられることをその内容とする意見書を提出しました。

4. 今後の見通し

本株式売渡請求に対する当社による承認の決定後における当社の経営体制の予定、方針・計画等につきましては、今後、当社及び大王製紙の両者の間で協議・決定する予定です。

5. 支配株主との取引等に関する事項

(1) 支配株主との取引等の該当性及び少数株主の保護の方策に関する指摘への適合状況

大王製紙は、当社の支配株主（親会社）に該当するため、本株式売渡請求に係る承認は、支配株主との取引等に該当します。

当社は、コーポレート・ガバナンス報告書において、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」を定めてはおりませんが、支配株主との取引等を行う際には、必要に応じて、当社及び支配株主との間に重要な利害関係を有しない専門家や第三者機関等からの助言を取得するなど、支配株主との取引等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講じることとし、少数株主の利益を害することのないよう適切に対応することを方針としております。

本株式売渡請求の承認に係る当社の意思決定に至る過程においても、当社は、上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠又は理由等」の「(4) 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、そ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講じており、かかる対応は、上記方針に適合しているものと考えます。

(2) 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関する事項

上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠又は理由等」の「(4) 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」をご参照ください。

- (3) 本取引が少数株主にとって不利益でないことに関する、支配株主と利害関係のない者から入手した意見の概要

上記「3. 本株式売渡請求に対する承認に関する判断の根拠又は理由等」の「(4) 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「⑦当社による本完全子会社化手続が少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」に記載のとおり、当社は、平成29年2月27日付で、大王製紙との間に利害関係を有しない当社の社外監査役であり、東京証券取引所に独立役員として届け出ている岩崎和泉氏及び三木康史氏から、本取引は少数株主等にとって不利益なものではないと考えられることをその内容とする意見書を入手しております。なお、当該意見書が、本株式売渡請求を含む本取引に関するものであることから、当社は、本株式売渡請求の承認に際しては、支配株主と利害関係を有しない者からの意見を改めて取得していません。

以上