

【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】	2022年6月24日
【報告者の名称】	ユニデンホールディングス株式会社
【報告者の所在地】	東京都中央区八丁堀二丁目12番7号
【最寄りの連絡場所】	東京都中央区八丁堀二丁目12番7号
【電話番号】	03-5543-2812
【事務連絡者氏名】	経理財務本部 近藤 文洋
【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、ユニデンホールディングス株式会社を指し、「公開買付者」とはValencia株式会社を指します。
- (注2) 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3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切り捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
- (注4) 本書中の記載において、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5) 本書中の記載において、「営業日」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「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注7) 本書の提出に係る公開買付けを「本公開買付け」、本公開買付けの買付け等の期間を「公開買付期間」といいます。

1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 Valencia株式会社

所在地 東京都千代田区大手町一丁目5番1号大手町ファーストスクエアイーストタワー4階

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、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の根拠及び理由に基づき、2022年6月23日開催の取締役会において、当社の取締役(監査等委員を含みます。)の全員一致により、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ことを決議いたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む)全員の承認」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、コーンウォール・キャピタル・マネジメント・エルピー(Cornwall Capital Management LP)及びそのグループ(以下「コーンウォール」と総称します。)が投資運用を行う投資ファンドがその出資持分の全てを所有するコーンウォール・パレンシア・ホールディング・(ケイマン)エルピー(Cornwall Valencia Holding (Cayman) LP)の完全子会社であり、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)を所有することを主たる目的として2022年4月22日に設立された株式会社とのことです。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。

また、公開買付者の議決権の全てをその持分の全部を所有する投資ファンドを通じて間接的に所有し、公開買付者の特別関係者に該当するコーンウォール・マスター・エルピー(Cornwall Master LP)(コーンウォール・マスター・エルピーは、コーンウォールが投資運用を行う投資ファンドがその出資持分の全てを所有するケイマン法上のリミテッド・パートナーシップとのことです。)は、本書提出日現在、当社株式1,131,900株(所有割合(注1):19.25%)を所有する第1位株主(注2)であるとのことです。なお、本書提出日現在、コーンウォール・マスター・エルピーが所有する当社株式のほかに、コーンウォールとして所有する当社株式はないとのことです。コーンウォール・マスター・エルピーは、2020年3月9日から2021年12月29日の間に当社株式を1,131,900株(所有割合:19.25%)取得しているとのことです。内訳としては、2020年3月9日から、2021年11月9日までの間で断続的に市場内取引により、当社株式を767,000株(所有割合:13.05%(注3))取得し、2021年11月9日に市場内取引(ToSTNeT取引)により、27,200株(所有割合:0.46%)、2021年11月10日から2021年11月12日までの間で断続的に市場内取引により、当社株式を45,300株(所有割合:0.77%(注3))、2021年11月12日に市場内取引(ToSTNeT取引)により36,900株(所有割合:0.63%)、2021年11月13日から2021年12月17日までの間で断続的に市場内取引により、当社株式を85,200株(所有割合:1.45%(注3))、2021年12月17日に市場内取引(ToSTNeT取引)により161,800株(所有割合2.75%(注3))取得し、2021年12月18日から2021年12月29日までの間で断続的に市場内取引により、当社株式を8,500株(所有割合:0.14%(注3))取得しており、本書提出日現在、当社株式1,131,900株(所有割合:19.25%)を所有するに至っているとのことです。

(注1) 「所有割合」とは、当社が2022年5月13日付で提出した「2022年3月期決算短信〔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2022年3月31日現在の当社の発行済株式数(5,879,501株)から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(802株)を控除した株式数(5,878,699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。)をいいます。以下同じです。

(注2) 当社が2021年11月12日に提出した第57期第2四半期報告書(以下「当社第2四半期報告書」といいます。)の「提出会社の状況」の「株式等の状況」の「大株主の状況」によれば、当社株式については、株式会社ヴァレックス・パートナーズ(以下「ヴァレックス・パートナーズ」といいます。)、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社(以下「ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン」といいます。)、アマラル・ジェスチョン及びコーンウォール・キャピタル・マネジメント・エルピーのそれぞれから大量保有報告書(同報告の変更報告書を含みます。)が提出されておりますが、当社として2021年9月30日時点におけるヴァレックス・パートナーズ、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン、アマラル・ジェスチョン及びコーンウォール・マスター・エルピーについて、実質保有株式数の確認をできていないとされていることから、本書中の株主順位は、ヴァレックス・パートナーズ、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン及びコーンウォール・マスター・エルピーについては、当社決算短信に記載された2022年3月31日現在の当社株式の発行済株式総数(5,879,501株)から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(802株)を控除した数(5,878,699株)に対して、ヴァレックス・パートナーズ、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン及びコーンウォール・マスター・エルピーそれぞれから報告を受けた、本書提出日時点で所有する当社株式数の占める割合を、その他の株主については、当社第2四半期報告書の「提出会社の状況」の「株式等の状況」の「大株主の状況」における「発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合」を参照の上、割合が大きい順に、記載したとのことです。

(注3) 当社第2四半期報告書及び当社が2022年2月14日に提出した第57期第3四半期報告書(以下「当社第3四半期報告書」といいます。)によれば、2021年9月30日及び2021年12月31日現在の当社株式の発行済株式総数は5,879,501株、2021年9月30日及び2021年12月31日現在の当社が所有する自己株式数は398株とされておりいずれも変動がないことから、当社株式の取得日及び取得期間の末日である2021年11月9日から2021年12月29日までの発行済株式総数はいずれも5,879,501株、当社が所有する株式数は398株であり、当該期間の所有割合については、当該発行済株式総数の5,879,501株から、当社が所有する自己株式数398株を控除した数5,879,103株に対する割合を記載しているとのことです。

今般、公開買付者は、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。)プライム市場に上場している当社株式の全て(但し、コーンウォール・マスター・エルピーが所有する全ての当社株式(1,131,900株、所有割合：19.25%) (以下「本不応募株式」といいます。)及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、最終的に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とのことです。

なお、本書提出日現在において、当社は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しません。また、当社の経営陣の全部又は一部が公開買付者に直接又は間接に出資することは予定されておらず、本公開買付けを含む本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)(注4)にも該当しません。

(注4) 「マネジメント・バイアウト(MBO)」とは、公開買付者が当社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当社の役員と利益を共通にするものである取引をいいます。

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2022年6月23日付で、当社株式408,100株(所有割合：6.94%)を所有する第5位株主であるヴァレックス・パートナーズとの間で、公開買付応募契約(以下「本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)」)と申す。)を締結し、ヴァレックス・パートナーズは、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合意しているとのことです。

また、公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2022年6月23日付で、当社株式393,900株(所有割合：6.70%)を所有する第6位株主であるユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間で、公開買付応募契約(以下「本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)」)と申す。)、「本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)」とあわせて「本応募契約」といいます。)を締結し、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンは、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合意しているとのことです。

また、公開買付者は、2022年6月23日付で、コーンウォール・マスター・エルピーとの間で、その所有する本不応募株式について、本公開買付けに応募しない旨を口頭により合意(以下「本不応募合意」といいます。)しているとのことです。

なお、本応募契約及び本不応募合意の詳細については、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

公開買付者は、当社株式の全て(但し、本不応募株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することにより、最終的に当社株式を非公開化することを企図していることから、後述のとおり、本公開買付け成立の実現可能性を高めつつも、他方で、本公開買付け実施後に公開買付者が本不応募株式とあわせて当社の総議決権の3分の2を所有するに至らない場合でも、当社の非公開化の実現可能性を十分確保し、本取引の成立の蓋然性を最大化すべく、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を2,101,400株(所有割合:35.75%)と設定しており、本公開買付けに応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の数の合計が買付予定数の下限(2,101,400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。一方で、上記のとおり、公開買付者は、当社株式を非公開化することを企図しておりますので、本公開買付けにおいては、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(2,101,400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、コーンウォールは、当社から受領した2022年3月31日時点の当社の株主構成に関する情報を基に、当社の株主の12.6%は信託銀行であるところ、その実質株主は取引条件の適否にかかわらず公開買付けへの応募を行わない方針をとるインデックス運用ファンド(注5)等である可能性があることから、当社株主のうち12.6%の株主は、本公開買付けの取引条件の適否にかかわらず、本公開買付けへの応募を行わない可能性があることと分析しているとのことです。そして、コーンウォールとしては、下記「公開買付け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並びに本公開買付け後の経営方針」記載のとおり、当社におけるコーポレート・ガバナンス体制の変革が進んでいることを承知し、それを非常に高く評価しているものの、当社の完全子会社における不適切な会計処理の発生や過去2年で二度にわたる社長の交代が発生したこと等の過去の経緯を踏まえて、強固なガバナンス体制を構築することが引き続き当社における喫緊の課題であると認識していることから、安定した株主構造の下で、上記の強固なコーポレート・ガバナンス体制の構築を含めた当社における抜本的な経営改革を推進・加速させることが、当社の企業価値を向上させるために急務であると考えているとのことです。この点、コーンウォールとしては、本公開買付けの買付予定数の下限について、一般的に対象会社の非公開化を目的とする公開買付けの事例においては、主として公開買付け実施後の株式併合によるスクイーズアウト手続を容易にし、かつ、公開買付け実施後の株式併合によるスクイーズアウト手続が実施されず、非公開化されないにもかかわらず買付けが大株主として残存してしまうことによる少数株主への不利益を排除するとの観点から、買付予定数の下限は当該会社の株式の総議決権数の3分の2に相当する議決権数を設定することが多く見られることは認識しつつも、以下のとおり、本公開買付けにおいては、当社の総議決権の55.00%を下限と設定することで当社株式を非公開化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。)としての本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」で定義します。以下同じです。)を当社の株主総会において成立させることは十分に可能と考えており、本公開買付けにおける買付予定数の下限を当社株式の総議決権数の3分の2に相当する議決権数に設定する必要性はないと判断したとのことです。したがって、コーンウォールとしては、本公開買付けの買付予定数の下限について、上記のとおり、本取引を通じて、安定した株主構造の下で、強固なコーポレート・ガバナンス体制の構築を含めた当社における抜本的な経営改革を推進・加速させることが、当社の企業価値を向上させるために急務であり、本公開買付け自体の成立の実現可能性を高めることを追求すべきと考えている一方で、インデックス運用ファンド等、本公開買付けの取引条件の適否にかかわらず、本公開買付けへの応募を行わない可能性がある株主が存在することから、本公開買付けへの応募状況によっては本公開買付けが不成立になってしまうとの事態も想定されるところ、上記のとおり、本公開買付け自体の成立の実現可能性を高めることを追求するとの観点からは、そのような事態は可能な限り回避すべきと考えたことや本公開買付けにおいて当該下限を当社の総議決権数の3分の2に相当する議決権数に設定する必要性に係る検討結果も考慮し、本公開買付けの成立(ひいては、本公開買付けの成立を前提とした本取引全体の成立)を確保するためには、当社の総議決権数の3分の2に相当する株式数より低い買付予定数の下限を設定する必要があるとの認識を持ったとのことです。他方、本公開買付けが成立したにもかかわらず、本スクイーズアウト手続が実施されないことにより、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様が不安定な地位に置かれることは避ける必要があることから、本スクイーズアウト手続が確実に実施される状況を確保すべく、コーンウォールは、当社の過去3年間(注6)の定時株主総会における議決権行使比率を勘案して、当社の総議決権数に75.00%(なお、当社の過去3年間の定時株主総会における議決権行使比率の最大値は72.23%ですが、保守的に考え75.00%と設定しているとのことです。)を乗じた議決権数にさらに3分の2を乗じた議決権数(当社の総議決権数の50%に相当する議決権数)に相当する株式数を下限とすることを検討していたとのことです。これに対し、下記「公開買付け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、本公開買付け後の株式併合によるスクイーズアウトの確実性を高める観点から、買付予定数の下限を引き上げるよう要請を行いました。そこで、コーンウォールは、当社との協議内容も踏まえ、本公開買付け自体の成立の実現可能性を高めるべく可能な限り買付予定数の下限を低く設定するという要請と本公開買付け実施後に公開買付け者が本不応募株式とあわせて当社の総議決権の3分の2を所有するに至らない場合でも、当社の非公開化の実現可能性を十分確保し、本取引全体の成立の蓋然性を高めるという要請の双方を考慮し、最終的に当社の総議決権の55.00%(55.00%を3分の2で割り戻すと、82.5%となる)ところ、これは当社の総議決権のうち82.5%に相当する議決権が行使された場合であっても株式併合に係る議案を成立させることが可能となり、当社における過去5年間(注6)の定時株主総会における議決権行使比率(なお、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の平均値は52.64%、最大値は72.23%です。)を踏まえても十分な水準であると考えているとのことです。)に相当する議決権数を基準に買付予定数の下限を設定することとしたとのことです。なお、インデックス運用ファンドについては、前述のとおり、本公開買付けへの応募は期待できませんが、本公開買付けが成立し、客観的に本臨時株主総会(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。)において株式併合に係る議案が成立する見込みが高いと判断される場合には、同議案への賛成が見込まれると分析しているとのことです。したがって、仮に本臨時株主総会においてコーンウォールの想定を超える数の株主の議決権行使があったとしても、当社の総議決権の55%以上に相当する当社株式に加え、インデックス運用ファンド等の所有する12.6%を合算することで、株式併合に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準(総株主の議決権の3分の2の取得)の確保ができることは想定されることから、本臨時株主総会において株式併合に係る議案が成立する蓋然性は高いと考えているとのことです。具体的な買付予定数の下限については、(a)当社決算短信に記載された2022年3月31日現在の当社の発行済株式総数(5,879,501株)から、当社決算短信に記載された同日現在の当社が所有する自己株式数(802株)を控除した株式数(5,878,699株)に係る議決権数(58,786個)に、(b)上記の55.00%を乗じて得られる議決権数(32,333個。小数点以下切り上げ。)から(c)本不応募株式であるコーンウォール・マスター・エルピーが所有する株式数(1,131,900株)に係る議決権数(11,319個)を差し引いて得られる議決権数(21,014個)に、(d)当社株式1単元(100株)を乗じた株式数(2,101,400株)となるとのことです。

- (注5) 「インデックス運用ファンド」とは、「株式をはじめとする投資対象資産の市場のベンチマークとなる株価指数等の指数(インデックス)と投資成果が連動することを目的として運用することにより、市場平均並みの収益率を確保することを目指すファンド」を一般的に意味するところ、本書においても同様の意味を持つ用語として使用しております。
- (注6) 当社における今後の議決権行使比率を考慮するうえで、現時点の株主構成に近い時点における議決権行使比率を参考とすることが相当であるという考えから、当初は、過去3年間の議決権行使比率を考慮することとしていたとのことです。もっとも、後述のとおり、現時点における株主構成を参考としつつ、より長期間の議決権行使比率を参照する観点から、最終的には過去5年間の当社における議決権行使比率を考慮しているとのことです。

また、後述のとおり、万が一本公開買付けが成立したにもかかわらず本株式併合が実現しない事態が生じたとしても、公開買付者は、本スクイーズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準(総株主の議決権の3分の2の取得)に至るまで、取得が必要となった際の状況に応じて、市場内、市場外での買付け等、多様な方法の中から適切な方法(現時点では、取得方法は未定です。)を選択の上、法令上許容される範囲において実行可能な方法で当社株式を追加取得し、最終的に当社株式の非公開化を行う方針であることから、非公開化が実現するまでの期間についても一般株主に重大な不利益をもたらすものではないと考えているとのことです。したがって、かかる下限の設定により、本取引の手続の公正性が害されるものではないと考え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(但し、本不応募株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、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)」に記載のとおり、当社の株主を公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとするため、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。本スクイーズアウト手続の完了後、公開買付者は、当社を吸収合併消滅会社、公開買付者を吸収合併存続会社とする吸収合併(以下「本合併」といいます。)を行うことを予定しているとのことですが、本合併の具体的な日程等の詳細については本書提出日現在未定とのことです。なお、本書提出日現在、本合併後、公開買付者への出資又は公開買付者の株式の譲渡は予定されていないとのことです。

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、本公開買付けの成立後、公開買付者が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を下回る場合であっても、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得た場合には、当社株式は東京証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。

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並びに本公開買付け後の経営方針

コーンウォールは、2002年にジェームズ(ジェイミー)・A・マイによって設立されたニューヨークを拠点とする投資会社であり、プライベート・エクイティを基盤とした長期的、建設的かつバリュー志向の投資アプローチをとり、世界各地に投資機会を見出しているとのことです。コーンウォールが日本への投資を開始した2013年以降、日本企業の再生は、コーンウォールの最も重要な投資テーマの一つであり、これまで日本国内の上場企業約20社への投資実績を有しているとのことです。投資規模が大きい主な投資先は、東亜石油株式会社、伊勢化学工業株式会社、株式会社シンニッタン、アグロカネショウ株式会社及び株式会社エイチアンドエフであるとのことです。コーンウォールは、日本では主に時価総額250億円から300億円規模(平均時価総額約350億円)の上場企業を中心に、経営陣との建設的な対話やエンゲージメントによって投資先企業の企業価値を向上させ、潜在的な成長力を引き出し、全てのステークホルダーにとって利益が享受されることを目標としているとのことです。具体的には、プライベート・エクイティ、経営コンサルティング、投資銀行やその他関連分野の豊富な経験を有すると考えられるプロフェッショナルメンバーによる投資先企業の課題解決に向けての施策の立案、実行計画・財務目標の設定と進捗のフォローアップ、必要となる人材や外部専門家の採用に向けてのサポート等を通じて投資先の企業価値向上に努めてきたとのことです。また、コーンウォールが運用する資金の提供元は、創業者ファミリーが中心であり、十年単位での投資を前提とするファミリーオフィス(注7)等、コーンウォールの運用方針に賛同する機関投資家であることから、単年度ではなく5年ないし10年といった期間で価値創造に対してコミットできると考えているとのことです。これまでも米国や日本において、投資先企業の課題解決に向けての施策の立案、実行計画・財務目標の設定と進捗のフォローアップ、必要となる人材や外部専門家の採用に向けてのサポート等を通じて投資先企業の価値向上に努めてきたとのことです。

(注7) 米国証券取引員会のHPによれば、「ファミリーオフィス」とは、富裕層の一族が所有する財産等を管理し、税務や遺産計画等のサービスを当該一族に提供するために設立された組織とされています。

一方、当社は、1966年2月にユニ電子産業株式会社として設立され、CBトランシーバーの製造・販売や通信機器の輸入販売を開始しました。1974年12月にユニ電子産業株式会社よりユニデン株式会社に商号変更を行いました。また、1979年1月1日を合併期日として、当時休業状態であった当社が千葉県市川市東大和田1丁目1番5号所在のユニデン株式会社を吸収合併し、以降、法律上は消滅した千葉県市川市東大和田1丁目1番5号所在のユニデン株式会社を実質上の存続会社として、米国向けにスキャナーやサテライトレシーバーの販売を開始しました。1986年9月には日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録し、以降国内向けのサテライトレシーバー、コードレス電話の販売を開始しました。その後も、主に北米やオセアニアの現地法人設立をはじめとした主力製品の生産・販売拡充施策を進めるとともに、インターネット関連のコンサルティング、家電販売など事業内容を拡張して参りました。2015年7月10日を効力発生日として、当社の欧州向け販売事業及び国内販売事業を分割譲渡する目的でユニデンジャパン株式会社(現連結子会社)を設立し、あわせてユニデン株式会社から現在のユニデンホールディングス株式会社に商号変更を行いました。なお、当社は、1988年10月に東京証券取引所の市場第二部銘柄として上場し、1990年9月に市場第一部銘柄に指定替えを行い、その後、当社は、東京証券取引所における市場区分の見直しに伴い、2022年4月4日以降は、東京証券取引所のプライム市場に上場しています。

現在は、主にエレクトロニクス事業に従事し、CB無線機、スキャナーラジオ、レーダーディテクター、車載用モニター等の製品を積極的に販売展開しております。現在、生産コストや販売費及び一般管理費の見直しを継続的に実施しており、不採算モデルの統廃合等による、選択と集中に取り組んでおります。

2022年3月期第3四半期の業績を2021年3月期第3四半期と比較すると、地域別には、主力市場となる北米において、世界的な半導体・電子部品不足や国際的な物流の混乱の影響を受け、今後、需要拡大が見込まれている車載機器(レーダー探知機)の一部製品が減産を余儀なくされ、需要に対応できず減収となり、無線機器(GMRS無線機)についても一部製品の販売終了に伴い減収となっておりますが、一方、無線機器(海上用無線通信機)は工場での生産遅れ等が解消されたことが売り上げに寄与したことで増収となっております。

もう一つの主力市場であるオーストラリアにおいて、半導体・電子部品の供給不足や国際貨物の大幅遅延の影響は受けたものの、新型コロナウイルス禍における無線機器(CB無線機)及びセキュリティ機器(ワイヤレス・カメラ)の増収が、市場規模が縮小している電話関連機器(コードレス電話)の減収を上回り、こちらも2022年3月期第3四半期の業績は2021年3月期第3四半期の業績と比較して増収となっております。

また、日本においては、2022年3月期第3四半期の業績は2021年3月期第3四半期の業績と比較して、世界的なコロナの流行に伴う多くの半導体工場の一時閉鎖等に伴う深刻な半導体・電子部品不足の影響を受け、セキュリティ機器(ワイヤレスカメラ・モニター)は需要に対応できず減収となりましたが、デジタル家電機器(車載用ワイヤレス・リアモニター)は自動車生産減少の中、一次的回復を受け、堅調な需要が継続し増収となりました。また、2022年3月期第1四半期よりユニデン不動産株式会社(以下「ユニデン不動産」といいます。)が当社の連結子会社から持分法適用会社に移行したことにより、売上高が減少いたしました。

その他、欧州・中東地域においては、無線機器(広域無線受信機・CB無線機)及び車載機器(レーダー探知機)はいずれも販売好調で、2022年3月期第3四半期の業績は2021年3月期第3四半期の業績と比較して増収となりました。

他方、当社では、2020年2月中旬に発覚した、当社の完全子会社であるUniden America Corporationにおける不適切な会計処理を端緒に、2020年3月期の決算確定の度度にわたる延期、過年度の有価証券報告書の訂正等が行われました。当該不適切な会計処理に関連する第三者機関の調査報告書(2021年6月11日付当社第三者委員会「調査報告書」)では、基本的なガバナンス、監視、財務管理、倫理及びコンプライアンス機能の体制整備の必要性が指摘され、グループ組織全体に直接的で重要な是正措置が必要との指摘がなされています。

その後、上述した2020年3月期の決算確定の遅れに伴い2020年6月下旬に開催予定であった第55回定時株主総会の開催時期が二度にわたって延期されましたが、最終的には既存の会計監査人との契約を解除し、一時会計監査人を選任して決算確定するという結果となりました(なお、当該一時会計監査人による2020年3月期の当社グループの連結財務諸表監査における監査意見は、限定付適正意見となりました。)。2020年9月25日に第55回定時株主総会が開催されましたが、当社の創業者であり、また当社の株式508,000株を所有する第2位株主(2020年9月25日時点)であるフジファンド株式会社(以下「フジファンド」といいます。)の全株式を当時所有していた当時の代表取締役会長である藤本秀朗氏(以下「藤本氏」といいます。)から、任期満了後の再任について取締役候補を辞退する旨の申し出があったことを受け、当該定時株主総会が開催される当日に株主総会付議議案を一部変更し、その結果、代表取締役専務であった西川健之氏(以下「西川氏」といいます。)が代表取締役社長に、2020年7月より当社に入社し、最高財務責任者(CFO)であった武藤竜弘氏(以下「武藤氏」といいます。)が取締役兼CFOに、それぞれ就任しました(なお、後述のとおり、武藤氏は2021年6月29日付で当社の代表取締役社長兼CFOに就任しております。)。新たな経営体制の下、2021年5月17日、内部統制・コンプライアンス体制の立て直し、強固なコーポレート・ガバナンス体制の再構築、指名報酬諮問委員会の設置、新たな成長戦略と資本政策の策定等による一連の取り組みを公表等しました。この取り組みは、上記の不適切な会計処理を引き起こし、基本的なガバナンス、監視、財務管理、倫理及びコンプライアンス機能の必要性が指摘されていた藤本氏及び藤本氏に一切意見をしない取り巻きを中心とする経営体制(以下「旧体制」といいます。)と決別するためでありました。なお、藤本氏を中心とする旧体制では、藤本氏の意向により経営陣が頻繁に入退社を繰り返しており、西川氏が社長に就任し、武藤氏が最高財務責任者に就任した時点では、監査役4名(岡咲嘉一氏、黒田克司氏、藤本節雄氏、南惟孝氏)を除き、藤本氏の意向のみを遂行する経営陣は全て退任していました。それに伴い、監査法人と協議した結果、当社がその議決権の33.3%、フジファンドがその議決権の66.7%を所有しているユニデン不動産につき、フジファンドが当社にとって「緊密な関係があることにより自己の意思と同一の内容の議決権を行使すると認められる者」ではなくなったことから、当社がユニデン不動産を実質的に支配しているとはいえなくなったと判断し、2021年5月17日、2022年3月期第1四半期よりユニデン不動産を連結子会社から除外し持分法適用関連会社とすることが妥当との判断を公表いたしました。

以上のような状況の下、2021年4月下旬、当社の株主1名から当社に対して剰余金の配当や、監査役の解任等を含む株主提案が寄せられ(当社はいずれの提案にも反対しておりました。)、また、2021年6月17日、当社の筆頭株主であったフジファンドの代表取締役であった藤本氏が当社の株主(なお、書簡が送付された株主の数については、報道資料、当社内での確認等の方法で調査したものの、不明です。)に対して、当社の当時の社長らの選任に反対する旨の書簡を送ったとされる新聞報道があったことを踏まえて、当社は、2021年6月18日に、「当社に関して一部報道されております筆頭株主からの書簡の内容について」と題するプレスリリースを公表しました。同プレスリリースでは、当該報道において、フジファンド及び藤本氏が、当社の株主に対して書簡で、2020年に発覚した不適切な会計処理の対応を巡り、コーポレート・ガバナンスの改善が進んでいないとして、当社社長の選任に反対する旨を伝えていると報道されていることについて、2020年4月1日から2021年3月31日までの連結会計年度の連結計算書類について独立監査人から無限定適正意見を受領していることや不正会計処理に関する過去の調査報告書の作成経緯に関連した第三者委員会を設置しているという客観的な事実を摘示した上で、コーポレート・ガバナンスの改善は進んでいないという藤本氏の主張は異なっており、不適切な会計処理やコーポレート・ガバナンスの改善に全力で取り組んでいる旨を明らかにしています。

加えて、2021年6月29日付で、経営環境の大きな変化に対応するために、代表取締役社長であった西川氏が代表取締役会長に就任するとともに、取締役兼CF0であった武藤氏が代表取締役社長兼CF0に就任することで、経営体制の強化を図りました。その後、当社の2021年8月2日付「訴状受領に関するお知らせ」と題するプレスリリースのとおり、フジファンドから当社に対し、同年7月7日に、同年6月29日に開催された第56回定時株主総会での決議について主位的に株主総会決議が存在しないことの確認を、予備的に株主総会決議の取消しを求めた訴訟を提起されましたが、当社の2022年1月26日付「訴訟の取下げによる株主総会決議取消訴訟の終了に関するお知らせ」と題するプレスリリースのとおり、当該株主総会決議の不存在確認、取消しの訴えは、後日、取り下げられたものとみなされたことが確認されております。

その後、当社は、2021年8月6日付「常勤監査役の辞任に関するお知らせ」、2021年9月6日付「監査役の辞任に関するお知らせ」及び2021年9月22日付「株主提案に関する書面の受領のお知らせ」と題するプレスリリースにより、当社の監査役4名中3名の辞任(いずれも一身上の都合によるものです。)や、西川氏の解任を含む株主提案に関する書面を受領した旨を公表いたしました。

これらの過程を経て、2021年9月30日、当社は監査等委員会設置会社への移行や社外取締役5名の選任等を議案とする臨時株主総会の招集を決議し、当該臨時株主総会の開催前である2021年10月13日に西川氏が当社グループの全ての役職員から退任するとともに、武藤氏を社長兼単独の代表取締役とする体制の下、さらなるガバナンス体制の充実とコンプライアンスの徹底をベースとした企業価値向上を目指すこととなりました。

最終的に2021年11月19日の臨時株主総会においては、社外取締役候補者のうち1名の選任は否決されたものの、監査等委員会設置会社への移行が決議され、当社の取締役会は、監査等委員でない取締役は代表取締役社長である武藤氏1名のみで、その余は監査役等委員である社外取締役4名によって構成されるとともに、同日開催の取締役会により指名・報酬委員会が設置され、公正性・透明性・客観性の高いガバナンス体制が成立することとなったと考えております。

コーンウォールは、投資先候補企業を探索する中、当社について公表されている情報を踏まえたコーンウォールによる調査・分析を進めた結果、特に当社のエレクトロニクス事業に関心を持ち、さらに、外部の調査会社、コンサルティング会社、当社の競合他社から当社の情報を入手するといった方法で、コーンウォールとして当社に対する調査を進めたとのことです。調査の結果、コーンウォールは、前述の不適切な会計処理の問題発覚以降の当社の成果として、コーポレート・ガバナンス体制の変革が進んでいることを承知し、それを非常に高く評価しているものの、かかるガバナンス体制の構築や、株式市場の短期的な利益追求の要請への対応の検討とその実施に対応することが求められる中においてエレクトロニクス事業の運営・拡大・管理といった日々の経営活動に専念することはできていないものと認識しており、上場を維持した場合には、中核事業たるエレクトロニクス事業の立て直しに加えて、ガバナンス体制のさらなる強化及び株主からの短期的な利益追求や利益還元の要請への対応が必要となり、エレクトロニクス事業の立て直しがより長期化し、当社の事業の競争力の低下が進む可能性があることを憂慮したとのことです。

当社のHPによれば、当社は、広域無線受信機及びスキャナーについて北米でほぼ100%のシェアを有していますが、コーンウォールは、当社のエレクトロニクス事業は、米国での首位のマーケットシェアを持つスキャナー事業、レーダー探知機、CBラジオ、オーストラリアでのコードレス電話・CB無線機販売事業等を中心に、何世代にもわたるブランドへの愛着を持つ熱心な顧客層を有していると考えられること、安定したニッチな市場で高いマーケットシェアを持っていると考えられること、当社製品の主要市場である日本、米国、オーストラリアと比較して労働コストが低いと考えられるベトナムに自社工場を有していることといった強みがあり、大きな価値と潜在能力を有していると考えているとのことですが、他方、現在の当社のエレクトロニクス事業は競争的な事業環境の変化に迅速に対応ができておらず、例えば、在庫・サプライチェーンに関し、購入注文に対し即時製品供給が行えていないといった課題が存在していると考えられることから、販売機会の逸失及びマーケットシェアの低下を招いていると考えているとのことです。また、改善しつつはあるものの、旧体制下において損なわれた仕入先・顧客先との取引関係の立て直しが急務であり、また、旧体制下におけるリストラによる従業員への影響を払拭し、安定した人材基盤を取り戻す必要があることから、2021年12月上旬には、コーンウォールは、当社の抜本的な構造改革が必要であるとの結論に至ったとのことです。

コーンウォールは、プライベート・エクイティ、経営コンサルティング、投資銀行等の経歴を持つ幹部メンバーを擁しているとのことです。幹部メンバーの経験を活用し、当社の経営改善に必要な人材や、必要となるサービスの提供を、全世界に亘って受けられるようにアレンジすることを検討しているとのことです。これまでも事業拡大戦略、統廃合戦略、M&A、バランスシート管理といった領域で投資先企業の経営陣に対して戦略的・財務的なアドバイスを提供してきた経験を有しており、また米国、日本、南米における工業、小売業、エレクトロニクス、天然資源事業への投資及び業務に経験を有していることから、これらの業界における専門知識を当社の事業変革に活用可能と考えているとのことです。加えて、コーンウォールは米国と日本において、企業幹部、政策立案者、オピニオンリーダー、学者等、日米における人的ネットワークを有しており、これら日米の様々な専門家や有識者の支援を仰ぐことができ、また当社に代わり、国際的なサービスプロバイダーや経営改革に必要な幹部人材を調達し、当社の国際的な拡大戦略を促進することができると考えているとのことです。特に当社のエレクトロニクス事業はベトナムの自社工場並びに韓国等海外の製造業者が製造した製品を米国・豪州・欧州及びアジア域内において販売を行っており、当社のグローバルサプライチェーンにおいて解決すべき在庫・サプライチェーンにおいて顧客に適時適切に製品を供給できないといった事業課題が複数の国を跨いで存在すると考えられるところ、上記のようなコーンウォールの人的ネットワーク(例えば、エレクトロニクス関連事業の高度な実務経験のあると考えている幹部候補人材)や専門家・有識者の支援を活用することで、当社が抱える上記の課題に対する解決策の立案及びその実行を円滑に進めることが期待されるとのことです。このようにグローバルサプライチェーンにおいて顧客に適時適切に製品を供給できないという事業課題の解決に向けてコーンウォールのネットワークが貢献できる領域は大きいと考えているとのことです。

上記のとおり、コーンウォールは、現在の当社のエレクトロニクス事業は競争的な事業環境の変化に迅速に対応ができておらず、在庫・サプライチェーンにおいて顧客に適時適切に製品を供給できないといった課題が存在していると考えられることから、当社において販売機会の逸失やマーケットシェアの低下といった事態を招いていると考えたとのことです。また、改善しつつはあるものの、旧体制下において損なわれた仕入先・顧客先との取引関係の立て直しが急務であり、さらに旧体制下におけるリストラによる従業員への影響を払拭し、安定した人材基盤を取り戻す必要があるところ、当社の上場廃止による抜本的な構造改革を通じて、当社の貴重な経営資源を短期的な利益追求や利益還元の要請への対応ではなく、本業のエレクトロニクス事業に集中させることでより早期に企業価値向上を実現することが可能であると考えているとのことです。

そして、当社の経営資源をエレクトロニクス事業に集中させることにより、コーンウォールは、在庫・サプライチェーンの管理の強化による適切な製品供給の実施による逸失利益の極小化、マーケティング・デジタル広告戦略の見直し、販売チャネル(特にこれまで軽視してきた自社サイトでの販売の見直し)、価格設定の見直し(コーンウォールとしては、必要以上に安価な価格設定になっていると考えているとのことです。)といった領域に加え、オーストラリアにおける販売戦略の見直し、ブランドロイヤリティを活用した、エンゲージメント深化のための施策、ニッチな事業領域を営む競合他社の買収や戦略的パートナーシップの構築に取り組むことを考えているとのことです。この目的のために、コーンウォールでは既に主にセールス・マーケティング領域における米国市場での実務経験者等、具体的な人選を進めつつあるとのことです。また、エレクトロニクス事業に集中して事業の強化を図る方針を従業員にも周知する予定であるとともに、必要な人材の追加採用を実施するための準備を行っているとのことです。

コーンウォールでは、2021年12月上旬時点において、株主還元よりも構造改革とエレクトロニクス事業への資金投下を優先するため当社株式を非公開化し、当社においてエレクトロニクス事業に専念して機動的かつ柔軟な意思決定を可能とする経営体制を構築して、当社の経営改革の実行及び事業の積極的展開に取り組むことが、当社の企業価値を早期に向上させる観点から最も有効な手段であると考えてに至ったとのことです。加えて、当社において2020年5月15日に公表した当社の米国子会社における会計不祥事の発覚を端緒とし、幹部従業員の離脱が見られたところ、コーンウォールとしては、当社のエレクトロニクス事業の強化には、既存の従業員の登用・活用に加えて新たな人材の採用を積極的に行っていく必要があるという課題認識を有していたとのことです。かかる課題認識に基づき、従業員のモチベーション向上のため、エレクトロニクス事業への集中と事業拡大戦略を当社内に周知し、また必要な幹部人材の積極的な採用と社内登用を行っていくためにも、長期的な企業の成長に強くコミットする主導的な株主の下で新たなスタートを切り、短期的な業績や、短期的な株主還元を左右されることなく、構造改革を推進することを内外に打ち出していくことが非常に重要であると考えていたとのことです。

上記のような事情を勘案し、2021年12月上旬、かかる取り組みを実施することが長期的に当社の企業価値向上につながり、投資家として投資利益を最大化できるとの結論に至り、コーンウォールは、2021年12月下旬、当社の代表取締役兼CF0である武藤氏に対して当社の資本及び経営の方向性についての話し合いを行うことを打診し、2021年12月下旬から2022年1月上旬にかけて当社との間で電話及び面談を通じて当社の上場廃止を伴う資本政策及び非公開化後のエレクトロニクス事業への経営資源の集中等、当社の資本並びに経営の方向性について話し合いを行いました。その後、2022年1月21日、当社に対し、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することに関する正式な意向を表明する意向表明書(以下「本提案書」といいます。)を提出したとのことです。その後、当社より2022年2月4日に本提案書につき前向きに検討する旨の連絡をメールで受けたことから、当社との本格的な価格交渉のための準備、具体的には、アドバイザーの選定や、本格交渉を行うためのデュー・ディリジェンスの準備を開始したとのことです。また、コーンウォールは、本取引に関する検討を行うにあたり、2022年1月中旬にフィナンシャル・アドバイザーとして株式会社ASPASIOを、2022年1月中旬にリーガル・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及び三浦法律事務所をそれぞれ選任したとのことです。コーンウォールは、2022年3月下旬から実施されたデュー・ディリジェンス(当該デュー・ディリジェンスは2022年5月下旬まで行われたとのことです。)の内容、当社の事業及び多面的かつ総合的な分析及び当社の過去6ヶ月の市場株価水準の推移を参考にしつつ、2022年4月11日、当社に対し、本公開買付けにおける当社株式の買付け等の価格(以下「本公開買付価格」という。)を、当社が開示している財務情報に関する資料並びに同日時点において実施中のデュー・ディリジェンスに基づく提供資料の分析、具体的には、当社の時系列に基づくセグメント別損益実績推移を分析することによる事業別・地域別損益額及び利益率の推移の確認、競合他社との損益構造、利益率の比較、連結実態純資産の把握、上記からまでの結果を踏まえた当社の中期事業計画の達成の蓋然性の分析、当社の過去実績及び競合他社の過年度実績との比較による将来損益見通しの分析、法令順守状況等の確認・分析を踏まえて、3,700円とする旨の提案を行ったとのことです。また、同日、コーンウォールは、当社に対し、本公開買付けにおける買付予定数の下限の設定について、総議決権数に当社の過去3年間の定時株主総会における議決権行使比率最大値(75%と仮置き)を乗じ、買付者が本公開買付け後に総議決権数の約50%を取得することとなる株式数とすることを提案したとのことです。これに対し、当社は、コーンウォールに対し、非公開化を前提とした公開買付けの取引事例のプレミアム水準や当社が2022年2月14日に公表した中期経営計画を踏まえた当社の理論株価と比較し、妥当な価格とは認められないとして、本公開買付価格の再提案を行うように2022年4月14日に要請をいたしました。また、本公開買付けにおける買付予定数の下限の設定について、当社のアドバイザーとして選任された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。)及び長島・大野・常松法律事務所との協議を踏まえ、公正なM&Aという観点から、買付予定数の下限を約50%に設定すると、半数の株主の賛同を得られない条件であっても公開買付けが成立することを許容することになり、さらに、本スクイズアウト手続に係る株主総会において決議要件を充足できない現実的な可能性も生じ、当社及び一般株主が不安定な状況下におかれ、重大な不利益がもたらされるリスクが看過できないことから、本公開買付け後にコーンウォールが所有する株式数が総議決権の3分の2以上の水準となる下限の設定をするよう併せて要請をいたしました。そこで、コーンウォールは、2022年4月20日、当社に対し、本公開買付価格を3,900円とすること及び買付予定数の下限の引き上げをしない旨の再提案を行いました。これに対し、コーンウォールは、当社より、依然として一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格及び買付予定数の下限に達していないと考えたことを理由として、2022年4月25日、本公開買付価格を4,800円とすること及び本公開買付け後にコーンウォールが所有する株式数が総議決権の3分の2以上の水準となる下限の設定をする旨の提案を受領しました。

なお、本公開買付けの実施に際し、コーンウォールは、これまで日本に法人を有しておりませんでしたので、本公開買付け及び本公開買付け終了後の非公開化に伴う実務の円滑な実施を企図して日本国内法人を設立し、当該新設会社を本公開買付けにおける公開買付者とするのが適切であると判断し、Valencia株式会社を2022年4月22日に設立したとのことです。

2022年4月25日に当社より受領した提案に対し、コーンウォールは2022年4月28日に改めて、本公開買付価格を3,900円とすること及び買付予定数の下限の引き上げをしない旨の再提案を行いました。これに対し、当社は、2022年5月9日に本提案価格の水準のままでは、コーンウォールと協議を継続することが困難であり、本公開買付価格を引き上げること、及び、一般株主の意向を可能な限り反映するために、買付予定数の下限を「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の水準(コーンウォールの所有割合が約20%であり、残りの約80%の半分である約40%相当の株式数を本公開買付けにおける買付数の下限とすること)に設定するように要請を行いました。これを踏まえてコーンウォールからは、2022年5月17日に、公開買付価格を4,000円とする旨及び買付予定数の下限を引き上げて55%とする旨の提案を受けました。これを受け、当社としては、依然として一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格に達していないと考えたことから、コーンウォールに対して本公開買付価格の引き上げの検討を要請いたしました。その後、コーンウォールは、5月17日の提案内容について当社と協議を行い、2022年6月3日に、本公開買付価格を4,100円とし、買付予定数の下限については、最終的には、コーンウォールの所有する当社の議決権数が当社の総議決権数の55%となるように計算された株式数(2,101,400株、所有割合：35.75%)とする旨の提案を行い、またコーンウォールは当社に対して当該提案を最終提案とする旨を説明しました。これに対して、当社から、2022年6月3日に、最終的な意思決定は本特別委員会(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。)の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなされるという前提のもと、コーンウォールに対して本公開買付価格を4,100円とすること及び買付予定数の下限についても提案を応諾する予定である旨の回答をしました。コーンウォール及び公開買付者は、当社との間で、上記のとおり本公開買付価格及び本公開買付けに係る買付予定数の下限について協議を重ねた上で、2022年6月3日、本公開買付価格を4,100円として、本取引の一環として本公開買付けを開始することを決定したとのことです。なお、コーンウォールは、当社のコンプライアンス体制については現在改善の途上にあるものと考えており、本取引が成立した場合には、コンプライアンス体制の更なる向上のために当社と協力していくことを想定しているとのことです。特に、内部通報窓口の設置のような従業員の働きやすい環境に配慮した内部統制システムの整備は重要であると考えているとのことです。

また、公開買付者は、応募契約を締結しているヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間で応募契約に関する協議を行っていたとのことです。具体的には、コーンウォールは、ヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間で2022年4月中旬に秘密保持契約を締結し、応募契約締結に向けた交渉を開始したとのことです。2022年4月下旬及び2022年5月上旬には、本取引の概要及び本公開買付価格が3,700円以上となる想定である旨の説明を行い、本取引を実施した場合の本公開買付けへの応募の可否について打診したところ、ヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンに前向きに検討してもらうことになったとのことです。その後コーンウォールは、2022年6月3日に当社との間で、最終的な意思決定は本特別委員会の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなされるという前提のもと、コーンウォールに対して本公開買付価格を4,100円とすること及び買付予定数の下限(2,101,400株：所有割合35.75%)についても提案を応諾する予定の旨の回答を得た後に、2022年6月13日、ヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンに対し本公開買付価格を4,100円とすることを提示したところ、公開買付者は2022年6月23日付で同価格への承諾が得られたことから、同日、ヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間でそれぞれ本応募契約を締結したとのことです。

公開買付者は、本公開買付け成立後における当社の経営方針として、本取引の実行後も継続して現経営陣が当社の経営にあたることを予定しているとのことです。そのほか、本公開買付け実施後の当社の役員構成を含む経営体制の詳細については、公開買付者が指名する者(本書提出日時点では具体的な人数等は未定であるものの、公開買付者としては、2、3名が望ましいと考えているとのことです。)を当社の取締役に派遣することを予定しておりますが、具体的な人数については、本書提出日現在において未定であり、本公開買付けの成立後、当社との間で協議・検討していくとのことです。また、組織再編、企業集団の再編、解散、重要な財産の処分その他当社の経営方針に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を行うことも、本書提出日現在においては、予定していないとのことです。

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

当社では、旧体制との決別を公表した2021年5月以降、コーポレート・ガバナンス体制のさらなる充実とコンプライアンスの徹底をベースとした企業価値向上策に積極的に取り組んできたものの、株式市場の短期的な利益追求の要請等により、当社の貴重な経営資源が中核事業であるエレクトロニクス事業の日々の経営活動以外の短期的な利益追求を要請する株式市場への対応とその実施が求められ、エレクトロニクス事業の運営・拡大・管理といった日々の経営活動に専念することはできていないという課題があったことに鑑み、当社としてこれらの課題への中長期的な対処をいかに継続すべきか、取締役会にて議論を重ねてまいりました。その中で、コーンウォールから、武藤氏に対して当社の資本及び経営の方向性についての話し合いの打診を受け、2021年12月下旬から2022年1月上旬にかけて当社は、コーンウォールとの間で電話及び面談を通じて当社の上場廃止を伴う資本政策及び非公開化後のエレクトロニクス事業への経営資源の集中といった当社の資本及び経営の方向性について話し合いを行い、2022年1月21日、コーンウォールより当社の完全子会社化を含む本取引に関して本提案書の提案を受けました。かかる提案を受けて、コーンウォールに対し、2022年2月4日に本提案書につき前向きに検討する旨をメールで返答し、当社の取締役会においては、株主、取引先、従業員をはじめとする全てのステークホルダーの利益を確保し、より早期に当社の企業価値向上を実現させるにあたり、短期的な業績を重視しすぎることなく、株主還元を迫る株式市場からの要請等に左右されることなく構造改革を行うために、当社株式を非公開化し、当社の限られた経営資源をエレクトロニクス事業に集中させるという本取引の妥当性について、慎重に協議を重ねてまいりました。

その結果、当社は、短期的な増配を要求する株主が登場するなど、不測の事態への対応に相当な経営資源を割く必要が生じる等の課題を抱えていたことから上場を維持し様々な課題に単独で対処するよりも、公開買付者をスポンサーとする非公開化を主たる内容とする本取引をした場合、上場を維持し様々な課題に対処しなければならない労力を抜本的な構造改革に充てられることを通じて、経営活動以外の短期的な利益追求を要請する株式市場への対応に充てられていた経営資源をエレクトロニクス事業に集中させることができ、これにより企業価値向上を早期に実現できる可能性を高めることができるとの判断の下、まず、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ことを目的として、2022年2月18日に、当社、公開買付者及びコーンウォールから独立したリーガル・アドバイザーとして長島・大野・常松法律事務所を、2022年3月4日に、当社、公開買付者及びコーンウォールから独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてプルータスを選任いたしました。

また、当社は、公開買付者が本公開買付けを含む本取引を通じて当社の株主を公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとすることを企図していることを考慮して、上場廃止による当社の株主の皆様への影響に配慮し、2022年3月14日、本取引の提案を検討するために当社の社外取締役監査等委員兼独立役員4名全員を構成員とする特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。なお、本特別委員会の委員の構成等の具体的な内容については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置等、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。)を設置いたしました。

当社は、本公開買付けを含む本取引の概要、本取引が当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容や足下の株価動向等を踏まえ、本特別委員会により事前に確認された交渉方針や交渉上重要な局面における意見、指示、要請等に基づき、プルータス及び長島・大野・常松法律事務所との間で複数回に亘る協議を重ねた上で本取引の妥当性について検討してまいりました。

当社は、2022年4月11日にコーンウォールから本公開買付価格を3,700円とする旨の提案を受領し、コーンウォールとの間で、本公開買付価格を含む取引条件について継続的に協議及び交渉を行ってまいりました。また、当社は、同日、コーンウォールより、本公開買付けにおける買付予定数の下限の設定について、総議決権数に当社の過去3年間の定時株主総会における議決権行使比率最大値(75%と仮置き)を乗じ、買付者が本公開買付け後に総議決権数の約50%を取得することとなる株式数とすることの提案を受けました。かかる提案を受けて、当社は、ブルータスから受けた当社株式の株式価値算定に係る試算結果の報告内容及び本特別委員会の意見を踏まえ検討した結果、2019年4月以降に公表されかつ成立した、支配関係のない会社間による完全子会社化を目的とした公開買付け事例16件(公表日の前営業日を基準日としたプレミアム率の平均値は、基準日対比で34.84%(小数点以下第三位四捨五入。以下、プレミアム率の計算において同じとします。)、基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均対比で36.48%、同過去3ヶ月間の終値単純平均に対して37.33%、同過去6ヶ月間の終値単純平均に対して39.58%)におけるプレミアム水準、及びこのうちPBRが1倍未満の事例6件(公表日の前営業日を基準日としたプレミアム率の平均値は、基準日対比で27.00%、基準日までの過去1ヶ月間の終値単純平均対比で32.53%、同過去3ヶ月間の終値単純平均に対して35.30%、同過去6ヶ月間の終値単純平均に対して35.03%)におけるプレミアム水準や、当社が2022年2月14日に公表した中期経営計画を踏まえた当社の理論株価に鑑みると、一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格に達していないと考えたことから、2022年4月14日に、コーンウォールに対して本公開買付価格の再検討を要請いたしました。また、本公開買付けにおける買付予定数の下限の設定について、ブルータス及び長島・大野・常松法律事務所との協議を踏まえ、公正なM&Aという観点から、買付予定数の下限を約50%に設定すると、半数の株主の賛同を得られない条件であっても公開買付けが成立することを許容することになり、さらに、本スクイズアウト手続に係る株主総会において決議要件を充足できない現実的な可能性も生じ、当社及び一般株主が不安定な状況下におかれ、重大な不利益がもたらされるリスクが看過できないことから、本公開買付け後にコーンウォールが所有する株式数が総議決権の3分の2以上の水準となる下限の設定をするよう要請いたしました。その後、当社は、コーンウォールとの間において本公開買付価格及び本公開買付けに係る買付予定数の下限について協議及び交渉を重ね、2022年4月20日に、コーンウォールから本公開買付価格を3,900円とすること及び買付予定数の下限の引き上げをしない旨の提案を受けましたが、依然として一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格及び買付予定数の下限に達していないと考えたことから、2022年4月25日に、コーンウォールに対して、ブルータスから提供を受けた当社株式の株式価値算定に係る試算結果及び上記支配関係のない会社間による完全子会社化を目的とした公開買付け事例におけるプレミアム水準等を総合的に勘案した価格として、本公開買付価格を4,800円とすること及び本公開買付け後にコーンウォールが所有する株式数が総議決権の3分の2以上の水準となる下限の設定をする旨の提案を行い、再度コーンウォールに対して本公開買付価格及び買付予定数の下限の引き上げの検討を要請いたしました。なお、4,800円という価格は1株当たり純資産額(5,705円)を下回っているものの、後述のとおり、当社としては、簿価純資産額は会社の理論的な清算価値を示すものでも将来の収益性を反映するものでもなく、また実質的な清算価値を上回っていることから、継続企業である当社の株式の公開買付価格の検討において簿価純資産額を重視することは合理的ではないと考えております。その後、当社は、コーンウォールとの間において本公開買付価格及び本公開買付けに係る買付予定数の下限について協議及び交渉を重ね、2022年4月28日に、コーンウォールから再度、本公開買付価格を3,900円とすること及び買付予定数の下限の引き上げをしない旨の提案を受けたものの、依然として一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格及び買付予定数の下限に達していないと考えたことから、2022年5月9日、本公開買付価格を引き上げることの再度の要請を行うとともに、インデックス運用ファンド等の公開買付けに応募しないことが見込まれる株主も一定数存在することから、買付予定数の下限を公開買付者及びコーンウォールの所有する株式数が総議決権の3分の2以上の水準となる株式数に設定することは、かえって公開買付けの成立を阻害する可能性もあると考え、他方で、一般株主の意向を可能な限り反映するために、買付予定数の下限を「マジョリティ・オブ・マイノリティ(Majority of Minority)」の水準(コーンウォールの所有割合が約20%であり、残りの約80%の半分である約40%相当の株式数を本公開買付けにおける買付数の下限とすること)に設定をすることの要請を行い、コーンウォールに対して本公開買付価格及び買付予定数の下限の引き上げの検討を要請いたしました。それに対して、2022年5月17日に、コーンウォールから本公開買付価格を4,000円とすること及び買付予定数の下限を引き上げて55%とする旨の提案を受けました。当社としては、依然として一般株主に対して応募推奨を決議できる妥当な価格に達していないと考えたことから、コーンウォールに対して本公開買付価格の引き上げの検討を要請いたしました。以上のとおり、当社は、コーンウォールとの間において本公開買付価格及び本公開買付けに係る買付予定数の下限について複数回に亘り協議及び交渉を重ねた結果、2022年6月3日、コーンウォールから本公開買付価格を4,100円とし、買付予定数の下限については最終的にコーンウォールの所有する当社の議決権数が当社の総議決権数の55%となるような株式数とする旨の提案を受け、またコーンウォールは当社に対して当該提案を最終提案とする旨説明しました。コーンウォールからの当該提案に対し、当社は、2022年6月3日に、最終的な意思決定は本特別委員会の答申を踏まえた上で当社取締役会決議を経てなす

れるという前提のもと、コーンウォールに対して本公開買付価格を4,100円とすること及び買付予定数の下限についても提案を応諾する予定である旨の回答を行いました。その後、市場株価が急激な上昇を見せ2022年6月15日には一時4,000円に達したことを受け、同月16日には、当社より、非公式ながらコーンウォールに対してさらなる値上げの要請を行いました。同月17日、コーンウォールから、4,100円はコーンウォールが提示できる最大限の提案価格を既に超えた金額であり、市場株価の上昇にもかかわらず、公開買付価格の引上げを行うことは想定していない旨の回答を受けました。

なお、当社が、上記のとおり、本公開買付価格を応諾する予定であると判断した理由は、()本公開買付価格が下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社による算定の概要」に記載されているブルータスによる当社株式に係る株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果を上回り、さらに過去5年間にわたる株価の最高価格を上回るものであり、また、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。)に基づく算定結果のレンジの範囲内となることが合理的に見込まれたこと、()ブルータスからフェアネス・オピニオンを取得できる見込みであったこと、()下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置等、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各措置が採られており、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、特に、本公開買付価格の決定過程においては、当社は、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき、本特別委員会に対して適時に報告を行い、本特別委員会を都度開催して方針等を協議した上で、複数回にわたり当社と公開買付者との間で協議を行う等して、本特別委員会を公開買付者との交渉過程に関与させた上で、公開買付者から最終提案を受けるに至っていること、()コーンウォールからこれ以上の価格の引き上げを引き出すのは困難であると判断したことです。また、当社が、本公開買付けにおける買付数の下限(2,101,400株、所有割合：35.75%)を応諾する予定であると判断した理由は、当社が、以下のような分析・考え方を採っていることに基づくものです。すなわち、当社の株主には所有割合が少なくとも約10%に達するインデックス運用ファンド等の株主が存在するところ、これらインデックス運用ファンド等の株主は、本公開買付けに賛成であっても、当社が上場廃止となりTOPIX等の組入対象外とならない限り、本公開買付けに応募できないという運用特性があるとの分析をしており、かつ、本公開買付けが成立し、客観的に当社の株式併合議案が成立する見込みが高いと判断される場合には、同議案への賛成が見込まれるとの分析をしています。当社は、かかる分析に基づき、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社の株主の所有割合は、100%からコーンウォールの所有割合(19.25%)及びインデックス運用ファンド等の株主の所有割合(約10%)を減じた約70%程度に留まることから、買付予定数の下限(最終的には、コーンウォールの所有する当社の議決権数が当社の総議決権数の55%となるように計算された株式数(2,101,400株、所有割合：35.75%)が設定されています。)は、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社株主が所有していると推測される約70%の当社株式のうちの半数程度の応募があった場合にのみ、本公開買付けが成立するような買付予定数の下限を設定しているものと評価でき、ひいては当社の一般株主の応募判断の結果を一定程度尊重していると評価できると考えております。そして、上記分析によれば、本公開買付けが成立した場合には約65%の株主が株式併合議案に賛成する可能性があると考えられるため、当社としては、当該分析の結果を保守的に見ても、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率(なお、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の平均値は52.64%、最大値は72.23%です。)も勘案すれば、本公開買付けの成立後に、本株式併合の議案が本臨時株主総会において現実的に承認される水準であると考えております。

また、本公開買付価格は、当社の2022年3月31日現在の連結簿価純資産から算出した1株当たり純資産額(5,705円)を下回っているものの、当社の資産の中には、エレクトロニクス事業における特殊性の高い製品や材料、機械装置をはじめとした流動性の低い事業用資産が含まれており、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に加え、2022年3月を基準日とする未払配当金等の存在等を考慮すると、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ることから、簿価純資産額は会社の理論的な清算価値を示すものでも将来の収益性を反映するものでもなく、また実質的な清算価値を上回っていると考えられることから、継続企業である当社の企業価値の算定において簿価純資産額を重視することは合理的ではないと考えております。

当社は、このような協議・検討の過程において、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及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、第三者算定機関であるプルータスに対し、当社株式の価値算定を依頼し、2022年6月22日付で同社から株式価値算定書(以下「当社算定書」といいます。)及び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)(以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。)を取得いたしました。当社算定書及び本フェアネス・オピニオンの詳細は、それぞれ、下記「(3) 算定に関する事項」の「当社による算定の概要」及び「本フェアネス・オピニオンの概要」のとおりです。また、当社は、長島・大野・常松法律事務所から、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2022年6月22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、当社算定書及び本フェアネス・オピニオン、並びに長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本答申書の内容を最大限尊重しながら、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、当社取締役会の全構成員(なお、当社の取締役会は5名中4名を社外取締役監査等委員兼独立役員が占めております。)にて、2021年12月下旬及び2022年1月下旬に、慎重に協議及び検討を行いました。

上記協議・検討の結果、当社は、旧体制下において損なわれた仕入先・顧客先との取引関係や従業員の人材基盤についてなお回復の途上にあると言わざるを得ず、当社の中核事業であるエレクトロニクス事業が現在の競争的な事業環境の変化に迅速に対応ができておらず、在庫・サプライチェーンに課題が存在していることから販売機会を逸失し、マーケットシェアの低下を招いているといった現状や、株式市場の短期的な利益追求の要請等により、当社の貴重な経営資源がエレクトロニクス事業の日々の経営活動以外の短期的な利益追求を要請する株式市場への対応とその実施が求められ、エレクトロニクス事業の運営・拡大・管理といった日々の経営活動に専念することができていなかったことに鑑み、上場を維持し上記のような様々な課題に単独で対処するよりも、公開買付者の子会社として非上場化し、エレクトロニクス事業の経営のみに集中することで企業価値向上を早期に実現できると考えるに至りました。コーンウォールは当社の中核事業であるエレクトロニクス事業に対する分析として、米国での首位のマーケットシェアを持つスキナー事業、レーダー探知機、CBラジオ、オーストラリアでのコードレス電話・CB無線機販売事業等を中心に、何世代にもわたるブランドへの愛着を持つ熱心な顧客層を有していることを高く評価していること、また、当社が安定したニッチな市場で高いマーケットシェアを持っていること、当社製品の主要市場である日本、米国、オーストラリアと比較して労働コストが低いと考えられるベトナムに自社工場を有しているといった強みがあることにも着目し、大きな価値と潜在能力を見だして、当社のさらなる発展のために必要な支援を惜しまないと発言していること、さらに、コーンウォールは当社の中長期的な価値創造に対してコミットする意向を表明していることから、2022年5月下旬、コーンウォールは当社にとって、ともに企業価値向上の早期実現を目指すことのできるパートナーであるとの認識に至りました。コーンウォールからは、当社のガバナンス体制を再構築・改善させ、本来的な業務であるエレクトロニクス事業の経営に集中できる基盤を整えた現体制下における当社の経営手腕を高く評価されています。また、当社は、本取引により、当社が描いている今後の成長戦略の実現に向けたエレクトロニクス事業への経営リソースの集中と、それによる更なる企業価値の向上に向けた人材面や戦略面でのコーンウォールからの支援を享受できると考えており、特に、コーンウォールが想定している在庫・サプライチェーンの管理の強化、マーケティング・デジタル広告戦略、販売チャネル、及び価格決定の見直しといった取組みは、当社の企業価値向上に資するものであり、かつ、かかる取組みの実行のために必要な人的ネットワークの提供をコーンウォールから受けられることを積極的に評価しております。

加えて、()本公開買付価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「 当社による算定の概要」で述べるブルータスによる当社株式に係る株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果を上回り、さらに過去5年間にわたる株価の最高価格を上回ること、また、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、()下記「(3) 算定に関する事項」の「 本フェアネス・オピニオンの概要」に記載のとおり、ブルータスから本公開買付価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正であることと表明する旨の本フェアネス・オピニオンを取得していること、()上記のとおり、本公開買付価格は、当社の1株当たり純資産額(5,705円)を下回っているものの、簿価純資産額を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こと、()下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置等、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各措置が採られており、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、特に、本公開買付価格の決定過程においては、当社は、公開買付者と当社との間における本取引に係る協議・交渉の経緯及び内容等につき、本特別委員会に対して適時に報告を行い、本特別委員会を都度開催して方針等を協議した上で、複数回にわたり当社と公開買付者との間で協議を行う等して、本特別委員会を公開買付者との交渉過程に関与させた上で、公開買付者から最終提案を受けるに至っていること等を踏まえ、本公開買付けは、当社の一般株主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いたしました。そして、2022年6月23日開催の取締役会において、当社の取締役(監査等委員を含みます。)の全員一致により、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ことを決議いたしました。

なお、当社としては、当社の株主のうち、本公開買付けに応募はしないものの株式併合議案に賛成することが見込まれるインデックス運用ファンド等の株主の所有割合は少なくとも約10%に達するとの分析をしております。当社は、かかる分析に基づき、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社の株主の所有割合は、100%からコーンウォールの所有割合(19.25%)及びインデックス運用ファンド等の株主の所有割合(約10%)を減じた約70%程度に留まることから、買付予定数の下限(最終的には、コーンウォールの所有する当社の議決権数が当社の総議決権数の55%となるように計算された株式数(2,101,400株：所有割合35.75%)が設定されています。)は、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社の株主が所有していると推測される約70%の当社株式のうちの半数程度の応募があった場合にのみ、本公開買付けが成立するような買付予定数の下限を設定しているものと評価でき、ひいては当社の一般株主の応募判断の結果を一定程度尊重していると評価できると考えております。そして、上記分析によれば、本公開買付けが成立した場合には約65%の株主が株式併合議案に賛成する可能性があると考えられるため、当社としては、当該分析の結果を保守的に見ても、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率(なお、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の平均値は52.64%、最大値は72.23%です。)も勘案すれば、本公開買付けの成立後に、株式併合の議案が本臨時株主総会において現実的に承認される水準であると考えております。

(3) 算定に関する事項

当社による算定に関する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、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付けに関する意見を決定するにあたり、第三者算定機関としてブルータスに当社の株式価値の算定及び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)の提出を依頼し、ブルータスから、2022年6月22日付で当社算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得しております。また、ブルータスは、当社、公開買付者及びコーンウォール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、重要な利害関係は有しておりません。

当社による算定の概要

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、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、市場株価法及びDCF法を採用して、当社株式の価値を算定しています。ブルータスが上記各手法に基づき算定した当社株式の1株当たりの価値はそれぞれ以下のとおりです。

市場株価法 : 3,418円～3,855円

DCF法 : 3,798円～5,204円

市場株価法では、2022年6月22日を基準日として、東京証券取引所プライム(旧:東証1部)市場における当社株式の普通取引の基準日における終値3,855円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値3,418円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値3,436円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値3,495円をもとに、当社株式の1株当たりの価値の範囲を3,418円から3,855円までと分析しております。

DCF法では、当社の2022年3月期から2025年3月期までの事業計画、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株当たりの価値のレンジを3,798円から5,204円までと分析しております。なお、DCF法による算定に用いた当社の事業計画は、新規製品カテゴリーの開拓等による成長を合理的に見積もることが可能な2025年3月期まで策定されています。継続価値の算定にあたっては、永久成長率法を採用しており、永久成長率は0%として当社株式の価値を算定しております。

なお、当社の事業計画については、大幅な増益を見込んでいる事業年度が含まれます。具体的には、既存製品カテゴリーの選択と集中の徹底及び前述の新規製品カテゴリーの開拓等により、2024年3月期においては対2023年3月期比で大幅な増益(営業利益388百万円、44.2%増)、また、2025年3月期においては対2024年3月期比で更なる大幅な増益(営業利益844百万円、66.7%増)を見込んでおります。なお、フリー・キャッシュ・フローの大幅な変動を見込む事業年度が含まれておりますが、前述の営業利益の大幅な変動及び運転資本の時期的な変動に対応するものであり、設備投資等の臨時的な支出が予定されているわけではありません。また、DCF法による算定に用いた当社の事業計画は、本公開買付けに関する検討が開始する前の2022年2月14日に公表された中期経営計画であり、当該事業計画は本取引の実行を前提として作成されたものではありません。

本フェアネス・オピニオンの概要

当社は、2022年6月22日付で、ブルータスより本フェアネス・オピニオンを取得しております(注)。本フェアネス・オピニオンは、当社が作成した財務予測に基づく当社株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、ブルータスが、当社から、事業の現状、将来の事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社株式の価値算定結果に加えて、本公開買付けの概要、背景及び目的に係る当社との質疑応答、ブルータスが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにブルータスにおけるエンゲージメントチームとは独立した審査会におけるレビュー手続を経て発行されております。

(注) プルータスは、本フェアネス・オピニオンの作成及び提出並びにその基礎となる株式価値の算定を行うに際して、当社から提供を受けた基礎資料及び一般に公開されている資料、並びに当社から聴取した情報について、それらが正確かつ完全であること、当社株式の株式価値の分析・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に対して未開示の事実はないことを前提としてこれらに依拠しており、独自にそれらの調査、検証を実施しておらず、その調査、検証を実施する義務も負っておりません。

プルータスが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた当社の事業計画その他の資料は、その作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、プルータスはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明していません。

プルータスは、個別の資産及び負債の分析及び評価を含め、当社及びその関係会社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。)に関して独自の評価又は鑑定を行っておらず、これらに関していかなる評価書や鑑定書の提供も受けておりません。また、倒産、支払停止又はそれらに類似する事項に関する適用法令の下での当社及び関係会社の信用力についての評価も行っておりません。なお、プルータスは、法律、会計又は税務の専門機関ではなく、本公開買付けに関する法律、会計又は税務の問題点の有無等を独立して分析又は検討を行うものではなく、その義務も負うものでもありません。

本フェアネス・オピニオンは、当社による本公開買付け価格の公正性に関する検討に供する目的で作成されたものです。そのため、本フェアネス・オピニオンは、当社が実行可能な代替案と比較した本取引の事業戦略上の位置付け、又は本取引の実施によりもたらされる便益については言及しておらず、公開買付け者による本取引実行の是非について意見を述べるものではありません。

また、本フェアネス・オピニオンは、本公開買付け価格に関する当社取締役会及び本特別委員会の判断の基礎資料として使用することを目的としてプルータスから提供されたものであり、他のいかなる者もこれに依拠することはできません。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

本書提出日現在、当社株式は東京証券取引所プライム市場に上場しておりますが、公開買付け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、当社株式は上場廃止基準に従い、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、本公開買付けが成立した場合は、本公開買付けの成立時点では上場廃止基準に該当しない場合でも、公開買付け者は、その後適用法令及び下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載する各手続に従って、当社株式の全て(但し、本不応募株式及び当社の所有する自己株式を除きます。)を所有することを予定しているとのことです。その場合には、当社株式は、上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった場合は、当社株式を東京証券取引所プライム市場において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付け者は、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、当社株式を非公開化するための本取引の一環として、本公開買付けを実施するとのことです。また、本公開買付けにより当社株式の全て(但し、本不応募株式及び当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付け成立後に当社の株主を公開買付け者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとするための一連の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、公開買付け者は、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。)第180条に基づき、当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款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、本公開買付けの決済の完了後、速やかに開催することを当社に要請する予定とのことです。本臨時株主総会の開催時期は、本公開買付けの成立時期により異なるものの、現時点では、2022年10月の開催を予定しているとのことです。なお、公開買付け者は、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るとのことです。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に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切捨てられます。以下同じです。)に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。なお、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(公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーを除きます。)に交付される金銭の額が、本公開買付け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算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを、当社に要請する予定とのことです。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とのことです。公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみが当社株式の全て(本不応募株式及び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(公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーを除きます。)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。

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しなかった当社の株主(公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーを除きます。)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て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。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になります。

上記手続については、関係法令の改正、施行及び当局の解釈等の状況によっては、実施に時間を要し、又は実施の方法に変更が生じる可能性があります。具体的には、本公開買付けの決済の完了後、コーンウォール・マスター・エルピーが所有する当社株式数と同数以上の当社株式を所有する株主(以下「多数所有株主」といいます。)が存在し、又は本株式併合の効力発生日までの間に多数所有株主が生ずる合理的な可能性がある場合には、公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーは、本株式併合の手続に代えて、当社の株主を公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとすることを目的とする当社株式の株式併合を行うために必要な行為を行った上で、株式併合を行い、その後公開買付者からコーンウォール・マスター・エルピーに対する当社株式の譲渡を行い、当社の株主を公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとする予定とのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主(公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーを除きます。)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とのことであり、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、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ないとのことです。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理士等の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

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「本公開買付けの概要」に記載のとおり、万が一本公開買付けが成立したにもかかわらず本株式併合が実現しない事態が生じたとしても、公開買付者は、本スクイズアウト手続に係る議案が当社の株主総会において現実的に承認される水準(総株主の議決権の3分の2の取得)に至るまで、取得が必要となった際の状況に応じて、市場内、市場外での買付け等、多様な方法の中から適切な方法(現時点では、取得方法は未定です。)を選択の上、法令上許容される範囲において実行可能な方法で当社株式を追加取得し、当社株式の非公開化を行う方針とのことです。なお、本書提出日時点において、公開買付者は、当社株式の非公開化後に、当社株式を譲渡する予定はないとのことです。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

本公開買付けは、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)又は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」に該当する公開買付けではありません。もっとも、公開買付者が本公開買付けを含む本取引を通じて当社の株主を公開買付者及びコーンウォール・マスター・エルピーのみとすることを企図していることを考慮して、公開買付者及び当社は、当社の株主の皆様への影響に配慮し、慎重を期して、本公開買付価格の公正性を担保するための措置等として、以下のような措置を実施いたしました。

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第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

当社は、公開買付者及び当社から独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータスに対して、当社の株式価値の算定及び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)の提出を依頼し、同社から当社算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。当社算定書及び本フェアネス・オピニオンの概要については、それぞれ、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社による算定の概要」及び「本フェアネス・オピニオンの概要」をご参照ください。

なお、ブルータスは、公開買付者、コーンウォール及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、ブルータスの独立性及び専門性に問題がないことから当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて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。なお、本取引に係るブルータスの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる報酬のみであり、本公開買付けを含む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法律事務所からの助言

当社は、本取引に関する意思決定過程における手続の公正性及び適法性についての専門的助言を得るため、公開買付者及び当社から独立したリーガル・アドバイザーとして、長島・大野・常松法律事務所を選定し、同事務所より、本取引に関する当社取締役会の意思決定方法、過程及びその他の意思決定にあたっての留意点について、必要な法的助言を受けております。

なお、長島・大野・常松法律事務所は、公開買付者、コーンウォール及び当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。また、本特別委員会は、第1回の特別委員会において、長島・大野・常松法律事務所の独立性及び専門性に問題がないことから当社のリーガル・アドバイザーとして承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて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。

当社における特別委員会の設置及び特別委員会からの答申書の取得

当社取締役会は、2022年3月14日開催の当社取締役会において、本特別委員会を設置することを決議いたしました(本特別委員会の委員としては、当社の社外取締役監査等委員兼独立役員である清水厚氏(公認会計士、税理士)、当社の社外取締役監査等委員兼独立役員である大里真理子氏、当社の社外取締役監査等委員兼独立役員である中野智美氏(公認会計士、税理士)、当社の社外取締役監査等委員兼独立役員である溝上聡美氏(弁護士)を選任しております。当社は、本特別委員会を設置した2022年3月14日当初からこの4名を本特別委員会の委員として選任しており、本書提出日時点まで本特別委員会の委員を変更した事実はありません。)。本特別委員会においては、互選により清水厚氏が委員長として選任されております。なお、本特別委員会の委員の報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本取引の公表や成立等を条件とする成功報酬は含まれておりません。

そして、当社は、上記取締役会決議に基づき、本特別委員会に対し、(a)本取引の目的が、当社の企業価値向上に資するものとして合理的かつ正当であるか否か、(b)本取引を前提とした本公開買付けにおける公開買付価格その他の条件の妥当性、(c)本取引に至る交渉過程等の手続の公正性、及び(d)(a)乃至(c)を踏まえ、本公開買付けを含む本取引が当社の一般株主にとって不利益でないか否か(本公開買付けについて、当社が賛同意見を表明し応募を推奨する旨の決定を行うこと、及び本公開買付けが成立した場合に、上場廃止が見込まれる株式併合を決定することが、当社の一般株主にとって不利益でないか否かを含みます。)(以下、総称して「本諮問事項」といいます。)について諮問し、これらの点についての答申書を当社に提出することを囑託いたしました。

本特別委員会は、2022年3月18日から2022年6月22日までの間に合計13回、合計25時間にわたって開催され、会日間においても電子メールや電話等を通じて報告・情報共有、審議及び意思決定等を行う等して、本諮問事項についての協議及び検討が行われました。具体的には、本特別委員会は、まず第1回の特別委員会において、当社が選任したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス並びにリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所につき、いずれも独立性及び専門性に問題がないことから、それぞれを当社のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関並びにリーガル・アドバイザーとして承認した上で、本特別委員会としても必要に応じて専門的助言を受けることができることを確認するとともに、公開買付者及びコーンウォールとの交渉過程への関与方針として、直接の交渉は当社のアドバイザーが当社の窓口として行うこととしつつ、本特別委員会は、交渉担当者から適時に状況の報告を受け、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、取引条件に関する交渉過程に実質的に関与することを確認しました。

その上で、本特別委員会は、当社から、当社の沿革、事業内容及び業績推移、現在の経営課題、本取引によって見込まれる当社の事業への影響の内容、本取引に替わる施策の可能性、並びに当社の事業計画の作成経緯等について説明を受け、当社との間で質疑応答を行った上で、当該事業計画の合理性について確認いたしました。また、公開買付者及びコーンウォールに対して、本取引の目的等に関する質問状を事前に送付した上で、公開買付者及びコーンウォールから、本取引を提案するに至った理由及び背景、本取引の目的、本取引によって見込まれるメリット・デメリットその他の影響の内容及び程度、並びに本取引後に予定している当社の経営方針等について説明を受け、公開買付者及びコーンウォールとの間で質疑応答を行いました。また、当社の第三者算定機関であるブルータスから、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受けるとともに、当社算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得し、それらに対する質疑応答を行った上で、当該事業計画及び当該算定結果の合理性について検討いたしました。また、当社のリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所から、特別委員会の意義・役割等を含む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取締役会の意思決定の方法及び過程その他の本取引に関する意思決定にあたっての留意点について法的助言を受けております。

加えて、本特別委員会は、当社から、当社とコーンウォールとの間における本取引に係る協議及び交渉の経緯及び内容等につき適時に報告を受けた上で、本特別委員会において協議し、本公開買付価格につき、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」に記載のとおり交渉が行われ、コーンウォールから2022年6月3日に、本公開買付価格を4,100円とする旨の提案を受けるに至るまで、コーンウォールに対して本公開買付価格の増額を要請すべき旨を当社に複数回意見表明や助言を行う等して、公開買付者及びコーンウォールとの交渉過程に関与いたしました。

本特別委員会は、以上の経緯の下、本諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、2022年6月22日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

(a) 本取引の目的が、当社の企業価値向上に資するものとして合理的かつ正当であるか否か

以下の点より、本取引は当社の企業価値向上に資するものとして正当であると認められる。

- ・ 本取引によるメリットとしては、()直近の取り組み(在庫・サプライチェーンの管理体制、マーケティングとデジタル広告への注力、不採算の販売チャネルの取扱い、当社製品の価格設定(最小広告価格戦略の導入等))に関するもの、()中期的な取り組み(欧州市場への展開、ブランドロイヤリティとコミュニティに関する施策、M&Aとその他戦略的パートナーシップの推進)に関するもの、()完全子会社化上場廃止によるコスト削減、長期での企業価値向上等、()過去のガバナンス不備の克服と特定の株主に左右されない経営の安定化、()当社の株主、顧客、取引先その他のステークホルダーが享受するメリット等が認められる。他方、本取引によるデメリットとして、重大なものは特に見当たらない。

- ・ 当社においては、旧体制下における大規模な従業員のリストラによる人材基盤の不安定化、仕入先・顧客先との取引のキャンセル等による取引関係の悪化、並びに米国子会社における不適切な会計処理問題の発覚、及び特定の株主から株主権が行使され株主総会において当社提案の役員選任決議が否決される等、ガバナンス体制が不安定であったことから、ガバナンス体制の整備のために多大な経営リソースを費やしてきたこと、さらに短期的な増配を要求する株主が登場し、その対応を迫られた経緯があり、そのような状況が完全に解消したわけではないことを踏まえると、本公開買付けにより当社を非公開化し、新たな体制の下で、コーンウォールによるサポートを受けつつ本業であるエレクトロニクス事業に経営リソースを集中させることのできる体制を確立することが期待できる本取引は、当社の企業価値向上及びステークホルダーの利益を確保する観点から望ましいものといえる。
- ・ コーンウォールは、本取引のような、日本国内における非上場化に関する実績は有しておらず、日本の上場企業に対する過去の投資実績において、購入開始から約3年半後に投資先の株式の全部を公開買付けに応募した事例や、投資先による自己株式取得に応募した事例も存在する。もっとも、コーンウォールが過去の投資事例において、取締役の選任請求や解任請求など経営陣に敵対するような非友好的な株主提案、また短期的な投資利益確保を狙った増配や自己株式取得等の株主提案を行ったことはないとのことであり、上記の各事例における長期的に企業価値の向上を目指すというアプローチは、本件においても一貫しているという旨のコーンウォールの説明も不合理であるとまでは認められない。加えて、コーンウォールの当社事業に関する分析は、当社経営陣の評価と概ね整合的であり、コーンウォールが当社に対する真摯な取り組みを行っていることを示すものとの評価も可能である上、コーンウォールが、過去に当社に在籍し、当社の北米及び欧州事業を熟知した事業再生の専門家のサポートを確保していることは、コーンウォールが当社の事業に対して一定のコミットメントを行う意図があることを窺わせるものであるともいえる。これらの点に鑑みると、コーンウォールが繰り返し強調して表明する、当社の事業に対して中長期的な価値創造を目的としてコミットメントを行う旨の意向が、真摯なものではないと疑わせる事情は特に見当たらない。

(b) 本取引を前提とした本公開買付けにおける公開買付価格その他の条件の妥当性

以下の点より、本公開買付けを含めた本取引全体について、当社の一般株主からみて、公開買付価格その他の条件の妥当性が確保されていると認められる。

- ・ 最終的な本公開買付価格(1株当たり4,100円)は、当初コーンウォールが当社に対して提示した価格(1株当たり3,700円)よりも合理的な金額の上積み(10.8%)がされており、さらに、当初想定されていたスケジュールを延期してまでコーンウォール及び当社間で相当期間にわたり綿密な交渉が継続的に行われ、当社の側でもコーンウォールに対して繰り返し公開買付価格の引上げを求めたことなど、当社が、一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して真摯に交渉した経緯が認められる。
- ・ 当社算定書は、当社が2022年2月14日付で公表した中期経営計画をDCF法による算定の基礎資料としているところ、当該中期経営計画は、コーンウォールからの提案とは無関係に当社において独自に作成されたものであり、その作成経緯に関して、コーンウォールの恣意的な圧力が介在した事実等は認められず、当該中期経営計画は合理的に作成されたものと認められる。なお、DCF法による算定に用いた事業計画は、新規製品カテゴリーの開拓等による成長を合理的に見積もることが可能な2025年3月期まで策定されており、大幅な増収を見込んでいる事業年度が含まれていること、及びフリー・キャッシュ・フローの大幅な変動を見込む事業年度が含まれているものの、運転資本の時期的な変動に対応するものであり、設備投資等の臨時的な支出が予定されているわけではないことについても、ブルータスから説明がなされた。
- ・ 当社算定書は、算定方法及び評価プロセス、算定に係る進捗状況等のいずれについても不合理な点は見当たらないことが確認されているところ、本公開買付価格は、市場株価法に基づく算定結果のレンジを上回る価格であり、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であることが認められる。また、本公開買付価格は、過去5年間にわたる当社の株価の最高価格をも上回っている。

- ・ 本公開買付価格はDCF法に基づく算定結果のレンジの下方に位置しているものの、本公開買付価格のプレミアム水準は、他社事例と比較して不合理に低い水準であるとまでは認められず、また、その他の客観的状況に照らしても公正な価格を下回らないと評価できる。特にエレクトロニクス事業においては、半導体のサプライチェーンの世界的な混乱により原材料の調達困難化や今後の国際情勢の不安定化に伴う輸出入規制の強化等、将来の製品販売に係る不確実性も否定しきれない部分があり、また、当社の売上高の51.5%を占める北米・中南米地域の中核である米国においてインフレ率の急激な上昇や中央銀行による利上げ、これに反応した急速な株式市場の環境悪化等、売上の減少とコストの増加につながる要因が現れていることを踏まえると、本公開買付価格は、DCF法に基づく算定レンジの下方に位置するものであるが、なお公正と認められる範囲に含まれる価格であると考えられる。
- ・ 当社は、本公開買付価格の妥当性を確保するため、当社及びコーンウォールから独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータスから、本公開買付価格が当社の一般株主にとって財務的見地から公正であることを意見表明する本フェアネス・オピニオンを取得している。
- ・ 本公開買付価格は、当社の2022年3月31日現在の連結簿価純資産から算出した1株当たり純資産額(5,705円)を下回っているものの、ブルータスが試算した当社の実質的な清算価値を上回っていること等を総合すれば、本公開買付価格が1株当たり純資産額を下回することは、本公開買付けに賛同しない理由にはならないと考えられる。
- ・ 本公開買付価格については、()市場株価法に基づく算定結果のレンジを上回る価格であること、()DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、()本フェアネス・オピニオンを取得していることを重視した上で、コーンウォール・当社間において独立当事者間取引における真摯な交渉が行われたこと、本公開買付価格が、過去5年間にわたる当社の株価の最高価格及びブルータスが試算した当社の実質的な清算価値を上回る価格であること、()当社の創業者の藤本氏が当代表取締役を務めていたフジファンドが提出した2021年12月22日付変更報告書によれば、フジファンドは、2021年12月17日に当社普通株式150,000株を売却しているところ、その売却価格は、1株3,550円であり、本公開買付価格を下回っていること、()純投資を目的とすると思われる当社株主であるヴァレックス・パートナーズ及びユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンが、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」のとおり、本公開買付価格での応募に同意していること等の様々な事情を総合的に考慮した結果、妥当であると判断される。
- ・ 本公開買付けにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されず、買付数の下限が設定されているものの、当社の株主構成や過去の定時株主総会における議決権行使比率を踏まえれば、妥当と考えられる。すなわち、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社株主の所有割合が、100%からコーンウォールの所有割合(19.25%)及びインデックス運用ファンド等の株主の所有割合(約10%)を減じた約70%程度に留まることから、55%という買付予定数の下限は、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社株主が所有していると推測される約70%の当社株式のうちの半数程度の応募があった場合にのみ、本公開買付けが成立するような買付予定数の下限を設定しているものと評価でき、ひいては当社の一般株主の応募判断の結果を一定程度尊重していると評価できる。そして、上記分析によれば、本公開買付けが成立した場合には約65%の株主が株式併合議案に賛成する可能性があると考えられるため、当該分析の結果を保守的に見ても、当社の過去5年間の定時株主総会における議決権行使比率の平均値が52.64%、最大値が72.23%であることを踏まえれば、本臨時株主総会において、株式併合議案が現実的に承認される水準といえる。
- ・ 本公開買付価格及び買付予定数の下限以外の取引条件についても、同種の取引における条件と比較して同等であると認められる。

(c) 本取引に至る交渉過程等の手続の公正性

以下の点より、本取引においては、公正な手続を通じて当社の一般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。

() 特別委員会の設置

- ・ 本特別委員会の実効性を高める観点から採られた以下の各措置は、特別委員会の実効性を高めるための方策に照らして十分なものであると認められるし、また、本特別委員会と同種の目的で設置される他の特別委員会における対応と比較しても遜色はない。
 - 本特別委員会は、取引条件がコーンウォールと当社との間で決定される以前に設置されていること
 - 本特別委員会は、経済産業省が2019年6月28日に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」で特別委員会の委員として最も適格性があるとされる、社外取締役監査等委員兼独立役員のみで構成されていること
 - 当社がコーンウォールと本公開買付価格について協議する場合には、事前又は事後速やかに本特別委員会に確認を求めており、これにより、本特別委員会は、適時に交渉状況の報告を受け、重要な局面で意見を述べ、指示や要請を行って、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確保していること
 - 本特別委員会は独自のアドバイザーを選任していないものの、当社のビジネスの特徴に関する知見(本特別委員会の委員はいずれも設置当時から当社の社外取締役監査等委員兼独立役員であった。)、企業価値評価への知見(本特別委員会の委員のうち2名は公認会計士・税理士の資格を有している。)、法律面での知見(本特別委員会の委員のうち1名は弁護士である。)がいずれも委員により充足されていること、並びに当社のフィナンシャル・アドバイザー及びリーガル・アドバイザーの専門性・独立性に鑑み、特別委員会としてのアドバイザー選任は不要であると本特別委員会として判断したこと
 - 本取引について想定されるメリットは多岐に亘り、その全ての詳細を一般に公開することは難しいことから、本特別委員会は、一般株主に代わり、本取引に関する重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断を行ったこと
 - 本特別委員会の各委員に対しては、その職務の対価として、社外取締役としての報酬とは別に、固定額の報酬を支払うものとされていること

() 当社における意思決定プロセス

- ・ 本公開買付けは、支配株主による買収やMBO取引には該当せず、また、当社取締役はいずれもコーンウォールとの間で応募契約その他の本取引に関連する契約を締結することを予定していないため、当社取締役と当社一般株主との間に利益相反関係は存在しないと評価できる。本公開買付けに係る当社の意思決定は、利害関係を有しない当社取締役の全員(監査等委員を含む。)をもって行われており、当社における意思決定プロセスに、公正性に疑義のある点は見当たらない。

() 外部専門家による専門的助言等の取得

- ・ 当社は、コーンウォール及び当社から独立したリーガル・アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所から独立した専門的助言を取得したと認められる。
- ・ 当社は、本公開買付価格の公正性を担保するために、独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータスから、当社算定書及び本フェアネス・オピニオンを取得しており、これにより、本公開買付価格は、当社の一般株主にとって財務的見地から公正であるということが、独立した第三者評価機関からの意見として表明されている。

() マーケット・チェック

- ・ 本公開買付けの買付期間が31営業日と比較的長期に設定されており、また、当社とコーンウォールとの間において、取引保護条項を含む対抗的買収提案者との接触を制限する旨の合意は行われていないことから、本取引においては、本公開買付けの公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上でM&Aを実施することによって、いわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されていると評価することができる。

()マジョリティ・オブ・マイノリティ条件

- ・ 本公開買付けでは、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されていないものの、常にマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとまでは認められておらず、当該M&Aの具体的状況を踏まえて、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に判断し、その要否を検討することが望ましいと考えられている。そして、当社の株主構成を踏まえれば、55%という買付予定数の下限は、本公開買付けの条件を含む本取引の条件が適切であるか否かの判断に従って本公開買付けに応募するか否かを決定する当社株主が所有していると推測される約70%の当社株式のうちの半数程度の応募があった場合にのみ、本公開買付けが成立するような買付予定数の下限を設定しているものと評価でき、ひいては当社の一般株主の応募判断の結果を一定程度尊重していると評価できるため、本公開買付けにおいてはマジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しないことも妥当と考えられる。

()一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上

- ・ 本取引においては、プレスリリースにより、特別委員会に関する情報、株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンに関する情報及びその他の情報について、一般株主への十分な情報提供が行われていると認められる。

()強圧性の排除

- ・ 本取引のうち、本スクイズアウト手続は、株主に価格決定の申立てを行う権利が認められている株式併合を用いるスキームにより実行するとされており、また、本スクイズアウト手続が本公開買付け終了後速やかに行われる旨、及び、本スクイズアウト手続の際に一般株主に対して交付される金銭は本公開買付け価格と同一の価格とすることが予定されている旨が開示される予定である。
- ・ したがって、本取引については、強圧性を排除するための対応が行われていると認められる。

- (d) (a)乃至(c)を踏まえ、本公開買付けを含む本取引が当社の一般株主にとって不利益でないか否か(本公開買付けについて、当社が賛同意見を表明し応募を推奨する旨の決定を行うこと、及び本公開買付けが成立した場合に、上場廃止が見込まれる株式併合を決定することが、当社の一般株主にとって不利益でないか否かを含む。)

上記(a)のとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するものとして正当であると認められる上、上記(b)及び(c)のとおり、本公開買付けを含む本取引全体について、当社の一般株主からみて、本公開買付け価格その他の取引条件の妥当性が確保されており、かつ、公正な手続を通じて当社の一般株主の利益への十分な配慮がされていると認められることから、本公開買付けを含む本取引は、当社の一般株主にとって不利益でないと認められる。また、本公開買付けについて、当社が賛同意見を表明し応募を推奨する旨の決定を行うこと、及び本公開買付けが成立した場合に、上場廃止が見込まれる株式併合を決定することは、当社の一般株主にとって不利益でないと認められる。

当社における利害関係を有しない取締役(監査等委員を含む)全員の承認

当社は、ブルータスから取得した当社算定書及び本フェアネス・オピニオン並びに長島・大野・常松法律事務所からの法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から提出された本答申書の内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引の諸条件について、慎重に協議及び検討を行いました。その結果、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、()公開買付者の子会社として非上場化し、エレクトロニクス事業の経営のみに集中することで企業価値向上を早期に実現できると考えたこと、()コーンウォールは当社にとって、ともに企業価値向上の早期実現を目指すことのできるパートナーであるとの認識に至ったこと、()本公開買付価格が、ブルータスによる当社株式に係る株式価値の算定結果のうち、市場株価法に基づく算定結果を上回るものであり、さらに過去5年間にわたる株価の最高価格を上回ること、また、DCF法に基づく算定結果のレンジの範囲内であること、()ブルータスから本フェアネス・オピニオンを取得していること、()簿価純資産額は会社の理論的な清算価値を示すものでも将来の収益性を反映するものでもなく、また実質的な清算価値を上回っていることから、継続企業である当社の企業価値の算定において簿価純資産額を重視することは合理的ではなく、1株当たりの純資産額を下回ることをもって本公開買付価格が不合理であるとはいえないこと、()本公開買付けにおける買付数の下限(55%)は、インデックス運用ファンド等の存在を考慮すると、本公開買付けの成立後に、少なくとも本株式併合の議案が本臨時株主総会において現実的に承認される水準であり、特別決議による賛同を得ることが合理的に予測されること、()本公開買付けの公正性を担保するための各措置が採られており、一般株主の利益への配慮がなされていると認められること、特に、本公開買付価格の決定過程においては、本特別委員会が適時適切に実質的な関与をしていること等を踏まえ、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的な売却の機会を提供するものであると判断し、2022年6月23日開催の当社取締役会において、当社の取締役(監査等委員を含みます。)の全員一致により、本公開買付けへ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ことを決議いたしました。なお、当社の取締役は、その全員が本取引に関して利害関係を有しておりません。

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、公開買付期間について、法令に定められた最低期間が20営業日であるところ、本公開買付けにおいては31営業日としております。このように、公開買付期間を比較的長期に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けへの応募について適切な判断機会を確保するとともに、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、もって本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

また、当社は、公開買付者との間で、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止し、又は当社が本公開買付けへの賛同を撤回することを禁止するような内容の合意は一切行っており、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を確保し、本公開買付けの公正性を担保することを企図しております。

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

本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2022年6月23日付で、ヴァレックス・パートナーズとの間で、本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)を締結し、ヴァレックス・パートナーズは、その所有する当社株式の全て(所有株式数：408,100株、所有割合：6.94%)を本公開買付けに応募する旨合意しているとのことです。なお、本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)において、ヴァレックス・パートナーズは、本公開買付けの開始日後に、本公開買付けに係る決済開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会(2022年3月期に係る定時株主総会を含みます。)が開催される場合、当該株主総会におけるヴァレックス・パートナーズが所有する当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、()全て公開買付者の指示に従って行うか、又は、()公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある適式な委任状を交付して包括的な代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない旨誓約しているとのことです。なお、本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)においては、本公開買付け期間終了日までに、当社の取締役会が本公開買付けへの賛同意見表明を撤回又は変更した場合には、ヴァレックス・パートナーズは、本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)の全部又は一部を解除し、ヴァレックス・パートナーズが所有する当社株式の全部又は一部について、本公開買付けに応募しないことができるとのことです。また、本書提出日現在、公開買付者及びコーンウォールとヴァレックス・パートナーズとの間で、本応募契約(ヴァレックス・パートナーズ)以外に、本取引に係る合意事項は存在せず、また、公開買付者及びコーンウォールからヴァレックス・パートナーズに対して、本公開買付けに応募することによる対価以外に供与される利益は存在しないとのことです。

本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)

公開買付者は、本公開買付けの実施にあたり、2022年6月23日付で、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間で、本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)を締結し、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンは、その所有する当社株式の全て(所有株式数：393,900株、所有割合：6.70%)を本公開買付けに応募する旨合意しているとのことです。なお、本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)において、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンは、本公開買付けの開始日後に、本公開買付けに係る決済開始日以前の日を権利行使の基準日とする当社の株主総会(2022年3月期に係る定時株主総会を含みます。)が開催される場合、当該株主総会におけるユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンが所有する当社株式に係る議決権その他の一切の権利の行使について、公開買付者の選択に従い、()全て公開買付者の指示に従って行うか、又は、()公開買付者若しくは公開買付者の指定する者に対して権限者による記名押印のある適式な委任状を交付して包括的な代理権を授与し、かつ、かかる代理権の授与を撤回しない旨誓約しているとのことです。なお、本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)においては、本公開買付け期間終了日までに、当社の取締役会が本公開買付けへの賛同意見表明を撤回又は変更した場合には、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンは、本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)の全部又は一部を解除し、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンが所有する当社株式の全部又は一部について、本公開買付けに応募しないことができるとのことです。また、本書提出日現在、公開買付者及びコーンウォールとユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンとの間で、本応募契約(ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン)以外に、本取引に係る合意事項は存在せず、また、公開買付者及びコーンウォールからユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンに対して、本公開買付けに応募することによる対価以外に供与される利益は存在しないとのことです。

本不応募合意

公開買付者は、2022年6月23日付で、コーンウォール・マスター・エルピーとの間で、その所有する本不応募株式(所有割合：19.25%)について、本公開買付けに応募しない旨を口頭により合意しているとのことです。なお、本書提出日現在、公開買付者及びコーンウォールとコーンウォール・マスター・エルピーとの間で、本不応募合意以外に、本取引に係る合意事項は存在せず、また、公開買付者及びコーンウォールからコーンウォール・マスター・エルピーに対して、供与される利益は存在しないとのことです。

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	役名	職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
武藤 竜弘	代表取締役社長		100株	1個
大里 真理子	取締役			
清水 厚	取締役			
中野 智美	取締役			
溝上 聡美	取締役			
計	5名		100株	1個

(注1) 役名、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(監査等委員)大里真理子氏、取締役(監査等委員)清水厚氏、取締役(監査等委員)中野智美氏及び取締役(監査等委員)溝上聡美氏は、社外取締役であります。

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。

以上